

投资
学堂

单凭市盈率选股，并不靠谱

国研经济研究院东海分院助理研究员 管如镜

克拉曼为格雷厄姆《证券投资》第六版所做的序言里谈到：价值投资，是以资产的价值以下的价格进行投资，留出足够的安全边际。而安全边际的使命，是在你的血汗钱与你的失算、出错、厄运和经济与市场本身的风云诡谲之间搭起缓冲区域。

简单来说，投资价值就是对性价比的判断。10元价值的东西，我们用5元价格买进，将来价格恢复到10元或以上后卖出，这个过程，就是价值投资。

过去，价值投资的理念在机构投资者中应用更为广泛，这几年，随着金融市场巨大变化，价值投资的理念被越来越多的个人投资者所使用。但是，个人投资者在投资判断时，因为专业知识、信息获取能力相对缺失，更容易陷入决策误区。

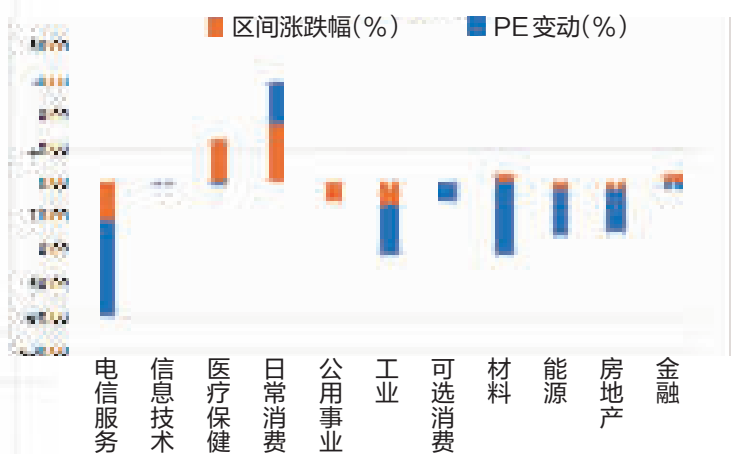
最常见的误区就是对PE（市盈率）或PB（市净率）的过度依赖。PE或PB作为相对估值的指标，在常态分析中，具有一定的参考价值。但作为一个理性投资者，要打破绝对估值越低的企业投资价值就越高的感官认识。

误区1 跨行业比较PE

每个行业都有自己的属性，首先是行业生命周期。周期性行业，产品价格、需求以及产能呈现周期性波动，与外部宏观经济环境高度正相关。行业景气度高峰期来临时产品需求上升，价格大涨，为满足突然膨胀的需求，产能大幅度扩张。而在萧条期时则刚好相反。汽车、钢铁、房地产、有色金属、石油化工等是典型的周期性行业，其他周期性行业还包括电力、煤炭、机械、造船、水泥、原料药等产业。食品饮料、交通运输、医药、商业等收益相对平稳的行业就是非周期性产业。各个行业的周期不尽相同，行业景气度会随着时间轮动，某一时段，一些行业正处于上升期，而另一些行业则处下降期。在这样的情况下，跨行业比较PE显然不具有参考价值。

根据Wind指数分类，笔者统计了一年以来部分行业价格和PE的变化。

一年来部分行业市盈率变化及价格涨跌



从图片可以看出，电信服务、信息技术板块相对高PE，确实对应着不太乐观甚至为负的股价变动。但医疗保健、日常消费等板块近40倍的PE仍然对应着20%至40%的价格涨幅。

再比如房地产行业 and 金融行业，其市盈率和价格波动都相对较小。银行业的PE基本都在10倍以下，价格波动几乎可忽略不计，这又与政策管制和行业特性有关系。

因此，投资者在分析PE时，必须把视角聚焦到一个行业内，深入分析行业特性，特殊问题特殊分析，才能对个股有理性的判断。

误区2 低PE低PB=值得投资

PB这个指标，与折旧方法有关，人为因素的掺杂会导致PB失真。另一种可能，生产的某种产品被替代品所代替，就像显像管电视机被平板电视替代，这些生产资料报废时，资产价格会很快归零，PB价值就毫无意义。

这个世界没有无缘无故的爱，也没有无缘无故的恨。市场给予的估值高低都是有因的。所以，即使是同行业内，真正的核心仍然是相对安全边际。

在财通证券宁波扬帆路证券营业部负责人吴爱民看来，价值投资不是“找个低价来投”，而是将企业未来较长一段时期（比如3年至10年）的盈利水平、风险水平，与当前市场价格进行比较。这其中，最关键的两个要点就是，对企业利润来源的认识，以及对目前真实损益及未来趋势的判断。

典型的例子就是贵州茅台，从上市以来，茅台一直处于上升通道，目前股价已经达到每股800元。但是从茅台的经营状况来看，现金流很充沛，财务结构又非常好，低负债，ROE（净资产收益率）也非常稳定且优秀，这样的公司投资者如何去看待？

误区3 价值投资=长期投资

仍然以“五块钱”为例，投资者以5元价格购买预期价值10元的标的，结果仅仅过了10分钟，价格就暴涨到10元以上，在这种情况下，投资者卖出的行为，是否符合价值投资的真谛？我们认为的，10分钟的周期虽短，却是一个完整的价值周期。

这个例子或许有点极端，但能说明价值投资和长期投资的不等同，这意味着即使一家企业的基本面没有发生太大变化，但是价格超过预期后，投资者需要正确认识透支式的增长。这个周期与时间长短无关。

小结

投资误区形形色色，投资者难免会遇到大大小小的“踩雷”事件，以上只是其中的几个方面。

今后，我们将定期对不同行业进行系列梳理和分析，提供更多、更全面的视角和线索。投资者可以有选择性地判断和检验，结合自身的投资经验，做出理性的投资决策。

这一期我们将用“另类”视角，带领投资者换个角度去认识银行业。

责任编辑 张波 美编 雷林燕 照排 陈科 校对 诸晓红

翰林旅院

又到荷花拍摄时——小记一堂摄影课

今天上午9:00，在飞扬国际旅游集团公司新址、五一广场东楼五楼报告厅，举行了由吕圣心老师主讲的《花卉摄影进阶暨荷花摄影技巧》摄影课，这也是吕老师在本学期上的最后一节课。报告厅聚集了一批认真听讲的翰林旅院摄影人。

吕老师用半节课时间，例举古诗词中诗人描绘的各种花卉形象，把学员们带入花卉唯美的意境之中，学员们随吕老师的讲述，神游在其中，提升了文化修养

与品位。尤其意会了荷花出淤泥而不染、亭亭玉立的神韵。下半课时吕老师重点讲授了如何拍摄荷花的要点，如何通过主题、色彩、影调、层次各个方面拍摄出荷花的神韵。讲授了如何拍摄黑背景的荷花，以全黑的背景作衬托，来突出花的主体，使得图片更加生动、更加干净，并详细讲述了拍摄过程中的步骤、技巧及注意事项等等。

课堂中，除新光社学员外，还来了几多

摄影沙龙的学员。真如沙龙班班长余玮老师所说的，“听吕老师上课，是一种美的享受，吕老师是一个非常敬业、对摄影技术精益求精的好老师，也是我们大家共同的好老师”！听完讲座学员收获满满，跃跃欲试，都想立刻学以致用，纷纷前往荷塘花池实战拍摄，相信不久“接天莲叶无穷碧，映日荷花别样红”的美景，定会在翰林旅院摄影人习作中纷呈。

杨依东

