



以七大原则正确认识中国漂亮50

——从美国漂亮50兴衰史看中国漂亮50的投资策略

◎ 中信建投证券研究所

一、美国漂亮50的兴衰

根据目前最流行的网上百科全书 Wikipedia 的定义,漂亮50即“Nifty Fifty”,是一个非正式的称谓,指的是20世纪60、70年代在美国纽约证券交易所交易的、被公认为应该坚定地购买并持有的50只最流行的大市值成长型股票,这50只股票被认为推动了美国上世纪70年代初的大牛市。时至今日,漂亮50中的大多数仍然保持着优良的业绩,尽管有一些几乎已经一文不值。投资者认为这些股票即使在很长的时间里都将是极其稳定的,因此常常将其视为“一旦拥有,别无所求”(one-decision)的投资对象。

但是,漂亮50的来源却是众说纷纭,甚至没有一份公认的、明确的漂亮50名单。目前可以找到的关于漂亮50的名单有两个,一个是来自1977年福布斯杂志一篇回顾漂亮50的文章脚注中 Morgan Guaranty Trust 所列出的名单;另一个来自 Kidder Peabody 所列出的每月市盈率(P/E 倍数)最高50家大公司名单。尽管从通常对漂亮50的理解上看, Kidder Peabody 漂亮50更接近人们印象中的漂亮50,但 Kidder Peabody 否认自己所列的50家公司就是漂亮50。Morgan Guaranty Trust 漂亮50和 Kidder Peabody 漂亮50中都存在的股票有24只,被称为恐怖24(Terrific24)。因为根据后来的研究测算,这24只股票所构成的投资组合的表现极差,给投资者带来的投资收益远低于市场平均水平。

1、美国漂亮50的盛衰

漂亮50都拥有强劲的基本面、出色的资产负债表、强大的品牌和不容挑战的竞争地位。这样的股票很快引起了机构投资者的注意,多年以来一直把债券作为首要投资选择的机构投资者开始大量购入漂亮50股票。正是在以机构投资者为主导的市场狂热追捧下,漂亮50的股价很快就得到了飙升,不仅达到了前所未有的高度,而且还屡创新高,在1972年时达到了顶峰。在 Morgan Guaranty Trust 漂亮50中,市盈率最高的公司是 Polaroid,达到了90.7倍,最低的为ITT的16.3倍,50家公司的平均市盈率高达41.9,是同期标准普尔500(19.2)的两倍多。与此同时,在 Kidder Peabody 漂亮50中,即使是市盈率最低的公司也在40倍以上,而平均市盈率更是高达60多倍。

然而,其盛也速,其衰也疾。就在漂亮50甚嚣尘上,成长投资大行其道的时候,1973年的世界石油危机不期而至,美国经济迅速衰退,美国股市也随之迅速由牛转熊出现了暴跌。在全面下跌过程中,当然跌得最凶、最惨的漂亮50首当其冲,跌得也最多。其中 Xerox 下跌71%、Avon 下跌86%,而 Polaroid 则下跌91%。在上世纪70年代股市最低

点,漂亮50中市盈率最高的仅为13倍,最低的只有6倍,平均市盈率为9倍,仅为最高点时的近五分之一,漂亮50终于从捧到天上到最后重重地摔在了地上。从此漂亮50几乎成为了过份投机、股市泡沫的代名词。

2、对美国漂亮50的重新解读及其影响

自从漂亮50神话破灭后,对漂亮50的反思和批判持续了20多年,直到上世纪90年代初美国学者 Jeremy Siegel 发表他的研究成果,人们才开始重新认识漂亮50的价值。Jeremy Siegel 的研究主要是为了回答这样一个问题,即作为一个组合,漂亮50是否值得人们在70年代初最疯狂时所付出的高价?通过分析 Morgan Guaranty Trust 漂亮50组合的收益情况,并对比市场平均水平,Jeremy Siegel 得出了一个结论,那就是从一个相当长的时期来看,漂亮50的收益是能够配得上当年市场所给出的价格的,甚至有一些股票在当时还是被远远低估了的。

Jeremy Siegel 的结论一经提出,立即引起了非常大的轰动,投资者迅速将其解读为,不管什么时候,不管什么价格,只要有钱就应该买漂亮的股票,50这样的股票,因为只要长期持有,就肯定能获得不错的回报。而上世纪90年代初,正是美国股市重新起步的时候,正是从这个时候开始,美国开始了长达近十年的大牛市,而 Jeremy Siegel 本人也被称为这一大牛市的精神教父。

高增长、高市盈率是漂亮50的显著特征,而这也是科技股、网络股的显著特征。既然当初漂亮50在当期来看那么高的价格都能最终取得不错的收益,更何况科技股的增长速度远高于漂亮50的增长速度,所以价格根本就不是问题。于是美国股市疯狂到了股价没有最高,只有更高的程度。

随着美国历史上最大的股市泡沫的破灭,Jeremy Siegel 的研究成果也受到了越来越多的质疑。Jeff Fesenmaie 和 Gary Smith 首先对 Jeremy Siegel 所采用的漂亮50样本提出了疑问,认为 Morgan Guaranty Trust 漂亮50夸大了收益,而且是不合适的,因为漂亮50的显著特征是高市盈率,而 Jeremy Siegel 所用的 Morgan Guaranty Trust 漂亮50中有很多股票的市盈率并不是特别高,所以应该以市盈率更高的 Kidder Peabody 漂亮50作为研究对象。而且既然漂亮50给人们的警示是买入股票时不要出价过高,那么研究时应该关注价格更高的股票,而不是相对而言并不是那么贵的股票。此外,Jeff Fesenmaie 和 Gary Smith 重新测算了漂亮50的收益情况,根据他们的测算结果,如果在1972年初投资于 Kidder Peabody 漂亮50组合,那么到2001年底,从该组合中获得的收益将只

有标准普尔的一半多一点。

计算从1972年12月31日到2001年12月31日 Morgan Guaranty Trust 漂亮50和 Kidder Peabody 漂亮50的年化复合收益率,可以看出,Morgan Guaranty Trust 漂亮50中高于标准普尔500的股票只有18只,而 Kidder Peabody 漂亮50更是只有10只,两者共有的 Terrific 24也只有6只,这跟 Jeremy Siegel 的结果还是有比较大的差别的。而如果把漂亮50中的股票按照其市盈率与其年化收益率做相关回归分析,就会发现两者之间存在着显著负相关,即市盈率越高的股票收益率越低。

二、中国漂亮50的兴起

漂亮50概念在中国的广泛传播最早源于《新财经》杂志2004年首次推出的中国版“漂亮50”评选活动。但漂亮50在中国的宣传从一开始就是以非常正面的形象出现的,因为美国漂亮50都是非常知名的大公司,所以对漂亮50的评选是以所谓的寻找中国最具竞争力和最具成长性的龙头企业作为标榜,以向美国这些大公司看齐,而入选漂亮50也被视为一项很高荣誉。这似乎与漂亮50在美国所引起的广泛争议和深刻总结大相径庭,而将“Nifty Fifty”这一舶来品翻译为漂亮50也确实有点哗众取宠的意味——其实 Nifty 的本意是“俏皮”的意思。

从《新财经》杂志2004年评选的中国漂亮50(见表,其中有6只港股,这里没有考虑)可以看出,从2004年8月至今的三年里,中国漂亮50的收益相当惊人,其中有8只股票的年化收益率都超过了100%。但从市盈率角度来看,收益率比较高的股票市盈率都相对不是很高。不可否认,中国漂亮50所取得的超额收益与中国证券市场的整体大环境密切相关,所以也就降低了其作为参考的价值。

尽管漂亮50概念在2004年就已经被人提起,但由于中国资本市场随着股权分置改革的实施以及全流通时代的到来,正发生着翻天覆地的变化,仿佛一夜之间几乎所有的股票都有了前所未有的投资价值。市场上的热点如此之多,以至于漂亮50在很长一段时间里都很少有人提起。

但随着沪深股市不断发展,市场估值水平的不断提高,尤其是经过了2007年上半年的疯狂后,市场迫切需要明确的投资方向。就在这个时候,曾经一度沉寂的大盘蓝筹股再度受到了投资者的青睐,而随着机构投资者日益成为市场主导,在中国被视为优质成长大盘蓝筹的漂亮50概念也再次成为了市场热点,仿佛只要沾上了漂亮50概念就可以立于不败之地。市场上漂亮50的提法也是此起彼伏,各种各样的漂亮50评选也是如火如荼地开展起来。

三、正确认识中国漂亮50

中国对漂亮50的炒作才刚刚开始,我们不应该忘记美国漂亮50带给投资者的经验和教训,对美国的前车之鉴一定要认真汲取。尽管通过比较中美漂亮50的共同点和不同点,我们认为两者的异大于同,中国的漂亮50应该不会走上美国漂亮50同样的道路,但由于中国漂亮50的未来带有更大的不确定性,其前景也就更加难以预测,所以我们更加需要保持警惕。

通过美国漂亮50历史,我们总结出了投资中国漂亮50的几个要点。尽管两国的差异很大,但我们相信无论在何时何地,投资的很多基本原则都是共通的。

一是能买市盈率低的股票就不要买市盈率高的股票。这看起来似乎是很简单的道理,但在很多时候却往往被投资者置之脑后。我们需要再次提醒投资者,从长期来看,市盈率和投资收益率两者之间的关系是成反比的。

二是不管成长性有多好,都要注意股票的买入价格。对成长性的过分追捧往往会使投资者陷入疯狂中,也就容易忽视了买入价格是否过高。实际上,对任何一项投资而言,最终是买入价格决定了其收益高低,甚至是否能盈利。

三是尽量做好分散投资。不管业绩有多么好、前景有多么灿烂的股票,投资者都不能将其功于一役。只持有少数几只股票,这样做风险实在太大,没人能准确预测哪只股票能给投资者带来最大的收益,所以集中投资取得成功的概念就跟买彩票一样,只能是可遇而不可求。

四是买了就不卖并不是理性的

■ 信息评述

港股直通车酝酿增设始发站

在中国银行率先获得有“港股直通车”之称的境内个人直接对外证券投资业务试点资格之后,交通银行、工商银行、建设银行近日已提交相关申请,力争获得分别在北京、沪、深展开试点的资格。

海通证券:

天津中行“港股直通车”业务还未拿到正式批文时,五大行里除农行外,工行、建行与交行就立即提出试点申请,因此,不排除到最后除农行之外的四大行都有获得试点资格的可能。京、沪、深三地是内地股票投资人最为集中的地区,如果除农行之外的四大行都获得了在三地试点资格,那意味着基本实现了内地个人投资资金在港股与A股间的无障碍流动。如果这样的话,港股与A股间的差价会快速消除到最低限度,其过程将可能如同基金市场中的“封转开”。

从目前来看,中国资本市场国际化进程中的第一站是与香港市场对接。那么,在内地人可以投资港股试点之后,下一步将会试点什么呢?值得我们仔细思量。

央企生死面临新的“三年大限”

经过一年多的起草、论证、沟通和协调,由国资委规划发展局执笔起草的《中央企业布局和结构调整的指导意见》,经国资委、发改委和国防科工委等几个相关部门充分交流,几易其稿后,将在近期由国务院办公厅发布。

海通证券:

《指导意见》将央企重组方式,保持绝对控制力的七大行业,鼓励整体改制、整体上市等内容予以强化。同时,还将对国资委主任李荣融提出的“央企必须做到行业前三名”的说法等内容做出解释。央企的资产整合已经成为近来以至今后一段时期的经济热点,这种整合显然是国有经济“有进有退”战略步骤的一部分,有利于增强经济安全和对国有经济的影响力。但研究表明,相对于其它类型的企业,国有企业的效率相对较低,但经济中企业利润却以较大的份额越来越明显地集中于少数的大型国有企业,这种现象与国有企业“天然”垄断地位是分不开的。如何在国有企业做大做强和促进市场竞争找到平衡,将是构建中国经济长远竞争力的一个重要方面。

我国拟扩大养老保险基金投资范围

随着养老金巨额缺口压力的增加,日前劳动和社会保障部会同财政部共同起草了《养老保险个人账户基金投资管理办法》,拟扩大养老基金投资范围。

国泰君安:

截至去年底,我国养老金空账已达9000亿元,而养老金账户节余只有4800亿元。据了解,企业年金计划涉及及到委托人、受托人、投资管理人、账户管理人四方面的关系,业内人士分析,为了保护个人账户利益,避免风险过于集中,通常不会将受托人、投资管理人和账户管理人资格集中于一家企业。在保险业,中国人寿、平安、太平洋保险公司已具备企业年金资格,但除中国人寿外,其它两家保险公司并没有获得“三位一体”的资格,估计第二批企业年金“选秀”开始后将会有更多保险机构争抢份额,同时更多的银行、基金公司也有望获取资格。

首期6000亿元特别国债发行

首批6000亿元特别国债昨日发行,这批国债拟在同日从农业银行账面“过手”给人民银行,利率将在4.3%左右,较贴近市场长期利率水平,而传说的2000亿元向市场发行的特别国债不在此次发行之列。

齐鲁证券:

6月底,全国人大常委会批准财政部发行1.55万亿元特别国债购买2000亿美元外汇储备,财政发债购汇相当于用特别国债替换部分央行票据,无本质变化。因此,发行特别国债不直接影响市场货币供应量,也不直接影响证券市场中的存量资金,我们认为此举对股票市场影响甚微。

天相投顾:

央行获得特别国债,本身对市场流动性没有影响,但是为央行未来利用特别国债在公开市场进行操作提供了中长期的调控工具。考虑到目前市场资金充裕和央行可能不愿意折价向市场出售特别国债以拉高长期利率,我们认为目前特别国债的发行对市场流动性影响不大。

申银万国:

伴随特别国债的发行,其影响再次引起市场的高度关注。我们继续维持前期的观点,借道农行发行的特别国债实质上仍是向人民银行发行,其影响也等同于向人民银行发行。具体体现在三个方面:1、由于是财政部发债而不是央行发债而购买外汇储备,在一定程度上改变了过去的流动性投放机制,有助于缓解流动性过剩局面;2、特别国债的发行增加了央行的货币政策工具,扩大了央行的货币政策空间,将在一定程度上增加央行货币政策的自主性和有效性;3、外汇储备从央行转移到财政部之后,减少了央行持有的外汇储备,将在一定程度上改变外汇储备增加过快,人民币升值压力过大的局面。

不过考虑到以下方面,特别国债购买外汇这一制度创新对市场的影响不会很大。1、发行特别国债从本质上讲仍是事后对冲措施,没有改变流动性过剩的根源;2、特别国债的发行将在一定程度上替代原来的央票,法定存款准备金率等流动性回笼政策,总体力度仍然会保持适度。实际上为了保证特别国债的顺利发行,财政部的有关负责人多次强调特别国债的发行并不直接影响证券市场中的存量资金。另外,值得关注的是,市场传闻的向市场直接发行2000亿元特别国债的事情,尽管还没有官方的明确表态,但是我们考虑到未来几个月流动性状况,觉得这种可能性很大。由于发行数量偏大,可能会对市场利率产生一定的冲击。

券商研究机构首次关注上市公司追踪

(统计日:8月1日-8月28日)

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	报告类型	发布时间	2007报告预期		2008报告预期		2007一致预期		2008一致预期		目标价	8.28收盘价
						EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE		
000686	东北证券	申银万国	增持	深度报告	8-27	1.85	30.741	2.29	24.834	2.706	19.105	3.105	16.652	48.79	56.87
600166	福田汽车	华泰证券	中性	点评报告	8-23	0.62	23.242	0.75	19.213	0.522	28.106	0.562	26.107	--	14.41
600526	福达环保	华泰证券	观望	点评报告	8-21	0.06	348.667	0.08	261.5	0.06	364.167	0.08	273.125	--	20.92
600820	隧道股份	安信证券	增持	点评报告	8-21	0.35	44.286	0.52	29.808	0.364	43.388	0.508	31.044	20	15.5
600806	昆明机床	海通证券	买入	点评报告	8-21	0.67	40.209	0.95	28.358	0.668	41.569	0.908	30.601	--	26.94
600978	宜华木业	上海证券	跑赢大市	点评报告	8-21	0.637	56.641	0.982	36.741	0.684	53.909	1.02	36.154	44.2	36.08
600377	宁沪高速	兴业证券	推荐	点评报告	8-20	0.34	32.412	0.46	23.957	0.321	31.59	0.431	23.522	12	11.02
002129	中环股份	东方证券	增持	点评报告	8-20	0.264	68.182	0.401	44.888	0.29	62.066	0.43	41.799	--	18
600173	S*ST丹江	申银万国	中性	深度报告	8-20	0.37	51.189	0.59	32.102	0.37	51.189	0.59	32.102	--	18.94
002084	海鸥卫浴	中金公司	推荐	深度报告	8-17	0.73	42.192	1.33	23.158	0.72	43.722	1.307	24.092	40	30.8
600396	金山股份	国海证券	增持	点评报告	8-16	0.65	41.369	0.85	31.635	0.614	42.642	0.818	32.02	29.25	26.89
002154	报喜鸟	中信证券	无	新股研究	8-15	0.67	68.877	0.79	49.696	0.557	66.013	0.76	48.432	--	39.26
002097	山河智能	中金公司	审慎推荐	深度报告	8-15	1.26	41.19	2.05	25.317	0.62	82.428	1.005	50.839	112.09	51.9
002156	通富微电	中信证券	无	新股研究	8-14	0.29	86.034	0.49	50.918	0.374	65.208	0.498	49.058	--	24.95
002155	厦钨矿业	兴业证券	无	新股研究	8-14	0.447	147.651	0.786	83.969	0.457	139.897	0.74	86.32	31.6	66
000568	泸州老窖	广发证券	无	一般报告	8-13	0.584	103.048	0.839	71.728	0.749	80.399	1.124	53.521	58	60.18
002150	江苏通润	兴业证券	无	新股研究	8-9	0.722	56.094	0.86	47.093	0.739	54.026	0.886	45.058	34.4	40.5
600736	苏州高新	海通证券	买入	点评报告	8-8	0.43	42.535	0.71	25.761	0.435	44.388	0.732	26.366	22	18.29
600360	华微电子	天相投顾	买入	点评报告	8-8	0.663	37.134	0.832	29.591	0.689	36.203	0.955	26.144	31.5	24.62
600269	赣粤高速	海通证券	买入	点评报告	8-7	0.82	20.963	0.93	18.484	0.833	20.818	0.906	19.155	20	17.19
002162	斯米克	中信证券	无	新股研究	8-7	0.2	77.2	0.28	55.143	0.201	75.566	0.299	50.749	--	15.44
000528	柳工	东方证券	增持	点评报告	8-1	1.03	33.495	1.2	28.75	1.187	29.261	1.525	22.782	29.98	34.5
002160	常铝股份	兴业证券	无	新股研究	8-1	0.3	126.233	0.38	99.658	0.316	108.812	0.399	86.228	--	37.87

说明:“首次关注”品种由于市场认知度不高往往非对称信息体现得较为

明显,在知情者交易向公众化交易过渡过程中黑马频出。我们从两个角度追踪它们的动向,一是利用机构研究

报告明示出具的“首次关注”为筛选逻辑,但应注意到的某机构出具的

首次关注品种可能已是其他机构早已纳入关注范畴的品种;二是从全部

卖方机构的研究成果中筛选出一个周期内第一次被机构纳入研究关注

范畴的品种(即首篇报告)。(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)