

## 怎样才能发现价格与内在价值的秘密？ | 长线·大鱼第 21 期

如果股票价格在公司的价值附近波动，价值投资就是有效的。只有在这种情况下，才能以低于公司价值的价格买入股票（或高于价值的溢价卖出股票）。价值投资者相信，市场对股票的定价会造成这样的空当。格雷厄姆将市场比作“市场先生”，将市场行为看作是人们心理行为的集合，这些行为在某些时期可能更容易受乐观情绪的左右，而在另外一些时间更容易受悲观情绪左右。

### 市场因素

很多复杂的因素会影响市场上的股票价格。格雷厄姆将这些因素归为两类：投机与投资。投机因素是造成市场混乱的原因之一，包括技术性、操纵性以及心理性的市场交易。投资因素包括估值，主要是对财务数据的评估，包含利润和资产的基本面分析。

有些因素同时带有市场和估值的双重特征，格雷厄姆把这些因素称为未来价格因素。这些因素包括管理质量、竞争环境以及公司未来的销售和利润前景。投资大众会按自己的观点将所有这些因素过滤，做出或买或卖的交易决定，由此形成了市场价格。

相比市场价格，更强调企业本身使得价值投资者能够明确认识到拥有股票意味着在一家持续经营的企业拥有利益。这种心态有助于强化建立能力范围和评估价值—价格关系所需的纪律性。

需要考虑市场好恶的唯一原因是，当经济衰退和市场不振时，选取股票的失误会增加。三个因素对此有影响：（1）更多公司的定价可能会低于价值；（2）愿意出手买入股票的投资者可能更少；（3）由于媒体和监管机构的压力，公司的管理层会更加谨慎并采用更保守的会计手段。

### 关注企业内在价值

在讨论普通股票的表现时，最常被引用的衡量标准是市盈率（P/E）。这一指标表明了购买股票的成本和收益之间的比率。很多人错误地认为价值投资是寻找那些将目前较低的市盈率成

倍提高的公司，但不是所有低市盈率公司都是理想的投资目标。价值投资者也不认为市盈率对估值来说是一个有意义的指标，尽管其可以作为一个检验是否出价过高的参照。

市盈率可以作为一个筛选条件。格雷厄姆避免买入那些在 5 年内市盈率过高的股票。他的另外一个条件是盈利回报与股价的比至少应是目前高评级企业债券的回报率的两倍。

价值投资者尽量避免将市盈率作为传统股指分析的补充手段，这与纯粹的现金流折现法的拥护者采用的股指做法形成了对比。当后者的估值方法给出的公司价值高低范围很大时，他们常常依赖市盈率来缩小出入。这一方法可以用来比较相似公司各自的市值和现金流，也就是市现率（P/CF）。

**例子：**假设一家和投资对象相似的公司市现率是 10（假设市值为 20，而现金流为 2），然后将这个为 10 的比率应用在正在分析的公司。假设其现金流为 3，这意味着可比的市价应该为 30。这样做有多大帮助还不确定，它完全取决于所参照公司的市场价格的含金量。

价值投资者认为对估算企业价值来说最有效的信息来源是利润表和资产负债表。

这些数据比那些市场主导的数据更好有两个原因：第一，净资产回报率覆盖了和会计相关的整个图景，包括债务和股权，而市盈率只与资产负债表中的盈利有关系；第二，净资产回报率是一种内在的估值方法，而市盈率是市场、外部或者估值过程的产物。市场的评级标准所告诉我们的更多是关于格雷厄姆所称的“市场先生”的情况，而不是企业的内在价值。

### 对非理价格的理性思考

抑郁的投资者会导致抑郁的股市价格。抛售的压力会增加并由此进一步压低价格，即使是对损失不那么敏感的投资者也会很快撤出投资，然后，那些胆子大的投资者也会陆续离场，一个向下的市场漩涡就产生了。一般人对损失的厌恶是对获利的热爱的 2.5 倍，投资者对损失的厌恶越严重，价值投资对其就越有吸引力。对那些极端厌恶风险的投资者，纯粹价值投资是最合适的手段。

### 关于卖出的焦虑

市场大量抛售时，投资者面临的一个棘手问题是应从众出卖。对这个问题，价值投资者的

答案是否定的，但更相关的问题是应在何时卖出。价值投资者在买入股票时就已经设定了卖出的标准，买入那些最不可能触发卖出条件的股票。

当支持最初做出买入决定的关键因素消失时，就是卖出股票的时刻。这些因素包括：

内部因素——管理层的反常举动、模糊的公报或复杂的会计手段、大幅增加的并购行为以及令人疑惑的管理层薪酬。

外部因素——更加激烈的市场竞争、技术的跨越式发展、行业管制的放松以及库存和应收账款周转率的下降。

经济因素——利润率的下降；净资产回报率、资产回报率和投资回报率的降低；利润被侵蚀；与权益相比，债务迅猛增加；流动比率和速动比率的下降。

在判断一家企业遇到的困难只是暂时性的还是长期性的时候，价值投资者可以使用一种对冲策略，卖出所持有股票的一部分，而不是全部。价值投资者不会仅仅因为股价下跌就卖出股票，而是要看到企业内在价值发生了变化的确凿证据，然后才会考虑是否改变已有的持有一卖出策略，如果不能确定当前变化是否为长期性，可卖出部分而不是全部。

## 控股的价值

对于普通股票的情况，对应的资产要么是发行股票的公司，要么是一定数量的这只股票本身。其中的不同源于控股权的价值，即拥有一家公司 100%的股权和只有 1 股或少数权利的含义是不同的。

一家有 100 万流通股的中型公司可能以 1 亿美元分拆部分业务，理论上合每股 100 美元。这可以作为对企业拥有权估价的基础，但是愿意全资收购整个业务的投资者常常会支付超过 1 亿美元的价格，而且当少数股东对估值提出异议时，通常会再加上一个溢价。

市场上对各只股票给出的价格是基于所交易的股票只占全部股权的少数的假设。因此，要给出一只股票中的 1 股价格，需要对发行股票的公司和单独一股进行定价。两只价格必须是有可比性的。估价的结果有可能是公司的价值是 100 美元，而股价是 90 美元，这并不意味着股票被低估而成为价值投资的选项，市场交易本身一般带有一定的折价。

一些价值投资者将收购前景作为实现投资价值的催化剂，但是对非专业投资者来说，要在收购时间上成功押注甚至比养成更一般化的、以安全边际价格寻求拥有特许权价值的企业的投资习惯更加艰难。

来源：《价值投资原理与实战》，（美）劳伦斯 A.坎宁安 著；王勇、董方鹏 译。