

2.3 回购

本期内容是第十二讲“回购”。

回购是什么？回购就是上市公司在二级市场上买入自家的股票。回购后的常规操作是注销股份，这样就可以使得上市公司的总股份变小，每股收益提升。

和高股息一样，能够进行回购的公司特征，基本上和上一期提到的能够进行高分红的公司一样，说明公司还不错，现金流也比较健康。

在《巴菲特致股东的信》中，曾有一篇讲述了回购的力量。其中说到，“当股票的价格与价值存在巨大差异的时候，我们投资的几家公司都已经进行过大规模的股票回购”。

在美国资本市场上，一般在上市公司认为自家股票的价值被严重低估时，会采取现金等方式，从股市上购回发行在外的股票。回购的一个好处就是不仅增加了股东的财富，还提升了投资者信心。所以，回购这种回馈股东的方式受到了巴菲特的青睐。

现在，这种美国上市公司的常规操作在A股也变得越来越普遍。

今天，我们就展开篇幅说一说回购对上市公司的影响以及我们应该如何看待。

看回购，首先要区分两类回购的差异，一类是被动回购，一类是主动回购。

<< 调整字号

被动回购有哪些？一般有因为股权激励方案没达标引起的回购，还有因为业绩承诺未达标的回购。

主动回购有哪些？一是最传统的回购，就是在公司觉得现价股价较

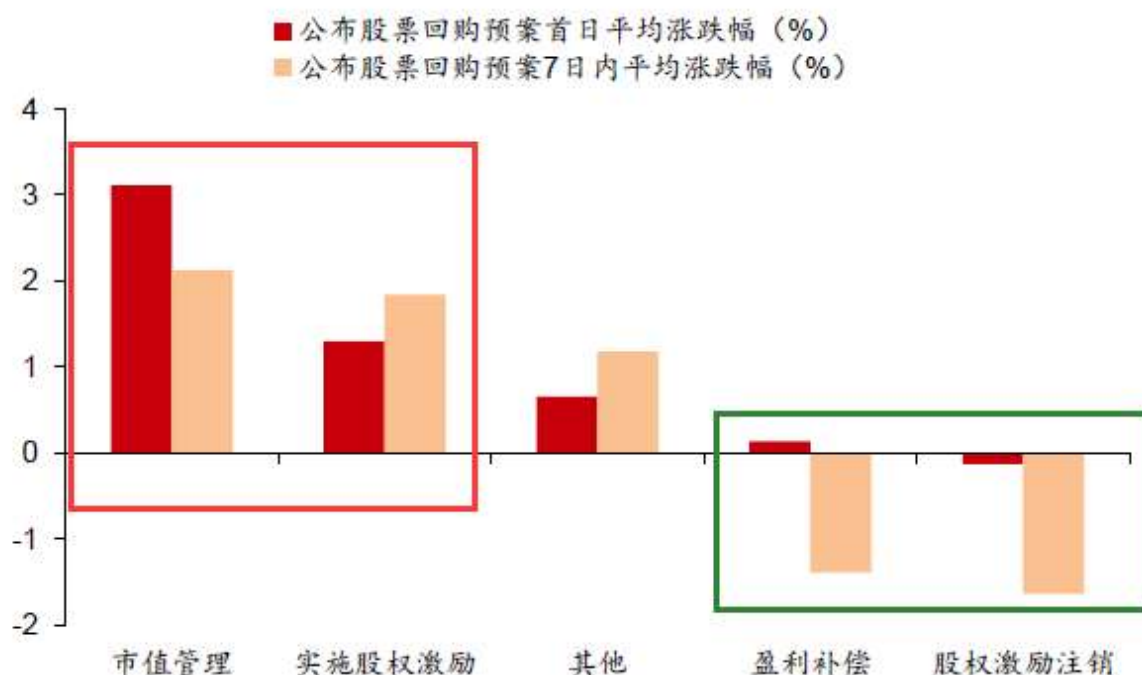
低，想做市值管理，然后按市场价格回购自家股票后注销。二是回购自家股票用于员工持股计划，股权激励计划等一些特殊的用途。

在我们实际的投资中，应该忽略被动的回购，主要关注主动的回购。

主动回购中，常规的回购注销，又比回购用于员工持股和激励要好。因为回购之后直接注销，代表回购的目的很简单，就是公司认为现在价格低估。而如果带有员工持股或者股权激励的目的，则低估的分量要小一些。而且还有一点是，回购注销会使得公司股份数减少，**EPS**上升，用于其他目的的话公司总股份不会改变。

根据华泰的统计的数据，这几种类型的股票回购表现差异也很明显：

图表7：以市值管理为股票回购目的的上市公司，其公布回购预案后股价表现明显好于其他回购目的的公司



资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：样本为 2018 年以来（时间截至 2018.7.11）公布股票回购预案但尚未完成的标的

从上图可以看出，主动回购的股票数据表现要远好于被动回购。最好的就是普通的回购注销类型，也就是上图中的市值管理类型。

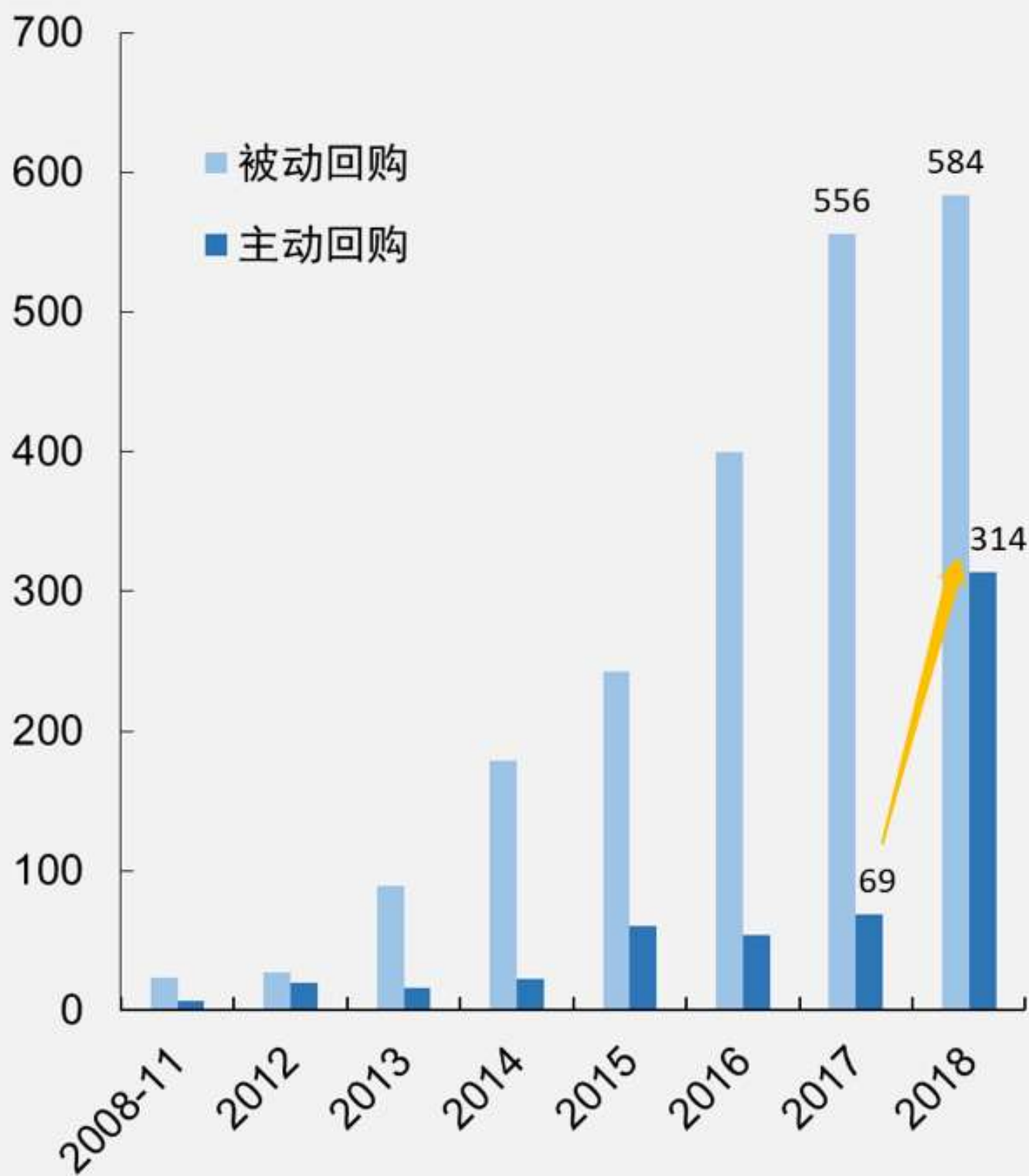
其实从逻辑上也很好理解，被动的回购，都是因为一些不好的事

情，股权激励没有达到解锁目标业绩，并购未达承诺的业绩。所以这类回购不但不能刺激股价上涨，反而长期来看下跌的概率更大。主动的回购则是为了稳定投资者信心的回购，代表公司认为现在股价低估，不管是短期还是长期都相对市场有明显的超额收益。

看完回购的分类之后，大家需要记住，以后关注“主动回购”即可！

接着看**18**年全部回购案例的具体统计：

A股历年回购预案个数
(2008-2018年 (截至9/12))



从每年回购以及分类数量统计的图片中，可以看出回购预案总量逐年递增，而其中，被动回购一直占据着主要部分。但在**2018年**，主动回购的预案数量增速明显加快。

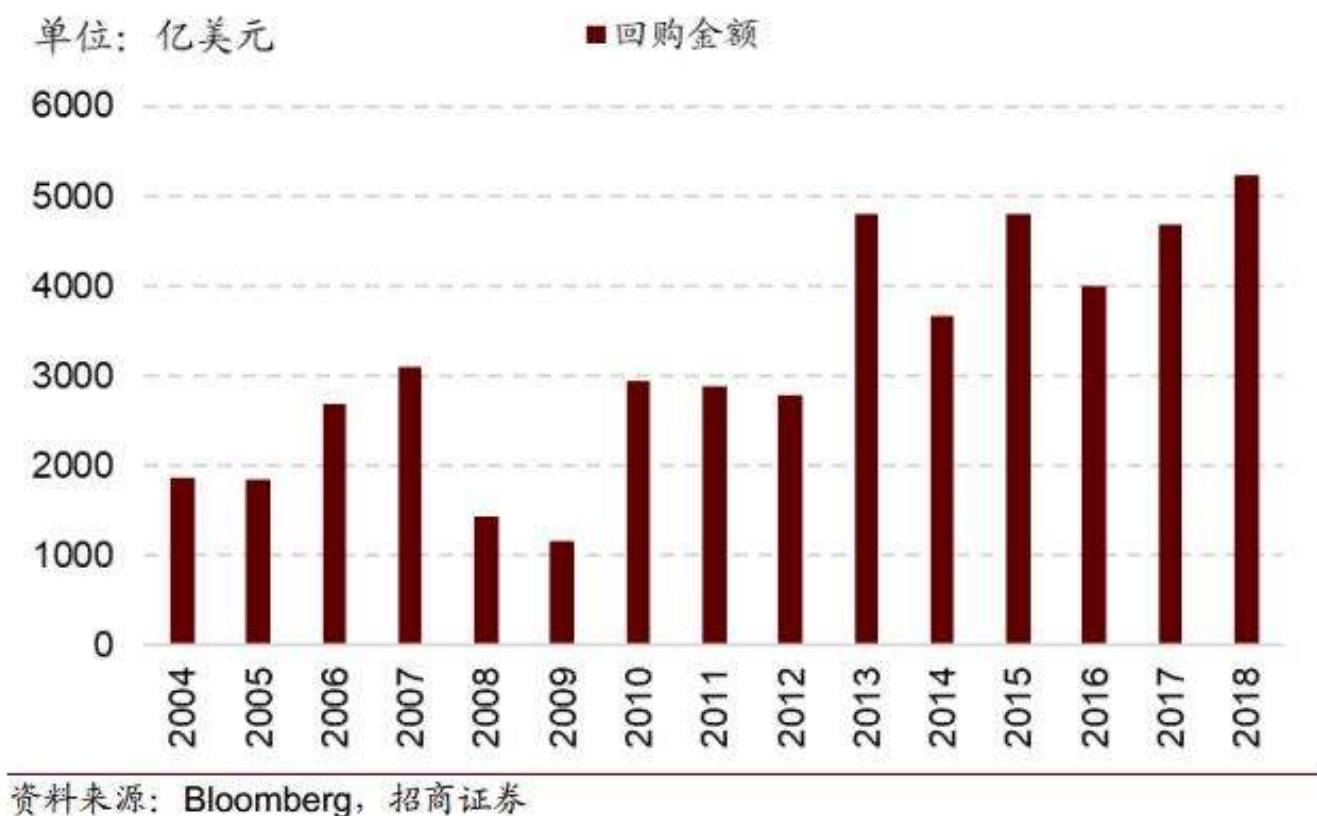
大家对于这次回购潮的感觉应该也比较明显，**2018**年的回购数量创了历史新高。截止到**2018**年**9**月**12**日，就已经有**314**家公司发布了主动的回购预案，而**2017**年全年公布的预案个数仅为**69**。究其背后原因，主要是最近市场持续下行，公司更有动力进行回购。

从上面那个历年的回购数量图可以看出，我国回购起步较晚。**1992**年大豫园回购小豫园股票并注销是我国最早的股票回购事件，但主要目的是并购。直到**2005**年证监会出台《上市公司回购社会公众股份管理办法（试行）》，才标志着我国公开市场股票回购正式拉开序幕。

反观更为成熟的美股市场，回购时间可就早得多了，**20**世纪**50**年代就出现了股票回购行为，**90**年代明显增多。金融危机之后的十年，回购的规模尤其庞大。同样，美股市场的**2018**年也和A股市场一样，回购规模再创新高。

更长的发展时间也意味着更完善的管理制度，更成熟的作用机制。美股市场的回购在规模和数量上也远超国内当前的回购水平，截止到**2018**年**7**月，美国的回购规模就已经超过了**5000**亿美元，约**34250**亿人民币，而**2018**年我国已实施的股票回购规模约为**564**亿元，不到美国的**2%**，差距悬殊。

图 1：美国上市公司股票回购规模



但在近几年回购规模快速增长，很具发展潜力的A股市场中，回购事件还是很值得关注的。其中，也不乏“真回购”与“假回购”的穿插。

东方雨虹在**2015年8月25日**发布了回购部分公众股份用于注销的预案，回购目的如下图所示：

一、回购股份的目的

股份回购是发达国家资本市场中上市公司成熟的市值管理手段。运用持续性的股份回购方式，可以提高股东持股价值，维护股价稳定。在目前公司行业地位日益巩固，盈利持续增长的情况下，公司管理层深刻认识到，给予投资者合理的长期回报，与投资者共同分享企业成长的成果，是公司应尽的责任和义务。因此，公司根据当前资本市场的实际情况，结合公司目前的财务状况、经营情况、估值水平等因素，根据相关规定，制定公司股份回购的计划，创新公司股东分配方式，通过多种途径切实提高上市公司股东的投资回报。

东方雨虹此次用于回购股份的资金不超过**4亿元**，以不超过**20元/股**的价格回购约**2000万**股票，占总股本的比例为**2.4%**。这是预案中所

披露的公司对于回购的大致计划，要想知道公司实际回购了多少，股价与业绩表现是否像预期的那样，还是得看之后的进展。

2016年1月13日，东方雨虹首次实施回购，以最高价15.35元/股，最低价12.39元/股，回购了169万股份，约占总股本的0.2%，之后从1月份到5月底，东方雨虹共回购了约998万股票，约为总股本的1.2%，支付了共1.4亿元。虽然跟预案的上限还是有所差距的，不过这金额与占股比也算是说到做到了。那么这段时间东方雨虹的股价以及业绩表现如何呢？



圆圈内是东方雨虹实际实施回购的时间区间，之后股价是一直波动着上升的，两年时间，股价翻倍。



同时，在持续进行回购的这段时间，东方雨虹的市盈率也处于历史低位。再结合公司回购目的，做出回购决策的管理层肯定多多少少认为公司股票的价值被低估了。



再看公布回购预案前后季度的业绩表现，增速由负转正，说明公司业绩在向好的方向发展。而再结合当时股票的估值和价格，掌握更多内部消息的管理层肯定是看好公司未来发展的，公司自然愿意拿出资金回购，向外界传达股票被低估的信号。

东方雨虹的回购可谓“真回购”，发布了预案，也进行了一定实质性的回购，回购之后的估值以及业绩表现也挺好，跟内部人士透露出的预期也一致。要是当时判断准确，那可就是捡到宝了。

看完“真回购”，大家肯定会好奇“假回购”的模样。说白了，“假回购”就是嘴炮，虚晃一枪，以达到浑水摸鱼的目的。

比如2018年2月23日公布回购预案的天夏智慧，预案中说，又是为了增强投资者信心，又是认可公司发展前景，决定对公司股票进行回购。

特别提示：

1、回购股份数量：不超过 24,242,424 股，占本公司目前总股本的 2.88%。

2、回购价格：结合近期公司股价，拟以自有资金回购总金额不超过人民币 40,000 万元，回购价格不超过人民币 16.5 元/股。

3、回购期限：自股东大会审议通过回购股份预案之日起不超过六个月。

4、回购用途：用于实施股权激励计划、员工持股计划、或者予以注销并减少注册资本。

看这占股比和金额，感觉仿佛是个大手笔，但别忘了这只是个代表计划的预案，甚至这计划是不是真正存在，都不好说。5月2号，公司进行了第一次回购，回购了15万股份，占股比为0.02%，万分之二，花了188万元。之后6月份累积回购股份数达到了16万，占股比却变成了0.01%，不禁让人满脸问号。

公告标题	公告时间
天夏智慧: 关于回购股份进展情况的公告 (136 k)	2018-09-04
天夏智慧: 关于回购股份进展情况的更正公告 (130 k)	2018-08-28 07:52
天夏智慧: 关于回购股份进展情况的公告 (136 k)	2018-08-02
天夏智慧: 关于回购股份进展情况的公告 (136 k)	2018-07-04
天夏智慧: 关于回购股份进展情况的公告 (136 k)	2018-06-05
天夏智慧: 浙江传衡律师事务所关于公司回购部分社会公众股份的法律意见书 (264 k)	2018-05-22
天夏智慧: 关于以集中竞价交易方式回购部分社会公众股份的报告书 (267 k)	2018-05-22
天夏智慧: 关于首次回购股份及进展情况的公告 (149 k)	2018-05-05

按照预案中的计划，从股东大会3月13日通过预案之后的六个月为回购期，这也快到9月12号了，实际的进度真是雷声大雨点小。这期间唯一守约的就是每月数额没什么变化的进展公告了吧。



再结合业绩增速双双为负的表现，想放出个貌似大手笔的回购公告来挽回局势，怕只是螳臂挡车，大势已去。

无论是真正想要回馈股东，增强投资者信心的“真回购”，还是目的不清不楚，嘴炮式的“假回购”，都要经历一开始的预案发布，以及之后的一次次进展。在这期间，回购的价格，总金额以及占总股本的比例都要关注。

【小结】只有持续关注了，获得最新情况，才能准确判断公司回购的诚意。

关于每天最新的回购案例，大家可以看九斗的消息神器数据，每天都会更新全部上市公司最新的预案以及进展：

全部

15496条

☯ 并购重组

1171条

↗ 定向增发

大股东增持 5219条

高管增持 1584条

公司回购 459条

员工持股 1

2018年 ▾ 63条

☆ 星级推荐↓

¥ 金额↓

% 占股比↓

2018/09/14

↗

隆鑫通用(603766)均价4.90元回购，总额4,579万元，占股比0.44%

2018/09/14

↗

三星医疗(601567)均价7.09元回购，总额1,999万元，占股比0.20%

2018/09/14

↗

银轮股份(002126)发布回购计划，总额5,000万元

2018/09/14

↗

力星股份(300421)均价13.72元回购，总额64万元，占股比0.03%

2018/09/13

↗

生物股份(600201)均价15.17元回购，总额1,000万元，占股比0.06%

2018/09/13

↗

鸿博股份(002229)均价4.00元回购，总额500万元，占股比0.25%

2018/09/12

↗

鹏博士(600804)均价10.93元回购，总额12,377万元，占股比0.79%

2018/09/12

↗

山鼎设计(300492)均价21.48元回购，总额40万元，占股比0.02%

2018/09/12

↗

中核钛白(002145)均价3.62元回购，总额2,353万元，占股比0.41%

PC网址：<https://www.joudou.com.cn/msgList.html>

在现在这个行情下，想用回购利好来刺激，稳住股价的公司肯定也不少。大家在看这些公司的时候一定要擦亮眼睛。

如果觉得业务看起来根本不靠谱，公司又一直业绩很差，或者当前估值很高，那可以直接放弃了。

如果乍看起来像东方雨虹一样还不错，业务比较稳定，有知名度，可以继续关注。如果你觉得回购还不足够，则可以把有回购诚意的公司加入自选，持续关注其业绩表现，待其业绩开始出现拐点时再买入也不迟。比如前面东方雨虹的例子，在回购之后很长一段时间，都有好的买入机会。

【小结】：回购的案例可以帮助我们构建一个初筛股票池，利用这个股票池进行精挑细选，其实是一个非常好的选股实践。

接着来说一说回购的价格。

上市公司进行回购，既然认为公司股票价值被低估了，那是否预案中的收购价格上限就是公司认为自家股票应该值得卖出的价格呢？答案是否定的。

浙江银轮机械股份有限公司

关于回购公司股份预案的公告

本公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确、完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

特别提示：

1、浙江银轮机械股份有限公司（以下简称“银轮股份”或“公司”）拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司股份并进行注销，回购总金额不低于人民币5000万元，不超过人民币10,000万元，回购价格不超过9.00元/股。按照回购总金额上限10,000万元、回购价格上限9.00元/股进行测算，若全部以最高价回购，预计可回购股份数量为1,111.11万股，约占公司目前已发行总股本的1.39%。回购股份的实施期限为自股东大会审议通过本次回购股份方案之日起不超过十二个月，如果在此期限内回购资金使用金额达到最高限额，则回购方案实施完毕，回购期限自该日起提前届满（以下简称“本次回购”）。

看上图银轮股份的回购预案，以不超过某某的价格回购，这是回购预案中的标准写法。这个价格通常比现价要高出20%以上。

注意，这个价格不能拿来当作你买入股票的合理参考。价格参考应该以后面实际买入的价格为准。

如何像我们之前讲大股东增持和员工持股一样量化评判回购的利好程度？逻辑和前面一致，同时考虑价格比，金额或者占股比。

价格比，当时是现价越低越好。

金额和占股比的要求，和大股东增持一样，以一个亿和1%为参考，越多越好。

回购是否真正对股价有托底作用，还是要结合其他方面的信息综合判断。投资者对于回购信息的解读会短期内在股价上有所表现，但长期还是要结合基本面来分析。一家已处垂暮之年的公司，再怎么

向外界释放看好自己的信号，怕是也没人会买账了吧。

【小结】：回购最重要的是体现了公司觉得当前价格“低估”，所以实际回购价格参考价值很大。至于很多人一直在强调的，回购提升**EPS**，其实反而是可以忽略不计的，**EPS**最重要的影响因素显然还是净利润。试想，一个公司回购**2%**的股份，对**EPS**的影响也仅为**2%**左右，几乎可以忽略不计了。而公司在回购的同时所体现的健康现金流状况，其实是影响更大的。

最后，总结一下这一讲的要点：

第一， 判断回购的利好程度：关注实际回购的价格，金额以及占股比；

第二， 辨别真回购与假回购，真回购有配套的较低的估值与更好的业绩表现；

第三， 持续关注回购进程，结合基本面等进行综合的价值判断。

这一讲，我们讲了让公司股份数变少的回购。下一讲的内容，将会是会使得公司股份数变得更多的增发。

看完了，去做题 >