

三大因素致白马股连跌 市场验证价值投资仍有效

证券时报记者 匡继雄

白马股一直是A股市场的明星,通常是行业中的龙头公司,具有较强的品牌影响力,市场地位稳定。

截至1月末,2021年以来Wind白马股指数自最高点最大跌幅达35.18%,成份股最新收盘价较最高价平均回撤幅度达48.5%。其中,中国中免、三一重工、隆基绿能、洋河股份、五粮液、立讯精密等不少众所周知的千亿市值股回撤幅度超50%。

与此同时,不少价值投资派基金经理管理的产品净值近年也出现较大回撤,导致市场上时常会出现“价值投资不适合A股”的声音。

那么,白马股下跌的真正原因是什么?价值投资在A股的有效性如何?本文通过对市场数据的研究,并采访业内专家,对上述问题进行了分析,为投资者提供决策参考。

白马股下跌原因分析

证券时报·数据宝通过对2021年~2023年连续下跌且三年累计跌幅超30%的8只千亿市值Wind白马股指数成份股进行分析,发现白马股的下跌主要与估值过高、行业周期和市场风格等因素有关(图1)。

一是估值过高。如中国中免、平安银行2021年年初的市盈率(TTM,下同)分别为153.3倍、13.9倍,均处于前10年历史分位90%以上位置,远高于彼时商贸零售行业46.8倍、银行6.6倍的市盈率。

二是业绩增长放缓。2021年~2023年前三季度,海螺水泥归母净利润同比下降5.4%、52.9%和30.2%;中国平安归母净利润同比下降29%、17.6%和5.6%。

三是市场风格切换。2019年~2020年沪深300指数表现均好于中证500和中证1000指数,市场偏好白马股,不少投资者认为定投白马股能够取得长期收益,公募基金也抱团确定性更高、长期业绩有支撑的龙头企业,Wind白马股指数两年累计上涨106.5%。

新同方投资投研总监秦雷在接受证券时报·数据宝记者采访时表示,白马股大多数是优秀企业,具有较高的内在价值。然而,当大家纷纷看好这些股票的时候,其价格往往已高于他们的内在价值。在这种情况下,价值投资的核心要素——安全边际并不存在,股价下跌得多也不足为奇。换个角度来看,投资回报来源于企业盈利增长、股息和估值。如果股价已经非常高,那么投资回报基本上只能依赖于估值的进一步提高,这里面的风险就显而易见了。

德邦证券产业经济首席分析师李浩在接受证券时报·数据宝记者采访时表示,白马股下跌的真正原因是公司利润,利润下行较为直接的表现是价格塌陷。从出口量价指数来看,2023年下半年量价减的趋势明显,出口价格下行而进口价格上行。进一步拆解来看,出口价格下行是由国内价格水平下修推动的。国内的价格水平由国内的供需决定,传统制造需求不足、高端制造供给过剩共同驱动价格下修。

深圳前海奇点财富投资总监李凡丁在接受证券时报·数据宝记者采访时表示,“价值投资”口号在2020年至2021年喊得最响亮。彼时,那些所谓“可以闭眼买的大白马”估值普遍偏高,如比亚迪、宁德时代、海天味业、贵州茅台的最高市盈率分别达286倍、216倍、105倍和73倍。

他认为:“这些白马股最终会下跌就是因为太贵了,而价格终将回归其真正的价值。这恰恰证明了价值投资理念的有效性。”

价值投资仍然有效

数据宝分析发现,价值投资近年来并没有失效,反而是进一步彰显了其有效性,具体原因如下:

一是价值股在长期表现上优于成长股和普通股。

截至1月末,自2004年12月31日基期以来,沪深300价值指数的年化收益率近8%,高于沪深300成长指数6.56%以及沪深300指数6.5%的年化收益率。与此同时,自1999年12月30日以来,申万低市净率指数年化收益率率为7.65%,较申万高市净率指数高出6.57个百分点。这在一定的程度上反映出,从长期来看,价值股的表现要优于成长股和普通股(图2)。

实际上,2021年~2023年,虽然不少白马股持续下跌,但沪深300价值指数连续三年均跑赢沪深300成长指数和沪深300指数;申万低市净率指数也连续三年均跑赢申万高市净率指数(图3、4)。

二是基本面因子与市场表现的相关性提升显著。

业绩增速和净资产收益率是描述基本面变化的核心指标。

数据宝统计,2018年第四季度~2023年第三季度,A股整体单季度净利润同比增长率与沪深300指数在相应季度的涨跌幅的相关系数为0.35;而2013年第四季度~2018年第三季度,A股整体单季度净利润同比增长率与沪深300指数在相应季度的涨跌幅的相关系数仅为0.01。

2018年第四季度~2023年第三季度,A股整体单季度净资产收益率与沪深300指数在相应季度末收盘点位的相关系数为0.25;而2013年第四季度~2018年第三季度,A股整体单季度净资产收益率与沪深300指数在相应季度末收盘点位的相关系数为负0.36。

上述两项数据反映出近年来A股整体市场表现与上市公司净利润增长率和净资产收益率的相关性在明显提升。

指数表现和基本面相关性的两大证据反映出自2021年以来,价值投资在A股不仅没有失效,反而是进一步彰显了其有效性。白马股因具有业绩稳定、市场竞争力强等特点而备受投资者青睐。但是,当白马股的估值过高,投资者可能会忽视它们的真实价值,反而过于追逐短期收益。这种情况下,价值投资的原则就没有得到有效执行。价值投资的理念是购买被低估或市场低估的股票,期待其实际价值和估值之间的收敛。尽管白马股通常具有稳定的业绩增长,但在高估值的情况下,业绩增长的速度往往无法跟上其高估值水平,也面临估值回归的风险,这与价值投资的原则是一致的。

因此,在投资白马股时,仍然需要全面分析和评估公司的真实价值以及整体市场环境,以做出合理的投资决策。

专家这样看价值投资

对于价值投资在A股是否有效?相关专家也给出了自己的观点。

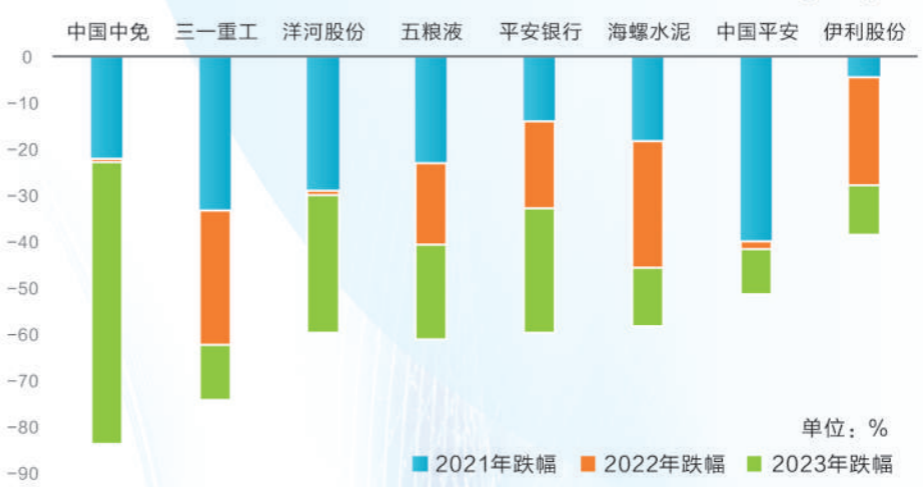
李凡丁表示,根据他的观察,有些投资者对价值投资的理解存在偏误。事实上,价值投资并非一定是“买好公司并长期持有”“与伟大的企业共成长”。

他指出,价值投资的道理很朴素,即买得便宜才是王道。买得便宜,不需要伟大的企业也能挣到钱,巴菲特的师兄施洛斯证明了这一点,其本人通过自己的实践也证明了这一点在中国市场可行。

从海信家电案例看,根据公司披露的2022年半年报,在扣除有息负债后,公司的净现金类资产超190亿元。2022年10月,海信家电总市值最低不足120亿元。随后9个月,公司A股股价大涨超150%。这一案例足以说明,不是价值投资这两年失效了,而是“人们心中自以为的价值投资”失效了。



连续三年下跌且累计跌幅超30%千亿市值白马股(图1)



两类风格指数区间年化收益率(图2)



三个沪深300指数涨跌幅对比(%,图3)

年份	沪深300指数	沪深300成长指数	沪深300价值指数
2021年	-5.20	-4.74	-4.22
2022年	-21.63	-30.69	-14.51
2023年	-11.38	-21.85	-4.10

高/低市净率指数涨跌幅对比(%,图4)

年份	高市净率指数	低市净率指数
2021年	4.42	5.33
2022年	-25.83	-7.08
2023年	-20.38	-2.12

最新市盈率较2021年初降幅居前的千亿市值白马股(图5)

简称	2024年1月末市盈率(倍)	市盈率处于近10年历史分位数(%)	市盈率较2021年初降幅(%)
通威股份	5.17	1.48	-88.88
中国中免	24.58	2.96	-83.96
山西汾酒	23.43	6.53	-80.63
隆基绿能	9.44	0.13	-77.86
平安银行	3.79	1.40	-72.79
洋河股份	13.09	4.35	-72.68
五粮液	16.60	16.43	-71.57
泸州老窖	17.00	11.59	-70.95
立讯精密	18.01	0.00	-70.18
格力电器	7.55	14.38	-67.02
海尔智家	13.00	31.14	-66.80
宁波银行	5.63	7.85	-62.16
伊利股份	16.04	1.73	-56.44
招商银行	5.28	10.15	-56.04
美的集团	12.48	26.71	-55.04

(本版专题数据由证券时报中心数据库提供)

李浩分析,上一轮市场下行(2010年1月至2014年6月)的主要原因是供给过剩,利率下行且伴随信用扩张,因此经济增速缓慢下行,利率中枢相对稳定,市场下行是由盈利增速下行驱动,指数下修幅度平缓。而这一轮市场下行是由于需求不足,利率下行且未扩张信用,因此经济增速下行较快,利率中枢明显下移,A股盈利增速下行,指数下修幅度较为陡峭。对比两轮市场下行过程,盈利都是重要的驱动因素,同时信用环境影响估值下修程度,从而影响两轮市场下行的斜率,这在一定程度上证明了价值投资的有效性。

他还补充道,“与此同时,近期市场热议的春季躁动并未有明显表现。春季躁动的核心因素是对于宽信用的乐观预期,而本轮利率下行并不会扩张信用,市场没有宽信用预期,宽信用催化的企业盈利改善预期自然落空,岁末年初就没有明显的春季躁动,市场并未仅依据‘日历效应’去演绎,这一点也可以证明市场依然遵循价值投资”。

秦雷指出,价值投资之所以有效,是因为它不会一直有效,否则价格就不会偏离价值了。价值投资包括能力圈内的企业、护城河、优秀可信任的管理层、便宜的价格等关键要素,不会随时间的变化而变化,这是价值投资经久不衰并越来越被认可的原因。白马股、中小盘、中特估等股票都是在一段时间内是热点,并不是永恒不变的。回头看白马股,多年前也曾被抛弃的,被认为市值大且增长缓慢,不容易炒作,彼时反而是投资的良机。在白马股股价处于高点的时候,盈利预期被过分夸大,估值高得离谱,白马股成了“天马路”了,下跌也是正常的。

白马股的机会在哪里

经过三年多的调整,不少白马股的滚动市盈率已明显下降。

数据宝统计,截至1月末,Wind白马股指数成份股中,有23只超千亿市值股滚动市盈率较2021年初降幅超三成。其中通威股份、中国中免、山西汾酒市盈率降幅超八成,分列市盈率降幅榜前三,分别从2021年初的46.5倍、153.3倍、121倍降至当前的5.17倍、24.58倍、23.43倍。格力电器、隆基绿能、宁波银行、招商银行等个股市盈率从双位数降至个位数。

从历史分位数来看,伊利股份、平安银行、隆基绿能等个股的最新市盈率已处于前10年历史分位5%以内位置。估值下降了与股价下跌相关外,还与公司盈利的增长有关。如,2021年至2023年前三季度,伊利股份归母净利润同比增长23%、8.3%和16.4%,与公司降低运营成本、深度挖掘和拓展渠道发展机会、优化渠道精细化管理体系等因素有关(图5)。

与行业市盈率相比,立讯精密、海康威视、中国平安等个股最新市盈率不足所属行业市盈率(整体法,下同)的一半。如,立讯精密最新市盈率为18.01倍,远低于电子行业53.4倍的市盈率。

对于如何把握白马股未来的投资机会,相关专家给出了以下建议:

李凡丁认为,一般而言,白马股不发生重大问题很难出现良好的买点,真正好的买点一定是伴随着短期重大负面冲击而出现,如茅台因遭遇塑化剂和反腐而出现的买点。因此,投资白马股的最佳时机,是当公司发生短期的、可被解决的问题,但却遭到市场大举抛售的时候。

他表示,目前也看到了有一些行业出现了类似情况,比如地产、百货。在中国当前的经济模式下,地产行业不能死也不会死,并且一定会转型。投资地产公司的关键在于,判断在极端情况下,哪些房企的净资产经过减值后仍然保持正值,并且现金流依然能够周转过来。目前市场显然已经对地产股失去了信心和耐心,进入通杀阶段。如果市场对这些股票的估值低于极端情况下真实净资产价值,就意味着存在投资机会。

另外,百货行业虽然接连遭受互联网及疫情的严重冲击,但部分企业的内在价值已经低于其所持有城市核心地段的物业价值。这些物业有的是按很久之前的成本入账的,而所在地的人流密集程度也不太可能改变。因此,只要这些物业还在,无论是清算视角下的出售转让,还是经营视角下重構新的商业模式,这些公司都是值得被私有化的,也蕴藏着投资机会。

李浩认为,利润生成是白马股定价的核心,而利润生成又与经济基本面息息相关,对于中国经济基本面的判断,他认为地产和消费长期上行周期或没有结束。外部科技周期迭代放缓,中国把握追赶替代的时代机遇,产业升级具有可行性。内部债务驱动增长的势头或将渐弱,制造业发展催化新动能的必要性提升。本轮地产周期下行后,全要素价格有所下修,我国有望全面加速全球化进程,无论是内外价差驱动的出海,还是地产企稳后国内由缩转胀,或都将是扩张利润的重要驱动。重点看好金铜、冶炼、化工、机械、电力设备;其次看好地产、股份行、家电、汽车、原油、传媒及AI应用、华为链。

秦雷表示,把握机会还是要在自己能力圈内去找优秀的企业家和企业,并以合适的价格买入。他认为出现拐点的行业也不一定代表机会,除非行业拐点没反映在股价中,因为拐点代表价值出现了变化,而价格也同时在变化,价值投资要永远去找价格低于价值的投资机会。