

雪球访谈

投资不能只看市盈率，502的牛手把手教你判断公司价值

2017年07月27日

雪球

聪明的投资者都在这里

免责声明

本报告由系统自动生成。所有信息和内容均来源于雪球用户的讨论，雪球不对信息和内容的准确性、完整性作保证，也不保证相关雪球用户拥有所发表内容的版权。报告采纳的雪球用户可能在本报告发出后对本报告所引用之内容做出变更。

雪球提倡但不强制用户披露其交易活动。报告中引用的相关雪球用户可能持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能与这些公司或相关利益方发生关系，雪球对此并不承担核实义务。

本报告的观点、结论和建议不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的任何操作建议。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，根据本报告做出的任何决策与雪球和相关雪球用户无关。

股市有风险，入市需谨慎。

版权声明

除非另有声明，本报告采用知识共享“署名 3.0 未本地化版本”许可协议进行许可（访问 <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/deed.zh> 查看该许可协议）。



访谈嘉宾



502的牛 V 雪球实盘大赛参赛选手

访谈简介

过去一年A股似乎走上了价值回归之路，本期访谈我们请到了@502的牛来与大家聊聊怎样判断公司价值~

@502的牛认为公司的价值虽然短期内相对稳定，但是长期看一定会发生变动，它不是简单的低市盈率或者低市净率，也不是现金流贴现模型机械静态的运用，投资者需要建立一个较为完善的估值体系，按照从低到高的价值划分，一个公司的价值分别有清算价值、账面价值、重置价值、盈利价值、成长价值以及不同所有者不同价值。

公司价值有很多个层面，证券市场自身的复杂性，短期是对的决策长期看可能是错，短期错的决策长期看是对的，价值投资虽然终将有效，但不是一直有效，这就使得投资者更难以抓住投资的本质规律。

免责声明：本访谈基于嘉宾认为可靠的已公开信息，但嘉宾无法保证信息的准确性或完整性。在任何情况下，本访谈中的信息或所表述的意见不构成对任何人的投资建议，投资决策需建立在独立思考之上。

[\(进入雪球查看访谈 \)](#)

以下内容来自雪球访谈，想实时关注嘉宾动态?立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧!

[问] Seele`´:

对@502的牛 说: 我是个新手, 想请教一下未来现金流的具体计算方法, 感谢。

[答] 502的牛:

现金流贴现模型非常复杂, 建议一般投资者不要轻易用, 用了也十有八九是错的。先预测财务数据把三大报表未来几年数据预测出来。再在此基础上求出自由现金流, 然后贴现得出目标价格。这贴打不完, 详见麦肯锡的《价值评估》一本书都是讲这个的。

[问] 金陵1978:

对@502的牛 说: 请分析下601127小康股份的价值

[答] 502的牛:

新股中过没细看, 新股大概率不会特别有合适价格。

[问] Stevevai1983:

对@502的牛 说: 你对腾讯如何估值的?

[答] 502的牛:

这类公司只要看对, 不问价格买就对了, 哪怕几年前买贵一倍也赚啊! 我的书两年前写过, 总得来说我还是用估值五要素模型估的, 考虑增长空间、增长速度、增长效率、ROE、风险这五个因素。<https://xueqiu.com/2751308955/21489163>。腾讯卖10倍PB, 40~50倍PE是合理的。以下摘自我的书《超额收益》: 新经济类型公司里可以称得上伟大公司的无疑属于互联网三巨头腾讯、阿里巴巴和百度。截止2015年5月, 腾讯市净率为14倍, 市盈率为48倍, 阿里巴巴市净率为9倍, 市盈率为45倍, 百度市净率为7.5倍, 市盈率为31倍, 三者全部都具备高PE和高PB特征。其中腾讯上市时间最早, 从2004年上市至2005年的十余年间, 股价上涨超过200倍, 与之对应的是2001年公司净利润为0.1亿, 到了2014年公司净利润增长到了238亿, 显示出了超高的成长性。2004年以前的腾讯, 由于基数小, 某些年份利润增长率竟然超过了1000%, 而2005~2009年, 利润增速平均为67.8%, 2010~2014年, 利润增速平均为36.6%, 腾讯历史上的利润增速惊人。与此同时, 腾讯的净资产收益率十几年下

来平均高达35%。从现金流上看，腾讯的经营活动现金流净额平均为净利润的1.3倍，由于高速增长的需求，腾讯需要大量的投资行为，投资活动现金流净额平均为净利润的1倍，即投资率为100%。根据我们在本章第二节DCF估值模型及思维中提到的公式， $\text{利润增长率} = \text{投资率} (\text{投资现金流}/\text{净利润}) \times \text{投入资本回报率}$ （可以理解为边际投入资本回报率或者固定资产投资收益率），腾讯将赚取的净利润100%再重新投入资本支出，能够使得净利润增幅长期平均在36%~67%区间，故而腾讯的资本支出回报率也在36%~67%之间，这是一个很高的资本支出效率水平。从事后的观点看，腾讯控股长期维持在10倍市净率以上以及40~50倍的高市盈率，是非常合理的。不过幻想其他互联网公司也能如此发展不切实际，这么多年互联网也就只有一个腾讯，而且腾讯发展过程中干掉的竞争对手不在少数。

[问] 周期追随者：

对@502的牛 说：如何为uber/摩拜这样的企业估值？

[答] 502的牛：

基本靠商业洞察力和想象力，一般来说没盈利初创企业都是假设营业收入未来达到多多少少钱，然后拍脑袋假设成熟后达到一个销售净利率来估。这类企业关键看对，看对哪怕当时出贵一倍价格，回报都是很好，类似腾讯涨了几百倍，你就是初期买贵也可以赚几十倍吧。如果看错公司倒闭了，估一个亿和估一百，买多便宜都是100%赔光。当然摩拜这种商业模式和盈利模式不成熟的更不知道怎么估。

[问] 旁观者Stephen：

对@502的牛 说：你是怎么对一个股票进行估值的？主要的信息是通过什么途径获取的？

[答] 502的牛：

先看这个公司看适合用什么办法估，有些适合账面、重置价值估，有些适合股息估，有些市盈率市净率估。我写过一篇文章：《估值的体系》<https://xueqiu.com/2751308955/42617693>论述，我经常用估值五要素来估：<https://xueqiu.com/2751308955/21489163>。主要信息可以通过金融数据库获得。

[问] wwwsos6666：

对@502的牛说：请问有些公司总股本很大，你比如银亿股份30亿，奥瑞金23亿总股本，但是这些企业的实际净利润下滑，然后总股本又发的那么大，那么这样不就是稀释着其它股东，总股本很小的然后公司规模也比较小，股价也比较高，还有比如利源精精致经过增发后总股本也有12亿，然后市盈率马上跳上去。（现在央视交易时间投资者说多半来自雪球，雪球也是看基本面的集中地，走到那些营业部乌烟瘴气交易充满着环境。）

[答] 502的牛：

所以你想问啥？增发本来就降低当期每股收益，不过带来未来预期每股收益的增长。

[问] 价格无限：

对@502的牛说：请问， 1.正确的策略是把常用的估值方法分别估值再比对？

2.新手看哪些估值相关的书籍成长最有效不走弯路呢？

[答] 502的牛：

正确先了解好公司过去的绩效再预测未来。麦肯锡的《价值评估》是很好的书，达摩达让的《投资估价——评估任何资产价值的工具和技术》也很好，看完基本估值就没问题了。

[问] 地火明夷虫：

对@502的牛说：请问优质白马股的入选条件主要有哪些？有没有比较好量化的买入卖出标准？

[答] 502的牛：

高净资产收益、高利润增长、良好经营性净现金流、低投资性净现金流、行业和公司风险偏好低。最低市盈率分散不同行业买入构建投资组合，然后每季度或者年调整。

[问] 水滴的力量：

对@502的牛说：如果中国平安100股能换1000股赣粤高速换吗？

[答] 502的牛：

短期不知道，虽然市值都5000多元，长期看中国平安赢概率大。

[问] 桃花岛君：

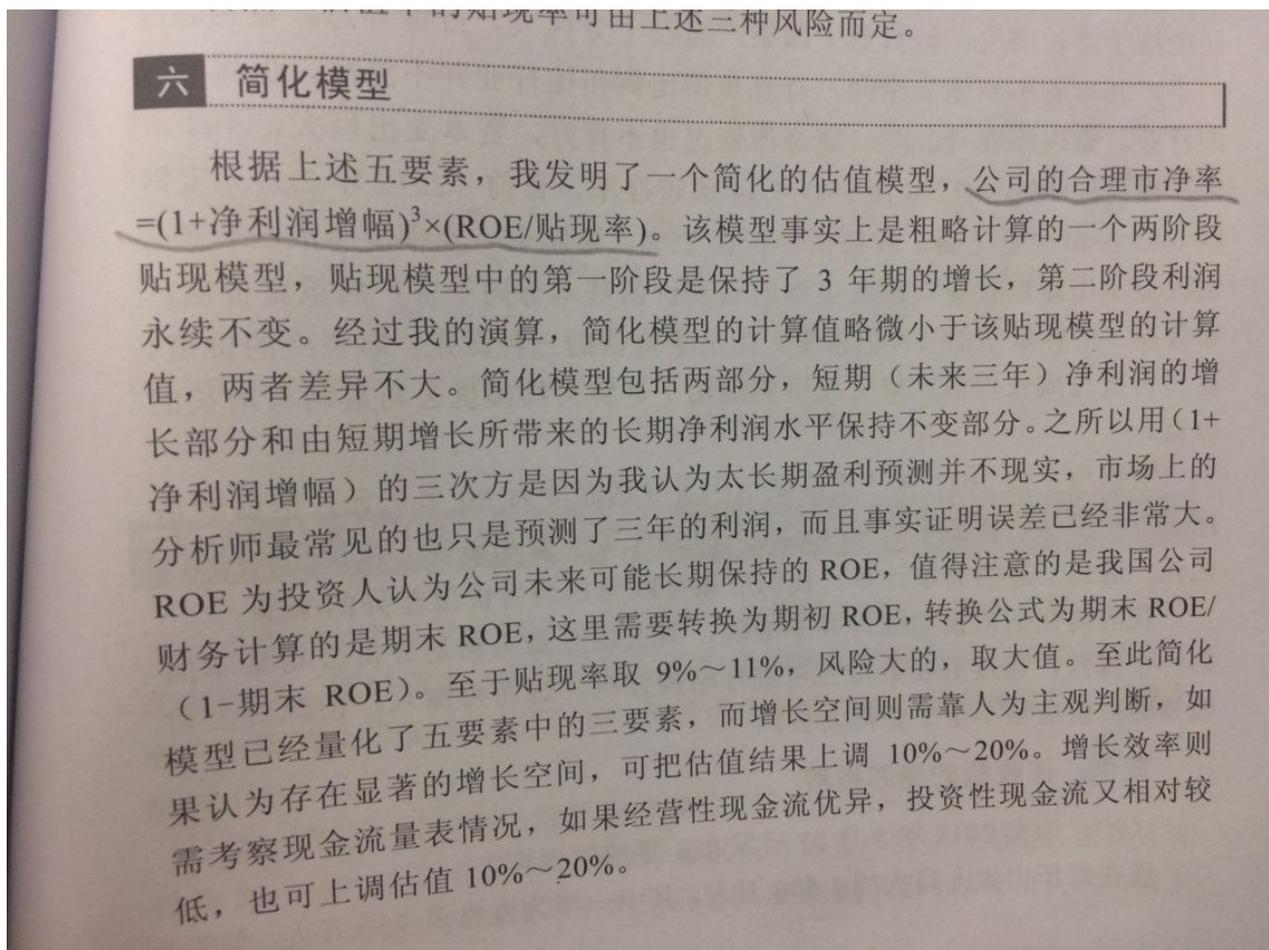
原帖已被作者删除

[答] 502的牛：

没听说过这种方式估值的。查看巨潮资讯网，下载公司年报就可以知道利润了。

[问] iKevin_liu：

对@502的牛 说：最近在第3遍重读您的书。1.关于五要素简化估值模型，在运用中有需要特别提醒自己？哪几个因素常常是造成估算不准？对于运用的新手来说，需要格外注意什么？2.买入后的等待中，您一般隔多长时间来观察公司？重点观察哪几个方面？面对长时间的浮亏，您是如何调整心态来坚持自己的判断？过大的浮亏，哪个指标应该提醒自己止损呢？3.您建立自己的投资体系花了多少时间？是如何有意识地培养？面对想建立投资体系的人来说，初期有什么建议呢？



[答] 502的牛：

当然是对未来利润增长和ROE水平预测问题。一般小心商业模式颠覆、行业竞争加剧这些容易发生拐点情况。我一直订阅相关持股新闻。公司财报正常，浮亏不怕，怕股

价先跌，然后财报出来大幅差过预期。基本没办法止损只能认错出局。我都不知道我又没有投资体系。这边书是我28岁写的29岁出版，但里面内容我都知道大概23~25岁。我18岁接触投资，大概2~3年时间初步框架就基本确定了，后面是一些细节。建议是先广泛阅读经典吧！

[问] 大灰灰-：

对@502的牛 说：如何看待当前港股内房股的估值，还属于具有安全边际的明显低估吗

[答] 502的牛：

有些还低估，特别市净率比较低，增长速度有很快的的前几十强企业。当然今年涨最猛的是风格激进的公司例如恒大、融创，我个人而言不会选择这类公司。

[问] 价格无限：

对@502的牛 说：请问， 1.正确的策略是把常用的估值方法分别估值再比对？
2.新手看哪些估值相关的书籍成长最有效不走弯路呢？

[答] 502的牛：

回复@Passion启航：这本书通篇讲怎么建财务模型的，还很细节，当然很枯燥，达摩达让那本讲原理多些。还有一本书《价值投资：从格雷厄姆到巴菲特》，但一样是枯燥的，可很有启发。//@Passion启航：回复@502的牛：好几个朋友推荐《价值评估》这本书，我怎么这本书有些学术化呢，尤其是后半部分那些复杂的公式

（完）

以上内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态？立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧！

没别的
就是比人聪明。



雪球

聪明的投资者都在这里