

本节课为1斗赢家会的第十六期内容分享：

2.2.1 业绩公告-预警业绩变化-【估值本质】

课程模块	周主题&日期	周二	周四	周六
交易体系	看懂行情 第1周：04/15-04/21	分时K线	成交换手	指数奥秘
	计算下单 第2周：04/22-04/28	交易背后	股价突变	收益误区
	析投资流派 第3周：04/29-05/05	格雷厄姆	利弗莫尔	老手心态
	辨买点卖点 第4周：05/06-05/12	左侧交易	右侧交易	止盈止损
业绩公告	找准最新业绩 第5周：05/13-05/19	搜财报	看快报预告	知未来业绩
	预警业绩变化 第6周：05/20-05/26	估值本质	增速拐点一	增速拐点二
	评判业绩质量 第7周：05/27-06/02	赚钱来源	利润陷阱	收款风险
	猜透市场 第8周：06/03-06/09	一致预期	靴子落地	业绩泄露
行业观察	寻找龙头 第9周：06/10-06/16	A股行业	A股龙头	细分龙头
	挖地三尺 第10周：06/17-06/23	世界工厂	消费升级	享乐主义
	区分行业类型 第11周：06/24-06/30	价值股	成长股	周期股
	发掘增长动力 第12周：07/01-07/07	进口替代	地域扩张	模式转变

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，最直观反映的就是一家公司的【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：

【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

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，最近为 7.4 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 为 10.5 倍

但这个 PE 值拿到别的行业去，真的是低到尘埃里了。比如这段时间大火的医药行业，总市值高达 2600 亿的恒瑞医药（600276），近五年最低 PE 都没有低过 30 倍，现在的 PE 更是高达 70 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，挣得快又有想象空间，市场才愿意给出高估值。

另外，这和当时的市场偏好也有一定关系，一方面近期市场关注医药板块，去年医改“两票制”带来的利空预期也没人再提了；银行甚至在这轮震荡市中越走越高，但 2015 年牛市的时候，银行指数和医药指数走势可是大相径庭：

银行的涨幅远远跑输其他行业指数

不同的经济发展时期，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

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 20 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。

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，算上今年二季度的净利，PE 高达 100 多倍：



再看它 2017 年净利仅仅 0.68 亿，算上今年二季度，近四个季度净利大概 1.8 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 1200%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。

【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。我们在每周末股群的热门股票中，对 A 股的股票做了大致的分类，其中（价）和（成）分别代表了价值股和成长股，他们就很适合用 PE 进行估值：

【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。

类似的还有公用事业，比如高速公路、电力股

国家经济发展离不开这些基础设施，他们的业绩也都比较平稳

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 11%，居 A 股股息率之冠。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_x 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。反正，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。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 年末跌了 25%。好在现在市场对苹果手机又开始恢复信心，欧菲科技的股价也稳定在了跌后的水平。

【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 2300 多亿，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、成长股看 PE，周期股要看 PB