如此低估不常见

陈嘉禾

在2021年底，无论在A股还是港股市场，低估值与高估值股票之间的差距,都拉大到了历史罕见的地步。

尽管买得又好又便宜的股票永远是价值投资的核心精神,但是这样做有时候一点都不容易。在资本市场巨大的波动面前,能够坚持好这个理念,哪怕市场风格完全打压其中一个因子,也能做到几年都不动摇,本身就是非常困难的事情。

最近，有一位投资者与我聊天,说到投资不要用杠杆的话题,我随口说当年我记得银行股可都是6到10倍PB（市净率）,现在你去港股看看,内地大型银行,0.2倍到0.3倍PB的股票都有,关键是它们的ROE（净资产回报率）还都有将近10%。所以千万不要用杠杆做投资,你永远想不到资本市场的价格波动能有多么巨大。要是一个股票从10倍PB跌到0.3倍PB，多谨慎的杠杆也爆仓了。

这位投资者打断我说,等一下,你讲错了吧,银行当年不是6到10倍的PB,是PE（市盈率），所以6到10倍的PE跌到现在，对应0.2到0.3倍的PB、9%左右的ROE、2到3倍的PE，估值上的跌幅没有那么恐怖的。

我以为他在开玩笑，就问你是不是在嘲讽现在银行股的低估，为什么当年不会是6到10倍的PB？结果他很认真地说,他从2014年进入市场,到现在有7年投资经验,也不算短了,他印象里A股和港股市场的银行股就最高摸到10倍PE左右,在10%到15%的ROE的情况下,最贵的银行股像招商银行、宁波银行,最多也就1到2倍PB,哪来你说的什么10倍PB?

其实,A股市场的银行股，在2007年的大牛市期间，确实出现过整体6到10倍PB的现象。对于之后加入市场的投资者来说，尽管有了从2014年到2021年长达7年的投资经历,但是如果不仔细阅读历史上曾经出现过的数据,也就很难知道，资本市场在长期的估值波动能有多么巨大。

高估值大涨 低估值下跌

在2021年,A股市场出现了一个典型的高估值股票大涨、低估值股票下跌的行情。这个行情延续了2020年的情况，把高估值和低估值股票之间的差距变得更大，让一些仍然在秉持要买得又好又便宜的投资者十分煎熬：尽管这种煎熬也正是价值投资的重要组成部分。

在2021年,申万低市盈率指数下跌11.6%。根据Wind资讯统计的数据,截至12月2日，该指数的PE和PB分别为6.3倍和0.75倍;同时,申万高市盈率指数则上涨了23.8%，估值达到130倍PE、10.21倍PB,PE和PB的估值分别是低市盈率指数的21倍、14倍。

而这种巨大的差距，其实并不是在2021年才出现的,而是早在2020年就已经开始。在2020年,申万高市盈率指数上涨48.8%,低市盈率指数则只上涨0.2%。

但是，价格毕竟是投资中最重要的因素之一。毕竟,无论买股票还是买菜,原理都是一样的：哪有买贵了还能落个好的道理？而在2020年之前,申万低市盈率指数从2000年初的1000点上涨到2019年底的7302点,同期高PE指数从1000点下跌到842点。这足以证明,在长期，便宜的价格会给投资者带来巨大的优势。但是,在2020年和2021年的大逆转,则又告诉人们,长期有效的规律在短期很可能被完全颠覆。

更有意思的是,在2021年（截至12月2日）,ST板块指数（代码884197），也大涨60.1%。根据Wind资讯的数据,这个指数在2021年12月2日的市净率高达6倍,而PE则是-3.8倍,意味着其中大部分公司都是亏损的。

这种上涨让不少投资者大呼不解,因为ST股票历来是质量糟糕的代名词，何以会在一年之中大涨60.1%？其实，市场价格的波动从来在短期都是难以预测的，而短期的波动又常常与长期的规律相违背:在2021年以前,从2013年底到2020年底的整整7年时间里,ST板块指数只从1000点上涨到了1177点,年化增长幅度只有2.3%。

现在,当A股的低估值公司出现历史上极度低估水平的时候，香港市场的低估值公司则更加便宜。截至2021年12月2日,恒生高股息率指数的估值为4.6倍PE、0.43倍PB，而这也对应着21.7%的年化回报与9.3%的企业净资产回报率。

不自洽的逻辑

那么，当超低的估值出现在市场上时,投资者都在想什么呢?他们是在为不可多得的机会欢呼不已吗？事情绝不是这样简单。其实,整体市场就是由所有投资者组成的，而如果大多数人都认为超低的市场估值意味着长期巨大的投资机会,因此买入的话,那么超低的估值根本就不会出现。

对于2021年底出现的A股和港股市场的低估值,现在市场主流逻辑认为,这种低估值是理所应当的。但是,如果我们仔细分析这些逻辑，会发现每一条逻辑都有不自洽的地方。而这种漏洞百出的逻辑被市场普遍接受的情况，恰恰是造成市场极端价格出现的必要因素。

这里,就让我们来看看,现在市场上流行的一些解释为什么低估值不再值得关注的逻辑,以及这些逻辑为什么不对。

逻辑1:房地产价格已经太贵,未来地产公司没有前途，所以市场低估值受压制很正常。但是很多非地产公司,甚至和地产几乎没有关系的公司,比如港口、网络运营商、核电公司、出版社,现在的估值也很便宜。

逻辑2：银行对地产的风险敞口太大,地产出问题银行早晚要一起下跌,所以整体市场低估理所当然。但是银行的贷款中地产公司的贷款比例非常少,以建设银行为例,2021年半年报显示,公司贷款中房地产业只占8.4%,与房地产相关的建筑业只占4.5%。而个人贷款中占比较大的房贷，其实违约的概率非常低,因为首付实在是太高了。而即使选择违约,参照2021年起施行的《深圳经济特区个人破产条例》,个人破产的代价也非常巨大。

逻辑3:经济下行,银行的个人按揭会还不上的，所以低估值没有用,基本面会变更糟糕。问题是,如果个人房地产贷款都大面积违约了,那么为什么现在市场上同时还出现了新能源汽车行业的超级高估值呢？在许多人都还不上房贷的时候，难道会有很多人有钱买新车吗？

逻辑4:现在资讯时代,市场有效性越来越强，因此低估值公司大家一眼就能算清楚估值是多少，所以靠低估值没有优势了。如果市场的有效性真这么强,那么市场就不会犯错。问题是,从康美药业到乐视网，我们什么时候发现市场的有效性变强了？

逻辑5：低估值公司没有成长性,高估值公司成长性更好，所以理应更贵。问题是,如果我们仔细翻每家公司的报表就会发现,高估值公司有时候也没啥成长性,在2021年大涨的ST类别的高估值公司甚至有退市风险,低估值公司有时候成长性也不差。而且,在企业的长期价值中,成长性往往只是事情的一个方面,企业的护城河、竞争优势和盈利能力,在很多时候比增长速度更加重要。

如此种种逻辑,假如仔细数来,还有几十条之多。但是,只要我们足够细心,就会发现这些逻辑并不是真正严格推理的逻辑，而是为了证明“低估值投资在2021年没有用、我们就应该买高估值公司”而强捏出来的。而一些强捏出来的逻辑在市场上流行，恰恰是市场价格足够极端的体现。

朝菌不知晦朔,蟪蛄不知春秋。在资本市场里,价格的波动时而如平湖春水,让人心生惬意,时而却又如惊涛骇浪,让人们最大胆的想象,都难以预测到它的极端变化。对于这些反复出现的巨大波动和极端的价格,稳重的价值投资者会知道,预测它们既不可能、也不重要,重要的是如何在这种巨大的波动和极端的价格中生存下来,同时最大程度地利用它们,让自己的投资组合之舟万里远航。

（作者系九圜青泉科技首席投资官）

高PE指数与低PE指数变动对比

	点位		当年变动		
日期	低PE指数	高PE指数	低PE指数	高PE指数	差额
1999-12-30	1000	1000	--	--	--
2000-12-29	1525	1598	+52.5%	+59.8%	+7.3%
2001-12-31	1218	1168	-20.1%	-26.9%	-6.8%
2002-12-31	1039	966	-14.7%	-17.3%	-2.6%
2003-12-31	1317	748	+26.8%	-22.6%	-49.4%
2004-12-31	1200	526	-8.9%	-29.7%	-20.8%
2005-12-30	1197	382	-0.3%	-27.4%	-27.1%
2006-12-29	2732	628	+128.3%	+64.5%	-63.8%
2007-12-28	7985	1656	+192.3%	+163.6%	-28.7%
2008-12-31	2546	606	-68.1%	-63.4%	+4.7%
2009-12-31	5510	1218	+116.4%	+100.9%	-15.5%
2010-12-31	4431	1209	-19.6%	-0.7%	+18.8%
2011-12-30	3471	800	-21.7%	-33.8%	-12.2%
2012-12-31	3805	757	+9.6%	-5.4%	-15.0%
2013-12-31	3441	878	-9.6%	+15.9%	+25.5%
2014-12-31	5543	1184	+61.1%	+34.8%	-26.2%
2015-12-31	6421	1802	+15.8%	+52.2%	+36.4%
2016-12-30	6021	1265	-6.2%	-29.8%	-23.5%
2017-12-29	7545	976	+25.3%	-22.9%	-48.2%
2018-12-28	5846	617	-22.5%	-36.7%	-14.2%
2019-12-31	7303	842	+24.9%	+36.4%	+11.5%
2020-12-31	7314	1253	+0.2%	+48.8%	+48.7%
2021-12-02	6467	1551	-11.6%	+23.8%	+35.4%

官兵/制图

看清产业大逻辑 紧盯两大黄金赛道

付建利

在A股市场做投资,必须看清产业变迁的大逻辑，跟随国家产业布局走,否则,就很容易南辕北辙。就当前的A股市场而言,两大黄金赛道，即能源互联网和新能源汽车产业链。对于一般投资者来说，只要不追高，逢低买入,耐心持有,很容易收获意想不到的收益。

两大黄金赛道的逻辑

新能源汽车产业链的逻辑其实并不复杂，传统燃油车这块,中国不是美国、日本和德国等传统企业发达国家的对手,而在新能源汽车这一块,中国和发达国家几乎处于同一水平,而且,我们还有更为完备的产业链和工业基础体系,即便新能源汽车巨头特斯拉,大部分零配件也是中国企业生产,特斯拉的超级工厂也设在上海,这是中国巨大的市场空间决定的,论新能源汽车这一无比广阔的市场,中国注定是绕不开的。

继手机互联网之后，汽车的互联网毫无疑问是下一个巨大的互联网战场。汽车的互联网化,涉及到几十个细分产业，中国在去土地财政化之后，能够接过房地产支撑经济发展的，最有可能的是汽车这个产业。正因为中国在新能源车这一领域和发达国家处于同一起跑线，我们甚至很有可能赶超，所以政策方面大力促进新能源车的发展，也就是理所当然的事情。

与此同时,发展新能源汽车,一是符合双碳目标，新能源是清洁能源,中国要实现碳达峰、碳中和的目标，必须大力发展可再生清洁能源，传统燃油车烧的是石油,由此排放出大量污染气体,而新能源使用的是动力电池，是清洁能源。二是传统燃油车时代,中国作为全球第一大石油进口国,需要从美国等发达国家进口大量石油,石油的背后是美元计价,也是美元霸权，人民币要实现国际化,必须冲破美元霸权的藩篱。而大力发展新能源汽车，摆脱石油进口依赖症，才能摆脱美元霸权的压制。

而对于能源来说，新的国际关系之下,大国之间的博弈,主要就是能源的博弈,中国在风电、光伏等新能源领域占据先发和技术优势,大力发展新能源,不仅可以实现能源自给，还可以通过出口增加外汇收入,增强国际竞争力。能源和互联网相结合，实现能源互联网化，可以大大提升能源使用效率,降低能源成本,提高清洁能源的比重,实现双碳目标。

综上所述，无论是新能源汽车,还是能源互联网,本质上都是在碳达峰、碳中和这一时代主题之下,催生的黄金赛道,这两大赛道,不仅中国早已发力,占据技术和市场优势，而且符合未来产业发展趋势,看清这一点,我们在A股市场就可以抓紧最大的主题性投资机会。

三大投资技巧

既然新能源汽车和能源互联网是未来若干年A股市场最大的主题性投资机会,那么,如何抓住这千载难逢的机会呢？以下三点投资方法，或者说投资技巧必须牢记。

第一是“咬定青山不放松”。尽管我们认定新能源汽车和能源互联网是确定性的投资机会,但它们不可能永远是A股市场的热点，当这两大板块的股票涨高了之后,一定会出现调整,甚至是长达半年、一年以上的调整。这个时候，投资者很容易对这两大黄金赛道失去信心，转而把目光转向其他赛道,去追热点。但我们真正应该做的是,坚信自己的判断,在行情不好的时候加紧研究,仔细分析产业链的上中下游，以及龙头个股,做到心中有数。当机会到来时，我们才知道什么股票是优质股票，什么股票是纯粹的炒作。所有行情来了后抓住机会的投资者，都是经年累月做好基本功的，不劳而获在资本市场永远不可能实现,我们赚的每一分钱,都取决于我们的认知范围。

第二,切忌追涨杀跌。比如眼下，新能源汽车和能源互联网的股票都涨到天上去了，如果企业业绩增长跟不上估值泡沫的扩大,追涨就只能被套。这个时候，作为投资者，我们要么寻找这两大黄金赛道中低估的股票，要么耐心等候，等到优质股票调整后逢低介入。除非市场出现类似股灾式的暴跌，任何时候都不建议满仓,只有手中有了现金头寸,等看好的股票跌下来之后，我们才能够从容去建仓，疯涨的时候反而应该慢慢减仓,兑现收益。遗憾的是，受情绪支配和人性中固有的弱点限制，我们很多时候都是在疯涨后追高买入，在调整时恐慌割肉。如果不能在交易层面实现反人性操作,再好的黄金赛道,也赚不到钱。

第三是关注细分行业的ETF（交易所交易基金）。对于平时没有时间来仔细研究个股和行业的投资者来说，完全可以通过相关行业ETF或行业基金来充分享受新能源车和能源互联网带来的红利,而投资基金的时候,我们也没有必要一次性全仓买入，可以分批买,比如调整的时候就买入,或者定期定投。通过基金来获取两大黄金赛道的红利，其实是一个非常省心又赚钱的途径。

公司

今年会有跨年度行情吗?

桂浩明

时间来到12月份,2021年只剩20多个交易日,此时有关对跨年度行情的议论也多了起来。投资者对此也颇为关注，毕竟如果要做好今年的收官行情,同时布局明年的投资,这是个绕不开的话题。

虽然人们可以把股市行情分解为去年的、今年的乃至明年的,但在具体运行中,都是连贯的。在这个意义上,只要股市存在,就会有跨年度行情。当然,现在大家所谈论的跨年度行情，通常是特指一轮涨势从今年底一直延续到明年初,也就是在年底前后这段时间，股市是整体向上的,反映在指数上,有较为明显的上涨。譬如从去年的11月份到今年的2月份,股市连拉了四根月阳线,期间上证综指最多上涨了522点，幅度达到16.27%。无疑,这就是一段标准的跨年度行情。今年有很多投资者,其中也包括一些顶流的基金，就是在这波行情中赚了不少钱,而这以后的业绩则乏善可陈。由此可见，有一波比较像样的跨年度行情,对投资者来说是很重要的。

到目前为止，上证综指今年的高点是在2月份创出的3731点,在9月份的时候,大盘曾经上行到3723点,但就在距前期新高仅一步之遥时，股指出现了回调,而这以后直到11月底,都没有能够有效地重返3600点。从这个角度来说,如果要走出跨年度行情,前提条件就是要能够真正站上3600点,并以此为基础,向上发动攻击。那么,就目前的市场环境来说,有这种可能吗?

本周在宏观经济方面有个不错的消息：首先是11月份采购经理人指数（PMI）为50.1%,比上个月上升了0.9个百分点，一举扭转了连续多月的回落,表明社会经济活动已经重新开始扩张。一般认为,今年二季度以来,受多方面不利因素影响，经济下行压力持续加大,GDP增速逐渐放缓，工业企业效益也出现了较为明显的下滑。这种状况,必然影响到股市,这也是今年3月份以来行情疲软,指数只能在一个小区间弱势震荡的原因所在。

不过,进入到四季度,有关方面针对实体经济所出现的严峻形势，开始采取了相应的对策，央行在公开市场上加大了货币投放的力度，一些地方的地方债也加快了发行，房地产等行业偏紧的贷款政策，也有了相应的调整。通过这一系列的操作,应该说经济形势开始发生一些变化,PMI指数的回升，就是一个很好的证据。由此看来，在实体经济发出向好信号的背景下,股市也应该会有一定的表现。这次海外市场大幅度下跌，但A股市场却基本不受影响，这的确体现出了某种韧劲，但同时也提示市场存在一定的反弹动力。因此,12月份大盘重返3600点,可能性还是比较大的。

但是,如果要进一步上涨,在随后的日子里挑战3700点、3800点等,走出与前一波的跨年度行情相媲美的涨势,现在看来还是比较难的。一方面PMI指数只是单月回升，是否形成趋势还有待观察；二来现在各方面都还存在比较大不确定因素,特别是新冠疫情的反复,对经济活动的打击很大；三是市场现在还没有能够形成稳定的热点，尽管有些板块被反复炒作,但与去年这个时候白酒、医美股票受到一致追捧的格局是有本质区别的。热点的频繁转换,自然会弱化新资金的流入,也会抑制行情展开的强度。比照去年跨年度行情超过16%的最大涨幅,如今恐怕是不能太过乐观。

应该说,今年股市以上涨报收,年底的上涨态势延续到明年初，这样的可能性很大。只是,涨幅不会很大,从指数点位而言，如果有上一次跨年度行情涨幅的一半,就非常不错了。