



【明远之道】

在价值投资中,所有的模型、标准、条条框框,都应为投资者所利用,而不应被投资者所依赖。

# “两低一高”选股不可刻舟求剑

陈嘉禾

在挑选价值投资所钟爱的、“又好又便宜”的股票时,投资者有许多方法。当然,最好的方法,一定是一家家公司慢慢看。不过,我们几乎不可能用一个方法涵盖所有的公司、分析所有的商业情况。为了在海量的公司里筛选出比较好的标的,投资者有时候也可以利用一些小模型,进行初步筛选,以降低工作量、提高覆盖面。

我之前曾经介绍过的“两低一高”模型,就是一个简易的模型。在之前的文章里,我曾经描述过这个模型的筛选方法,就是选择市盈率低、市净率低、股息率高的股票,组成一个组合。在A股的历史回测中,这个模型筛选出了不错的超额收益。从原理来说,一个市盈率低和市净率低、股息率高的股票,一般也比较容易符合价值投资的要求。

但是,模型毕竟是僵化的,“两低一高”模型也不例外。这里,我就聊一聊那些符合“两低一高”标准的股票,有可能出现那些其实并不符合价值投资的情况。投资者在进行投资选择的时候,可以据此进行排查,以免盲目相信机械、呆板的模型,而错过了价值投资选择“又好又便宜的股票”的真谛。

估值数据采用的全部是静态的财务数据,而静态的财务数据不等于动态的企业展望。对于一些企业来说,它们所处的行业,是前途比较黯淡的行业。这些行业的发展水平一般已经很高,我们很难指望在未来的长周期里,这些行业有太大的发展。甚至由于行业已经过度发展,可能还会产生一些倒退。这时候,即使一家企业的市盈率很低,也不一定符合“又好又便宜”的标准。

另外,还有一些企业处于周期波

动非常巨大的行业,而这个行业恰好在一个时点波动到了周期的最景气端。这时候,即使一家公司的盈利数据非常好看,也不一定代表它是一家好公司。投资者需要参考这家企业或者这个行业过去的波动情况,再作定夺。

还有,一些企业的盈利、净资产等数据,可能存在不少的水分。比如,利润中虚构的成分比较高,一次性收入比较高,对一些应该计提的费用和成本没有计提到位,都可能导致企业的盈利虚高。而商誉、存货、应收账款等项目上,过高的估计和过低的减值处理,永续债、优先股等项目占比过大,均会导致企业的市净率数据,不能反映真实的情况。

而企业的股息,也不是一个完全可靠的指标。和盈利一样,一些公司的分红也是周期性的,并不稳定。出于各种各样的考虑,有时候有些公司会突然提高派息,而这种派息往往不容易

持续下去。这时候,如果投资者直接把派息的高低,作为决定企业是否有价值的唯一考虑因素,就会错误判断企业的价值。

与以上情况相反的是,有一些公司虽然在“两低一高”的框架下,不能排到大靠前的位子,但是却比那些排名更靠前的公司,更符合“又好又便宜”的投资理念。

比如,有的公司虽然盈利不高,但是盈利非常稳定,如一些交通运输、公共事业方面的公司。另外一些公司虽然估值不低,但是有高速的发展。还有一些公司,有一些数据可能来自会计上的制度性错误,比如净资产的评估日期非常早或者净资产的盈利能力非常高(经常出现在轻资产公司中,也就是对资产依赖非常少,对技术、人才、品牌等因素依赖更高的公司)。这些公司虽然在“两低一高”的框架下,很难入选最靠前的排名,但是他们的价值

可能比排名靠前的公司更高。

还有,一些周期性特别强的公司,可能正好处在行业周期景气度的最低点。这时候,这些公司的盈利差、分红差(甚至没有),净资产恐怕也要有所衰减,按照“两低一高”这个框框来套,一般很难套得进去。但是,这些公司的强周期性,导致它们在盈利最差、派息最差的时候,往往才是最值得留意的时候。一旦行业景气来临,这些企业的盈利大增、估值增加,也能给投资者带来很好的回报。

所以说,在价值投资中,所有的模型、标准、条条框框,都应为投资者所利用,而不应被投资者所依赖。如果投资者过于依赖一些模型和条条框框,放弃了充实自己的知识、提高自己的智慧,那么就是按图索骥、刻舟求剑,这种做法无疑是偏离了价值投资的宗旨。

(作者系信达证券首席策略分析师)

# 重组不停牌要求上市公司信披更科学及时

胡学文

证监会日前发布了“史上最严停复牌”新规,其中关于对上市公司重组不停牌的做法引人关注。

上市公司重组申请停牌,担负着锁定交易价格、防止内幕交易等多个功能,但在实际执行中,存在个别走偏的情况。比如有的上市公司一停牌动辄以年计,停牌钉子户并不鲜见;有的上市公司则利用停牌作为挡箭牌,一到关键时刻就号称要重组,直接停牌了事,一而再、再而三和投资者玩起了躲猫猫的游戏。事后证明之前所谓的重组停牌只不过是延迟复牌的借口而已,最后实在熬不住了直接以一纸公告宣布重组失败或者终止重组,投资者白白等待了难熬的长期停牌,等来

的甚至还有漫漫无期的股价大跌,遭受真金白银的损失。

应该说,现在管理层鼓励上市公司资产重组不停牌,极大地缩短了上市公司股票停牌的时间,是对之前A股市场停牌制度的有益调整,更符合国际指数将A股公司纳入的要求。不过新的问题也随之而来,在重组不停牌的情况下,为了防范内幕交易和操纵股价,对上市公司信息披露的及时性、保密性等方面提出了更高要求。

经过多年来的普法宣传和投资者教育,市场上绝大部分上市公司都已经建立起了内幕交易的防控意识和制度,但受利益诱惑、人情社会和防控细节落实等因素影响,内幕交易违法仍然属于高发行为。以前上市公司重组就停牌的做法,只要控制得

当,可能发生内幕交易的时间窗口很短,为了保密,有的上市公司索性直接停牌以求保险。

在少了直接停牌这个手段之后,要求上市公司对重大交易的保密更加严格,否则一旦重大交易信息外流,对股价影响将极大,上市公司无法停牌只能眼睁睁地看着炒作资金兴风作浪,搞不好还影响最终的重大交易成交。

相较于上市公司防范内幕交易一直以来的高要求,重组不停牌新政下的上市公司信息披露及时性是上市公司、投资银行甚至媒体平台面临的新问题。

在不停牌的情况下推进上市公司重大交易,对分阶段披露的及时性要求更高。二级市场变动、审批进展、交易主体决策改变等各种情况都是

重大交易的不确定性因素,如果没有完善的信息报告流程支持,可能就不匹配不停牌新政下的上市公司信披新变化。

另外,由于重组过程中股票还在交易,任何风吹草动都可能引发股价大幅波动,除了按照分阶段披露原则及时做好信息披露外,对于市场上传播的、尤其是事涉重组进程的各种新闻、评论等舆情事件,也需要快速合规地予以及时回应说明,才能有利于创造良好的外部环境,更好地为推进上市公司重组服务。

针对上述两种场景,要想实现第一种情况下的分阶段披露及时性,就要求上市公司在信息披露频次上有所考虑,充分及时发布公告,告诉投资者重组谈判的最新进展,不要藏着掖着故弄玄虚,使得投资

者对重大交易的进展猜来猜去,导致股价的大幅波动。第二种场景其实属于舆情管理的范畴,建议在可能引发股价波动事件的时间安排上有所考虑。例如,尽量将重组关键问题的谈判时间安排在非交易时间,比如收盘后或者周末,避免市场传闻对当天股价的影响。

当然,重组不停牌对上市公司信息披露及时性提出了高要求,但并不意味着可以过频过滥地发布信息,也要防止走偏以及被市场炒作资金钻了空子。最可取的是要形成市场参与主体一致的信披预期,什么时间节点会有信息、什么交易进展必须披露、什么交易决策何时披露都有章可循,如此一来,重组不停牌于市场、于公司、于投资者都善莫大焉。

(作者供职于证券时报)



【用非所学】

重组不停牌对上市公司信息披露及时性提出了高要求,但也要防止走偏以及被市场炒作资金钻了空子。

# 只看投资大师股票头寸是管中窥豹

闻韶

近期资本市场好不热闹,有A股游资再掀小盘股打板狂潮,有美国股神巴菲特告别“执念”,最新持仓报告清空最后一批沃尔玛,继续加码科技股。无论投机还是投资,各有各的路子,似乎我们普通投资者皆可做事后诸葛亮,看透聪明投资者的赚钱路径。其实,对于投资者大师们的风险思考和控制方式,我们可能只知十之一二,越学越东施效颦。

巴菲特旗下伯克希尔哈撒韦近期股价继续稳健增长。公司披露2018年三季度持仓,显示不再持有沃尔玛股份,并增持苹果、通用汽车、美国银行、

高盛,以及建仓摩根大通和甲骨文。

众所周知,零售行业是巴菲特判断美国经济几十年增长所受益的主要行业,沃尔玛是其中卓越代表,是巴菲特特长达20年的爱股。2016年开始,巴菲特公开表态对苹果等科技股的喜爱并开始买入。似乎,我们也可以比较轻松地复制股神的投资路线。

其实,曾经的“公募一哥”王亚伟对此早给出了否定的答复,不希望个人投资者过分关注他的持股情况。因为,基金持有单个股票所占仓位比较有限,很多时候单个股票跌50%也不会对基金净值造成明显影响。更重要的是,在风险控制方面,基金可以通过股票互相之间的相关性,以及各种手

段对冲风险。“如同老中医开了一个方子,不同的药之间有相互制约的效应,不是单一利用那味药。”

以巴菲特为代表的价值投资者,在风险控制方面更是无所不用其极,有的是通过股票之间的对冲,有的是通过金融衍生品。笔者妄自揣测,这主要是由于绝大多数人的重大亏损来自于资本市场预期之外的系统性暴跌,如果资金存在杠杆和期限因素,那么损失会更加惨重。即使你买入并持有一家优秀的公司,但是几年一遇的各种市场崩盘和金融危机,足以让你的资金在很长一段时间内面临沉重的亏损现实。

比如,巴菲特早期钟情于低价的烟蒂类股票投资,计算公司的清算价值

是否超过公司的市值。即便如此,巴菲特仍然采取了特别的风险控制方式。他在买入一家市盈率非常低、有内在价值的股票时,会选择同时做空一家同类市盈率较高的公司股票。逻辑上看,这两家公司估值水平应该是趋近的,特别是即使市场走向崩盘,巴菲特面临低市盈率股票亏损时,那么高市盈率同类股票下跌的幅度会更大,会为他创造更多的收益,应该可以覆盖亏损规模。

通过期权等衍生品,巴菲特利用了金融工具的自身功能,为自己的价值投资上了保险。比如多次使用卖出看跌期权的方式,要么选择在行权价水平增持自己看好的公司,要么就收获权利金的收入,这一点在可口可乐

投资上多次使用。同时,巴菲特自身持有大量正股头寸,通过计算得出自身账户合理的配置结构。

信息是一种力量,但是我们看到的都是“冰山一角”。近期有些机构开始对于投资者进行金融衍生品的培训,各种理论和案例看上去十分吸引人。然而,即便你洞察巴菲特等投资大师已有的风险控制措施,当自己交易时也将面临各种意想不到的风险,比如市场的相关性波动不符合逻辑,比如金融工具的匮乏,比如背后资金对价格的操纵。做投资,只能永远端着战战兢兢的心情,去穷尽智慧规避各种风险以及误区。

(作者供职于证券时报)



【股市笙歌】

做投资,只能永远端着战战兢兢的心情,去穷尽智慧规避各种风险以及误区。

# 香港证监对加密货币开“绿灯”?

向琳

今年10月31日是比特币诞生十周年的日子,这十年来加密货币发展迅速,不少国家陆续颁布了相应措施,然而香港一直没有明确的措施。不过,香港证监会渐渐关注到投资者对于通过基金及无牌交易平台运营者接触虚拟货币的兴趣越来越大,意识到由此可能会带来重大风险。

日前在香港金融科技周上,香港证券及期货事务监察委员会行政总裁欧达礼(Ashley Alder)表示,将发布一些关于加密货币的重要监管公告,列出虚拟货币基金管理公司的确切监管标准,并将针对虚拟货币交易平台推出“沙盒”(sandbox)计

划。从本质上讲,所有由证监会监管、打算将超过10%的混合投资组合投资于虚拟货币的人,都需要遵守针对加密货币的新规定,无论这些资产是“证券”还是“期货合约”。

为了提供更好的保护,应该暂时只允许专业投资者参与。不过,欧达礼坦言,成功与否还是言之过早,更未具有具体的发牌时间表。

同日,香港证监会发布了《有关针对虚拟货币投资组合的管理公司、基金分销商及交易平台运营者的监管框架的声明》,并配有两则通函——《致中介人的通函》有关针对虚拟货币投资组合的管理公司、基金分销商及交易平台运营者的监管框架的声明》和《致中介人的通函》分

别。11月8日,财政司司长陈茂波指出,香港政府在监管方面非常谨慎,仍在探索阶段。

“监管沙盒”(Regulatory Sandbox)由英国于2015年首创,只要在沙盒内,创新型公司就可以在特定范围内测试其创新的金融产品、服务、营销方式和商业模式,不需要受到原本的法律规范的限制。ICO发行者自行承担政策和法律风险。2016年6月,新加坡和澳大利亚也开始提供“监管沙盒”。新加坡要求实验者履行防止洗钱及反恐的义务,在离开沙盒后可拓展市场;澳大利亚要求实验期长达一年,并须在试验前提出书面报备。

在2017年9月29日,香港证监

会便已发布《关于公布证监会监管沙盒的通函》,允许利用新金融科技的初创企业,在相对受到限制的监管环境下持牌提供金融服务,并对其可靠性及其内部监控系统进行测试及监察。

不过,推出“沙盒”计划只是第一步,只有通过这种方式证监会才能决定是否应加以监管;在通过实行程序之后,证监会才会考虑立法并授予牌照。如果想进行虚拟货币或者区块链相关产品的分销必须申请香港1号牌照;而想进行虚拟货币管理和基金发行必须申请9号牌照。

虽然内地明文禁止加密货币有关的活动,但在加快构建完善区块链标准体系。11月9日,中关村管委

会、北京市金融工作局和北京市科学技术委员会发布消息称,经市政府同意,联合发布《北京市促进金融科技发展规划(2018年-2022年)》。该文件将区块链技术纳入北京“金融科技”发展规划的范畴。

区块链技术发展潜力巨大,而加密货币关联着整个区块链生态。香港开始试验加密货币的举动,相信能够推进区块链的发展。为了保持香港资本市场领先的地位,香港需要对创新的好处持开放态度,但也要对潜在的风险保持警惕。在发展加密货币的同时,也应提早制定应对区块链应用的规范,降低金融犯罪及泄露隐私等风险。

(作者系天元金融高级投资顾问)



【琳听财经】

为了保持资本市场领先的地位,香港要对创新的好处持开放态度,也要对潜在风险保持警惕。