



【明远之道】

把各种不同的观点,作为智力玩具来罗列,本身就偏离了理性研究和投资。

你不需要有趣的观点 你需要事实

陈嘉禾

在最近一个时期,人类社会发生了一个巨大的变化:电子信息取代纸质信息,成为这个时代信息的主流。由于电子信息生产成本很低、传播成本更低,因此现在的人们所能够获得的信息量是几十年前的无数倍。

在纸质信息时代,人们养成了一个习惯,就是特别喜欢听不同的观点,而对观点的对错没有那么计较。开卷有益、兼听则明,某些方面来说,都是纸质信息时代留下的遗迹。这是由几方面因素造成的,一则纸质信息时代,信息量实在有限,相对来说信息的处理能力则宽裕得多,所以宁可错听、不可漏听。二则由于信息传播成本太高,因此能够传播出来的信息含金量也比电子信息时代的要高一些。君不见,在

进入电子媒体时代以后,无论是中国还是海外,我们看到的大量文章和言论,质量相比当年传统的报纸和杂志时代,都有明显的下降。

纸质信息时代留下的一个鲜明印迹,就是很多人说“我喜欢听不同的观点”,“这个观点虽然不一定对,但是至少它很有趣”。投资者这也听听、那也学学,好像自己因此掌握了很多知识。问题在于,资本市场不是图书馆,也不是博览会,绝对不是观点越多越好。投资者所需要的,其实并不是有趣、新鲜、听起来好玩的观点,而是正确的判断。

毕竟,投资者所面对的市场是一定的,市场只有一个,那么真正的事实也只有这一个,能够阐述事实的看法绝不用太多。而把各种不同的观点,作为智力玩具来罗列,本身就偏离了理性研究和投资。这就好比当一个人得了

绝症的时候,你觉得他是需要一大堆有趣的、花里胡哨的诊所报告和康复指南呢,还是一个行之有效的办法呢?可惜的是,这年头个人投资者有太多的网络文章要看,机构投资者有太多的研究报告要看。电子化的产品,在极大增加了信息传播效率的同时,也降低了信息的质量。

对于许多投资者来说,他们之所以对各种投资观点都感到新鲜、稀罕,恰恰是因为,他们见到的观点太少。想象一下,如果你是巴菲特,作为最知名的投资者,全世界的投资者都想见你、都想告诉你他们的观点(你跟他们吃个午饭他们都肯掏几百万美元)。这时候,你还希望听到更多的、有趣的观点吗?不,你希望听到那个正确的观点,仅此而已。我看了大量关于巴菲特的介绍,印象里我从来

没有听他说过这样的话,“这个观点很有趣,不一定对,但是很有趣”。巴菲特经常说的是,“这个是对的,那个是错的,事实就是如此”。

大道以多歧亡羊,学者以多方表生。不光投资不需要“有趣的观点”,各行各业也大都如此。中国传统武术历来以招数众多出名,但是在现代格斗体系中,却无一例外采用了简单、直接的训练体系。美国陆军部甚至曾经出版了一本书叫《一招制敌》,解放军也曾经将其翻译过来,作为训练参考。为什么只学一招、不学很多花招呢?军队就是为了让士兵学会最直接的格斗技巧。花招虽然有趣、好看,但是不实用啊。

在《吕氏春秋·察传》一文中,我们的先人也对这种“似是而非的道理”做出了严肃的批判,认为如果只是听取意见、不加判断,就会黑白颠倒。“夫得

言不可以不察,数传而白为黑,黑为白。故狗似猿,猿似母猴,母猴似人,人之与狗则远矣。此愚者之所以大过也。”即是说,狗看起来和猿(一种古代大猴子)差不多,猿看起来和母猴子差不多,母猴子看起来和人差不多,那么人和狗看起来一样吗?当然不一样。所以,不加思考接受错误的观点,以讹传讹,发展下去会偏离万里。

所以说,在这个由事实组成的世界里,对就是对、错就是错,信息不够无法判断,那就是无法判断。如果听取一个观点,只是因为它有趣、好玩、新鲜,就不去辨别对错真假,也不管它能对投资者的知识体系,起到怎样有效的作用,最后就会导致投资者成为信息的垃圾场,在脑子里堆一大堆好玩有趣但是没用甚至会帮倒忙的信息。

(作者系信达证券首席策略分析师)



【付之一笑】

在坏消息的影响下,优质的股票估值会降低,投资者捡便宜货的机会大大增加。

坏消息是投资者的好朋友

付建利

好消息一定是投资者的好朋友吗?有时候真的未必,比如某只股票估值奇高,这个时候好消息接二连三地到来,只会让更多投资者追高杀入;而当市场处于估值底部时,接二连三的坏消息只会让估值更加便宜,给投资者提供难得的捡便宜货的机会。从这个角度来看,很多时候,坏消息真的是投资者的好朋友。

眼下,A股市场坏消息不少,一会儿是由美方挑起的贸易战,一会儿是P2P炸雷,一会儿又是某个行业的补贴退坡或者取消,或者医疗行业的假疫苗事件被暴露,在悲观主义者看来,中国经济度过高速增长阶段之后,如何转型升级和结构优化是个空前的大难题,可能我们的“苦日子”要来了。从这个角度进一步延伸开来,比如政策

层面坚决执行“房住不炒”,流动性宽松的边际效应减弱、企业业绩增速下滑、投资者信心减弱,总之一句话:中国经济似乎面临内外交困的难题,一系列坏消息次第而来。

与此同时,A股市场在经历今年以来的大幅调整后,无论整体的估值水平,还是很多个股的估值水平,都降到了历史底部区域。比如业绩一直稳定增长的家电龙头格力电器,目前市盈率也就在9倍左右,已经处于历史底部区域,离历史最低估值水平一步之遥。部分银行、地产等蓝筹股已经跌破净资产,而医药股、白酒股也经历了补跌,新能源汽车类股票因为政策补贴退坡早就开始了调整,不少个股都跌至历史最低水平,这些行业的龙头类个股,符合未来产业发展方向,自身又经历过多轮经济周期,具备较强的技术优势和行业地位,一旦这些股

票的估值跌至历史底部区域,就是投资者应该重点关注的时候。我们在这些股票暴涨的时候因为害怕追高的风险,内心多少次祈求:这些股票回调20%左右我就冲进去!可是,这些股票如今不少已经回调40%、50%的时候,我们却无动于衷!

再就大盘来说,当上证综指涨到5000点的时候,多少投资者暗自下定了决心:如果大盘调整到3000点以下,我一定重仓杀进去!可如今大盘早就跌破3000点了,又有多少投资者想着趁机去捡便宜货!我们总是习惯于搞清楚所谓趋势之后再进场,也就是市场形成所谓“上升趋势”,但一旦市场上涨了,我们又担心回调。一旦市场回调了,又觉得可能还会创新低,这种总想买在“最底部”的做法,会让我们错失很多好的投资机会。

2008年金融危机时,有多少投资

者陷入绝望的境地,但2009年的大反转,又让多少投资者与挽回损失失之交臂。历史一再证明,经济的周期波动不可避免,这次股市的下调,可能美方挑起的贸易战只是个引子而已,没有这场所谓的贸易战,A股市场同样会回调,原因很简单,就是因为结构性泡沫太明显了,医药、白酒等高估值股票本身存在内在的估值调整的需求了。

在目前这个估值水平上,A股市场确实坏消息不少,但聪明的投资者深知:这个时候的坏消息就是投资者最好的朋友,因为在这些坏消息的影响下,优质的股票估值会降低,投资者捡便宜货的机会大大增加。中国经济整体的前景不容置疑,这么大一个经济体,如此巨大的消费市场,多少次危机都度过了,未来还会有很多危机,但中国经济整体上一定是处于上升趋势的。而就那些优质个股来说,比如医

药、银行、新科技、新技术、新能源产业的龙头股,当坏消息让估值一再调低之后,就是投资者进入的绝佳时机。

没有这些坏消息,哪有我们一般投资者从容在优质股票上捡便宜货的机会?只不过,这个时候你有没有勇气去持有这些优质股票,敢不敢于在市场恐慌的时候去买入优质股票,然后耐心等待。我们可能在某个环节做对了,比如在市场坏消息集中爆发的时候买入了优质个股,但在市场反弹时面对垃圾股的一飞冲天,最终忍受不了手中优质股票慢悠悠的上涨步伐,把持仓品种换为垃圾股或者概念股。

对于质地优良的股票,当估值处于合理甚至便宜区间时,这个时候来点坏消息,不一定是个股本身的坏消息,比如市场其他方面的坏消息,也许真的是给你送钱的机会来了!

(作者供职于证券时报)



【股市笙歌】

资产减值准备金额的剧烈波动,主要原因是上市公司高管自由裁量权过大。

警惕半年报资产减值地雷

闻韶

资产是公司创造经济利润的来源。不过,半年报披露刚刚一个月,已有十多家A股公司发布公告进行资产减值,比2017年同期增长近一倍,值得投资者警惕。一方面,半年报大部分无需会计师事务所审计,所以需要关注几个月后披露年报是否可能出现更多减值的现象。另一方面,太多的公司习惯于要么忍着不减值资产,要么就采用“一减惊人”的操作方式,令人愤慨但又无可奈何。

企业会计制度中有八项资产减值准备的说法,主要有应收账款计提坏账准备、存货计提跌价准备,固定资

产、无形资产和在建工程的减值准备,以及短期和长期投资的跌价准备、委托贷款的减值准备,等等。

应收账款、存货和商誉的减值,是A股投资者最常见的资产减值地雷。比如,有一家A股公司对2018年6月底的应收账款、预付账款、其他应收款、存货和商誉,一口气计提了数亿元的减值准备,其中商誉减值准备金额占比接近一半。

如果把资产各个结构科目比作人体上的各个部位,那么上述公司如此大面积计提减值准备,意味着各个部位都出现了问题。其实,每家公司高管对于公司真实运营情况都是心中有数,绝不到出财报时才发现要减值,

只不过是选在这个时点做,可能对公司影响更小、更有利而已。

在经济金融降杠杆的大环境下,公司资产的真实质量和成色将进一步受到考验。如果公司主营业务不能真正产生收入,而是对资金拆借等资本运作有较大依赖,那么可以想象出应收账款和存货有极大的可能发生减值。笔者翻阅公司年报发现,许多公司的应收账款账龄大部分都标注为一年内,如果不是真实的业务往来,那么这些款项就不得不露出真身了。

笔者认为,许多公司商誉资产质量仍处于“包装期”,目前胆子小的进行了小金额减值,胆子大的根本就不进行减值,未来可能是投资者面临的

最大风险点。商誉本身就是一个让公司两难的话题。如果收购标的业绩不好,公司收购的动力不足,可能收购了面临其他隐形债务等风险;如果收购标的业绩挺好,那么公司不得不付出较高的溢价才能完成并购,就形成了金额较大的商誉。

还有一点更重要的是,资产一旦计提减值准备,公司选择“小减”不如进行“大减”,亏1个亿和亏10个亿都是亏,除了商誉等极少数科目之外,大部分资产科目减值准备即便计提过多也无妨,因为未来可以提出各种理由进行转回,就是所谓的财务“大洗澡”——一年巨亏几年盈利。

资产减值准备金额的剧烈波动,

主要原因是上市公司高管自由裁量权过大,他觉得钱能收回来就能,他认为并购标的公司可以实现业绩承诺就可以实现。一直到了几年后还是应收账款不得不减值了,一直到第二年第三年并购标的仍然是扶不起来的阿斗,上市公司才不得不选择计提减值。

近期监管部门对包括会计师事务所所在在内的中介机构进行了严厉监管,市场称之为“连坐”制度,相信勇于给上市公司过度粉饰业绩的注册会计师越来越少了。笔者理解是,对于数百万元、千万元的减值准备,投资者不妨放大了去考量,对于未减值的资产特别是商誉科目,投资者更要多留一个心眼。

(作者供职于证券时报)



【琳听财经】

除了变现之外,知乎还需要思考如何保障良性的社区氛围及兼顾质量,以减少优质用户的流失。

知乎融资后要注重提升质量

向琳

8月8日,知乎宣布完成E轮2.7亿美元融资,并表示这是知乎历史上最大一轮融资,投资方暂未透露。根据36氪从知情人士处获得的消息,知乎的投后估值大约为24亿美元,领投方为新基金尚城资本、腾讯、高盛、阳光保险、今日资本和光源资本选择跟投。

知乎创立于2011年,产品形态模仿了美国网站Quora,截至2017年9月20日,知乎注册用户数超1亿,日活跃用户量达2600万,人均日访问时长1小时,月浏览量180亿。截至今年6月底,知乎的注册用户已经达到1.8亿。在2011年1月,知乎获得由创新工场投资的数百万人民币天使轮融资;此后在2012年1月获得启明创投

投资的数百万美元A轮融资;2014年6月知乎获得赛富基金和启明创投的2200万美元B轮融资;2015年9月获得C轮融资,投资方包括腾讯和搜狗等;2017年1月,知乎完成1亿美元D轮融资,投资方为今日资本,包括腾讯、搜狗、赛富、启明、创新工场等,据创新工场披露,融资后知乎的估值已经超过10亿美元。

社区规模的不断扩大为知乎带来了越来越大的挑战,创始人兼CEO周源在发给员工的内部信中表示:“知乎会用AI来应对这个挑战,解决内容生产、内容质量、社区氛围、信息推荐等问题。过去一段时间里,算法发挥了越来越大的作用,问题路由、推荐算法等核心机制扮演了内容生产中枢纽的角色。这超越了原有依赖每个提问者

自身社交图谱进行问答邀请连接的机制,而是自动化、规模化地进行全平台的问答连接。同时,音视频等新媒介形态的内容也进一步降低了内容创作和消费的门槛。”

周源称,知乎今年上半年商业广告营收额相比去年同期增长340%,知乎的知识服务也完成了“知乎大学”战略升级,已提供超过15000个知识服务产品,付费人次达到600万。知乎从2017年开始正式开展商业化运作,陆续成立了商业广告和知识服务两大事业部。

对比美国Quora公司,Quora由Facebook前首席技术官亚当·安捷罗和查理·切沃于2009年6月创建。在2010年3月,Quora得到基准资本公司的创业资金,估价高达8600万美

元。2017年4月23日,Quora得到Collaborative Fund和Continuity Fund两家机构领投的8500万美元的D轮融资,至此融资总额达到2.26亿美元,Quora的估值也翻倍为18亿美元。2016年4月开始,Quora开始尝试广告业务,在每一个问题之下,会显示广告、广告主的名字以及广告的大概内容描述。2017年开始,Quora正式开展了自助广告平台业务,Quora对广告的业务和产品种类有很高的要求,并将详细要求和政策公布出来,目标是让广告内容的质量和它旁边的内容一样高,不希望人们觉得被广告误导了。所有的广告都会被预先审查,以确保其遵守政策。Quora在商业化策略方面并没有知乎这么激进,而是聚焦于国际化扩张。

不过虽然知乎的商业化程度不断增加,挣钱能力提升,但由于社区规模的快速扩张,导致知乎无法兼顾内容的质和量。知乎早期在注册时实行邀请制和审核制,用户包括李开复、薛蛮子、徐小平、雷军、Keso等各行各业的精英,是一个围绕精英阶层的知识社区。中期知乎开放注册之后,用户量暴增,用户质量参差不齐,不少用户为了吸引眼球或为了营销,可以夸大其词或对他进行言语上的人身攻击。这一切都导致知乎氛围变差,所以现阶段除了变现之外,知乎还需要思考如何保障良性的社区氛围及兼顾质量,以减少优质用户的流失。在不断探索商业化过程的同时,也要利用商业化激发更多有价值的内容的创造。

(作者系天元金融高级投资顾问)