

## 2.2.1 预警业绩变化-估值本质

今天第16期内容是【预警业绩变化】中的第一讲【估值本质】。

我们在上一周接触到如何利用公开信息，获得上市公司的最新业绩和对未来的计划。本周的三节课，我们将对业绩的数字再加工，从业绩变化的角度，而不是一个个独立的业绩数字，去看一家公司基本面的状态。

这种业绩变化的方向和程度，最直观的反映就是一家公司的【估值】状况。一碰到估值俩字，很多股民就会觉得头疼：

- 1.股票的估值指的就是PE、PB吗？
- 2.几百倍的PE是怎么回事？
- 3.估值低就一定能挣大钱？
- 4.银行股PE低，创业板PE高，前者就叫做低估？

这里其实有很多关于估值的错误理解，下面我们就来详细的讲解【估值本质】到底是什么：

### 1. 【提线木偶】

开始接触股票基本面的投资者，最容易看到代表估值的数字就是PE，并且很容易先入为主的认为这就叫估值，但PE、PB这些数字，都只是站在台前的“木偶”，是一个表象的数字，背后操纵他们的那些线，实际上是市场对公司【业绩增速的预期】。

通俗点来说，市场觉得这公司增速快，自然就给予高估值；有想象空间，但现在还不怎么挣钱，也能给高估值；整个行业发展没什么惊喜也没什么惊吓，那就给一个很普通或者很低的估值。

从传统理论来讲，估值是对未来现金流的折现，用一个高深莫测的DCF（Discounted Cash Flow）模型把一家企业未来业绩（五年以上）折算成的现在值多少钱。这模型有很多参数，其中一个关键影响因素是以后这企业能挣多少钱，并且还得是实打实的现金。

也就是说，你经营稳定，每年能有稳定现金流入，我愿意给高一点的估值；你前期烧钱，后期回报巨大，我也愿意给高一点的估值。

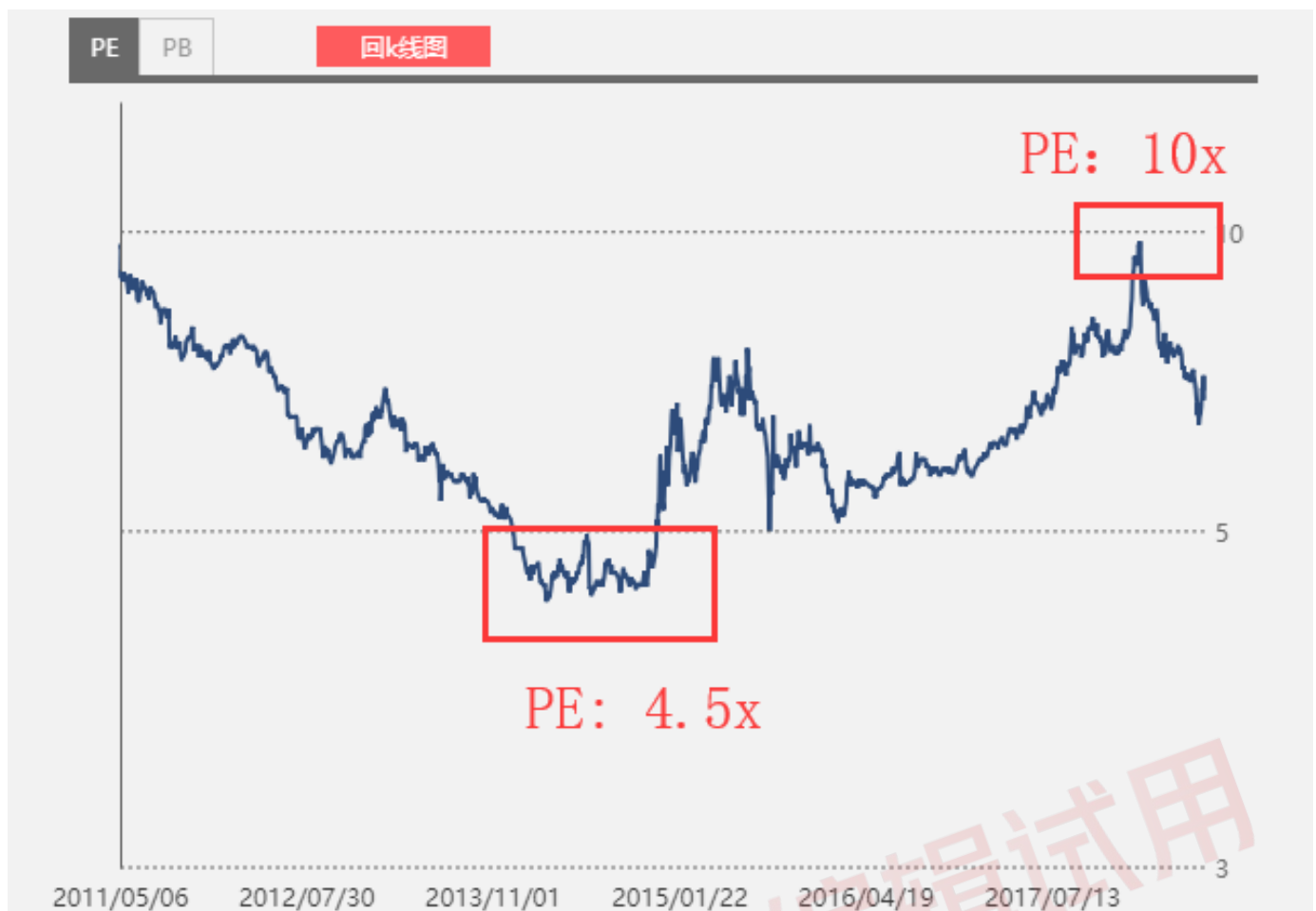
但是未来谁说得准呢，五年太远，对一般投资者来说弄清未来半年一年的变化都很不容易了，所以这个模型也仅仅用在专业金融人士之中，现在其实很多专业人士也不怎么用。

我们只需要了解，每年的【预期】现金流入变化，严重影响着估值这个“木偶”在台上的表现。如果没有别人欠钱不还的情况，现金流入变化类似业绩（营业收入和净利润）的变化，所以我们常看到的PE的分母E就是这么来的。

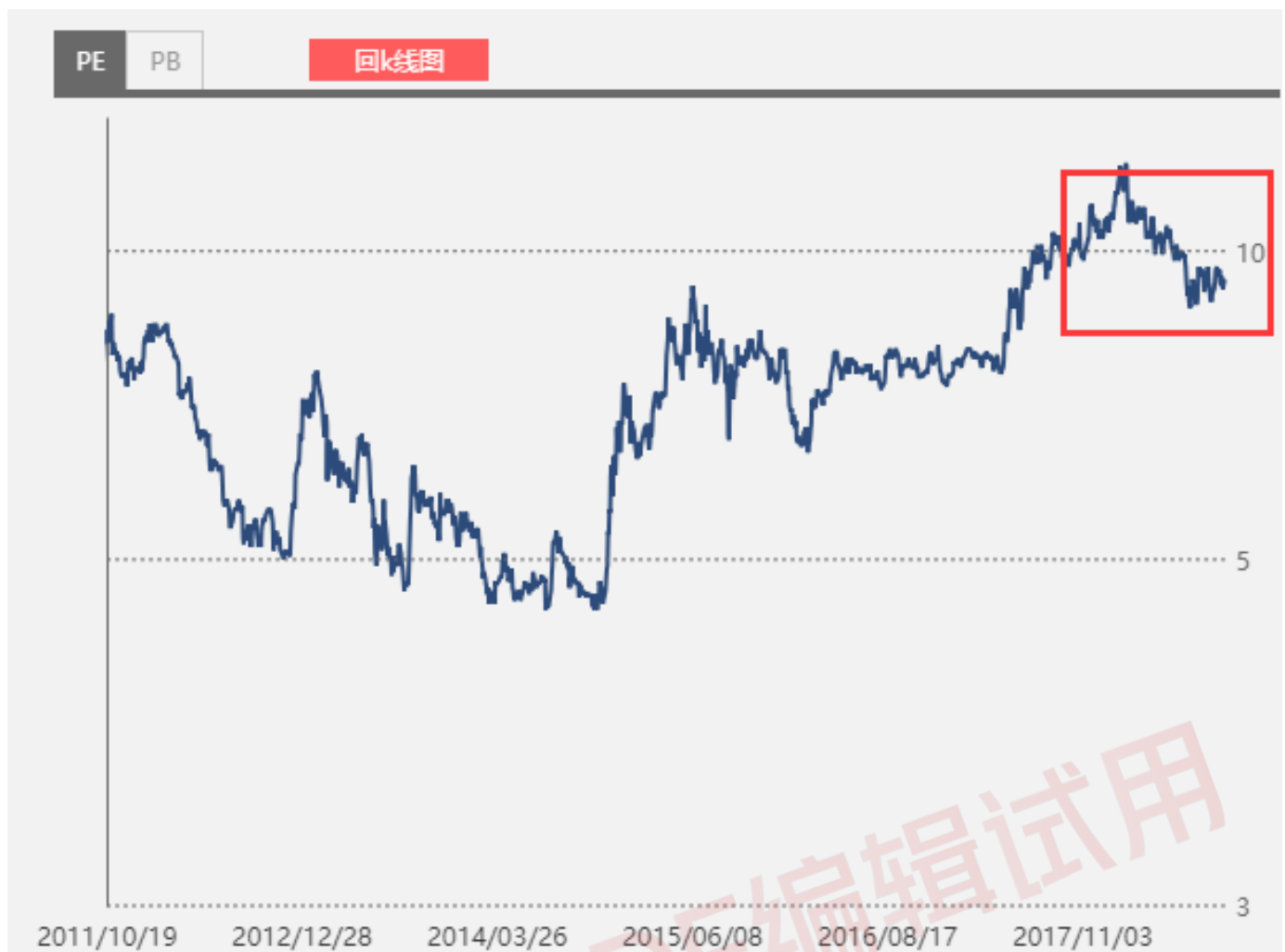
但是投资可是一门很贪婪的行当，挣的多（业绩数字很高）还不够，明年还要挣更多（业绩增速也要高），如果市场觉得这企业增速出现变化了，那么就要重新给一个新的估值。这些变化包括：

1. 增速由“负转正”或“正转负”，代表经营状况反转；
2. 负增速的值更接近零了，说明经营从很差往好的方向变化；
3. 正增速降低，公司的高增长可能难以持续了

这些情况我们将在本周后面两节课进行详细探讨，本节内容我们来看一个简单的例子：



2017年全年营收7265亿，净利润2860亿的工商银行（601398）不可谓不赚钱吧？但是工行的近五年的历史PE区间也仅仅在4-10之间摇摆，最近徘徊在6-7倍。零售转型非常成功的招商银行（600036），2017年归母净利润同比增长13%，远超同行的那些个位数增速，目前估值要比工行高不少，PE接近10倍：



但这个PE值拿到别的行业去，真的是低到尘埃里了。比如前段时间大火的医药行业，总市值高达千亿以上的恒瑞医药（600276），近五年最低PE都没有低过30倍，前段时间PE更是高达80多倍。去年的净利同比增速为24%：



对比银行和医药这两个行业的龙头就能看出来，挣得多不一定能给高估值，挣的快又有想象空间，市场才愿意给出高估值。

另外，股价和估值高低和当时的市场偏好也有一定关系，一方面上半年市场关注医药板块，去年医改“两票制”带来的利空预期也没人再提了；银行甚至在之前那震荡市中越走越高。但2015年牛市后，银行指数和医药指数走势殊途同归：



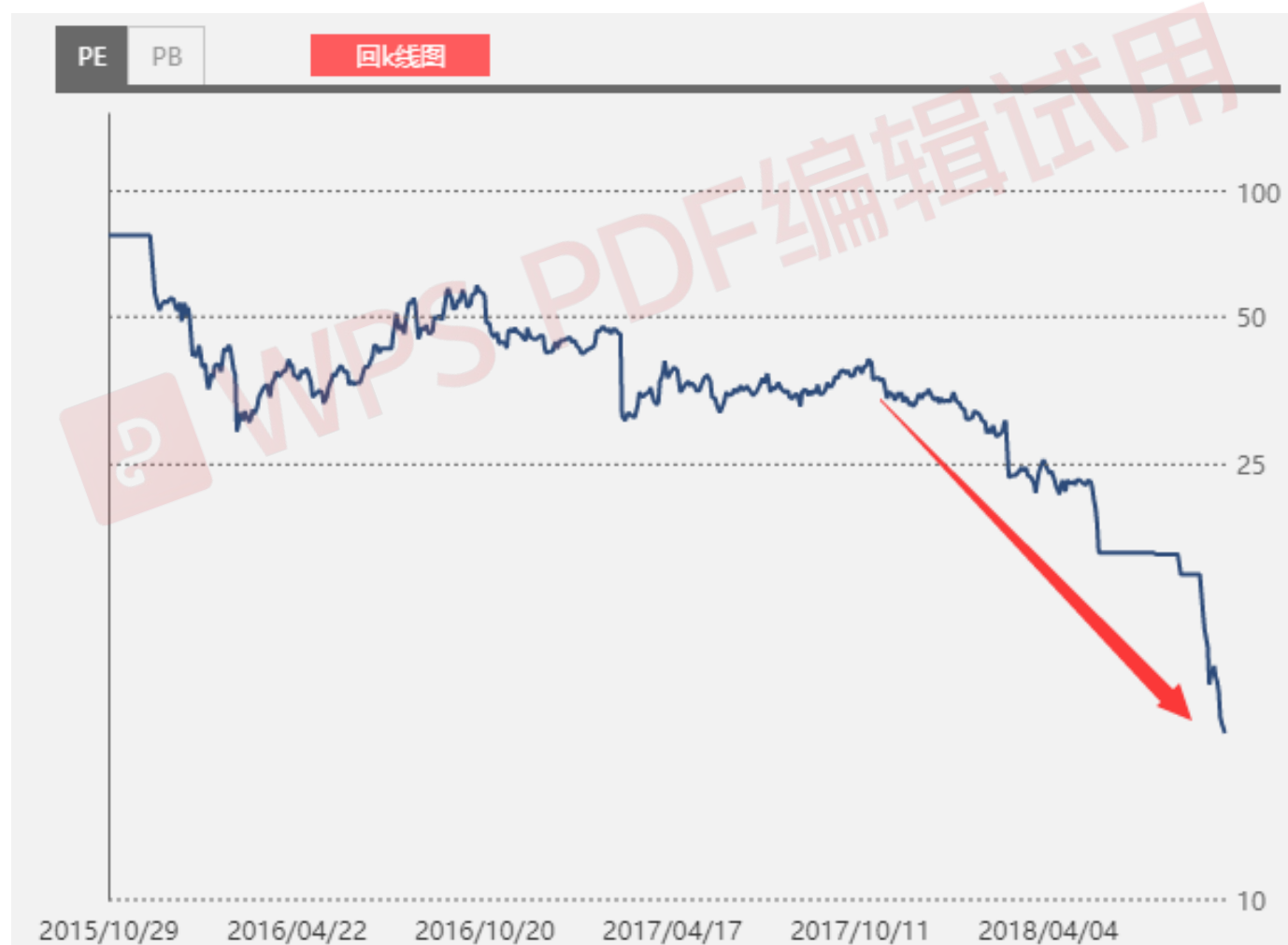
图中普通K线是中证银行的走势，而黄色线是中证医药的走势。第一个蓝框内是熊市急跌之后的振荡期，银行一直跑赢医药大概20%；到了2017年末，蓝

筹权重发力，两者差距近40%；第三阶段，三月之后，医药又迎头赶上，两个指数回到了股灾顶峰时的同一起跑线了。

这里的道理并不是行业间估值高低能够决定的了。

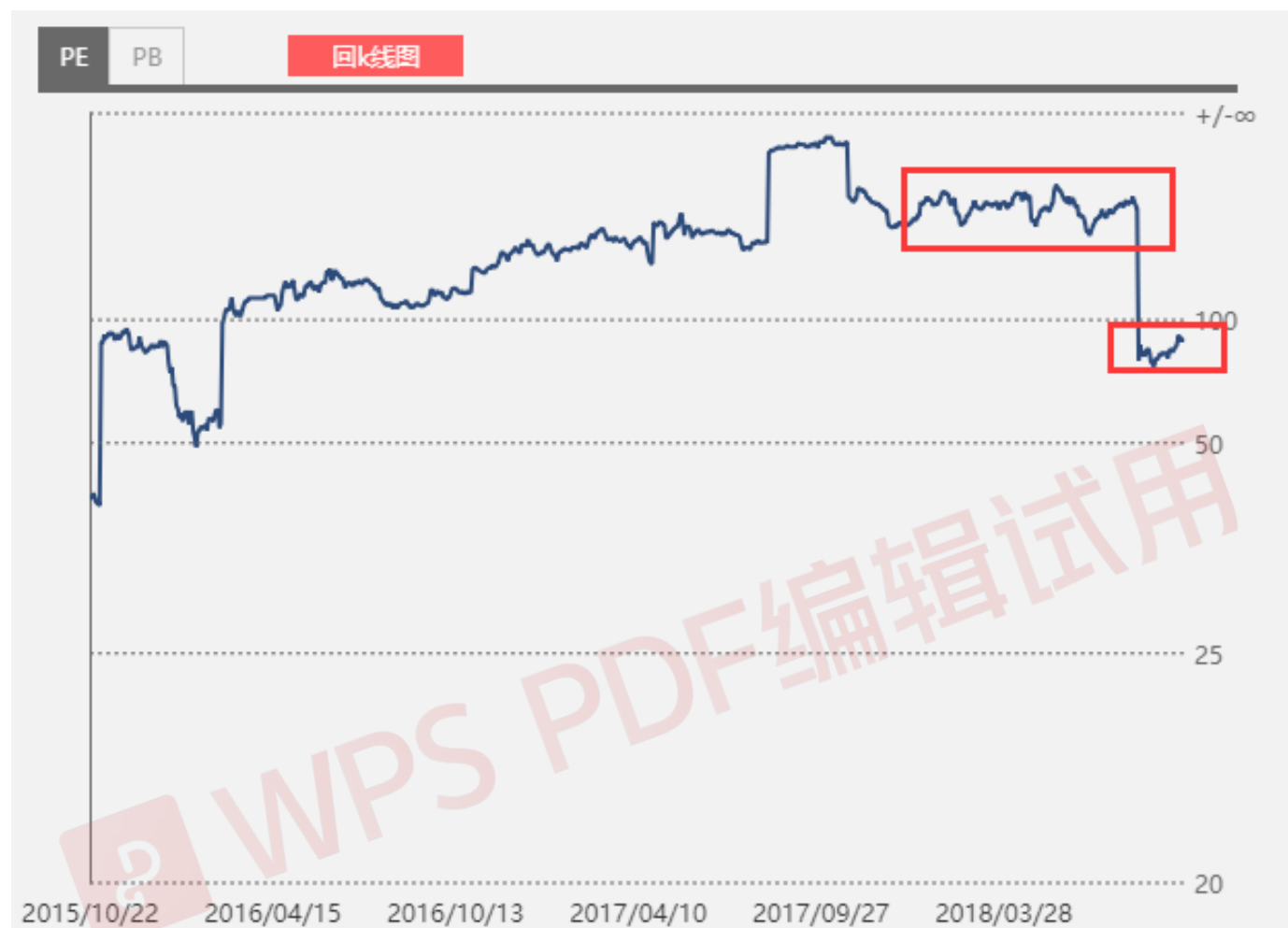
不同的经济发展时期，市场也会给予不同行业、公司各自的估值特点，我们从中也能看到，市场对不同行业的期待是什么样的。因此，跨行业之间的估值对比，不能单纯论数值的高低，招行这么低的PE，在大行中已经算是非常高的了，甚至比大部分规模较小的城商行PE还要高，足见市场对它的期待。

此外，像是现金可能收不回来的行业，营收净利增速都快，估值可能也不会很高。发债都发不出去的东方园林，就是个典型的例子：2017年净利增速68%，现在的PE仅仅10多倍：



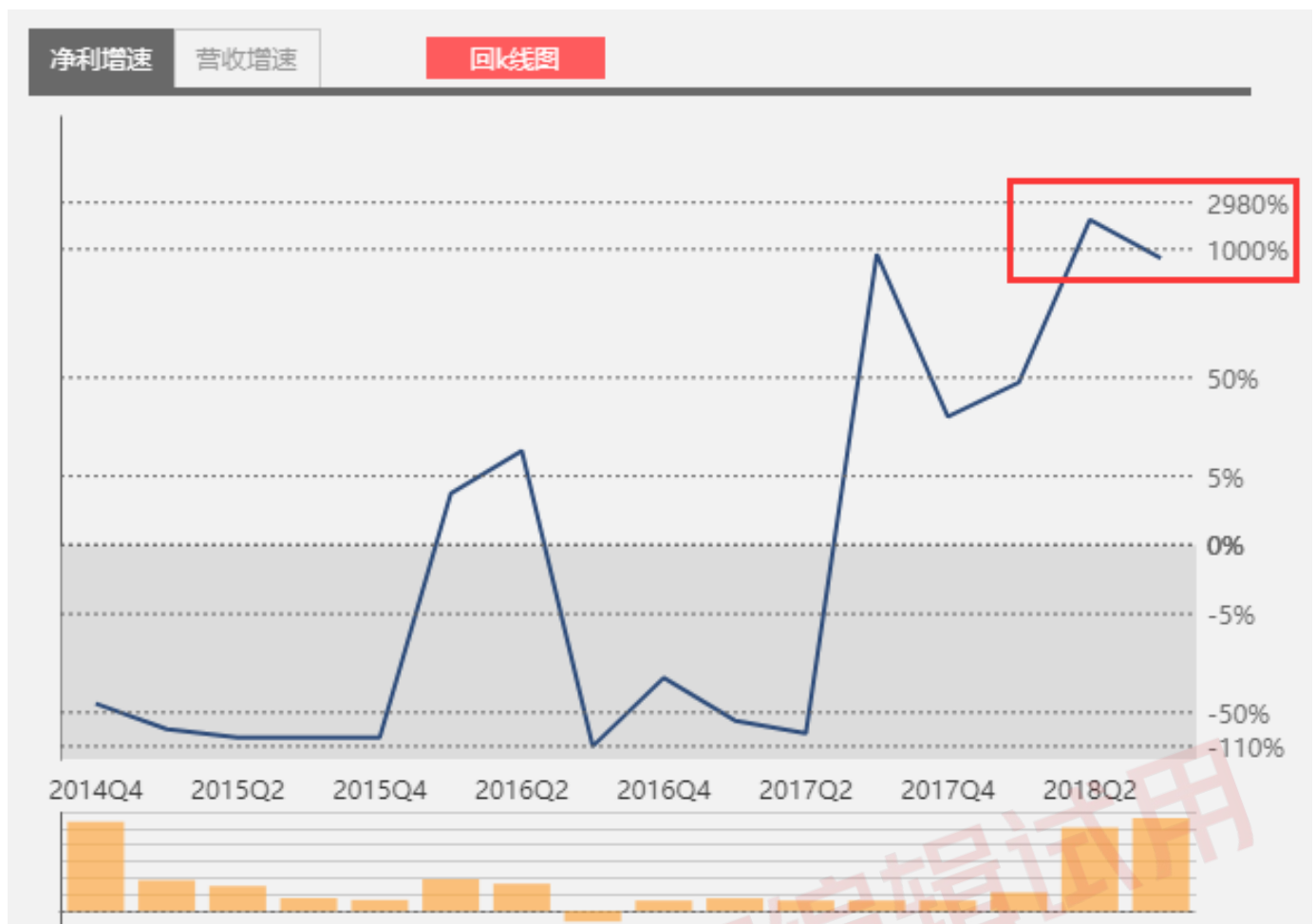
环保工程的公司大多给政府做项目，金主们的款项能拖就拖，这些公司也都靠着发债贷款再融资的方式延续着企业的生命。此时的低PE，就是市场对现金流的担忧。如果将来现金流回收出现问题，都没钱发工资买设备了，高增速自然难以维持。

还有一些PE一百多甚至好几百倍的股票，乍一看估值很吓人，难道未来几年有可能几倍十几倍的增长？细看一下PE的计算，E代表的净利润如果太小，也会造成这种情况。近期油价连创近几年新高，会刺激油气开采上大量采购油气设备，国内的相关产业公司也涨势不断，其中杰瑞股份（002353）就是个典型，



再看它2017年净利仅仅0.68亿，算上18年三季度，近四个季度净利大概3.7个亿；因为前期净利基数小，2018年二季度单季度的同比增速都在2000%以上了。





这也同样印证了目前市场对油价和石油开采设备行业的青睐，至少认为油价还会维持在这个水平以上，如果还能涨，那这些股票就更得表现一把了。所以估值的背后，就是市场对业绩增速的预期。

## 2. 【价值标杆】

说完了估值的本质，我们再来看看表象。一般我们常用的PE，适用于绝大多数能够正常稳定盈利的企业。

【价值股】，特征是业绩增速不快但是稳。也可以从股息率的角度考虑，稳定分红的也可以当作价值股看待。例如银行股就是典型的例子，还有格力电器、福耀玻璃等，很多都是知名的股票，也深受各路大V的喜爱。

其他的还有公用事业类的股票，例如高速公路、水电等，经济发展离不开他们，这些行业的业绩也相对稳定。

而【成长股】的主要特征就是高速成长，在过去十年，增速20%勉强还可以，40%算是主流。但这样的高成长很难持续，毕竟树也不可能长到太空里去，按



照50%的年增速，四年下来净利润从1变成5，这样的公司实属罕见，如果挑中一只，获利巨大，这可是做成长股的投资者梦寐以求的事情。

成长股不能简单的看PE，而是看我们之前频繁提到的指标PEG，就是用PE除以增速（G）， $PEG < 1$ ，则处于低估。例如50倍PE配50%增速， $PEG = 1$ ，就算刚刚好；如果是30倍PE配上50%增速， $PEG = 0.6$ ，这种就属于低估。

注意，增速G是一个需要预测的指标，刚才我们说到估值是市场对未来的预期，G这个指标同样如此。我们看到很多的PEG指标，如果是由历史增速取的G，那前提条件是假设这个公司还能以历史增速继续前进。

如果碰到PEG小于1的股票也别高兴太早，市场参与者都不傻，能有这么一个便宜，说明市场更关注这只股票的某个重大风险，导致未来增速下降。

另外，当PE和G这两个数字过大或过小的时候，PEG指标无效。例如银行股个位数的估值配个位数的增速，这么算肯定算不出低估高估。

PEG的G是分析的重中之重，这个部分后续我们会花更多时间去深挖怎么分析预测，关于PEG就先简单介绍到这里。

还有一些不适合PE的公司，大部分为【周期股】，特点就是营收净利增速飘忽不定。比如上边说的杰瑞，它的周期就是油价周期。类似的还有油价相关的石油化工，钢铁、煤炭、有色金属。和大宗商品没什么关系的，比如券商，牛市来了给员工一次发几十个月的奖金也没问题。

这些周期股，周期低谷的时候不盈利，甚至垂死挣扎，不破产就好。等周期复苏，开张吃十年。我们在分红部分讲过的方大特钢，以及它的同胞兄弟方大炭素，就是这种股票的典范，他们在周期景气的时候还会玩命分红，现在方大特钢的股息率为12%，居A股股息率前列。

他们的股价也和PB历史区间高度重合，而PE可能成为反向指标：PE低的时候处于景气周期，利润多，却往往是繁华即将落尽的时候。所以周期股多看PB。

## 【知识延伸：投资思考】

说到估值，肯定就要提到戴维斯双击和戴维斯双杀。股价=PE×每股净利润，也就是说股价是由“市场预期”和“实际利润”组成。现实生活中很少有雪中送炭的，业绩好-预期高-符合预期-业绩更好，这种良性循环会让股价从两个维度分别增长，这就是戴维斯双击的意思。反之，业绩和预期的恶性循环带来戴维斯双杀。

在成长股中，这样例子比比皆是。例如做触摸屏起家，但后来拓展业务做摄像头模组和指纹识别的欧菲科技（旧名欧菲光，002456），搭上了智能手机爆发增长的快车。从2011年末业绩爆发，股价涨了十倍多：



估值从最低的30倍一直维持在50倍左右，最高甚至到达了90：



我们看第一次从2011年末开始的上涨，PE从不到30倍升到60倍，单季度业绩也实现了逆转，2011Q4净利同比增速253%，和Q3的-141%相比简直是天壤之别。股价也从目前看前复权的1块多涨到了10元：



2011年到2017年净利润年复合增速达90%。但到了2017Q4净利增速急剧下滑，股价在2017年末之后大幅下跌。成长股，对于增速变化的敏感度是非常高的。

### 【知识延伸：中外对比】

对于同一家公司，中外的估值差异巨大。近期的360回国就是个很好的例子。回国前360从美国退市，市值约600多亿人民币，回国后立刻翻倍，目前2000亿左右，这还是已经跌过一轮之后的估值。

对于A股的估值，除了有行业因素、市场预期以外，还掺杂了很多其他的因素。比如互联网大佬们现在只有360完全回来了，有稀缺属性；在网络安全用户量方面，360又是龙头；何况A股交投活跃，还有一定的流动性溢价，种种因素掺杂在一起，业绩增速预期反而被遮住了。

要不是A股的种种规则限制，其实大佬们都想在A股上市吃肉啊~

### 【知识点总结】

- 1.估值只是一个数字，背后是市场对一只股票或一个行业的增速预期。
- 2.价值股看PE、成长股看PEG，周期股要看PB
- 3.戴维斯双击和双杀对股价影响威力巨大