



【明眼看市】

投资者需要抛弃习惯的投资模式,不能按照以前股价水平来判断现在股市是否有吸引力。

经济增速处于多年低位 股市投资模式生变

桂浩明

一个多月来,沪深股市出现了较大的下跌。由于缺乏相应的对冲手段,投资者普遍损失惨重。大家都在反思,是什么原因导致了本轮行情暴跌?

原因当然可以找出许多,譬如在年初的时候,由于正逢人民币汇率大幅度下行,大家也就很自然地吧股市下跌与汇率贬值联系起来,认为只要汇率稳住了,股市就能够企稳并且反弹。但是,当汇率逐渐稳定下来以后,人们发现股市并没有随之企稳,反而有进一步下行的态势出现。也有人把股市下跌与国际油价联系起来,认为是超低油价拖累股市,但是当国际油价反弹,并且中国的“两桶油”也同样反弹时,

股市还是在下跌。这种状况,在本周表现得淋漓尽致,也促使人们从更深的角度来考虑这个问题。

其实,无论是汇率贬值还是油价下跌,在某种角度来说都有一个共同背景,这就是中国的实体经济增速下降,出现持续偏软的情况。汇率在某种角度来说,就是一个国家经济状况在货币价值上的表现,前几年人民币持续升值,就是与当时中国经济快速增长有关。而这种增长,也导致对原油等大宗商品消费量的大幅度提高,并在某种程度上推高了这些商品的价格。有那么几年,每当人们谈到大宗商品价格的上涨时,都会提到一个词:中国因素。当然,大宗商品价格的上涨并不全赖中国因素,但当中国经济增长放慢,甚至被认为存在“硬着陆”风险时,无疑这个因素又从另外一个角度显现了作用,这就成为大宗商品价格回落的一个原因。

持对此类股票进行价值投资的投资者带来不小的冲击。今年以来股市的下跌,不像前段时间那样是中小板、创业板领涨,大盘蓝筹股则相对抗跌,而是几乎所有的板块同步下跌,股指迅速破位2850点的去年年度低点,不能不说“蓝筹股”价格的集体下沉,是起到了很大的作用。

也许,现在人们的确可以说,今年股市的下跌,实体经济不佳是其中的重要原因,而其它很多因素,不过是其另外一种表现形式而已。对证券市场来说,上市公司的业绩风险是在加大,并且是可能会在那些传统的“蓝筹股”上得到显现。由此所引发的估值调整不可避免,因而也就会极大地制约股市向上的空间。面对这样的变化,投资者无疑需要抛弃过去习惯的投资模式,参照以前股价水平来判断现在

的股市是否有吸引力,在过去是比较常见的做法,现在恐怕就有问题了。以净资产为底线进行的操作,看似有很好的安全垫,但在产能过剩的背景下,这或许就不能成为支撑股价的理由。还有,在低利率的背景下,上市公司的高股息率还是很有吸引力的,但问题在于,过去那些股息率很高的公司,现在还有这种能力吗?此外,在实体经济很弱的背景下,企业普遍的高增长已经不太现实,那么这个时候所进行的高送转还有多大的意义呢?

现在,中国经济增速处于多年来的低位,并且很可能还会持续。股市投资者恐怕都是第一次面对这种情况,这就要认真研究、寻找对策。面对业绩风险,大家的投资模式也有必要进行改变。

(作者系申万宏源证券首席分析师)

价值投资者的雷达

陈嘉禾

与大众认知不同,出色价值投资者的投资策略,并不是死板一块地买入持有、十年不动,而是在抱有可以十年不动投资准备以后,不断地用自己的雷达扫描所有可以理解的市场,持续不断寻找更好的长期投资标的,从而进行持续、对于内在价值来说的低买高卖。这种持续扫描投资标的的投资方式,就可以称为价值投资者的雷达。

由于不同的资本市场之间是割裂的,不同市场的发展情况不同,同时不同地区的投资者的情绪变动也并不在同一周期上,这就导致在同一时刻,足够机敏的价值投资者可以不断扫描到更好的资产,从而持续性地把自己的

投资放在更便宜、基本面更好的地方。下面,就让我们来看一些曾经发生过的例子。

相对于2003年的美国股票市场,当时的香港恒生国企指数可谓十足便宜,PB估值不到1倍,PE估值也只有7倍左右。在这种情况下,沃伦·巴菲特这位一生聚焦在美股投资的股神,也把触角伸向了香港市场,并在中国石油(就是后来无数A股投资者以10倍PB价格买入的那家公司)的港股上大赚一笔。

彼得·林奇在自己的书中,也曾经提到过早期被美国投资者忽视了的中国股市,便宜货遍地。那时候,他曾经去过一家欧洲的汽车公司,居然发现根本没有投资者上门调研,而最近一

次来的分析师也是一年多以前的。彼得·林奇由此大笔买入欧洲相关股票,并取得了不错的回报。

以上的两个例子都是很久以前发生的,但是只要人心不变,资本市场的历史就会一遍遍重演。这里,就让我们再看几个最近两年发生的例子。

在2015年6月以前的A股市场,股票的价格一路飞扬,大部分股票估值高企。但是,当时的分级基金A端的价格却被一路砸低。不过,由于这是一个小众市场,因此被绝大多数个人投资者所忽略,而其非股亦非债的特性又导致不少机构投资者无法购买,结果真正抓住这个机会的投资者并不太多。

另一方面,2014年以来的二三线

城市房地产市场可谓凄风冷雨,但是并不是所有城市的情况都一样糟糕。随着消费升级下旅游业的发展,一些旅游城市的经济增长迅速。

以笔者了解的一个城市为例,2015年该市旅游入境人数同比增长20%到30%,机场航空器起降架次增长50%左右,而当地旅游景区附近的地产租金价格也连续几年保持15%到20%的增速,高于一线城市大约一倍。

并且,在房地产寒流的压迫下,当地房地产出租回报率已经达到约4%,大幅高于一线城市的水平。尽管全国的地产市场仍然处于逆境,但这类小众地产未来的表现,恐怕不会太差。

不过,在投资小众资产、被投资者忽略的资产时,我们一方面要考虑这

类资产的基本面回报和估值因素。另一方面也要考虑小众资产偶尔会遇到的制度陷阱问题,即此类资产不为大众关注的资产可能过于偏门,最后市场慢慢消亡,导致投资者无法赚取足够的利润。一个不开放的小国的股票市场、一个人口下降地区的房地产市场等等,都可能产生这类陷阱。

总结来说,如果需要取得和公众不同的收益,价值投资者就需要把自己的着眼点放在和公众不同的地方。这种着眼点一方面可能是在相同资产的不同看法上。另一方面则主要来自于不为大众所熟知、或者被流行观点忽视了的市场。后者的发掘,就需要价值投资者用自己的雷达进行不断扫描。

(作者系信达证券首席策略分析师)

香港土地拍卖连续流标 地产股陷“价值陷阱”

吕锦明

三个月之内,香港特区政府接连拍卖两幅土地都以流标告终。

香港地政总署日前公布,位于新界元朗的住宅用地因投标报价未达到港府预期底价,所有标书均不获接纳,港府将会在适当的时候重新推出。据悉,本次流标的元朗地皮估值介乎9.9亿港元至18.4亿港元,相当于每平方英尺地价2700港元至5000港元。本次土地拍卖共接获包括长实地产、新鸿基地产、恒隆地产、信和置业及嘉华国际等岛内知名开发商竞标的9份标书。

有市场分析指出,过去,如果持有大量土地储备的大型开发商出价保守,则中小型开发商就有机会投得地皮。不过,无论是去年11月流标的青

衣地皮还是近日流标的元朗凹头地皮,大中小型开发商的出价变得较为保守,这显示开发商对香港楼市后市看法更趋谨慎,香港楼市寒意渐浓。

实际上,从香港楼市近期的交投情况就能感受到香港楼市的寒意,例如有开发商为加快销售套现,推出以送折扣、优惠等“明加暗减”的方式招徕买家,在“折实明减”后的账面价值实际低于市价。由此可见,香港楼市下调的趋势已无悬念。

香港一家知名房地产网站最新公布的调查结果显示,在接受问卷调查的约1800位香港市民中,近80%的受访者预期香港楼价会持续回落,比例远高于去年下半年的24%;近90%的受访者认为,目前香港楼价过高;近七成受访者认为,香港楼市正处下行周期;过半数受访者认为,目

前特区政府不应该调整或取消楼市调控“辣招”;36%的受访者认为,待楼价跌幅最少达25%的时候港府才应考虑取消楼市调控“辣招”。

值得一提的是,楼价高企已经令许多香港市民和家庭不堪重负,香港也因此连续六年成为全球楼价最难负担的城市。据美国物业顾问机构Demographia公布最新的调查结果显示,香港连续第六年成为全球楼价最难负担的城市。报告统计截至2015年第三季度,香港家庭收入的中位数是29.3万港元,楼价中位数是556.1万港元,香港楼价是家庭收入中位数的19倍,即香港中等收入家庭不吃不喝也要19年才买得了楼,这创下此项调查12年来的新高纪录,香港由此成为参与调查的全球87个主要城市中楼价收入比最高城市。

对此,不少外资大行也纷纷表示对于香港楼市前景的忧虑。瑞银最新发表的研究报告指出,美联储去年底宣布加息后,近期资金外流令香港本地楼价加速下滑,住宅楼价自去年9月以来已下跌8%。鉴于香港及全球宏观经济不利因素的影响,瑞银预期香港楼价由目前至2017年年底再跌20%至25%,并重申对香港地产股的“减持”投资评级,预期楼价下跌将拖累股价表现。

摩根士丹利指出,如果香港银行间拆息(HIBOR)持续高企,银行将被迫调高最优惠利率,这将对楼市买家的负担能力及资产价值造成负面影响,因此,大摩将地产行业的NAV折让目标提高10%以反映风险。

美银美林指出,目前香港本地地产股股价已较2007年高位调整了

55%,而物业价格目前仍接近高位,提醒投资者香港地产股的估值曾在1998年及2008年金融危机时估值处于谷底,目前仍可能属于“价值陷阱”。

瑞信则认为,香港最值得忧虑的是零售业,其次是地产业,因此建议投资者避开恒地、嘉里建设、九仓及会德丰等地产股,给予其投资评级“跑输大市”。

值得注意的是,这次元朗土地拍卖流标后,香港地政总署强调,港府土地供应并不会因个别招标结果而受影响。另外,香港运输及房屋局的统计显示,随着港府持续增加推地,住宅潜在供应量去年增加约17%达到8.7万个,创纪录新高。这些对于香港楼市后市发展的影响,的确有很大的启示作用,值得业界及置业者、投资者三思。

(作者系证券时报记者)

理性分析大股东质押和回购

杨苏

近期以及未来几个月内,分析任何公司事件,都要先看看大股东股份质押的形势,尤其是爆仓风险。

笔者有此感慨源自于近期一些看多公司情绪浓厚的新闻报道,最典型的莫过于大股东增持类消息。的确,一般而言,大股东增持预示着公司未来业绩和股价的良好预期,尤其是实际控制人或者董监高个人行为的增持。至少,一旦出现浮亏到期减持的话,亏的是这些个人的腰包。

只是现在的情况有所不同,今年A股开启半年多来的第三波暴跌走势,套住了许多2015年四季度增持或者质押股份的大股东。不少增持是通过资管计划完成的,券商或者银行方

面为上市公司大股东提供了方案设计和资金来源。

从跌幅比例看,许多公司股价跌幅超过50%,而30%跌幅的更是不胜枚举。少数增持或者质押时间集中在2015年的大股东,不得不让股票停牌,来筹措资金,或者注入旗下资产以及其他并购交易的方式来完成自救。

有投资者发牢骚,我也爆仓了,上市公司能不能停牌吗?其实,即便不考虑大股东让股票停牌的常规程序,目前的市况规则也不允许形成大股东股份减持的结果。特别是那些前段时间增持股份的大股东,不得不成为“死多头”。

如果你是大股东,该如何是好呢?按照常理推测,无论是资管计划增持,还是股份质押,其中的杠杆风险一早就已经埋下。这也意味着,大股东的资

金链相对比较紧张,特别是股份质押融资的资金。如果被投入股市的话,对大股东来说无疑是场灾难。

就目前公开信息而言,只有很少量的公司大股东在质押股份融资时明确表示资金投入运营或者补充流动资金,大部分公司大股东披露为资金没有再进行配资等其他高杠杆操作,因此,这并没有否认资金进入股市的情况。

A股暴跌,蓝筹股跌幅相对较窄,而中小市值公司股价腰斩的比比皆是。正常情况下,大股东把钱还掉不再质押股份即可,但是,相信质押时大股东有一个较长周期的资金运作安排,很难应对A股系统风险带来的资金压力。

所以,当市场有公司大股东增持的信息时,首先要查询大股东股份质

押或者此前增持情况。有一家公司大股东突然增持数千万股,让投资者兴奋异常。但一查此前股权质押情况,发现大股东几乎100%将股权进行质押,目前股价已经低于此前数次质押时的价格。

这是理性的选择,与其任由股价伴随市场暴跌,不如在二级市场公开买一把,从而对投资者的预期和信心。相信如此操作对股价的推升的效果,远远好于被动应对。

另外,公司回购方案同样需要仔细考量。有一种说法,大量公司回购是熊市中后期的主要标志。目前,已经有一些公司宣布回购股份计划。

不过,回购一直是一把双刃剑,不少公司高管在减持期间,同样安排公司股份回购计划。尽管短期股价不会

大幅下挫,但之后股价基本难有起色。同时,回购金额常常被表述为不超过一定金额。众所周知的是,有一些公司实际回购金额远远小于公告的上限。

而在目前,使用杠杆的大股东面临相当大的资金压力,采用回购影响市场预期是上佳之选,何况回购使用的资金也不是大股东的个人资金。回购有助于股价走势,又树立良好公司形象,可谓一举两得。

也许不清楚现在的情况,笔者不敢,也没有能力妄测A股未来走势。但是,在所有的分析之前,先看看A股公司大股东的杠杆增持或者股权质押情况,再去判断那些看上去振奋人心的信息,是我们普通投资者的上佳之策。

(作者系证券时报记者)



【股市笙歌】

当市场有公司大股东增持的信息时,首先要查询大股东股份质押或者此前增持情况。