

# 抄底时需要注意4个问题



陈嘉禾

投资之道,一买一卖。在买卖之间,财富是生焉。沃伦·巴菲特曾经说,他自己最大的本事,就是资本配置。而所谓资本配置,就是通过在不同的投资标的之间买卖实现的。

巴菲特的这段话,出自1998年在佛罗里达大学做的一次专题研讨会上的发言。当时巴菲特才68岁,远不如今天有名,这段话的全文是这样的:

“如果我们在座的所有人,突然被扔到一个荒岛上,那么最有用的人是最会种粮食的那个。现在我跑出来,说:‘我最大的本事是做资本配置’,你们绝对不会对我有什么兴趣。”

和巴菲特说“我最大的本事是资本配置”类似,在《史记·货殖列传》中就有这样一段话:“贵上极则反贱,贱下极则反贵。贵出如粪土,贱取如珠玉。财币欲其行如流水。”物品的贵贱是轮流交替的,在这轮流交替之中低买高卖,让资本像流水一般运转起来,就是价值投资的王道。

买卖之道铺开来讲,会变得很长。不过,其中一个非常重要的组成部分,就是如何在价格大跌之后抄底。今天,来看看当价格暴跌,投资者做出抄底决策时,需要注意的4个主要问题。

## 价格大跌不是抄底的理由

许多投资者在做出抄底买入决策时,最常见的一个错误,就是认为“反正都跌了很多,现在买入应该没错”。其实,价格的大跌并不应该成为抄底的充分理由。

的确,很多好的投资机会都是在大跌之后出现的,但是这并不意味着所有

# 股市走强需要多方合力



桂浩明

近期A股走势牵动了众人的神经。自8月下旬以来,监管部门不断出台各种有利于活跃市场的措施,几乎到了“每周一策”的地步,但股市大盘似乎不为所动,交易重心仍然继续向下,本周上证指数一度逼近2900点。

随后中央汇金出手增持指数ETF,市场终于出现企稳回升的态势。但这一市场格局能否延续,投资者对此还没有形成共识,市场的分歧与争议还比较多。

冰冻三尺,非一日之寒。今年A股市场表现比较弱,远低于投资者的预期,有多方面的原因。要让股市活跃起来,平稳运行,需要把那些制约市场的

大跌以后的资产,都具备抄底的价值。这就像“在成都太古里很容易见到美女”和“太古里所有女生都是美女”之间的区别一样。

在许多时候,价格大跌只是由于之前的价格太高,并不说明现在的价格相对于价值来说已经有足够吸引力。在价值投资中,我们在做出抄底决策时,需要买的是价值,而不是相对之前高点来说更便宜的价格。

比如,日本房地产市场在1989年达到泡沫顶点以后,在之后的几年里暴跌70%左右。但是,如果当时的投资者看到价格暴跌就抄底,而不管估值是否已经足够低廉,房地产是否足够有价值,那么在未来的很长时间里,他都赚不到钱。

有的资产质量一般,即使价格大跌,其中蕴含的价值可能也大跌,根据大跌的价格抄底就变得毫无意义。在香港股票市场,这种例子特别常见,标普香港创业板指数就曾经一跌再跌,离“归零”一步之遥。

## 要注意基本面的变动

投资者在买入时容易犯下的另一个错误,是没有注意到基本面的变动。也就是说,这种资产可能昨天是很好的资产,有很强劲的基本面,但是今天时过境迁,基本面已经发生了变化。

这时候,当年的高估值也许不会在未来重现,当年优秀的企业回报、租金回报,在将来也会打折。在这种情况下,资产的整个估值体系会发生变化。这时,如果盲目以为今天的资产还是昨天的资产,现在估值低了就抄底,往往会犯下错误。

比如,中国的红酒市场,在2012年以前曾经有过一段黄金岁月。当时,人们对红酒养生的属性非常喜爱,同时对红酒文化也比较推崇,因此红酒企业的净资产回报率一度非常高。但是,在2012年以后,红酒行业逐渐发生了变化,人们的兴趣点开始大规模转向白

酒,红酒的盈利能力逐步下降,同时进口红酒的冲击力越来越强。这时候,基本面的变化就改变了红酒企业的估值体系。

再比如,在房地产市场,许多城市在2020年以前大涨的房地产价格,是跟当时持续的人口流入有密切关系的。但是,随着生育率逐步走低、农村人口流出基本完成、城市化进程趋于平缓,城市的人口流入开始减速。这时候,房地产市场的基本面也发生了变化。

在以上的两个案例中,基本面的改变使得投资者在做出抄底决策时,会面对与往日不同的资产。这些资产的名字还和之前完全一样,但是它们的基本面却发生了变化。这种变化就需要投资者在抄底时,以更低的估值进行评估。如果仍然按照之前的估值体系对资产定价,无疑是错误的。

## 绝对估值很重要 相对估值更重要

我听到不少投资者在抄底时,经常会说“这个股票估值已经20倍PE(市盈率)或者30倍PE了,非常便宜,现在可以抄底”。

这时候,我往往会问:“二三十倍PE不算贵,但是也谈不上便宜呀,你怎么会觉得足够便宜可以抄底呢?”这时候,我得到的答案往往是:“你看这个股票,历史上的估值一度五六十倍PE,现在才二三十倍,多便宜呀!”

“可是,隔壁有5倍,甚至3倍PE的股票,为什么不买那些呢?”我如此不知趣的反问,往往会得到下面的答案:“啊?还有那么便宜的公司?我没看过哦。”

这段经典的对话,反映出许多投资者在抄底时犯下的一个错误:只看了自己要抄底资产的绝对估值水平,没有看这个资产相对于其他资产的估值水平。他们没有做到优中选优,只是在自己的一亩三分地找了个相对比较好的买入抄底时点。

响,但所涉及的个股有限,不容易让投资者产生共鸣。本周中央汇金公司再次出手,这次买入的是指数ETF,不但买入的量比较大,而且是宽基ETF,这样所涉及的股票数量就更多,投资者稳定预期的作用就明显增加了。

对于长期低迷的股市,靠一两次增持不可能真正扭转局面,在国内尚没有平准基金的情况下,特别需要中央汇金公司及类似的这种致力于长期投资的大机构能够持续入市,有关方面也需要为之提供各种必要的支持。有了足够的增量资金,市场就有希望企稳,为实施其他稳定市场的措施提供了时间窗口,也避免投资者情绪再次低迷。

二、对有关政策与制度出现的争议进行研究。实行注册制以来,监管部门出台了更多新的政策措施,有力地配合了注册制的实施,但也存在一些问题。虽然这些问题的影响也是局部的,但在弱势市场中,对投资者的负面影响还是很大的,会动摇

在许多时候,价格大跌只是由于之前的价格太高,并不说明现在的价格相对于价值来说已经有足够吸引力。在价值投资中,我们在做出抄底决策时,需要买的是价值,而不是相对之前高点来说更便宜的价格。

图虫创意/供图 周靖宇/制图

当然,只看绝对估值,不看相对估值,也不能算是一种抄底中的错误,买的便宜总比买的贵要强。只不过,这种“只看自己手上的股票,其他一律不看”的抄底交易,多少有些不够完美,一些更能赚钱的交易机会就这样被放跑了。

## 不要使用短期杠杆

最后,抄底时最容易犯下的一个大错,甚至是致命的错误,就是使用短期杠杆进行抄底。

所谓短期杠杆,指的是任何在短期可能要求投资者还钱的杠杆。比如,股票价格大跌,投资者需要补足保证金的杠杆,就属于典型的短期杠杆。

与之相对的,则是短期没有还款可能的长期杠杆,房屋贷款,巴菲特的保险公司浮存金都属于此类。

判断市场价格究竟能疯狂到哪一步,是非常困难的事情。许多时候我们觉得“已经跌了这么多,不可能再跌了”,都是我们自己的一厢情愿。有经验的投资者都知道,正好猜中市场底部有多难。

在2008年,我曾经经历过股票市场大跌,上证综指从6124点下跌到3000点附近。当时,我认识的一位基金经理说:“要是股市破了3000点,就可以加杠杆去买了。”

我不知道他后来用了杠杆没有,但是如果用了,那么在后来市场继续暴跌到1664点时,他大概就会爆仓,血本无归。而之后市场在2009年继续反弹回3000点以上,就会和他毫无关系。

所以,在抄底的时候,只要我们确定抄底的标已经低估,同时不用任何短期杠杆,那么无论市场如何疯狂,我们都能笑到最后。

以上,就是投资者在抄底时需要注意的4个主要问题。只要在抄底中避免了这些问题,我们就会发现,抄底真是一件让人感到愉悦和舒服的事情,许多最优秀的投资回报都来源于此。(作者系九鼎创投首席投资官)

# 牧原股份三季度环比扭亏 公告终止GDR发行事项

证券时报记者 赵黎娟

27日晚间,牧原股份(002714)披露三季度报,今年前三季度该公司实现营业收入约829.69亿元,同比增加2.72%;净利润亏损约18.42亿元,同比下降221.82%;基本每股收益亏损0.34元,同比减少217.24%。不过三季度,受益于猪价回暖,牧原股份单季收获9.37亿元的净利润,环比实现扭亏。

当晚牧原股份同时披露,鉴于内外环境等客观因素发生变化,通过对公司财务及经营情况、资金需求以及战略发展规划进行全面审视,公司与相关中介机构经过深入探讨和谨慎分析后,决定终止本次发行GDR(全球存托凭证)并在瑞士证券交易所上市及转为境外募集股份事项。

终止GDR事项或是牧原股份彰显对企业自身资金信心的举措。

据三季度披露,2023年1-9月,该公司经营性活动产生的现金流量净额为66.88亿元,而上半年为-10.44亿元,粗略测算,牧原股份第三季度经营性现金净流入约77.32亿元。

为彰显公司发展信心,10月20日、10月25日,牧原股份还分别发布两份“大手笔”增持公告,合计增持金额最高达22亿元,成为今年A股市场增持金额最大的上市公司。公告发布之后,牧原股份股价也大幅上涨。

受生猪市场持续低迷影响,今年前三季度生猪养殖行业企业业绩整体疲软。

近日温氏股份(300498)披露三季度报就显示,该公司前三季度实现营业收入646.89亿元,同比增长15.8%;净利润亏损45.3亿元。

猪周期磨底期,龙头企业成本比拼竞争加剧。

过往公告显示,今年以来牧原股份在成本降低方面持续发力,成本从年初15.5元/公斤以上最低降至14.3元/公斤,展现了较强的成本控制实力。

不过在供给端尚未有明显收缩迹象的当下,猪周期仍处磨底期。

根据卓创资讯监测数据,截至10月19日,全国生猪交易均价

为15.54元/公斤,环比下跌0.37%,同比跌幅高达45.65%。生猪价格长期位于行业养殖综合成本线以下运行,整体处于“不缺猪”的供应宽松状态,令生猪价格难有明显起色。

“根据生猪生长周期推算,未来3个月生猪供应量由2023年1-3月能繁母猪存栏量基数决定。2023年1-3月能繁母猪存栏量持续下滑,截至8月底,能繁母猪存栏4241万头,环比上月降幅0.7%,相当于正常保有量的108.74%。这意味着未来3个月生猪出栏量或呈现小幅缩减,但整体供应仍或相对充足。”卓创分析师李素杰称,生猪行业研究指标中,能繁母猪存栏量可以理解为生猪行业产能指标,决定生猪出栏量水平,进一步决定价格重心。生猪出栏量是生猪行业产量指标,代表供应水平的直接指标。由于前期能繁母猪存栏量产能持续下滑,未来3个月生猪出栏量或小幅缩减,供应端收紧支撑猪价上行,但整体产能仍处于正常保有量之上,生猪出栏缩减程度也相对有限;同时需求端处于传统的消费旺季,下游白条订单量或持续增加,带动生猪价格上涨。

不过李素杰也表示,后续将迎来冻品出库高峰,猪肉存量供应增加叠加出栏缩减有限,或将限制猪价涨幅。因此未来3个月生猪价格或逐步回升,但整体涨幅有限。卓创资讯预计11-12月月均价或在16.2-16.6元/公斤,2024年1月月均价或在16.0-16.4元/公斤。

不过对于短期市场表现,上海钢联分析认为,从供应端来看,近期河南、山东、山西、河北等地区疫情均有出现,加剧散户的恐惧心理,出栏积极性高,大猪、小猪均流入市场,屠宰厂收购顺畅,供应端充足。从需求来看,目前市场暂无利好支撑,天气尚未转凉,终端消费平平,虽然产品价格回落,但并未刺激终端消费,屠宰厂冻品出库压力较大,资金回流缓慢,屠宰厂仍保持高鲜销率,屠宰量并未明显变化。预计下周猪价仍呈现震荡下滑趋势,若疫情持续集中,猪价难有上涨支撑。

# 208家科创板公司已交成绩单 近四成净利润增速超30%

证券时报记者 王一鸣

截至10月26日晚间,已有208家科创板公司披露2023年前三季度业绩情况,其中,194家公司发布2023年三季度报告,14家公司以业绩预告形式披露。

从已披露的情况看,近七成公司实现营业收入增长,超半数公司实现净利润增长,近四成公司净利润增速超30%。

具体来看,龙头公司表现不俗,继续发挥业绩引领作用。截至10月26日晚间,已有16家科创50指数成份公司通过三季报及业绩预告形式披露2023年前三季度经营数据。13家已披露三季报的科创50公司前三季度合计实现营业收入1017.04亿元,同比增长15.27%;实现归母净利润98.19亿元,同比增长23.05%。晶科能源、天合光能、晶晨股份3家公司预计三季度净利润增速分别在266.36%、89.94%和35%以上。

光伏行业细分领域,“配套专家”们也提交了亮眼的成绩单。例如,高测股份作为硅片切割龙头,2023年前三季度实现营业收入42.11亿元,同比增长92.24%;实现归母净利润11.73亿元,同比增长173.90%,本期拟分红3.39亿元。公司光伏设备订单大幅增加,金刚线

产能及出货大幅提升,硅片切割加工服务产能持续释放,碳化硅金刚线切片市场渗透率持续提升。

再如,金盘科技是储能赛道的干式变压器龙头企业,公司前三季度海外市场需求增长明显,营收净利润双双增长。财报显示,公司2023年前三季度实现营业收入47.73亿元,同比上升49.74%;实现归母净利润3.33亿元,同比上升98.3%。

在医药和医疗领域,受诊疗需求复苏、产品销售渠道拓展顺利、研发进度加快等因素影响,部分创新药、医疗器械企业业绩向好。

根据已披露情况,三生国健、艾力斯等6家公司实现净利润翻倍。其中,三生国健净利润增速高达13826.23%,公司聚焦自身免疫赛道,多款产品相继在2023年下半年取得新进展。公司自主研发用于治疗中重度斑块状银屑病的治疗IL-17A人源化单抗抗体药物,研发进度在国内处于前三,国内尚无此类药物上市。创新药企业艾力斯在公司拳头产品甲磺酸伏美替尼片一线适应症治疗纳入国家医保目录后,销售持续放量,前三季度净利润增速达661%。

药企业绩增长和产品放量的背后,离不开研发投入投入。科创板生物医药企业2023年前三季度研发投入合计达47.89亿元,同比提升20.96%。

此外,国产医疗设备方面,山山水是国内血液净化设备龙头,随着血液净化耗材新产品连续性血液净化管路、血液透析器的上市,品牌效应逐渐增强,盈利水平不断攀升。公司2023年前三季度实现营业收入1.81亿元,同比增长71.08%;实现归母净利润0.47亿元,同比增长176.45%。