



李奇霖：看懂 A 股定价的逻辑



文/新浪财经意见领袖专栏作家 李奇霖



摘要

在选择赛道或者个股的时候，首先要排除的就是政策风险。

那么，政策风险要怎么排除呢？其实也有一个简单的方法，看他的护城河构建好以后，远端的现金流扩张是否能与国家中长期利益相符即可。

排除政策的不确定性后，再来看整体流动性环境，整体流动性环境大概率会维持结构性紧信用的状态。没有宽松的信用环境，就很难看到流动性从实体外溢，也就很难看到指数牛市，只能看到结构性行情。

信用环境看完以后再来看利率。

如果是一个利率上行趋势，要关注的是确定性，越近的现金流越有价值，投资风格要务实，短期能有确定的基本面改善的标的就是好标的。

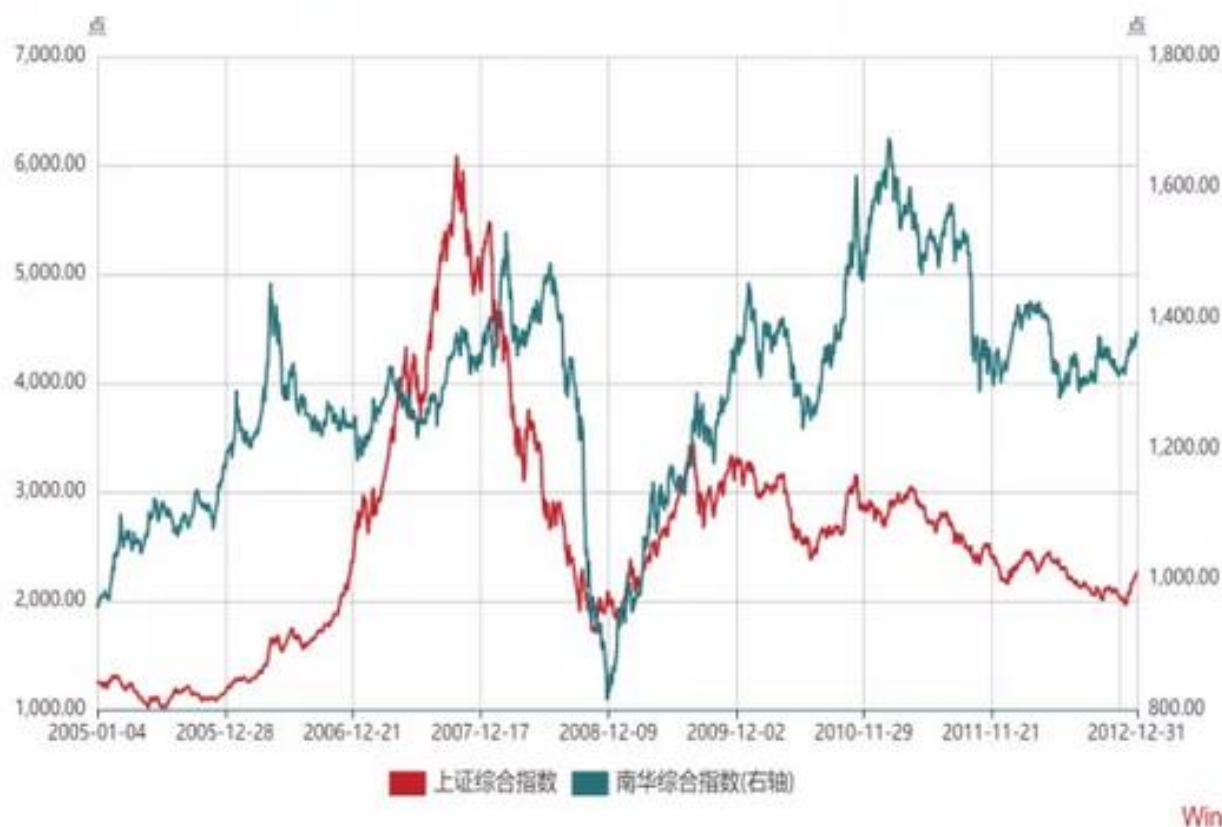
相反，如果在一个利率下行的趋势里，可以星辰大海，看一些长期转型预期和前景，找一些长期确定改善和短期景气度也在向上的投资机会。

01

遥远的护城河

2006-2007、2009-2010 年的 A 股牛市是由全球化和城镇化大势推动的，领涨板块集中在金融、地产、周期这几个领域，牛熊转化大体与经济周期波动一致，经济好市场就牛，经济不好市场就熊。

图 1. 2012 年以前，A 股与经济周期的趋势高度吻合



资料来源：wind，红塔证券

那个时候宏观策略相对好做，只要抓住房地产周期的拐点，就能大体判断未来市场的牛熊。比如跟踪下政策，看是不是要稳增长，再看下基建有没有企稳，房地产销售和拿地是不是要上行了，如果都能确认，那么经济向上的周期就出来了，市场也就跟着涨起来了。

自从 2014 年以后，中央定调新常态，经济增长的波动率出现了明显的下降，经济增速也在缓步下台阶。这个时候牛熊不再看经济周期，而开始改看金融周期；牛股也不看业绩，看并购和外延扩张，商誉高的涨得多，但后来金融去杠杆，就变成商誉高的跌得多了。

一直到 2019 年，随着中国金融对外开放的进程加快，资本市场改革加快和机构投资者扩容的时代正式开启，而机构定价又有不一样的特点。

正是这不一样的特点，解释了当前市场很多有趣的现象。

尽管不同的机构风格迥异，但有一点我们相信机构间基本可以达成共识：投资公司本质上要从投资生意的角度去看，有些公司的生意是可以穿越时空，稳步增长，持续创造价值的。

换句话说，机构投资者更关注的是公司的壁垒，只有拥有高壁垒的公司，才能穿越牛熊，也只有拥有高壁垒的公司，才有未来现金流的确定性。

有了未来现金流的确定性，才能准确地给公司算估值，具体来说，就是把未来的现金流通过贴现率贴现到现在，而贴现率则主要由无风险收益率决定。

未来现金流不确定的公司，一般给不了太高的估值。比如一些传媒影视的标的，非常依赖爆款，有爆款不一定能挣到钱，没爆款大概率赔钱，这就是缺乏壁垒的表现；再比如一些物流公司，非常依赖持续的人力投入来烧护城河，烧钱力度稍微下来一些，竞争优势就会消失，这也是缺乏壁垒的表现。

不过这个估值模型也有他的问题，主要是主观臆测的部分太多了，未来是多未来，期限有多长，成长性到底有多强，不同成长增速算出来的现金流贴现回报千差万别，其实很多时候增速预测都是拍脑袋拍出来的。

所以，估值往往是交易的结果，而非原因，是因为大家都看好这个板块和标的，给了他足够的成长性，于是估值就高。比如为了解释新能源板块的高估值，有的分析师给某龙头新能源企业的现金流预测都给到了 2060 年。

另外，在贴现率越低的时候，尤其是利率往下掉的时候，同样的景气度和未来现金流预期，估值往往也可以给得高一些，因为分母的读数下去了。同样一笔未来的现金流贴现到现在，在利率低的时候，当然要更值钱。

而且越远期的现金流贴现到现在，受利率分母的影响就越大，当利率下去的时候，投资者就可以穿越时空，畅想更美好的未来。

按照这个定价逻辑，会发现板块和标的要持续上涨需要两个前提条件：

1、未来现金流的预测一定要有确定性，这体现在有政策支持、行业长期向好、公司有高壁垒、管理层靠谱等多个方面；

2、利率下降的预期。如果利率往上走，那不能看太远，只能看近端的业绩和现金流，只有在利率是往下走的时候，才能展望更远的美好未来。

有意思的是，第二条和第一条往往还有互相强化的关系。

在货币越宽松，利率越低的时候，拥有未来稳定现金流的资产价值就会越高。

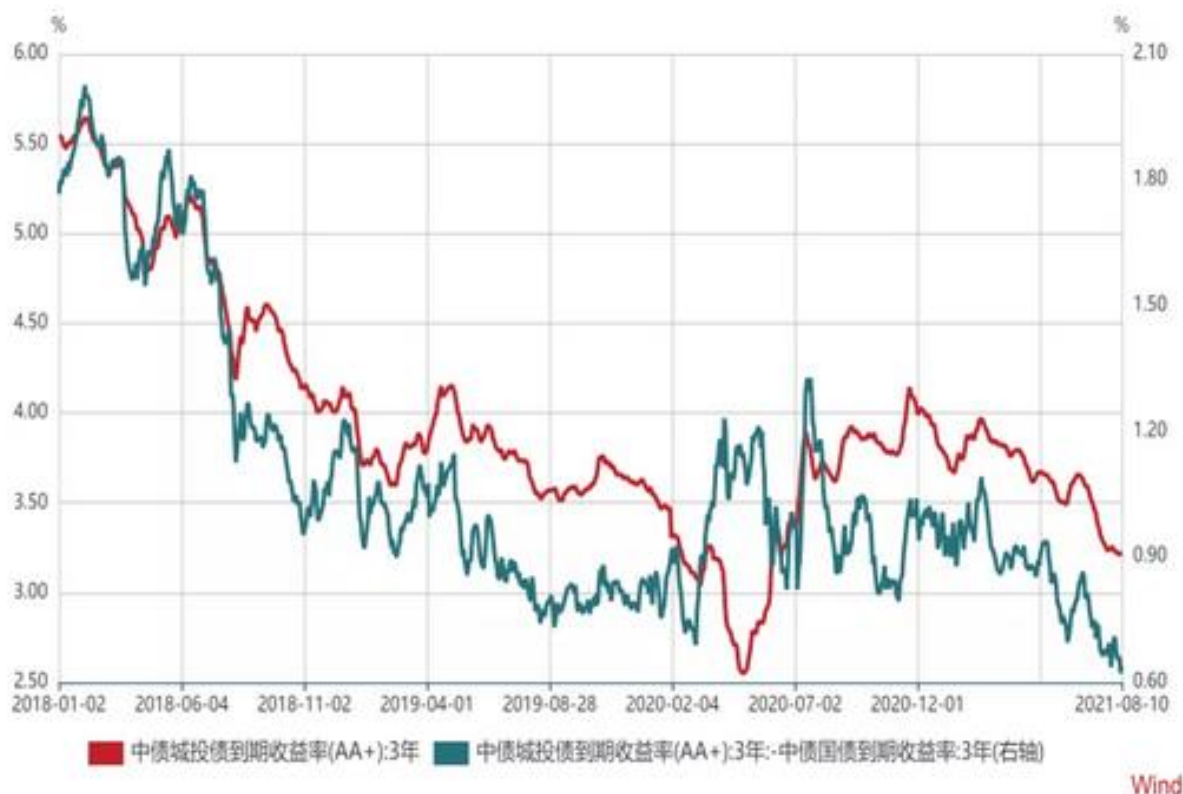
因为低利率往往伴随着宽松的货币供给环境，相对于宽松的货币，拥

有稳定现金流预期的资产必然是稀缺的，不可能所有的资产在宏观经济不确定的时候都有壁垒，真正拥有壁垒的资产必然属于极少数。

但由于钱有很多，所以这个时候往往就存在结构性资产荒压力，只要是好东西就不能怕贵。

于是，当明确了利率下行的预期之后，一旦大众对某个资产标的的“美好未来”有确定的预期，其估值往往会被推向难以理解的高位。比如去年的白酒、近期大家都看好的新能源、芯片等等；再比如债券市场大家都看好的发达地区的城投，其信用利差也在不断收窄，不闭着眼，根本买不下手。

图 2. 城投收益率和信用利差不断收窄



资料来源: wind, 红塔证券

02

不可忽视的政策面

2020 年 7 月 30 日召开的政治局会议提到了以国内大循环为主体, 国

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34234

