投资策略系列：低估值策略（下）

策略专题研究报告

本报告的主要看点：

1. 何为价值陷阱，美股和 A 股市场典型的价值陷阱案例
2. 如何避开价值陷阱

价值回归：如何避开价值陷阱

基本结论

- **价值陷阱是低估值策略无法回避的问题，所谓价值陷阱是指低估值股票价格持续下行，并没有出现均值回归的情形。**也就是说“便宜有便宜的道理”，低估值的原因并不是公司价值被市场低估，而是反映了未来持续恶化的盈利预期，这一预期也在后续逐步被证实。事前去识别哪些公司和行业属于价值陷阱是比较困难的，但事后去看，无论是美股市场还是 A 股市场都上演着许多价值陷阱的案例。

- **导致价值陷阱的原因：行业景气、竞争格局和战略决策**

  1）公司低估值有可能反映的是未来行业景气下行，处在景气下行行业的公司，特别是那些受行业冲击影响较大的低估值公司往往可能是价值陷阱。行业景气下行一方面可能是行业永久性衰退，就像黑莓和诺基亚为代表的传统手机行业。另一方面可能是行业周期性下行，典型的例子是传统周期行业。具体来说，周期顶部的周期股估值看似很低，但实际上反映的是未来盈利的下行，所以彼得林奇总结到“周期股应该高 PE 时买入，低 PE 时卖出”。

  2）行业竞争加剧，市场份额下滑，也会使得那些看似便宜的公司演变成价值陷阱。在行业逐步进入成熟阶段后，行业竞争加剧和行业集中度提升的背景下，总会诞生赢家和输家，那些市场份额被其他企业蚕食的公司业绩将持续面临下行压力。这个阶段的低估值往往是企业竞争处在劣势的反映，一定程度上也是典型的价值陷阱。

  3）除了行业因素之外，公司自身战略决策也是造成价值陷阱的重要因素，实际上公司陷入价值陷阱的背后或多或少都有公司内部治理的问题。其中最常见的企业战略决策失败是公司并购扩张策略的失败，与此同时资本市场会对企业战略决策会进行用脚投票。

- **避开价值陷阱需要回到基本面研究，最重要的是对公司盈利能力和现金流进行深度挖掘。**1）对企业盈利能力的分析，除了行业等宏观因素之外，更重要的是自下而上分析公司的盈利模式和竞争格局。一般来说企业盈利主要来自内生增长的公司业绩相对更加稳健，主要依赖外延并购和对外投资的公司业绩波动更大，因此需要重点关注企业商誉以及投资等非主营业务收益的情况。而竞争格局的变化则直接体现在公司的毛利率上。2）除了盈利之外，企业产生现金流的能力也至关重要，特别是企业利润转化为现金流的能力以及公司自由现金流的持续性。一般来说，公司过去 5-10 年的经营性现金流加总和净利润加总的比值大幅低于 1 是一个消极信号。对于自由现金流，这是刻画企业满足再投资后可分配现金流量的重要指标，能持续创造正的自由现金流的公司基本面一般不会太差。

- **PB-ROE 框架下识别估值陷阱的核心在于 ROE 的持续性，持续保持较高 ROE 水平的公司是稀缺的，每年超过 15%的公司无法延续此前持续高 ROE 的趋势。**PB-ROE 选股策略一定程度上是在“便宜货”里面选优质标的，实际上，PB-ROE 框架下的核心问题是研究公司 ROE 的持续性和稳定性，因为即使是低估值叠加高 ROE 也可能是价值陷阱，比如前文提及的周期顶部的周期股，ROE 短期也可能维持高位。研究公司 ROE 的持续性，一方面可以看过去长时间序列 ROE 的变化，特别是在一个完整经济周期下的 ROE 变化。另一方面需要具体研究一家公司 ROE 的核心驱动力（基于杜邦分析），前瞻公司未来 ROE 的持续性。

- **风险提示：**经济复苏不及预期、海外黑天鹅事件（政治风险等）

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiongfeng@gjzq.com.cn

内容目录

一、价值陷阱是低估值策略无法回避的问题.....4
二、导致价值陷阱的原因：行业景气、竞争格局和战略决策.....5
2.1 警惕行业景气下行周期中的低估值陷阱.....5
2.2 价值陷阱的背后往往存在竞争格局恶化的情形.....6
2.3 战略决策失败或是市场给公司低估值的原因.....8
三、避开价值陷阱需要回到基本面：盈利能力与现金流.....10
3.1 盈利能力：增长模式与竞争格局.....10
3.2 现金流：利润转现能力与自由现金流.....10
四、PB-ROE 框架下如何识别价值陷阱.....11
4.1 PB-ROE 识别估值陷阱的核心在于 ROE 的持续性.....11
4.2 每年超过 15%的公司无法延续此前持续高 ROE 的趋势.....12

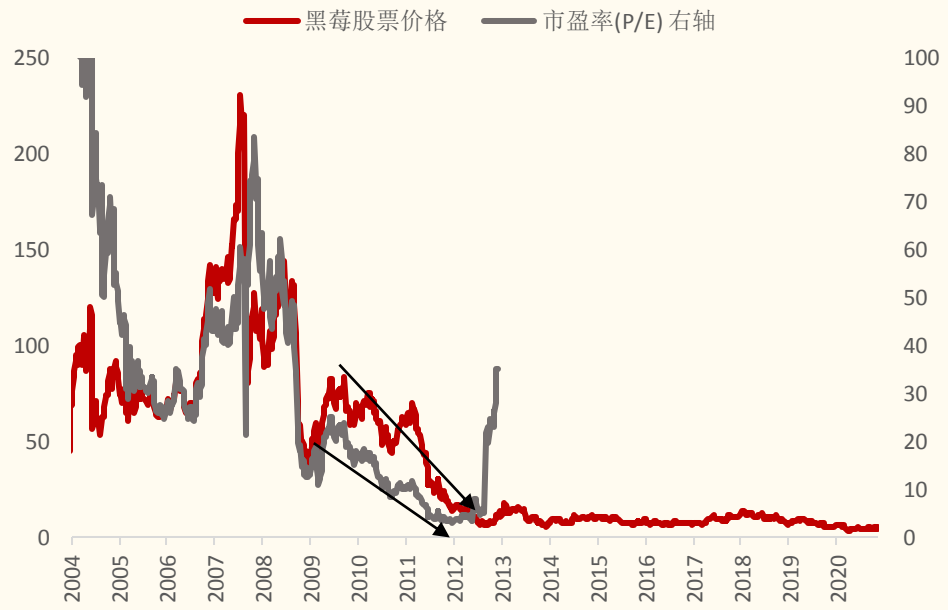
图表目录

图表 1：黑莓公司股价和市盈率走势.....4
图表 2：黑莓公司 EPS 和市盈率.....5
图表 3：长安汽车股价和估值.....6
图表 4：长安汽车投资收益几乎贡献了全部的营业利润.....6
图表 5：西尔斯股价和估值.....7
图表 6：2019 年洋河股份大幅跑输白酒指数.....7
图表 7：洋河股份及其主要竞争对手收入增速.....8
图表 8：洋河股份及其主要竞争对手毛利率变化.....8
图表 9：天神娱乐股价和估值.....9
图表 10：天神娱乐商誉情况.....9
图表 11：企业增长模式及竞争格局.....10
图表 12：现金流与企业经营.....11
图表 13：A 股上市公司 PB/ROE 分布.....12
图表 14：ROE 超过 10%的 A 股上市公司数量占比.....12
图表 15：ROE 持续超过 10%公司数量和淘汰率.....13

一、价值陷阱是低估值策略无法回避的问题

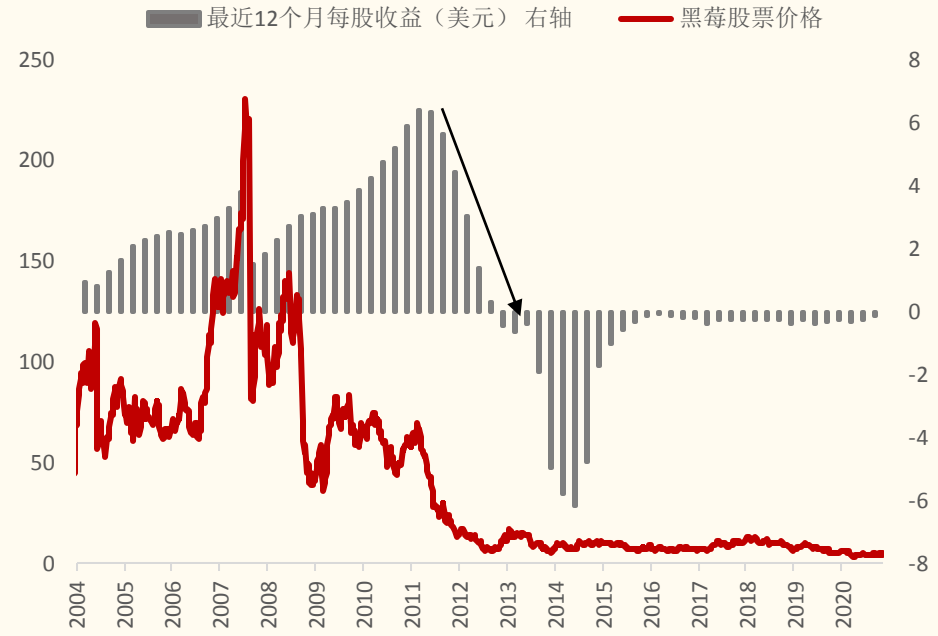
- **所谓价值陷阱是指低估值股票价格持续下行，并没有出现均值回归的情形。**也就是说“便宜有便宜的道理”，低估值的原因并不是公司价值被市场低估，而是反映了未来持续恶化的盈利预期，这一预期也在后续逐步被证实。事前去识别哪些公司和行业属于价值陷阱是比较困难的，但事后去看，无论是美股市场还是 A 股市场都上演着许多价值陷阱的案例。
- 以黑莓公司为例，在苹果和安卓手机大规模流行前，黑莓手机是曾经的商务智能手机的领头羊。黑莓公司股票价格在 2007 年 7 月达到历史最高，而后开始持续下行。与此同时公司市盈率也持续下行，由 2007 年的 80 倍以上下降到 2009 年的 11 倍左右，此时的公司估值处在历史最低水平。但如果此时由于低估值而买入黑莓公司的股票，那将是陷入了典型的价值陷阱。在 2009-2012 年期间，公司股价持续下行，估值也持续创新低，直到 2013 年公司开始出现持续亏损。2016 年 10 月黑莓公司正式宣告将停止研发和生产智能手机。

图表 1：黑莓公司股价和市盈率走势



来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表 2：黑莓公司EPS 和市盈率



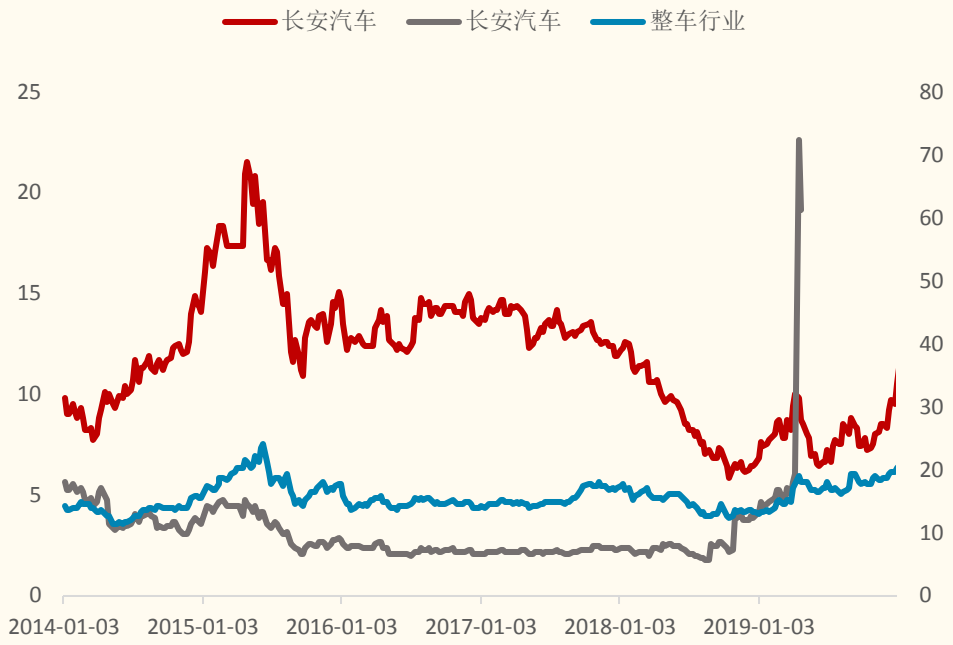
来源：Bloomberg、国金证券研究所

二、导致价值陷阱的原因：行业景气、竞争格局和战略决策

2.1 警惕行业景气下行周期中的低估值陷阱

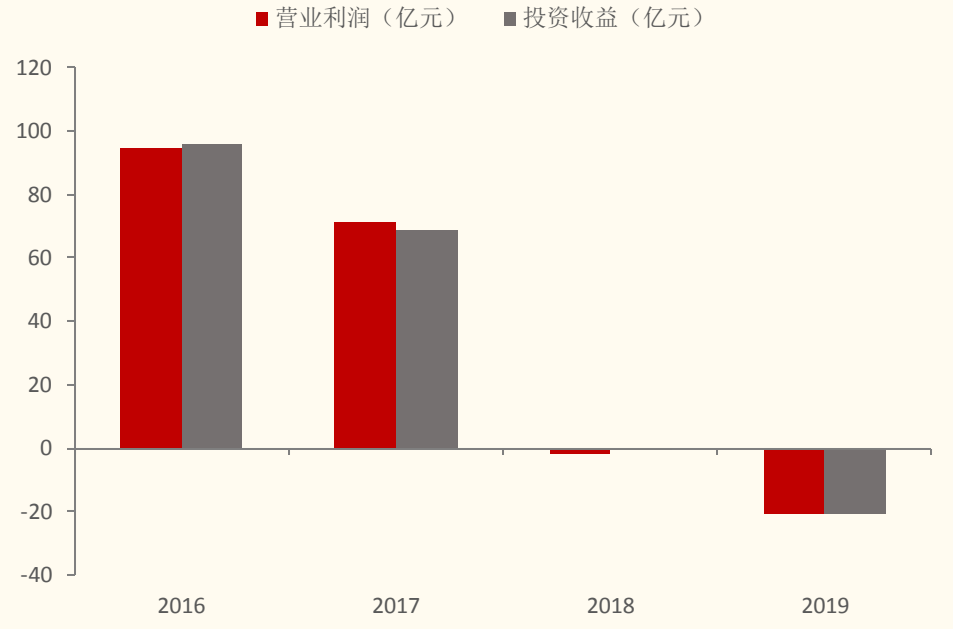
- **公司低估值有可能反映的是未来行业景气下行，处在景气下行行业的公司，特别是那些受行业冲击影响较大的低估值公司往往可能是价值陷阱。**行业景气下行一方面可能是行业永久性衰退，就像黑莓和诺基亚为代表的传统手机行业，前文提及的黑莓公司就是典型的行业永久性衰退导致的价值陷阱。另一方面可能是行业周期性下行，典型的例子是传统周期行业。具体来说，周期顶部的周期股，强劲的盈利导致估值看似很低，但实际上低估值反映的是未来盈利的下行，所以彼得林奇总结到“周期股应该高 PE 时买入，低 PE 时卖出”。**总体而言，行业永久性衰退导致的价值陷阱将长期持续，行业周期性下行导致的价值陷阱会随着行业周期的变化而修复。**
- **从个股案例来看，2017-2018 年的长安汽车是典型的由于行业景气下行（周期性下行）导致的价值陷阱。**长安汽车是国产汽车巨头之一，2011-2015 年是长安汽车的高速发展阶段，2015 年股价达到最高点。但是 2017 年以来，公司 PE 估值中枢持续维持在 6 倍左右，创历史新低，相对汽车整车行业整体 14 倍左右的 PE 明显低了很多。但从后续公司业绩来看，低估值反映了公司业绩持续下滑，随着盈利下滑公司估值急剧抬升。从基本面来看，长安汽车业绩下滑主要原因在于整个汽车行业的景气度下行。从国内汽车销量增速来看，2017 年以来行业增速持续下行，在行业景气下行阶段，长安汽车销量增速明显下滑。微观来看，除了行业不景气之外，长安汽车此前一直依赖的投资收益大幅衰减也是业绩下行的主要原因。

图表 3：长安汽车股价和估值



来源：Wind、国金证券研究所

图表 4：长安汽车投资收益几乎贡献了全部的营业利润



来源：Wind、国金证券研究所

2.2 价值陷阱的背后往往存在竞争格局恶化的情形

- **行业竞争加剧，市场份额下滑，也会使得那些看似便宜的公司演变成价值陷阱。**在行业逐步进入成熟阶段后，行业竞争加剧和行业集中度提升的背景下，总会诞生赢家和输家，那些市场份额被其他企业蚕食的公司业绩将持续面临下行压力。这个阶段的低估值往往是企业竞争处在劣势的反映，一定程度上也是典型的价值陷阱。

- 市场上总是会上演着这种看不见的硝烟战争，比如美股的零售行业，在沃尔玛、亚马逊等公司持续扩张的背景，西尔斯这家百年老店在竞争中走向了破产。

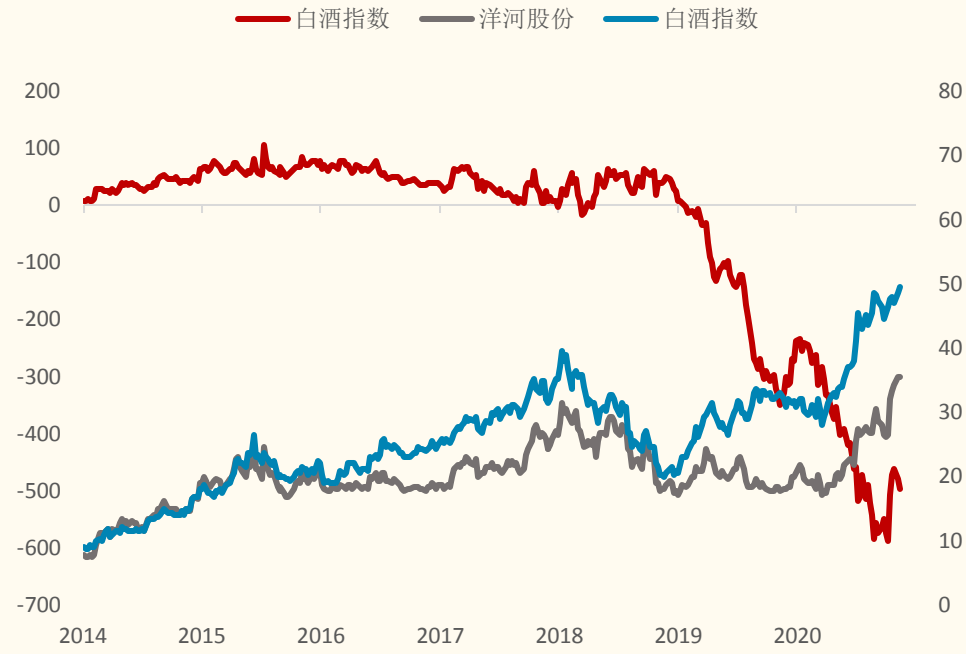
图表 5：西尔斯股价和估值



来源：国金证券研究所

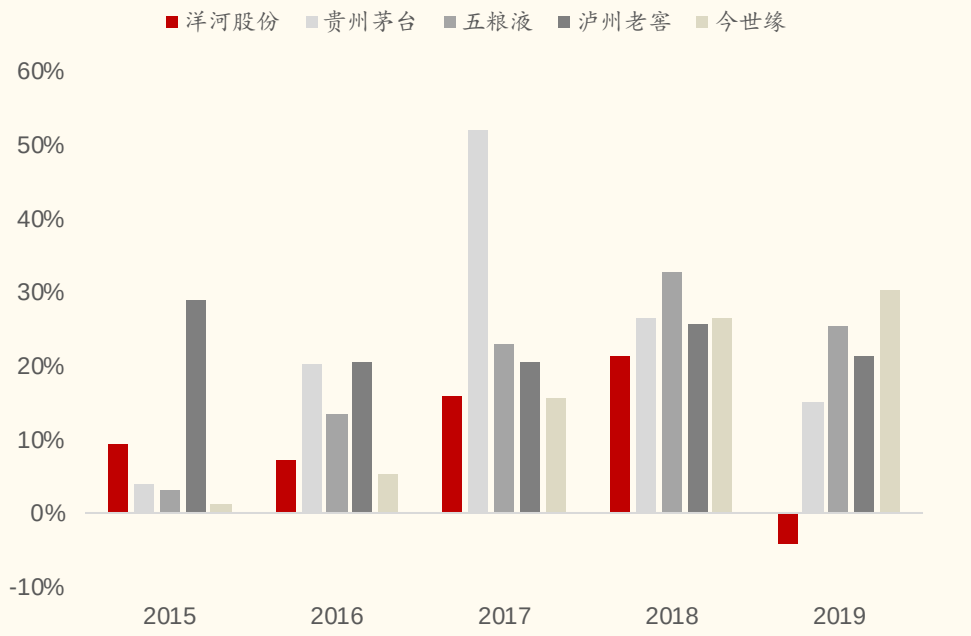
- **在 A 股市场，2019 年的洋河股份也是因为竞争格局恶化而导致价值陷阱的典型案例。**2019 洋河股份在中高端白酒市场竞争加剧的背景下，一方面江苏省内竞争落后于今世缘等公司，另一方面省外中高端市场在“茅五泸”的挤压下洋河也无法取得突破。所以在 2019 年整个白酒板块当中，洋河股份的估值相对较低，PE 估值不到 20 倍，相对整个板块整体 30 倍左右的估值来说估值较低。但事后来看，洋河股份股价在 2019 年大幅跑输白酒指数，其低估值一定程度上是价值陷阱，从业绩来看，2019 年洋河股份收入增速为-4%，远低于“茅五泸”和江苏省内竞争对手今世缘。

图表 6：2019 年洋河股份大幅跑输白酒指数



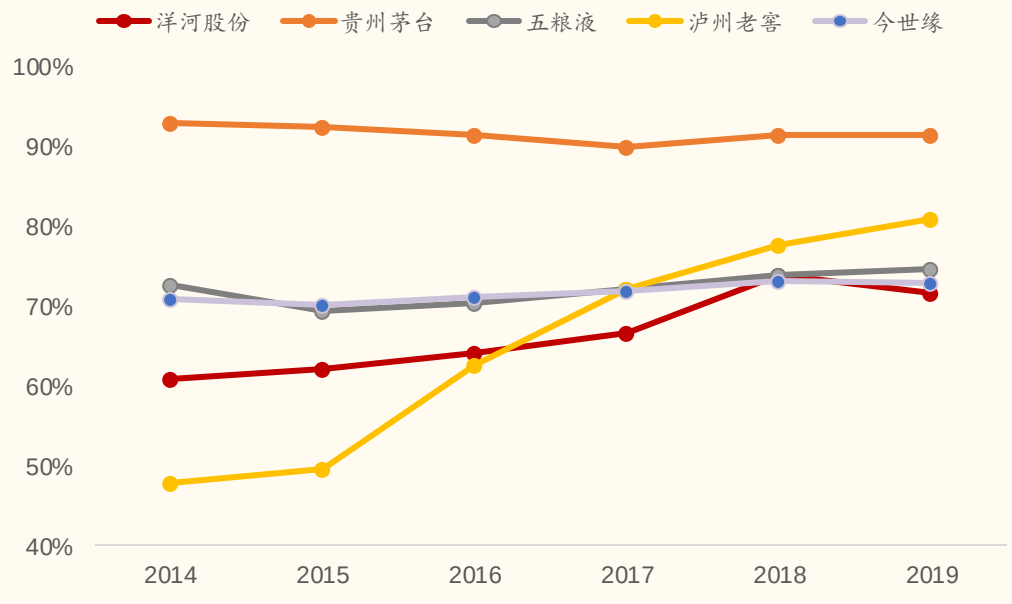
来源：Wind、国金证券研究所

图表 7：洋河股份及其主要竞争对手收入增速



来源：Wind、国金证券研究所

图表 8：洋河股份及其主要竞争对手毛利率变化



来源：Wind、国金证券研究所

2.3 战略决策失败或是市场给公司低估值的原因

■ **除了宏观和行业因素之外，公司自身战略决策也是造成价值陷阱的重要因素，实际上公司陷入价值陷阱的背后或多或少都有公司内部治理的问题。**战略决策失败是许多公司陷入困境甚至破产的重要原因之一，其中最常见

的企业战略决策失败是公司并购扩张策略的失败，与此同时资本市场会对企业战略决策会进行用脚投票。

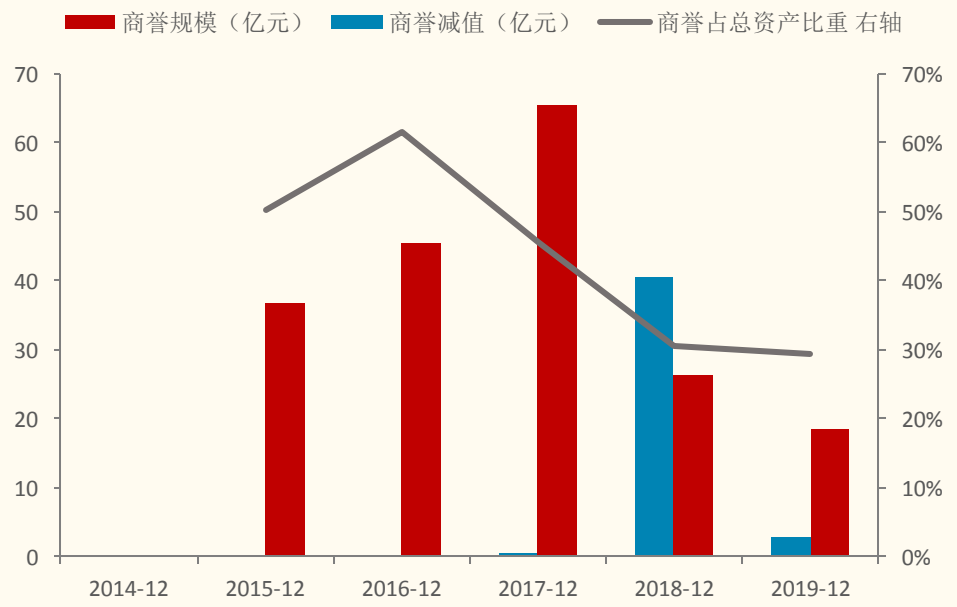
- 以天神娱乐为例，从 2015 年开始天神娱乐大规模进行收购，先后收购了妙趣横生、雷尚科技、爱普信息、Avazu Inc 等公司。截止 2017 年，形成了高达 65 亿的商誉，商誉占总资产规模一度高达 61.6%。从天神娱乐的市场表现来看，市场对公司的并购并不看好，公司股价持续下行，与此同时估值也同步持续下跌。**2018 年下半年公司 PE 估值一路下跌至个位数，看起来估值似乎有安全边际，但实际上我们事后来看，2018 年年报公司商誉大规模减值，公司业绩开始出现亏损，股价也是持续下跌。**

图表 9：天神娱乐股价和估值



来源：Wind、国金证券研究所

图表 10：天神娱乐商誉情况



来源：Wind、国金证券研究所

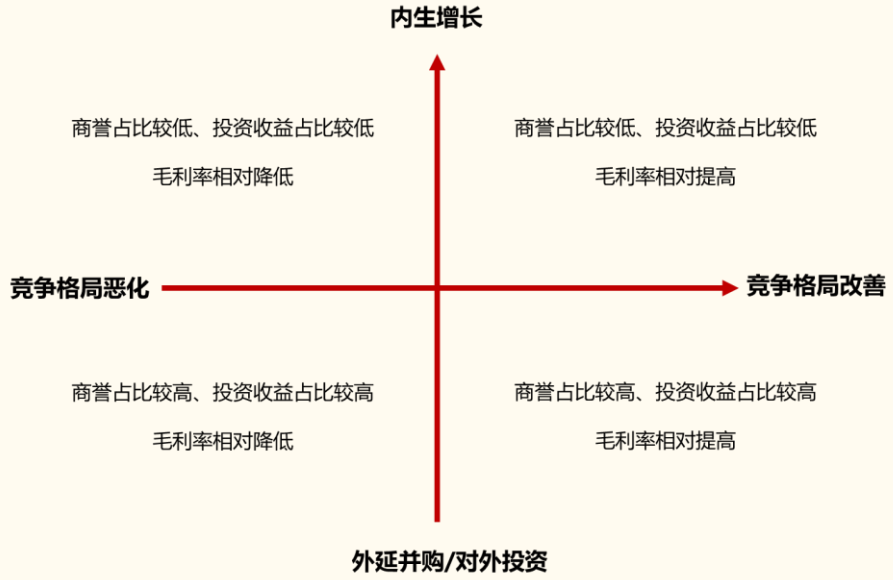
三、避开价值陷阱需要回到基本面：盈利能力与现金流

- **避开价值陷阱需要回到基本面研究，最重要的是对公司盈利能力和现金流进行深度挖掘。**正如前文所述，价值陷阱主要源自公司基本面的恶化，基本面恶化主要来自三大方面：一是行业整体走向衰退、二是公司竞争格局恶化、三是公司战略决策失败。具体而言，公司业绩取决于行业景气度和市场份额。行业整体走向衰退对上市公司业绩而言显然也会造成负面冲击。公司竞争格局恶化，市场份额下降，同样会影响公司业绩。此外，公司战略决策失败同样会对公司业绩造成冲击，比如并购失败带来大量商誉减值导致业绩下行等。

3.1 盈利能力：增长模式与竞争格局

- **对于低估值企业来说，具体分析企业盈利能力是避开价值陷阱的重要途径之一。**首先需要对公司所处行业的宏观环境进行分析，因为行业景气直接体现在公司收入增速上；其次需要对公司盈利主要来自内生增长还是外延并购和投资进行区分，一般来说企业盈利主要来自内生增长的公司盈利相对更加稳健，主要依赖外延并购和对外投资的公司业绩波动更大，因此需要重点关注企业商誉以及投资等非主营业务收益的情况；再次对公司竞争格局进行分析，竞争格局的变化直接体现在公司的毛利率上，竞争格局的恶化往往伴随着企业毛利率的降低；最后对公司 ROE 的持续性和稳定性进行分析，其中需要特别警惕那些持续通过加杠杆方式驱动 ROE 的企业。

图表 11：企业增长模式及竞争格局



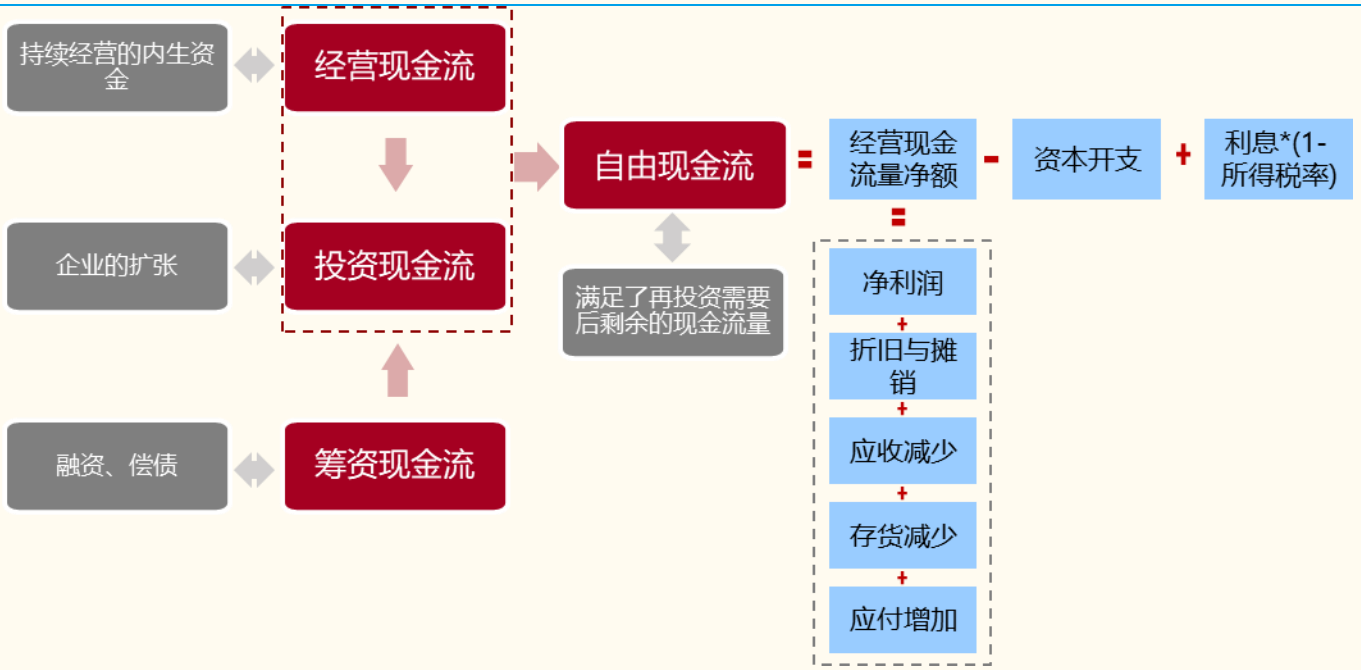
来源：国金证券研究所

3.2 现金流：利润转现能力与自由现金流

- **除了盈利之外，企业产生现金流的能力也至关重要，特别是企业利润转化为现金流的能力以及公司自由现金流的持续性。**一般来说，我们把一家公司过去 5-10 年的经营性现金流加总和净利润加总进行对比，比值大幅低于 1 的公司普遍存在生产经营活动难以持续产生现金流问题。对于自由现金流，这是刻画企业满足再投资后可分配的现金流量的重要指标，能持续创造正的自由现金流公司基本面一般不会太差。总体而言，重资产企业、产业链地位较低企业的自由现金流均相对较差。因为重资产企业折旧摊销和

资本开支规模较大，再投资需求较大导致自由现金流较差。而产业链地位较低的企业经营现金流普遍较差，从而自由现金流也相对较差。

图表 12：现金流与企业经营



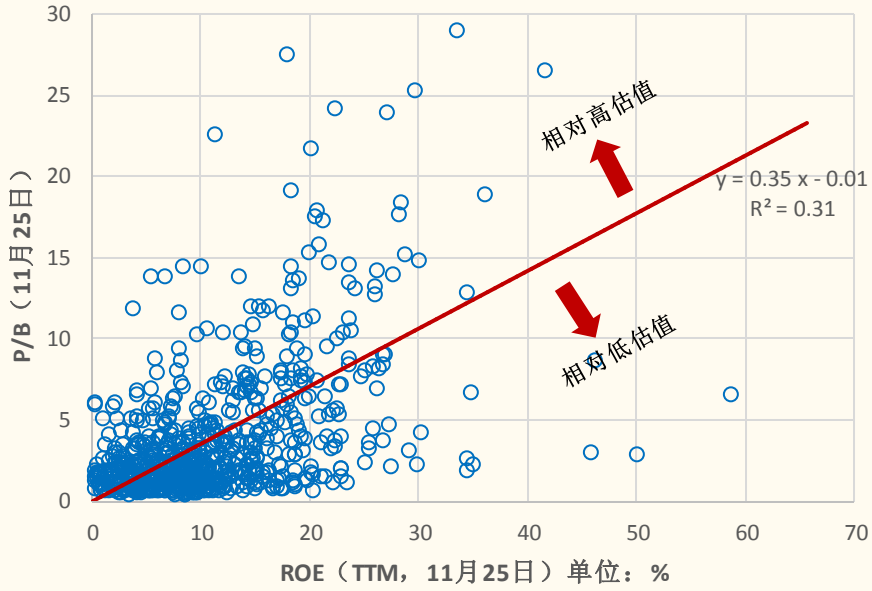
来源：国金证券研究所

四、PB-ROE 框架下如何识别价值陷阱

4.1 PB-ROE 识别估值陷阱的核心在于 ROE 的持续性

- PB-ROE 选股策略一定程度上是在“便宜货”里面选优质标的，因为一味追求低估值（PB）极有可能会陷入所谓的价值陷阱，所以在低估值板块中进一步优选那些 ROE 相对较高的优质标的。**实际上，PB-ROE 框架下的核心问题是研究公司 ROE 的持续性和稳定性，因为即使是低估值叠加高 ROE 也可能是价值陷阱，比如周期顶部的周期股，ROE 短期也可能维持高位。**

图表 13：A 股上市公司 PB/ROE 分布



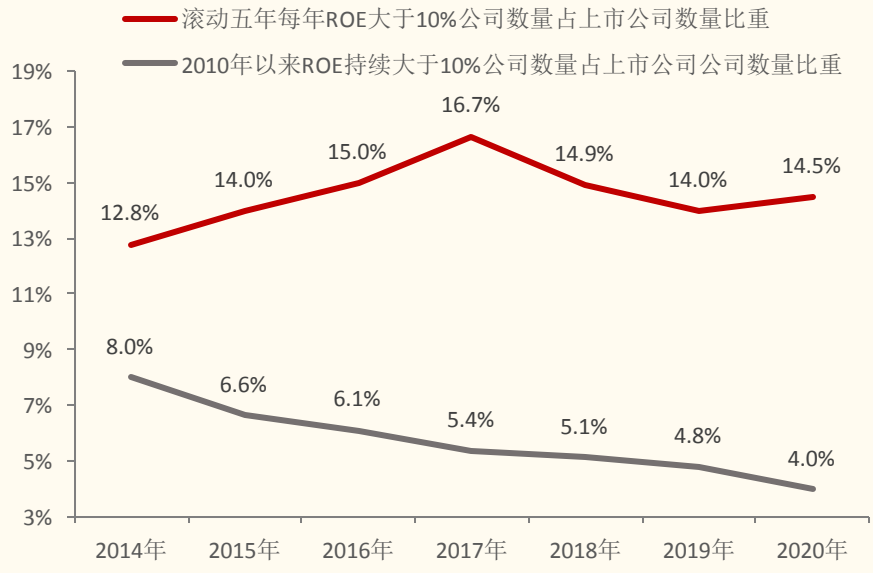
说明：样本为中证 800 成分股，剔除 ROE 为负公司

来源：Wind、国金证券研究所

4.2 每年超过 15%的公司无法延续此前持续高 ROE 的趋势

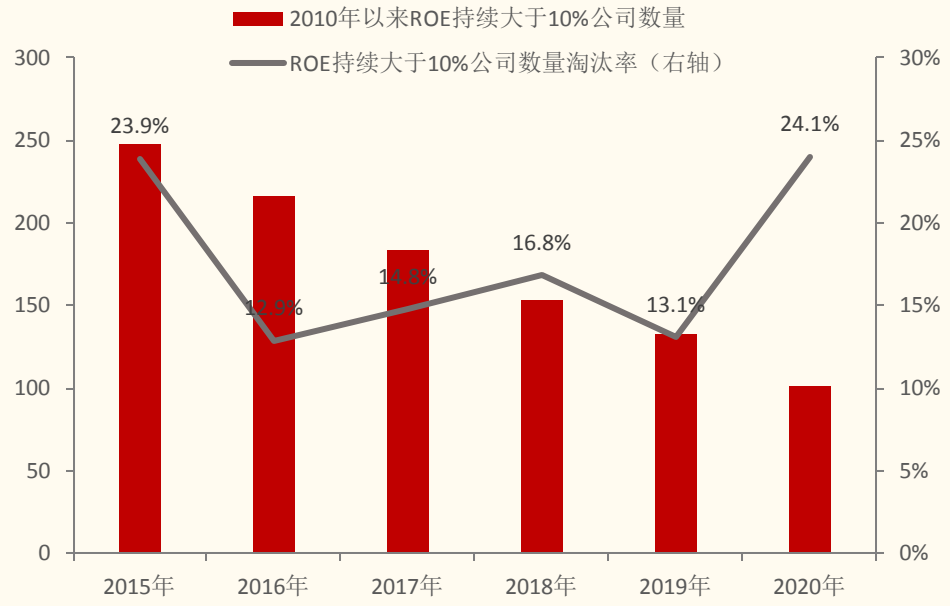
- **持续保持较高 ROE 水平的公司是稀缺的。**从 A 股数据来看，每五年 ROE 均超过 10%的上市公司数量有好几百家，占全部上市公司比重在 15%左右。但如果去看每年 ROE 水平持续超过 10%的公司数量，基本是逐年递减，截止 2020 年这样的公司也就只有 100 家左右，占上市公司数量的 4%。**如果再从持续性概率来看，在过去每年 ROE 都超过 10%的公司样本中平均超过 15%的公司在下一年无法继续保持这一趋势。**
- 研究公司 ROE 的持续性，一方面可以看过去长时间序列 ROE 的变化，特别是在一个完整经济周期下的 ROE 变化。另一方面需要具体研究一家公司 ROE 的核心驱动力（基于杜邦分析），前瞻公司未来 ROE 的持续性。

图表 14：ROE 超过 10%的 A 股上市公司数量占比



来源：Wind、国金证券研究所

图表 15：ROE 持续超过 10%公司数量和淘汰率



来源：Wind、国金证券研究所

- **风险提示：**经济复苏不及预期、海外黑天鹅事件（政治风险、主权评级下调等）

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH