

投资理念重塑--为什么说你看到的市净率（PB）往往都是自欺欺人

上一篇文章跟大家详细的阐述了现金流

在估值体系中举足轻重的意义，很多朋友也在后台反馈原来自己这些年把某一个单一的指标的看的如此重视，却又没搞清楚估值指标背后的真实含义，始终被指标牵着鼻子走实在是有点汗颜。

那么在投资流派里主流的估值方法主要是两种一种是以利润派为代表的市盈率（PE）估值法，另一类是以资产派为代表的市净率（PB）估值法，分别对应着买利润和买资产

。利润端的逻辑

在上一篇文章中已经做了

详细的阐述，那么今天就以PB

为切入点，跟大家详细的来阐述阐述，为啥你看到的市净率指标大概率没啥大的意义。

那么在理解一样东西之前，最好的方式是了解他是谁，从哪里来，又将到哪里去！所以请看大屏幕，市盈率的计算公式如下： $PB = \text{市值} / \text{净资产}$ 或者 $PB = \text{每股股价} / \text{每股净资产}$ ，那么可以看到市值和每股股价这玩意儿是公开透明的项目，随便一个软件打开来都会清晰的显示。所以pb的计算过程中，分子端是没啥可以深入研究的。因此可以看到问题的关键来自于分子的净资产端。那么还是同理，让我们继续深入，净资产又是谁，从哪里来，又将到哪里去？根据净资产的计算公式： $\text{净资产} = \text{资产} - \text{负债}$ ，

那么从根本上来说一个公司的净资产就是就是公司还完所有各种长短期负债之后剩下的清算价值。那么这里面就存在一个非常明显的逻辑缺陷了，清算价值是一个会计概念，并不等同于净

资产的真实价值（同理折旧也是），

举个简单点的例子，比如某一个公司市净率为1倍，那么原则上来说你是当下1倍PB的价格买入这家公司，根据上述的逻辑即使这家公司破产倒闭清算了，你也不会亏钱。那么事实真的是这样吗？很显然大概率不是，比如上述这家PB一倍的公司，会计核算净资产10亿，其中应收账款4亿，存货4亿，货币资金1亿，在建工程1亿，那么试问一家已经面临破产清算风险的公司，账面上净资产10亿，但是这中间应收账款的4亿，你觉得能收回来多少？都已经要面临破产清算了，存货的4亿，真的卖出去能卖多少钱？在建的工程，本就是烂生意，要处理起来又能够卖多少钱？最后你会发现10亿净资产中，除了1个亿的货币资金是不打折的之外，剩下的所有资产都不像会计账面显示的那样值钱，那么你以1倍PB买入，看上去是个稳赚不赔的生意，实则真实

处理起来亏大了，完全不像会计账目显示的那样。

你会发现应收的都是收不回来的，存货都是卖不出去的，在建工程都是破铜烂铁，

靠的

住的只有

账上真实的货币资
金，所以这就是会计和真实情况之间的差异！

（同理你会发
现财务造假往往就在资产端
名目多样的科目里进行）。

那么对于投资者而言，只是单一的跟随这些财务指标很显然几乎没啥大的意义，需要你做的是摒弃表面的数字，透过现象去参悟本质，手动进行指标的真实计算。

那么在资产端，容易出现问题的几个科目主要是如下几种

1：应收账款，如果相
比较于同行业而言，应收账款的账期，计提
的标准，与关联方的交易明显和同行业不符，那么就要考虑是不是有猫腻了，此时
在进行净资产计算时，很显然需要打折扣了。

2：存货，存货数量显著脱离行业发展和公司发展，并且计提标准完全宽松于整个
行业。特别是那种存货特别不好变现的公司而言，更要留个心眼。比如同样五个亿
的存货，其中一家的存货是过时的智能手机，另外一家的存货是钢铁等资源品，很
显然前者的变现难度极高，而后者变现则非常容易，那么同样是5个亿存货，两者
的真实价值很显然并不能相提并论。

3：商誉，这个会计科目呢值得我们着重去讲讲，因为有很多人啊，容易选择性的
忽略经济商誉（特别是品牌价值）对PB的计算，之所以会产生这一点呢，首先要理
解一下商誉的概念，商誉是指能在未来期间为企业经营带来超额利润的潜在经济价
值，或一家企业预期的获利能力超过可辨认资产正常获利能力（如社会平均投资回

企业投资成本超过被合并企业净资产公允价值的
差额。举个简单点的例子，比如说上市公司花20亿购买了一个账面净资产只有10
亿的公司，那么就会形成10亿的商誉，而之所以愿意多花这10亿，可能是这家公司
有一个著名的商业品牌，这个品牌能在未来替公司赚到更多的钱，甚至最核心的资
源就是这个品牌，所以多花10亿。从上述定义可以看到无并购，不商誉，也就是企
业如果没
有进行过收购，是

不会自动产生商誉的，那么问题就来了，比如贵州茅台

，从没有有过任何的收购，那么其净资产端几乎就不存在任何的所谓商誉问题，根据软件显示，目前PB11倍，再比如片仔癀

同理也从未有过任何收购行为，目前PB19倍。那么有很多人就说了，这个PB高的离谱啊，这两个公司凭啥PB比轻资产的大型科技公司还要高！很显然这就是犯了一个只会看财务指标的伪价投思维，因为一个很简单的道理，没有显示商誉，不代表商业模式当中经济商誉没有产生价值，贵州茅台净资产2000亿，但是如果有人寻求收购贵州茅台，你觉得2000亿会卖吗？很显然必须加上一个极大的商誉，才有可能促成这笔交易，

那么此时的PB是不是会显著的变小，故你又会发现，脱离商业模式去谈PB估值，又将是变成底层逻辑站不住脚的追随指标的瞎胡搞。

事实上能影响PB底层逻辑的思路还有更多的打法，此文姑且算是抛砖引玉，希望大家发动聪明的大脑，去思考更多不同模式下PB该如何去追根溯源。（比如分红会如何影响PB，无形资产摊销

，固定资产折旧又是如何影响PB）。最后总结一下，你看的都是大家都能看到的，那么表象并不重要，表象背后的实质才是我们去分析公司，对公司进行估值的关键所在，切莫做那个跟着指标投投资的伪价值投资者！

给你最纯粹的底层逻辑，没有人云亦云，只有清清楚楚，明明白白！投资不迷路，记得点关注！！！！

叶奇杰，申万宏源证券投资顾问，执业证书编号：S0900618120034。本文所载信息及表述观点仅代表个人意见，仅供参考不构成投资建议，所涉及标的~~不作~~推荐。本人不对所引发的损失负任何责任，投资人须对自主决定的投资行为负责。投资有风险，入市需谨慎。