

# 谨防掉进低市盈率陷阱

■ 郭施亮

根据上海证券交易所的数据,截至5月5日,沪市平均市盈率跌破10倍关口,降至9.69倍。另一方面,根据深交所的最新统计数据,截至5月6日,深市整体市盈率为24.41倍,其中深市主板15.69倍,中小板32.14倍,创业板53.48倍。

按照市盈率的计算公式,即股票价格和每股收益的比率。也就是说,导致市场整体市盈率出现大幅下降的格局,主要存在几种可能,其一是在上市公司整体业绩保持平稳的前提下,股价大幅度下跌;其二是在股价保持平稳的状态下,上市公司的整体业绩大幅提升;其三是在股价下跌与上市公司业绩提升同时存在。

据权威机构统计的数据显示,按照可比口径计算,2013年全年整体净利润同比增长9.54%。从细分市场的数据分析,其中,深市整体净利润增长17.34%;中小板增长5.18%;创业板增长10.48%。另有数据统计,2014年1季度非金融类净利润同比增长8.11%,较去年四季度单季的增速低。此外,创业板盈利增速在2013年4季度触顶,主板与中小板的盈利增速在去年3季度触顶后增速下滑。

在2010年至2013年期间,A股市场的表现并不乐观。其中,2010年全年跌幅高达14%,2011年更创出21%的年度跌幅。去年,A股市场终以下跌收官,全年累计下跌



6.75%。进入2014年,A股市场的表现依然不如人意。期间,多次考验2000点整数关口,市场即将面临“1时代”的考验。

显然,上市公司的平均股价下跌是A股市场整体市盈率下滑的主要原因。

目前,沪市平均市盈率跌破10倍关口,已经基本符合国外成熟市场的投资价值底线。但是,笔者郭施亮认为,投资者需谨防掉进低市盈率的陷阱,主要原因如下。

第一,A股市场齐涨齐跌的局面已不复存在,低市盈率的股票并不受资金关照。过去两年,创业板市场的表现与主板市场

形成了巨大的分化。以2013年为例,当期上证指数全年下跌6.75%,而创业板指数却大幅上涨82.73%。不可否认,A股市场确实与国外成熟市场有着本质性的区别。前者更注重资金跟风效应,不管上市公司本身的质地如何,只要有资金愿意炒作,就会存在大幅爆炒的可能。相反,国外成熟市场强调的是价值投资,价格投机者大多不会有好的结局。此外,在国外成熟市场中,特别对操纵股价、内幕消息等恶劣行为给予极其严厉的处罚。因此,在违规成本高昂的市场环境下,国外成熟市场基本不会出现A股市场中的种种炒作乱象。

第二,十年间股市流通市值大幅膨胀,市盈率的参考价值大幅缩水。2005年沪深股市的流通市值仅有8570亿。2008年该数值飙升至361万亿。如今,沪深市场的流通市值已经突破15万亿。然而,在市场流通市值大幅膨胀的同时,新增流动性却没有明显地提升。按照过去几年公募基金的增持力度,远远落后于市场流通市值的扩张速度。再者,随着重量级的大型企业纷纷上市,其对市场的撬动作用不容忽视。目前,沪深市场流通市值排行在前20的上市公司,足以对指数形成巨大的影响。于是,在一个供需严重失衡的市场氛围下,市盈率的参考意义并不明显。对于大多数的投资者来说,宁愿在股市中“打游击战”,也不愿意长期持股被套。

第三,不合理的市场制度完全改变了

游戏的玩法。过去,A股市场基本呈现出齐涨齐跌的格局。不过,随着股指期货、融资融券等做空工具的出台,大资金大机构凭借资金优势、信息优势等特点完全操控了市场。以前,无论是机构还是散户,都需要采取单向做多的策略才能够获取收益。如今,游戏的玩法已经改变。大资金大机构可以借助多款套利工具灵活操控指数,不必局限于单向做多的操作模式。相反,因受资金门槛限制的中小投资者,只能通过单向做多才能够实现收益。

第四,无风险利率大幅飙升,股市风险溢价明显滞后。过去几年,社会的无风险利率水平高居不下,各路资金纷纷寻找具备较高投资回报率的投资渠道。到了2013年,即互联网金融发展的元年。随着余额宝、理财通、陆金所、PPmoney等各主要理财平台的迅速崛起,大量资金涌进了相应的投资渠道,从而大幅提升社会的无风险利率水平。与此同时,因A股的风险溢价持续偏低,投资吸引力已经大幅降低,也加速了资金的分流速度。因此,在一个跌跌不休的市场格局下,低市盈率已经不是投资者的首选指标。面对各路理财平台的迅猛发展,A股确实面临着前所未有的资金分流压力。

从表面上看,低市盈率指标是一块馅饼。但实际上,它更像是一个陷阱。对于部分崇尚价值投资的中小投资者而言,需谨防掉进低市盈率的陷阱。

## 浅析PE如何挑选投资项目

■ 秦小华

在中国扩大资本市场规模,提高证券化率的大趋势下,主板、中小板、创业板、场外交易市场、各类型的产权交易所,以及未来推出的国际板,都将为各行业中优秀的大、中、小型提供大量的融资契机,从而也为中国本土PE行业提供了巨大的成长机会。

PE投资成功,首先依赖于优秀的投资项目。独具慧眼地,从众多的投资项目中,挑选出优秀的项目,对PE团队的投资能力和判断能力提出了较高的挑战。那么,要怎样才能挑选出优秀的投资项目呢?

### 企业高管素质考察

人是最重要的因素。任何一个投资项目,都是在一定的管理团队领导下达成投资目标的。因此,投资项目的高层管理团队所具有的管理水平、面临困难的积极态度、追求成功的强烈欲望、充满爱心的社会道德责任,以及求真务实的工作作风等,应成为选择优秀的投资项目的重中之重。PE界流行的口头禅“宁愿投资于一流的人,二流的技术、产品;也不愿投资于一流的技术、产品,二流的人”,就是强调一流的管理团队在投资项目中的作用。

### 资金、信息流向关注

但凡投资,资金流向是最重要的考察指标。关注国际PE机构的最新投资动向,主要是关注其投资资金流向。结合本国本地区行业结构和政策,解读PE投资方向和趋势变化,为本土投资项目选择的提供方向标和参考依据。

值得一提的是,在参考资金流向的时候,必须考虑到该PE投资定位与本公司投资定位的异同。从国际PE的投资方向上看,尽管各著名PE公司都依据投资组合来扩大收益,以规避资金风险,但各PE公司都有自己的投资领域定位,不同的定位有不同的主要投资方向,比如专注夹层投资的高盛,其资金流向和投资方向是否适用于本公司就要综合考虑。

### 投资时机选择与分红制度

投资时机的选择,是投资成功的保障。对于PRO-IPO、上市公司夹层投资、上市公司股权(比如定向增发)投资,PE投资者必须结合二级市场走势,在适当的时机做出投资决策。从国际PE的投资时机选择和把握上看,他们常常应用逆向思维,在行业低潮期,股市恐慌期进行布局。

中国资本市场里特有的解禁限售流通制度,在一定程度上,造成PE股权投资周期过长,为PE的IPO退出增添了制度障碍。在投资周期过长的情况下,投资项目的分红制度就成为投资成功的一个补充指标。稳定的红利收益分配政策,成为增加投资收益、缩短投资周期的补充。

### 宏观政策与行业政策精准把握

国家宏观政策与行业政策,构成投资的宏观环境。把握好投资的宏观环境,对国家宏观政策与行业政策的精准把握,为PE提前布局某一行业,获取巨大的投资收益,提供政策保证。

从最近几年的本土PE投资方向上,传统行业中消费领域里,具有一定经营规模和现金流,利润持续增长的行业和公司,成为PE投资的目标。这与之前的国家宏观政策“出口转内需”变化相佐证。从四川的投资来看,城市公共基础设施在最近几年发展迅猛,四川发布的最新数据显示,装饰装修行业获得巨大增长,提前布局的投资资金获得了较大的收入。

尽管对行业内所有的公司来说,面临着同样的政策环境与行业环境,而对PE来说,只有充分应用和提前分析政策的变化,才能提前进入某领域。

必须提出的是,结合一个国家的执政风格,来分析判断投资宏观环境是很有必要的。成熟的宏观政策环境有助于降低投资风险,在一个政策变化较快的国家,成熟的宏观政策和行业政策,能够提供稳定的投资环境,有利于稳定的投资,以减少投资的政策风险。

### 目标项目独立分析与考察

全面评估投资项目的状况成为投资选择的必要。投资项目的财务分析,关联关系,产权关系,专利技术,法律纠纷,风险与收益分析,国家各有关部门颁布的与该行业有关的鼓励政策与限制政策等等,依靠独立的第三方,比如外部审计、律师事务所、信息服务中介等机构,以期得到客观、公正的分析数据和结论。

唯一值得提醒的是,第三方是否真正保持了独立和诚信原则,成为数据和结论是否可采用的判断依据。

除此外,目标项目的产品质量状况、专利技术期限、竞争能力、市场占有率、税收优惠等,都需要PE花大量时间去验证和考察。

总之,挑选一个优秀的项目,需要摆脱大众化的思维,需要占有大量的信息、数据,需要专门的投研部门进行必要的客观分析,多方论证,才能选择出好的项目。

近年来,虽然本土PE发展迅猛,但缺少优秀的投资项目和发现优秀投资项目的人才,正成为PE发展的瓶颈。从国际PE发展过程来看,只有那些专注于自己的投资定位、精耕细作的PE最终获得了成功。

## A股边缘化不利于中国经济转型

■ 苏培科

A股市场一直被贴着“散户主导的市场”,认为A股市场的非理性行为都是散户所为,其实这是一个严重的错误。而错上加错的是监管部门据此来治理市场,出台各种歧视性、偏袒机构的政策,美名其曰“投资者适当性管理”,实则是驱赶散户离场,将其逼入机构囊中,想以此来提升A股市场机构化的比重。

从近几年中登公司公布的数据来看,A股持仓账户数在不断下降,其中2012年比2011年减少3.15%,2013年又比2012年降2.39%,过去这两年中国A股市场持股账户的绝对数已经少了308万以上,意味着股市上的投资者数量在下降,是在不断下降。监管部门“驱离散户与机构化”的举措并未奏效,“散户主导型”的市场特征并未改善,股票市场机构投资者的比重也没有得到提升,反而货币式基金和固定收益类产品的份额在大幅提升,很显然目前A股市场的吸引力在严重下降,而且还不如货币式基金,难怪余额宝等理财产品会迅速膨胀,只能怪A股市场信心太弱,投资者亏损比例太高,撤离股市选择相对低风险的产品也在情理之中,之所以“去散户与机构化”没有出现跷跷板,主要是A股市场中的机构投资者整体也不成熟,投资理念摇摆不定,整体收益太差,而且公募基金只顾收取管理费而不顾投资者的死活,这

种缺乏信托责任的机构投资者自然不被中小投资者所接受,况且目前有多种投资渠道和投资产品可以选择,没必要跟股市较劲。

遗憾的是,监管当局并没有意识到这一问题的严重性,还在想当然地贴标和计划式治理A股市场的行为,其实这种歧视性的监管政策就是市场非理性博弈的原因,一个健康成熟的市场并不事先判断哪一类投资者是健康的哪一类是非理性的,更没有用制度规则来区别对待,一个理性博弈的市场恰恰是由多种投资行为组合,而非单一的一种投资思维主导,而且每个人不可能都是理性人,只有允许多种投资逻辑博弈才能产生一个相对理性的结果,只有一种投资行为那根本不是市场,成熟市场的投资者适当性主要是用风险偏好、产品设计和游戏规则来分类,是投资者自愿选择的结果,然后风险自担,而非强制划分理性人 and 非理性人,一个好的市场环境会让非理性的人也会变的理性,而一个扭曲和充满投机的市场理性人也会变的投机,显然是游戏规则和市场环境决定投资行为。

当务之急,中国股市更需要一个好的市场环境,比如我们需要营造一个法制化、公正、透明的市场,大家在这里可以公平地去角逐,而且有基础的法律环境来保障市场秩序,对违规者高成本处罚,市场环境才能得以完善,投资者的投资行为才会趋于

理性。否则,通过行政划分未必能淘汰非理性的投资者,反而有可能把老实的、弱勢的投资者推到门外。因此,我们的监管理念要尽快调整,别总把板子打在散户身上。

以新股发行制度为例,监管部门在有意偏袒机构投资者,认为机构定价和申购行为相对理性,新股的三高似乎是散户所为,其实这是一个重大的认识误区。他们误以为新股的过度炒作和“三高”是散户非理性追逐而导致,将制度不健全导致的市场弊端全部推给“散户主导的市场”,并错误地认为是机构主导的定价机制不完善,于是一味地偏袒机构投资者。其实,新股发行的“三高”主要是主承销商操控的,由于“直投+保荐”的利益驱动,保荐机构一定会做高发行价、抬高上市价,再加上超额募集还可以获得更多提成和承销费,从而他们会千方百计地制造新股发行的“三高”,如果不叫停“直投+保荐”模式,新股发行的“三高”问题会永远存在。

但监管部门却视而不见,反而对机构投资者增加了网下配售的比例,让一批“特殊身份”的资金高度垄断一级市场的新股申购,继续让中国股市的一二级市场割裂,新股发行仍将成为某些机构和个人的快速捞取财富的渠道。很明显,扭曲的新股分配机制就是歧视性“贴标”造出的恶果,需要尽快修正,否则新股“三高”问题会依然存在。

当前,监管当局应该把保护投资者的合法权益放在首位,加快推进市场化和法

制化,尽快提升市场和投资者的信心,一个边缘化、弱勢的A股市场不利于中国经济结构转型,一个健康有效的股票市场可以在宏观管理领域发挥更重要的作用,股市是一个很好的财富再分配场所,可以纠正初次分配的两极化,也可以充当管理流动性的场所,在流动性泛滥的时候应该充分利用股市来吸纳过剩流动性,而不是让发毛的票子兴风作浪,一会炒房、一会炒农产品;在目前美联储量化宽松退出的状况下,全球流动性有回流美国的趋势,为了避免流动性的暴涨暴跌影响实体经济,一个有吸引力的股票市场可以把准备外流的资金留住,不至于出现大进大出和大起大落,即使股市有些泡沫也总比在熊市中煎熬显得主动。因此,中国要防止股市被边缘化的趋势,随着沪港通、台沪通的开放,中国投资者可供选择的品种在进一步增多,如果A股当局不思进取,A股被边缘化和影子化也不是没有可能。

在这样的市场环境下,投资者在购买A股时不要盲目跟风和追涨杀跌,不要听信股评的推荐,需要认真研究基本面和股价的市场表现,及时捕捉盘面中的各种信号和信息,在适时介入和退出,目前A股市场最佳的策略是趋势性投资,做完一波要尽快出来休息,千万别迷恋上市公司的故事和概念,也不能简单听信业绩、看市盈率、市净率等指标,中国的很多上市公司业绩有包装的成分,要睁大眼睛,避免踩雷。

## 当前IPO重启所面临困境是什么

■ 易容

从4月中旬开始,由于停了一年半的IPO重启,上海综合指数开始下跌,特别是近几天,其跌幅更大。有人估计,由于IPO重启的预期,A股市值已经蒸发1万多亿元了。那么市场为何对国内股市IPO的重启会如此没有信心,是拟上市的公司过多,市场没有足够的承接能力吗?是市场预期拟上市公司“圈钱”更为严重,投资者只好逃上策吗?是近期所出台的股市改革的政策没有切中要害,投资者对股市改革没有信心吗?但这些问题可能都不重要,最为重要的是当前中国金融改革及IPO的启动,有一个最为基本的问题没有解决,即欧美发达市场的金融产品、金融市场、金融工具等能否嫁接到中国以政府对信用隐性担保的市场上来。

一般来说,金融就是对信用的风险定价。不同的信用关系就有不同的金融产品、金融市场及金融工具。不同国家的金融市场结构完全取决于不同的信用关系。对于欧美发达的市场经济来说,各国金融市场结构不同就在于各国的信用基础制度不同。而信用就是企业、个人及政府的承诺。而这些承诺不仅与经济条件和社会环境背景有关,也与一个国家的文化特质、政治法律制度、个人人格及意识形态等有关。

这就使得信用既有个性化信用也有非人格的信用。人格化的信用既与个人人

格有关,也往往由特殊的权力结构来确定。非人格的信用则是由市场长期演进发展而来。比如,在1860年以前中国的信用是以血缘宗法为基础的,而当前中国的信用是建立在政府完全隐性担保基础上。而欧美发达国家的信用是由市场长期演进而来并以一套完全法律和司法制度来保证的。因此,中国市场的信用关系及信用的担保方式是与欧美国家完全不一样。为何许多现代金融市场、金融工具及金融产品进入中国后会水土不服?很大程度上就在于中国的信用基础制度与欧美发达国家不同。可以说,当前中国金融市场的信用从来就没有摆脱过政府隐性担保的窠臼,而欧美发达国家的信用则是由市场长期演化而成并由成熟法治来保证的非人格化信用。

如果中国金融改革希望以政府隐性担保的人格化的信用基础来嫁接现代发达国家的金融市场、金融产品及金融工具,那么这种改革能否成功是相当不确定的。比如说,当前中国金融改革一个基本倾向就是如何让以银行为主导的金融体系转型为以证券市场为主导的金融体系,以此来增加长期资金的供给及发展多层次资本市场,而且这种倾向在政府相关的金融改革文件中就是在什么时候让直接融资的比重达到多少比例。可以说,这才是当前国内股市发展面临的最大问题所在。

也就是说,金融市场交易的就是信用关系,是给信用的风险定价,而当前中国市

场的信用与发达国家有本质上差别。但是政府又希望让成熟国家的金融产品、金融工具及金融市场嫁接到中国的信用基础制度上。这样的嫁接一定会让整个市场问题丛生。因为,政府对信用的完全隐性担保,不仅使得政府完全主导整个市场,而且也会让市场投资者过度高风险,并让其行为收益最自己而让其成本让整个社会来承担。市场过度投机炒作一定不可避免。也就是说,中国资本市场发展不是建立在以严格的法治来保证的非人格的信用基础制度上,而是在政府对信用完全的隐性担保的条件下,以时间进程来确立金融结构比例关系,那么这样的资本市场要发展与繁荣是不可能的。

比如,从近来国内股市发展的情况来看,在IPO暂停的一年多时间,监管层确实在努力对国内股市进行重大改革。特别是在十八届三中全会之后,肖钢推出一系列的证券市场重大制度改革,其改革力度之大是前所未有的,其方向也是正确的。但今年A股IPO暂时启动后,便被紧急叫停。因为,本来市场预期在新股发行制度改革后,新股高发行价、高市盈率及超高募集资金等“三高”行为得以解决,但结果让市场大失所望。也就是说,在新的股市发行制度安排下,国内股市“圈钱”现象不仅没有好转而是变本加厉。这些现象也说明了,如果中国证券市场的新的信用关系没有确立,那么这个市场是无法把发达国家的金融产

品、金融市场及金融工具嫁接到中国市场上来。在这种情况下,中国股市要得以发展与繁荣是不可能的。

还有,中国的T+1交易制度、涨跌停板制度,一些金融衍生产品市场启动,目的就是要规避中国这种信用制度下的过度投机炒作行为。但是实际上是“道高一尺、魔高一丈”,拟上市公司及相关部门都能够突破这些限制,对股市过度炒作以其利益最大化。因为,任何制度安排永远是不完全的,市场的当事人都有可能突破这些制度规则。特别是,由于市场的信用由政府隐性担保,从而使得获利的大小往往会与权力远近有关。这也就是国内股市的中小投资者为何一个个会被杀得落花流水的问题所在。

所以,对于当前国内股市的发展,对IPO的启动,首先就得走出以时间要求金融结构比例关系达标的误区,而是要以既有信用关系来确定中国金融市场结构,并让其自然演进。在此基础上,也不是盲目引进欧美发达的金融市场、产品及工具,而是发展适应当前中国信用关系的金融市场。比如说,对于那些在中国完全没有信用基础的股指期货等产品及其他衍生工具,政府要出台政策逐渐让其萎缩甚至退出市场。国内股市的发展,公司上市也不应操之过急而是逐渐转型。发达国家的金融产品、市场及工具是无法嫁接到当前中国市场的信用基础上的。这就是当前中国股市面临的重大问题所在。