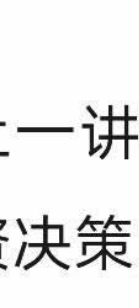


17 | 价值投资：用别人的错误赚钱



贾宁

11-09 16:51



17 | 价值投资：用别人的错...

11:05 10.14 MB



[贾宁亲述]

你好，我是贾宁，欢迎来到我的《财务思维课》。

上一讲我们讨论的是，如何做固定资产投资决策。

其实企业除了投资固定资产之外，也可以投资其他企业的股票。比如之前我们提到的两面针这家公司，就投资了大量中信证券的股票。这一讲我们就来说说，证券投资。

你一定听说过“价值投资”这个思路，就是先对一家企业进行财报研究，计算这家企业的真实价值，然后和市场上现在的价格比较，如果低于市场价格，就值得投资。

这个思路听起来很靠谱对吧，但我想告诉你的是，实际当中，这个方法其实很难执行。

因为没人知道一家公司的真实价值是多少。

小米上市的时候，投行给的估值是多少呢？一开始是1000亿美元，后来发行前又下调到500亿。这两个数值都是基于小米的财报和专业的财务模型估计出来的。但是，你说这两个价值哪个才是小米的真实价值？在小米的经营没有发生任何重大变化的情况下，公司的真实价值会在短短几周之内，突然减少500亿吗？

其实，在财务高手看来，再专业的财报分析和财务模型，都无法准确得出一家企业的真实价值。

因为财报中所有的数据，反映的都是公司过去的业绩，而估值体现的是对公司未来业绩的预期。所以用历史数据去预测未来，这个时间的错配，就一定会产生错误。

另外，实际操作中，企业估值很容易被人为了人为干扰。比如投行往往为了争取一个IPO项目，会去迎合公司对估值的期望值。小米想要1000亿估值是吧？没问题，那我就把未来预期增长率调高。你觉得500亿更合适是吧？没问题，那我就想办法把增长率下调。

本杰明·格雷厄姆(Benjamin Graham)在《聪明的投资人》这本书里就曾经说过：“将精确的数学公式与高度不确定的估值假设结合在一起，很容易就变成一种操纵工具，用来生成任何人想要得到的任何水平的估值。”

格雷厄姆是谁呢？他是巴菲特的老师，也是价值投资理论奠基人。他在投资界的地位，相当于物理学界的爱因斯坦，生物学家界的达尔文。

虽然格雷厄姆创造了价值投资，但是在他眼中，“发现真正的内在价值”这个说法是个伪命题，因为真实的价值永远是未知的。

你根本不需要知道内在价值

那么，在不知道真实价值的情况下，怎么进行价值投资？

格雷厄姆会告诉你，其实你根本不需要知道企业的真实价值。你需要做的，只是发现别人的定价错误，这样就可以赚钱。

好比你和另外一个人在大海里游泳，这时后面来了一条鲨鱼，你怎么知道自己能不能活命呢？你需要知道鲨鱼实际的速度吗？不需要，你只需要确保自己比旁边那个人游的快就行了。

为什么这个思路，比计算企业真实价值的思路，更具有可操作性呢？

因为判断一个数值是过高还是过低，要比准确预测一个数值，容易多了对吧。

投资并不是我们与自然之间的游戏，而是我们与市场当中其他投资人之间的博弈。你只要赢了别人就行了。橡树资本董事长马克斯曾经说过：投资就是发现市场的错误。

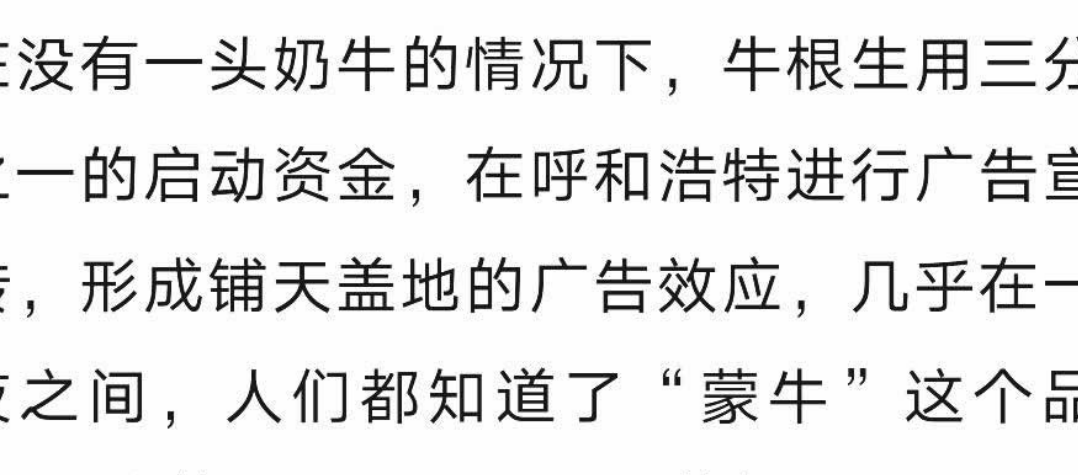
所以价值投资的本质，确实是建立在对财务信息和非财务信息的分析研究上的。但是从操作层面来说，分析财务信息的目的，不是为了发现企业的真实价值，而是为了发现别人的定价错误。

反向推导

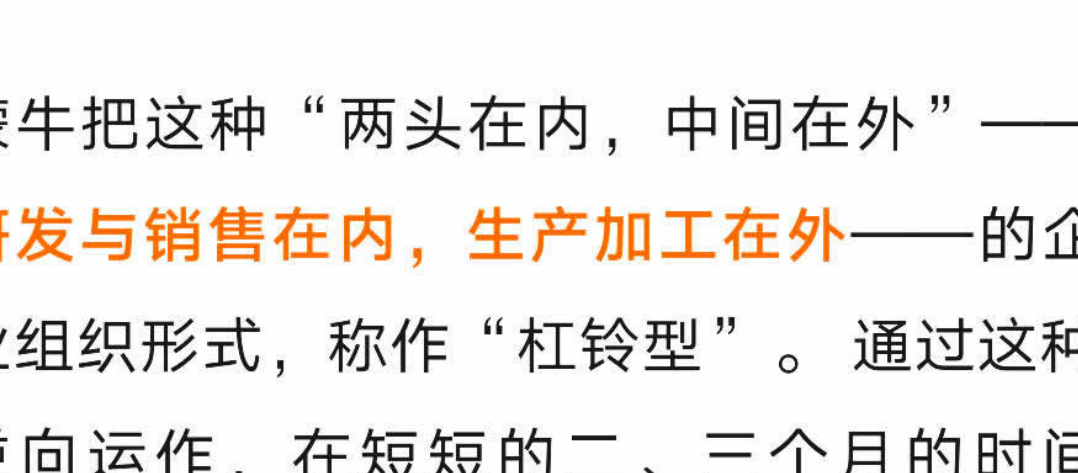
怎么才能发现别人的定价错误呢？

这背后的操作思路，叫“反向推导”。

从下面这两张图，你就可以看到正向推导和反向推导逻辑上的差别。



图一：正向推导逻辑



图二：反向推导逻辑

正向推导就是我们之前说的常用方法。先对企业未来收益、成本做出预测，然后把这些假设带入估值模型，然后得到一个估值，之后和市场价格比较。

而反向推导，是把当下的市场价格当成估值放入这个模型，然后反推出来市场得到这个估值背后用的假设是什么。比如市场给一家企业的估值是10亿，反推出这个估值背后隐含的增长率预期是10%。这时候，你需要做的，就是判断企业未来能否达到10%的增长预期。

如果你觉得这家公司未来达不到这个增长率，说明市场现在给的价格过高了，你就不应该买这个股票。如果你觉得这家公司未来增长率比10%高，说明市场给的价格低了，你就应该买入。

反向推导这种逆向思维方式，其实在财务分析和管理当中，可以发挥很大的作用。

比如财报分析，其实就是透过财务信息，反向推导出背后企业的真实情况。

再比如蒙牛这家企业，2000年的销售收入只有不到3亿元，但是在2001年制定未来“五年计划”时，蒙牛老总牛根生竟然将2006年的销售目标定在了100亿元。很多人认为目标定的不切实际。结果100亿元的销售目标在05年即提前实现。

蒙牛是怎么做到的呢？那就是使用了牛根生最显著的思维特点：逆向思维。一般企业都是根据市场、产能这些因素来定业绩目标的，而牛根生却正好相反，**先定目标，反向推导，为了实现这个目标需要的资源配置和战术。**

牛根生的逆向思维，不仅体现在财务目标的制定上，其实他当年创立蒙牛整个的过程，也是一个非常精彩的逆向思维。按照一般创办企业的思路，首先要建厂房、进设备、生产产品，然后打广告、做促销，产品才有了知名度，才能有市场。但牛根生却提出了“先建市场，再建工厂”的思路，把有限的资金集中用于市场营销推广，然后把全国的工厂变成自己的加工车间。

在没有一头奶牛的情况下，牛根生用三分之一的启动资金，在呼和浩特进行广告宣传，形成铺天盖地的广告效应，几乎在一夜之间，人们都知道了“蒙牛”这个品牌。接着，牛根生与中国营养学会联合开发了新的产品，然后再与国内多家乳品厂合作，“借鸡下蛋”生产“蒙牛”产品。

蒙牛把这种“两头在内，中间在外”——**研发与销售在内，生产加工在外**——的企业组织形式，称作“杠铃型”。通过这种逆向运作，在短短的二、三个月的时间内，牛根生盘活了近8亿元的企业外部资产，完成了一般企业几年才能完成的扩张。

检验某只股票定价的合理性

听到这里你可能还会问，逆向思维听起来很好，但是估值不是需要好多预测和假设吗？未来收入、成本、增长率，折现率等等。这么多维度我们怎么知道别人在哪儿犯了错呢？

我们可以应用两个之前说过的思维方式：分治策略、以及排除决策不相关性信息。

首先，我们可以使用分治策略，把企业估值拆分成三个部分：

公司估值=投入的本金+短期价值创造+长期价值创造

然后，排除决策不相关性信息。也就是判断一下，这三部分当中，哪部分是投资人最可能犯错的。

这三个部分的确定性是从高到低排序的。投入的本金就是公司的账面价值，这个在报表中可以直接看到。短期价值创造，指

字号 写留言 1 请朋友读