

糟糕的感觉 常常是好投资的开始



——投资大师霍华德·马克斯

图虫创意/供图 周靖宇/制图



陈嘉尧

投资大师霍华德·马克斯(Howard Marks)曾经说过一句话,我奉为圭臬:“在长期被证明是好的投资,往往一开始感觉都很糟糕。反过来,在长期表现糟糕的投资,往往一开始感觉都还挺不错。”

真正好的投资开始感觉不好,开始感觉好的投资其实不好。”正是由于投资这种特有的现象,让投资这个行业成为一个非常反人性的行业:我们往往喜欢做那些一开始感觉良好的事情。我们喜欢吃冰淇淋,因为它好吃;我们喜欢美女帅哥,因为他们好看;我们喜欢猫,因为它们叫的好听。但是,投资的世界恰恰不是这样。

寻找物有所值标的

对于一个好的投资来说,低廉的价格永远是关键因素之一。很少有人能在付出了极其高昂的价格、买入过涨幅巨大的资产以后,在长期还能赚到多少钱。那么,是什么造成了低廉的价格呢?

当一个投资品的价格低廉时,一定没什么人愿意买它。既然买家寥寥无几,这个投资标的的名声一定不好听:不会有什么东西在备受所有人夸奖的时候,它的价格还能低廉。各种投资分析会告诉你,这个标的有多么差,所以它就值这么点钱。同时,这种标的过去几个月、甚至几年的价格一定不怎么样。

在这个时候,当面对一个过去一直不涨甚至在跌、现在所有人都在说风凉话的投资标的时,做出买入决定的投资者,一定不会有好的感觉。这个投资标的过去的价格让人怀疑,现在没人夸奖,除了买的便宜,资产质量其实没那么差以外,几乎没什么让人鼓舞的事情。

更糟糕的是,由于任何社会趋势的持续,往往带有一定的连续性,因此过往表现糟糕的投资标的,往往还会糟糕一阵子。而看到投资标的的价格远低于价值而买入的投资者,往往很难正好抓到市场的拐点:从实际的投资经验来看,这就和佛教比喻中的“盲龟浮木”一样困难。佛教中的比喻,指一个瞎了眼的乌龟,在大海中把头随便探出水面,正好戳到一个木头的孔里,形容一种超小概率的事件。

因此,当一个优秀的价值投资者,买入一种未来有前途的资产时,他一定不会有“良好的感觉”。除了基于理智的分析,知道这笔交易物有所值以外,他不会从任何外在的表象,或者朋友的言谈中,找到多少让人宽慰的理由。

不怕糟糕的感觉

让我们来看几个后来价格涨幅巨大的资产的例子,来看看在这样的時候,你会感到这个资产“未来是个好投资标的”吗?你如果在当时买入这种资产,会感到舒服吗?

在2013年底、2014年初的时候,贵州茅台(600519)正是负面新闻缠身

之际。塑化剂风波(指当时行业内一些白酒被指含有塑化剂)、三公消费降级(指政府部门人员因公出国经费、公务用车购置及运行费、公务招待费进行精简),是压在白酒公司身上的两座大山。同时,年轻人白酒消费量逐渐下降,也是公司存在的隐忧。在这时候,贵州茅台股价从2012年中的大约185元(2020年11月20日前复权价格,下同),下跌到了2013年底的大约87元,跌掉了50%还多。

在这个时候,抄底贵州茅台的价值投资者,他们面对怎样的情况?一个糟糕的价格表现(一年多里跌了50%多),和极其差劲的行业舆论环境。虽然在这个时候,贵州茅台的PB(市净率,Wind资讯统计,下同)只有3.2倍左右,但是只是一个便宜的估值,又能说明什么呢?

在这段糟糕的感觉之后,贵州茅台股价从2013年底的87元左右,涨到了2020年11月的大约340元,PB估值也从3.2倍上涨到了14.5倍左右。对于在2013年买入的投资者来说,到底是躲避一开始糟糕的感觉重要呢,还是股价的上涨更有价值呢?

同样,在2008年底的中国平安(601318),也遭遇了这样一个糟糕的情况。在当时,由于国际金融危机和投资富通银行失败的双重打击,中国平安这家在很长时间里被认为是中国最有朝气的保险公司,遭遇了惨淡的一年。

在2008年,中国平安的归属母公司净利润不足7亿元,和2007年的

150亿元相比十分糟糕。市场上传言中国平安在富通银行的投资中损失惨重,很可能要倒闭(其实是胡扯,这笔投资对于中国平安的体量来说并不太大)。而股价呢?从2007年下半年的最高60元左右(2020年11月20日前复权价格,下同),跌到了2008年11月的最低8.21元,跌掉了足足86%。

在这时候,对于那些看好中国平安估值(当时只有2.1倍PB)、公司长期经营状态、和中国保险市场长期发展的投资者来说,他们会有怎样的感觉?

他们一定会有一种糟糕的感觉:公司的经营情况几近亏损,市场传言要破产,隔壁美国的金融企业纷纷倒闭(中国和美国的金融体系在2008年其实完全不同,可比性并不强,但是情绪的传染是巨大的),股价在过去一年多里跌了86%。这难道有一点点好的感觉吗?结果,中国平安的股价在PB估值几乎没有变化的情况下,仍然从2008年年底的8.2元,上涨到了2020年11月的大约85元。

需要指出的是,糟糕的感觉往往是好投资的开始”,并不等同于“只要感觉糟糕就一定是好投资”。如果是这样的话,投资也就太容易了。很多糟糕的投资一开始让人感觉并不好,比如到感觉没什么发展前景的小城市买个房子之类。但是,对于那些在长期非常好的投资来说,却往往一开始的时候,感觉十分糟糕。

今天的投资者投资于资产,古代的君王投资于人才,春秋时的秦穆公就曾经碰到过一次“感觉十分糟糕的投资”:和今天的投资者在刚开始时那种“糟糕的

感觉”如出一辙。

据《吕氏春秋·慎人》记载,当时虞国被晋国所灭,虞国大夫百里奚流落列国,以养牛为生。秦国大臣公孙支得知百里奚落魄,请秦穆公以五张羊皮的价格把百里奚买回来,并请秦穆公付以重任。

秦穆公得到百里奚以后,感觉比较糟糕,说:“买之五羊之皮而属事焉,无乃天下笑乎?”花五张羊皮买来的老头子(百里奚当时已经70多岁,在那个年代是非常老的老头了),却让他管理秦国国政,天下不会笑话我吗?我自己感觉实在太糟糕了。

公孙支回答说:“信贤而任之,君之明也。士贤而下之,臣之忠也。君为明君,臣为忠臣。彼信贤,境内将服,敌国且畏,夫谁敢笑哉?”信贤、用贤,这是明君与忠臣的表现。如此,国家将变得强大起来,别人怕我们还来不及,谁还能嘲笑我们秦国?于是,秦穆公用百里奚为政,结果秦国政治修明、开疆扩土,为几百年后扫平六国打下了深厚的根基。

今天的价值投资者,在看到真正优质的资产正在以低廉价格交易时,他们的处境又何尝不像两千多年前的秦穆公?对于这样一个优质、低价、舆论环境糟糕的资产,做出买入的决定,不光不会被身边人笑话,甚至自己心里都会打鼓。但是,即使再有糟糕的感觉,只要是正确的投资决策,又何必在意这种感觉?当优秀的投资回报变成现实的那一天,大家称赞还来不及,又有谁敢笑哉?”

(作者系九圆青泉科技首席投资官)

分拆上市概念缘何受冷遇?



桂浩明

在资本市场上,分拆上市是一种比较常见的运作模式。它特指已上市的公司将其旗下与公司主业不存在竞争关系,盈利能力且经营相对独立的资产,从公司母体中分拆出来,单独申请再上市。这样做的好处不但是在资本市场上融到更多的资金,进一步增强企业的实力,还因为资产在分拆上市后有了流动性,估值有望得到提升。另外在理论上,分拆上市属于公司扩张的一种特殊形式,也是公司规模壮大的一种表现。无疑,上市公司对旗下资产实行分拆上市,无论从什么角度来说,都属于利好。

过去有段时间,监管部门对于分拆上市持谨慎的态度,一般很少批准,以至分拆上市在境内市场上几乎没有实践的机会。这主要是因为以往中国股市不够规范,治理结构上存在比较多问题,在基础没有打好的情况下开展分拆上市,很难完全避免包括同业竞争、关联交易等问题的存在,也无法真正保证投资者利益,并且容易在市场上产生过度炒作现象。

另外,过去有一定规模,且包含多个成熟主业的上市公司数量也不多,所以对分拆上市的需求并不明显。

不过,近几年来情况还是发生了很大的变化,这主要体现在公司治理水平有了提高,在上市公司主体结构多样化的管理上也有一定的经验,并且也的确有不少上市公司实现了多元化战略,公司内部有了跨行业的产业,这就为进行分拆上市操作提供了可能性与现实性。去年,监管部门出台文件,对于分拆上市提出了相应的监管要求以及实施细则。而这也以后,境内市场上也就有了真正意义上的分拆概念。

据不完全统计,近一年来,已经有百余家上市公司提出了将旗下某个子公司分拆上市的议案,并且有10家左右已经获得了监管部门的批准。其中辽宁成大分拆旗下成大生物到科创板上市,已经获得批准并完成了注册,发行了新股,就等择机上市。类似的案例也还有不少,在市场上,分拆上市概念股已经形成

了一个不算大小的板块。不过,出人意料的是,尽管人们还是把分拆上市视为利好,但当真的拥有这个题材的股票出现时,其走势却很一般,行情明显弱于大盘。从最早完成分拆上市的辽宁成大,到最近刚提出将微电子业务分拆上市的歌尔股份,它们的市场表现都不好。明明是利好,为什么在二级市场受到冷遇,甚至遭到大量抛售呢?

简单分析一下,这里的原因在于一是尽管分拆上市会提高分拆出来资产的估值,从而也间接地影响上市公司的估值,但毕竟作为控股股东的上市公司在短期内是不能卖出这部分股权的,作为一种浮动盈利,它对投资者来说并没有太直接的吸引力。在当前破产公司数量很多的情况下,投资者对这种估值的提升未必有很高的兴趣。二是,由于分拆出来的都是优质资产,而分拆上市又必然稀释上市公司对这部分资产的所有权,在其收益没有增长的情况下,这样一来也会稀释其利润。所以,从短期的角度来看,分拆上市对公司财务方面的利好,不一定表现得那么突出,反过来在某种角度来说,甚至可能会影响到当期收益。特别是在分拆出来的资产并非是站在市场风口的品种时,投资者对分拆上市的预期也就不那么高了。也因为这样,一段时间来那些具有分拆上市题材的股票,走势大都不太好。那些原来因为看好这个题材而入市的投资者,自然会选择退出。

这里要指出的是,上市公司搞分拆上市,本身是为了让好的资产能够充分地利用资本市场来加快发展,同时也是为对分拆资产特别感兴趣的投资者,有一个更好的投资机会。当然,在这过程中上市公司也能够分享到资产证券化深入所带来的收益,也为其今后的退出提供相应的路径。至于借此机会提高上市公司的股价,这只能是由此衍生出来的一种可能,虽然不是最大,更不是最终目的。作为理性的投资者,自然不必太在意分拆上市概念受冷遇,而是要看到其所带来的长期正面作用,从而用价值投资的眼光予以审视,挖掘出多方面的投资机会。



“南下”远超“北上”的启示

证券时报记者 万鹏

一直以来,A股投资者对于北上资金的流向都十分重视,因北上资金经常“高抛低吸”,赋予其“聪明资金”的美誉。殊不知,自开通互通资金机制以来,从A股流入港股的资金量就长期超过从港股流入A股的资金总额。可以说,南下资金对港股的影响要远大于北上资金对A股的影响。

如果把南下资金的累计净流入金额与北上资金放在同一个图中,可以看到,除了刚开始的一年,其余大部分时间,南下资金的流入规模都要明显超过北上资金。从图中,我们可以看到的一个鲜明特点是:北上资金经常做波段,有高抛低吸操作,而南下资金则基本上是一路“买买买”!

比如,最近两年来,北上资金就做过三次明显的高抛低吸。从减仓时间来看:第一次是2019年2月底3月初,第二次是今年2月中旬,第三次是今年7月初,这三次基本都对应了A股市场的高点。目前北上资金已开始重新买入。

而反观南下资金,除2018年3月到2019年3月,有一年时间的横盘外,其他时间都呈现非常强劲的净买入。尤其是2019年3月至今,南下资金流入港股的累计金额从7000亿元(人民币),增加至14300亿元,增幅超过一倍。对比这期间,港股的走势可以发现,南下资金的操作策略是——越跌越买!2019年3月,恒生指数还在

29000点附近,而本周五收盘,仅有26425.57点,差不多跌了10%。今年2月新冠疫情刚刚爆发期间,恒生指数一度从29000点跌至21100点附近,跌幅近30%,而这期间(1月20日-3月19日)南下资金火力全开,净流入金额超过1500亿元。

从南下资金青睐的股票来看,风格也非常鲜明,基本上可以归为两类:

一是A股所稀缺的品种,如互联网及一些细分行业的龙头。其中,南下资金持有腾讯控股(0700.HK)接近4亿股,市值2282亿港元,高居南下资金持股市值的榜首;南下资金在美国(6690.HK)、小米集团(1810.HK)等互联网龙头上也投入重金,持股市值分别为1115.41亿港元和603.87亿港元,排名前10。而吉利汽车(0175.HK)、中芯国际(0981.HK)、安踏体育(2020.HK)都是各自细分行业的龙头,并且是A股市场所稀缺的品种。此外,电子烟龙头思摩尔国际(6969.HK)自8月20日纳入港股通以来,就持续获得南下资金的追捧,短短60多个交易日,南下资金的持股市值就超过了156亿港元。

南下资金大量买入的另一类品种为相对A股市场折价幅度较大的H股,这其中以金融股为最。在南下资金持股市值前10名中,建设银行(0939.HK)和工商银行(1398.HK)就高居第2和第3位,持股市值分别为1604.93亿港元和1154.21亿港元,其中,南下资金持有工商银行的数量已占其港股总股本的28.91%。

从持股占比这个角度来看,南下资金对折价A股的喜好更是一目了然。比如,南下资金持有赣锋锂业(1772.HK)13557.20万股,占其港股总股本的56.44%,也就是说有一半以上的港股被南下资金买走了,最新收盘价显示,赣锋锂业港股较A股折价30%。而南下资金持股比例超过42%的华能国际(0902.HK)、华电国际(0071.HK)比A股便宜了一半。

买得便宜的一个直接好处是,能够获得比A股高得多的股息率。比如上文提及的华电国际,港股的股息率就可以达到7.8%,远高于A股。而建设银行、工商银行港股的股息率也都在6%左右,农业银行(1288.HK)和中国银行(6988.HK)甚至超过了7%。这或许就是内地保险资金持续买入的一个重要原因,工商银行三季报就显示,中国人寿晋成为其第7大股东,持有工商银行H股41.34亿股。

长期以来,香港股市都是一个典型的离岸金融市场,定价权主要由外资所掌控,造成大批知名度不高的小型公司被边缘化。随着内地赴港上市公司的增多,港股市场内地公司的比例大幅提高,香港股市已经成为中国资产重要上市地。而互通资金制度的实施则成为改变港股市场估值体系的一个重要契机,南下资金持续流入,为港股带来的不仅是资金,更是投资理念的变革,毕竟内地资金更了解内地资产,港股市场的定价权被外资掌控的局面必将发生重大改变。