

高估值的危害



陈嘉禾

在证券市场,投资者常常受到的主要危害之一,就来自于高估值。而且,投资者越是喜欢跟风,追逐短期暴涨的股票,这些暴涨股票的估值就会变得更高,投资者受到高估值的危害就更大。

“茅族”曾经高估的危害

2020年底到2021年初,A股市场对于高估值股票的宠爱,曾经达到登峰造极的地步。不少投资者挂在嘴边的,甚至是“怕高才是苦命人”这样荒谬的口号。

在投资中,当然是买越便宜越好,怎么可能买贵反而更好?有鉴于当时市场情绪的极度不理性,2021年1月9日我在《证券时报》撰写了《资本市场没有永动机》一文,指出高估值股票可能带来的巨大危害。

结果,两年半过去,当时高估值的股票虽然不少企业资质不错,甚至被投资者冠以“茅族”的昵称(意思就是像贵州茅台那样好的股票),但是仍然没给投资者带来正回报。从2021年1月9日到2023年7月6日,Wind资讯编制的“茅指数”,从701158点下跌到459981,跌幅达到34.4%。

尽管高估值往往带来危害,但是不少投资者仍然对它趋之若鹜。原因很简单,估值高的股票往往短期价格表现极好(否则估值也上不去这么高)。何曾想,在短期价格表现好这层糖衣下,包裹的却是高估值的毒药。

芒格的前置条件

从上述宏观的层面,我们其实不难理解高估值给投资带来的危害。但是,在更加微观的层面,高估值也会以“润物细无声”的方式,损害我们的股票组合在长期的价值增长。不过,许多投资者并没有意识到这一点。

随着沃伦·巴菲特和查理·芒格的思想在国内的部分普及,不少投资者学会了“要买高ROE(净资产回报率)公司”的道理。主要的原因,在于芒格曾经说过,“一家公司的长期股价增长会和它的ROE近似”。于是,很多投资者就以为,买高ROE公司就行,至于买入价格和估值,随它去吧。

殊不知,芒格在说“长期股价约等于ROE”时,并没有考虑到中国市场会给高ROE公司持续十几倍、甚至几十倍PB的情况。根据他的经验,资本市场的定价往往是比较有效的。

也就是说,芒格所说的“长期股价增长会和ROE类似”,是有“资本市场定价大多时候不离谱”这个前置条件的。缺了这个前置条件,如果股票的估值一直很高,那么长期的股票价格增长,会远远低于ROE。

这就好比我们说“饮食规律有益健康”,其实还包含了一个前置条件“吃的东西也要健康”。否则,一个人天天三餐顿顿按点吃,每顿饭都吃大鱼大肉再来半斤白酒,怎么也不会有益健康。其实,芒格也经常说



尽管高估值往往带来危害,但是不少投资者仍然对它趋之若鹜。原因很简单,估值高的股票往往短期价格表现极好(否则估值也上不去这么高)。何曾想,在短期价格表现好这层糖衣下,包裹的却是高估值的毒药。

图虫创意/供图 陈锦兴/制图

估值的问题,只是被人们有意无意地忽略了而已。

高估值降低投资回报

我们用一个简单的模型,来说明高估值是如何在微观层面危害投资回报的。也就是说,高估值是如何让芒格所说的“长期股价变化约等于ROE”,变成“长期股价变化小于ROE”的。而这种危害的来源,就是分红再投资。

假设一家公司ROE是30%,如果不分红的情况下,投资者购买了这家公司的股票,的确会得到每年30%的净资产增长。问题是,很少有公司不分红。而对于高ROE公司来说,长期不分红则往往又会导致ROE降低。

假设以上这家公司的分红率是50%,同时市场因为喜欢这家公司,给出了10倍的高估值,那么投资者得到的实际年均净资产增长是多少呢?

首先,30%的ROE只有一半留存存在公司,这部分带来的净资产增长是15%。其次,另一半用于分红,如果再投资则只能以10倍PB(市净率)买入,那么得到的净资产增加是1.5%。两项相乘,我们会发现当一个30%ROE的公司,以50%的分红率运行,那么投资者得到的净资产增速只有16.7%。

很明显,对于高估值公司来说,分红是一件非常糟糕的事情。企业如果没法把每年赚到的现金留下来,继续获得高ROE,当投资者拿到现金再买回股票时,投资者所持有全部股票对应的净资产增速,会远远小于企业的ROE。

而由于长期股票价格增速近似于净资产增速,在以上这个例子中,在分

红和高估值的双重作用下,投资者的长期回报率就会远小于ROE。

低估值的馈赠

反过来,当股票估值极低时,分红带来的复利再投资,则会让投资者获得的基本面增速,远高于企业的ROE。如果说高估值带来的是危害,那么这种现象我们则可以称为“低估值的馈赠”。

还是上面的简单模型为例,如果一家公司,ROE只有10%,分红率也是50%,PB则只有0.5倍,那么投资者获得的基本面增速,则会远远高于ROE所带来的10%。

让我们拆开来看:当企业盈利了10%以后,留存一半,这部分带来的净资产增速是5%;分红的另一半,则被投资者以0.5倍PB继续买入股票,带来的净资产增速是10%;两项相乘,得到的数字是15.5%,和上述例子中30%ROE的股票带来的16.7%的增速,几乎没有差别。

由此可见,当估值过高的时候,高ROE公司给投资者带来的长期基本面增长也会减慢。反之,当估值过低的时候,即使是一般般公司,也会带来优秀的资本回报。在以上的模型中,ROE为30%的公司和ROE为10%的公司,带来的基本面增速竟然几乎相同。

那么,芒格为什么说“企业的ROE长期近似于基本面的增长”呢?看看他和巴菲特买入喜诗糖果时给出的报价,我们就知道了。

喜诗糖果公司是巴菲特和芒格的经典交易之一,这家公司的ROE非常高。那么,巴菲特当时是以多少估值

买入的呢?在1972年,巴菲特花费2500美元买入喜诗糖果公司,当时公司的ROE大约是25%。巴菲特付出的价格,PE(市盈率)是12倍,PB大约是3倍。

可见,当芒格说出“企业的长期ROE约等于基本面增长”的时候,他是万万没有想到,后代居然有人抱着这句话不放,用10倍PB,甚至二三十倍、三四十倍PB买入ROE在20%到30%的好公司,还以为自己抄对了股神的作业,这真是“依文解义,三世佛冤”。

高估值的糖衣

高估值有这么危害,为什么很多投资者还特别喜欢高估值的公司呢?其实,投资者喜欢的并不是高估值本身,而是高估值股票身上的那层糖衣:这层糖衣就是最近暴涨的价格。

一般来说,有两种原因导致高估值股票出现,要么企业自己业绩实在太差,年年亏损,年年折损净资产;要么最近一两年股价涨得太好。一般来说,资本市场喜欢的都是后一种。

有意思的是,当股价表现特别好的时候,上涨的股价不光会影响投资者的情绪,也会影响市场上对这只股票的评价。投资者一边按下买入的按钮,一边也会不自觉地宣传企业的利好消息。毕竟有谁会一边说我的股票其实不行,一边买入呢?

于是,在铺天盖地的利好消息和日日飞涨的股票价格互相支持下,高估值股票就成了资本市场的香饽饽。人们怀抱美好的预期,以远高于合理水平的价格买入,不知不觉之中,高估值的危害就由此产生。

(作者系九图青泉科技首席投资官)

“北+H”打通境外融资渠道 提升北交所标的交易价值

证券时报记者 钟恬

近期北交所与港交所签署合作谅解备忘录,“北+H”上市模式正式落地。业界分析认为,这为北交所打开了境外融资渠道,有望提升北交所标的的交易价值,增加其对各类投资者的吸引力。事实上,目前A+H板块中就有曾经在新三板挂牌的公司,例如君实生物、金力永磁、亿华通等,显示部分新三板及北交所公司也有两地同时上市的需求和实力。

而业界还预期未来互联互通望再进一步,甚至在条件成熟的情况下,有望更快迎来“北港通”机制。不过,资深新三板评论人、北京南山投资创始人周运南认为,“北港通”落地需要满足两个条件:一是会在北交所上市公司数量达到300家左右;二是北交所个股已纳入跨市场成份指数样本股。

“北+H”两地上市模式的落地,是之前沪深A+H、股转+H模式的延伸,是北交所的开放化和国际化,为北交所上市公司境外融资打开了便利之门,提升北A上市公司的融资可能、估值功能和交易机会,促进北A上市公司高质量发展。”周运南说。

事实上,港股市场一直是新三板公司摘牌后上市的热目的地。今年以来已有6家新三板摘牌公司成功在港交所上市,分别是北森控股、中天湖南集团、乐华娱乐、润华服务、正味集团和亿华通,而其他已向港交所递交的企业还有泰丰文化、友宝在线、美中嘉和、泉源堂、慧居科技、直搜科技、兵兵响、天图投资等。

根据不完全统计,自从2018年君实生物、汇量股份等新三板公司成功在港上市后,最近5年已有近50家公司登陆港股,其中2019年和2020年分别为13家和21家,当中就诞生了泡泡玛特、思摩尔国际等备受瞩目的明星公司。

在市场主体桂浩明看来,北交所成立以后,一些北交所公司也有这方面的需求,所以就提出了“北+H”的概念,“现在这政策落地了,应该说动作效率还比较快的。”

桂浩明认为,部分北交所公司存在H股上市的需求,主要是北交所成立以来,由于流动性等各方面的问题,股价、估值不是很理想,对应地,北交所公司的融资能力比较弱,总体

上远不如主板以及一些创业板、科创板公司,“大家都注意到,北交所公司的发行规模总体上要比其他交易所小一点,尽管最近发行的公司数量不算少,但是融资量不大,这也使得一些基于发展的企业需要更多的资金,需求寻找融资渠道。从现在来看,尽管北交所公司也可以转板到科创板、创业板,但这方面实际成功案例不是很多,相比之下到港交所去挂牌,实际上就是两地同时挂牌,可能具有更大的现实性。”

开源证券认为,“北+H”落地是之前A+H模式的延伸,将进一步拓展内地和中国香港A+H模式的惠及面,有望为北交所带来更多新鲜血液,也可能提升市场整体估值水平。

来自Wind的数据显示,当前的“A+H”股票已扩容至148家。开源证券表示,根据A+H股数据来看,多数企业选择“先H后A”模式,“北+H”提供了港交所公司回A新途径,或有望为北交所带来新鲜血液;此外“北+H”模式为北交所公司提供了新的融资渠道,利于上市公司提升其竞争力及国际化水平,对提升公司估值及二级市场活跃度较有优势。

那么,哪些北交所公司更受香港以及境外投资者欢迎呢?

桂浩明预计,首批到港股挂牌的北交所公司有两类,一是有较强融资需求,而本身现金流量比较好,营业状况也不错的公司,“港股市场多数投资人会喜欢那些业绩稳定、现金回报持续的企业,比如说像物业类公司。就是说,那些业绩比较稳定、利润也不错的企业,比较有可能被香港投资者接受。”

另一类是符合港股对创业型企业业绩的特殊安排的公司,比如说像生物医药类公司,哪怕是亏损甚至没有主营收入也能上市,这类企业特别需要资金支持,也符合香港一些创新规则。

此外,业界普遍期待在“北+H”落地后,北交所与港交所的互通举措得到进一步推动,尽快搭建“北港通”机制。不过,业界人士也认同,“北港通”机制的推出还需等待时机。

“由于沪港通和深港通已经成功运行多年,所以在制度上推出北港通并不是难事,但落地时机可能会在北交所上市公司达到300家数量左右且北交所个股已纳入跨市场成份指数样本股之后。”周运南说。

北上资金连续三周净卖出 净买入驰宏锌锗逾2亿元

证券时报记者 毛军

受外围市场大幅震荡等因素影响,北上资金避险情绪上升,本周净卖出91.6亿元,为连续第3周净卖出。分市场看,沪股通净卖出51.58亿元,累计净买入跌破万亿大关,创近4个月来新低;深股通净卖出40.02亿元。

汽车行业本周逆势获得超24亿元净买入,为唯一净买入超20亿元的行业;通信行业则获得逾17亿元净买入,国防军工、有色金属、交通运输等行业也获得超亿元加仓。食品饮料行业本周净卖出近23亿元,银行、医药生物、计算机等行业则被减持超10亿元。

弱市中,业绩好转并超预期的个股受到北上资金重点关注。仕净科技为光伏制程污染治理龙头,一季度实现营业收入5.79亿元,同比增长99.49%;净利润3570万元,同比增长179.41%。而根据国海证券统计,今年以来,仕净科技新增中标金额高达42亿元。

本周,北上资金斥资逾2.16亿元,增持仕净科技约327万股,持仓由上周末220万股猛增至547万股,增幅高达149%。总持股连创历史新高。增持股份占到流通股股本3.11%,为本周增持股份占流通股本比例最高个股。

歌尔股份预告,2023年上半年实现净利润3.33亿元~4.99亿元,同比下降76%~84%。不过一季度,歌尔股份盈利1.06亿元,根据业绩预告推算,二季度歌尔股份净利润为2.27亿元~3.93亿元,环比增长114%~271%。北上资金本周净买入歌尔股份

8.59亿元,增持4754万股,总持股由上周末9369万股,增至1.41亿股,创近半年新高,加仓幅度也高达逾50%。

比亚迪、宁德时代、阳光电源、潍柴动力等一季度业绩大幅增长,市场对二季度业绩继续抱有极大预期的个股本周也获得北上资金超亿元逆势净买入。

此外,北上资金对受政策影响的有色金属相关个股也是大幅加仓。

本周,商务部、海关总署联合发布关于对镓、锗相关物项实施出口管制的公告,该公告自2023年8月1日起正式实施。

我国是全球最大的锗生产国,近十年来累计供应全球68.5%的锗。锗主要用于红外光电、光纤通讯、电子及光伏等领域。随着航空航天和地面光伏产业的发展,锗的需求稳步增长。受出口管制影响,市场普遍预期锗价格将大幅上涨,锗生产相关上市公司因此受到市场追捧。

本周,北上资金净买入驰宏锌锗逾2亿元,增持3815万股,总持股由上周末1140万股增至4955万股,加仓幅度高达335%,持股及持股市值双双创4年多来新高。

驰宏锌锗在互动平台表示,公司主要从事锌、铅、锑系列产品的采选和冶炼,具有年采选矿石300万吨、矿产铅锌金属产能40万吨、铅锌冶炼产能63万吨、银150吨、金70千克、锑产品60吨,以及镉、铋、铊等稀贵金属400余吨的综合生产能力。

云南铝业则连续3日开盘涨停,而就在第3个涨停板,北上资金依然趁开板之际,大举增持逾274万股,总持仓达到1464万股,创近2年来新高。

股市7月反弹可期



桂浩明

今年上半年,上证综指、深证成指都小幅走高,但多数投资者却没有明显的获得感。有统计显示,二级市场上投资者亏损比例超过70%,即便是专业人士管理的公募基金,投资业绩也不理想。股市上一直有“五穷六绝七翻身”之说,这让投资者对7月充满了期待。

“五穷六绝七翻身”这句话出自上世纪的一部香港电影。如果投资者真把一句当年的台词作为对当今股市的判断,显然是荒谬的。但“五穷六绝”

意味着股市连跌了2个月,接下来出现超跌反弹,倒是大概率会发生。

当前沪深股市虽然不都是连跌2个月,但今年以来表现不佳则是事实,特别是5月以来出现较大幅度调整,使得很多股票的形态都明显变坏,在技术上具备了反弹的要求。而投资者看到市场可能出现反弹的某些信号,比技术指标的提示意义更大。

譬如成交量,自6月中旬以来基本上都是处于缩量的状态,与之前的动辄万亿元以上反差极大。在市场规模不断扩大的背景下,缩量实际上意味着换手率的下降,也就是多数投资者开始“趴下”,没有更多的操作,这与所持股票被套得比较深有关,而这自然会导致市场上抛压减少。加上市场调整幅度比较大,相当数量的股票处于历史低位,导致大盘难以进

一步深跌。

此外,近期公布的一些经济数据虽然不是理想,但细心的投资者发现,一些高频数据、先导数据有所改善,譬如采购经理人指数开始回升。而进入暑假以后,出行与旅游消费也有升温的趋势。虽然经济活动不是非常强劲,但已经逐渐回归正常,为其常态化运行铺平了道路。

最近,央行不断引导市场利率下行,各地政府也大力开展招商活动,新经济有加速发展态势。随着经济发展提速,政策效果会进一步显现,市场信心也会逐渐恢复,也给股市上涨提供支撑。因此,7月A股行情向好,还是有道理的。而且,一旦行情启动,将会维系一段时间,不会昙花一现,毕竟市场环境在发生变化。

但即使7月有上涨行情,投资者也



上市公司资讯第一平台