



【明远之道】  
基于长期价值回报  
基础上的套利利润  
丰厚,即使承担一定  
的价格波动风险也  
非常划算。



【明眼看市】  
定向增发顺利进行,  
同时不至于造成价格  
不公,关键在于真正  
实现市场化定价。



【念念有余】  
用“房价收入比”推  
论房价并不合理,因  
为有些人薪金收入  
只占很小比例。



【股市笙歌】  
没有任何机构和媒  
体可以充分洞察全  
部公开信息。

## 套利:价值投资者的利器

陈嘉禾

最近,笔者在论坛上看到一条发言,深以为是:“是不是价值投资者就一定要拿住一个标的 20 年不动摇?是不是价值投资者不能做无风险、低风险套利?是不是价值投资者一定不能做波段?如果是,那以后谁跟我提价值投资者我就跟谁急。”确实,价值投资并不代表长期持有,尤其在并不成熟的新兴市场,更是这样。

假设有两个资产甲和乙,目前的价格都是 A,在较长期限都会增长到 D。那么,在成熟市场,由于投资者高度理性,两个资产在中期同样时点的价格 B 和 C 很可能是一样或者至少是十分接近的,也就是说它们的价格都从 A 到 B 和 C 到 D,这也就不会给价值投资者任何套利的机会:他没有任何买入一个高估值资产、并买入一个低估值资产的机会。

但是在新兴市场比如 A 股市场,甲乙的价格在从 A 到 D 演变的过程中,经常经历很多 B 和 C 不一样、甚至大不一样的阶段。在这种情况下,当投资者确信处在更低的 B 价格的甲

资产,在长期会处在较高的 C 价格的乙资产,获得更高的涨幅时,他就可以卖掉乙并且买入甲,从而完成一次完美的价值套利。

需要指出的是,传统意义上的套利似乎只局限于无风险套利,好像套利就一定要是风险中性的。但是,由于这种基于长期价值回报基础上的套利利润如此丰厚,使得采用这种套利的方式(蒙国根先生则把它称为价值接力)进行长期价值投资的回报会变得更加诱人:即使承担一定的价格波动风险也会变得非常划算。

让我们假设两只股票在 10 年的时间,每只股票的 CAGR(年复合增长率)都是 15%,这样同时平均持有两只股票的 10 年期回报就会达到 305%,看起来是一个很平庸的水平。但是,如果其中发生了 4 次一只股票比另一只股票贵 40%的情况(2.5 年一次,这在 A 股其实很常见),那么进行了套利交易的投资者就会多取得 1.2 的 4 次方,也就是 107%的回报,使得长期的总回报达到 739%,比原先的回报多了一倍不止。

当然,这种非风险中性的价值套

利并不仅仅局限在 10 年这么长的周期上。在短到 1 分钟、长到 10 年甚至更长的时间周期上,我们都可以进行类似的套利。

在阐述了原理以后,让我们来看一些必然会遇到的细节。到底在多少价差套利开始合适,每次使用多少仓位合适,我们应该以怎样的频率套利?其实,在决定套利需要的频率、价格的差别等问题时,我们需要关心的问题只有两个:价格回归的概率到底有多大,回归的速度到底有多快?

价格回归的概率和速度并不是两个一致的问题,也就是说并不是一定会回归的价格,就一定会以很快的速度回归。事实上,这两者之间经常有很大的差距。

举例来说,A 股和 H 股同股同权的企业股票,价格回归的概率是非常大的(H 股发生私有化会导致这种概率不是 100%),但是受限于制度因素,这种价格回归的速度可能会非常之慢。在这时候,在进行价值套利的时候,投资者就需要非常高的价差,才能保证盈利的稳定性。

反之,两家都在同一市场上市、同

行业、同体量、业务和业绩非常近似的公司股票,尽管价格回归的概率必然性并不是那么高,可能一家公司在 3 年以后发生突变、发展得很好、价格远超另一家公司,但是如果短期价差达到可观的量级,那么它们价格回归的速度往往快于同一公司的 A 股价格。在这时候,套利者要求少一些价差回报,也是合理的。

不仅是在股票之间,套利可以应用的领域还有很多。在微观的层面,有不同市场日内波动套利、指数基金套利、事件驱动影响速度套利等等,在宏观的层面则有不同资产套利(比如现在卖掉估值很贵的地产、买入一些估值很低的优秀股票等)、不同市场长期套利(比如卖出 3 至 4 倍 PB 的美国市场、买入 0.8 倍 PB 的香港市场等)。

不过,套利并不是“扣了扳机以后不用管”的超级智能武器。在这里,笔者需要指出基于价值进行的套利必然会遇到的两个问题:测不准原理和杠杆的危害。

由于套利的本质是利用市场的非理性,那么当我们在卖出一种、买入另一种资产的时候,往往会遇到卖出的

资产变得更贵、买入的变得更便宜的现象;就好比如果我们在一线城市地产租金回报率倒数(类似于股票的 PE)40 倍、股票 10 倍 PE 的时候卖出地产买入股票,现在却面临地产的估值倍数飙升到 70 倍左右、蓝筹股估值只有大概 7 倍的窘境。在这时候,投资者除了忍耐亏损,别无他法。毕竟,任何高额的回报,都很可能不是一帆风顺的。

而对于那些频率更高、获利更少的套利,投资者也不可能保证每次套利都一定能够获利,尤其是在价值发生偏差、价格不再回归的情况下。在这种情况下,使用更高的套利次数、更多的套利概率弥补单次套利可能产生的损失,也就成为唯一可行的方法。

同时,正由于基于价值的套利往往在测不准的情况下产生巨大偏差,一般市场中性套利策略又在大多数时候利润微薄、但会在偶尔的时候产生巨大波动,杠杆对于套利者绝对是一个有害无利的东西。它让投资者在享受更高收益的时候,放弃抵抗风险的能力。因此,对于进行套利的价值投资者来说,对杠杆应用一定要慎之又慎。

(作者系信达证券首席策略分析师)

## 定向增发如何实现市场化定价?

桂浩明

上市公司定向增发,是近几年较为流行的一种再融资方式。对于企业高效率完成资金筹集,迅速做大做强,起到了积极的作用。但是,与此同时围绕定向增发本身,市场上也出现了一定的争议。有舆论认为,对参与对象的选择与认定存在信息不透明的问题,而且定增价格的确定也不够合理。归纳起来,实际上就是市场化程度还不够高。

客观而言,问题确实是存在的。一些业绩优异的公司,一般机构要参与其定增并不容易,往往会因为某些原因而被拒之门外,截至目前还因此出现过诉讼。更大的问题是,不少公司的

定增价格与定增实施时的市场价相差甚远,特别是一些锁定期为三年的定增项目,有的定增价甚至要比市场价低 50%以上,这就自然会引起其他投资者的不满。对他们来说,在股权被稀释的同时,还有了一批低价认购股票的新股东,这不能不对以后的股价产生抑制作用。换个角度来说,企业低价向事实上的特定投资者进行定向增发,难免会被认为存在利益输送的嫌疑。一段时间以来,凡计划将通过定向增发实行再融资的公司,其股价大都在消息公布后出现下跌,并且在随后一段时期行情会弱于大盘。按理来说,定向增发有助于让企业实现跨越式发展,加快做大做强,对投资者来说应该是利好,但市场反应却并非完全如此。

这就表明这种定向增发安排未必是最合理的,没有在真正意义上达到多赢的结果。

也因为这样,现在有关方面提出了按市价定增的设想,也就是要求企业的定增价格要尽可能地贴近当时的市场价(原来的标准是不低于因定增停牌前一段时间加权平均价的九折),这样一来,的确可以在最大限度上消除原股东与新股东之家的矛盾,做到了价格上的公平。但在这同时也产生一个新的问题:如果是基本按市价来进行定向增发,并且还要锁定一年或者三年,那么还会有人来参与吗?对新的投资者而言,如果看好这家公司的话,完全可以通过二级市场来介入,无需去借助定向增发这样的

渠道。毕竟,买了股票要锁定一年或三年,这里的隐形成本其实并不低。在这个意义上,定增价相当于市价作出一些折让也是应该的,但问题在于折让多少。

以往的问题是折让太多,以至于参与定向增发的机会会变得紧俏,甚至演化为寻租的工具。而要让定向增发能够顺利地进行,同时也不至于造成价格上的不公,关键就在于真正实现市场化定价。那么如何做到这一点呢?也许实行竞价发行是一条出路。企业可以把因定增停牌前一点时间的加权平均价作为底价来进行竞价,在正常情况下,参与者是不可能把价格推到当时的市价之上,而只要参与竞价的投资者数量足够多,也就基本上可以

避免恶意操纵价格现象的发生,尽可能地做到公平。由于价格是在市场竞争中形成的,自然也就是能够得到企业原股东的认同,为达到多赢的结果打下了基础。

定向增发是如今证券市场最重要的再融资模式,其规模甚至已经超过首次公开募股(IPO),在股权融资市场上占据举足轻重的地位。发展好定向增发业务,也是稳定资本市场,推动企业顺利发展的需要。面对当前围绕定增所出现的争议,以及其在现实中所遭遇的困境,应该是按市场化的原则来处理。当然,除了竞价发行,一定也还有其它模式,这些都值得让大家来深入研究。

(作者系申万宏源证券首席分析师)

## 京东年年亏 老板娘照样有钱投Uber

余胜良

最近奶茶妹妹投了 Uber,刘强东说钱放在奶茶妹妹那里很放心,想怎么投就怎么投。不过,问题来了,京东长年累月亏损,哪里来钱给老板娘投资呢?

京东虽然贵为市值 2000 多亿元人民币的上市公司,但年年亏损,按道理分不了红,老板刘强东应该是没什么钱的。但媒体报道他们回老家,家乡老人们得上万元红包,出手阔绰。

其实,公司销售收入和净利润与高管收入之间没有绝对联系。比如高管可以开高工资,可以有分红,还可

以以公司支出的方式增加高管福利,比如给高管配车配房等。

股权投资也是很重要的一项,比如雷军在创建小米之前就有大量投资,很多公司上市后披露股东结构之后公众才知道,雷军作为行业资深人士,投资能力帮他获得丰厚回报。

也就是说,普通人只能盯着自己的薪金收入,来推论别人的实力。那所谓的“房价收入比”来推论房价不合理,问题是在有些人手中薪金收入也只是很小的比例。多数人周围都有朋友做生意或者投资赚了钱,就是这个道理,当然还有很多收入除了亲友都

是不知道的。

中国是个人情社会,在不违反法律的情况下,介绍员工入职,而且是各方面条件都不错的员工,也能拿到人情费,资源多了,帮人牵线搭桥也能拿到好处费,还能成人之美。当然还有很多非法收入,比如负责采购的拿点回扣,负责工程也有人打点。

上市公司还有一些关联交易,通过和高管所开公司交易转移利润,不过现在都严格审核了。

公司当然是要给股东贡献利润的,比如华为的员工靠着分红日子过得甚是滋润,但这种公司毕竟少数,大

多数公司都落进了俗套。华为为了“力出九孔,利入一孔”,让股东能分到红,打击行贿问题是很严格的。

股东分红在中国式分配中占的比例比较小,占大头的是跟着各种关系、资源跑的灰色收入。近来拿上市公司净利润和北上深房价做对比流行网络,坊间笑谈高管们稍微减持股份就可以买房了。要么是股市有泡沫,要么是楼市有泡沫。其实一家公司没赚到钱,但高管照样是可以买房子的,相关承包商照样赚很多钱。

笔者也时常奇怪,有些上市公司董事长就上市公司一个产业,公司也

没分过红,董事长也没减持过,可是依然可以参与上市公司增发认购。当然他们可以贷款或者配资,问题是在很长时间的过去也没有减持套现还贷。所以一些董事长称减持是为了改善生活,说不定还是精力专注的好董事长。

拿股东分红,或者拿高管的年收入来算账,怎么也算不出来贫富差距为什么这么大,也算不出北上深的房子怎么一套套地被迅速卖完。这就好像不能拿公务员的工资收入来算他们的购房能力。

这是中国财富流通的潜流,而这个潜流和明流相比,更汹涌澎湃。

(作者系证券时报记者)

## 被漠视的公开信息

杨苏

在强势有效市场中,只有内幕信息才能获取超额收益。但 A 股市场,很多公开信息也被投资者漠视,让投资者承担了很多本可以避免的风险。当下正是年报披露高峰期,越来越丰富的公开信息需要更细致真实的洞察。

最简单的情况,就是上市公司净利润的比较。曾经出现过一份某年度某公司年报,许多新闻擂鼓铙钲,报道这家公司业绩同比大增多少多少,戴上高增长的帽子。其实,翻看这家公司上市以来的净利润就很容易发现,大增后的净利润,竟然也低于公司几年前上市首年的业绩。

奥妙在于公司上市后不久,业绩出现“L”型的走势,因此尽管最近两三年大幅增长,也不过是逐步回到上市首年的业绩水平。再仔细地看业绩暴跌的原因,也没有超出常规的涉嫌会计“大洗澡”的范畴——几项主要资产大幅减值。减持次年,公司又转回了部分减值金额。显然,亏几百万和亏几个亿都是亏,多亏一点有助于随后几年业绩大幅增长,公司何乐不为?

重视时间轴、拓展观察期是上述案例的核心,这样的角度有助于挑出许多经营不佳的伪增长公司。如果进一步细化,收入是判断公司盈余质量首要因素,如果生意做得好,那么投资者预期公司股价市值未来一段时间继

续上升,所承担的风险相对小得多。

观察销售前五大客户和应收账款前五名,是判断收入真实性的最有效方式。相信大多数投资者并不知道所持股票公司的客户信息,这样的要求似乎有些高。其实,大致想一想普通人买辆车所考虑的各种指标和反复看车比较,琢磨这些公开信息并不是沉重的程序。

不少公司用第一名等称谓代替客户名称,那些披露客户名称信息的公司,更值得投资者去投资。一般而言,自愿性披露信息更加充分的公司,业务真实发展良好的概率越大。有一家做电子行业的公司,每个月都披露许多经营数据,这些披露

并非所属行业要求。在股价上,这家公司连续几年都不断增长,称得上巴菲特式的价值投资标的。

有朋友询问一家公司的情况,初步观察五大客户和应收账款情况,发现几个新增大客户的销售收入几乎挂在应收账款。不客气地说,你把产品白送给客户用这么久,整个公司都变成了产品体验店了。业绩做上去了,但是公司没有现金,就像一个不断失血的人,是无法长久维系下去的。

几年前,一家公司财务报告披露的客户名单里,出现大名鼎鼎的美国苹果公司,刺激股价连续涨停。但随后,这家公司不再披露客户名称。也许公司是从商业竞争角度做了各种考

量;还有一种可能就是,既然牵手苹果让股价大涨,那万一恋情出现状况大家分手了,股价也可能不断暴跌。估计公司高管的小心脏受不了,反正也不是强制披露,不如把客户统统蒙面少生事端。

公开信息就在那里,多读受益良多。没有任何机构和媒体可以充分地洞察全部公开信息,而且大多数投资者并没有特别渠道获得有价值甚至涉嫌违规的内幕信息。其实,公开信息可以告诉你更多。最近看到,有一家公司刚上市实控人就质押了几乎全部限售股份,那他是拿钱去补没被曝光的窟窿去了,还是摩拳擦掌想做并购?无论是哪一种可能,都是对你有用的信息。

(作者系证券时报记者)