

估值讲座 (1, 2)

第一讲 股票估值的专业性 (上)

深圳市徐星投资管理有限公司

张东伟

“价值投资”正在深入人心，但可以说误解也同样广泛。在对待价值投资方面，有两种认识是相当普遍的：

1. 认为在估值或价值投资的理念和道理上是清楚的，关键是如何操作。某位业绩较差的基金公司老总就这样说：估值、价值投资的理念上大家都是一样清楚的，关键是怎么去操作，以什么手段和渠道去调研、比别人早一步获得关键信息。
2. 价值投资在中国“水土不服”，股价不反映基本面。价值投资只不过是个“题材”和借口。中国上市公司的报表都是假的，分析起来没有意义。

第一个问题，是目前很多投资者和研究机构不自觉的观念，反映在其具体工作上，估值或公司的研究是谁都会做的，不过就是个“信息搜集”工作，行业或公司研究员成了“信息收集员”。某位“资深”的券商研究员就公开表示：他目前的工作与十年前没什么区别，就是拎个包到某公司去一趟，回来写个“调研报告”。这样的工作，对于有十年从业经历的与刚进券商研究机构的人来说是一样的。这种工作的结果就是，各研究报告的思维方式和思路雷同，研究结果相近而且往往很快过时。例如，在 2003 年年末，在各机构普遍声称以“价值投资”取得超越市场业绩的时候，2004 年面对宏观调控，各投资及研究机构几乎是“集体犯错”。显然，把这种错说成是“信息收集不及时”是站不住脚的。在对待近些年过度景气行业公司以及宏观调控问题上，这些问题其实恰恰出在对公司估值、价值投资基础方面的理解上，或者说证券研究基本理论和方法上的缺陷也许才是问题的要害。

也许正是第一个问题，或者由于一些对公司估值更不了解的人常常以一种“想当然”的观念（例如以市盈率、分红指标、GDP 增长率等）来看待股价的波动，在产生不解的疑惑后，就出现第二个问题，即认为价值投资在中国并不适用，不过是个借口或炒作题材。相比较而言，这一看法在一些学者、官员和个人投资者那里更为普遍，他们的一句典型的口头禅就是中国的 A 股股市“不是经济的晴雨表”，认为 A 股股价并不反映公司的真实价值。

为更具体说明问题，下面列举几类常见的分析方法或观念：

1. 以财务评级进行价值评估

利用财务报表中的会计数据来“计算”出公司的价值，是相当一部分的学者及学者型投

资人孜孜以求的“价值评估”。从 96 年深交所的“20 家绩优公司评选”活动开始，不断有人试图设计一个更加“合理”的“评估体系”。这种评估体系的核心就是设计一套财务指标（例如每股收益、每股净资产、净资产收益率、增长率等）系列并对这些财务指标“打分”累加，由此得出该公司是否有投资价值或给该公司一个投资评级。这种“价值评估”的登峰造极之作就是某财经传媒按几个财务专家设计的一套“评估体系”，把当时 1000 多家上市公司的价值用计算机“计算”出来。

但是，这些“价值评估”就如同市场中流行的热点一样，昙花一现而毫无价值，而且由于股价表现经常与其“研究成果”严重不一致而使这些学者认为中国股市的股价“不表现基本面”。为什么会出现这样的情况呢？实际上这正是在对“价值”的基本概念上产生差错所致：一家公司实际市场价值的信息，全都包括在财务报表的数据中吗？“价值”要求的是一家公司经营的部分信息还是其经营期间的全部信息？

2. 以经营形势或当期的业绩——市盈率来定价

对于很多分析师和投资人来说，在分析、预测完公司的业绩情况后，“估值”不过就是个按当时市场情况，“20 倍市盈率应该多少多少价”，或“15 倍市盈率应该多少多少价”，所以现在的市价“严重低估”等等。对于他们来说，为什么要用 20 倍或 15 倍市盈率他们并不去计较（或者说原本就不知道），或者以一个“国际上”对这类股如何如何定价来做根据。

证券市场是个套利的场所。如果某某市盈率是“共识”的话，那么套利将逐渐地不存在。为什么要 20 倍市盈率？为什么世界上任何股市中的股票市盈率都永远不相同？如果一个分析师无法给市盈率定价，无法解释市盈率——特别是同一行业里的股票市盈率都不相同的原因的话，那么说明他对价值评估还只停留在很初级的程度。

单纯以市盈率作为基本估价标准来做投资决策基本依据的另一种常见说法就是：“……公司目前经营形势良好，业绩预计仍在增长，股价的下跌是非理性的。……”。但是，市场却总是出乎其意料。最突出的例子就是去年的汽车股，在其行业或公司业绩及增长率未减弱前股价老早就已经见顶。很少有分析师对这种市场现象做过反思和深究。其实，这正是在对公司价值基本理解上的问题所致：价值是取决于某期的经营业绩吗？股票的定价趋势是由某时期的经营形势决定的吗？

3. 以“成长性”来给公司定价

“成长性”在很多投资人看来是股票增值的主要因素。比如在分析一家公司时主要考虑的就是未来几年这家公司能有多少利润增长。但对于一家公司的利润是怎么增长，很多人并没有仔细去分辨和研究。这种观念常常会带来两个问题：首先，只看到

公司未来的项目会如何如何，但没有去研究这类项目的投入问题。比如，前几年某家著名券商研究所搞的所谓“价值评估体系”就是“以市盈率与净利润未来成长率之比来衡量投资价值”，并辅以几个因素来打分。这一“体系”的明显缺陷之一就在于忘记了所预测的利润增长是如何产生的——要靠如巨额增发、转债等来实现。其次，由于分析师的重点只是关注未来能实现多少利润，对于上市公司的研究就成为用各种手段打探公司内部消息、特别是其财务部门对某项目的计划利润等“情报搜集”工作，这已成为很多包括专业的分析师在内的人调研上市公司时最重要的工作，这正是造成目前“证券分析师等同于信息收集员”的根源。显然，这种研究工作对于认识一家公司很肤浅的，根本就把握不了上市公司的真正价值所在。显而易见的是，如果一个分析师做的都是这种“工作”，那么其实际分析和投资水平十年后也不会有任何进步。把“成长性”作为研究上市公司价值的核心独立指标，实际上是掩盖了公司为股东创造价值的内在原因，把形式当成内容的本末倒置。不搞清楚公司创造价值的内在因素——公司价值驱动因素，对公司所做的“研究”就没有任何意义了。为什么当年那么多机构上了东方电子之流“高成长”当？有些机构说“由于上市公司提供的资料是假的，所以我们的研究就没有任何意义了”，实际上这正是满脑子都在幻想和追求着不切实际的“复合高成长”，而对公司价值的认识和评估水平的欠缺所致。

巴菲特曾说过，他并不看重利润增长率这些指标。为什么？对公司价值概念没有清楚理解的人是很难理解这句话的含义的。

4. 分红与否作为决定股票投资价值的重要因素

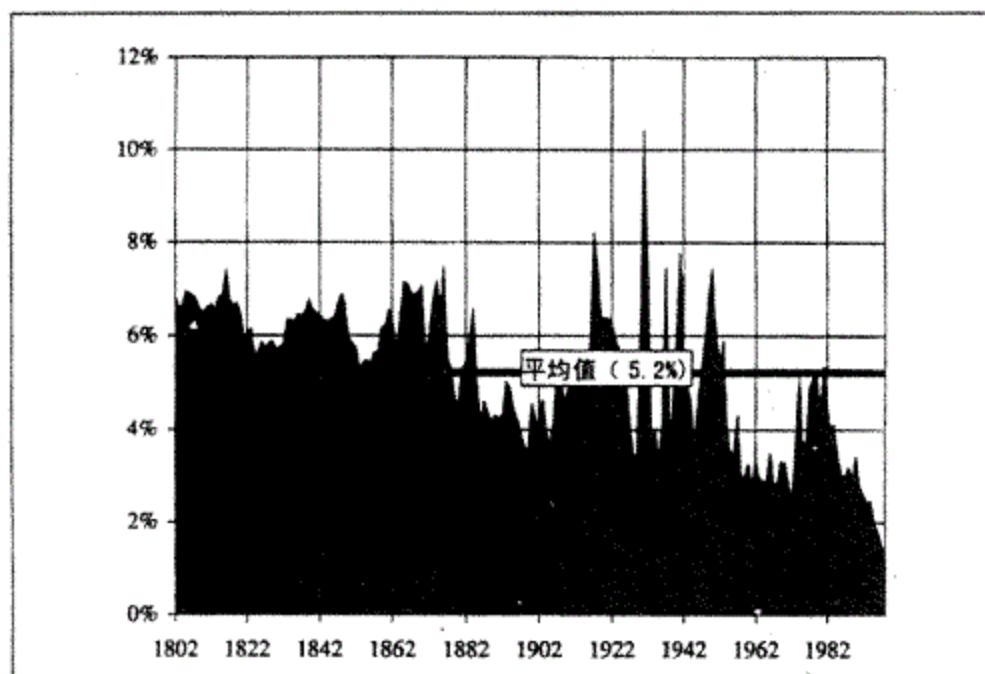
近年来，报刊、传媒中对上市公司是否以现金分红的议论越来越多，一些专业研究人员也推波助澜，以至我们的管理层在制订有关政策如增发新股再融资时竟然把前些年是否达到一定比率的现金分红也作为条件（所谓“强制分红”）。言下之意就是，谁如果现金分红了，谁就“有投资价值”，或“保护”了投资者的利益，反之亦然。按照这样的说法，“微软”公司应该是全球最“没有”投资价值或最应受到“谴责”的上市公司了，因为该公司自上世纪80年代上市以来直至去年，虽然其赚的钱已超过了一个中等国家国库的数量了，但从公司成立直到2003年，十几年间从未给股东分过1分钱的现金红利！同样的还有那个巴菲特，这个世界上最富有的老头，其公司也“吝啬”地从不给股东分现金。……

为什么世界上最有价值的公司反倒是那些长期不分红的公司？再看一张图：美国两百年来股市回报率与派息率的关系。如图所示是美国股市从1802年至——1998年近200

年上市公司派息率图。可以看出，美国股市上市公司的派息率 200 年来呈现逐渐减少的趋势，尤其是从 19 世纪 20、30 年代开始，更是以较快的速度下降，而在美国股市回报率最高的 80——90 年代，上市公司派息率更是大幅减少。派息率的变化不仅与股市周期而且也与对投资者的回报率完全没有什么相关性！

如何理解这些现象呢？如果连这些现象都不能解释，那么如何说对价值投资都“懂”了呢？

股息收益，1802 年 ~ 1998 年



.....

综上所述的各种现象，实际上都是对“公司价值”基本概念理解上的偏差。这反映了这样的问题：公司研究、股票估值究竟有无理论可言？显然，一个行业如果没有理论支撑是不能成立的。任何一行业都有行业进入“壁垒”，而证券分析由于其本身巨大的实用价值使得这一行当的“进入壁垒”应该是最高的，要求也是最高的，但现实则几乎是任何人都可以轻易进入这一行业从业：只要你是学化工的，来吧，当化工行业分析师吧；是学通信的，来吧，做通信类公司的分析师吧……只要具有高学历或某行业的从业经历即可，而“估值”是怎么回事似乎是几天熟悉就会掌握的，而且也从未做为考核分析师是否合格的标准。在这种行业状况下，指望证券分析师普遍能做出高水平的证券分析研究并指导投资，现实吗？

证券分析师的核心专长究竟应该是什么？估值、证券分析的基本理论究竟是什么？什么样的人、具备什么样的条件才能够且适合做证券投资 and 估值分析？这些问题首先只有在深入

了解了证券分析、公司价值评估等系统理论以及经过严格培训训练后才能有清晰的认识。不经过系统的培训,一个研究员或投资经理仅凭自身的感性认识是很难经常性的做出有价值的工作的。目前我国证券界的危机和困境与其说是由于市场股指下跌造成的,不如说是行业本身在基础理论、人才构建等方面长期的“欠帐”造成的。在这样的环境下,主观地搞“超常规”发展这个、发展那个,只能造成行业危机的进一步加深。当一个行业缺乏理论基础的时候,当它的收入远远超过本身创造的价值的时候,就不要怀疑市场本身惩罚的必然性了。

对于证券分析师和投资经理来说,当务之急是系统地学习和培训自身的证券分析的专业能力。

如果说证券分析是经济学的“范畴”的话(至少学院派均认为如此,但真正的大投资家如巴菲特则不这么认为),那么这一“分支”就有这样一个特点:它是这一领域中研究最没有进展、主观经验性最强而权威性最差的一门“学科”了。其原因也许有两个:一、成功的证券研究其实用价值太大,没有人愿意把自己的成功成果系统地公布于众;二、证券市场的套利性使得能够取得超额收益的证券投资方法很容易成为“货币毁灭机器”而遭致失效。一个具有讽刺意味的事实是,高学历的经济学家或财务专家做股票的业绩与一般投资人从普遍意义上看没什么区别,全世界均如此——这完全不是什么A股“是不是经济晴雨表”的问题。

证券分析的这些特殊性决定了作为提供严谨的科学研究和职业基础的大学学历教育还很难满足培养职业证券分析师和投资人的要求。我们认为,真正有实用性的证券分析培训训练课程一定有下列特点:

1. 只能由真正的取得长期成功的职业投资家提供;
2. 课程本身与现代科学保持一致性。

第一个特点说明证券分析培训课程实际上也是一种高级操作的智慧训练而非简单的学院式的条条框框。而且这种培训一定以非公开性的、由成功人士的经验、案例总结性的逻辑组织。而第二个特点则说明课程本身必须是建立在现代科学特别是现代社会科学基础上的,具有严格的逻辑组织和自洽性。脱离现代科学的任何所谓经验、方法和秘诀等实际上都经不起普遍意义的市场检验,更谈不上能成为有意义的证券分析培训课程。逻辑性本身就是高级智慧的体现。