



【明远之道】

这个模型取得了惊人的优异回报,也证明价值投资在A股是有效、甚至是十分有效的。

一个模型告诉你价值投资在过去20年里有什么用

陈嘉禾

“价值投资真的有效吗?你看周围几个人靠价值投资赚钱了?”“沃伦·巴菲特那套听起来很好,但是不适合中国!”“中国市场有特殊国情,价值投资用处或许有一点,但是肯定赶不上其它交易策略。”这样的理论,我们在过去听到了多少?

这些理论听起来好像有道理,毕竟中国是有国情的嘛,毕竟舶来品很多不适用嘛,毕竟我们的投资者很多时候是“很聪明”的,自己能开发出比巴菲特老人家更好的策略嘛。但是很不幸,持有以上观点的人,大部分其实并不理解真正的价值投资。

不过,各种理论的思辨似乎已经

做得足够多了,到底哪种理论好,价值投资到底有没有用,这里就让我们来看一个量化模型的推算结果。

这个模型的思路非常简单,在A股所有股票中,抛去净资产和净利润均为负值的股票,然后计算每个股票在某个时点(T日)的PE(市盈率)和PB(市净率)值,并分别给这两个估值一个排名。之后,把两个排名加在一起除以二,就得到这个股票的综合排名。

之后,持有排名最便宜的X只股票一段时间到T+N日,然后再重新按T+N日进行排序,再持有最便宜的X只股票,如此往复。N和X可以等于任何数字,比如常用的N常数有1年、1个月等等,常用的X常数有30、40、50等等。

如果我们以N=1年、X=35只股票进行测算,从1996年1月1日开始到2016年5月5日,会得到怎样的结果呢?利用Wind资讯提供的原始数据测算,在这段时间里,上证综合指数涨到原来的5.4倍,深证成分指数变为原来的10.6倍,而这个模型得到的理论净值,是原来的70.7倍。

在这总计21年中,模型对于两个指数平均值得到超额回报的有16年,占比76.2%,而21年的超额回报的平均值达到17.1%,中值则达到8.7%。结果令人叹为观止。

而如果我们取N=1个月,在2013年初到现在的模型回报率,则达到149%,同期上证综合指数的回报是32%,深证成分指数的回报是15%。在

总计41个月中,取得当月超额回报的有29个月,占比70.7%,月均超额回报率1.8%。

当然,这个粗糙的模型有一些限制因素,具体包括:没有考虑交易手续费和交易点差;可能有一部分收益来自每个阶段把每个股票仓位调整到一致所带来的等权重策略回报;没有考虑比较基准指数不包含股息回报、而股票复权价格本身包含股息回报的差额,没有考虑停牌问题可能带来的交易差距;Wind提供的当时净利润和净资产的数据可能有所偏差,等等。

但是,这个模型在以上的测算中,也没有包含一些在实际价值投资中,可能可以采取的有利因素,具体包括:完全没有择时,即使在2007年大泡沫

的顶点也没有;没有考虑在T日到T+N日中可能出现的一些更有利的交易机会;没有加入有经验的企业分析者对不同企业长期发展能力和资产质量的主观判断因素,等等。

不管怎么样,这个模型在利用PE和PB两个因素叠加进行选股以后,取得了惊人的优异回报,也证明价值投资在A股是有效、甚至是十分有效的。

不过,话说回来,巴菲特的例子已经足够好了,这样一个模型,只不过在他老人家的证据上面,再添加一点重量而已。退一步说,如果全球股神的话都不足以让人们信服价值投资的魅力,这样一个机械化的模型所取得的检测结果,又能有多少作用呢?

(作者系信达证券首席策略分析师)



【明言至理】

香港在发展科技创新产业方面具有自身的优势,当务之急是需要港府大幅增加科研投资。

传统经济面临考验 香港需要拥抱创新科技

吕锦明

近期公布的一系列经济数据都显示香港经济存在很大的隐忧。例如:日经香港采购经理指数(PMI)4月份最新报45.3,较3月份下跌0.2,创近8个月新低并连续第14个月出现收缩,这显示香港私营企业的营商环境持续恶化;期内香港私营企业的订单量连续第13个月下跌,且跌幅创近七个月来最大。

笔者了解到,由于宏观经济环境不乐观,许多港企表示其客户普遍不愿消费,尤其是来自内地的新订单更是明显减少。由于香港企业新接工作量减少,也令香港企业未完成的工作量进一步大幅下跌。值得注意的是,由

于生产需求下跌,香港企业削减人手的趋势持续,例如:4月份香港就业市场职位流失率与3月份相当,企业员工成本更出现2009年7月份以来首次下降,但降幅并不大;虽然期内采购价格略有上升,但企业为获取新订单,大幅度调低产品出厂价格。

另外,作为香港支柱产业之一的香港零售业的销售总额连续13个月,3月份的零售业总销货值更创出逾3年来的新低纪录,将近347亿港元;同期香港零售业总销货量也连续5个月,3月份的跌幅为8.8%。

对此,港府发言人认为,访港旅游业持续放缓加上不明朗的经济前景以及资产市场的稳固等因素影响,削弱了居民的消费意欲,他指出,香港经济短

期前景要视乎访港旅游业的表现,以及经济情况欠佳所衍生的不利因素。

港府发言人所称的情况,从刚刚结束的一小黄金周的市场表现就可以得到佐证:五一期间,内地访港旅客“意外地”不跌反升——统计显示,在黄金周的前两天,内地访港旅客人数较去年同期不跌反升,幅度约10%。不过,实际情况并不容乐观,因为内地客人人数上升是由于自由行人数增加了近14%,而当期内地访港旅游团数下跌5%。有香港学者指出,访港旅游团人数下跌必然令香港本地旅行社导游、酒店、餐饮、景点及定点消费商铺等方面生意大不如前。

可见,作为传统经济领域的香港零售、旅游业正面临诸多不利因素的

考验,同时宏观环境的低迷也令企业发展基本而受到不利影响。香港是否还要抱紧包括零售、地产在内的几大传统行业不放,寄望于这些行业重振雄风来提振整体经济的表现,这的确值得香港政府、学者、业界等认真思考和探讨。

说到这里,不妨换个角度和思维,让香港从科技创新的方向寻求突破。从最新公布的内地富豪榜的情况可见,在世界经济持续下行以及内地股市大幅缩水的情况下,上榜人士的财富仍然同比平均大增超过40%。对此,有分析指出,榜单情况表明,在内地以科技创新为代表的新经济行业蓬勃发展,并由此带动了惊人的财富增量。

香港实际上在发展科技创新产业

方面具有自身的优势,也具备走上创新型经济之路的条件,当务之急是需要港府大幅增加科研投资。据统计,近年来,香港用于科研开支仅占其GDP比重不到1%,而在其他比较重视科技创新行业的国家和地区,科研开支占GDP的比例普遍达到2%~3%,因此香港在这方面仍有提高的空间。另外,香港业界及投资者也应重新审视发展科技创新对经济转型的重要性,摆脱只讲求资产升值、赚快钱的陈腐思维,张开怀抱拥抱创新科技。相对于香港而言,内地在科技创新方面有比较好的先行先试经验,因此加强香港和内地的交流和沟通,对促进创新科技在香港生根发芽、开花结果也大有裨益。

(作者系证券时报记者)



【股市笙歌】

在会计游戏玩到极限之前,资本玩家一定尽可能掩盖资产的真实盈利能力。

并购投资两重天

杨苏

过于华丽喧嚣的并购重组借壳,几年后总是一地鸡毛;低调潜行整合收购,股价低迷却可能孕育市值攀升的投资机遇。

与成熟市场大为不同的是,A股作为年轻的资本市场,拥有着大量的制度性投资机会。其实这句话是从相反的角度看年轻市场的各种先天不良和后天不足,尤其是众多“不死鸟”壳股的存在,给予资本运作能人太多的空间赚取超额利益。

上周,交易所向一家曾被全市场关注的类借壳公司发出监管问询函,询问有关业绩承诺履行问题。该公司几年前披露的重组借壳方案非常精巧,避过了借壳上市的审核,一度引起市场的高度聚焦,也对监管部门如何

处理创新性重组方案设计提出了不小的挑战。

这家公司涉及的是技术含量很高的制造业,让投资者对未来业绩有着不小的遐想空间。方案披露后的实施之路并不平坦,拖了几个又几个月,最终还是过会过关按计划执行。期间股价不断暴涨,一时间市场表现无出其右者。随着时间消磨,公司也逐渐淡出了媒体和市场机构聚焦的视野。

种瓜得瓜种豆得豆,啥也没种一定是没有好结果的。很多时候,拟并购的非上市资产总在最近一年业绩飞涨,从而同时抬高估值净利润基础和乘数估值倍数,最终得出一个吓死人不偿命的溢价率和总估值。一旦按计划注入上市公司,再经营一年两年,真实的业绩就慢慢显露出来了,任你有多大的本事,两三个锅盖永远是盖不

住十个锅的。

在会计游戏玩到极限之前,资本玩家一定尽可能掩盖资产的真实盈利能力。操纵的业绩飞涨,离不开激进确认的收入和沉重的应收账款等负担。一年又一年,公司无法创造足够的现金流入,就无法应对难以逃避的债务利息和各项费用支出。

可惜的是,已经很少有媒体去关注并购重组几年后公司的处境,市场投资机构更是不会对此类公司提起兴趣,只怕是躲之不及。但是,只有时间的磨砺出公司的真实面目,并以此不断反推尝试剥离几年前的公司粉饰和伪装,才可以积累下充分的经验和教训,避免未来遭受类似的投资陷阱。

自从A股几年前突然进入并购重组大时代之后,此类金玉其外败絮其中的资产就不断出现。想想看,曾经几

年才能达到但最近数月就可以动辄上万亿的并购重组交易金额,其中有多少见不得光的吹水甚至造假。有很多大德、机构从来没打算从公司业绩增长赚钱,他们只要迎合市场热点、方案运作到位,事前认购或暗买股份,事后出清即可赚得盆满钵满。

每一个案例都是极为不同的。笔者翻看一些出了问题的并购重组,有的并购资产出问题是有征兆的,但是必须自己想办法核查,因为上市公司和保荐机构财务顾问的信息披露是远远不够的。很多临时信息是否披露,他们是可以斟酌自行决定的,即使一段时间后问题爆发,监管部门也很难严厉处罚。

并购投资的两重天里,财务粉饰甚至涉嫌造假的确占据了太多的比例。目前A股市场缺乏个股的做空机

制,啰嗦了这些只能避免投资者追高热门股票可能造成的损失,白白做了少数人暴富之路的垫脚石。好的并购重组效益当然是有的,只是很多时候不容易发现,而且发现了也需要市场资金的认可,公司市值才可以出现显著的增加。

近期笔者参与一家公司的股东大会,会上股东提问讨论时,公司高管提到2015年董事会的会议次数超过此前两三年,而2016年一季度会议次数已经超过2015年全年。这么多会议主要是讨论于公司的设立,公司的投资计划,以及一次两次金额较大的并购重组。董事们这么忙,只要各种新公司新业务管理得当,公司业绩有希望从收入高速增长净利润低增长,转向收入净利润均高速增长的最理想状态,到时市场一定会给公司长期不振的股价新的评估。

(作者系证券时报记者)



【一缕清辉】

资本之所以会关注“企业安全”,这和社会责任的关系并不大,依然是和利益有关。

互联网企业的无底线是自掘坟墓

宋清辉

很多电影里面都会出这样的台词,“我爸说了,不干净的钱,绝对不能去碰”,其实任何一家企业都应该将这类话当作座右铭,踏踏实实、赚良心钱。可惜的是在所谓互联网思维的光环下,有的企业尽想着如何使得经济效益最大化、如何赚更多的钱,无视了应遵守的社会责任。

虽说导致生命离去的罪魁祸首是那些民营医院,但百度也有不可推卸的责任。在当前这种情况下,无论百度道歉与否,已经没有实质上的意义,生命已经消失,再诚挚的致歉,也无法洗白百度为谋利而设立的这种推广体系。

互联网作为一种平台和工具,信息有真有假,搜索引擎的工作是通过关键词帮助用户找到这些信息,理论

上无需辨别这些信息的真伪,信息的具体情况应由用户根据自身的经验进行选择判断。用户对信息真伪的识别能力不强,但他们可以自由选择不同的搜索引擎。在搜索行业市场一直处于激烈竞争的环境下,能够提供良好客户体验的企业自然会吸引众多用户。而且,一家有社会责任的互联网企业,他们需要对这些信息的真伪进行辨别,也需要识别那些假网站、钓鱼网站等一系列非法网站,只有这样才能在市场中获取更多的份额。

而实际情况是,当我们输入关键词并对其进行搜索,弹出来的一大堆品牌推广信息,理论上应该经过了后台的严格审核,而实际结果是没有。这也导致不少搜索用户在各种搜索引擎的推广里不断被坑,互联网企业也在不断刷新自己的底线。医疗领域仅仅是一小部分,还有很多问题,只是还没

有爆发;当前的情况还只是谋财害命,以后还有可能致人人家破人亡。

笔者在百度搜索“深交所”这一关键词,按理来说这一严肃的关键词必然会将深交所官网置顶,然而最先显示出来的是一个推广链接:“深交所——金*道正在直播中”。在此链接最末,清晰可见“深交所认证金融直播室”,点击进去就能发现这完全和深交所无关。如果你想参加基金从业考试,用搜索引擎搜索关键词“基金考试报名”,笔者在搜索结果页都没有找到真正的链接入口。

设点深交所的人,也许就会被虚假的内容所欺骗;设点基金考试报名的人,也许白白交了学费,浪费了金钱浪费了时间;如果有些光鲜的关键词后面是一个传销组织,那极有可能陷害到很多人。除了百度,付费就能做关键词推广、钱多就能将推广置顶的搜索引擎不

在少数,只是大家平常都不做声张以显得相安无事。在百度事发之后,有搜索引擎表示将清除医疗方面的推广,但现在一片混乱的情况来看,仅仅是拒绝医疗方面的推广,用户的人身财产安全就能得到全面的保护吗?

对企业而言,如何获得最大利益是他们最为关注的事情,也是他们的投资方最为关注的事情,因此他们会重点关注收益的可持续性、关注新产品的盈利能力、关注企业未来在行业中的发展状况,但这一切都要基于“企业安全”。

资本之所以会关注“企业安全”,这和社会责任的关系并不大,依然是和利益有关。一个企业出现重大问题,随之而来的就是媒体的进一步曝光、市场长期的谴责、用户数量的大幅减少、企业的市场份额降低,企业未来的盈利能力自然必然会大幅缩水,资本

市场因此也不会对其抱有过多的信心。从长远来看,这正是自掘坟墓。

如今,我国对于互联网方面的法律依旧薄弱,这也是大量互联网公司能够开发出各种绕开监管的“坑爹”产品的原因。加速互联网各方面的立法,努力驱除虚假、伪造、仿冒的各种不真实信息,在互联网不断升级换代的时代里,已是不能一拖再拖的事情。

同时,国家还需要加大对互联网企业的监管力度,严惩发布虚假信息互联网络平台。笔者认为,最好的严惩手段并不是巨额的罚款,但巨额的罚款是必须的;也不是追究民事或刑事责任,但必要时一定要追究;而是要对互联网企业进行一定时间段的IP屏蔽处理,严重时注销IP地址。毕竟,新产品必须有新的监管方式,也需要有新的惩治手段与之相适应。

(作者系著名经济学家)