

# 价值投资三要素

孙旭东 尧艳红

价值投资的要素有哪些?笔者认为,价值投资有三大要素:安全边际、能力圈原则和“市场先生”。这三个要素是价值投资者必须坚守、不能忘记的。

先说安全边际,巴菲特认为它是成功投资的基石。它的好处体现在三个方面:①如果投资者对一家企业的估值过高,安全边际可以使他避免以过高的价格买入其证券;②如果投资者以与其内在价值相同的价格买入证券后,证券价格有可能继续下跌,安全边际可以减少下跌带来的损失;③买入价格低廉最终会提高投资者的回报。如果没有安全边际,则价值投资定义中的以远低于内在价值的价格买入资产就无从实现。

能力圈原则可以保证价值投资者对资产的估值准确。注意,这里用的是“准确”而不是“精确”。如果投资者没有能力对资产进行估值,那就不用谈什么价值投资了。

当投资者为找不到合适的投资对象而迷茫时,“市场先生”的重要性就体现出来了,当我们想起“市场先生”时,就会坚定自己的信心,相信我们心仪的股票终究有一天会有一个合适的价格来买入。如果没有喜怒无常的“市场先生”,市场是强有效的,那么价值投资也就做不成了,因为那意味着投资者根本无法以有安全边际的价格买入股票等资产。

综上所述,可以作这样的总结:正是因为“市场先生”情绪波动大,使得资产价格有可能大幅低于其真正的价值,而价值投资者又有能力对资产进行估值,两项条件都具备使得投资者能够以有安全边际的价格买入资产,于是价值投资就产生了。

再来看看价值投资大师塞思·卡拉曼总结的价值投资哲学三要素,它们是,第一,价值投资是从下往上的策略,使用这种方法可以分辨出特定的被低估的

投资机会;第二,价值投资追求的是绝对表现,而不是相对表现;最后,价值投资是一种风险规避方法,对会出现哪些错误(风险)和哪些会进展顺利(回报)给予同等关注。

这一总结显然已经超出了价值投资基本定义的范围,不过,它对于加深对价值投资的理解很有帮助。笔者坚信,对现代价值投资者来说,一项资产的内在价值应该是它的折现现金流价值,这意味着我们要使用绝对估值法而不是相对估值法对资产进行估值,这与卡拉曼所说的第二个要素其实是相通的。

国内有些投资者认为“企业成长性”是价值投资的要素,笔者不大赞同这个观点。理由如下:①成长性只是选择企业的标准之一,或者说是对企业进行估值考虑的因素之一,它的重要性无法与安全边际、能力圈原则和“市场先生”相比。②企业成长性不是价值投资对象的

录,与易经八卦相吻合。我们对此命名为八种类型复合会计分录。八种类型复合会计分录的资金运动的情况及相互对应关系见图2。

从上面图示上看到,这八种类型复合分录,其中有四笔与四种经济类型会计分录大同小异,其它四笔与四种经济类型会计分录有较大差异。差异点就在于这四笔复合分录其资金运动不管是由左向右运动或者由右向左运动,有一方超过了原点“0”。所以对这八笔复合会计分录可以分为两类:一类是对应的两方都不超越原点的复合分录,即第1、2、3、4笔;另一类是有一方超越原点的复合分录,即第5、6、7、8笔。在不准多借多贷的情况下,前者两方互相对应的账户每一方的性质是同一的,或资产或负债;后者两方对应的账户性质一方是同一的,或是资产或是负债,而另一方则不是同一的,有资产也有负债。

## 易与天地准,故能弥纶天地之道

当我们看到易经的标志八卦图时,就让人想起了资产负债

表,八卦图是在一个圆圈内,中间有一条象“S”样的线,把这个圆划分为二,形成了一条白色的鱼,一条黑色的鱼,即阴阳鱼。白头鱼上有个黑眼,黑鱼头上有个白眼,这个黑鱼与白眼象征着阴、阳两仪,两者永远是相等的。那个黑眼与白眼说明阴中有阳,阳中有阴。对此我们可以这样解释:这条“S”线如同资产负债表上平分资产、负债的分界线,阴相当于负债,阳相当于资产,负债恒等于资产,两者随圆的增大同时增大,随圆的减少而同时减少,不断地向前滚动发展。那鱼的白眼与黑眼是备抵账户,如“折旧”备抵“固定资产”。那四周的八卦符号不就是一笔笔的会计分录吗?易经的标志八卦图与反映企业资产负债总括情况的资产负债表如出一辙,其关系密切可见一斑。

借贷记账法久盛不衰,基本原理五百多年来没有大的变化,其原因就在于这一方法完全符合易经系统,在理论上与易经相通从而立于不败之地。■

(作者单位:苍山县财政局)

责任编辑 达青

必要条件。例如,卡拉曼曾在雷曼兄弟倒台前买入了大量债券,这些债券收益率有的达到了50%。很显然,这是价值投资,但与企业成长性无关。即使我们将投资范围局限于股票,如果一些公用事业行业的股票(盈利稳定性强而成长性弱或无)价格跌到了不合理的低位,似乎也不能否认这是一个价值投资的良机。③企业成长性也不是价值投资对象的充分条件。巴菲特甚至说,“公司的成长性本身几乎没有告诉我们什么。确实,成长性常常对价值产生积极的作用,有时达到惊人的比例。但是这种影响很难确定。”

笔者也不赞成因为企业成长性非常确定就对买入其股票的安全边际放松要求,企业成长性非常确定只是意味着可以更准确地对其进行估值,如果为此付出了相对较高的价格,安全边际所能带来的第2、3个好处就无法享受到了。更进一步,如果企业的成长性众人皆知,我们会担心它的股票价格已经高高在上,买入可能毫无安全边际可言。

针对上述观点,有人提出了不同意见。如有人认为,“要是严格按照这个标准,沪深股市就没法做了,哪个都不够格”。还有人认为,“如果今后十年价值增长惊人,这家企业可以给你带来10倍的回报,那么还有必要关心目前的股价是否被高估了20%或35%吗?问题的关键是确定企业价值可以在今后得到大幅度的提高”。

下面举例来回答这些疑问。首先要明确的是,如果一家企业可以在未来10年给我们带来10倍的回报(10年后股价是现在的11倍),那么它当前的价格就绝对没有被高估,除非这件事是建立在10年后股价被严重高估的前提下。在这种情况下,如果说股价被高估了20%或35%,那么基本可以断定估值者没有使用折现现金流法,而是以市盈率、市净率等相对估值法作出的判断。笔者主张价值投资者使用折现现金流法来估值,这也是巴菲特使用的方法。

假设一家公司(以下称为A公司)当前的每股收益为1元,投资者预测10年后其每股收益将增长到11元,即增长了10倍,在这期间A公司不分配利润。我们来看一下投资者应该如何对A公司进行估值(个人观点,仅供参考)。

假定投资者期望的年回报率是10%,A公司10年后的增长率为每年2%,所实现的利润全部用来派发现金红利。这意味着将使用10%作为贴现率,而10年后A公司的价值为每股137.5元, $11/(10\% - 2\%) = 137.5$ ,相当于12.5倍的市盈率,这个估值水平是合理的,不存在被严重高估的情况。

10年后价值137.5元的股票,如果我们期望的年回报率是10%,则它现在值53.01元, $137.5/(1+10\%)^{10} = 53.01$ ,如果以相对估值法作判断,53.01倍的市盈率当然是偏高的,但是如果投资者对A公司的未来发展有非常大的把握,这个价格就不能说是被高估了,即便市场平均市盈率只有20或30倍。

如果我们以53.01元的4折——21.20元买入,并且在10年后以137.5元的价格卖出,安全边际带给我们的好处是:①53.01元的买入价格相当于53.01倍的市盈率,我们知道,当市场低迷的时候,股票的价格很有可能跌到这个水平以下。但是,如果我们以21.20元买入,短期内亏损的可能性就减少了很多。②如果A公司的成长遭受了我们没有预料到的不利因素的影响,10年后每股收益只有6元,即只增长了5倍,我们以75元的价格卖出(同样相当于12.5倍市盈率),仍然可以获得13.47%的年收益率。③如果A公司的发展完全如我们所预期的那样,则这10年的年均收益率为20.56%,远远超出了10%的预期值。

但是,如果市场已经完全认识到了A公司的价值,并且更加乐观,以至于A公司的股价比53.01元还要高很多,姑且假设高估了30%,即市价为68.91元。如果以这个价格买入,则10年后即使A公

司的每股收益真的增长了10倍,年均收益率也只有7.15%。

由此可见,即使企业的成长性非常肯定,但如果投资者买入价格过高,长期收益率也不会很理想。当然,不排除市场可能会在投资者高价买入后更加疯狂,这样即使高价买入的投资者也能获得不错的收益率,但在笔者看来,这与博傻无异。

那么,A股市场上有没有10年业绩增长了10倍的上市公司?当然是有的。据Wind数据统计,2010年归属于上市公司股东的净利润比2000年增长了10倍以上的A股上市公司有172家,其中2000年前(含2000年)已经上市的有128家。这128家公司中有不少是人们熟悉的企业,如柳工(000528,1336.46倍)、中联重科(000157,87.77倍)、浙江医药(600216,54.29倍)、民生银行(600016,39.97倍)、山西汾酒(600809,37.86倍)、江铃汽车(000550,31.12倍)、万科(000002,23.18倍)、云南白药(000538,17.82倍)、格力电器(000651,15.78倍)、张裕(000869,10.25倍)等。这些股票在历史上并非没有安全边际很高的买入时机——以万科为例,2004年每股收益为0.386元,而2005年6月的收盘价只有3.14元,即市盈率只有8.13倍。

因此,即使是在经常高估股价的A股市场,也并非没有机会以有安全边际的价格买入高成长股票。问题的关键在于,当难得的机会出现时,我们是否能坚持自己对公司长期发展的判断,是否能不为市场的恐惧情绪所感染,是否能不自作聪明地预测短期内市场还会继续下跌。

需要说明的是,本文中使用了10%的贴现率、2%的永续增长率和以4折于估值的价格购买股票只是为了行文方便,并不意味着建议大家在投资时也使用这样的参数,读者应该按自己的实际情况和研究结果自行决定。

(作者单位:北京群鲤投资咨询有限公司 诚信国际外语学校)

责任编辑 刘莹