

互联网概念A股凭什么获得高估值?

陈嘉禾 谷永涛

以彭博终端最新提供的、全球行业分类标准(GICS)分类下的上市公司加总平均估值来看,A股软件与服务分类下6个子行业的行业平均市盈率为84倍,市净率为7.3倍,而行业平均净资产收益率(RoE)为10%。同时,美股前3000大企业中此类公司的行业平均市盈率仅为28倍,市净率为4.6倍,RoE却高达19%。软件外包大国印度市场的此三项指标则分别为31.5倍、3.8倍、12.5%。A股小公司估值很大程度上来自于和互联网的接轨,但A股依靠什么获得高估值?

自由现金流创造价值

首先,必须指出的是,无论一种科技能够怎样改变人类的生活和命运,正如麦肯锡公司在《价值:企业金融的四个基石》一书中指出的,如果它不能改变企业的自由现金流,那么它就无法创造更多的企业价值。事实上,在谈到科技的时候,巴菲特曾经说过,科技并不是越新越好,许多行业更是因为有了新科技反而变得利润微薄。

航空公司处于典型的装备了先进技术,改变了人们的生活,却利润微薄、风险巨大的行业,行业的复杂程度导致其成本巨大,产品天然同质化导致利润空间不高,而高风险的行业性质又使其随时可能因灾难遭受致命打击:80年代末的洛克比空难摧毁了泛美航空公司,伊春空难摧毁了河南航空公司,而这次的失联事件又给马来西亚航空公司以重创。让人类飞行的科技并不能拯救航空公司:因为它们没有充分的现金流。

反观机场类公司,尽管不需要先进技术,但是借助天然垄断的优势和简单的管理模式,一直保持着不错的盈利能力。

自由现金流才能真正提升企业的价值。如果一家公司无法提升自由现金流,就算它的投资者愿意为它付出五年、十年乃至更多投资,却没有现金产出,有多少产业资本能够忍受?投资热情能维持多久?

不可否认的是,互联网必然能够为我们生活带来改变,抓住其中机遇的企业会迅速成长为巨大的公司。但是,并不是沾上互联网的业务都是好业务。衡量一家公司是否因“触屏”真正改变展轨迹时,必须考量无数的因素:互联网到底对传统的提升、竞争对手、公司的护城河多宽、客户转移成本是不是高、公司盈利能力到底多大……

高波动性突破估值中枢

2013年的热门行业之一DEI手机游戏就是一个典型的护城河窄、同时客户转移成本几乎为零的行业。手机游戏的编写相比传统大型单机游戏极简单,这给予新进入者更多机会,使行业内原有公司面临更大竞争。其次,手机游戏中玩家的互动很弱,导致玩家的转移成本很低。反之,Creative Assembly、暴雪、盛大等游戏公司,或依靠庞大的规模经济,或是依靠良好的社区网络效应,取得了各自的成功。但是,A股却给和手游沾边的公司以极高估值,甚至高出这些老牌游戏公司。

这种高估不仅反映在手游行业,事实上,整个软件、乃至信息技术行业都显示出了这种高估。以彭博终端提供的、GICS分类下的上市公司加总平均估值来看,A股软件与服务分类下6个子行业的行业平均市盈率为84倍,市净率为7.3倍,而行业平均RoE为10%。同时,美股前3000大企业中此类公司的行业平均市盈率仅为28倍,市净率为4.6倍,RoE却高达19%。软件外包大国印度市场的此三项指标则分别为31.5倍、3.8倍、12.5%。A股的高估值到底凭借什么呢?

在资本市场对互联网概念追

捧,并持续给出高估值时,上市公司的一些并购也理所当然地受到了这种热情的影响。贯穿整个2013年至今的一个上市公司并购方向,就是对于涉及互联网业务的公司进行并购。但是,这种热情主导下的并购天生具备缺陷。

首先,由于资本市场对互联网企业的追捧,使并购几乎不可能拿到合理、更遑论低廉的价格。其次,当并购交易是为了迎合资本市场口味匆忙提出时,它们的长远规划必然被疏忽:一个新的游戏平台能否挑战现有的行业领袖?网上电商所必须的配送体系能够满足所有产品吗?网络金融的利润点到底在哪里?如果这些问题不被解决而匆忙以高价并购互联网资产,那么会伤害企业的内在价值。

尽管互联网技术并不一定改变企业内在价值,也因此不一定改变企业长期估值中枢,但是必须看到,自上世纪末的美国科技股泡沫开始,互联网就改变了企业的估值波动区间。这是由于互联网技术带来的未知因素更多,资本市场自然更容易给它们画出一个更大的蓝图。但是,企业的长期估值却是靠蓝图的实现与否。

不过,必须承认的是,这种更大的波动性给了互联网公司的持有者更多以超高价格卖出的机会。只是他们必须确定两件事:必须确定自己是在高估值时逆市卖出的勇气,也必须确定卖出的不是早期的腾讯

优质互联网龙头:天然垄断

挑选优秀互联网企业有很多路径,但是其中的一条,则来自于传统的经济规律:天然垄断。

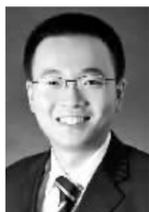
观察淘宝和腾讯控股这两家成功的互联网企业,它们的共同特点就是天然垄断,即客户越多意味着公司对于客户越重要,公司对于客户越重要客户就越多。淘宝卖家越多,买家就越愿意用,而更多买家意味着卖家就越多;QQ和微信使用

	行业平均市盈率	市净率	行业平均RoE
A股软件与服务分类下6个子行业	84倍	7.3倍	10%
美股前3000大企业中此类公司	28倍	4.6倍	19%
软件外包大国印度	31.5倍	3.8倍	12.5%

	市盈率	市净率
上证综指	9.3倍	1.3倍
上证50指数	7.2倍	1.2倍
沪深300指数	8.3倍	1.3倍

数据来源:Wind Bloomberg 陈嘉禾/制表 官兵/制图

警惕估值陷阱 守住安全边际



陈嘉禾

最近几年,谈论估值似乎已经成为了A股失败投资者的象征,但历史数据一再证明,估值仍然是决定资产、尤其是大类资产回报的重要因素。

11个市场在过去数十年主要股票指数的估值历史表明,在市场低估时买入,获得正回报的概率远大于在高估时买入,而且持有期越长,回报率一般越高。在1970年代末开始的牛市中,标普500指数在随后的20年里,包含股息分红最多上涨了大约17倍。虽然研究显示,这和美国利率下降周期关联紧密,但是这场牛市开始时标普500指数的市盈率只有约7倍,而结束时达到了约31倍。没有估值的改变,美股大牛市的涨幅会缩减到只有4倍,而不是17倍。

警惕两类估值陷阱

但是,投资者对资产进行估值时,需要警惕两类陷阱。它们主要分别针对传统产业和新兴产业。

首先,投资者需要警惕传统产业估值陷阱。所谓估值陷阱,指当前一个产业虽然估值很低,但由于其产能严重过剩、或者产品销售市场出现改变,未来盈利能力下降的空间仍然可能很大。这时,当前低估并不一定代表着投资机会。

其次,对于新兴产业,投资者更需要警惕的是来自于新型估值手段的运用。尽管传统的市盈率、市净率和自由现金流估值方法被证明稳妥而安全,但很难被应用在许多新兴产业公司身上,因为这些公司的利润和自由现金流都有待发掘。由此,华尔街开发了许多新的估值手段,如预测市盈率、市销率、市盈率和盈利增速比PEG、息税折旧前利润率等等。但这些常被证明比传统估值手段可操作空间更大,稳定性也更差。

利用合理估值手段时,我们必须考虑:预测市盈率总是比传统市盈率更低,我们真的能信任对未来的盈利预测吗?市销率怎么解释销

控股那类股票。

类似腾讯控股这种自上市以来股价就没有像样回调过的公司提醒我们,互联网行业仍然是这个星球上最有朝气的行业之一,而它们中间也往往产生基本面、而不是股价能够增长十倍、乃至百倍的企业。

的人越多,就会有越多人使用;你会因为QQ占用内存过高就用其它聊天产品吗?你的朋友给你的可都是他们的QQ号码。

真正伟大的互联网企业确实值得高估,但前提是,投资者必须鉴定自己买到的是真正伟大的互联网企业。而即使是那些拥有了天然垄断

优势的互联网企业,它们的发展也并非一帆风顺,就像淘宝的背后是eBay,QQ的背后是MSN一样。因此,付出过高的价格仍然是一种极具风险的行为,而更何况我们几乎可以肯定,当前A股的互联网概念股不会都成长为下一个腾讯。

(作者系信达证券研究员)

蓝筹估值史上最低 找不到坚强的理由

陈嘉禾 谷永涛

目前,A股蓝筹股已经在相对自身历史最低估值水平:上证综指的市盈率估值为9.3倍,市净率为1.3倍;上证50指数则分别为7.2倍和1.2倍;沪深300指数为8.3倍和1.3倍。

如何解释蓝筹股的低估?市场流行的逻辑永远对能找到合理解释,我们来分析这些流行解释都有什么问题。第一种市场流行逻辑认为,高实际利率造成蓝筹股低估。这种理论在香港机构投资者中比较流行,很大程度上因为他们刚刚经历了量化宽松带来的欧美成熟市场估值上扬的。理论推测也有根据,当无风险利率上扬的时候,投资者自然对有风险的资产要求更高的回报,但这种理论并不能解释同时伴生的小公司和房地产的高估。

如果说蓝筹股不到10倍市盈率的估值正好对应了信托产品10%的回报率的倒数,那么中小板综指36.7倍、创业板指数62.7倍的市盈率估值对应的无风险利率分别是2.7%和1.6%吗?同时,内地城市房价和年房租的比值一般在50到60倍左右,算上装修折旧、空置期、管理费用、潜在税费等等所对应市盈率估值在70到80倍附近,难道房地产投资者面对的无风险利率只有1.3%?

第二种逻辑是,蓝筹股中银行太多,资产质量隐患重重。首先,蓝筹股低估并不只发生在银行板块,很多与重资产、传统制造业无关的公司,分布在如保险、水电、交通运输、能源等行业中,它们的基本面仍然健康,RoE多保持在10%以上,乃至15%到20%,但是它们的估值也处在自身历史的最低点。

其次,在许多行业里,如零售、百货、煤炭、房地产、证券公司等等,我们可以看到同处一个行业中,大公司的盈利能力更好,杠杆率更低,但小公司估值反而更高。同时,上市于A股港股的公司里,市值越小,其A股股价相对港股市值越高,但A股和H股本质上是一样的股票。

最后,银行基本面也许会随着经济周期的下滑而衰退,但同处经济周期下滑期,其他行业未必好过银行。此外,中国银行业严酷的逆周期监管举世罕见,不光不准银行自有资金随意投资,对贷存比有严格限制,同时中国的存款准备金率为全球最高水平之一。事实上,历史上的银行业崩溃,主要来自无限制的自有资金投资,来自于贷款损失的情况则需要严重的经济或行业危机,以及完全无序的放贷行为共同作用。

第三种逻辑认为小市值资产容易炒作,蓝筹股太大流动性不够。这种理论主要被A股散户投机者追捧。但是,如果说市值大就不会有高估值,那么2007年A股的泡沫是怎么来的?难道全国房地产市场流通盘不是远远高于蓝筹股在限售股和国资持股以外的流通盘吗?

第四种逻辑认为新经济盈利能力更强,传统产业没有未来。这主要被A股机构投资者所接受,但这种理论无法被现在的财务数据所证实。目前,创业板指数的RoE为9.7%,中证500指数为7.5%。相比之下,上证能源指数的RoE为11.5%,上证消费指数为15.7%,上证金融指数的RoE更高达18.2%。

如果说新经济从2009年至今都没能给我们带来更高的RoE,我们怎能相信未来一定能带来更高RoE?

事实上,即使在1989年泡沫经济破裂以后的日本,银行板块的估值也在之后的十年里持续高于主板指数,而主板指数的估值则持续高于小公司指数。这与当前的A股市场恰恰相反。

总结来说,蓝筹股确实有自身问题,必然压制它们未来的盈利能力和估值。但是,小公司硬伤也不少。如果我们不能相信市场对创业板资产的高定价是正确的,又怎能全部接受它对蓝筹股的定价呢?

(作者系信达证券研究员)

守住安全边际

规避了明显的陷阱以后,投资者需要做以下三件事:买入低估值资产、卖出高估值资产,以及保持足够安全边际。

事实上,安全边际在价值投资者心目中如此重要。与流行的理解不同,安全边际并不只是一个价值投资者保护自己的手段,同时也是获取高额收益的捷径。

由于市场的疯狂往往超出投资者最丰富的想象,安全边际不光能保护投资者不被极端潮水冲刷,也能使投资者在市场情绪宣泄到极致时,在整个市场充斥着跳楼价大甩卖和破产清算时,以无法想象的价格买入资产。

现在的航运市场充满了机会,是非常便宜的机会,而我们准备好了。”希腊戴安娜船运的董事长在波罗的海航运指数跌破1000点以后曾对我们这样说。而霍华

德·马克思也说:“市场最好的机会,恰恰是其它投资者在甩卖,甚至是被迫清算寸寸时呈现出来的机会。”因为这时候你能买到的价格,简直匪夷所思。

面对当前的A股市场中低估的板块,到底应该留下多少安全边际非常难以定量。留得太多可能错失良机,留得太少又可能对极端状况准备不足。一般来说,由于必须对投资者负责,机构投资者在熊市中的融资能力要差于个人投资者,持有人对短期回报要求更高的机构投资者又会差于持有人更认同价值投资理念的同行,而更差的融资能力一般也就意味着需要更高的安全边际。

买入优质的便宜资产,永远是投资者盈利的最佳选择。但是,优质资产往往不便宜,便宜资产往往有瑕疵。鉴别市场的估值相对资产质量来说是否太低,也就成为了现实中的最佳选择。现在,当蓝筹股的估值位于历史最低、小公司的估值数倍于之、房地产的估值甚至可以与日本1989年大泡沫破裂前夕相当时,我们又需要在资产中作出怎样的选择呢?

(作者系信达证券研究员)

GICS信息技术分类下可比子行业估值与财务情况跨市场比较

中国A股市场						
	公司家数	总市值	PE	PB	RoA	RoE
软件与服务	16	257.0	125.3	10.1	6.4%	6.0%
互联网软件与服务	16	257.0	125.3	10.1	6.4%	6.0%
信息科技咨询与其他服务	33	305.9	66.8	5.8	5.6%	8.4%
数据处理与外包服务	1	8.6	86.0	6.5	5.9%	8.4%
应用软件	34	420.7	61.1	7.0	7.6%	11.4%
系统软件	13	107.1	40.0	5.8	12.7%	16.6%
数据库软件	2	4.2	125.0	8.9	6.9%	7.1%
技术与设备	34	566.0	572.5	3.6	0.4%	1.0%
通信设备	34	566.0	572.5	3.6	0.4%	1.0%
电子检测设备	61	603.2	44.6	5.7	8.3%	12.0%
电子元件	56	512.5	46.1	4.2	5.3%	6.0%
电子制造服务	2	7.2	-44.5	4.1	-5.7%	-9.1%
技术产品与服务	5	54.7	36.5	4.2	6.0%	11.9%
半导体产品与服务	5	26.1	228.3	4.2	1.1%	1.9%
半导体产品	32	335.4	-650.6	3.5	-0.4%	-0.6%

美股市值排名前3,000家公司

美股市值排名前3,000家公司						
	公司家数	总市值	PE	PB	RoA	RoE
软件与服务	61	11,108.7	38.9	5.6	9.9%	14.3%
互联网软件与服务	61	11,108.7	38.9	5.6	9.9%	14.3%
信息科技咨询与其他服务	26	4,256.8	15.6	5.6	10.9%	15.3%
数据处理与外包服务	41	4,987.8	24.9	5.2	8.1%	20.9%
应用软件	54	3,027.2	44.6	5.0	6.2%	11.3%
系统软件	23	6,602.3	17.3	4.3	13.3%	24.6%
数据库软件	12	608.0	26.4	1.9	4.8%	7.5%
技术与设备	33	4,104.5	23.2	2.6	5.9%	11.2%
通信设备	33	4,104.5	23.2	2.6	5.9%	11.2%
电子检测设备	15	831.4	10.7	1.6	3.6%	8.5%
电子元件	22	1,488.8	27.3	1.6	3.6%	5.9%
电子制造服务	12	576.7	21.3	2.4	4.8%	11.4%
技术产品与服务	9	307.6	16.4	1.6	3.3%	9.9%
半导体产品与服务	21	1,290.0	50.4	2.9	3.3%	5.7%
半导体产品	59	8,177.9	23.4	3.0	7.7%	12.7%