

编者注：这是机会吗？四家“回归”国企后，投资者如何实现收益最大化。详情>>

编辑：Desmond

上周五发生了一件大事。

8月12日晚上，也就是上周美股最后一个交易日的盘前，中石油、中石化、中国人寿、中国铝业等多只“中字头”公司齐声公告，将它们挂在纽交所交易的ADR主动“下架”。

当然，经过这几年的折腾，可能大家都多少心里有预期了。比如之前中金公司就在一篇研报里写道，结合《外国公司问责法》以及美国证监会（SEC）随后出台的执行细则看，这几家国企退市在意料之中。但这篇研报也认为，退市的实质影响有限，因为主上市地在香港，而且在美存托股份和成交都基本可以忽略。

实际上，2021年5月和10月因为美国限制名单而退市的中海油和三大电信运营商，其退市后对股价和成交的影响都相对有限，也可以说明这一点。

然而对外资来说，用便宜价格买“中字头”长期分红的时代，恐怕要远去了。

历史上看，四家央企累计分给海外市场的股息，多达2101.83亿元。这还没算上每年按照美股的规则和要求进行数据披露产生的费用。

数据来源：同花顺iFind

几个“中字头”退市“回国”反而能扩大与港、A股投资者接触面。

今后，这些机会更多会交给港、A股投资者。

当然了，外资也可以来中国，继续在这四家高分红的国企里寻找机会。

北向资金净买入上周就达到了一个历史高位，8月4~12日北向资金对这几家的净买入总额是2.98亿元。至于为什么这些境外资金跨越太平洋也要跟着他们回国，个人推测，一方面可能是被动资金的操作，另一方面，这几家公司的基本面足够吸引人。

我一个朋友Wallace就是外资里的一员。

外号老W，作为老股民，他却是个非常小心的投资者。

前几天他跟我们谈笑风生的时候，提到自己打算用100万港元，在港股继续投资这四家国企，并已预设好自己的期望回报，请我们帮他设计一个投资方案。

好吧，让我们看看如何帮助老W，在这四家公司中实现符合他自己预期的配置策略。

目的地不重要，沿途的风景才重要。

拆解之前，需要达成的一些共识

首先明确前提——回报会从何而来。

我们都知道价格围绕价值上下波动。其中包含两个因素，价值和价格波动。

所谓价值，在投资中我们可以理解为，某个资产在一定周期内可以带来的回报。用中文讲就是，拿着这个股票几年以后可以赚到多少钱。

比如老W决定花332港元买入100股某公司（虚构），并计划持有长达5年的时间，假设按照现在的2021年的股息率8.157%推演今后的股息，当他5年后卖掉这些股票时，本金+股息利滚利一共会赚到491.37港元（不算股票价格变化），预期回报率48%。

然后再看价格波动。基本面、情绪面、消息面、资金流向等等都可能影响交易双方的决策，造成成交价格差异。但价格终究还是围绕价值上下波动（线性回归到价值曲线附近），所以套利投资会需要比如技术面分析来推断市场的心态，又或者估值百分位来判断当前所在的波动区间。

低买高卖，所谓套利。

当然，我们接下来会说的几个维度，是简化之后的认识方法，目的还是为了理解这个市场。如果要认真搭建一个模型，复杂程度会大得多，所以我们的预测也会结合大牌分析师和专业软件AI的意见，比如几家公司的自由现金流预期，以及价格评估。

现在让我们基于这个简单方法，先将回国的四家国企拆开看看。

价值为王——股息回报的前景

从专业软件iFind上截取了这四家公司2018~2021年的股息率。

可以发现2021年股息率总体有显著上涨。

2018~2021年四家公司的股息率对比。数据来源：同花顺iFind

为什么会上涨？

搞清楚这个问题，我们才能知道会不会下降，从而预判接下来股息率的走势。

理论上许多种情况会导致股息上涨，比较常见的有：

1. 公司经营好的不行，董事会一开心决定掏现金回馈股东；
2. 公司经营稳定，但股价支撑力不足，需要用股息吸引投资者入场确保流动性；
3. 戴维斯双杀，股息率被动上升。

三项都跟经营有关。

那么公司经营如何？还是从iFind上截取的数据，做成下图：

数据来源：公司财报

结合这几年宏观经济环境，可以做出这样的推测：

两桶油2020年、2021年的归母净利润大幅减少、大幅增加，分别对应2020~2021年国际油价的暴跌和暴涨；中国铝业受益于前两年美联储的无限量QE，国际大宗商品价格上涨；保险行业则是由于稳健的货币政策下，市场实际利率以至于经营状况维持稳定。所以经营的大幅向好，让分享股息的基数变大。

那么接下来的走势如何？

国际油价在2022Q1大涨之后就稳定在100美元上下，2022Q3跌回了100美元下方，净利润在2022Q1增速开始边际放缓。

保险行业则遇到了宽信用周期。

概况如下：

数据来源：公司财报

所以很明显，几家公司股息率存在向均值中枢回归的压力。

特别是长期来看，鉴于无论是油价还是货币政策都存在一定周期性，要看待3~5年内的股息率走势，这个案例中，可以保守地参考过去的均值，尤其要体现疫情的不同冲击程度。

比如先保守地线性外推2020~2021年的情况（假设情况可以稳定地向当前趋势发展），并以过去两年股息率的均值作为2023FY股息率的参考。更长期的预测模型，可以纳入更久远的历史数据进行均值计算；想要更加精准的话，还可以结合一些参数进行修正，比如油价中枢的预测等。

在油价这块，虽然需求下滑导致价格下跌，但实际上供需关系并没有得到实质性改善，所以保守估计未来1~2年还会得到支撑，除非需求或者预期进一步急剧恶化，搞成2020年那个样子，全球货船去中东抢购便宜油，油企还要承受净亏损。

不过未来的事情谁知道呢？

按照自己对各要素的权重判断，建个模型算算作为参考就好。

让我们看看巴克莱、法国巴黎证券、中银国际研究有限公司、交银国际证券有限公司、美国银行全球研究等15家机构分析师，对中国石油化工股份的综合预测：

来源：simplywall.st

还有中国石油股份：

来源：simplywall.st

套利空间——市值增长的潜力

但是，如果让老W直接梭哈股息率最高的个股，他一定会很生气。

一方面是梭哈的风险太大了，如果不成功，仁也成不了，算上价格进一步回撤的风险。要补上这个缺口，这还需要股价自身的上涨。

那么公司股价的上涨潜力，应该怎么推测呢？

先拿中国石油化工股份来说吧，股价在3~4港元之间震荡了很久。但与之截然相反的是，公司2022Q1归母净利润创下历史新高，如我们前文图表所示。

来源：华盛通

在这种情况下，与净利润相关的估值模型，应该都会在一个不错的位置。

打开专业软件一看，果然如此。

不过中国石油化工股份市现率PCE好像已经相对比较高。如果股价接着往上涨，市现率很有可能被抬高到一个很高的分位。说明与其他业绩数据比起来，公司的现金流可能稍弱。

来源：同花顺iFind

这样看起来，性价比比较高（估值分位比较低）的还是中国石油股份，不仅PE估值只有4.74倍，而且其他几项估值都不算太高。

但也只是目前的情况。

在所有4家公司中，分析师其实更看好中石化未来10年的自由现金流。

数据来源：simplywall.st

用这个现金流预期，带入FCFE模型
计算后可以得到——目前中
国石油化工股份实际上低于公允价值80.3%，中国石油
股份低估的幅度是66.8%，中国铝业低估78.3%。中国人寿属于金融行业，使用超
额收益模型计算，现价被低估75.8%。

所以当我们把上面这些维度做成雷达图
，标记四家公司在个维度上数据所处的分位，将其连线，就得到四家公司在多个维
度上的“能力模型”。

各有所长。

接下来，就是如何利用好这个模型的问题了。

它是A，也是 Ω ——动态配置贯穿始终

首先需要明确资产比例配置的几个要点。

1、适度集中

先把这一堆资产初步划分为核心资产、卫星资产
两部分。前者是收益或风险控制的锚点，比如如果李四是个激进的投资者，那么核
心资产就可以选择高风险、高收益的一个或几个标的，然后再利用低风险的其他一
些卫星资产进行对冲。

但如何确定这些资产的比重呢？这就要考虑资产之间的相关性。

2、弱相关性

高低风险资产的不同比例，会带来不同的风险和收益率。将这种关系量化，对理性配置资产很重要。

直接站在巨人肩膀上科普一下吧：请看下图。

当老W用100%的资金集中在A资产，他的收益、风险坐标就会落在图中的A点；如果用100%资金配置B资产，则落在点B。

AB两点之间的连线，代表两种资产在组合中的比重。越靠近A点则A资产比重越大，越靠近B点则B资产比重越大。

相关性越接近1，则AB二者价格走势越是趋同；接近-1则代表走势越相反。

以上是上图的规则定义。

如图所示，当AB两种资产的相关性越小的时候，就能在风险越小的情况下，得到越高的收益。而如果AB两种资产的相关性为-1，那就能达到最小的风险、最大的收益。所以资产之间的相关性越小，收益风险比就越大。

二者的风险收益不会对冲吗？不会。

因为买卖股票没有到期交割的时间限制，可以通过做T的方式实现收益最大化，而且别忘了还有分红。

3、动态平衡

而做T的灵魂，在于看清价值在哪里。

估值模型

的作用不仅是用来计算未来的价值回报，还可以看清一只股票的内在价值曲线。

所以过分高估的资产就要小心了，比如前几个月的NFT。

这个原则就是我常在文末强调的，沿着走势曲线不断高抛低吸、压低成本线。

根据上述原则，就有许多种配置的方式。

比如，一些公司无论在股息率还是在长期现金流增长，亦或是股价增长潜力方面，都具备最好的前景，在我们上一个章节得到的雷达图中，最接近“六边形战士”的标准，可作为投资组合当中的核心资产进行配置。

但与此同时，应该避免选择赛道相近的公司作为第二大重仓，因为相关性过高。比如，石油化工行业的成本中，原油价格占比非常大，尤其在油价波动大的这几年，后续的业绩可能会收到波动的显著影响。我们需要用其他类别的资产进行对冲。别忘了我们刚在的三角形图，配置不同资产降低组合内部的相关性，收益更高哦。

如果老W觉得这样还是太过保守，OK，那可以考虑更加激进的组合。

刚才是以股息为重点，所以风险低、能保证的收益却高一些，仅股息就能带来很高的收益率。

而如果我们将股息的重要性降第一点呢？

仓位

最重的标的股息率不一定最高，但按照相对估值发得到的总体价格，尽量保证便宜。至于股价能否增长，最近央妈的麻辣粉+两片肉操作下货币供应可能增加，剩下的可以自由判断。

尾声

思路见仁见智，我们抛砖引玉。

事实上这个模型对于老W来说只能是一个参考，毕竟专业机构的资产配置还是会更加复杂且精确，一篇文章说不完。

但我们相信他会结合自己的判断，做出明智的选择。毕竟人们常说鸡蛋不要放在同一个篮子里。配置资产组合对于投资的风险收益比管控来说，是非常关键的步骤。

我们确实生活在一个不确定的世界，任何黑天鹅

的出现都可能影响风险、收益。但正如一副图画，将像素无限缩小之后，才能看到完整的画面。扩大观测的维度、拉长时间的尺度，概率总是能证明这一点：错的不是概率，而是人的认知。

既然学不来梭哈暴富，那就让我们站在失败概率最小的那一边，做个机敏的投资者好了。

栏目简介

盛言牛熊：华盛通美港股观点类栏目，精选主流财经媒体和意见领袖评论。即时分析行情热点，揭示投资机会，纵论宏观大势。

作者简介

Monsieur

Desmond，持证爬格子

专员，重度历史和宏观er，现实中充实的新能源车司机、科技硬件盲目爱好者，市场风云变幻中，本着新闻批判精神，搬运严肃正经的财经观点。