

SECURITY ANALYSIS

41

低价普通股与收益来源分析

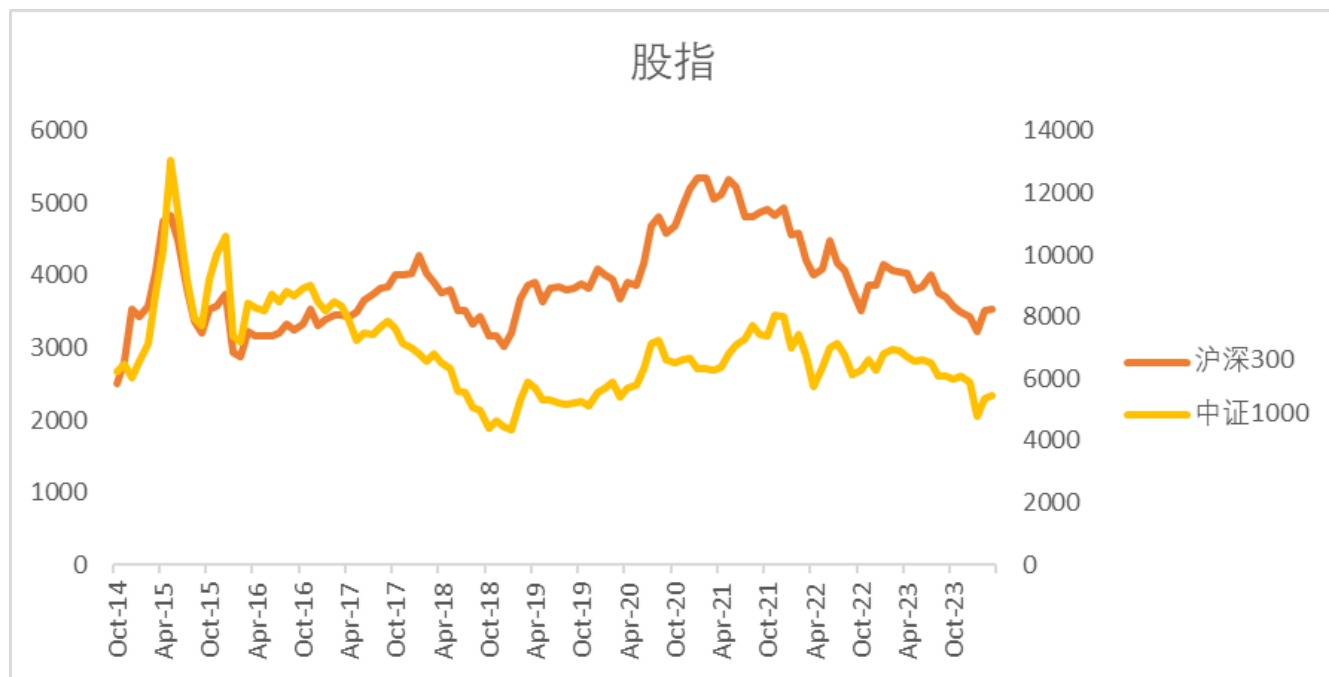
解读：胡震霆

2024年3月19日

低价股的数学优势

- 10美元以下的股票属于低价股。
- 低价股波动较高价股要大。
- 牛市中，低价股上升空间更多；熊市中，低价股下跌空间有限

- 对比大盘股指数沪深300和小盘股指数中证1000可以发现，中证1000波动更明显。
- 计算结果表明沪深300股指标准差为1091，中证1000为1460.



低价股亏损原因

- 公司财务状况很差。
 - 相对于公司规模，股票价格不算低。
 - 企业破产之前的内幕交易
- 两家公司的股价很低，均在10美元以下。
- 但比较总市值，W公司的市值为3850w美元，B公司市值仅为74w美元。
- 更重要的是，W公司市值相对于其业务规模（营业收入、经营资产等）比B公司要大很多。

Item	Wright-Hargreaves Mines, Ltd. (gold mining)	Barker Bros. Corp. (retail store)
July 1933:		
Price of common stock	7	5
Number of shares outstanding	5,500,000	148,500
Total value of common	\$38,500,000	\$ 743,000
Preferred stock at par		2,815,000
Preferred stock at market		500,000
Year 1932:		
Sales	\$ 3,983,000	\$ 8,154,000
Net earnings	2,001,000*	703,000(d)
Period 1924-1932:		
Maximum sales	\$ 3,983,000	\$16,261,000
Maximum net earnings	2,001,000*	1,100,000
Maximum earnings per share of common	\$0.36*	\$7.59
Working capital, Dec. 1932	\$ 1,930,000	\$ 5,010,000
Net tangible assets, Dec. 1932	4,544,000	7,200,000

低价股亏损原因



- 盐湖股份曾是中国最大的钾肥生产企业之一，因巨额债务和经营问题连续亏损。
- 股价一度跌破1元，被市场誉为“仙股”。
- 公司由于连年亏损，资不抵债，最终于2020年被宣告破产重整，2021年恢复上市。

低价股与投机性资本结构

- 大多数情况下，具有投机性资本结构的企业（大量优先证券和少量普通股）的普通股股价更低。
 - 一些普通股市值规模相对公司业务规模很小时，股价也会出现较低的情况。
 - 高额生产成本的效果与投机性资本结构一致
- 两家公司的股价很低，均在10美元以下。
- G公司普通股占其他证券比例为17.6%，M公司为100%。
- 两家公司的普通股市值相对于业务规模（营业收入，经营资产等）是差不多的。

Item	Gimbel Bros.	Mandel Bros.
September 1939:		
Bonds at par	\$26,753,000	
Preferred stock	197,000 sh. @ 50 \$9,850,000	
Common stock	977,000 sh. @ 8 \$7,816,000	297,000 sh. @ 5 \$1,485,000
Total capitalization	\$44,419,000	\$1,485,000
Results for 12 months to July 31, 1939:		
Sales	\$87,963,000	\$17,883,000
Net before interest	1,073	155,000
Balance for common	1,105(d)	155,000
Earned per share	1.13(d)	0.52
Period 1934-1938*:		
Maximum sales (1937)	\$100,081,000	\$19,378,000
Maximum net earnings (1937) for common	2,032,000	414,000
Maximum earnings per share of common (1937)	2.08	1.33
High price of common	29 ³ / ₈ (1937)	18 (1936)
Average earnings per share of common	0.23	0.46
Jan. 31, 1939:		
Net current assets	\$22,916,000	\$ 4,043,000
Net tangible assets	75,614,000	6,001,000
Rents paid 1937	1,401,000	867,000

* Based on report for succeeding Jan. 31.

生产成本与投机性资本结构

- A、B、C三家公司分别代表：一般企业、投机性资本结构企业、高生产成本企业。
- 高生产成本 → 较低的每股盈利 → 较低的股价
(“一致市盈率”假设)
- 当铜价上升，B、C公司的股价上涨到与A公司一致。
- 一般性：产品价格上升时，高成本的公司股票涨幅更大，更具有吸引力。
- 从15美元涨到60美元本身就不合理，因为无法确定铜价是否会持续上涨。

Item	Company A	Company B	Company C
Capitalization:			
6% Bonds		\$50,000,000	
Common stock	1,000,000 sh.	1,000,000 sh.	1,000,000 sh.
Output	100,000,000 lb.	150,000,000 lb.	150,000,000 lb.
Cost of production (before interest)	7¢	7¢	9¢
Interest charge per pound		2¢	
Total cost per pound	7¢	9¢	9¢
A			
Assumed price of copper	10¢	10¢	
Profit per pound	3¢	1¢	
Output per share	100 lb.	150 lb.	
Profit per share	\$3	\$1.50	
Value of stock at 10 times earnings	\$30	\$15	
Output per \$1 of market value of stock	3 ¹ / ₃ lb.	10 lb.	
B			
Assumed price of copper	13¢	13¢	
Profit per pound	6¢	4¢	
Profit per share	\$6	\$6	
Value per share at ten times earnings	\$60	\$60	
Output per \$1 of market price of stock	1 ² / ₃ lb.	2 ¹ / ₂ lb.	

收入来源分析

- 北部管道公司，共40000份普通股
- 资产负债表显示，公司持有的自由公债约320w美元，利率为4%

	1923		1924		1925	
Income	Total	Per share	Total	Per share	Total	Per share
Earned from:						
Pipe-line operations	\$179,000	\$4.48	\$ 69,000	\$1.71	\$103,000	\$2.57
Interest and rents	164,000	4.10	159,000	3.99	170,000	4.25
Nonrecurrent items	dr. 35,000	dr. 0.88	dr. 14,000	0.35	cr. 38,000	cr. 0.95
	\$308,000	\$7.70	\$214,000	\$5.35	\$311,000	\$7.77

- 每股收益重要来源并非管道业务，而是投资收益和租金。

收入来源分析

- 依照10倍市盈率的方法估值显然是低估了。

Average 1923–1925*		Valuation basis	Value per share
Earned per share from pipe line.	\$2.92	15% ($6^{2/3}$ times earnings)	\$ 20
Earned per share from interest and rentals	4.10	5% (20 times earnings)	80
Total	\$7.02		\$100

* The nonrecurrent profits and losses are not taken into account.

- 对于未来不确定性高的管道业务盈利，使用更低的市盈率乘数 $6^{2/3}$ 。
- 对金边债券的未来盈利，使用更高的市盈率乘数20。

收入来源分析

- 拉克万纳证券公司，共84400份普通股，股价为23美元。
- 1931年其资产包括每股一美元的现金和面值5100w美元，利率4%的格兰奥尔登煤炭公司的债券。

Interest received on Glen Alden bonds	\$2,084,000
Less:	
Expenses	17,000
Federal taxes	250,000
Balance for stock	1,817,000
Earned per share	\$2.15

- 23美元股价，2.15美元的每股收益对应10倍左右的市盈率。
- 以此为标准计算发现，等价于以23美元购入面值为60美元的格兰奥尔登煤炭公司债券，附赠1美元现金，显然，23美元的定价是过低的。

收入来源分析

- 弗吉尼亚烟草公司，每年从美国烟草公司收取250w美元租金。

Tobacco Products Corporation		
Item	Price: December 1931	Market value
Capitalization		
2,240,000 shares of 7% Class A (par \$20)	\$6	\$13,440,000
3,300,000 shares common	2 ¹ / ₄	7,425,000
Total		\$20,825,000
Net income for the year 1931		about \$2,200,000
Earned per share of Class A		about \$1
Earned for common after Class A dividends		nil
Dividend paid on Class A		\$0.80

- 面值20美元，股息率7%的优先股价格定位6美元，优先股的每股收益为0.8美元，市盈率约为10。
- 考虑美国烟草公司每年的租金类似于一份高质量债券合约，因此每股收益适用的市盈率应该远远大于10，股价被低估。

推荐处理方法

- 找到被低估的股票，并从中获利。
 - 股票持有人对不合理的营业收入结构要求进行调整。
-
- 北部管道公司将主营业务不需要的资金通过分红的方式返还给股东，每股70美元。
 - 拉克万纳证券公司破产，持有的格兰奥尔登煤炭公司债券按比例分配给股东。
 - 弗吉尼亚烟草公司调整资本结构，以美国烟草公司租金为支撑发行利率为6.5%的债券。

康美药业

康美药业涉嫌累计虚增营业收入291.28亿元

单位：亿元	虚增营收	多计利息	虚增利润	利润占比
2016年报告	89.99	1.51	6.56	16.44%
2017年报告	100.32	2.28	12.51	25.91%
2018半年报	84.84	1.31	20.29	65.52%
2018年报告	16.13	/	1.65	12.11%

来源：<https://zhuanlan.zhihu.com/p/141049096>

原董事长一审获刑12年！康美药业财务造假近300亿，时间轴公开

金融界 2021-11-17 13:09

来源：V观财报

作者：张猛

11月17日，广东省佛山市中级人民法院对康美药业原董事长、总经理马兴田等12人操纵证券市场案公开宣判。马兴田因操纵证券市场罪、违规披露、不披露重要信息罪以及单位行贿罪数罪并罚，被判处有期徒刑12年，并处罚金120万元；康美药业原副董事长、常务副总经理许冬瑾及其他责任人员11人，因参与相关证券犯罪被分别判处有期徒刑并处罚金。



营业外收入占比过高

据统计，共638家公司于2011年存在营业外收入，其中营业收入占净利润比分布如下表：

>0	>10%	>50%	>100%
638	301	71	37

- 对于占比最高的37家公司，其2011年主营业务均出现亏损。
- 在37家公司中，ST股占14支，近40%。
- 37家公司中，22家股票于2012年3月下跌，最高跌幅为12.16%。



中国网络电视台 > 新闻台 > 新闻中心 >

主业亏损 37公司靠营业外收入 “催肥”

发布时间:2012年03月23日 07:28 | 进入复兴论坛 | 来源: 重庆商报 | 手机看视频

随着越来越多的上市公司公布2011年年报，相关上市公司在2011年的实际经营情况逐渐浮现在投资者面前，部分公司的净利增速虽然可观，但依仗的却是巨额营业外收入的支撑，这在很大程度上掩盖了其主营业务亏损的现实。