

# 也谈“价值投资”

◇南方基金投资部执行总监 许荣

什么是价值投资?当所有人都说价值投资时,价值投资者是否就没有优势了?

## 什么是价值投资

“价值投资”并不简单等同于基于公司价值的投资,并不简单等同于蓝筹或白马股的投资,并不简单等同于低市盈率、低市净率的投资,也不简单等同于基于公司长期发展或竞争优势的投资。“价值投资”必须是包含了全部以下三个方面的完整概念:第一是寻找到折价交易的机会(哪里会有便宜的东西卖);第二是折价交易的股票是否估值便宜(便宜没好货,是否的确物有所值);第三是买到有实质意义的数量(能否坚持将决定付诸于实施)。

## 寻找折价交易的机会

为什么会有投资者愿意折价卖出股票呢?首先是重视企业基本面的投资者取得了技术分析投资者的胜利,只懂K线分析的投资者折价卖出了基本面良好的公司。接着是重视公司持续发展能力的投资者取得了只知道EPS的投资者的胜利,后者大幅折价卖出了两三年后高速发展的公司。

而到了不久之前,当众多投资者终于完成了关于投资的基本教育与理解之后,折价交易的机会仍然会普遍存在。一方面,随着市场扩大与投资者的进一步细分,整体市场中的各个细分部分必然不可能得到

相同程度的关注与价值分析,不同投资者间依然会存在严重的价值判断差异,而且这种差异是由结构性的。例如,大机构会逐步放弃一些小市值股票的研究。另一方面,即使是受到普遍关注、研究报告充斥的地方,信息依然不会对称甚至正确,折价交易仍然存在。信息化的时代,十分钟能COPY、PASTE出一篇架构完整的研究报告,半小时内能炮制一篇济黎黎于倒悬、从国际到国内、从竞争优势到tenbagger的报告,而这些并不有助于合理的价值判断、消除折价交易。

## 折价交易的股票是否估值便宜

在找到存在折价交易机会之后,需要确定折价交易的股票是否的确具有价值。

公司的现实资产状况及价值、现有盈利能力是首先需要考虑并构成投资价值的基础,而细分市场成长、行业结构与公司地位、生产成本结构、费用支出比例、管理能力等是确定公司是否在发展中创造价值并具有未来价值的约束条件。

那么在具体的对公司的现有价值与未来价值的估值过程中,优秀的价值投资者的判断能力体现在哪里呢?体现在对行业的深刻洞察力。一方面是对公司现有资产价值与盈利价值的衡量与判断;另一方面更重要的是对行业发展与公司未来。一个充满发展空间的行业也许最终没有任何一个个体公司能受益,或者最终受益大发展的公司是事前根本无法逆睹的。

对于许多不能确定在发展中创



造价值的公司,只要其现实资产价值与现有盈利能力相对股价有足够的边际,也是很好的“价值投资”标的。

而对于能够在长期发展中创造价值的公司应该支付多少溢价,大部分价值投资者的回答应该是:零。严格意义的价值投资者从来会觉得,为了足够的Margin of Safety,稳定增长的溢价从来是给的太多而不是太少。很多人仅看到巴菲特在消费类股票上的巨大成功投资,却看不到巴菲特亦曾大量卖空过消费品,并且获利同样可观,只是这一部分的披露更为隐晦。

所以有意思或接近于悖论的现实是,价值投资者对于一个公司的现有价值与未来价值有着比一般投资者更为确定与清醒的认识,却不会为公司未来长期发展中的价值创造支付过多溢价;而正是因为价值投资者对于公司未来价值的正确判断、并且很少付出代价,一旦未来兑

现,就能收益巨大。

## 买入到有实质意义的数量

绝大多数情况下,价值投资者的价值判断是离群并无人喝彩的,令其他人乏味的折价交易机会长期看会带来超额收益,但却需要相当时间来完成纠缠。在价值投资者实施买入后,股价可能会继续下跌,实证经验应该是在价值投资者最初完成建仓的过程中(比如一年),应该有超过70%的数量是以比最初买入价更低的价格(或相对整体市场变化)买入的。这可以看作市场给予价值投资者更好的买入机会,但同样也是对于价值投资者的煎熬与考验。所以就坚持实施投资决定方面,公募基金很难享有一个真正价值投资者的奢侈。公募基金需要承受较私募基金更大的压力,并且由于受到投资比例、申购赎回、公司规定等限制,会失去在更低价格买入股票的权利。

## ◆工银瑞信投资者教育专栏

### 战胜“心理亏损”

◇工银瑞信渠道营销部总监 秦红

2006年基金翻番的赚钱效应再次燃起了大众的热情。虽然只要个人投资者进入这个市场,从长期看获得利益是迟早的事情,但依然有必要理清基金投资的一些特殊性,降低投资波动对心理的冲击,减少投资失败的可能。

买非货币基金,首先要清晰的问题是:买基金注定会亏损。虽然发行的时间都在3年左右,到2006年底,当初1份1元的基金有将近70只累计净值超过了2元,3年100%的收益如何让人不心动渴望。但是,时隔不到2个月,2月27日黑色星期二,基金基本都下跌了7%左右。面对3年增长100%,1天下跌7%的情况,居于旁观者的人往往会认为投资人当然是赚了钱,而且盈利甚丰。但我们居于其中,且不说我们有可能是在2元以上时购买的该基金,就算是1元购买的,面对自己曾经到手的2元财富降到1元9,我们内心还会有亏损了的感觉。这种亏损感是每个购买非货币基金的人注定会遇到的,也是我们享受风险收益品种的心理代价。

除了这种财富在增长过程中的突然下降造成的心理亏损感,还有一种心理亏损感也是我们往往会遇到的。那就是我们在7月份买了累计净值超过2元的基金,而现在的基金累计净值最高也不到2元了;或者我们在发行时购买了新基金,而基金开放时,净值低于1元了。如果我们这

时需要这笔钱,必须将其赎回,这种净值的下跌就对我们的投资产生了直接的负面影响,令我们的购买能力下降,直接影响我们的物质生活并产生投资失败的挫折感。但是,这种亏损是可以避免的。在中国市场,虽然投资人经历了满地雷股的市场、庄家操纵的市场、对基金管理人的管理能力充满质疑的市场,但是到2007年3月26日,没有一只1年以上的股票类的基金净值低于1元,净值全部创出了新高。

既然投资于股票类基金需要承受心理的亏损感,为什么我们还要投资它呢?因为基金风险有价!投资的复利带给我们的人生影响比一般想像的远为巨大。用简单的复利来计算,如果我们29岁的1万元,以2%的存款利率增长,到我们65岁时,只会增长到2万元,而29岁的1万元,如果能够按照12%的复利增长,则会成为64万元,如果能够按16%增长,65岁便会成为百万富翁。正是由于仅仅是1万元,2%与16%带给我们的人生差距相差百万,我们才会选择忍受心理亏损的感觉,投资于收益上下波动的品种,而不是心安理得的选择存款。

**工银瑞信基金管理有限公司**  
ICBC Credit Suisse Asset Management Co., Ltd  
稳健的基金公司 可信的基金公司  
客服热线: 400-811-9999

## ◆信诚基金投资者教育专栏

### 分享股指繁荣

◇信诚基金 郝渊侃

当题材股大行其道之时,很多投资者沉浸在收获的狂喜中,俨然忘记了去年“二八现象”频繁发生时的种种郁闷。

回想去年四季度,上证综指仅用了1个月就从1800点上升到2000点。在那段股指繁荣的表象之后,隐藏着的就是多数投资者的郁闷心情。

“赚钱了吗?”在那段时期,爱好股票投资的三五好友小酌时,有人这样问,赢得朋友一顿“海扁”的几率一定居高不下。因为“二八现象”甚至“一九现象”让大部分朋友成了那个郁闷的80%或90%。

那段快速上涨的主要动力来自核心蓝筹群体,银行、石化、钢铁、房地产军团几乎全线参战,它们的权重足以撬动股指。但是,蓝筹集体活跃的另一面,却是中小盘成长股的回调。如果持有的是垃圾股,损失则更为惨重。

虽然都是郁闷,但各有各的不同。

小C还是延续庄股时代不喜欢大盘股的习惯,且受制于财务知识、行业背景知识,多是听“消息”或朋友推荐,手中多为缺乏投资价值的小盘股,那个月可谓极其郁闷——股指收益率超过10%,但小C的资产缩水了近20%。

老Z有较强的分析能力,选中的股票也大多被机构长期看好,但由于资金实力相对有限,未对资产进行合理配置,重仓的仍是前期一发不可收拾的中小盘成长股,虽说老Z在股市摸爬滚打十数年,心态比一般投资者要好上许多,但那一个月中,也难免患得患失。

应该说,成长股在那轮蓝筹行情前涨幅可观,相比之下,蓝筹群体的市盈率在行情发动前相对较低,因此,资金流向估值洼地十分正常。

偏好成长股的投资者在“二八现象”期间没必要过于郁闷,着眼于长期的投资回报有助于保持良好心态。

从另一个角度说,若希望踏准市场节奏,适当地做一些资产配置、并根据市场变化做出相应调整是完全有必要的,而做到这一点且做得很好对于普通投资者而言成本过高:宏观研究、行业调研、上市公司拜访、金融工程……一样都不能少。因此,借助基金的专业团队力量是一个既省心又稳健的方式。

**信诚基金** 客服热线: 021-51085168  
欢迎来电索取信诚基金理财手册  
www.citicfund.com.cn

## ◆兴业基金投资者教育专栏

### 投资基金切忌“傻瓜理财”

◇兴业基金 钟宁瑶

都说基金是“懒人理财”,但“懒人理财”不等于“傻瓜理财”,千万别以为在网上银行基金超市里点点鼠标就算投基了。买东西前还要“货比三家”,更何况一掷千金甚至万金的基金呢。

## 投入和回报永远成正比

有的投资者可能会说,平时工作实在是忙,没时间去研究,有人推荐岂不是更省心省力?

《富爸爸财务自由之路:神奇的现金流象限》这本书中,曾经把投资者依次分成7类,其中有一类也是极为常见的,被称为“储蓄者”,书中对这个群体的描述十分生动:“他们花几个小时从报纸上剪下赠券,然后在超市中,排着长队,笨拙地找到那些赠品。如果不去努力地省钱,而把这些时间用来学习如何投资,若他们在1954年投1万美元在约翰·坦姆普林顿基金上并忘掉它,到1994年它的价值将达到240万美元。或者如果他们在1969年投1万美元在乔治·索罗斯的量子基金上,到1994年它的价值将达到2,210万美元”。

可见,在投资基金前多投入一点时间和精力,你就会比别人多一分成功的几率,投入和回报永远是成正比的。所以,理财前的调研环节万万不能少,不能让别人的推荐代替你自己的决策。投基前,应该像调查户口一样的调查基金。

## 像调查户口一样调查基金

首先,你应该了解你家基金的“家庭背景”,它是哪家基金管理公司的,曾经推出过哪些产品,其它产品的收益水平如何,这点很多投资者会遗漏。其实,买基金就是买基金公司,公司的整体业绩尤其重要,一只基金业绩表现好,并不代表公司投资能力出色。除了你准备投的基金外,它的兄弟姐妹也应当业绩优异,这才证明投资团队的管理能力。

其次,你必须知道这只基金的“年龄”,它诞生于牛市还是熊市。如果是在2006年以前成立的基金,必须格外留意它在熊市中的表现。只有牛市里赚钱,熊市里抗跌的基金,才能证明其投资能力和抗风险能力,才值得长期拥有。

现在市场上基金营销活动如火如荼,除了新发基金外,还有基金分红、拆分,以及封转开,持续营销之后,不少基金净值都归一。许多基民搞不清其中的差别,误以为面值1元都是新基金。所以这个时候,你尤其应该看一下它的累计回报,过往每年的收益情况和评级,以判断这不是一只优质基金。

其三,也是最重要,你必须得知道这个基金属于哪一类,具有哪些特点和风格。基金的分类有很多种,一般来说,按照基金的基准资产配置比例,可分为股票型、偏股型、配置型等等;从投资理念上,可划分为价值型基金、成长型基金;从投资目标上,可分为成长型、收益型、平衡型。把你的基金对号入座,看看它大致属于哪个阵营,同一阵营的其他公司的基金表现如何,这样更具有可比性。

**兴业基金** 在投资的长跑中胜出  
兴业基金投资者教育有限公司  
客服热线: 4008780099 公司网站: www.xyjrd.com.cn