

## 估值这个大题目

——兼谈指数、行业和融创的估值（融创3）

### 绕不过去的估值

估值这个题目太大，投资者又难以绕过去。如果绕过去了，不谈估值，那就滑向了随机漫步；如果要面对估值，又难以讲清楚；所以想用的时候，就拿估值来说事，或吓唬自己或给自己壮胆，有时候也用来吓唬别人，不想用的时候，就把他搁置一旁。

这个题目不好做，但是既然牛皮已经吹出来了，只好硬着头皮来谈一谈这个大题目，也算给自己壮下胆，至于读者，看完之后，就把它搁置一旁好了，因为不过就是摆个龙门阵。

### 估值问题

估值实际上是两个问题。第一，如何评估投资的内在价值；第二，用什么态度来看待价格和内在价值（并应对市场）。前面一个是专业问题，可以学习，通过学习逐步获得一种评估的能力；后面一个是态度问题，是修行，对自我的管理，需要顿悟。

奥马哈的圣人在谈到投资时曾经说过：成功的投资生涯所需要的，只是健全的智识架构，以及有能力避免情绪破坏该架构，你必须将情绪纳入纪律之中。又说：在你的投资生涯的中，成功不仅取决于你在投资上付出的努力和智识，也取决于你在投资生涯中股票市场展现的愚蠢程度；市场表现越愚蠢，明智的投资机会便更多。说的都是态度问题。

既然态度问题需要个人自我修行，那么回到第一个专业问题，如何评估投资价值？我们首先要了解的是，这个我们要投资的标的的内在价值如何？只有内在价值大大高于市场价格，这个公司才有投资价值，才叫估值低。一个再优秀的公司，如果没有一个远远低于内在价值的市价，再好的公司也没有投资的价值。

**评估公司的内在价值是一个难题** 那么，内在价值如何确定。关于这个问题，奥马哈的圣人是这么说的：公司的内在价值难于评估确定；但一般来说，对于一个业务简单容易理解的公司，可以参考的数据是这个公司（相对的好公司）的净资产。一个相对优秀的公司，在一个健康的市场，不应该长期在净资产以下交易。

如果一个优秀的公司，估值长期在净资产以下，这样的证券市场是不健康的，因为他没有鼓励优秀公司的创造力。当然，不健康的不是低估本身，而是一个相对优秀的公司长期被低估。什么是相对优秀的公司？我对此的理解是一个重要或核心行业中绩效和治理都良好的公司。

评估内在价值，是一个难题。不但涉及到行业，净资产，盈利能力，还涉及管理层，和一个影响股价的第一经济变量——利率。对于一个业务复杂的大型公司，几乎没有人能评估合理的内在价值；但对于一个业务简单明确的公司，通过健全的智识架构，应该可以做到。

内在价值是一个动态的概念。优秀公司的内在价值逐步上升，优秀公司内在价值上升的幅度长期来看一般不会低于复合年化10%。时间是优秀公司的朋友。

**低估和投资** 所谓低估就是公司的价格低于内在价值。投资就好像你付出0.7美元的现金，购买1美元的内在价值。如果过了一段时间，只要你付出0.65美元就可以购买到1美元的内在价值，我们评估投资标的是不是更有投资价值了呢？评估的答案是肯定的，但是态度的答案却会不同。对于持有足够现金的准备买入的投资者来说，他们看到了机会，0.65的价格肯定比0.7的更好；但更多的财务紧张或者情绪担忧的已经买入的投资者，下跌中他们不断感受到了压力，悲观和恐惧。所以，叶公虽然好龙，但龙真的来了，没有准备好的叶公还是恐惧的。我们自己，往往就是那个叶公。

你会问花0.7美元现金买1美元的内在价值可能吗？不但可能，而且常有。这就是证券市场的神奇之处。在15年9月，前后好几个星期，你可以花3港元左右，买到soho中国。如果细读年报数据，soho当时的核心净资产（所谓核心净资产，就是把公司的账面净资产减去重估增值之后的净资产）5港元，账面净资产8港元，并且资产的质地（北京、上海的相对优质物业）是相对不错的。这些评估不需要专业人士都能做到。现在（16年7月22日），在分红了大约0.85港元之后，价格是3.85元。当初那些规模卖出的人士，他们也许熟悉估值，但各种压力之下，态度是卖出，做了卖出的决定。如果留心察看，这样的情况，在市场并不少见。你还会问，如果买了优秀公司低于内在价值的股票，但价格不涨，并且长期不涨，怎么办？回答：也许没有办法，但总会涨的。这个问题和答复，就是年轻的巴菲特和他的老师格雷厄姆的著名问答。这里要注意的是：在投资公司的要求，巴菲特在中年以后，加入和相对优秀公司的要求。这个要求，其实是不低的。

那么，1元的净资产的公司，有没有可能内在价值是2元，3元内，甚至更高？完全是可能的，要看这个公司的护城河的宽度和深度，这个市场的活力和潜力。比方说，谷歌，脸谱等等，但是，对于这些公司的内在价值的评估，非普通人能力范围之内。那个奥巴马哈圣人，由于自认为不长于科技公司的评估之道（其实以他的智慧，对科技公司理解和远见也远超同侪），干脆就避开对科技类公司的投资（不过这两年似乎看透了IBM，还是下手了）。对于普通人，专注做能力范围内的事，是一种自律；对于卓越的人，专注做能力范围内的事，是一种伟大，不由得让吾等高山仰止。

**高估和投资** 股票的市场价格和相对低估的情况相比，市场中更常见的是相对高估。在这个市场中，常见的是一美元的内在价值的股票，市场的价格是1.5元，2元，3元甚至更高。这就是相对高估的问题。买入高估的股票是不是一种投资，不在今天的讨论展开的范围之内。但是，长期来看，对相对高估的股票的的投资，整体是一种零和游戏甚至负和游戏。有的人在高估的股票上大获其利，往往也是在相对低估的时候早早就在其中并且牢牢抓住。如果在已经高估的股票上投资，你将承受相对更高的风险。

**神奇的股票市场** 所以，股票市场的估值，有高估有低估，低估之后也许还有更低估，高估之后也许还有更高估，但总在周期性的变化；从过去一百多年的历史看，从主要经济体的证券市场看，当时过境迁，市场的估值体系往往又能自我的修复到相对稳定的状

态。市场也许会乐观和悲观较长的一段时间，但市场的绝望情绪和昂奋情绪都不能持续很久。这些短期看市场估值的不确定的波动和长期看市场估值最终总会自我修复的能力（和现实），正是股票市场的神奇之处。

### 指数的估值问题

我常接触顶级投行的专业人士，我也经常半认真和他们沟通三个问题：第一个问题，沪深300、恒生指数、标普500的每股净资产和每股利润？第二个问题：它们十年来的估值数据和相互间的比较？第三个问题：五年后八年后他们的净资产价格？到目前为止，没有人能理解这个问题的重要性，也很少人能系统的谈论第一个问题，所以，第二第三三个问题也就无从沟通，只是我在谈论，他们礼貌点头而已。其实，这些数据在标普公司的网站上，中证指数公司的网站上是可以找到并研究；只要你理解了这些数据，你的估值问题就有了标杆，有了基础，有了原则。

在此，写下这些数据：

沪深300（6月30日）指数价格3154：2016（预测）每股净资产 2150，每股利润 240，净资产收益率 11.16%，市净率 1.47，市盈率 12.7；过去的十年，沪深300的市净率在7到1.2之间波动，但过去的6年，即之2010年以来，沪深300的市净率在2.8到1.2之间波动。

恒生指数（6月30日）指数价格 20794：2016（预测）每股净资产 19600港元，每股利润 2250港元，净资产收益率 11.5%，市净率 1.06，市盈率9.8；过去十年，恒生指数的市净率在2.7到1.0之间波动，但从2010年以来，恒生指数的市净率在1.9到1.1之间波动。

标普500（6月30日）指数价格 2098美元：2016（预测）每股净资产780美元，每股利润 105美元，净资产收益率 13.5%，市净率 2.69，市盈率 20倍；过去的十年来，标普500的市净率在2.9到1.4之间波动，2010年以来，标普500的市净率在2.8到1.75之间波动。

并且：每个过去的十年，指数的净资产的复合增长率，标普500和恒生指数大概在6%左右，分红率大概在4%-4.5%；沪深300的净资产的复合增长率，大概在11-10%左右，并且在逐步降低；而分红率大概在2.5%左右。

并且：未来的5年，8年，十年，大概也是这个速度发展。沪深300的复合增长速度，要明显的逐步回落。这是因为过去十年，配股和增发对沪深300的增厚影响较大，但随着沪深300规模（十万亿级别）的确立，今后配股和增发对净资产的影响会越来越小。

是什么，决定性的影响了大型指数的长期的价格波动？是市场利率和市场趋势。

但是，在过去的十年中（也许更长的时间），如何才能利用市场并从中交易获得利润？只有两个办法，一个是在较低的价格买入，长期持有；第二个办法，就是在较低的价格买入，持有一段时间，在较高的价格卖出。这个两个办法，前者是作为一个生意的

拥有人的态度，后者是一个生意的交易人的态度；但这两个办法有一个共性，就是在相对较低的价格买入，并且持有一段较长的时间！这就是价值投资的核心！价值投资的另一个核心，就是相对好的生意。由于我们前面谈论的是指数，他们的生意是好生意，指数是不断优化的好生意，你不用担心他们他们的经营和风险控制，他们不断的在优化组合；但是当你面对一个具体的公司的时候，在做一个相对优秀的投资，你不但要在一个相对低的价格，而且要投资在一个管控和绩效都不错的好生意中。

更重要的，一个对的态度是：你不要想让自己的持有过程，总是只包含上升的过程！而是你的持有的过程，既然想要包括了重要的上升过程的主要阶段，也必然会包含随之而来调整和波动，甚至有时会有大的调整和大的波动。重要的是你如何看待这些波动和在这个过程中拥有从容动态应对的资源。

好价格就是相对低的价格；好生意就是相对绩效和管控好的业务。好的投资就这两件事情：相对低的价格，相对好的生意。

在三个金融的交易体系中，虽然我们也关注外汇体系的波动，商品价格的变化，但我只对股票市场的指数和企业的价格波动有兴趣。因为所有的利润都是企业创造的，企业是这个世界上最具有创造力的组织，是利润的创造者。大群典型企业的价格的就是指数的波动，它们的来龙去脉，有迹可循；伴随着人类的嵌入了利己内核的自私基因，优秀的管理团队和优秀的企业不断涌现，整体的创造力生生不息，他们（优秀企业的管理团队）成就自己，也成就投资者。在这里，我们有投资的机会，但需要耐心并且控制自己的情绪。

奥马哈圣人说：有时候天上会下黄金雨。虽然这样的机会不多，但当出现的时候，你必须让自己等在那儿。这种情况每隔一段时间会出现，虽然你无法让它出现，但终究会出现。你要做的就是抓住这样的机会。又说，市场短期内是一台投票记录机，长期看市场是一台称重机——有人之所以成为成功的投资者，那是他们牢牢抓住成功的企业不放。还说，时间是优秀企业的朋友。

我之所以愿意在这里啰嗦这些，是因为这些曾经触动我的话，每次当我重读的时候，还能再一次的打动我。

### 关于香港恒生指数的估值

香港这个城市，是一个非常优秀和神奇的城市，但过去十几年来，它的创造力和勃勃生机正渐现疲态。至于港交所，作为交易的主要力量，欧美资金，对他们来说，香港毕竟是不是主流市场；香港本土的投资交易者，远远力量不足，这些年来，香港人有点彷徨不知所以的感觉，在市场中也有体现；而内地的交易者，对这个市场的了解、熟悉，参与还有待逐步提高。

恒生指数的估值，明显偏低。如果从供求关系上看原因，香港证券市场，可交易的公司多、总体规模大，港币的M1供应数量总体管控严谨，但是不管是欧美投资者（以前占60%）还是本土投资者，他们对港股并不抱有很大的投资的热情，也不拥有很大的投机能力。实际上，香港市场的疲态，从1998年的亚洲金融危机就种下了。过去18年来，香港市场的生机从来没有得到真正的修复。虽然沪港通和即将开通的深港通，可能带来一些活力，但是，需要很长的时间，也许三年，也许五年；由于沪港通的总规模受限，对整体市场也不会有决定性的影响。

有鉴于此，从香港证券市场的现状和能力上看，香港市场只能给一些真正当红的优秀公司，提供合理的健康估值。这，从某种意义上说，也是投资的机会——你有机会在香港市场以较低的价格持续地买到低估的相对优秀的公司，说不定他们未来会成为当红的优秀公司。你投资的公司，能不能踏进当红优秀公司的门槛，不是进去了又出来，而是登堂入室，占据一席之地；这需要耐心，也需要运气。

香港恒生指数公司提供的基本服务，与美国道琼斯普指数公司和中国中证指数公司的基础服务相去甚远，恒生指数的服务有待提高。其中，恒生指数公司对恒生指数的历史净资产的基本数据缺乏披露。

在这里，要说明一下，有些朋友以为，在港交所的公司权益的披露中，投行名下的股票是投行的，其实不是的，投行名下基本没有自己的股票；他们只是代理客户持有这些股票。像高盛、大摩，08金融危机以后，已经改制成商业银行，一般不能自己买卖股票，除非在非常特殊的监管之下；而花旗，摩根大通等，本身就是银行，参与这个证券业务的是银行的投行部门，他们也不能自己买卖股票（除非在非常严格的监管之下）。所以，这些所谓的机构，并不持有这些股票，除非得到授权和委托，他们也没有这些股票的交易权，处分权（如卖空）和投票权。

### 关于地产行业的估值问题

在中国，地产行业的估值问题，一定是一个巨大的课题。在其他主要经济体，这个问题并不显得那么重要。因为中国的地产行业（住宅、办公楼和商业用房）的市场规模，今年将超过10万亿。一个欧洲的在建面积，大概就是2000多万平方米，和中国较大规模的公司如恒大、碧桂园相当，或者和中国武汉市、天津市、成都市、重庆市、南京市、杭州市他们一个城市的在建规模相当（北上广深的在建规模已经大大不如这些城市了，大概只有这些城市的一半不到）。中国城市的发展，可以说过去十年来，几乎是野蛮的蓬勃的生长；实际上从城市发展的角度看，我们正身历千年未有之奇遇中。

伯克希尔，作为一家优秀的大型公司，保险领域的领导者，6个世界500强公司的拥有者，投资领域的重要参与者，但为什么没有投行来写报告？据说只有两个分析师长期关注跟踪伯克希尔（其中一个就是《滚雪球》的作者，艾米丽），因为这个公司的交易量太小了，不能通过交易给投行带来佣金收入。内房股的分析报告，投行面对的也是这个情况。高质量的报告，需要优秀的专业人员，长期累积，大量投入优秀的人力成本，但收入根本没有，投入的动力当然就不足了。

但我们身在其中。估值问题，难以回避。死生之地，存亡之道。

在这里设一个前提：我们这里谈论的公司，是一个相对优秀的公司，是一个基本上自律、规范、阳光的公司。只有在这个前提下，谈论公司估值才有意义。

我们在前面谈了，估值的核心问题，要确定评估标的的内在价值。要评估，就要比较。

### 1) 将标的投资公司的市场价格和实体经济比较

买入价格和实体公司比较。就是说，想象你自己作为投资者开一个相当的实体公司，假设你可以取得和标的公司相当的成本的管控和企业的绩效，你对自己作为整体股东投入的价格如何评估。评估之后，你的安然睡去，还是无法入眠？

这实在是需要一些想象力和企业家的经验和企业家精神！比方说，14年初的时候，你可以用7元以下的价格买到万科！那个时候，市场中很多人很恐惧，也很担心。你如果自己整体上开一家这样的公司，770亿？假设相当的行政管理，技术，财务等等，你会对整体上拥有的假设感到恐惧还是自信？

同时，A股要等到这个机会市场价格低于净资产的机会，要等21年。因为A股整体上来看，历史上历来是高估的。你从来就只能买到相对低估的价格，而不能买到低于净资产的价格。现在绝对低估的价格出现了，叶公要的龙来了，从93年到2014年，只有这一次机会万科市价低于净资产，投资者更多的是担忧和犹豫。万科相对自律，阳光，规范；万科还是那个行业优秀和有优势的公司吗？假设你有880亿净资产，整体上你也很难超越万科的管理。后来发生的事情，大家都知道了。现在万科的动态净资产10元，要花18元买，什么时候是相对安全的时候，相对安全的价格；和实体比较，是一个简单明了能够整理我们复杂混乱的情绪的方法。

### 2) 将标的投资公司和行业中的典型公司比较，看公司的行业地位

管控能力：比较管理费用和销售费用占销售和结算的比率。

风险控制：比较总销售和有息贷款的比率

资产质量：比较存货的毛利

周转能力：比较销售和总资产的比率

综合能力：比较净资产收益率

在债券市场和银行的信用：比较贷款的实际利率

这些工作，是要下一些功夫的，综合来看看，这个行业在那个，综合万科，龙湖，中海，华润基本上是三好学生。融创还算不错，但家底远远不够殷实。但是那些好学生，现在没有一个是便宜的，或者说，要买好价格，还真难；真来的时候，好龙的叶公将会什么态度呢？

### 3) 将标的投资公司的价格和历史上的自己的其他阶段比较，看公司自身的进步情况

人，不能一口吃成胖子。当然，胖子要变型男也是有一个艰苦的过程的。一个公司，

一个月，一个季度，变化不大，但两年，三年，自己和自己比，和自己的历史上的阶段比，你就看出来。比方说，09年的时候，万科销售大概630多亿，绿城530亿；15年，万科2600多，绿城好像720亿；比较就知道万科好。

#### 4) 将标的投资公司的资产和不借钱的状态来比较

要评估地产公司，可以引入一个EV的指标。ENTERPRISE VALUE，中文叫做企业价值。简单说就是公司的市值+净负债。比方说，2014年初的万科，7元，那么企业价值大概就是大约1000亿元。就是说，理论上来说，1000亿元，可以买入企业并将主要的有息负债全部还清，变成安全的无债经营，但大概仍然可以获得利润200亿元（比原来的利润多了一些，是少付的利息）。这个时候，你再比较，很多原来的负债问题就被简单处理了。用这样的方法，你可以试试来比较那些负债较高，但效率也较高的公司，相信你会有所发现，有所判断。

#### 5) 将自己的状态和大股东比较

投资者，很多时候会因为没有一个好的价格卖出而在下跌后懊悔很久。比比大股东，他也许没有想过卖出，也没有机会大规模卖出；但很多优秀公司的大股东最终成就了财富的传奇。重要的是，你的公司是相对优秀的公司吗？如果不是，追悔莫及是一定的；如果是相对优秀的公司，你卖出了，你的小成功，可能会成为将来进一步修行的阻碍；而你的小挫折，也许会成为你修行过程中领悟智慧所必须的一部分。

#### 关于融创的估值

谈了上面这些之后，谈谈融创的估值。其实在雪球的融创中国频道这个地方，好多人对融创的了解和熟悉远超过笔者。这里我只想写下几行字来谈论融创的估值：

- 1) 这个行业的净资产收益率较高。这个行业结算延后。由于融创销售加速，到今年底，已售未结将比较丰厚。融创的内在价值，目前至少不会低于今年年底的7.5元港币的净资产。
- 2) 融创的核心能力包括投资布局能力、产品规划和营造能力和营销能力也还不错。我不想为过了天命之年的孙宏斌和他已经成熟的管理团队担心。
- 3) 融创过去5年，动态市净率在大约在0.55到1.5之间波动。现在大概是0.65左右。
- 4) 利率，正在走低。实际利率走低，会提高内在价值。

好了，这个相对低的估值，不就是我们曾经想要的吗？对于融创中国来说，这个估值，在12年初出现过，过了两年多，在14年中出现过，现在，又过了两年，这个估值又出现了。过去的四多的时间，融创至少没有变差，还是生机勃勃，还是充满创造力。这样反复相对低估的机会，可能在香港市场才能看到。在相对低的指数，相对低的行业估值，相对低的公司估值面前，为什么要烦恼呢？我们就像一只米老鼠，不小心掉在了米窝里，原来只为几粒米，竟然看到了黄金雨。它不应该为吃不下这么多的米而感到恐惧，对的态度也许是稍有犹豫之后，好好盘算盘算如何抓住这个大机会。

古人云：弱水三千，吾只取一瓢饮。我的理解：复杂的事，简单化。这既是态度，

也是能力。

天上什么时候下黄金雨，笔者不知道；但当下的时候，你得等在那儿。还得有勇气抓住。

投资这个游戏的伟大之处，在于你不必要精确的正确。

丁宏

2016年07月21日