

从“零增长”公司的合理估值推导价值股的估值

来自：思想钢印

思想钢印

2023年10月14日 17:38

我在星球里正常都是用“历史估值法”，这是一种相对估值，假定过去的平均估值是合理的，那么考虑到现在基本面的变化和宏观利率条件，合理估值应该是多少？

另一种是**绝对估值**，是以**债券为参照物**，股票的合理估值应该是多少，因为**债券的利率是固定的，估值也是明确的**。

前几天分析过“债券思维”，巴菲特和格雷厄姆把债券思维运用在股票估值上，首先把股票理解成一个**债券**，然后计算未来公司产生的**现金流**，进行折现，就是**自由现金流折现理论**。

格雷厄姆有一个估值公式，先说结论：**一家稳定“零增长”的公司，合理估值是8.5倍**，这个估值是这么得到的：

8.5倍的倒数是11.7%，等于持有这家公司的一年的收益率为11.7%，分为两部分，**一部分是6.5%的债券收益率，代表无风险收益率，另一部分是5.2%的股权风险收益补偿，包括每年的派息和自由现金流的**增长。

在这个8.5倍PE的基本上，我们就可以考虑不同条件下绝对估值的变化。

1、利率变化影响下的合理估值

主要看第一部分“债券收益率”。

“**债券收益率**”影响股票估值的折现率，**债券收益率越高，合理估值就越低**，格雷厄姆的时代，债券收益率为6.5%，对应8.5倍PE（零增长公司）。根据上面的公式可以推算，在股权风险收益率不变的情况下，**5%的债券收益率对应10倍** ($1 / (5\% + 5.2\%)$)，**4%对应11倍**，**3%对应12倍**，**2%对应14倍**。

目前美债的收益率在4-5%之间，所以像丰田、惠普这种不怎么增长但也没什么问题的公司，都是10-11倍。

可能有人问题是到底看中国的利率还是美国的？我的看法是，**白马大票跟美国的利率走，小票跟中国的利率走**，中国的利率很低，所以小票的估值整体要高30-40%

2、考虑了风险补偿收益影响下的合理估值

股票毕竟不是债券，承担了风险，就要有额外的“补偿收益”，格雷厄姆主要考虑的是**现金补偿，包括派息和自由现金流的**增长。

所以零增长的企业，如果现金流好，分红又向，估值可以上浮，煤炭近几年估值上升，就是**现金流与分红改善**的原因

巴菲特又加了一个资产质量和商业模式的因素，所以像大宗商品的原材料企业，长期估值中枢下调20%，而水电股是可以上调的。

这一部分可以看一看两个极端估值：

长江电力不但现金流好、分红高，而且商业模式又好，再加上长期增长率在5%左右，比零增长略高，所以合理估值给到了15-20倍，也是价值股的最高点。

四大行和中字头建筑企业由于长期资产质量受质疑，加上银行要不断融资，估值几乎打对折，也是价值股的最低点，长年在4-6倍。**所以银行股要涨估值，只能改变投资者的风险偏好，即对资产质量的看法**。

3、略有增长的价值股

格雷厄姆给的经验公式是**8.5+2倍的10年平均增长率**。如果长江电力未来10年增速为4%，与GDP增速持平，那么4%的债券利率对应的合理估值就是 $11 + 4 * 2 = 19$ 倍。

如果是增速超过5%成长股，就不能用这个公式，因为2倍这个乘数，实际上与增速本身也有关。

最后还是要强调一下，**大部分价值股都是周期股，需要用正常利润，或者至少一个周期各年的平均利润来计算PE**。