

科技股投资如何避免踩坑？

陈楚

科技股是 A 股市场的一大投资主线,其核心逻辑不言自明:科技是经济社会发展的主要驱动力之一, 大国之间的博弈本质上还是科技为代表的综合国力的竞争, 随着应用场景的日趋丰富和多元化, 科技的细分领域会越来越多.但对于大部分投资者来说, 相比消费股, 投资科技股明显要难一些, 因为科技股涉及到太多的专业知识, 对投资者的知识储备要求较高, 而且科技迭代的速度越来越快, 技术路线更迭频繁.尤其需要重视的是, 股票市场上很多科技股热衷于讲故事, 故事讲完, 股价飙涨后又是一地鸡毛, 如何避免 “踩坑”, 对中小投资者来说是一门逃不开的功课。

如何研究科技股？

在 A 股市场, 如果要做好投资, 科技股是绕不开的, 投资、出口和消费长期以来都是拉动中国经济的三驾马车, 每一门类中都有科技的成分, 在新的国际国内环境下, 科技的重要性不言而喻, 美国打压华为, 本质上是要遏制中国科技的发展. 一个国家的科技整体实力, 很大程度上决定了这个国家在国际舞台上的话语权, 国产替代、自主创新成为中国在科技领域的最强音, 尤其是在集成电路、半导体、新能源、高端制造等领域, 中国将重点发力.伴随着中国科技力量的不断强大, 在 A 股市场上, 科技股的投资机会也会层出不穷。

毫不夸张地说, 如果投资者想要在 A 股市场获得超额收益, 就无法无视科技股的投资机会, 就不得不重视科技股, 研究科技股。

但科技细分领域众多, 甚至很多专有名称对很多投资者来说都是 “不可承受之重”, 我们该如何去了解科技股, 走进科技股呢? 首先, 我们在心态上要克服对科技股的畏难情绪. 了解科技股, 并不是要求投资者成为科技细分领域的专家, 科技细分领域庞杂, 而且彼此之间的知识点交集并不像消费股那么多. 比如白酒股, 大的投资逻辑并不复杂, 一线白酒股和二三线白酒股之间的格局大体上已经固定下来, 白酒类上市公司也不存在技术的迭代, 反而是历史文化越厚重越有投资价值. 科技领域日新月异, 新的技术不断涌现出来, 即便再大的科技公司, 如果新的科技

出来, 旧的科技企业甚至面临灭顶之灾, 典型的就是诺基亚被苹果手机取代, 诺基亚不仅是市场份额急剧缩小, 而是直接被取代。

科技迭代急速, 一方面意味着投资科技股的难度加大, 另一方面也意味着新的巨大的投资机会随时出现, 而新的科技生态出现, 对大部分投资者来说都是陌生的领域, 大家都在同一个起跑线, 所以完全没必要妄自菲薄, 觉得自己是科技小白, 产生畏难情绪。

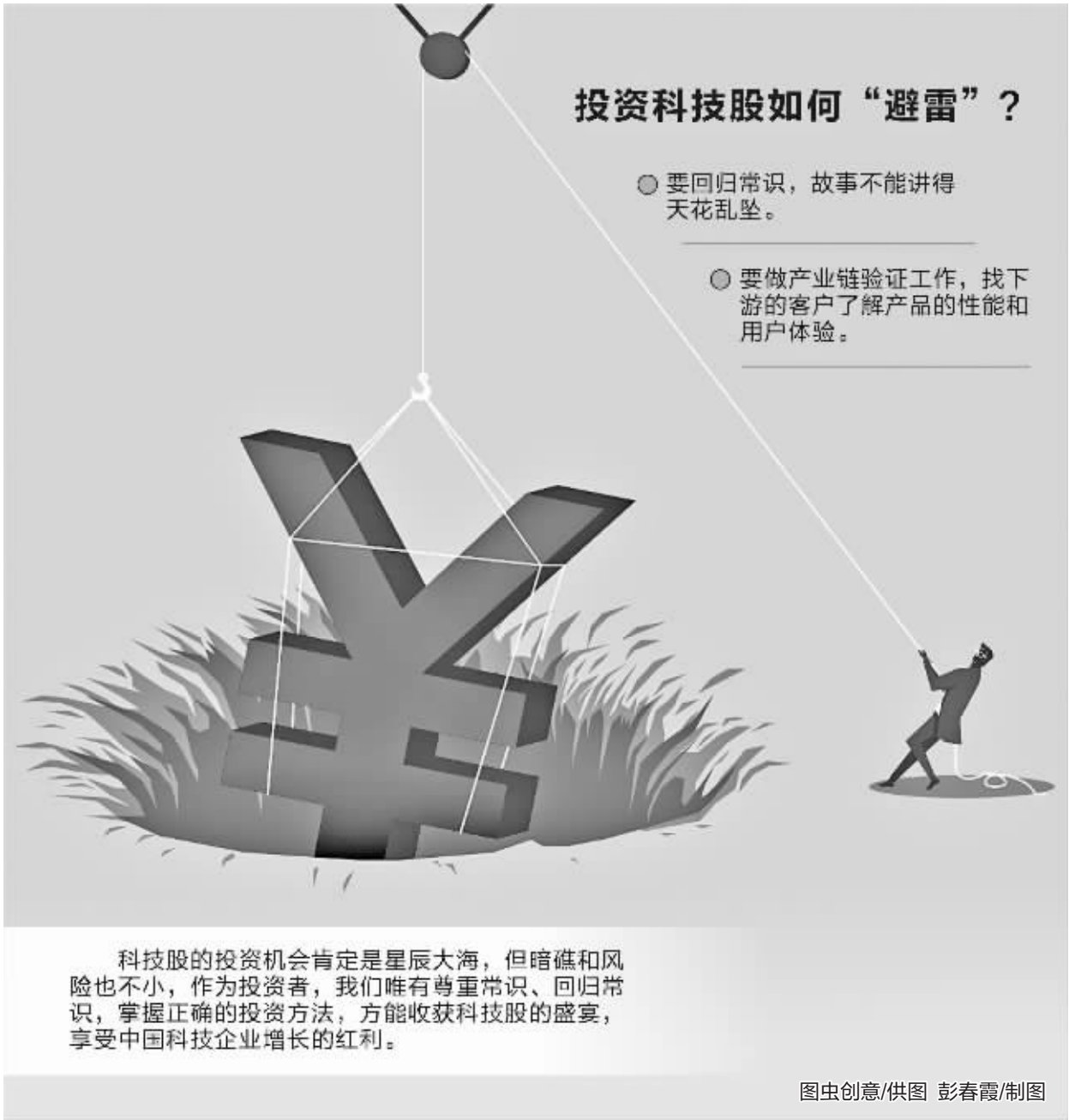
其次, 找到研究科技股的正确方法. 最好的研究资料, 就是上市公司的招股说明书和财报, 尤其是年报. 科技股的年报是研究科技领域最详实、最权威的一手材料, 以光伏逆变器为例, 投资者完全可以把相同领域的几家上市公司的年报认真研究一番, 对逆变器这个领域就会有一个大致的了解, 很多细分领域并不要求我们成为专家, 做到基本了解, 其实就可以了。

再次, 科技股的投资一定要注意安全边际. 再好的科技股, 如果估值贵了, 也不值得投资. 比如去年赛道股疯狂的时候, 一些科技股市盈率动辄百倍以上, 这样的科技公司就不值得我们投资, 哪怕股价继续疯狂, 我们也要凭常识远离它, 把关注的眼光投向估值合理甚至低估的科技股. 当然, 本质上是注重科技股的投资性价比, 也就是科技企业的业绩增长速度和估值的配比, 很多时候, 科技股哪怕估值高一点, 但如果企业业绩增长很快, 稍微高点的估值水平也会不断被摊薄。

投资科技股如何避雷？

科技股虽好, 但 “坑” 和 “雷” 也不少, 即便是有一二十年经验的投资老将, 也有可能被科技类上市公司编织的故事迷惑双眼, 比如去年年底, 一家资产管理规模在 100 亿以上私募基金的创始人, 就被一家主营业务与元宇宙沾边的上市公司董事长给忽悠了, 上市公司的董事长在私募老总面前大谈特谈公司元宇宙业务的核心技术、市场空间、战略规划, 让久经股市的投资大佬也相信了故事, 重仓进去之后, 今年以来这只元宇宙概念股暴跌 50% 以上。

很多细分的科技领域都是新鲜事物, 尤其是市场上讲起故事的时候, 投资者大多对新的科技领域并不了解, 一些上市公司的董事长或总经理、董秘经过这些年的市值管理培训之后,



特别善于讲故事, 将公司未来的新业务增长点讲得跟真的一样, 动辄十倍甚至百倍以上的增长空间, 二级市场甚至百倍以上的增长空间, 二级市场财富盛宴好像已经摆在面前, 投资者很容易被这些科技故事迷惑, 这是科技股投资道路上的 “地雷”。

如何避开这些雷区呢? 对于投资者来说, 首先是要回归常识. 比如一只科技股在董事长讲故事的时候估值已经超过了 70 倍甚至 100 倍, 这样的股票, 即便董事长讲得再天花乱坠, 投资者也要保持警惕, 一定要仔细研究企业未来的业绩增长情况, 坚决回避高估值股票. 再比如上市公司高管或者

分析师讲的故事明显有点超出自己的想象力, 比如一家从事新能源汽车产业链的科技企业, 市值目前只有 50 亿元左右, 董事长在外面路演时动不动就说要对标行业龙头股, 三年内大概率可以超过行业龙头股的市值, 但实际上, 这个行业龙头股的市值已经炒到了 3000 亿元, 三年内从 50 亿飞跃到 3000 亿的市值, 不管你信不信, 反正我不信! 这就是明显违背了常识。

其次, 要做一番产业链的验证工作. 比如一家科技类企业是上游的原材料生产商, 企业的产品销售和技术含量到底如何, 投资者完全可以尽力去中游的企业打探一番, 或者找下游

的客户仔细了解一下产品的性能和用户体验. 科技企业的产品到底受不受市场和用户接受, 投资者从科技的角度也许无法了解, 但完全可以从产业链的上下游去侧面验证, 比如新能源汽车, 到底动力电池的续航能力如何、驾驶体验如何, 投资者单纯坐在家里面做功课是无法了解的, 但可以通过买车的用户去了解。

科技股的投资机会肯定是星辰大海, 但暗礁和风险也不小, 作为投资者, 我们唯有尊重常识、回归常识, 掌握正确的投资方法, 方能收获科技股的盛宴, 享受中国科技企业增长的红利。

论“在长期估值不重要”



陈嘉天

在价值投资的理论框架中, 有一个经典原理: 对于长期投资来说, 估值变动并不重要. 有意思的是, 许多人在听到这个原理时, 会拿一句经济学家凯恩斯的名言来搪塞: 在长期我们都死了”, 于是, 打着 “我活不到那么长” 的旗号, 投机者继续投机, 而对巴菲特谆谆教导的 “在长期估值不重要” 视而不见。

实际上, 拿 “在长期我们都死了” 这句话来搪塞 “在长期估值不重要” 的投机者们, 既不懂凯恩斯的经济学, 也不懂巴菲特的价值投资: 他们只不过是把两个概念混淆起来而已。

对于凯恩斯来说, 在长期我们都死了”, 指的是经济学要注意解决短期波动, 不能把什么都推给长期经济发展. 要看长期, 那人类社会从工业革命以来取得的经济发展, 和经济政策之间几乎没什么大关系, 主要是科技进步的结果. 凯恩斯在这里说的 “长期”, 是一种经济政策的立场问题, 和投资中所说的 “长期”, 基本上是半毛钱关系都没有。

而对于巴菲特所说的 “在长期估值不重要”, 这里的长期往往指的是 15 年到 30 年的周期. 在 2021 年, 中国人的预期寿命大概是 77 岁. 假设一个人大学毕业、22 岁开始投资, 平均有 55 年的投资生涯. 试问, 有多少人

对于活个二三十年都没有自信呢?

所以说, 对于投资来讲, 在长期我们都死了”, 纯粹是一句投机者的托词. 听听玩笑可以, 要是当真我们就输了。

如何理解

那么, 对于价值投资的 “在长期估值不重要” 的理论, 我们又应当如何理解呢? 当股票的 PE 从 10 倍变成 50 倍, 或者从 80 倍变成 20 倍的时候, 估值带来的杀伤力不是显而易见的吗? 事情的玄妙, 就在这 “长期” 二字上。

下面, 让我们以 20 年的长期为例 (一个绝大多数投资者都活得到的 “长期”), 看看究竟是怎么回事。

一般来说, 优秀的价值投资者可以取得大概 20% 的年复合增长率 (CAGR)。比如说, 巴菲特的长期增长速度恰恰是个数, 中国市场有 15 年以上公开业绩的一些优秀投资者, 比如曹名长、朱少醒, 其投资组合的基本面变动 (注意基本面和净值的区别) 也差不多是这个数。

那么, 在 20 年的情况下, 20% 的 CAGR 会带来多少增长呢? 答案是会把 1 元钱变成 38 元. 在 30 年, 1 元钱则会被变成 237 元. 现在, 如果估值变动能够抵消基本面的变动, 也就是说 “在长期估值很重要”, 估值的变动要达到多少呢?

一般来说, 价值投资者的持仓不会太贵. 让我们假设初始 PE 是 20 倍 (这是一个偏贵的水平, 一般价值投资者偏好的估值中枢在 10~20 倍之间,

甚至更低), 那么上面的例子中, 在 20 年的周期里, 估值指标 PE 要下降到 0.5 倍, 才会完全抵消基本面上涨. 而在 30 年的周期里, PE 要下降到 0.1 倍才行。

显然, 对于一个持仓分散并且仔细筛选过的投资组合来说, PE 不可能下降到 0.5 倍, 更不可能下降到 0.1 倍。

现在, 你明白为什么巴菲特老说, 在长期估值不重要了吗? 只要你能取得足够优秀的基本面增长, 同时别在一开始的时候买得过于离谱的贵 (比如 500 倍 PE), 那么在长期来说, 估值的变动就真的不怎么重要. 而且, 对于投资的 15 年到 30 年的长期”, 绝大多数投资者 “在长期都能活着”, 而不是像那句乱扯凯恩斯的话所说, 在长期我们都死了”。

从历史数据寻找答案

以上所说的, 是模型计算的例子. 下面, 就让我们用一些实践数据, 来看看为什么 “在长期估值不重要”。

以沪深 300 全收益指数为例, 在 2005 年 5 月 19 日, 这个指数的点位是 884 点, PE (TTM, 前溯 12 个月, Wind 资讯提供, 下同) 为 14.3 倍. 到了 2022 年 5 月 19 日, 也就是整整 17 年以后, 指数的点位为 5311 点, PE 则下跌到了 11.9 倍。

通过计算可以得知, 在这 17 年中, 沪深 300 全收益指数变成了原来的 6.01 倍, 其中估值变成了原来的 0.83 倍, 基本面 (在这里是利润, 也就是 PE 中的 E) 变成了原来的 7.2 倍. 通过计算复利可以知道, 这个指数的

市值变动、估值变动、基本面变动的年均复合增长率 (CAGR) 分别为 11.1%、-1.1%、12.3%。

也就是说, 在沪深 300 全收益指数长达 17 年的历史中, 估值变动带来的总体下降幅度虽然不小 (-17%), 但是年均波动只有 1.1% (负数), 而基本面变动带来的年均波动则是 12.3%, 是前者的十多倍. 孰轻孰重, 一目了然。

在这里, 我只找到了 A 股相对较短的数据. 如果大家去翻美国股票市场的数据, 会发现事情更是如此. 在 1900 年到 2022 年之间, 道琼斯指数最贵也不过 30 倍左右 PE, 最便宜也不过 5 倍 PE. 按任何一个 30 年计算, 即使道琼斯指数的估值在开头和结尾分别是 30 倍、5 倍, 那么带来的年度跌幅也不过是 5.8%, 只有股票内生增长速度的 10% 到 12%. 而和优秀价值投资者所能达到的 20% 左右的增幅, 这区区 5.8% 更是不可同日而语. 而且, 这 5.8% 还是最极端状态下可能取得的结果。

也就是说, 在美股长达 120 年的历史上, 在任何一个 30 年中, 哪怕运气特别差 (比如 1929 年到 1955 年、1969 年到 1989 年), 买在了一个高估的位置, 卖在了一个低估的位置, 但是只要价值投资者能让自己的投资组合所对应的基本面, 像巴菲特那样以每年 20% 的速度增长, 那么他就可以无视估值的变动。

让我们再来看一个例子, 富国天惠基金可能是中国市场上最具有代表性的基金之一, 因为它的基金经理从 2005 年 11 月 26 日起, 就一

直由朱少醒担任, 多年不曾变更基金经理。

如果我们计算富国天惠在 2006 年 6 月 30 日到 2021 年 12 月 31 日这 15.5 年中的表现, 会发现基金的净值累计增加了 1199.7%, CAGR 为 18.0%. 在这之中, 投资组合对应的盈利部分 (非股票仓位统一按 3% 计算年盈利) 增加了 1105.6%, CAGR 为 17.4%. 而 PE 只从 28.2 倍变成了 30.4 倍, 带来的变动只有 7.8%, CAGR 仅仅为 0.5%。

当然, 任何道理都没有绝对的, 要是一定要用红精的眼光看世界, 那么所有逻辑都能找出毛病来. 在长期估值不重要”, 并不是说只要我们把投资的基本面增长做好了, 估值就可以完全不看. 比如, 我们如果傻乎乎地以 200 倍的超高 PE 价格买入一个投资组合, 回头投资组合跌到了 6 倍 PE, 那么估值变动带来的杀伤力, 仍然是不容小觑的。

在 “长期估值不重要” 所说的, 是指当我们以比较合理的价格买入股票组合以后 (比如 20 倍、30 倍以下 PE), 那么即使长期估值有所变动, 只要能够让基本面高速增长 (比如 20%、甚至 30% 的 CAGR), 我们就可以无视长期的估值变动. 更何况, 长期的估值变动也不总是向下. 当我们以一个相对低廉的价格买入股票组合 (比如美股在 1922 年的 5 倍左右 PE、1980 年的 8 倍左右 PE), 同时还在长期保持了股票组合的基本面高速增长, 那么长期的估值变动, 反而有可能为这样的投资锦上添花。

(作者系九圆青泉科技首席投资官)



新三板 做市商实践的启示

桂浩明

科创板准备引入做市商制度, 监管部门日前公布了相应管理制度, 预计在不久的将来, 这一交易模式将正式实施, 在推动国内资本市场平稳有序发展方面, 发挥积极作用。

说到做市商制度, 很多投资者可能会有点陌生, 虽然在海外市场, 这是一种较为常见的交易制度, 但在国内证券市场, 长期被束之高阁。

曾几何时, 有人提出在国债交易中引入做市商制度, 为此还做了相应的研究, 但随着国债一级承销商及一级自营商制度的建立与完善, 国债做市商制度也就没人提起. 新三板开设时, 有关部门把做市商制度列为新三板的基本交易制度之一, 全力推动其落地。

从 2015 年开始, 新三板就有了做市商交易制度. 7 年来, 集合竞价、连续竞价以及做市商三种交易制度在新三板中同时实施, 适应了不同类型挂牌公司的实际需求, 在助力新三板良性运行上, 起到了相应的作用. 做市商制度对相关公司在合理定价、保持必要流动性以及吸引增量资金方面, 产生了不小的正面影响, 也广受好评。

总结新三板这几年来在做市商方面的实践, 有三点启发。

首先, 在对做市公司的选择上, 一定要坚持较高的质量标准. 新三板之所以要实施做市商制度, 根本原因是有的挂牌公司还不那么成熟, 投资者了解不多, 在市场上很难获得较为合理的定价, 这不但给再融资带来困难, 也不利于投资者开展交易. 显然, 做市商需要给公司以合理的定价, 但与此同时, 更要求公司有良好的发展前景以及可以预期的增长潜力. 如果做市商在这方面缺乏把握, 只是为做市而做市, 这就无法在交易中形成良性的价格循环, 投资者也不会跟进, 行情自然暗淡, 做市的也就无法实现。

其次, 对于挂牌公司来说, 为它做市的做市商不能太少, 反过来对于做市商来说, 其参与做市的挂牌公司又不能太多. 从新三板的做市交易实践来看, 如果挂牌公司只有少数几家公司做市, 容易出现明显的报价趋同化问题, 这不利于股票在交易中形成必要的价格弹性, 从而影响其价格发现, 由此所导致的买卖不畅状况, 与做市商交易为股票提供流动性的目的是不符的。

而如果做市商参与做市的挂牌公司数量太多, 很可能使得做市商没有足够的人力物力用于对挂牌公司的研究, 而如果这个基础性的工作没有做好, 那就很难想象后续的做市交易如何理性地推进. 在一些证券公司的管理架构中, 做市商归属自营部门, 但是两者还是有很大区别的, 在某种意义上, 做市商不但是价格的发现者, 也是价格的决定者, 其交易对手是所有非做市的交易参与者, 这就需要对挂牌公司有更加深入的了解, 在报价上有更为合理的依据, 从而做到尽可能的公允. 事实上, 在目前情况下, 如果一家做市商同时参与太多的挂牌公司做市, 是很难保证做市质量的. 一些做市商在操作中发生亏损, 在一定程度上也是与之有关的。

最后, 现行新三板的三种交易模式是并行的, 也就是各自独立进行, 挂牌公司选择了做市商交易, 就不能开展竞价交易, 这样的制度安排有其自身的逻辑依据, 但客观上也使得交易行为较为僵化, 对普通投资者利益的保护不够充分. 因此, 有必要建立更为完善的混合交易模式, 即 “做市+竞价交易”, 改变当前单一的报价驱动为报价与指令双驱动, 这样在继续体现做市商在交易中的主导地位的同时, 更好地发挥其他投资者的积极性, 从而进一步活跃交易, 改善新三板流动性. 客观来说, 新三板做市商交易的规模并不是很大, 积累的经验也是初步的, 但毕竟是有了一定的实践, 并且给了市场很多启发. 对此, 予以认真总结, 对于在科创板中实施做市商交易, 会有很好的借鉴意义。