

# SECURITY ANALYSIS

---

28

## 普通股投资的新准则

---

解读：胡震霆

2024年3月19日

# 目录

普通股投资新准则

三大基本条件

以持续扩展为基准

以个股成长性作为选股依据

以安全边际原则为选股基石

三大条件总结

# 普通股投资新准则

---

## 回顾

行业的不稳定性上升使得传统的关注**历史平均盈利能力**的方法失去作用。

新时代的投资方法将**盈利趋势**作为价值判断的唯一标准。

摒弃计算过程以及约束条件下的盲目择股必然导致可怕的市场崩溃。

## 新准则

虽然不能将盈利趋势作为唯一标准，但可以作为反映投资价值的一项指标

- (1) 投资可以看作一类**组合性操作**，借助**风险分散措施**可以产生令人满意的平均结果；
- (2) 与固定价值类似，个股选择时应当采用**定性分析与定量测算相结合**的方法；
- (3) 相对债券投资而言，普通股投资要花更多努力对**未来前景**分析。

# 三大基本条件

---

## 以持续扩展作为基准

一组精心挑选、种类多样、买入价格合理的普通股投资组合是一种合适的投资策略，以下条件成立：

- （1）国家财富和企业盈利能力将持续增长；
  - （2）这种增长体现在主要企业的资源扩张和利润增长上；
  - （3）这种增长主要源于新资本的投入和未分配利润再投资的正常进行。
- 第三条说明盈余积累和未来盈利能力之间存在明显的因果关系，因此选股**不是纯粹凭运气猜想**；
  - **个股**的不稳定性不会影响普通股**整体**的长期发展。

# 三大基本条件

---

## 以个股成长性作为选股依据

拒绝基于长期整体成长性的投资者可能认可的另一种方案：

- 挑选**个别优质**的且长期稳定增长是可信赖的**成长型公司股票**；
- 能够将定价合理的优秀成长型公司的股票识别出来的投资方案无疑是成功的。
- 存在问题：是否所有谨慎且理性的投资者都能遵循这一策略直到成功？

## 三个问题

(1) 什么是成长型企业？

(2) 投资者能否发掘它们？

(3) 股价会不会透支企业发展潜力？

\* 这种购买行为能否被描述为投资？

# 三大基本条件

---

## 什么是成长型企业？

定义：“国家投资者公司：在不同盈利周期中**盈利循环不断增长**的公司。”；

疑点：事实上，1930年之前大部分美国上市公司都是如此；1929年、1936-1937年间只有极少数公司保持了盈利增长。

改进：那些**极少数**公司才是真正优秀的成长型公司。

## 投资者能否发掘它们？

企业特征：困境 → 繁荣 → 松缓的生命周期；

结论：

(1) 投资者可能承担短暂繁荣和企业衰退的风险；

(2) **发掘绝非易事，失误的可能性巨大**。除了核对统计数据和报表，还需要大量的专项调研和商业研判；

## 三大基本条件

---

### 股价会不会透支企业发展潜力？

现状：被认为具有**良好前景**的股票通常也以**相对较高**的价格出售；

结论：

- **没有绝对的答案**，最有利可图的方案是投资者选择自己看好而市场不看好的公司，且这种选择是有效的。
- 但这也仅仅是个别有主见且有勇气的投资者的决策，远非一般按照既定规则及标准投资行为。

### 这种购买行为能否被描述为投资？

结论：肯定的，但得满足两个条件。

条件：（1）报以真切的关怀和**严厉的怀疑态度**审视影响未来的因素；

（2）支付价格不会高于一个谨慎的企业家为了能够获取一个行使企业控制权的私人股权投资机会所愿意支付的价格（**等价值私人企业的合理价格**）；

# 三大基本条件

---

## 以安全边际原则为选股基石

安全边际原则：如果分析师相信**股票价值会超过他所支付的价格**，并且对该公司的未来持理性、乐观的态度，他会将此股票视为投资组合中合适的标的。

## 两种技术路径

- (1) 以量化的价值标准去衡量，当**市场**普遍低迷时买入股票；
- (2) 发掘价值被低估的普通股**个股**；



# 三大基本条件

---

## 利用共同市场波动的努力复杂化的因素

1900年以来，普通股股指的波动出现反复过高过低，“高买低卖”的赚钱机会重复出现。

- (1) 构建一个包含各**行业龙头企业**的普通股**投资组合**；
- (2) 利用合适的资金成本（如长期利率），以**贴现**的方式将平均盈利资本化，确定组合的**基准价值**；
- (3) 将**买点**确定在基准价值的一定百分比之下；**卖点**确定在基准价值的一定百分比之上。

## 以上方法的困难

- (1) 即便市场行为模式被正确预期，但特定的**买点和卖点选择更容易出错**；
- (2) 市场**性质发生变化**导致过去的交易策略不可行；
- (3) 使用这种方法需要**强大的心理素质**，很可能出现与普遍认知对抗的情形。

这种方法适合有能力驾驭它的投资者。

# 三大基本条件

---

## 投资个别价值低估的普通股

理想情形：寻找**出售价格远低于真实价值**的股票，在各个**定性的角度同时使投资者满意**并且在同一时间被发现能够以相对于盈利、股息和净资产等量化指标而言较低的价格出售。

实际：理想的情形十分罕见，更多的是从**定量角度看较为便宜**，经过研究发现**前景一般**的股票。

原因：市场对成长股的痴迷导致其他股票遭到抛弃，价格大幅低于等值私人企业的价值。

结论：寻找远远**低于私人企业价值**的售价。

## 三大条件总结

---

- 无可否认，优秀的投资者遵循三大投资理念中的任何一个，**都有机会**取得成功。
- **不能肯定**，这些方法都可以发展成一个理论体系或者操作技术，使得细心钻研的聪明人都有信心走向成功。
- 结论：**反对用“投资”**来描述上述股票操作理念，即便精通此术甚至获利；以投资之外的名称命名更符合投资者与华尔街机构的Interest（原文，翻译成了“利益”）