

01

估值到底是个啥

大多数人炒股只看价格，价格低，就是便宜，价格高，就是贵。

举个例子，京东方股价5块钱，股东人数接近145万，茅台股价超过1800，股东人数不到15万。

京东方市值不足2000亿，而茅台市值高达2.3万亿，是其10倍不止。

那么问题来了，是京东方便宜，还是茅台贵？

无法判断。

因为股票不是货架上的商品，价格除了直观上的大小，没有任何意义。

再来看个例子，有一家火锅店，每年赚10万，标价1个亿，

还是这家火锅店，现在每年赚100亿，标价100亿，

孰贵，孰便宜？

相信很多人一眼就看出来了。

为啥？

每年只赚10万，花1个亿买，莫不是脑子被驴踢了，因为几辈子都赚不回来。

每年赚100亿，只要100亿，莫不是脑子被驴踢了，要不然血亏。

因为第一年就回本，剩下每年躺赚。

很明显，从价格上看，100亿远远贵于1亿，但100亿才是真的便宜。

所以价格高低只是表象，不能反映真实价值。

股票的本质是公司，买股票的本质是当股东，这和买火锅店没有差别。

那么掏10亿，还是100亿，这个关键因素是什么？

赚钱能力，或者说利润。

对利润进行评估，以此估计企业的价值，这就是估值。

1、市盈率

接着上面的例子看，

赚10万，报价1亿，高估，

赚100亿，报价100亿，低估，

为什么一眼就看出高估还是低估？

因为掏钱买了火锅店，钱已经花出去了，赚钱要等到收回成本之后。

而上面两种情况，回本时间和难易程度一目了然。

掏10亿，回本要1千年，

掏100亿，回本只要1年。

所以从利润和收回成本的角度来看，估值代表了回本年限。

按课本上的定义，市值=利润*估值，

那么，估值=市值/利润，

此处的估值有个专有名称，叫市盈率，即市值和盈利的比值。

从这个公式，很容易得出这样的结论：

市盈率越低，估值越低，因为回本越快，赚钱也就越快。

市盈率越高，估值越高，因为无论是回本还是赚钱，需要的时间越长。

从收回成本的角度有助于理解估值，但不能照本宣科，否则就陷入了教条主义。

如果一看见市盈率低的股票，就二话不说一通爆买，想大赚一笔，那只能被市场毒打。

比如英科医疗，市盈率只有个位数，



暴跌70%，惨不忍睹。

所以估值只是个数字，本身不具备价值，也不能直接表明高估或低估，

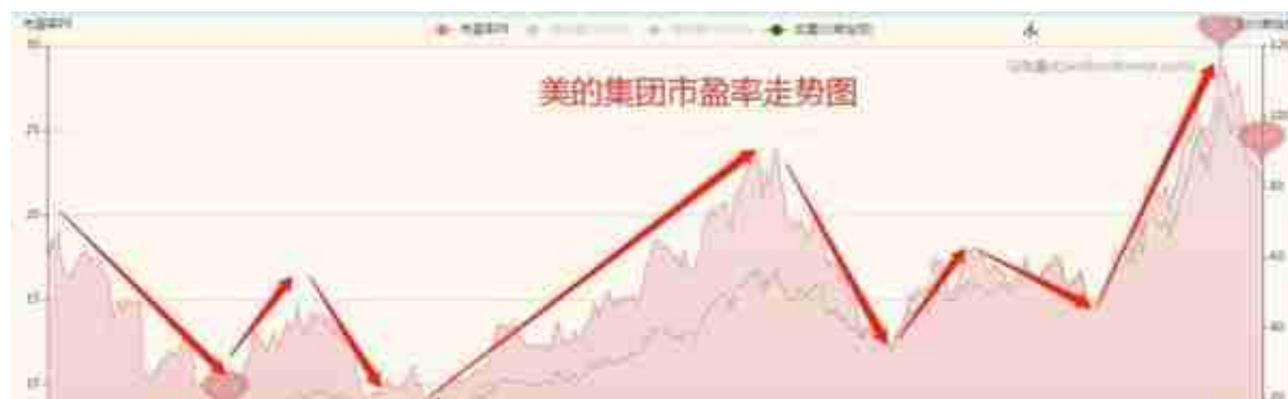
真正的核心还是企业具备的盈利能力。

此外，从上面第一张图也可以看出，市盈率有好几个。

它们的区别在哪里？

从公式可知， $\text{市盈率} = \text{市值} / \text{净利润}$ ，

因为市值不变，所以市盈率的不同，主要是净利润的计算口径不一样。



所以相对业绩表现，股价的波动会让估值处于不稳定态，在一个非常宽泛的范围内波动。

2、均值回归

从上图可知，PE的波动轨迹从高到低，再从低到高，往复循环。

为什么会这样？

因为短期影响股价的因素太多了，典型的如货币、利率、行业政策、市场风格等，

当利好堆积时，股价在短期内就会被炒的很高，

当利空叠加时，股价在短期内也会被砸的很低，

估值跟随价格波动，当价格偏离估值中枢，就会变得高估（泡沫）或者低估。

比如美的，高估时能达到20倍以上，低估时又在10倍以下。

所以格雷厄姆说，股市短期是投票机。

但事实上，无论是高估，还是低估，公司还是那家公司，短期变化没有那么大

当市场情绪消退后，估值又将慢慢回归。

因此短期估值波动，主要由市场情绪的变化导致。

人们总是乐观时更乐观，悲观时更悲观，

而人性永不变，所以乐观和悲观轮回交替，这就有了“物极必反，周而复始”的规律。

在这样的轮回中，估值就像一个钟摆，总是会从低估走向高估，再由高估走向低估。



由上可知，参考PE历史走势和PE百分位，可以大致判断股票高估或者低估的程度。

为了更好地量化估值，经常将PE百分位划分为3个临界值，即30/50/70分位。



在2020年，中国神华大部分时间破净，百分位也位于30%以下，明显低估，因此该区域是比较好的买入区间。

03

股市和行业估值

股市由无数股票构成，把股市看作一个整体，估值也时刻处于波动之中。

当市场氛围火热，或者牛市时，

股民跑步进场，通常股市已经大幅上涨，估值较高，泡沫程度也较高；

当市场氛围冷清，或者熊市时，

股民谈股色变，通常股市已经大幅下跌，估值较低，泡沫也被挤干净了。

所以股市也在高估和低估中轮回，也就是牛市和熊市交替。

A股最具代表性的是大盘指数，沪市有上证指数，深市有深圳成指，创业板有创业板指，全A指数是将两市股票全部计算在内。

1、A股等权重市盈率

等权重，即把权重等额划分，不论是2万亿的茅台，还是十几亿的微型企业，所有股票一视同仁。

A股等权重市盈率，便是依靠这种方式计算得出，这个工具可以大致判断全市场的估值水位，如下图。



结合PE走势来看，估值位于50分位值（黄线）以下，贴近30分位值，处于合理偏低的位置。

从全A历史来看，当等权市盈率跌破30倍，百分位跌破20%时，基本上是历史大底，在此区间股票已经跌透，机会非常多。

2、行业估值

看了大盘，我们接着看行业。

根据上交所披露的信息，总共划分了19个二级行业。

可以看到，行业之间的市盈率差异很大，卫生和社会工作高达170倍，而建筑、地产、金融等行业仅有7、8倍。

行业	中证白酒	全指家电	全指医药
市盈率	57.83	27.89	48.75

更有甚者，在同一行业的细分子行业中，估值水平也是大相径庭，比如医药子行业中的原料药在20倍左右，但创新药的估值基本在60倍以上。

究其原因，行业估值不同，除了商业模式的差异，主要是隐含了对成长性的预期。

从行业生命周期来看，因为各阶段蕴含的成长性和成长空间不同，对应的估值天差

地别。

4年亏损400亿，上市一年市值蒸发800亿，蔚来汽车是否还有未来？

这类企业市盈率根本没法看，投资主要拼眼光和胆识。

新兴行业一般先在一级市场融资，因为市场承受度未知，也不知道能不能爆发，有极大的风险，一旦赔了，就血本无归。

但如果行业开拓成功，进入到成长期，行业会爆发出巨大的势能，也会为早期投资人带来巨额回报。

孙正义投资阿里巴巴，南非报业投资腾讯就是如此。



1. 成熟期

进入成熟期后，市场已趋于饱和，市场规模难以增长。

企业的成长步履维艰，因为存量市场竞争异常激烈，大鱼吃小鱼，合并现象会大量出现。

就像家电行业告别了“黄金十年”的高速成长期，行业整体销售额变化不大，成长性不足。

市场给予的估值较低，估值中枢常年在10倍上下波动。



需要重点警惕的是，此时行业的“低估值”，可能并不是真正意义上的低估。

因为市场需求下降，行业空间持续萎缩，企业如不能顺利转型，经营风险将会与日俱增。

一旦企业的利润开始下滑，那么低估会变的高估，甚至会出现“越跌，估值越高”的现象。

所以行业估值不同，主要是隐藏了对成长性的预期：

高估，隐含的意思是对未来的高成长预期或低风险；

低估，隐含的意思是对未来低成长的预期或高风险。

综上，行业的估值高低不能一概而论，不同行业的生命周期、资源禀赋、赚钱能力等不尽相同，还要结合具体情况分析。

04

用估值买基金

我们已经知道，股票贵不贵和价格没关系，核心是公司的盈利能力。

当价格没有反映企业价值时，要么高估，要么低估。

低估买入，高估卖出，这就是投资的全部，

而不是被价格牵着鼻子走，追涨杀跌。

基金买卖同样如此。

那么如何用估值衡量基金高估，还是低估呢？

基金分为指数基金和主动基金，我们先来看指数基金。

1、指数基金的估值

指数基金完全复制指数走势，在买卖评估时，可以直接参考指数估值。

指数由一揽子股票构成，可分为宽基指数和行业指数，
估值=成分股总市值/成分股总利润。

同样指数估值的高低，也可以通过估值走势和估值百分位来判断。

A股常见的宽基指数有上证50、沪深300、创业板指等。

以沪深300为例，当前PE在13.3倍，PE百分位70.4%；同时PB在1.6倍，PB百分位68.8%；

蛋卷平台上给出的参考是估值适中。



这意味着无论是PE还是PB，都比历史上96%的时间贵，明显高估，不适合买入。

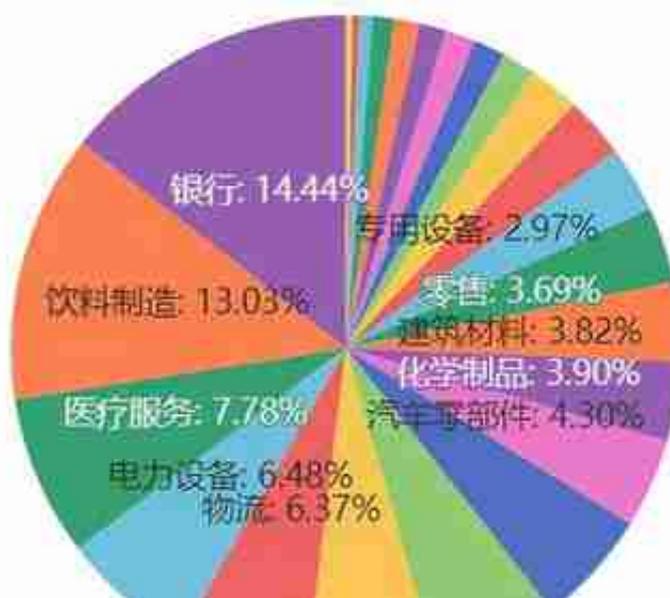
2、主动基金的估值

主动基金选股主要靠基金经理，基金的估值分位两种情况。

如果股票只覆盖某单一行业，比如消费、医疗、新能源等，这种基金叫做行业主题基金，从名字上就可以区分，比如葛兰管理的中欧医疗健康。

此外，如果基金名称没有标记行业，但股票以某行业为主，比如诺安成长混合，仍然可以看成是行业主题基金。

基金持仓股的行业分布



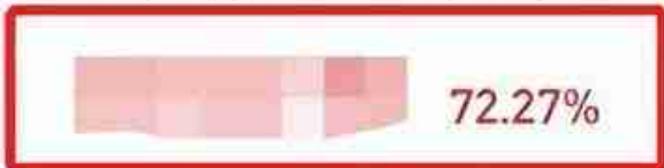
基金的估值，就是分别把重仓股的市值和净利润相加，二者相除得到。

通常重仓股集中度越高，披露的股票数量越多，这个数值越准确。

如果不想动手计算，也可以参考乌龟量化。

总盈亏

2018年10月29日 - 2020年03月02日



持股天数

持股共326天

交易费用

累计支出

累计投入

| 交易记录

[看行情, 查BS点 >](#)

清仓 2020-03-02

价格 1.220

数量

金额

费用

提示: 从清仓到第3日 (T+3) 收盘, 股价上涨4.51%

卖出 2020-02-27

价格 1.264

数量

金额

费用

买入 2018-10-29

价格 0.719

数量

金额

费用

建仓 2018-10-29

价格 0.722

金额

如果大家对2018年还有印象，一定是非常惨痛的记忆。

当时头也不回地跌了一年，去杠杆、贸易战、质押雷、商誉雷等，利空消息一个一个震天响。

全市场跌的是七荤八素，人仰马翻，以至于市场的流动性几近枯竭，沪市成交量不足千亿，给人的感觉是股市开不下去了，要倒闭了。

极度悲观的市场氛围下，我在2018年10月买入。

当时创业板指等权PE跌到历史最低的27倍，其市盈率百分位甚至跌破1%.....



此后市场持续上行，再次冲破70分位值的高估警戒线，我选择分两次止盈。

第一次止盈：



回头看，没有什么特别的技术操作。

就是在10%以下的极度低估区间买入，以持久战的思路，等待，等待，再等待；忍耐，忍耐，再忍耐。

不管中途发生多大的波动，我都没有随意买卖，一直等待估值从低估到高估。

然后在分位值70%的高估点卖出，轻轻松松拿下70%+收益。

如果说中途有什么难点的话，就在于等待，在于对耐心的考验。

我从10月底买入，从当时来看，创业板市盈率百分位跌破1%，已经足够低估了。

但谁知道，在底部又盘整了3个月才见底，真是太变态了。

不过这一次成功的经验，彻底夯实了我的投资框架，那就是买在低估，卖在高估。

哪怕兑现的时间足够长，足够磨人，只要有耐心，最后一定赚钱。

2、大盘中等水平时，寻找局部低估买入的机会

熊市这种捡钱的机会几年一遇，毕竟极端的低估和高估并不常见。

大多时候，股市在一个不高不低的位置波动，比如从二季度以来，全A等权市盈率在40倍上下震荡，估值分位在35%上下。

不高估，但也不低估。

这种位置比较尴尬，说明大多数资产并不便宜。

事实上也是如此，大盘就在3500点上下震荡，板块分化明显，是典型的结构性行情。

A股核心资产还在寻底，白酒调整不充分，高景气的细分医药高估明显，高成长的新能源、半导体就没便宜过。

大盘不低估，优质赛道没有好机会，只能深入挖掘，寻找局部低估的板块。

比如互联网。

互联网今年的情况大家都知道，面对史无前例的的监管风暴，板块一跌再跌。

尤其是到了7、8月份，在“教培”政策和滴滴被调查的影响下，恐慌情绪被无限放大，中概互联接近腰斩，把去年疫情以来的涨幅全部跌光。



大跌时，大家感到害怕、恐惧，悲观的人们又会无限悲观。

此时，大家脑子里只有一个想法：A股是不是要破产了？大家一起玩完吧！

春节后的市场是这样的：



超高的估值，是对业绩增长的高预期。

然而随着时间的积累，利润并没有兑现，大家发现只是当初兴奋过头了而已。

市场会极度失望，这种悲观的情绪传导，抛售潮会接连而至。

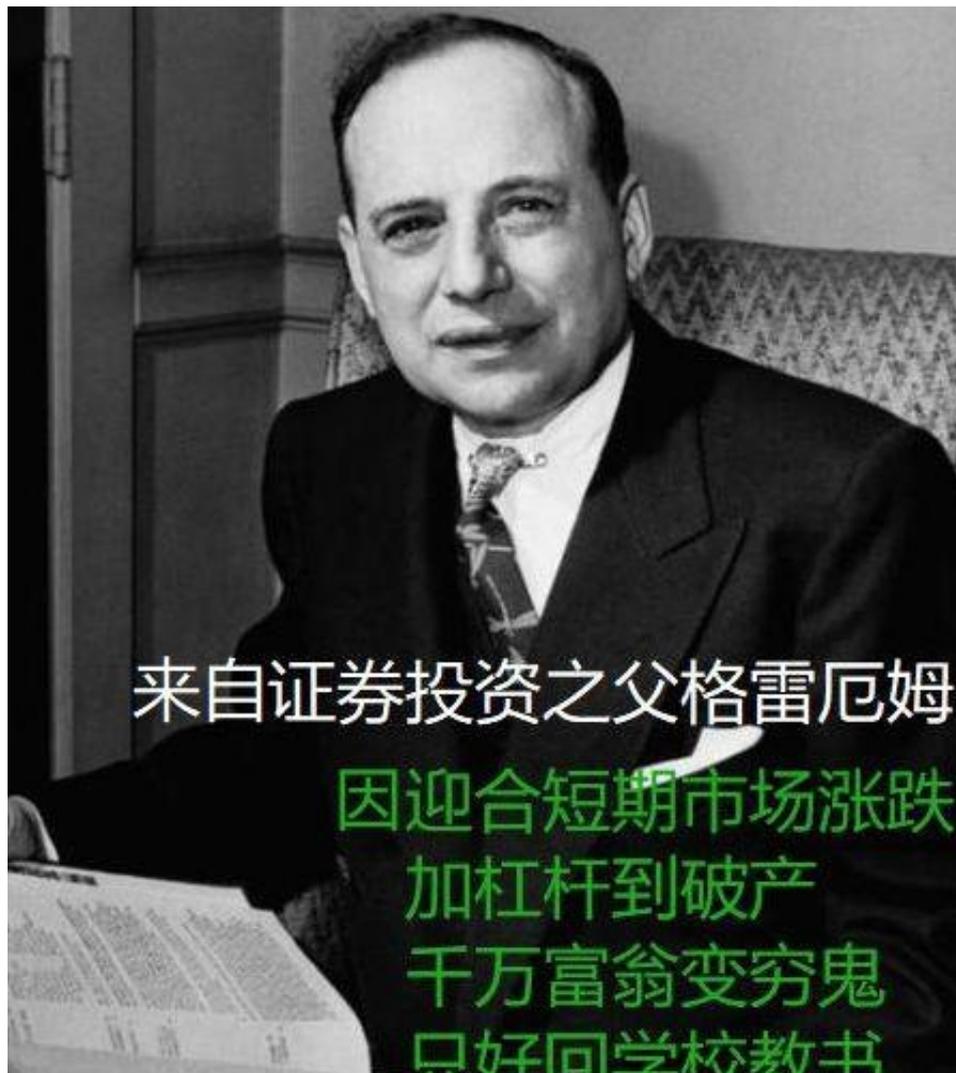
惨烈的杀估值开始了！

估值大幅下杀，从而导致价格急速暴跌，亏钱往往就在此时。

诺安蔡团长被骂的狗血喷头，就是最好的证明。

业绩超预期引爆银行股 市场寻求风格再平衡

在大把大把利润的冲击下，极度低估的价值，终将被修复。



买的太贵，始终没有安全边际。

低估买入，高估卖出，这就是赚钱本质。

当优质资产高高在上时，绑住手，我们等；

当没有低估的机会时，绑住手，我们等；

当在低估买入后，价值兑现，我们等；

当在合理估值买入后，成长兑现，我们等。

在一次访谈中，亚马逊老板贝佐斯问巴菲特：你的投资理念如此简单，为什么别人无法像你一样成功？

巴菲特回答说：因为没有人愿意慢慢变富。

投资没那么难，穿透本质后会发现赚钱很简单，我们只是需要多一点点的耐心。