

A股密码：穿越牛熊的良方是坚持价值投资

历史数据显示,平均而言,EPS增速、销售毛利率和ROE等效益指标的高低好坏,仍然与A股公司同期的股价走势存在不同程度的相关性;而总资产周转率、应收账款周转率及存货周转率等效率指标的改善情况,则对A股公司未来一年的股价走势有较强的指示作用。

长期来看,即使在经历了数次大起大落的A股市场,价值投资的理念仍然适用。坚持挖掘公司基本面,遵守价值投资规律,才是在A股市场穿越牛熊的良方。

中国上市公司研究院

过去的一个月颇不平静,在经历了鸡犬升天的一轮暴涨之后,A股市场又上演了一场泥沙俱下的暴跌。诚然,如此快速的下跌,放眼全球股市也不多见,难免让投资者丧失信心。然而,都说股票市场的本质在于发现投资价值,那么,近十年经历了数次大起大落的A股市场,是否仍然具备这样功能和属性?换言之,坚持价值投资是否能从A股市场换回长期的回报呢?

通过分析历史数据可得出,答案仍然是肯定的。本文分析了近十年来A股上市公司股价表现与公司基本面的数据,证实了二者之间的一些相关性。这些相关性说明,无论市场怎样波动,基本面更好的公司,长期的投资回报还是更为出色。

前言：指标、方法与标准

在观察研究结果之前,需要对研究采用的指标、处理的方法和判断的标准进行一些说明。

在指标上,本文将公司的基本面分为了“效益”、“效率”和“估值”三大部分。其中,表示效益的指标包括每股收益(EPS)增速、销售毛利率、净资产收益率(ROE)和投入资本回报率(ROIC)。表示效率的则有总资产周转率、应收账款周转率和存货周转率。表示估值的是市盈率(PE)、市净率(PB)、市销率(PS)以及市值。

个股的涨幅为年涨幅,即某年1月1日至12月31日之间的涨幅。相应的,效益和效率的指标也选取上市公司当年年报中公布的年度数据。而估值则选取每年的年初数据,即每年1月1日的市盈率或市净率。

在方法上,对于每一个指标,本文将当年A股市场上所有公司由高到低进行排序,分成五组。这样做是为了更好的观察,基本面更好的公司,其股价涨幅是否能显著超过基本面较差的公司。例如,假设EPS增速最高的前20%的公司,当年股价平均涨幅也最高,依此类推,则能够说明EPS增速确实能决定股价涨幅,符合价值投资的预设。

现实中,投资者往往更注重股价涨幅与指数涨幅的差值,即是否有超额收益。因此,为了更明确地显示结果,本文所列举的投资收益都是与指数进行比较后得出的相对收益。例如,如果样本公司股价年均涨幅为20%,指数年均涨幅为10%,则超额收益为10%。

需要说明的是,沪深两市综合指数是加权平均指数,权重股的影响很大,但现实中,投资者几乎不会完全按照指数的权重来分配资金。本文假设,投资者会将资金平均分配给持仓的股票,因此,文中所采用的指数涨幅,就是当年所有个股涨幅的简单算术平均数。此外,本文研究数据的时间跨度为十年,股价涨幅数据是样本公司每年的股价涨幅算术平均数在十年间的几何平均数,减去十年间指数涨幅的几何平均数(经计算约为22.74%)后,便得出每一分组十年间的平均超额收益。

效益篇：经营效益与股价共振

分析效益对股价的影响需从两个角度入手,一个是静态地用数据的高低与平均超额收益进行比较,另一个是动态用指标的变化程度与平均超额收益来比较。

EPS增速、销售毛利率、ROE和ROIC四个指标中,EPS增速的覆盖范

围是所有公司,而其余三个则不适用于金融行业。因此,本文的结论更适用于非金融行业公司。

先看静态比较,方法是将所有公司同一年的数据从高到低排列。需要指出的是,本文采用的是单因子比较,意即一家EPS增速排名前20%的公司,并不意味着它也在毛利率的前20%之中。表格只显示出某个指标和股价涨幅之间的关系,指标与指标之间在这一步还没有联系。

此外,本文考察了当年指标与当年股价涨幅的关系,同时也包括当年指标与下一年股价涨幅的关系。前者选取的是2005年至2014年的财务数据和股价涨幅,后者则选用2004年至2013年的财务数据来对应2005年至2014年的股价涨幅。

结果显示(表1),公司当年的业绩与股价表现高度相关,业绩更好,股价涨幅也更大。如果一名投资者每年都投资当年EPS增速最高的前20%的企业,10年下来,其每年会有17.33%的超额收益。这个收益随着EPS增速的下降而明显递减,EPS增速最慢的后20%的企业,超额收益只有-14.42%。

销售毛利率、ROE、ROIC的情况也大致如此。并且,在EPS增速、ROE和ROIC三个指标上表现更出色的公司,投资其股票获得的超额收益比投资销售毛利率高的公司更多,说明相比销售毛利率,EPS增速、ROE和ROIC是进行价值投资更有效的指标。

然而在预测性方面(表2),公司前一年的业绩对后一年股价的影响力明显减弱。此时,前一年EPS增速最快的20%公司,后一年的股价超额收益只有4.65%。同时,前一年EPS增速最慢的后20%公司,后一年股价的超额收益也从-14.42%缩小为-1.22%。毛利率、ROE和ROIC的情况也是如此。

不过,除了EPS增速这个指标,其他三个指标受公司所处行业影响较大,尤其是毛利率,不能简单的放在一起比较。如果要进行更完整的比较,应当进一步考虑毛利率的改进程度对股价的影响,也就是动态比较。对于ROE也是同样的道理。

表3显示了毛利率和ROE改善幅度对当年公司股价的影响。改善幅度最大的前20%的公司,其股价也获得了显著的超额收益。尤其是ROE的改善,给前的20%的公司股价带来了20.61%的超额收益。

值得注意的是,样本中选择的公司前后两年的毛利率和ROE都为正,这是对它们进行改善幅度比较的标准。对于那些前后两年数据存在负值的公司,本文将其再单独分成三组,分别是由盈利转为亏损、由亏损转为盈利、两年都是亏损。

表3显示,总体而言,扭亏的公司会跑赢指数获取一定的超额收益,但并不多,其他两种情况则会跑输指数。尤其是从盈利变为亏损的情况,超额收益仅为-13.30%。

预测性方面(表4),前一年毛利率或者ROE的改善程度对于后一年股价的影响,也远没有对于同一年股价的影响程度深,毛利率的超额收益在-3%到3%之间变动,ROE的超额收益则在-4%到5%之间变动。此外,无论是由盈利变亏损,还是扭亏或者继续亏损,对后一年的股价也没有显著的影响。

效率篇：效率改善指示作用强

与分析效益的方法类似,对公司效率的分析也分成静态分析和动态分析两部分。之所以选取总资产周转率、应收账款周转率和存货周转率三个指

标,是因为三个指标表示的都是公司利用资产创造收入的能力,周转率越高,资产利用得越充分。

先看静态比较。表1显示,总资产周转率更高的公司,往往当年超额收益更高,而应收账款周转率和存货周转率则没有这样的相关性。总资产周转率最高的前20%的公司,每年的超额收益为7.67%,最低的后20%的公司,超额收益则为-7.44%。应收账款周转率和存货周转率不管高低,基本都呈现出和指数相同的股价涨幅。

总资产周转率表示公司运用其所有资产的能力,这一能力越强,股价获得更高的涨幅是符合逻辑的。而应收账款周转率和存货周转率都是企业运用某一部分资产的能力,受不同行业的影响较大,因此,对其进行静态比较或许意义不大。

就效率指标的预测性而言,静态比较情况下(表2),三个周转率对未来一年股价的影响都较小。

动态比较则能够较好地去除由行业不同带来的差异。效率的动态比较与效益的动态比较类似,也是将当年的周转率与前一年的周转率相比,得出效率改善的幅度。由于效率指标不存在负值,因此不用像效益指标那样进行额外的分类。

结果显示(表3),效率的改进对当年公司股价的涨幅普遍有较强的推动作用。三个指标中,仍然是总资产周转率改善对股价提升的作用最大。改善程度最大的前20%的公司,能够获得10.35%的超额收益。而应收账款周转率和存货周转率也不再像静态比较时相关性那么弱,应收账款周转率改善最多的公司获得了每年8.8%的超额收益,而存货周转率改善最多的公司获得了5.17%的超额收益。不过,存货周转率改善与公司股价涨幅之间的相关性也并非特别强,不同分组之间的超额收益并没有完全按照改善幅度的大小由高到低排序。

预测性上,三项效率指标对于未来一年股价都有一定指示作用。结果显示(表4),当年总资产收益率改善程度最好的前20%的公司,后一年的股价获得了8.09%的超额收益。应收账款周转率改善最好的企业,后一年股价的超额收益为6.67%,存货周转率改善最好的公司,超额收益为5.51%。

为何效率指标的改善具有对未来股价走势的指示性?或许是因为企业效率的改善不是一时之功,从而也不会昙花一现,任何效率指标改善的背后是公司对自身业务模式的深度变革,这样的变革无疑克服了各种各样的障碍,使得公司在未来也将从中受益。相比之下,效益指标的改善有更多的偶然成分,未来的业绩与过去的业绩之间联系并非特别紧密。

估值篇：市值小涨幅大

由于估值本身只对预测未来的股价有意义,因此本文所有的分析都是讨论指标的预测性。同时,讨论估值增长的幅度意义也不大,因此,本文对估值只进行静态分析。

结果显示(表1),市盈率、市净率和市销率三个估值指标对公司未来股价走势的预测性几乎可以忽略不计,换言之,公司的估值总体来看并不影响股票的涨幅。这意味着,买入10倍市盈率的股票和买入100倍市盈率的股票,未来一年可能获得的股价涨幅是差不多的。

有些理论认为,低估值的股票更有安全边际,高估值的股票可能偏离了公司的内在价值。虽然数据显示,高市盈率、市净率和市销率的股票下一年的超额收益均为负,而中低估值的股票下一年的超额收益基本均为正。但定量来看,两者之间的绝对值差距并不大。

真正对公司未来股价有显著影响的是市值。数据显示(表2),市值最小的20%的公司,未来一年超额收益为



表1：各项指标分组与同年平均超额收益（静态分析）

单位：%							
	EPS 增速	毛利率	ROE	ROIC	总资产 周转率	应收款 周转率	存货 周转率
高	17.33	6.07	20.72	16.70	7.67	0.26	-1.25
	8.26	2.58	0.82	1.34	1.39	-0.10	-1.97
中	-3.40	0.52	-4.35	-3.75	-1.53	0.20	0.00
	-9.40	-3.41	-6.60	-5.85	-3.25	-0.58	0.96
低	-14.42	-7.18	-11.31	-11.50	-7.44	-3.01	1.44

表2：各项指标分组与后一年平均超额收益（静态分析）

单位：%										
	EPS 增速	毛利率	ROE	ROIC	总资产 周转率	应收账款 周转率	存货 周转率	PE	PB	PS
高	4.65	4.35	2.38	3.29	1.71	-0.83	-2.09	-1.26	-3.21	-0.71
	3.86	0.94	0.47	0.39	0.70	-0.74	-1.42	-1.47	-0.91	-0.77
中	0.69	-0.29	-0.58	-1.10	0.63	0.31	1.74	1.42	-1.08	0.09
	-3.33	-1.35	-0.26	0.49	0.59	1.66	0.04	0.90	1.40	0.75
低	-1.22	-0.27	-0.68	-0.85	-0.02	2.80	3.24	1.43	3.38	2.65

表3：指标改善与同年平均超额收益（动态分析）

单位：%					
	毛利率改善	ROE改善	总资产周转率改善	应收账款周转率改善	存货周转率改善
高	9.01	20.61	10.35	8.80	5.17
	5.47	6.98	2.97	3.30	-0.25
中	0.06	-1.90	-0.91	-2.29	-0.84
	-5.04	-7.64	-4.48	-5.36	-4.04
低	-9.65	-15.28	-8.63	-5.97	-1.70
盈利变亏损	-18.31	-13.30			
亏损变盈利	2.24	5.46			
两年都亏损	-8.15	-11.34			

表4：指标改善与后一年平均超额收益（动态分析）

单位：%					
	销售毛利率改善	ROE改善	总资产周转率改善	应收账款周转率改善	存货周转率改善
高	2.46	4.52	8.09	6.67	5.51
	2.64	3.37	2.71	1.89	2.43
中	0.06	-0.95	0.28	-0.01	0.69
	0.30	-2.58	-2.76	-2.41	-4.17
低	-2.78	-3.15	-5.70	-5.10	-3.52
盈利变亏损	-6.19	1.80			
亏损变盈利	11.00	2.83			
两年都亏损	2.64	-5.09			

姜云起/制表 官兵/制图

9.79%,市值最大的公司超额收益则为-6.27%,并且超额收益的大小与股票市值大小呈现出明显的负相关。

这一结果与投资者日常的感受是相同的。市场上一直有炒小炒新的操作策略,逻辑或许可以解释为,从成长性看,小市值股票高增长的概率更高,进而股价上涨更快;另外,小市值股票要么股本较小,要么股价较低,股价拉升的成本较小。相比之下,大市值的公司一般已较为成熟,成长性不高,并且较大的股本也对拉升股价的资金规模提出较高的要求。

结论

本文已从效益、效率和估值三个方面考察了公司基本面对股价涨幅之间的关系,从中可以得出以下结论:

第一,纵使A股市场十年间上下波动剧烈,坚持价值投资仍是有效的投资

策略。EPS的高增速最终会反映在当年的股价上,毛利率、ROE的改善也会推动股价上涨。

第二,要预测未来的股价,需考虑公司运行机制上的改进,而非公司过去的表现。无论从静态还是动态来看,公司过去的效益都对股价未来的表现没有太大的影响,而效率的改善往往意味着公司自身的进步。

第三,不应过分纠结市盈率、市净率的高低。市盈率、市净率对未来股价的预测性不强,高估值股票的表现与低估值股票的表现一定时期内差别不大。真正有影响的是市值,这与投资高成长股票的理念不谋而合。

某种程度上,以上三点好比是股市的肖像画,反映的是A股市场的“性格”。事实证明,A股市场对价值的偏好仍然是十分明显的。理想状态下,如果投资者每年都去寻找潜在盈利增长最大的股票,那么便有一定的概率可以战

胜市场。

不过,要实现这一点需要两个条件,一是坚持价值投资的理念,二是具有长期投资的耐心。

事实上,如果在过去十年中挑选任意一年单独观察,以上结论都不一定成立。有些年份,盈利增长较慢的一组股票,股价涨幅反而要超过盈利增长最多的一组。另一些年份,尤其是在牛市中,无论基本面好坏,所有样本股票的平均涨幅都比较接近。

这与过去几个月的A股市场何其相似,几乎所有股票都竞赛般不断上涨,以至于听消息、炒概念、跟政策的操作手段屡试不爽,但这与真正的价值投资不可相提并论。

在股指连续两周大幅下挫的环境下,市场难免有些恐慌,但历史数据显示,严谨地根据公司基本面去投资,才是穿越牛熊的良方。

(研究员 姜云起)