



# SHARIX月刊

大众版 by [HoSay财经]

## 世界正和美元脱钩，而美国只能开嘴炮

距离美国的中期选举只有三个月左右的时间，而美国总统拜登还有很多艰难的任务需要完成。特朗普在两年前败选之后，全世界都对拜登政府有非常高的期望，希望美国能够修复和中国之间的摩擦，并把外交关系处理好。但是，目前我们看到的是拜登因为美国通胀居高不下和俄乌战争而把锅甩到遥远的，而拜登的支持率也正在大幅下滑，留给拜登政府的时间真的不多了。



### 3A 资源稳到有望成为高股息股？



消费食品行业向来都盈利成长比较稳定的行业，对于那些追求高资本增长的投资者并不合胃口。我会提到这家公司的主要原因是观察到公司过去有良好的营运记录，股价常年都处于停滞的状态，这会不会是价值投资者的投资良机？

### 左右你购买决定的柠檬



随着网购的普及化，买方如果想要“货比三家”变得相当方便，毕竟谁也不想自己买贵东西变成“水鱼”。试想一下以下情景，您在一家店铺里看到自己有意购买的商品，您第一个反应是拿出手机搜索该商品在网上的售价，如果只是差几块钱，可能您还是会购买，但如果相差很多，可能您最终会选择在网上下单。

### 加权平均资金成本的奥妙



在经历过去两年的超级牛市之后，全球的股债双市开启了长空的格局。在俄乌战争所引发的连锁效应开始发酵，市场在过去几十年所享受的全球化红利、来自俄罗斯便宜的原油和天然气、中国价廉物美的商品、以及乌克兰的出产的粮食等等，这些本来垂手可得的商品现在已经戛然中断。



# Sharix 的故事

Sharix 教育平台成立于2015年6月，主要是让更多人了解【理财投资】和【价值投资】的正确观念。在短短的6年时间内，已经成为了马来西亚股票投资领域的佼佼者。我们的团队主办了超过100场的讲座，出席人数超过万人以上。创办人Harry Teo 曾受邀到大学分享投资经历，也是BURSA以及投行的合作讲师。Facebook页面拥有超过178,000名的读者追踪，本身也是大马知名投资部落客，笔名【魔法师】

Harryt30。秉持着【价值为主，技术为辅，心态至上】的核心投资理念，Harry带领着 Sharix 团队一起成长，其使命和愿景，是让更多马来西亚年轻一代了解什么是正确的股票投资理念，从而少走冤枉路。

Sharix 是一个年轻的团队，但人们对股票价值投资充满了热忱以及执着！同时配合团队对各领域的深入研究及宏观微观的了解，Sharix创造了独有的《价值趋势投资法》。此外，我们在Facebook的【Sharix – 魔法股票教室】群组拥有超过92,000名会员。我们希望通过这个群组能让大马的股票爱好者拥有一个资讯丰富，和谐，正派的交流平台。

## 创办人 Harry Teo

80后出生的他，来自东马的达岛小镇Tatau, Bintulu。  
从小就对数字非常敏感，家里开了一间杂货店，在这种环境耳濡目染之下立志要成为企业家。

毕业于澳洲的University Of Adelaide，拥有金融经济硕士的文凭。过后在银行的风险管理部门累积2.5年的工作经验之后就决定自己创业，建立 SHARIX 教育投资平台。

拥有着10年的股票投资经验，曾经多次专访上市企业管理层，举办过多次千人讲座，也是BURSA以及投行的合作讲师。SHARIX 积极推广《价值投资》Value Investing，让马来西亚更多年轻人接触到正确的投资观念，打造一个创新以及领先的投资教育平台。



## 1 大马股市汇报

大马企业盈利改善，专注在对的赛道

## 2 美经周历，全球股市行情

### 3 个股分析

3A 资源稳到有望成为高股息股？

## 4 全球经济趋势

左右你购买决定的“柠檬”

## 5 金融小知识

什么是加权平均资金成本，跟特斯拉又有什么关系？

## 6 时事分析

世界正和美元脱钩，而美国只能开嘴炮

### 索罗斯次季增持大型科技股

根据美国证管会日前公布的索罗斯基金管理公司13F报告显示，索罗斯基金在第2季增持亚马逊、Alphabet、商用软体巨头Salesforce等科技股。截至今年6月底，上述3档股票已跻身索罗斯基金前10大持股。索罗斯基金在第2季也大笔加码电动车公司股票，像是增持Lucid、Nio公司的持股，并买进福特、特斯拉股票。报道指出，此为索罗斯基金首次将特斯拉股票纳入其投资组合，但所持股数仅2万9883股，在索罗斯46亿美元（约202亿令吉）美股投资组合中只占0.4%。

### 韩国升息25基点至2.5% 恢复常规做法

韩国央行周四将基准7天回购利率上调25个基点，至2.50%，符合市场预期。这标志着该央行连续第四次加息，预计该央行将进一步收紧政策。韩国央行总裁李昌镛表示，对抗通胀仍然是韩国央行的首要任务，并指出市场对到年底通胀率达到2.75或3.00%的预期“看起来仍然合适”，但警告称，如果经济增长急剧减弱，这将需要重新审视。韩国央行同时下修今年经济成长预估值，由2.7%降到2.6%，今年通胀预估则由4.5%调高到5.2%，这是1998年来的最高预测，明年预估则由2.9%提高到3.7%。

### 首相：援助提高至777亿，没补贴通胀料达

政府已将援助和补贴支出提高至777亿令吉，高于2022年预算案所宣布的310亿令吉拨款。为照顾人民的福祉，政府已落实控制物价的措施和改善基本物品的援助和补贴，以及政府所采取的行动结果显示，今年上半年的通胀率维持可控的2.5%水平。在今年上半年，外国直接投资净流入录得417亿令吉，高于疫前也就是2019年同期的233亿令吉。

## 8月你必须知道的国内外大小事

### 辉达业绩展望疲软，次季游戏收入锐减44%

Nvidia在7月财报显示公司的营收为67亿美元，按年增长3%。这与公司此前预测的81亿美元营收下调后的数字一致。净利润大减72%到6.56亿美元。剔除部份项目，每股盈余是51美分。在消费者为应对高通胀和利率上升而削减支出的情况下，辉达是受影响最严重的晶片公司之一。辉达约三分之一的销售额来自游戏玩家，他们追捧辉达尖端的显卡性能，但他们的购买决定也因购买力而摇摆不定。

### 花旗：英国通胀2023年恐飙至18.6%近50年新高

花旗集团预测，英国通货膨胀率在明年1月恐飙升至18.6%，达到近50年新高，超越1979年石油危机时的17.8%。专家分析，狂涨近10倍的天然气批发价是影响通胀率主因之一。英格兰银行（Bank of England）本月稍早警告，今年底前的英国通胀率恐攀升至略高于13%。根据国家统计局（ONS）17日公布的资料，英国7月消费者物价指数（CPI）已高达10.1%，是近40年来最高，也是七大工业国集团（G7）最高。

### 欧元区8月综合PMI续萎缩，初值降至49.2

欧元区公布的经济数据显示，随着生活成本上升，消费者削减支出，欧元区企业活动为连续第二个月出现萎缩，另外供应链的限制也伤害到制造业。欧元区8月制造业PMI初值再度下降，从49.8降至49.7，该读数创2020年6月以来新低。而预测为49.0尽管工厂完成旧订单，并快速地累积了过剩的完工产品，但需求不断下滑，工厂仍难以将之销售。就个别国家看，欧洲最大经济体德国的困境日趋鲜明。8月综合PMI跌至47.6，创出2年零2个月以来最低水平。连续2个月低于50的荣枯线。

### 斯里兰卡经济崩溃2022年恐萎缩8%创纪录

斯里兰卡中央银行总裁Nandalal Weerasinghe表示，国内经济崩溃将使今年出现至少8%空前萎缩，民众不久之后将可期盼，通胀飞涨问题将有所缓解。目前斯里兰卡510亿美元外债在今年4月违约，同时历经多月粮食、燃料和药品短缺后，现正争取国际货币基金IMF提供纾困。此外，因为物资稀缺和汇率急贬推升物价飙涨，斯里兰卡2200万人口已忍受长期停电之苦以及生活费用急剧上升的压力。斯里兰卡央行先前预测，当前历年经济恐怕会严重萎缩7.5%，尤甚于2020年因冠病疫情肆虐而创下的3.6%萎缩纪录。

### 全球主要5国利率倒挂，世界经济现衰退迹象

进入8月后，在被称为G10的10个主要国家之中，在美国、英国、加拿大、瑞典、新西兰5国的2年债的利率超过了10年债利率。5国同时出现利率倒挂，是可通过QUICK追溯数据的2005年以来首次。即使是在次贷问题导致信用风险扩大的2007年5月，也仅仅是4国同时发生长短期利率倒挂。此次的利率倒挂于7月上旬在美国、瑞典、加拿大这3国发生。到8月5日前后，10年利率降至约3.3%的新西兰加入，到15日2年利率升至约2%的英国加入。新西兰受加息速度放缓这一预期影响，19日利率倒挂消失。

# 美经周历

9月 1 日

8月 ISM 制造业 PMI

9月 2 日

6月 非农就业指数

失业率、平均时薪

9月 13 日

8月 消费者物价指数

9月 14 日

8月 生产者物价指数

9月 15 日

8月 零售销售数据

纽约和费城制造业指数

9月 16 日

9月 消费者信心指数

9月 21 日

美联储利率决策会议

3.5% ↓ 标普 500 指数

3.2% ↓ 纳斯达克指数

4.1% ↓ 道琼斯工业指数

英国富时 100

0.8% ↓



德国 DAX30

3.9% ↓



## 马股是否利空出尽出现投资机会

另外，零售消费在这个季度的业绩也是非常不错，当中包括 PADINI、BONIA 及 BJFOOD 等在这个季度都有显著的成长，尤其是 PADINI 在这个季度的盈利是创下单季的历史新高，彰显出大马的消费已经回到正常的水平。至于大宗商品相关的公司如种植、油气和钢铁的业绩其实也都在市场的预期当中，主要是这些公司的盈利都会跟随大宗商品的价格而浮动。但在大宗商品价格开始疲软的背景下，周期性板块的公司股价也先提早反映逐步下滑。

宏观经济方面，杰克逊霍尔全球央行年会在上个星期五结束，鲍威尔在会议上的讲话也让市场出现恐慌，美国三大股指出现暴跌。但观察鲍威尔的讲话会发现大部分的内容都是市场所预期的，只是鲍威尔再次强调打压通胀的重要性，即使必须付出经济衰退为代价，而这番言论也让市场觉得美联储在明年是不大可能会降息，加息的周期也会延长。另外，市场还未真正看见美联储缩表的效应，主要是近几个月缩表的速度并不如市场的预期，流动性紧缩没有想象中严重。

但我认为下半年最大的灰犀牛就是来自于欧洲的经济衰退。俄乌战争导致俄罗斯与欧盟的冲突加剧，最主要的能源供应现在被俄罗斯卡脖子。随着俄罗斯北溪一号管道关闭三天进行维修，欧洲的电价继续飙升，对工业和经济的压力与日俱增。摩根士丹利首席全球经济师 Seth Carpenter 指出，由于来自俄罗斯的天然气供应受到限制以及天然气价格的飙升，衰退是大摩对欧元区的基本预测情景，预计欧元区经济将在第四季度陷入衰退。



日经 225 ↑ 0.9%

上证指数 ↓ 0.8%

深证成指 ↓ 2.0%

台湾加权指数

↓ 0.3%

香港恒生指数

↓ 1.0%



# SHARIX PRIME

马股最精确的股票资讯订阅平台

掌握全球经济脉动，  
深入解析企业赛道，  
开拓个人投资视野，  
传递精准股市资讯。

## 内容包括

## 随身学堂 365 + 股理悟道 (2合1)

每2个星期跟进

业绩点评

海外快讯

重点学习案例

每2个星期跟进

每周研讨

品股探查

虚拟组合

有问题不一定答

每月月刊

随身听 Podcast

季度业绩总结

AGM点评, IPO 解说

NEW FEATURE

企业专访

COMING SOON  
2023

有兴趣了解更多  
请扫描二维码



有兴趣请联系 : 012-5813566 (Adam) 017-5705669 (Dennis) 017-3566184 (JJ)



By 【HoSay 财经】

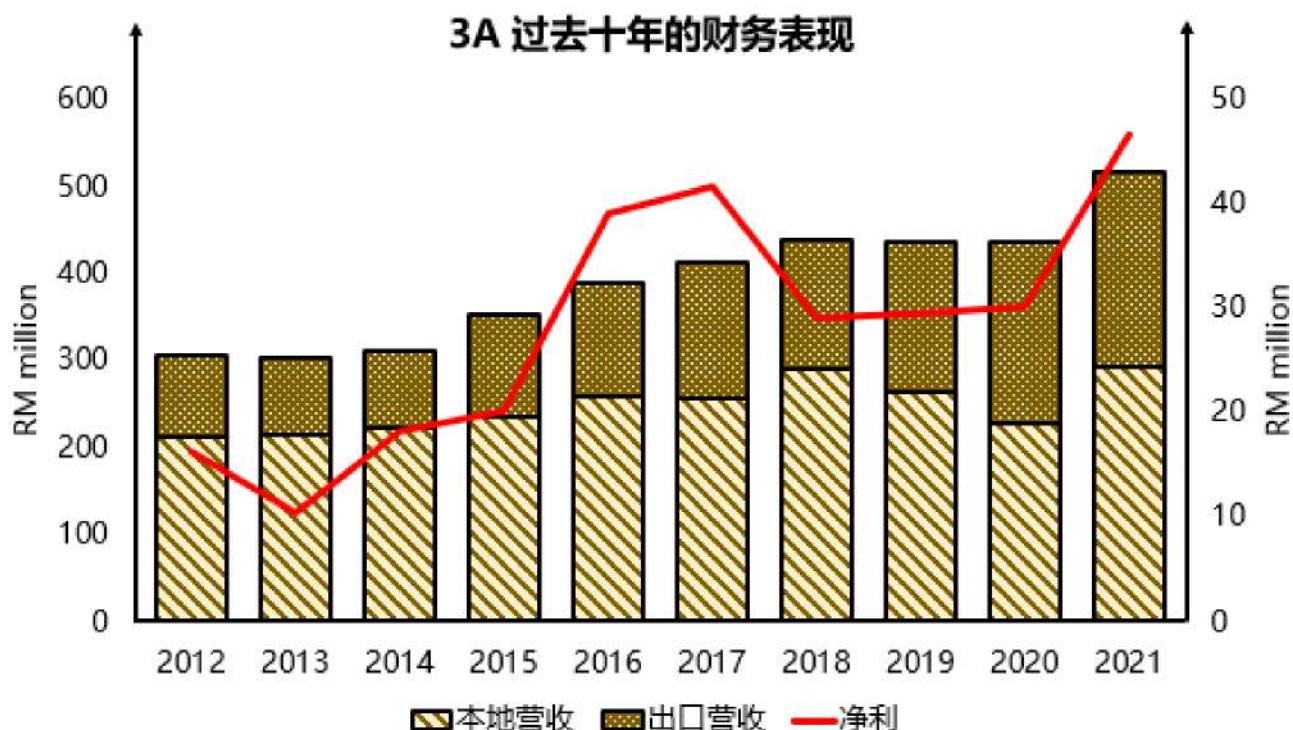
## 3A 资源稳到有望成为高股息股？

今天我想和大家分享 3A 资源这家冷门的消费食品公司。消费食品行业向来都盈利成长比较稳定的行业，对于那些追求高资本增长的投资者并不合胃口。我会提到这家公司的主要原因是观察到公司过去有良好的营运记录，股价常年都处于停滞的状态，这会不会是价值投资者的投资良机？另外，公司过去的派息也非常稳定，以目前的价位公司是否会成为市场中新兴的高股息公司也是值得我们去探讨。

3A 资源是两年前疫情爆发期间少数能维持盈利的公司，得益于公司的产品是属于基本服务 (Essential service) 的行列。公司创立于 1977 年，当时是家焦糖生产商 (Caramel producer)，发展至今已经成为大马主要的饮食原料生产商。公司通过子公司 San Soon Feng Food Industries Sdn Bhd (SSSFI) 生产的产品包括焦糖粉、酵醋、蒸馏醋、高麦芽糖浆、大豆蛋白酱、水解植物蛋白粉及麦芽糊精等，这些产品主要卖给国内外饮食加工业者，最后广泛应用在各类饮食产品上。

公司过去的表现非常稳定，并且随着人口和经济成长。再加上公司在自己的领域树立起口碑的老字号食品原料供应商，3A 资源的营收在 2012 的 RM306.4 million 成长至 2021 年的 RM515.6 million，年复合增长率来到 6%。在营收的推动下，公司的净利也从同期的 RM16.2 million 大幅成长至去年的 RM46.5 million 创下历史新高，年复合增长率高达双位数的 12.5%。目前 3A 资源有大约 58% 的营收是来自本地市场，而其余的 42% 则是来自出口销售，主要出口的国家有新加坡，占了公司总营收的 10%，其他出口市场则包括中国、香港、韩国、印尼、越南和美国等。

# 长期盈利稳定成长的食品公司

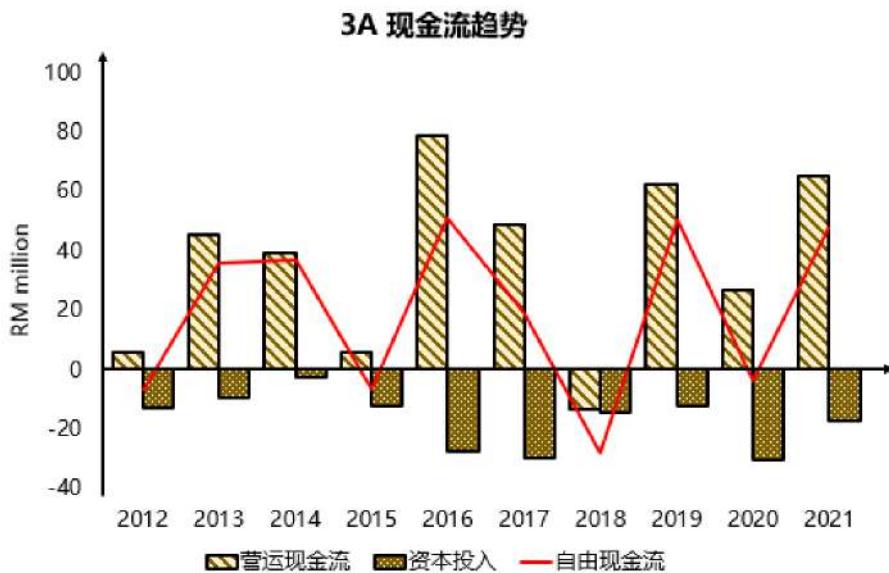


在公司规模日益膨胀的背景下，生产线也开始享受规模经济所带来的效益，EBITDA margin 常年都维持在 10% 以上的水平。值得注意的是，公司也会的大马唐王郭鹤年的丰益国际 (Wilmar International) 看上，正式缔结伙伴关系，目前是 3A 资源的第二大股东，掌握着公司 15.71% 的股权。观察最新的季度报告，公司在 2Q22 的营收按年成长 25.9% 至 RM165.2 million，主要受到较高的销售量和平均售价所推动。但是，公司的毛利率却有明显的下滑，从去年同期的 19.2% 下跌至 2Q22 的 13.2%，主要是原材料价格的上涨所致。

展望未来，管理层表示原材料价格的波动会大幅影响公司的财务表现。公司将会持续专注在执行公司的自动化系统生产计划，通过简化生产流程去提高工厂的营运效率和节省劳工成本，并达到提升产量的效果。公司也会在现有的厂房附近建设新的葡萄糖浆工厂，去满足市场对麦芽糊精 (Maltodextrin) 产品日益增长的需求。另外，公司也计划扩张仓库设施去应对原材料价格的波动。



# 健康的资产负债表和强劲的现金流

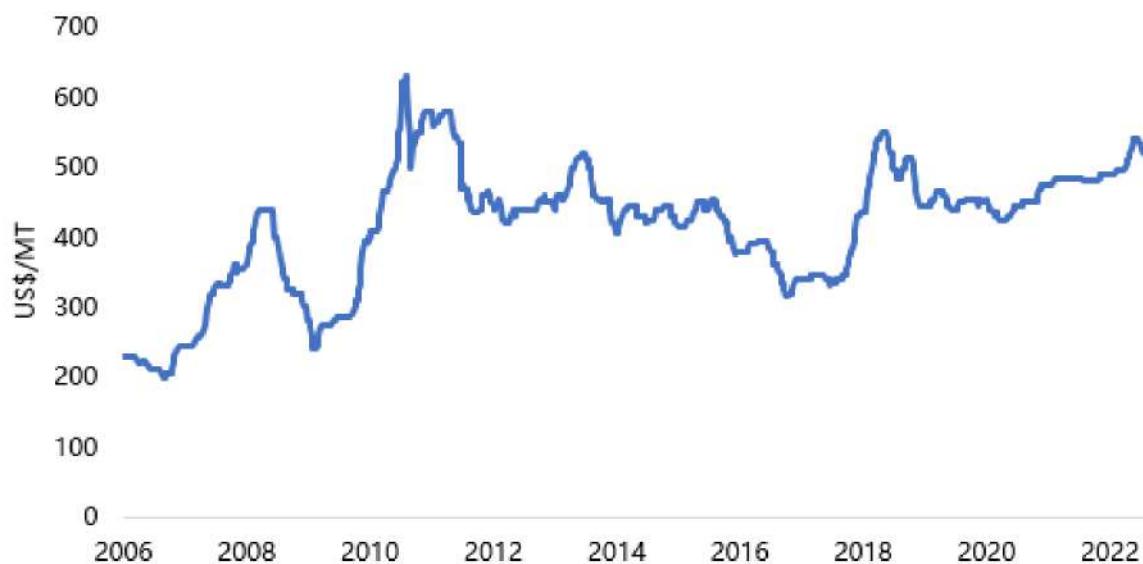


资产负债表方面，目前 3A 资源拥有 RM4.7 million 的现金在手，同时背负 RM16.6 million 的负债，陷入 RM12 million 的净负债状态。观察公司今年上半年的现金流，即使净利高达 RM23.6 million，但公司的营运现金流陷入负值来到 -RM49.3 million。这主要是因为公司的库存和去年末的 RM57 million 相比大幅上涨了 105.2% 来到 RM117.2 million。库存增加会降低公司营运现金流，反之当公司成功把库存卖出去则会转变成现金。

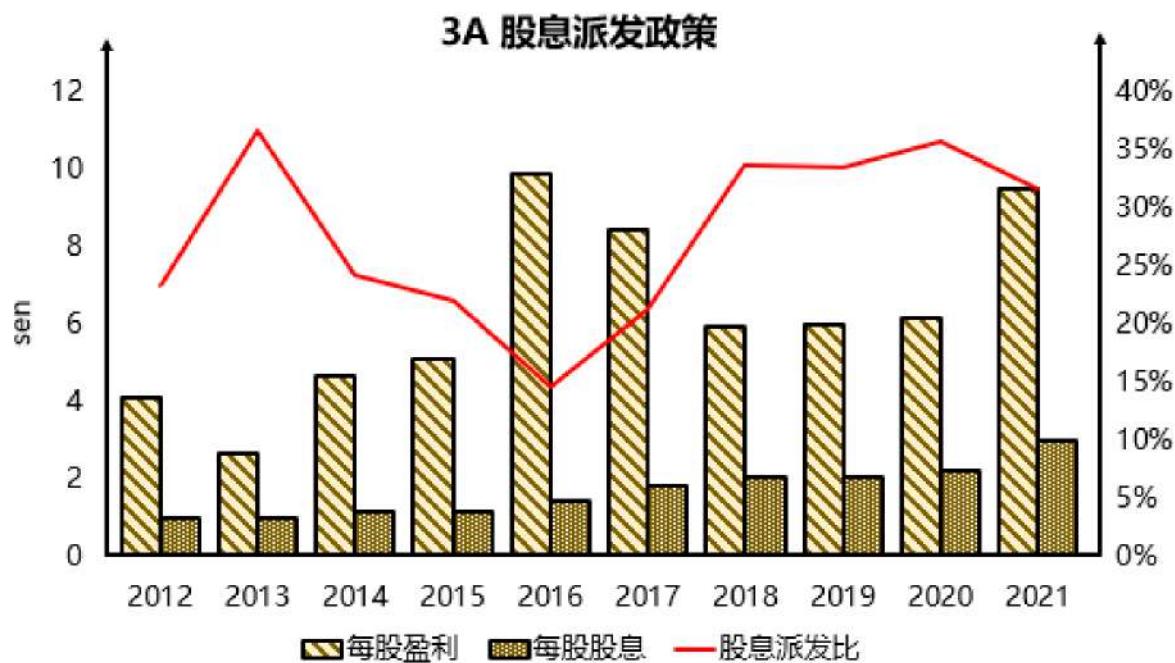
排除 2022 上半年的现金流，其实 3A 资源在过去十年的营运现金流是非常健康的。除了在 2018 年陷入负值的 -RM13.5 million 之外，其余的时间都是正值。我们也能发现公司在过去三年投入较高的资本支出区建设新厂和购买生产设备进行扩张，这导致公司的自由现金流并不是很理想。但这是短期的效应，并不影响公司长期的盈利成长。稳定的现金流也让公司有能力长期派发股息，公司在去年公布了历史新高每股 3 分的股息。看回历史，3A 资源在过去十年期间平均都会派发 30% 的盈利回馈股东，而在过去四年的股息派发比有提高的迹象，平均来到 34% 左右。

假设用昨天的闭市价 RM0.895 的价格来计算，目前公司的股息率来到 3.35% 的水平。刚才我也和大家简单分析了公司的过去的盈利表现，而我认为公司未来几年在出口销售增加和新产品的推出下，盈利预计在未来几年能以个位数去成长。假设今年的盈利来到 RM50 million 左右，每股盈利为 10.2 分。以刚才的 34% 股息派发比计算，预计 3A 资源在今年有机会派发 3.3 至 3.5 分之间的股息。根据 RM0.895 的股价，公司的股息率很有可能接近 4% 的水平。当然这是建立在公司的赚幅能维持，并且能将成本成功转嫁给客户的前提。

## 泰国木薯淀粉价格



# 短期木薯淀粉涨价影响公司盈利



公司的主要原材料是木薯淀粉 (Cassava starch)、糖以及豆粕。我在上图也摘录了 3A 资源主要的原材料木薯淀粉让大家参考。大家会发现木薯淀粉的价格对公司的赚幅有很大的影响，因此管理层的成本转嫁能力是公司的盈利关键。根据泰国木薯淀粉工会统计数据显示，截至 8 月木薯淀粉的价格几乎来到过去 10 年的新高，目前大约徘徊在 US\$520/MT 左右。其实木薯淀粉的价格在 2018 年曾经上涨至这个水平，当时公司的赚幅也出现明显的下滑。但随着营业额的成长，公司也比较有能力去吸收原材料价格的上涨。我认为原材料价格对 3A 资源只有短暂的影响，因为食品原料是快速消费必须品，需求并不会受到经济下滑而走低。

目前公司的本益比大约为 10 倍，对比在大马上市的消费食品公司平均 20 倍（排除 AJI）的估值有严重低估的迹象。虽然这并不是最合适的对比，因为 3A 资源主要是制造食品相关的原材料，并没有涉及终端食品的生产，估值也不会像 KAWAN 和 PWROOT 这些有品牌的大型生产商这么高。如果要比较，大家可以拿 3A 资源和制造炼奶的生产商 ABLEGLOB 来进行对。目前后者的本益比来到 11.5 倍，也是高于 3A 资源的 10 倍。



## 估值大幅低于同行出现吸引力

公司	本益比	市净率	ROE	股息率	净负债率
AJI	759.0	1.43	0.2%	0.7%	0.05
DLADY	8.4	5.04	60.2%	1.6%	n.a.
F&N	23.9	2.83	11.8%	2.7%	n.a.
NESTLE	49.1	43.63	88.8%	1.8%	0.80
HUPSENG	24.7	4.15	16.8%	3.4%	n.a.
APOLLO	29.4	1.29	4.4%	4.1%	n.a.
KAWAN	20.9	2.07	9.9%	1.4%	n.a.
SPRITZER	15.0	0.91	6.0%	2.2%	n.a.
3A	9.9	1.04	10.5%	3.4%	0.03
ABLEGLB	11.4	1.04	9.1%	3.8%	0.09
BJFOOD	12.2	3.09	25.3%	0.8%	1.07
OFI	11.4	1.10	9.7%	2.7%	n.a.
COCOLND	24.9	2.61	10.5%	3.4%	n.a.
PWROOT	19.5	2.94	15.1%	2.9%	n.a.
平均	72.8	5.23	19.9%	2.5%	0.41

观察公司的本益比走势，目前 3A 资源在过去五年的平均本益比为 12.7 倍，也创下过去五年最低的估值。公司的低估值可能是因为市场的关注度低，虽然之前 Public Research 曾经覆盖这只股票，但因为某些原因导致投行在今年 2 月暂停覆盖 (Cease coverage) 3A 资源。在资讯和市场关注度有限的背景下，投资者自然不愿意给予公司较高的估值。但我认为品公司过去长年良好的营运记录和稳定的盈利表现，加上消费食品是常做常有的生意，周期性质不会过于显著，因此我认为 3A 资源现在的估值有受到市场低估的迹象。

3A 资源的股价在过去十年的盈利复合增长率为 12.5%，但这段期间公司的股价成长了 17% 左右，每年大约只上涨 1.8%，股价和盈利的涨幅不匹配。虽然投资 3A 资源并不会为投资者带来巨大的财富上涨，但这家公司是每年都有机会投资者 4% 的预期股息率和 5% 至 10% 的预期资本增值，下跌空间也比较有限，是进可攻退可守的优质公司。





有兴趣了解更多  
请扫描以上二维码



# 新手365

最适合刚踏入股市的您

可随时报名上课  
**9集 | 18小时**

单人  
**RM99**

线上预录课程

不怕错过，随时上课！

有兴趣请联络 : 012-5813566 (Adam) 017-5705669 (Dennis) 017-3566184 (JJ)





By JJ Tan

## 左右你购买决定的柠檬 (The “Lemons” Market)

随着网购的普及化，买方如果想要“货比三家”变得相当方便，毕竟谁也不想自己买贵东西变成“水鱼”。试想一下以下情景，您在一家店铺里看到自己有意购买的商品，您第一个反应是拿出手机搜索该商品在网上的售价，如果只是差几块钱，可能您还是会购买，但如果相差很多，可能您最终会选择在网上下单。对买方来说，他赚到了便宜，但这直接影响了卖家的利率。相信各位也听过身边一些做实体零售商的卖家说以前实体店很好做，但现在变得非常竞争因为以前只需要和附近的店竞争，现在需要和全马甚至是全世界的网店竞争。之前卖家通过“信息不对称”可以随意开价，现在你卖太贵随时都有可能被人放上网被网民围堵。但商品越卖越便宜，真的越利好买家吗？让我们看看在 2001 年摘取了诺贝尔经济学奖《柠檬市场：质量不确定和市场机制》的论文，是否可以带给您不一样的见解。



## 什么是柠檬市场？

1970 年，31 岁的著名经济学家 George Arthur Akerlof，在其论文首次提出“柠檬市场”的概念（柠檬一词在美国的俚语中意思为“次品”或不中用的东西），开创了逆向选择理论的先河，现在“柠檬”已成为每位经济学家最为熟知的一个隐喻。相对地，“桃子（Peach）”在美国俚语中表示良品。该论文曾经因为被认为“肤浅”，先后遭到三家权威的经济学刊物拒绝。几经周折，该论文才得以在哈佛大学的《经济学季刊》上发表，结果立刻引起巨大反响。值得一提的是其妻子 Janet Yellen 自 2021 年起担任美国财政部长。该论文指的是一种由于买卖双方信息不对称导致低质量商品充斥的市场。在这种市场中，商品的卖方对商品的质量状况拥有比买方更多的信息。在这种情况下，市场交易将受到影响，质量较高的商品不断退出市场，而质量最差的商品则逐渐占领全部市场，出现逆向选择现象。以下的例子能让读者们更容易了解当中的含义。

### 二手车市场

在二手车市场，显然卖家比买家拥有更多的信息，两者之间的信息是不对称的。买者肯定不会相信卖者的话，即使卖家说的天花乱坠，买者唯一的办法就是压低价格以避免信息不对称带来的风险损失。买者过低的价格也使得卖者不愿意提供高质量的产品，从而低质品充斥市场，高品质被逐出市场，最后导致二手车市场萎缩。柠檬市场的存在是由于交易一方并不知道商品的真正价值，只能通过市场上的平均价格来判断商品质量，由于难以分清商品好坏，因此也只愿意付出平均价格。由于商品有好有坏，对于平均价格来说，提供好商品的自然就要吃亏，提供坏商品的便得益，于是好商品便会逐步退出市场。由于平均质量有因此下降，于是平均价格也会下降，真实价值处于平均价格以上的商品也逐渐退出市场，最后就只剩下坏商品。在这个情况下，消费者便会认为市场上的商品都是坏的，就算面对一件价格较高的好商品，都会持怀疑态度，为了避免被骗，最后还是选择坏商品。这就是柠檬市场的表现。

### 就业歧视问题

有些雇主拒绝在一些重要岗位上雇佣有色人种或少数民族。这并非因为他非理性，或者存在偏见，而恰恰是其遵循了“利润最大化”原则的后果。因为在缺乏充足、可信的信息的情况下，在这些雇主看来，一个人的种族、肤色便成为其社会背景和素质能力的一个信号。毕竟聘请员工是公司的成本，每个雇主都不希望把资源浪费在不适合的人身上。当然，对一个人的素质、能力，教育体系可以给出一个更好的衡量指标。它可以通过诸如授予学位等方法给出更好的信号。一个没有接受到任何训练的工人他完全可能有很好的潜质，但在一个公司接纳其以前，这种才能一定要经过教育体系的“鉴证”。这个“鉴证”的体系一定要有权威，具有可信度。

# 信息不对称



## 沟通是解决信息不对称唯一的手段

“柠檬市场”上要削减信息不对称，沟通是唯一的手段。在信息社会中，诚实也是一种工具。因为信息不完整和信息不对称，人与人之间需要沟通对话，以取得信息。而且，因为不知道别人提供的信息是真是假，只好借着“对方是否诚实”来间接地解读对方所提供的信息。因此，“诚实”这种人性中的德性，成为了人际交往中的一种“工具”。在大马股市中，多个突然暴雷的股票无一不是踩着信息不对称的钢丝上跳舞，一旦不知情的股民最终发现了那枚光闪闪的硬币的另一面时，市场开始逆向选择，钢丝断裂，股价大跌，股民丧失信心。但这只能靠 SC 加大监管力度让公司的资讯更透明化，清除股市中的“柠檬”，重塑股民信心。

总之，在许多的市场领域，柠檬市场的理论是十分受用的，只要存在着信息不对称，就会形成次品市场，从而使得次品驱逐优品，达到次品充斥整个市场。据不同的经营理念，至少可以将企业分为两个大类：一类是“混水摸鱼”的企业，另一类是想长期持续成长，做大做强，成就百年老店的企业，这类企业常常就是晋级行业领导者的“种子选手”。对于前者，柠檬市场则是他们的乐土，对于后者，柠檬市场则是品牌杀手。在“柠檬市场”中，品牌商是最大的受害者，要摆脱柠檬市场之困，有两种方法：一是跳出柠檬市场；二是打破柠檬市场。跳出柠檬市场，这是直觉的做法，但未必是一种长效做法。一般而言，通过差异化可以跳出“柠檬市场”，也可因差异化而取得丰厚的超额利润，但同时也会吸引其它的品牌跟入，结果还是可能等于从一个柠檬市场进入另一个柠檬市场。

# 金融小 知识

## 加权平均资金 成本的奥妙

By HoSay 财经

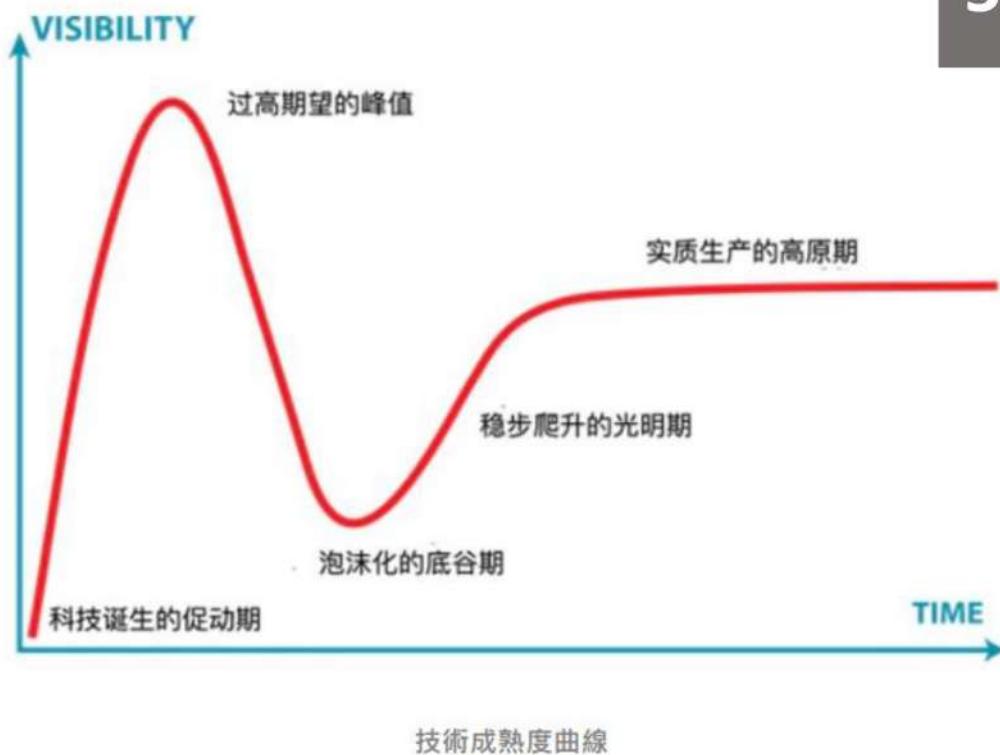
WEIGHTED  
AVERAGE  
COST of  
CAPITAL.

最近我经常和大家分享关于美国经济衰退的看法，也尝试从不同的角度去分析美国乃至全球宏观经济的发展。在经历过去两年的超级牛市之后，全球的股债双市开启了长空的格局。在俄乌战争所引发的连锁效应开始发酵，市场在过去几十年所享受的全球化红利、来自俄罗斯便宜的原油和天然气、中国价廉物美的商品、以及乌克兰的出产的粮食等等，这些本来垂手可得的商品现在已经戛然中断。

我在早前已经和大家提到，在高通胀的背景下，留给全球各大央行就只有加息这条路。因为大家都知道，如果欧美国家都开始加息，其他新兴国家也必须采取行动，尽管这条路会带来经济萧条。在注定加息的局面下，所有的风险资产都会显得特别脆弱，而比特币和以太坊的暴跌也正好印证这个道理。市场对于加密货币的定价非常两极化，对加密货币存有信仰的投资者会认为比特币是未来的货币，相反的也有投资者认为加密货币是这个世纪的大泡沫。但不论是什么理由，所有事物在步入成熟发展的阶段之前肯定会先经过泡沫的破裂。

左图显示每个事物的技术成熟度的曲线，横轴是时间，而纵轴是可见度。从左边观察，任何新的事物在被发掘之后都会先经历科技产生的促动期，之后投资者会开始对该事物抱有很大的期望和幻想，导致资产的价格膨胀至泡沫的水平。当市场发现这些期望并不实际的时候，资产的泡沫价格就会破裂来到低谷期，直到最后才会迈入实质生产的高原期。这是所有事物发展的演化规律，周而复始。

回到加息的课题，那加息实际上会如何影响风险资产的价值？这里我会用在今年 7 月华尔街分析师调低特斯拉目标价作为例子和大家讲解。大摩的汽车分析师 Adam Jonas 在当时下调了特斯拉的目标价从 US\$1,300 至 US\$1,200，降幅大约为 7.7%。尽管如此目前特斯拉的股价距离大摩的目标价还有 44% 的潜在上涨空间。Jonas 将特斯拉在 2Q22 的交付预期从之前的 31.6 万辆下调至 27 万辆，降幅约 14.6%。另外，Mizuho 的分析师 Vijay Rakesh 也将特斯拉的目标价从 US\$1,300 下调 11.5% 至 US\$1,150，给出的原因是零部件成本上涨及汽车价格下降对特斯拉收益的冲击。根据 Refinitiv 数据，目前市场对华尔街的目标价中



值是 US\$950，低于 4 月的 US\$1,088.5。值得注意的是，摩根大通分析师竟然将特斯拉目标价从 US\$395 下调至 US\$385。他在报告中写道，特斯拉的生产和财务业绩可能受到该公司在美国得州奥斯汀和德国柏林新工厂特定执行问题的影响。

回到今天的重点，其实 Jonas 以及 Credit Suisse 的分析师 Dan Levy 下调的主要原因是特斯拉的成本压力正在加重，其加权平均资本成本 (Weighted average cost of capital, WACC) 从之前的 8.5% 增加到 9%，并预计 2Q22 的表现可能会疲软无力。这就是我今天的重点，利率的上涨会直接影响企业的估值。什么是 WACC？加权平均资金成本是指企业各个资本所占的比重为权数，对各种长期资金的资金成本加权平均所计算出来的资金总成本。基本上公司的资金来源有债权和股权，而这两者都是有资金成本。如果资金是来自债权，公司的资金成本就是利息，而股权的资金成本就是投资者所期望的报酬。这两个成本加起来就是公司的资金成本 (Cost of capital)。WACC 也是现金流折现估价模型 (Discounted cash flow model) 中计算折现率的方式。



## 简单计算公司的 WACC

举个例子，假设公司的资产负债表上有 RM40 的债权和 RM60 的股权，而这两者资金成本分别为 3% 的利息和 7% 投资者所期望的报酬，公司的加权平均资金成本就是 5.4%，公式如下：

$$WACC = \left( \frac{40}{100} \right) \times 3\% + \left( \frac{60}{100} \right) \times 7\%$$

$$WACC = 5.4\%$$

我们在学习财报时会发现公司的资产负债表会分成左右两个部分，左边是总资产，是资金的投资去向。而右边是债权和股权，也是资金的来源，这两边永远都会是相等的。就如上述的例子，债权和股权分别是 RM40 及 RM60，而资产就是 RM100。因此，当公司在衡量投资项目时，该项目所产生的回报必须大于资金来源的成本，才会是好的投资。假设管理层发现国外有项目的回报高达 10%，而资金成本只有 5.4%，该项目的净回报就是 4.6%，只要是高于 5.4% 的回报对公司来说都是好的投资项目。



在利率快速上涨的背景之下，所有企业的资金成本也会跟着增加，进而推高公司的 WACC。公司的内在价值就是公司在可预见的未来所产生的所有自由现金流的总和，再通过折现率把这些未来现金流折现回来。WACC 也是现金流折现股价模型中计算折现率的方式，当折现率越高，所折现回来的现金流价值就越低，也代表企业的估值会下降。刚才我提到大摩的分析师把特斯拉的

资本成本从 8.5% 上调至 9%，虽然只是 0.5% 的调整，但对于企业的估值影响也不容忽视。我在下方会举例给大家看 0.5% 的调整对于企业内在价值的潜在影响。

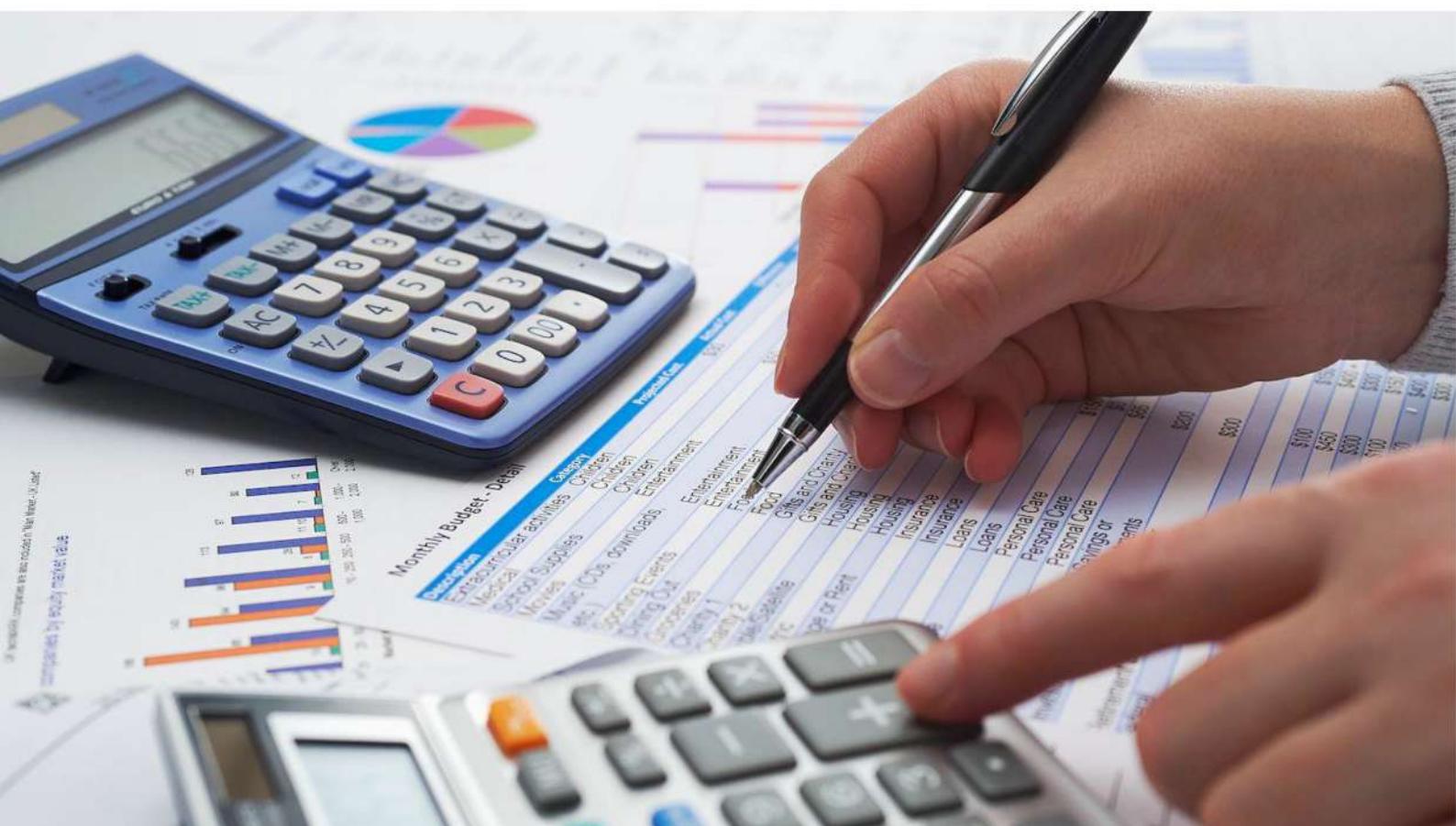
影响公司内在价值有两个最重要的因素，分别是未来现金流以及折现率。前者主要专注在分析公司内部营运绩效，而后者则是分析和观察宏观经济的局势。根据现金流折现模型，公司内在价值的公式如下：

$$P = \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_1(1+g)}{(1+r)^2} + \frac{CF_1(1+g)^2}{(1+r)^3} + \dots = \frac{CF_1}{r-g}$$

当中 P 是公司的内在价值，CF1 是公司明年的自由现金流，r 是折现率，而 g 是现金流成长，这个公式是假设公司能够永续经营下去。

假设某家公司今年的每股自由现金流为 RM1，并且能够永续经营每年成长 5%，我们也假设这家公司的折现率为 8.5%。根据上述公式计算，这家公司的内在价值为 RM28.57。但如果分析师把利率水平调升 0.5% 至 9%，这家公司的内在价值在自由现金流不变的情况下会下跌至 RM25，中间的跌幅来到 12.5%。但如果利率水平降低 0.5% 至 8%，这家公司的内在价值会上涨 15.5% 至 RM33。由此可见单单从利率的变化就可以改变所有上市公司的内在价值。并不是这些公司的基本面出现变化，而是利率上涨导致公司的现金流折现回来的价值变小。

当然这个公式是假设公司在未来都以固定的速度成长。大家都知道成长股绝大部分的现金流都是在未来产生，也就是这些成长股进入规模经济效益并开始转亏为盈之际。因此当利率开始抬升，这些远天期的现金流在折现回来之后数值会大幅萎缩。但投资者要注意折现率是不好预测的，也非常取决于投资者对于公司风险的定价。当公司的企业风险比较高，未来现金流不确定性比较大时，投资者一般都会给予这些公司更高的折现率去反映未来现金流的不确定因素。二在上个星期鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会中再次强调美联储不会放缓加息之后，美国三大股指当晚直接重挫，就是反映和消化利率上涨对公司内在价值的影响。





# 财报365

## 教你从“投资者”的视角阅读财报

正课后每周一次讲解1家财报案例，总共12家财报案例

14小时  
30分钟 线上直播

36家 公司季报学习案例(预录)

日期：4/10/2022 - 15/10/2022

时间：8.00pm-10.00pm / 9.30am-12.00pm

有兴趣了解更多，  
请扫描以下二维码



<b>优惠价</b>	<b>RM 388</b>
<b>订阅会员</b>	<b>RM 188</b>
<b>复习</b>	<b>RM 99</b>



有兴趣请联系 : 012-5813566 (Adam) 017-5705669 (Dennis) 017-3566184 (JJ)



By 【HoSay 财经】

## 世界正和美元脱钩，而美国只能开嘴炮

距离美国的中期选举只有三个月左右的时间，而美国总统拜登还有很多艰难的任务需要完成。特朗普在两年前败选之后，全世界都对拜登政府有非常高的期望，希望美国能够修复和中国之间的摩擦，并把外交关系处理好。但是，目前我们看到的是拜登因为美国通胀居高不下和俄乌战争而把锅甩到遥远的，而拜登的支持率也正在大幅下滑，留给拜登政府的时间真的不多了。

美国仍然是至今最有影响力的国家，无论是从军事、教育、医疗、经济等各方面的实力都是全球顶尖。美国通过强大的军事力量和在国际机构中的主导地位，如联合国及北大西洋公约组织 (NATO) 间接统治了全世界，美元霸权也因此成形。而美国政府通过美元在全世界的货币储备地位，大量发行美债去获取便宜的资金，去支持美国的社会福利并提高人民的生活水平，实行基础建设等等。

美国社会的强大和消费市场的成长更是带动新兴国家的经济发展。作为全球最大的消费国，美国非常依赖来自世界各地的商品制造，这也让新兴国家的制造业蓬勃发展，就业机会显著提升，同时也为这些国家提供庞大的出口市场，全球化红利发挥到极致。但所有东西都是有代价的，那就是不管新兴国家还是发达国家，都逃脱不了给美国割韭菜的命运。作为全球的货币储备，美元都广泛使用在国际贸易和商品期货的结算，这使得各国央行都必须持有大量的美元和美元资产如美债。

## 全球财富分配不均愈发明显

当美联储开始降息，大量的美元会流入市场推高全球的股市和房市。至今，美联储为了对抗过去 40 年来最高的通胀开始收紧货币政策时，世界各地的美元就会回流美国，美元就会大幅升值。美元的升值会部分抵消美国的进口成本，但同时这也表示美国正在向全球输出通胀。当美元升值，相对的其它国家的货币就会贬值，这导致依赖食品和能源进口的国家成本大幅上涨。举大马为例，受到进口成本的大幅扬升，我国政府今年所给出的津贴预计会高达 RM80 billion，相对于去年所预算的 RM30 billion 更加高。而高昂的津贴也让我国政府被迫放弃投入社会发展的预算。

另外，美元的升值和美债利率的提升也会造成新兴国家的美元债务负担更加沉重，而那些外汇储备不足的国家只好活生生给美国割韭菜，近期斯里兰卡的破产就是典型的例子。目前新兴国家必须面对艰难的抉择，那就是到底要大幅提高利率去追赶美联储的基准利率，还是维持低利率去支持国内的经济发展。假设选择大幅调高利率，国内的经济会迅速走向衰退，人民因为无法偿还高昂的贷款成本而破产。若选择后者，本国的货币就会迅速贬值，国内物价水平暴涨造成输入型通胀。



目前美国的债务占国内 GDP 的 125%，但是美元在国际货币储备地位的维护之下仍然屹立不倒。从上图大家观察历史会发现，不管是在 2000 年的网络泡沫还是 2008 年的次贷危机，美元兑全球货币都是升值的。正如美国尼克逊总统时代的财长康纳利 (John B. Connally) 的名言，“美元是我们的，问题是你们的。”美国的货币政策造成全球动荡，但美国永远的作风向来都是无动于衷，不管他人死活，而只在乎维护美元的霸权。

这也是为何最近我们看到许多国家都正在尝试去美元化，企图和美国划清界限。目前传出印度可能会动用人民币作为原油购买的结算货币，绕过美元体系，直接把拜登给气坏了。但其实印度购买俄罗斯石油是出自于本国的利益考虑，但美国却要求盟友选边站，同时不会提供石油，这样的口惠而实不至，过去见过实在太多了。在 8 月 15 日，美国财政部发布国际资本流动报告当中美债持仓的数据显示，中国大陆所持有的美债在今年 5 月已经跌破万亿，截至 6 月下降至 US\$967.8 billion，相比 5 月减少了 US\$13 billion，而这也是中国连续 7 个月坚持美国国债。另外，美国的最大债主日本也正在减持国债。截至 2022 年 5 月，日本所持有的美债为 US\$1.2 trillion，相比 4 月时下降了 US\$6 billion，这也是日本连续 3 个月减持美债，持仓也刷新 2020 年来的新低水平。但日本在 6 月时再度增持美债至 US\$1,236.3 billion，对比 5 月增加 US\$12.6 billion。

## 中国持有美债的数量



但是，中国和日本坚持美债并不会对美国产生任何影响。目前中国的外汇储备规模高达 US\$3,119.7 billion，而美元储备占了 US\$1,400 billion，其中美债就占了美元储备的 72%。这笔钱看起来非常多，但美国国债可是超过 US\$30 trillion 的总规模，从占比来看中国持有美债只不过占了总美债数量的 3% 左右，其实并不多。即使中国选择抛售所有美债，世界其他国家还是有能力吸收这笔数目，并不会造成美债崩盘。

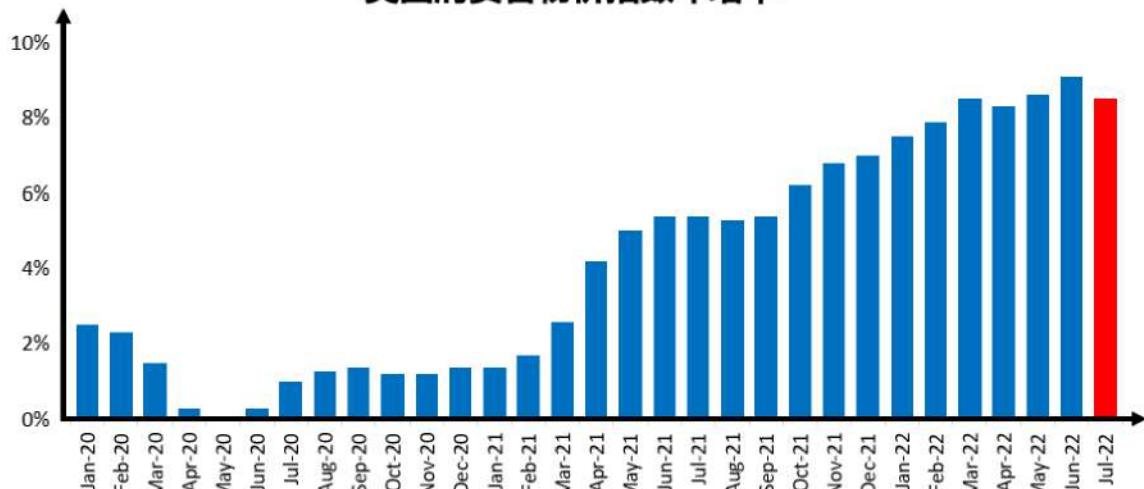
中国连续七个月减持美国国债，达到 2010 年 6 月以来的历史低值，可能不仅是出于对美元走势和美债收益率走势的市场判断，还涵盖对地缘政治等复杂因素的综合考量。目前中国持有美元资产的价值降低、风险加大，因此减持美债正在成为一个更长期化的历史进程。另外，美债持有人的主体还是美国的机构与个人，他们持有美债总量的 75% 左右。和美国国内持有的这个庞大数字相比，其他国家只是毛毛雨。虽然这在短期是看不到效果的，但我们显然能清楚看到全球再也无法忍受美国的霸道。



事到如今，美国的霸道终于招来因果报应。美国人民正在经历过去 40 年都不曾见过的高通胀，而过高的物价水平也让美国人非常不满。在不断累积的民生问题面前，拜登的支持率已经跌至新低，许多民调都显示拜登的支持率从过去的 50% 下跌至 30% 左右，然而拜登能做的也只有开嘴炮。2022 年 7 月 12 日，拜登告诉墨西哥总统，美国受到乌克兰局势导致通胀，但我们的通胀几乎是世界上所有主要国家中最低的。而就在 7 月 19 日，美国劳工部宣布了 9.1% 的通胀率。这并不是拜登首次谎称美国通胀是全球最低。在 6 月 14 日，拜登在西班牙举行的北约峰会上表示，美国比以往任何时候都更有能力领导世界，我们拥有世界上最强大的经济，通胀也低于其他国家。

但殊不知，美国的通胀在发达经济体当中最高的，而中国的通胀也只有美国的 25% 的水平。大家要知道，美国至今的通胀并非俄乌战争所致，而是特朗普和拜登推出了数以数以万亿的财政和货币刺激所引发的后果。根据 CNN 最新民调显示，美国民主党选民对现任总统拜登谋求 2024 年连任的支持率急剧下降。报道指出接受调查的民主党选民中多达 75% 的人希望该党能够推选一位新人参加 2024 年总统竞选，这一数字比今年初份民调时的 51% 大幅增加。CNN 这项调查是在拜登支持率低迷的背景下进行的，反映出大多数美国人对国家发展和经济现状感到不满。

美国消费者物价指数年增率



不只是拜登，就连美联储主席鲍威尔和美国财政部长耶伦在对于美国经济衰退的言论都很牵强。在所有经济指标的矛头都指向经济大幅放缓和美国 GDP 连续两个季度负增长的背景之下，这两位大人物都表示美国经济仍然强劲，主要是劳动市场依然紧张，相比于过去的衰退都出现失业人口增长，目前经济还在增加就业机会，因此和经济衰退连边都挨不上。2021 年 3 月，美国的通胀苗头已经出现，但鲍威尔却掩耳盗铃说未来几个月的通胀增速会加快，但这都是“暂时的”，这个创造性的“通胀暂时论”在美国大行其道。到了去年 11 月，鲍威尔还在欺骗全世界高企的通胀在今年的第二季或第三季会回落。事到如今美国的通胀来到 9.1% 的 40 年新高，“通胀暂时论”形成彻底的谎言。

今年以来，拜登已经先后为自己找来许多“背锅侠”，当中就有“普京涨价”、“无良的石油公司”等等，但殊不知这其实是拜登在外交的彻底失败所导致。俄乌冲突后，拜登拉起全球盟友对俄罗斯实施极限制裁，直接后果就是，造成了如今的能源和粮食危机。随之而来的就是全球大宗商品价格快速上涨，通胀创下 40 年新高。我们看到如今的拜登已经束手无策，过去为了自己的政治利益而导致美国人民不聊生。政治人物永远都在为自己的屁股着想，又何时想过为人民谋福利。有句话是这么说的：“政治人物履行他们的承诺，是政治人物天真；而人民选择相信政治人物会履行承诺，是人民天真”。

整个Podcast会以Live的方式进行，并且在结束之后会开放5分钟的时间与大家交流。  
大家可以围绕当天的主题发表看法或者提出疑问。  
(谢绝问神)

时间：每逢星期六晚上9点(大约20分钟)  
地点：Sharix.my Telegram群组

By Ho Tze Yang, CFA

# HoSay 陪你聊

## SHARIX独家播客节目



## 新手365

适合新手

最适合刚入股市的您  
从0开始学习与认识大马股票市场  
基本面分析，部署投资组合等等

随时报名

## 股理悟道 季度分享会

股理悟道季度分享会

每季度分析季度报告和行业前景  
寻找有价值的公司

2月,5月,8月,11月

## 财报365

掌握阅读财报的知识  
学会分辨与避开财报陷阱

一年两次

## 水到趋成

水到趋成趋势班

看懂大马10大领域变化的精华课程

一年一次

## 股道实战班

股道实战班

综合导师们多年经验, 分享股票操作  
心得的精华实战课程

一年一次

## SHARIX PRIME

SHARIX PRIME  
订阅服务

马股最精确的股票资讯订阅平台  
随身学堂 365 + 股理悟道 (2合1)

对于已结束的课程，若有兴趣可联络客服预定位子。课程开始后将另行通知