

美国主流投资策略纵览(1)

□ 刘虹俊

读

者可能常常听到著名投资人,如全球第二富人巴菲特(Warren Buffett)和林奇(Peter Lynch)成功投资的故事。他们投资的理念和方法都有书籍系统介绍,在本专栏中将系列简要介绍这些成功的投资方法,旨在使读者从中得到启发从而建立或选择适合自己的投资方法。投资方法主要分为两大类,一类为基本面,另一类

为技术面,两者有各自的特点。在此系列中,我们主要介绍基本面为主的投

资方法。基本面方法中又可能分为价值型、成长价值型和成长型三大类。笔

者在今日投资研究部门各位同事的帮助下,对美国资产管理中主要的二十二种方法作了研究,归纳出投资方法的主要精神,并且将如何选择股票的条件,以简明易懂的语言介绍给读者。读者可以根据这些经过长期考验的选股方法,加上自己的投资需要,来建立投资系统。



投资策略	6/2003 投资回 报 (%)	2002 投资回 报 (%)	2001 投资回 报 (%)	2000 投资回 报 (%)	1999 投资回 报 (%)	1998 投资回 报 (%)	5年 半 累积 回报	月波 动 均方 差 (%)
Benjamin Granham 本杰明·格拉汉姆	10.3	43.5	55.3	24.2	-5.0	-7.3	168.9	7.3
Cash Rich Companies 丰富现金储备	24.2	-9.4	20.1	40.5	37.1	-3.8	150.5	7.7
David Dreman 大卫·德雷曼	15.5	8.3	26.4	38.0	-3.0	-1.5	108.5	5.2
Dividend 高股息公司	15.8	28.6	54.7	16.5	-3.6	0.6	160.2	4.3
Dogs of the Dow 道琼10	4.1	-9.8	-1.2	4.1	5.7	9.8	12.0	6.2
Low Price/Cash Flow 股价/现金流之比	18.2	13.6	63.8	17.8	10.0	2.6	192.4	6.6
Fundamental Value 根本价值	55.2	3.2	42.3	28.7	11.7	-9.4	196.8	8.6
John Neff 约翰·奈夫	31.3	15.0	65.2	37.3	17.4	9.3	339.5	8.0
Joseph Piotroski 约瑟夫·比乔斯基	17.2	-15.9	100.2	-0.9	27.1	17.9	193.0	8.7
Low P/E Ratio 低本益比	26.1	11.1	16.1	20.3	-6.0	26.5	132.8	5.2
Warren Buffett 华伦·巴菲特	10.6	-8.7	13.9	11.4	31.4	27.5	114.7	6.0
Peter Lynch 彼得·林奇	29.0	-7.2	39.3	3.2	8.9	1.3	89.7	5.3
Muhlenkamp 莫伦卡	15.9	5.9	43.5	22.2	12.8	-6.6	126.5	6.0
O' Shaughnessy 奥·轩尼斯	33.6	9.8	19.2	11.5	19.5	19.4	178.0	6.9
Low Price/Sales 低市值营业额比	22.5	1.3	43.3	23.3	21.1	13.2	200.4	6.4
Stock Market Winner 股市赢家方法	15.6	32.1	41.6	27.6	21.7	-12.0	195.6	6.0
PEG Ratio 本益成长系数	38.1	7.9	34.8	22.9	11.0	2.1	179.9	6.6
Martin Zweig 马丁·兹维格	37.9	16.9	57.9	46.2	17.1	54.5	572.5	9.1
Foolish Small Cap 8 八个小股票	65.1	-19.4	-8.6	24.2	80.9	17.7	221.5	10.6
O' Neil CAN SLIM 奥尼尔 CAN SLIM 方法	34.1	20.5	54.4	38.0	36.6	28.2	503.0	7.4
ROE 股东权益回报率	17.0	-3.8	18.1	31.4	1.0	18.8	109.5	6.4
Dual Cash Flow 双现金流方法	33.3	-13.9	24.6	5.7	114.3	0.9	226.8	8.3
S&P500 Index 标普500指数	10.8	-23.4	-13.0	-10.1	19.5	26.7	0.4	5.3

资料来源, AAI Journal, 2003年8月刊, 第20至22页。

在本期中, 我们把要介绍的二十多种投资方法, 在过去六年中的成绩罗列在下面的表格里, 其中每月波动的标准方差(Standard Deviation) 表示为百分比, 此数据表明投资的波动性大小, 该数字大表示波动性大, 小表示波动性小。因此, 最佳投资方法为回报高但波动小, 不但在牛市中表现良好并且在熊市中同样有优异成绩。以下表格中的数据和选股是根据所对应的投资理论由 AAI 的软件 Stock InvestorPro 仿真完成的, 该软件一共对 54 种投资方法进行了仿真, 本专栏因为限于篇幅, 只选择二十二种。在价值型投资中, 约翰·奈夫选股方法的表现最好, 五年半累积回报率达339.5%, 巴菲特选股方法成长115%; 在成长型中奥尼尔的投资系统 CANSLIM 方法成长503%, 并且没有一年是负成长的, 成长型的投资风格能够在熊市中取得如此成绩, 非常难能可贵, 奥尼尔先生是 Investor Business Daily(IBD)报纸的创办人和资产管理公司的老板, 笔者有幸和奥尼尔先生见过多面。在该公司副总裁希尔曼女士的帮助下, 笔者将把CAN SLIM方法系统介绍给本专栏的读者。(待续) (证券导刊)

本杰明·格拉汉姆方法(Benjamin Graham)

□ 刘虹俊

第一部分：投资哲学

价值投资方法已为个人投资者和专业投资经理人员所广泛运用。此方法是在60年前，随着格拉汉和多德的大学教科书《证券分析》的发表而问世的，格拉汉也因此被誉为价值投资之父，重温一下创始人的思想方法能时常给予我们启发，即使其学生著名投资人巴菲特至今仍如此。

格拉汉方法的核心内容是：股票的内在价值(Intrinsic Value)取决于公司的资产、收入、股息和财力。只要把注意力集中在股票价值上，投资者就能在市场过于悲观或乐观的时候保持清醒的头脑而避免受到不恰当判断的误导。对于想寻求超过平均收益之机会的投资者来说，必须遵循行之有效经过历史考验的、但又与大多数投资者或投机者不同的投资策略方针。格拉汉告诫投资人，对一种被市场忽视、低估之证券的投资，将会是一个拖耗时间的、需要耐心的经历，而获得超乎寻常收益的可能性仅仅存在于投资者与市场背道而驰的时候。

对股票的筛选已包括了选择和分折，而有十分重要的一点我们必须牢记在心：格拉汉对于股票分析的基本框架是一个股票和债券投资相平衡的结构。中性的投资组合中包括了各一半比例的股票和债券，而股票占据的比例可以从最低的25%到最高的75%之间波动，这一比例的变动取决于股票相对于债券的吸引力。在其1947年出版的着书《理性投资者》中，格拉汉

为外行投资者们略述了他的投资哲学。

价值投资的哲学：在市场中找寻到收益好于长期平均水平的而又低于其合理价格的股票是很难的。因为那些表现好于市场平均水平的高增长股票往往已经反映在股价上了，困难就在于要提前把它们找出来。对于投资者而言难题有两个，其一，有明显增长前景的股票并不一定会带给他们超额的投资收益，因为那些前景已经体现在公司股价上了；其次，投资者对于公司增长前景产生错误预期的风险。

格拉汉感到，这些风险在股市心态的作用下被加重了，因为在那里，席卷市场的极度悲观或乐观思潮会误导投资者去高估或低估一个股票的价值。简而言之，从长远看大多数投资者只能期望获得平均的回报，而由于错误判断使得一般投资人取得比市场平均更低收益。

格拉汉并没有去探寻一个实现超额回报的方法，而是提出了一条降低误判风险的途径。他认为投资者应该首先确定出一个公司和股市无关的“内在”价值，其由公司拥有的资产、收入、股息、财力和经营稳定性等因素来决定。格拉汉主张投资者不要购买股票市价远高于其价值的股票，而买入市价低于价值的股票更为安全。投资者投资股票应该把自己看成一家企业的主人，以合理的价格购买一家不错的、有增长潜力的企业，而不能视股票市场的说法而定。成功的投资，是获得不断增长的股息且实现股票市场平均

价值的结果。

简而言之，价值投资方法是估计公司的内在价值，并且以低于其内在价值的市场价格来买入，当市场充分反映了公司内在价值时卖出获利。例如，在亚洲金融风暴期间，作为世界上安全服务最好的新加坡航空公司，其股价比其当时的拥有飞机的价值还低，价值投资人在二年后获得100%以上的回报；在2000年至2002年的三年网络泡沫中，北美的最大通讯设备公司的北方电讯(NT)，股票从上百美金一股一度下降到五十美分，在债务重组后避免了破产的威胁，股票上升到二美金，此时的NT的内在价值远远超出其市场价格，在短短一年中NT转亏为盈，2003年第四季度每股盈利十一美分，股票价格上升到八美金，回报达到400%。巴菲特在网络泡沫中不为所动，反而投资银子，当时受到各方的非议，但最终银子成倍成长又是一个最好的价值投资的例子。从上述的例子可见，要获得超出市场平均回报必须逆市而行，投资价值公司，然后耐心等待。价值投资的风险不是来自于所投资的公司，因为市场的偏见已经给投资人充份的安全性，而是来自于暂时市场不认所投资的公司，同造成对投资人信心的动摇而无法坚持到底。

第二部份：寻找价值股票

第一，寻找大规模的却不受关注的公司，它们显示出的股价相对于目前的盈利较低。小公司的价值也可能已被低估了，但小公司可能因为财力不

够而无法度过难关的风险较大。另外, 小公司低价值难以被市场发现从而延长了公司默默无闻的时间。格拉汉告诫他们不要被那些处于发展周期中较好年景企业的较低的股价利润比所迷惑, 因为市场会发现那高利润是无法维持的。为了避免这样的情况, 他又提出了新主张, 股价应与过去年度的平均利润相比较, 即过去的市盈率或本益比或本益比。

第二, 寻求“便宜货”。格拉汉所说的“便宜货”是指市价低于它的内在价值, 甚至只有其内在价值一半的股票。特别是在第二等公司中寻找, 他所说的第二等公司具体是指那些在重要产业内收到较少关注的企业, 或者非重要产业中的龙头企业。内在价值可通过估计其未来利润而求得, 也可将其作为一家私人的企业来考虑, 这样的评价方法就包括了对未来利润的预期, 以及在尤其重视运营资本、负债的基础上对资产可实现价值的关注。格拉汉认为, 最显而易见的便宜货就是那些以低于净资产的价格的公司。

投资者如何来区分价值被低估的股票和那些不便宜的低价股票, 并不是这么容易的。下面是格拉汉为激进投资人和保守投资人提供的选择股票的方法。

对激进投资人

低本益比或市盈率: 格拉汉为进取型投资者制定的第一轮筛选, 是要选出那些市盈率或本益比最低的前10%的股票。对于采用市盈率或本益比进行过滤的过程, 格拉汉提醒要注意那些经营具有周期性, 而利润会大幅波动的企业。这些企业需要被出售的时候, 往往处于较好的年景, 市盈率或

本益比较低, 从而市场价格较高; 当它需要被购买的时候, 经常处于较差的年份, 市盈率或本益比较高甚至不存在, 从而市场价格较低。

财务状况: 对于进取型投资者, 格拉汉放宽了对于财务状况的测试。短期偿债率(Current Ratio)的最低值定为1.5, 而长期负债不得高于流动资产值的110%。

盈利稳定性: 格拉汉同样也放松了对于利润稳定性的要求, 规定过去五年内均为盈利。

股利记录: 企业应支付某一水平的现金股利, 这是一次简单的过滤, 投资者运用这一独立的标准将筛选出近三分之二的企业。按照惯例, 只有那些非常成熟的, 已过了高资本增长扩张时期的公司才能支付现金股利。这一过滤过程同时排除了一些市盈率或本益比较低, 但被财务困境所困扰的公司的股票。

利润增长: 对于利润增长, 格拉汉同样为进取型投资者制定了较宽松的规定, 仅仅要求上年的利润高于五年之前。

市净率: 最终的标准规定, 现行市价应不高于确定帐面价值的120%。对保守型投资者来说, 这一标准更为严格, 且对市盈率或本益比水平不作调整。因为格拉汉察觉到, 第二等企业股票通常以它们内在价值的折扣价在市场上交易, 故制定一个更严格的过滤标准并不奇怪。

格拉汉强调, 需要一批范围广且种类多的股票作为代表样本, 至少需要10只股票, 最好有30只组成一组, 它们有着最好的经营前景, 但交易价格较其内在价值打了一个大折扣。

保守型投资者的选择股票方法

格拉汉认为, 保守型的投资者应该把他的财产限制投入在那些拥有长时间盈利运作记录的公司, 和具有强大财务背景的公司。大体上, 他指的是拥有坚固实体, 在行业中处于领袖地位, 产业规模位于同行前四分之一或三分之一的公司。

稳固的财务状况: 格拉汉根据产业状况运用了不同的财务实力评价尺度。他为工业企业制定了流动比率(流动资产与流动负债的比值)不得低于2.0的规定, 作为针对流动性的短期指标, 而对于公共事业部门对于流动比率则不作规定。格拉汉阐述道, 一家企业在增长的过程中, 营运资金(流动资产减去流动负债)作为持续性资金来源的一部分将保护着企业正常发展。长期负债对流动净资产的比率不得高于1.0。

盈利稳定性: 格拉汉建议在长时间范围内观察公司的历史业绩。他偏爱那些在萧条时期仍然能盈利的公司, 这指的是一些公共事业、保险、食品加工、医疗服务、药品行业的企业。他为保守型投资者建议的标准是10年盈利, 至少过去一个经济周期中的业绩情况良好。

股利记录: 体现企业长期财力的通常标准是长期不间断分红。格拉汉提出了最近20年不间断分红, 作为保守型投资者的筛选标准。

盈利增长: 格拉汉规定了一个最低增长率, 在过去10年内每股盈利至少应增长1/3, 大约折合每年3%的增长率, 这个增长率在长时期内大致与通货膨胀率保持同步。缺少了这样一个标准, 筛选程序就会选出一个前景

不佳的公司。

适当的本益比或市盈率：要求价格对于最近三年平均利润的比率不超过15倍，他建立作出一个平均市盈率或本益比在12到13倍之间的投资组合，最好在10倍以下。

适当的市净率：标准为不高于1.5。

第三部分：内在价值的决定

格拉汉投资那些内在价值打了很大折扣的股票。当然股票内在价值的确定是基本面分析的核心。35年前，格拉汉在建立了一个以市场、企业相关参数为变量的股票估价模型。通过观察许多股票，他测算出了股价与最近年度盈利以及期望盈利增长之间的关系。基本上说，最近年度的盈利及期望盈利的增长越高，股票价值就越高。最后，他尝试着测算出股票合适的市盈率或本益比。当时，他建立的方程如下：

$$\text{价值} = \text{EPS} * (8.5 + 2 * G)$$

其中，EPS——最近一年每股盈利，G——5年期期望盈利增长率。这公式提出时，Aaa级债券的平均利率只有4.4%，而如今已升为了将近6%。当利率上升，市盈率或本益比将下降，这是因为在折扣率上升的情况下，期望盈利对投资者来说就显得不那么具有投资价值了。为了反映利率的变化，利率调整参数被加入了此方程。

$$\text{价值} = \text{EPS} * (8.5 + 2 * G) * (4.4 / \text{Aaa})$$

其中，(4.4/Aaa)——利率调整参数，Aaa是目前Aaa信用级别公司债券的利率。从这个方程式可以看出，利率越高，市盈率或本益比和股票评估价值越低。美国股票的盈利成长期望值可以提供First Call来得到，中国股

票可能通过“今日投资在线分析师系统”得到。

风险调整：对股票估价时，风险的差异成为一项不可忽视的因素，则为了测定可实现估价，期望盈利增长率就需要一个限制值。格拉汉方法是建立在平均质地、拥有平均风险的股票之上。由于个别企业具有的风险与平均值有相当的差异，故盈利倍数就可能需要修改。当风险加大，在其它因素假定不变的前提下，盈利倍数应该降低。此调整可以通过股票波动性指数(Beta)完成，比较复杂，本文从略。

进取型筛选标准：

- 在所有股票中，市盈率或本益比排在最低的10%之内。
 - 流动比率不低于1.5。
 - 长期负债对营运资金的比率大于0且小于110。
 - 在过去的五个会计年度内以及最近的12个月内，每股盈利均为正数。
 - 下一年度公司打算分配红利(显示出红利为正)。
 - 在最近12个月内公司分配过红利。
 - 最近12个月的每股盈利大于五年前的数值。
 - 最近一个会计年度内的每股盈利大于五年前的数值。
 - 市净率不高于1.2。
- 保守型之非工业(公共事业)类企业筛选标准：
- 本标准仅包括公共事业部门企业。
 - 上一会计年度的总资产不低于2亿美元。
 - 最近一个会计年度的长期负债对权益比率低于200%。

● 过去七年内以及最近12个月内的每股盈利均为正数。

● 七年中每股盈利的平均增长率大于3%。

● 下一年度公司打算分配红利(显示出红利为正)。

● 最近12个月内以及过去七个会计年度内，公司均分配过红利。

● 利用最近三年平均每股盈利额所算得的市盈率或本益比不高于17倍。

● 目前市盈率或本益比与市净率的乘积不得高于25.5(市盈率或本益比的最大值17与市净率的最大值1.5的乘积)。

保守型之工业(非公共事业)类企业筛选标准

● 最近12个月内的销售额不低于4亿美元。

● 最近一个会计年度的流动比率不低于2.0。

● 最近一个会计年度的长期负债对营运资金的比率大于0且小于100%。

● 最近7个会计年度以及最近12个月内，每股盈利均为正数。

● 7年中每股盈利的年增长率高于3%。

● 下一年度公司打算分配红利(显示出红利为正)。

● 最近12个月内以及过去七个会计年度内，公司均分配过红利。

● 利用最近三年平均每股盈利额所算得的市盈率或本益比不高于17倍。

● 目前市盈率或本益比与市净率的乘积不得高于25.5(市盈率或本益比的最大值17与市净率的最大值1.5的乘积)。(证券导刊)

第一部分：寻找现金流丰富的公司

健康的现金状况可以保证公司经营的灵活性和安全性。现金流丰富的公司具有较好的偿债能力，从而可以减少债权人代替股东接管公司的可能性。在经济不景气的时候，充足的现金使得周期性行业中的企业继续开展研发、资本扩张或是技术改造等工作，以便能够享受到经济反弹带来的好处。

现金充足的公司也可以选择向股东发放股息，尽管高派息政策的好处由于双重征税而受到削弱。为了避免

当然，现金太多也有其不利的一面。现金一般指的是现金和有价值证券，如国库券。持有现金的收益率往往低于其他资产的回报率，长期来看，货币市场的回报总是低于公司的投资回报的。

第二部分：衡量现金水平

寻找有较多现金余额的公司时，一个关键的问题是：公司持有现金的原因是什么？一般在增长缓慢的成熟行业里有较多的现金富余公司。这种公司往往保持着合理的利润率，且几乎不需要额外的资本投入。对这种公司，优秀的管理团队尤为重要。因为对

格，现金水平仅相当于股票价值的1.4% (1.86/130)。与之相对应的是，1999年末时，Pets.com公司仅拥有3千万美元的现金，却合每股现金流20.59美元，远高于其8美元左右的价格。当然，该公司上一季度的营业现金流为负6500万美元。这些因特网时代兴起的网络公司在开始赢利以前一般都要经过几轮的现金投入，烧钱的速度极快。

世界摔跤联盟因去年上市而获得大量现金，现金总量高达2.26亿美元，合每股现金流3.90美元，达到了股价13.75美元的28.4%。由于公司近年来盈利状况不错，公司计划用这些现金



双重征税，许多公司选择用剩余资金进行股票回购。回购往往因为增加了股票需求和提高了每股收益而使公司股价迅速上涨。

使用剩余资金的另一项选择是扩大生产能力或涉足生产新领域。这种选择将导致直接资本投资或是并购。

资金富足的企业自己也会成为被并购的目标。20世纪80年代杠杆收购如火如荼，一个原因就是收购资金丰富的公司将会降低收购所付出的成本，杠杆收购者可以用被收购公司的现金来支付收购带来的债务费用。

美国 22 种主流投资策略纵览之三

寻找现金流丰富的公司

□ 刘虹俊

刚起步的公司来讲，公司需要通过风险投资市场的考验才能融到资金进行扩张，而现金富余公司的经理可以任意地支配手头上的资金。华尔街总是流传着某某公司便宜卖掉几年前高价买入的业务的故事。

一般公司每个季度都要在季报里报告公司现金的持有情况，现金和现金等价物是资产负债表中最具流动性的资产。每股现金流等于现金总量除以总股本，每股现金流是衡量公司现金水平的一个较好指标。例如，通用电气拥有高达61亿美元的现金，但其总股本亦高达32.8亿股，因而每股现金流为1.86美元，相较于130美元的价

投资建设一个职业橄榄球联盟。

周期性公司一般在景气周期时储存现金以备萧条时期之需。有大量固定资产的汽车行业就是这种例子。汽车公司在产量超过盈亏平衡点以后十分赚钱，但在低于盈亏平衡点时，汽车公司往往亏损较大，从而遇到财务危机。如通用汽车拥有12.4亿美元的现金，每股现金流19.32美元，占股价78美元的25%。

第三部分：选股标准的设置

欲寻找现金流丰富的公司，首先需排除金融类公司，这类公司的性质决定了他们较高的现金比率。公用事

业类公司也被排除在外,因为这类公司业务稳定、没什么增长潜力。还要排除掉房地产信托,原因在于他们的业务结构独特,缺乏可比性。

下一个选股的设置标准是过去12个月来主营业务利润为正值。本项标准保证合格公司的主营业务至少是能够赚钱的。更加严格的标准应该要求正的自由现金流或正的经营现金流。

接下来的标准是每股价格大于5美元,如没有这条要求,选出来的股票中将充斥着快要破产了的仅几分钱股价的公司。

我们用总资本负债率低于行业平均作为标准来要求公司的财务偿债能

证流动性要求。

第四部分:高的现金比率和净现金比率标准

我们的第一个现金比率选择标准使用的指标是现金比上股价,该标准要求现金比率至少达到20%。当你买入一只现金比例达20%的10美元股票时,购买公司业务你实际上只支付了8美元。

和现金同样重要的是公司的偿债能力。在考虑短期债务和长期债务后,现金比率会大大降低。一些公司建立现金储备以供短期债务和到期长期债务的支出。当得到贷款时,他们会保留一部分现金余额。

漫步华尔街专栏由华尔街资深金融专家刘虹俊先生担纲主持。刘先生现仍在美国华尔街从事资产管理和投资银行业务,刘先生希望通过本专栏将其十几年华尔街成功经验和独到见解与读者共享。近期本专栏将系统地简要介绍美国22种成功的主流投资方法或策略,以享读者。本期为连载之三。

力,总资本负债率中负债用的是长期负债,而不是总负债。总资本指的是长期负债和股东权益的总和。高的总资本负债率预示着高风险,但低总资本负债率并不等于低风险,如果流动负债很高的话。

为了衡量所有负债,我们的选股标准设置也要求总资产负债率低于行业水平。总资产负债率衡量资产中总债务的构成比例。负债率越高盈利的波动就越大,潜在的风险就越高。当然,债务的合理利用有利于提高权益报酬率。

最后一个要求是总市值达50亿美元以上,设定本条标准的目的在于保

对现金比率一个有用的修正就是净现金比率,即用扣除了短期负债的现金除以股价。这一指标表明了每股剩余现金的多少。

我们的第二个选股标准就是要求净现金比率大于20%。很多情况下,现金比率为正的公司考虑短期负债后的净现金比率却是负数。

除了静态的考察现金比率外,对长期投资者来讲,考察公司创造现金的能力更为重要。我们的选股标准中不打算深入这种分析了,自由现金流概念应该是一个好的衡量现金创造能力的指标。自由现金流一般是用经营现金流减去资本性开支和股利。

结论:

寻找现金流丰富的公司并不是一个简单的过程。首先要求入选公司有高的每股现金流、健康的资产负债表、未来盈利增长有潜力以及正的自由现金流。我们的选股标准要求有相对较高的净现金比率。要选出最终的当选公司,还需要你对公司管理能力和合理支配剩余资金进行再投资的能力进行分析。



选股标准小结:

- * 排除金融类、公共事业类公司和房地产信托类公司。
- * 过去12个月和过去1个财政年度主营业务利润为正值。
- * 总市值大于50亿美元。
- * 股价高于5美元
- * 最近一个季度的总资产负债率小于行业平均
- * 最近一个季度的长期资本负债率小于行业平均
- * 现金比率大于20%
- * 净现金比率大于20%

第一部分:投资哲学

大卫·德雷曼长期研究整个股票市场的心理学基础以及其对股票市场估值标准的影响。他认为股票市场经常在投资者感情的驱动下表现为价格脱离其内在价值的现象,而不是用传统的学术理论来推测市场。因此德雷曼认为战胜市场的最好办法就是追随逆向投资原则。

第二部分:合理的价格

大卫·德雷曼相信一种投资方法要想有价值,必须同时考虑投资的行为障碍和判断障碍。行为障碍指从众倾向,判断障碍指的是对公司未来价值判断的困难。尽管股价最终趋向它的内在价值,行为障碍和判断障碍却会导致股票价值的低估或者高估。

大卫·德雷曼告诫不要将评估过程变得太复杂。诸如股息折现模型等价值评估模型,理论上看起来似乎不错,但是实际应用中准确性太差。简单的评估方法,如市盈率和股息收益率,用起来比较简单而且被大量研究证明有效。

德雷曼在做投资分析时,首先选出市盈率低于市场平均市盈率40%的股票。

美国22种主流投资策略纵览之四

大卫·德雷曼的逆向投资策略

漫步华尔街专栏由华尔街资深金融专家刘虹俊先生担纲主持。刘先生现仍在美国华尔街从事资产管理和投资银行业务,刘先生希望通过本专栏将其十几年华尔街成功经验和独到见解与读者共享。近期本专栏将系统地简要介绍美国22种成功的主流投资方法或策略,以享读者。本期为连载之四。

□ 刘虹俊

逆向投资是运用价值投资判断来避免市场情绪影响的一种投资原则。逆向投资策略是利用其他投资者的错误来寻找利润区,寻找那些因不为投资者关注而被低估的股票和回避那些由于被投资者追捧而价值高估的股票。最终,那些被低估的股票价值终究会被市场发现,而被高估的股票价格则会价值回归。

通过出书和他在《福布斯》上的长期专栏,大卫·德雷曼成为与逆向投资原则相联最紧密的人。他于1970年写了关于证券市场心理学的第一本书——《心理学与证券市场》。并于1979年出版《逆向投资策略——证券市场成功心理学》(1982年修订本为《逆向投资策略》),详细介绍了逆向投资策略在各方面的应用。这些书是本文的主要来源。

大卫·德雷曼和本杰明·格雷厄姆都认为投资者太过重视那些当前具有良好发展前景的公司,而对于那些当前不看好的公司漠不关心。这种错误需要市场有一个自我纠错的过程,逆向投资原则就是充分利用这一过程。自我纠错过程一般需要一年左右的时间。投资者看来总是为“当前的良好前景”付出太多,这种预期就是德雷曼所说得对未来预期收益的简单折现。

正如金融论文中常提到的产业升级问题一样,即在当前的市场环境下,一个产业由于技术进步或结构调整从较低级的阶段转向一个更高的定位或阶段,投资者的口味转变也总是非常迅速和不断变化的。如果市场口味改变,高市盈率的股票就很容易成为被抛弃的对象。

这一标准为进一步的分析留下了足够的空间。大卫·德雷曼提醒投资不能搞一刀切,所以用低市盈率标准进行选股时宜留有余地。

股息收益率

德雷曼选择股息收益率保持较高并有增长可能的股票。高股息收益率有助于防止股价的大幅下跌,并增加投资回报率。有许多方法可以用来对股息收益率进行筛选:设一最低值、比较当前股息收益率与历史收益率。股息收益率选股标准通常筛选掉了高成长的小公司,因为它们需要全部资金进行运营和扩张,而不可能有足够的现金来派息。

如果把股息率设置一个绝对值作为标准,则这一数值不易过高,且不仅仅只包括那些派息比较高的传统产业。由于

公共事业资本开支有限,是一个相对稳定且成熟的行业,股息收益率往往高于标准普尔500的2-3倍(标准普尔500的平均股息收益率为1.7%),因此,我们的标准设为1.5%,这一标准既有一定高度,又不至于排除了过多的行业。

我们还要考虑股息支付率,以衡量公司的持续派息能力。股息支付率等于股息除以盈利,一般说来,过高的股息支付率可能对公司的长远发展不利。简单判断,一般行业股息支付率不高于50%,公用事业不高于80%。

第三部分:度过逆境的能力和规模

德雷曼在投资时比较关注大中型公司。他认为大公司亏损后东山再起的机会较大,市场对业绩反弹给出的未来受益折现值更高,且“做帐”的可能性比较小。

通过观察,大卫·德雷曼发现大公司很少破产。大公司具有较强的管理能力和比较雄厚的财力,可以经受住公司或者行业的衰退等打击。许多困境中的大公司业务好转时往往伴随着股价的大幅上涨。大卫·德雷曼认为在动态经济环境下,这种经营状态的更替是经常发生的。

当大公司业绩反弹时往往能吸引公众的注意,其股价能以更快的速度上涨,这将导致对一定盈利水平的公司价值高估。盈利的增长,估值倍数的提高,将直接反映为股价的大幅上涨。

德雷曼认为会计是“非常难以捉摸的”。即使是被GAAP标准认可的公司,也会因为运用会计准则的不同而引起对利润衡量的不同。不论是新手还是经验老到的投资者都会对财务报表存在一定程度的曲解,但有长期纪录的大公司被大量的投资者和管理者关注更多。德雷曼提醒投资者仔细阅读报表的附注部分,如果相对于一个公司对规模和所处行业来说附注太多,更应保持警惕。

德雷曼没有给出筛选公司规模大小的标准,投资者要根据自己的风险承受能力去衡量。德雷曼认为投资者的阅历

越少,越应该投资规模大的公司。

我们可以用总市值来作为选股指标。如果你要选择总市值排名位于市场前列排名中10%的公司,那么公司总市值至少为22.5亿美元。这是大公司合理的选择标准,但是我们还要选择规模中等的公司,分别用总市值为8亿和4亿美元作为标准选出位列市场排名前面的20%和30%的公司。为了放宽合格公司的范围,通常选择位列排名前30%的公司。

财务实力

德雷曼认为使用逆向投资方法必须仔细研究公司的财务状况。强大的财务实力能够帮助不为市场喜爱的公司度过困难时期。强大的财务实力也为公司分红派息提供了保障。

投资者要同时考虑公司的长期债务和短期债务。衡量公司的长期债务的指标包括:负债/所有者权益、长期负债率和资产负债率。选股时通常使用资产负债率,因为其同时考虑了长期负债和短期负债。作为替代,可以分别使用衡量短期债务状况的流动比率和衡量长期债务状况的负债/所有者权益。

不同行业合理的负债水平是不同的,所以在用资产负债率选择公司的时候要分行业考虑。一般金融和公共事业的负债水平要较消费品行业高。

第四部分:高成长性只是价值的一部分

逆向投资方法并不是只建议投资者购买那些低市盈率和高分红的股票,而是使用这些标准来找出那些股价定位有误的股票,这些股票并不仅仅是因为其未来有望增长和良好前景才具有吸引力。

德雷曼寻找过去一年和来年的收入增长率都高于标准普尔500的公司。我们选择短期收入增长比平均年度收入增长快,并且有望在未来两年继续增长的公司。

德雷曼不是很关心公司精确的预期收入,相反,他比较关心公司的发展趋势。他指出预期收入是不可靠的,但对

分析公司未来前景有指导作用。

大卫·德雷曼在研究实际值与预测值之间的差额时发现一个非常有趣的现象,即实际盈利值比预测值大的股票中,低市盈率股票要比高市盈率股票发生的几率更大,并在统计上差异显著。而且,当实际值小于预测值时,低市盈率股票价格下跌幅度小于高市盈率股票。

分散投资组合

当选择股票建立投资组合的时候,德雷曼建议等量投资于10-12个行业的15-20只股票。德雷曼认为对于低市盈率选股标准,分散投资很重要,因为不同股票的投资回报率相差很大。仅仅投资一两只股票和行业,风险很大。德雷曼使用逆向投资方法在同样的风险程度下战胜大盘。集中投资要么成为市场的大赢家,要么就败得很惨。

第五部分:结论

有句话说得好:最好的公司往往是最坏的投资,而最坏的公司也能成为最好的投资。很多投资者试图寻找下一个热点股票而对有良好前景的公司出价过高。德雷曼提出必须避免高市盈率股票和警惕那些没有实际价值的投机性股票。

和其他的投资方法一样,成功是建立在严格的条件和耐心的基础上的。用低市盈率方法投资不一定使你热情高涨,但是它有助于你的锦囊变鼓。

选股标准

- * 过去一个财政季度的总市值位列整个市场总市值排名的前70%
- * 市盈率低于市场平均市盈率若40%左右
- * 过去一个财政季度的资产负债率低于同期行业平均水平
- * 股息率大于或等于1.5%
- * 过去一个财政年度的每股收益增长率大于或等于同期市场平均水平
- * 当年的盈利预测高于上一财政年度每股收益
- * 下一财政年度的盈利预测高于当年的盈利预测

后有一大批学者在经济学和管理学上对于经理人问题进行实证研究。而我们所作的恰恰相反，我们是先引进一系列理论，然后再来培养我们的经理队伍。在西方，优秀的经理人在社会上享有崇高的声誉：他们被看成是推动市场的“经济人”；敢于承担风险的“战略家”；永恒创新的“发动机”等等。而在我国目前社会对职业经理人的定位还在政府的行政角色里打转转，很多上市公司老总的名片上除了总经理的称号以外，还要着重加上一条：处级或局级。随着我们国家对于国有企业职业经理人的选拔逐步由原来的组织人事等政府部门直接任命，过度到职业经理人市场与企业的双向选择，促使其职业化，最终形成职业经理人群体。

投资者在分析股票时，除了分析其财务、市场、产品、技术等等之外，也应该把上市公司的管理团队作为一项重要内容来考量。也许有人认为，判断管理团队的好坏并没有什么好的参考标准，尤其对国内的上市公司来说更是如此。我们认为一个企业管理团队的好坏，最关键的就是要看管理团队和其经理人是否诚实守信，在社会上及业界享有较高的美誉度和人格魅力；其董事会和股东大会确定的战略是否得到有效执行；公司信息具有充分的透明度，而且必须具有连续性。另外观察的一个重要内容就是上市公司的下属公司或关联公司的脉络是否清晰。现在随着信息披露规则要求越来越严格，上市公司本身无法从事的事情，管理层就想方设法通过关联公司或子公司去做，而这些公司往往会成为引爆一些上市公司危机的重磅炸弹。越是拥有错综复杂的股权体系或是把公司运作体系编织得天花乱坠的“蜘蛛网”的上市公司，投资者越要保持清醒的头脑。相反越是结构简单运作效率高的上市公司，透明度越好，投资者才能理智地判断和分析其价值所在。这也许就是“简单的往往能做得更好”的真正涵义。证券导刊

美国 22 种主流投资策略连载之五

投资高股

漫步华尔街专栏由华尔街资深金融专家刘虹俊先生担纲主持。刘先生现仍在美国华尔街从事资产管理和投资银行业务，刘先生希望通过本专栏将其十几年来华尔街成功经验和独到见解与读者共享。近期本专栏将系统地简要介绍美国 22 种成功的主流投资方法或策略，以享读者。本期为连载之五。

第一部分：投资哲学

在喧嚣的股票市场上，现在有越来越多的投资者重新审视他们投资组合的风险水平与整体投资方法。有很多保守或传统的估值方法一度在二十世纪九十年代的牛市中被认为已经落伍或过时，但在网络泡沫破裂并经历过熊市的波折之后，这些方法现在又重现魅力，其中股息再次成为重要的投资参考指标。在任何市场环境中，股息均有利于投资回报。如果行情不好，股票支付股息将有一定的止损作用。若假定股息安全，股息收益率策略有助于发现被低估的潜力股，并降低风险。由于众多成熟公司通常都支付相当数量的股息，因此股息分析方法适用于那些已经超越了爆发性增长和对现金需求强烈的阶段。

股息收益率等于预期股息除以每股价格。对于大多数股票来说，预期股息是最新的季度股息乘以四，当然也有些公司倾向于一年一次发放股息。如果每股支付 1 元股息，其交易价格为 40 元，则其股息收益率为 2.5%。一旦股票价格上升太快并超过了其股息增长率，则股息收益率将下降，也表明过高的价格将随时面临下调的风险。相反在发放的股息不变时，如果股息收益率上升到一定高水平，则股票价格将可能上涨。

股息收益率策略

与基础价值分析方法相似，股息收益率方法的投资策略是从不被投资者关注的股票中寻找投资机会。逆向投资方法的基本假设是，市场通常对消息反应过度从而使股票价格远离价值，价值投资者则试图通过运用一系列价值评估模型来识别这些定价不合理的股票。

股息方法的第一个阶段是选股。在筛选高收益率股票时，可以运用绝对或相

息公司

□ 刘虹俊

对水平。比如绝对筛选方法可以要求最低股息收益率为3%，但是，在市场处于极端时期，绝对筛选可能找不到满足最低要求的股票；同样的，绝对筛选的结果也会比较片面，可能最后找出的股票同属某一个行业，如传统高股息收益率行业——公用事业、房地产信托行业。

基于相对水平的筛选方法是把收益率与一些基准收益率相比，如将当前股息收益率与标准普尔500指数的平均股息收益率相对照。在此情况下，投资者不需要股息收益率满足某些最低限制，而是要求维持与其基准数据的历史水平。更常见的方法包括将收益率与整个市场、行业、历史平均或某些基准利率水平相对照，本文中的选股标准用历史平均水平作为基准。

第二部分：选股标准的建立

第一个条件是要求股票在纽约交易所、美国股票交易所、纳斯达克或小市值市场中交易，这一条旨在确立股票质量

的最低标准。

其次，选股对象中排除了封闭式共同基金，因为它们具有独特的财务特征，与股票有一定的差别。

再次，要求公司具有七年以上的股价和股息记录，当进行历史比较时，应注意选择的时间段中包括景气与不景气的完整周期，以避免平均数值出现偏差或失真。

选择一个时间段，既不能短至只包括一部分市场周期，也不能太长而不能代表当前的公司、行业、市场情况。根据市场、经济、企业发展周期等特征我们一般建议将时间段定在五至十年。

我们的选股标准选择那些在最近七年连续发放股息且未削减股息的公司。

股息是由董事会综合考虑当前公司、行业和经济环境等各方面的状况而确定的，由于股息减少一般表明公司财务状况恶化，因此必须考虑到在整个经济周期中公司都有能力支付股息。

股息增长不能持续或股息增长率降低可能受质疑，特别是在一段时间内股息连续增长之后。近10%的公司在过去七年里发放股息但没有增加，格雷厄姆要求股息增长率至少与通胀率保持一致，而我们要求的选股标准更为激进，要求在最近六个财政年度每股派息每年均有增长。

最后一个条件是公司当前股息收益率要高于其七年的平均收益率，以找出那些股息收益增长率快于价格增长率或近期股价下降的公司。

第三部分：股息的安全性

支付比率

经过以上步骤，股票的筛选程序似乎就可以结束了，但实际上，我们在做出购买决策之前还需要考虑股息的安全性。高股息收益率的股票也许表明其股息很快将被削减，相应的价格也会下降。如果股息水平保持稳定增长，相应的高股息收益率即是买入信号。

帮助确认股息安全的方法有不少，支付比率是其中最为普通的方法，即由

每股股息除以每股盈利。一般而言，这个数字越低，股息就越安全。任何超过50%的比率被认为是警示信号。但是，对于如公用事业的行业来说，比率在80%左右都很普通。100%的股息支付比率表明这家公司将其盈利以股息的形式全部支付了，支付比率为负表明公司即使在盈利为负的时候也支付股息，长期这样则难以为继。筛选标准要求公用事业的支付比率在0%至85%之间，其它行业在0%-50%。

财务实力

股息由现金的形式支付，因此也可以作为检验公司流动性的重要指标。财务实力预示着流动性，并可衡量股息支付的安全性。

投资者在检查财务实力时必须充分考虑长短期债务。评价公司长期债务的常见指标包括债务资本比率（长期债务/所有者权益）、作为资本结构的债务比例（长期债务/资本）、总负债/总资产。

我们的筛选标准运用债务与资产的比率，因为它涵盖了短期和长期债务。各行业可接受的债务水平互不相同，因此应选择那些低于行业负债水平的公司。比率越高，财务杠杆越大，风险也越大。消费类、金融和公用事业等领域都有着更高的负债率。

第四部分：盈利增长

检查盈利历史纪录也非常重要。从长期看，股息增长不能脱离盈利的增长幅度，因此盈利增长模式有助于确认股息的稳定和增长情况。理想的情况是，盈利不断上升。最后的筛选要求是近三年盈利增长速度超过行业平均水平。

结论

选择相对股息收益率高的股票是基于高抛低吸的原则。股票股息收益率提供了一个行之有效的框架来选择潜力股。

为了成功的运用这一策略，必须发展一套方法，不仅能保证选出的股票具有高股息收益率，而且具有价格上涨的动能。

当然，对于任何选股方法，寻找出满足条件的公司只是深入分析的第一步。

美国22种主流投资策略连载之六

马丁·兹威格的选股方法



漫步华尔街专栏由华尔街资深金融专家刘虹俊先生担纲主持。刘先生现仍在美国华尔街从事资产管理和投资银行业务，刘先生希望通过本专栏将其十几年华尔街成功经验和独到见解与读者共享。近期本专栏将系统地简要介绍美国22种成功的主流投资方法或策略，以享读者。本期为连载之六。

第一部分：投资哲学

在股票投资策略中，主要有价值型与成长型两种类别。价值投资策略倾向于寻找被市场忽视或价值被低估的公司，成长型投资则主要关注那些收入或盈利展现出持续性或加速增长态势的公司。但我们在投资中很少发现以纯粹的价值或纯粹成长为导向的策略，多数时候只是更偏向于其中之一或者是二者兼而有之。

马丁·兹威格是兹威格基金管理者，20世纪90年代两度当选Hulbert Financial Digest最佳选股师，倾向于成长型投资策略。在《马丁·兹威格：战胜华尔街》（华纳公司，1997年）一书中，他策略性地描述了如何鉴别收入和盈利具有高成长的公司和在一定增长率的基础上有一个合理市盈率水平的公司，并根据内部人买入行为（或至少没有内部人大量卖出股票的迹象）以及股票价格的相对强势来决定买入股票。

全副武装你自己

兹威格将选股分为两类范畴——短枪式和步枪式。短枪式是兹威格非常提倡的，在运用选股标准时必须采用公开的

现有数据。这个较为机械的方法能帮助我们一次性筛选到大批股票，从而在每个公司的考察上花的时间更少。

相反，步枪战略包括深入分析我们所选的公司。这个分析可能包括会计方法的应用，公司及所处行业未来发展趋势，以及大堆的不确定因素对公司的影响分析。然而，兹威格指出，这种方法对于普通投资者来说有些不切实际，因为它要求我们全职专注于整个市场动态。

高成长型

兹威格选股策略中的一个关键点是：反复强调他称之为的“销售和利润的合理增长性”。为此他将从多个角度检验绝对水平以及增长率。

盈利的稳定性

我们从考察季度盈利和销售水平开始兹威格的选股实战。这里兹威格要求最近一个财政季度每股盈利较上一年同期的同比增长率为正数。

但季度的同比增长率较季度的环比增长率是个更好的基准，因为它不受季节周期性变化。兹威格也检验每股盈利过去几个季度的同期增长水平。对于季度同比增长为负或者停滞不前的股票他

非常警惕。

我们选股的第一步是挑出前四个连续财政季度分别的同比增长率均为正的公司。

销售增长率

销售直接驱动盈利，因此兹威格也对那些能够维持销售水平的公司与销售增长的公司感兴趣。

为了选出这样的公司，他首先要求销售的季度同比增长率为正。

除了销售的季度同比增长率为正外，兹威格还喜欢那些季度同比增长率递增的公司。为抓住这个要素，我们将比较近一个财政季度与上一个财政季度的同比增长率。那些增长率呈递增状态的公司将顺利通过我们的筛选。

第二部分：盈利的持续性

兹威格看好年度盈利持续性增长的公司。这里，我们除了要求近两年来每股盈利年度均递增外，还要求一个公司最近四个季度（过去12个月）来每股盈利与上一个财政年度相比基本持平或有增长。

兹威格尤其欣赏那些展现出“强劲”

的长期增长态势的股票。为选出这类股票，我们要求近三年来的每股盈利年均增长率至少为 15%。

销售增长与盈利增长

兹威格在比较销售与盈利增长时有一个观点。他指出当盈利增长未能跟上销售增长的步伐时，不做进一步研究就不能得出负面结论。竞争和价格战也许是个因素，但投资开发新产品的高额费用有可能是个更好的解释。

另一方面，他对于那些盈利增长率远超销售增长的境况尤其敏感。也许一个公司短期内能通过压缩成本来提高盈利水平，但销售最终还是盈利长期增长的驱动因素。如果你发现一个公司盈利的长期增长率显著高于销售增长，那么这就是个红色信号，它警告我们该考察这个公司增长的持续性了。但一个公司由于运营效率的提高、财务杠杆的作用，从而使得盈利的增长率高于销售增长是可以接受的。鉴于这个原因，要求销售增长高于盈利增长的选股标准很可能将好公司排除在外。因此，我们取而代之的方法是，除了盈利增长外，其对应的销售收入近三年来年均增长率至少为 15%。这样，我们就能挑出那些盈利及销售均呈健康增长的公司。现在就由你自己去进行下一步的分析了，看目前这个良好的增长态势未来能否维持。

盈利增长动能

下一步，兹威格要找出具备盈利增长动力的公司，包括长期和短期要素。兹威格比较最近一季度盈利的同比增长率与之前的三个季度较上年同期同比增长率之间的差距。兹威格给出了一个例外，并不将近一季度每股盈利突然大幅增长的公司排除在外，尤其这种增长水平有望维持的公司。因此，他也能接受那些最近一个季度同比增长率超过 30% 的公司。

兹威格也将盈利的最近一个财政季

度的同比增长率与长期增长率相比较，希望找出季度增长率较高的公司。因此，我们的选股要求季度每股盈利的季度同比增长率高于三年增长率。

组成兹威格选股的标准试图将那些能从目前经济周期和市场环境中获利的公司挑选出来。随着经济以及市场环境的变化，这些公司所处的行业也会发生变化。

第三部分：市盈率

兹威格另一个选股要点是市盈率。他避免那些处于边缘的公司，即市盈率过高或过低的公司。

果公司真的在给定选股的增长率要求的前提下市盈率非常低，你应该立刻去研究公司的资产负债表，看是否存在问题。

市盈率过高是另一个极端，兹威格对这些公司非常紧张。这类股票如果没能达到市场对它们过高的期待，将面临被投资者愤怒抛弃的命运。市盈率越高，市场对公司的期待越高，一旦无法达到期待水平这些股票就跌得越惨。比较理想的是选择市盈率接近或略高于市场平均水平的公司。

我们选股标准中市盈率的约束包括最低水平 5.0（避免可能陷入困境的公司），最高不能超过整个股票市场的中值水平的 1.5 倍。

相对价格强度

在他的书中，兹威格花了大量时间讨论单个公司的股票价格走势和价格强度。

兹威格最基本的方法是比较市场与个股的走势。他希望找出个股走势胜过大盘的股票。股票价格可能上涨，但假如上涨幅度落后于大盘，仍可认为其表现落后。因此，兹威格排除这些走势落后于整个市场的股票，尤其当市场整体表现良好的时候。他从中得出结论，如果一个公司果真那样好，那它的表现起码不应输于整个大盘。

我们的选股排除近 26 周以来那些价格相对强势并超过标准普尔 500 平均水平的公司。

其它条件

为充分说明兹威格的选股方法，我们还需对数据追加一些条件，以进一步保证我们最终考察公司的信息完整性。首先我们排除掉美国存储凭证（ADS），即在美国上市的外国公司。

我们还需排除业务繁杂的金融服务及房地产行业的公司，这类公司通常包括封闭式的共有基金，以及房地产投资信托公司。

最后，选股方法标准考虑了投资于



市盈率过低的公司，他认为有两种类型——那些正经历财务危机和处于被忽略行业的公司。在兹威格看来，处于财务困境的公司风险太大，投资价值难以评判，因为这些公司的风险抹杀了这些股票的潜在投资价值。

被忽略的股票，从另一角度来讲，是因为公司本身或所处行业的不利消息所致。在某些案例中，这种因负面因素遭市场过渡反应的公司往往有着超过平均水平的估价增长潜力。研究表明，长期里这些股票总是能战胜高市盈率的股票。

然而，根据兹威格选股标准的性质来看，我们的结果是否能获取到被忽略的公司还存在很大疑问。兹威格认为，如

缺乏流动性(日成交量相对较低)的股票时可能会遇到的困难。虽然兹威格认为一般来说投资者不会遭遇流动性问题,但我们最好还是规定一个日成交量的最低水平。

兹威格选股标准运用百分比排名,即在一个给定数据库范畴内,将相应数据进行排列。这种方法要求公司平均月成交量(以最近三个月为基础)居整体前75%。

相关因素

通常,我们所选的股票多数正处于起跑点位置而并非终点。随着数据被筛选出来,我们还应该用其它兹威格认同的相关方法进一步检验这些股票。

债务水平

兹威格认为对那些负债水平过高的公司,投资者不应花太多精力去关注。高负债率即意味着高风险,因为它们与利息费用相关的固定成本太高。

一个公司合理的负债率水平与公司所处行业高度相关,所以公司负债率最

好与行业平均水平相比较。

价格表现

兹威格从不买那些价格创新低的股票。他非常坦白的说他只关心价格处于上扬状态的股票,尤其是那些受盈利意外增长公告的刺激而价格走高的股票。

那些通过兹威格筛选的股票在他的高度关注范围内。一旦这些公司公布季报,他马上开始实施两个步骤。首先,在参考了新的季度或年度数据后,看这些公司是否仍然能保留在他的关注范围内。接下来,他便开始研究股票在公告日的价格走势。

盈利公布后的价格表现可以作为衡量市场对新消息反映的测量仪。若消息公布后价格下跌,则说明盈利未达到市场预期。研究表明,果真出现这类状况,则此次对股价的打压形成的负面影响可能持续一年。鉴于这个原因,兹威格选择不逆市而行,他将那些最近季报公布后股价显著下跌的公司排除在外。

同样,若报告结果高于市场预期,则会在较长时期内对股价产生正面影响。

内部人行为

通常兹威格对于内部人大量卖出股票的信息比缺乏内部人买进更为关注。

兹威格以最近三个月来内部人员买卖股票的行为作为潜在的买卖信号——三个内部人买进即意味着买入信号,反之则为卖出信号。他希望这个信号表现非常一致,即一个买入信号中至少有三个买进,没有卖出,或一个卖出信号至少三个卖出,没有买入现象。虽然股票投资者确实应跟踪内部人的买卖行为,但这类数据必须涵盖近六个月以来的情况。一些网络如MSN的货币中心会追踪近三个月来的内部人行为。

结论

运用任何一个选股策略都只是我们投资的第一步,这一点我们必须铭记在心。

马丁·兹威格的选股原则帮助我们揭示所选公司盈利及销售的高增长性,市盈率相对于整个市场水平的合理性,和值得关注的股价相

对强势。

选股标准

* 最近一个财政季度(Q1)与去年同季度(Q5)之间每股盈利同比增长率为正

* 上一个财政季度(Q2)与去年同季度(Q6)之间每股盈利同比增长率为正

* 上上一个财政季度(Q3)与去年同季度(Q7)之间的每股盈利同比增长率为正

* 三季度之前一个财政季度(Q4)与去年同季度(Q8)之间的每股盈利同比增长率为正

* 最近一个财政季度(Q1)与去年同季度(Q5)之间销售收入同比增长率为正

* 最近一个财政季度(Q1)较去年同季度(Q5)的销售增长率高于上一财政季度(Q2)较去年同期(Q6)的增长率。

* 最近12个月的每股盈利不低于其上一财政年(Y1)水平

* 最近一个财政年(Y2)的每股盈利不低于其上一财政年(Y2)水平

* 最近一个财政年(Y2)每股盈利不低于其上一财政年(Y3)水平

* 最近三年来每股盈利连续年均增长率大于或等于15%

* 最近三年来销售收入的年均增长率大于或等于15%

* 近一个财政季度(Q1)的每股盈利较去年同期(Q5)的增长率高于上三个财政季度(Qs 2-4)的每股盈利较一年前同期三季度(Qs 6-8)的增长率;或近一个财政季度(Q1)的每股盈利较去年同期(Q5)的增长率大于等于30%

* 近一个财政季度(Q1)稀释后的每股盈利较去年同期(Q5)的增长率高于近三年来稀释后的每股盈利增长率。

* 市盈率高于5,但低于整个市场中值水平的1.5倍

* 近26周来价格相对强度为正

* 排除美国存托凭证

* 类属业务繁杂的金融服务和房地产行业的公司排除在外

* 最近三个月来平均交易量居市场前75%



低市收率选股策略

美国 22 种主流投资策略连载之七

□ 刘虹俊

漫步华尔街专栏由华尔街资深金融专家刘虹俊先生担纲主持。刘先生现仍在美国华尔街从事资产管理和投资银行业务,刘先生希望通过本专栏将其十几年华尔街成功经验和独到见解与读者共享。近期本专栏将系统地简要介绍美国22种成功的主流投资方法或策略,以享读者。本期为连载之六。

部分 1 : 简介



大量研究表明,投资于不被市场所关注的股票以期获得高于平均水平的长期回报率是可行的。市场容易对各种好坏消息反应过度,在公司发展强劲的时候估价过高,而大幅压低那些处于困难期的公司股价,使之偏低

的估值具有一定吸引力。过去的研究也指出,在选择被低估的股票时,市净率比市盈率更适合。最近的报告则表明投资时运用市收率(价格/每股主营业务收入)将更优于前两个指标。

运用市收率(当前市值/近12个月来的销售收入)来选择价值被低估的股票并不是个新概念。这个方法最初是由 Kenneth Fisher 在他的1984年出版的《超级股票》一书中提出。赞同市收率的人认为,基于盈利能力选股的方法中,盈利易受企业会计处理的影响。而市收率更值得信赖,一些短期的因素如新产品的开发成本或正常的周期低谷对盈利的影响

甚于销售收入,特别是可能导致盈利为负,此时市收率作为价值评估工具是有意义的。在评估那些没有任何迹象表明互联网股票获取盈利时,许多投资者也转而运用市收率。

销售收入在同行业的不同公司间更具可比性。基于资产的模型如低市净率筛选方法易受公司因素如特定的折旧规则、资产年限,甚至存货计算方法的影响,市场如不能正确调节这些特定的因素,将产生错误的定价。

当然,市收率指标也不是完美的,销售额需要与利润率、增长率等指标结合。

部分 2 : 行业间的市收率水平

投资者通常试图找出那些按照市收率或市盈率标准估值偏低的股票,他们认为市场忽视了这些股票或对其估值错误。

估值偏低的股票已经被压低,所以任何好消息都容易推高股价。但是,一些行业市收率一直偏低,通常利润率也较低,如超市或那些收入增长前景暗淡的公司。单一按低市收率选股,得到的可能都是这些公司。

一般来说,市收率最高的是生物科技公司,为11.1倍,最低的是钢铁公司,市收率只有0.1倍。五年前,生物技术公司的市收率也是最高,达8.8倍,而零售业只有0.2倍,现在仍然如此,钢铁当时有0.4倍。

市收率与未来公司增长、盈利及

风险的预期相关联。预期增长率越高,市收率水平也越高,高利润率也导致高市收率比例。

长期投资者购买公司股票以期望这个公司拥有不断增长的现金流或盈利,即使投资于新兴产业亦如此。盈利表明公司增长的长期性和持续性。有不少相关的比例用于衡量公司盈利能力。

毛利率反映了公司的基础定价方法及成本。毛利率越大越能持续,盈利预期就越高。

营业利润率(EBIT/主营业务收入)检查销售收入与管理层可控成本之间的关系。和毛利率一样,营业利润率也要求高和稳定。

净利润率是最底线,它表明管理如何有效的将销售收入转化为对股东的回报。

运用净利润率比较行业时过于苛刻,

各行业的盈利边际均不同。一个高于行业平均水平的盈利能力表明公司具有相对竞争优势。

市收率与盈利预期、现金流水平密切相关。如果在一个给定的销售收入水平上利润率高,或在一个给定的利润率出售更多的商品,公司将获得更多现金收入。存货周转率越高表明存货没有闲置在仓库里或货架上。存货周转率因行业不同而不同,如超市的存货周转率就高于服装店。



排除金融类公司,剩下的问题是建立一个类似于取舍点的市收率比率。低市收率的公司被认为股价可能上涨,由于股价已经相当低,任何利好都可能演变成股价的上扬。

但是,正如我们在第二部分总结的那样,有些行业一直是以低市收率标准衡量的。公司在这些行业中盈利边际较低,单纯的低市盈率将导致选择的都是此类公司。为了帮助将行业因素考虑进去,我们首要的筛选条件是寻找那些市

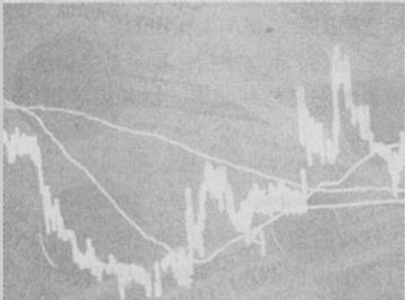
部分3: 建立市收率选股标准



收率低于行业平均水平的公司。

另外一个方法来判断公司市收率的相对水平是将公司与其历史水平相比。低于历史水平的比率表明股票被低估。这个方法假设潜在的增长和盈利前景没有发生根本改变。将公司与其历史水平相比有助于发现行业对比所忽视的问题。另一个好处是此类分析不会自动排除高增长行业的高增长公司。

即使低市收率的股票也不一定是便宜货,如果它没有销售收入和盈利能力大幅增长的前景。如果一个公司的前景暗淡,它应该按照低市收率的价格来交易。投资者要寻找的是由于暂时性的因素或因被华尔街所忽视



而股价走低的有发展潜力的公司。第二个标准需要公司在过去五年内销售收入增长均高于行业平均水平,以确认那些销售增长速度快于行业内的其它企业的公司。

运用增长率的筛选方法可以掩饰

部分4: 标准调整

许多变量。对最近几年的数据、最近季度的销售趋势及未来销售增长的仔细研究都成为分析的重要部分。另一个需要考虑的是公司的发展前景。

财务杠杆

对于股价被低估的股票来说,价值低估可能表明公司遇上麻烦了。作为安全屏障,许多投资者建立最大限度的财务杠杆指标。当公司发展强劲时,负债有助于提高权益报酬率,同时也使公司背负了相当的利息支出,一旦公司发展放缓,过高的负债将降低权益报酬率而增加财务风险,公司甚至可能无法付息。

基础杠杆筛选方法主要是看产权比率或资产负债率等指标。在许多稳定的行业中,公司可以承担更多负债。选择那些资产负债率低于行业平均的公司,财务杠杆筛选标准不是为了找出投资对象,而是为了排除问题公司。

相对价格表现

价值筛选方法经常出现的是传统行业的股价被低估的公司,需要耐心等待市场改变悲观的看法。选择高相对价格的股票有助于发现前景良好的股票,可以将52周价格表现好于市场平均水平的公司列入投资目标之一。在此,相对价格表现是把公司股价与标准普尔500的指数相比。

公司大小

随着公司的发展壮大,市收率将越来越小。一旦公司达到一定规模,要保持超出平均的增长率非常困难,市收率也随之日益降低。相反的是,在新兴市场上,规模很小、增长迅速的公司很难适用于这个价值体系。微型市值的公司流动性较差,交易成本很高。为了排除这些小公司,最小市值要求5000万美元。和任何选股标准一样,通过以上初选的公司需要投资者继续作更深入的分析。

小结

筛选标准

- * 不是在场外交易的股票
- * 不是金融类公司
- * 不是房地产类公司
- * 最近五年的市收率低于行业平均水平

- * 近五年销售收入的年度复合增长率高于行业平均水平
- * 最近季度的总体资产负债率低于行业平均水平
- * 在行业中,过去52周的相对价格表现高于平均水平
- * 最近季度的市值大于或等于5000万美元

作为选股方法的一种,市收率意味着前景的判断吗?事实的确如此,它能比市盈率更快的找出被低估的公司,而且避免了市盈率、市净率之类的会计诡计。但是,判断市收率是否合理,行业知识至关重要。低市收率公司将具有更多的行业特征。

美国22种主流投资策略连载之八

约翰·奈夫投资策略

漫步华尔街专栏由华尔街资深金融专家刘虹俊先生担纲主持。刘先生现仍在美国华尔街从事资产管理和投资银行业务,刘先生希望通过本专栏将其十几年来华尔街成功经验和独到见解与读者共享。近期本专栏将系统地简要地介绍美国22种成功的主流投资方法或策略,以飨读者。

□ 刘虹俊

引言

成长股,包括炙手可热的网络股,率领着20世纪90年代的牛市连续冲高。今天大部分网络股依然暴涨,它们的市盈率非常高,收入却几乎为零甚至为负数,支撑股价上涨的原因只有公司未来的成长前景。

由于羊群效应,这些股票被投资者

追逐。很多追逐热点的投资者都忽视了公司的股票或者行业正常的增长情况。仅仅因为网络股是热点,他们就将其加入投资组合。将网络股加入投资组合看起来很迷人,但是随着时间流逝,大家的品味变了,市场热点也就变了。同时,市场相应作出调整,一些过去的热门股票价值大幅缩水,就像变成了挂在阴暗壁

橱中过时的衣服。

随着市场的情绪继续变化,投资者开始质疑许多成长股的基本面,一些价值投资原则再次被关注。逆向投资的方法重新被投资者接受,是将目光投向著名的价值投资者和逆向投资专家约翰·奈夫的时候了。

一个不被关注的投资方法

约翰·奈夫从1964年开始就服务于Vanguard Windsor 基金公司,直到1995年退休。他严格使用逆向投资的方法。约翰·奈夫总是寻找那些价值被低估,不被大家关心的便宜股票。他选择的股票有三个特点:低市盈率、预期销售收入和净利润稳定增长、股息收益不断增长。他选择那些不引人注意的股票。

在他30多年的基金管理人职业生涯中,约翰·奈夫平均年收益率超过标准普尔3%以上,虽然其基金确是也有不景气的时候。现在价值投资不受关注,约翰·奈夫说他的逆向思维的天性告诉他,没有比现在有更恰当的时机去写一本关于价值投资的著作了。

约翰·奈夫的书——《约翰·奈夫的投资方法》阐述价值投资的原则。他的书主要为投资者提供选股思路。

冷静的态度

约翰·奈夫认为价值投资需要清晰的思路、客观的见解,归根到底要以冷静的态度对待市场。他说在其他股票都在上涨,而你所选出的股票却一再的下跌的时候,“坚持”很重要,它认为当市场主流与你的投资相背离的时候,投资者要充分信任自己,坚持到底。冷静的思考和坚持自己的选择在目前这种网络股受追捧的年代很少见了,大部分的投资者追逐潮流,约翰·奈夫认为这种行为是不理智的。

投资者总是陷入相同的困境,就像17世纪的荷兰对郁金香的追捧一样。约翰·奈夫例举两类曾经受追捧的股票,电子类股票和“漂亮50”,它们和今天因特网股票属于同一种情况。

1950年,电子行业是市场的热点。俄罗斯的人造地球卫星进入太空的同时,也将电子产业推向了繁荣。与现在很多公司将其名字加上“网络”的字眼相似,1950年,公司为了吸引投资者关注,在其公司的名字中加入“电子”或者“热力”等后缀。类似的情况,在1970年,“漂亮50”几乎疯狂了。“漂亮50”家喻户晓,它由预期具有高成长的股票组成的,投资者对其需求远大于股票的供给,他们

认为这些股票的价格会一直往上涨。随着越来越多的人进入,需求最终萎缩,“漂亮50”价格也随之下跌,光环消失。

这两个实例中,价格的暴涨是受市场环境的影响,而不是有良好基本面支撑。这些公司在某段时间中暴涨(漂亮50持续3年),但最终这两个案例中的投资者由于股价暴跌,损失惨重。

衡量指标

调整股息后的PEG

价值投资中,可以通过很多种选股的方法找到有魅力的股票。其中一种方法就是寻找低市盈率和高分红的,并且收入有增长预期的股票,另外是PEG指标法。这两种方法有一个相同的条件,即过去及未来几年,公司的收入要稳步增长。

调整股息后的PEG是约翰·奈夫选股的基础。其计算公式为:市盈率/(收入增长率+股息率),调整股息后的PEG包括了约翰·奈夫价值选股法的主要元素,市盈率、收入增长率、股息率。

低市盈率

任何价值投资的基石都是低市盈率。众多低市盈率股票可以分为两类,一种是被市场误解的“好”股票,一种是前景黯淡的“坏”股票。许多不被市场认同的低市盈率股票,并不是它们的前景不好,而是因为它们的前景暂时没有得到投资者的关注。研究股票从两个方面分析,所处的行业和公司财务状况,约翰·奈夫一直寻找其中低市盈率的股票。

增长预期

仅仅低市盈率是不够的,加上稳定的收入增长率,可以进一步确认公司的市盈率并不应该这么低。纵使增长仅仅是推测出来的,约翰·奈夫提醒投资者必须学会想象公司的发展空间和它所处行业的前景,并且要寻找证据来证实或者反驳自己的观点。追踪历史公布的收入和市场预期收入有利于提高自己的洞察力。约翰·奈夫称市场的预期为主流的智慧。许多案例中,如果公司未达到预期的收入,市场会产生过激的反映,此时,较强的基本面依然存在,则为低市盈率投

资者提供了购买机会。对于长达5年以上的长期投资,约翰·奈夫要求公司具有较强的增长潜力,但风险应相对较小。

股息率

低市盈率策略选出的公司往往同时具有高股息率特点,他们就好像是唱片的正反两面。在寻找出的低市盈率股票中,约翰·奈夫发现如果股票价格下跌,高股息率将弥补一部分损失。这样,约翰·奈夫将股息定义为“附加值”,意思是当你购买了一只分红的股票,你不需要为此付出任何代价。

选股步骤

约翰·奈夫讨论了股息调整后的PEG,并且运用这个指标来寻找符合“廉价投资组合”的股票。“廉价投资组合”中股票的调整股息后的PEG要明显的低于当前行业或者整个市场的平均水平。就当前的价格相对于公司的成长性来说,不能再下跌的股票将入选。

下面是约翰·奈夫选择成长股的另一个指标。约翰·奈夫为了避免高风险,他选择利润增长率在7%—20%的股票。

收入增长率

约翰·奈夫也运用一些辅助的指标来保证低市盈率股票的安全性。首先是收入增长率。就价值投资指标的重要性来说,约翰·奈夫认为销售收入增长率仅次于利润增长率,因为收入才是拉动业绩增长的根本原因。任何一种增长性指标提高都能在一定程度上支撑投资,但一只真正有魅力的股票必须有不断增长的收入支撑。销售增长率7%—20%为本项选股标准。

现金流

约翰·奈夫投资运用到的另一个辅助指标是自由现金流量。约翰·奈夫寻找现金流丰富的公司,这种公司可以给投资者分红派息,回购公司股票,甚至再投资。具体点说,所选的股票,最近几个财政年度的现金流要是正的。

利润率

PEG投资方法中最后一个关键元素是利润率好于行业的平均水平。这里用



行业平均作为基准是因为不同的行业其利润率是不同的。比如,相对于超市和食品零售业的较低的利润率,软件销售商的利润率在40%的水平较合适。较高利润率能够抵抗不利因素的冲击。我们选择最近几个财政年度的利润率高于行业平均的股票。

股票添加标准

坚持逆向投资,但不能固执

由于成长性股票继续萦绕在投资者的耳边时,要坚持逆向投资方法显得比较困难。在牛市来临时,主流智慧不断地推动着市场,逆向投资观念往往被淹没其中。

约翰·奈夫在这种市场环境下写这本书,因为运用这个方法投资的Windsor基金的资产总值较任何一个时候都要高。当投资者都关注那些受追捧的股票和行

业时,价值投资就是最佳时机。

不过,约翰·奈夫承认仅仅为了显得跟别人不同而采取不同行动是愚蠢的。成为逆向投资者,质疑市场的羊群效应是正确的,但约翰·奈夫告诫投资者不要太天真,以至于作出错误的决定。在进一步研究之后,对于确实有增长潜力的成长股,逆向投资者必须作出让步。

股票添加标准

Windsor基金运用的逆向投资策略是非常成功的,但是也需要灵活运用。约翰·奈夫制定了四大投资种类:高增长、低增长、温和增长和周期性增长。他要求在向组合中添加股票时,应根据组合中的已有种类,添加新的种类,即在进行多样化时,要跳出组合的现有框架进行考虑。

约翰·奈夫告诫投资者不要一味的追赶高关注度股票,就像1970年投资者

热捧漂亮50的情形一样。相反,他建议投资者研究一些市场较少关心的成长股,它们的利润增长是可观的,但是由于没有受到市场的关注而股价下跌。

至于公认的温和增长的股票,通常是处于成熟阶段的行业,稳健的投资者喜欢。在不景气的市场中,温和增长的股票价格比较稳定,这是由于它们有较充裕的分红保障。

约翰·奈夫承认那些周期性增长的股票某种程度上要“狡猾”一些,要注意选择时机。技巧就是运用你对不同行业的知识去判断它们将来的增长情况。例如衣服饰物,广播电视,鞋类,珠宝类行业,很明显具有消费周期性特征。资本商品的生产商和房屋等各种建造商也是周期性的。

最后一个最有趣的建议就是在你本地的商业街中发掘投资机会。约翰·奈夫建议投资者多拜访当地的零售商,多关心自己小孩的兴趣,数数你在最喜欢的商店里买东西的收据张数。做一些深挖掘,也许机会就来了。

小结

约翰·奈夫在书中提出的观点将成为一种选股标准时,投资者应该认识到这只是刚开始,并不是给了你荐股名单。在做任何投资决策之前,都应该集中所有的相关信息来研究你的投资。要记住没有一种投资策略是能够适应所有的市场环境的,过去适用的方法在将来不一定有用。

选股标准

调整股息后的PEG小于等于全部股票的平均值。

每股盈利增长率在7%—20%之间。

五年的收入年均增长率在7%—20%之间。

过去十二个月和上个财政年度的每股现金流为正数。

过去12个月利润率大于等于行业平均利润率。

上个财政年度的利润率大于等于行业平均利润率。

美国22种主流投资策略连载之九

比乔斯基市净率选股方法

漫步华尔街专栏由华尔街资深金融专家刘虹俊先生担纲主持。刘先生现仍在美国华尔街从事资产管理和投资银行业务,刘先生希望通过本专栏将其十几年华尔街成功经验和独到见解与读者共享。近期本专栏将系统地简要地介绍美国22种成功的主流投资方法或策略,以飨读者。

□ 刘虹俊

一、导 言

大量的研究证明了价值投资方法长期的有效性。价值投资就是要寻找那些价值相对低估的股票,主要评估指标有市盈率、市净率、股价/现金流和股息等。大部分学术研究总是建立在股票数量巨大的投资组合基础上进行的,而这个组合中的股票既有战胜大盘的,也有落后于大盘的。毕业于芝加哥大学商学院的会计学教授约瑟夫·比乔斯基,最近研究了怎样运用市净率来建立一些基本的财务标准,从而将表现落后于大盘的股票剔除。

低市净率

比乔斯基从低市净率的股票开始研究。市净率是本杰明·格雷厄姆和他的门徒喜欢运用的指标,他们寻找那些股价低于每股账面价值的股票。市场长期是有效的,但投资者在短期经常会对信息反映过度,使得股价偏离它们的真实价值。类似市净率的指标能够帮助投资者鉴别股票是否真被低估了。

市净率是股价与账面价值之比。账面价值是指总资产和总负债之差与总股本的比值。它是历史成本会计法计算出来的公司资产。如果账面价值真实的反

映了公司的资产,投资者就会选择在账面价值附近卖出。账面价值受到很多因素的影响,例如,通货膨胀就会使资本品的替代成本高于其账面价值;公司并购时往往会将商誉计算入公司的账面价值。而有些公司公告账面价值时是很保守的,没有考虑专利权、著作权、商标权、商誉等无形资产的价值。这与涵盖了无形资产的账面价值是没有可比性的。在选择低市净率的股票时,不同的行业的不同会计政策也要考虑。

股票的估价水平随着时间的变化而变化,经常是戏剧性的从熊市底部到牛市的顶部。处于熊市的时候,许多股票的市净率小于1;处于牛市的时候,除了那些处于困境中的公司外,很少有股票低于账面价值。

比乔斯基发现大部分市净率低的股票不是被忽视了就是公司财政上出现危机。分析师很少跟踪交易量很小的公司,这些公司的相关信息量很少,因而股价经常被扭曲。分析师总是忽视这些股票而去关注那些大家都关注的股票。

在投资者没有得到公司问题已解决,最坏时期已成过去的明确信号之前,财政处于困境的公司可能被低估。过去的

不良表现往往会导致投资者对将来业绩的悲观预测,而这种悲观导致公司下一期业绩表现好于市场预期。

比乔斯基称在考察公司的财务状况后,发现了很多投资机会,特别是对小市值公司。

财务状况

比乔斯基用9个指标来衡量公司的财务状况。他们是一些通用的比率和一些基本的财务数据,用来衡量公司的收益率、财务杠杆作用、流动性和经营效率。只有这9个指标表现良好的公司才能通过筛选。

二、最低收益率

比乔斯基认为收益方面应该考虑四点:良好的资产回报率、良好的经营现金流、资产回报同比增长率、经营现金流是否超过净利润。这些指标很容易计算,因为计算时需要的条件很少,不用去考虑行业、市场或者时间等细节因素。

资产回报率

比乔斯基认为资产回报率是由所分析财政年度经营性业务净利润除以总资产得到的。资产回报率反映了公司资产收益。高的回报率意味着公司资产和管理的高效率。他对此项要求不高,只要为

正就行。尽管条件比较宽松,但发现40%的低市净率股票在前2个财政年度都是亏损的。良好的盈利对公司的意义是非常重大的。比乔斯基关注的另外一个变量是回报增长率。他的标准是本年度资产回报率要比上年度高。

经营性现金流

比乔斯基认为公司必须具有良好的经营性现金流。经营性现金流在现金流量表中有反映,用来衡量公司销售商品,提供劳务等日常活动产生现金的能力。它是由多方面因素决定的,例如回收应收账款产生现金,销售商品提供劳务发生的现金流入流出,因支付供货商、劳动力成本、税款、利息支付等。经营性现金流为正数意味着公司连续性经营能够产生足够的现金,不需要募集资金。经营性现金流为负数意味着维持公司的日常经营需要另外募集资金。

净利润和现金流

最后考察净利润和现金流间的关系。我们要求经营性现金流大于排除了非经常性收益的净利润。我们这一要求在于剔除掉那种伤害长期盈利来获取短期会计利润增加的公司。比乔斯基认为这一点是最重要的,因为处于财务困境的公司总是试图掩盖真相。

三、资本结构

关于资本结构和公司未来发展能力,比乔斯基提出了三点:资产负债率是否下降;流动比率是否增加;公司是否增发股票。由于许多低市净率股票财务状况不太好,他认为财务杠杆的增加,流动性变差,募集资金的使用都增加了财务风险。

财务杠杆

比乔斯基定义资产负债率为长期负债加上一年内到期的长期负债与总资产的比,数值越大,财务风险越大。负债的恰当使用可以使公司扩大经营,增加公司的收益。通常情况下,一个公司的现金流越稳定,财务风险越大。公司如果不能支付债务利息将面临破产的风险抑或是失去控股权。公司如果处于财务困境,自然需要靠外部融资,这是公司不能够产

生充足现金流的一个信号。长期负债的增加对公司的财务灵活性产生约束,并增加公司的运营成本。

流动性

判断一个公司的流动性,关键看其最近几个财政年度的期末现金流较先前的财政年度是否有增长。流动性比率主要用来反映企业偿还短期债务的能力。而财务风险比率是反映企业偿还债务的能力以及这些负债对资产负债表结构的影响。

流动比率是相对于流动资产与流动负债来说的,是流动资产与流动负债的比。流动比率高意味着流动性强,财务风险小。过高的流动比率表示企业流动资产占用资金较多,会影响企业的获利能力。过低的流动比率表示企业短期负债偿付能力较弱,财务风险较大。

比乔斯基认为流动比率的提高是公司短期偿债能力提高的标志。他还指出报表附注中关于流动比率下降的解释是非常值得关注的。

资产净值

评价资本结构关键的一点是看公司过去一年是否增发股票。类似于长期负债增加,财务衰退的公司追加资本意味着公司不能够产生足够的现金流来偿还债务。另外,在其股价低迷的时候发行新股,将使公司的财务恶化加剧。我们选择在过去一个财政年度股本不变或者减少的公司。

四、经营效率

用两个要素来检验公司经营效率的变化。一个是公司毛利率的增加,另一个是上一财政年度公司的资产周转率是否增加。这两个重要因素影响公司的资产回报率。长期投资者选择预期未来现金流增长的公司。利润反映公司的长期成长和存续能力。毛利率反映了公司的价格和成本状况,计算公式为(销售收入-成本)/销售收入。毛利率越高,公司越稳定且利润期望值越高。毛利率的历年变化趋势值得关注,因为它是公司市场竞争力的直接反映。

比乔斯基关注毛利率不断提高的公

司,毛利率不断提高就意味着公司产品成本,存货成本的减少或者是公司产品和服务价格的提高。

比乔斯基评价系统最后一个重要指标是过去一个财政年度的资产周转率是否高于上一个财政年度。资产周转率(总销售收入/期初资产总额)是用来反映公司的资产运转能力的。不同的行业资产周转率是不同的,因此只有同行业公司比较才有意义。该指标太高说明资产不足以支撑公司未来的发展,太低则说明有多余的资产或是资产运用的低效率。资产周转率的增加标志着高资产运作效率和高销售额。

五、结论

比乔斯基投资方法是创建低市净率组合,并运用财务分析做进一步的筛选。财务状况越好,组合的平均投资收益越高,单只股票的回报是很不一样的。即使是运用了财务指标筛选出来的股票,对其进行仔细的研究也是很重要的。

选股标准

¥ 市净率排名位于整个市场中最低的20%之列

¥ 排除在柜台市场交易的股票

¥ 上一财政年度资产回报率为正

¥ 上一财政年度经营性现金收入为正

¥ 上一财政年度资产回报率较上上个财政年度要高

¥ 上一财政年度经营性现金收入要比同期税后收入高

¥ 上一财政年度长期资产负债率较上上个财政年度要低

¥ 上一财政年度流动比率较上上个财政年度要高

¥ 上一财政年度股本等于或者小于上上个财政年度的股本

¥ 上一财政年度毛利率较上上个财政年度要高

¥ 上一财政年度资产周转率较上上个财政年度要高

美国 22 种主流投资策略连载之十

相对市盈率

□ 刘虹俊

漫步华尔街专栏由华尔街资深金融专家刘虹俊先生担纲主持。刘先生现仍在美国华尔街从事资产管理和投资银行业务，刘先生希望通过本专栏将其十几年华尔街成功经验和独到见解与读者共享。近期本专栏将系统地简要地介绍美国 22 种成功的主流投资方法或策略，以飨读者。

一、导 言

市盈率，是用来衡量公司价值的最常用的指标之一。它是公司的当前股价除以最近 12 个月的每股盈利。人们频繁的使用这个指标，在于它把市场对公司未来表现的预期和公司当前的收入表现联系在了一起。这种预期越大，投资者愿意支付的股价对当前盈利的倍数越高。

如果市场对公司有着较低的收入增长预期，或者是对公司的收入有怀疑，投资者将不会愿意给予公司同有着稳定且更高收入增长预期的公司一样高的价格。

但这并不意味着所有低市盈率的股票都有很小或没有增长前景。价值投资者寻找低市盈率的公司，是因为他们相信由于被忽略或投资者对坏消息的过度反映，市场没有正确的评估公司的潜在收益。价值投资者认为尽管市场从长期看是有效的，但短期内总是情绪占主导地位。这些情绪会超过理性分析，从而在疯狂期推动公司股价高于其内在价值。当对坏消息反映过度时，股价会低于其真实价值。

二、市盈率

有许多方法来衡量公司的市盈率是否合理。相对市盈率方法通常将一只股票的市盈率与整个市场的市盈率或者该公司所处行业的市盈率水平结合起来考虑。

相对市盈率是用市场的市盈率除以公司的市盈率。基于相对增长和风险预期基础上，公司总是获得大于或小于市场的平均市盈率的市盈率。如果投资者认为一家公司的前景好于市场，或者风险低于市场，或者两者兼而有之，该公司就应具有跟市场相比较高的市盈率。比较一家公司和他所处的行业，可以从特定行业中寻找到有意思的候选公司。

市盈率相对水平的变化可能发出了一个信号：无论出于什么原因，市场正在改变着他们对公司未来潜在收入预期，或者不被关注而错误定价的状况正在被改变。这也可能预示，短期的变化已经发生了或者预期会发生。但是，市盈率相对估值模型假设长期增长率和公司的风险程度并不随时间发生根本性的变化。在投资前，必须对公司的相对市盈率进行认真的评估从而确定它是否代表了与未来市场的一个合理的关系。

平均相对市盈率大于 1 表明公司的市盈率是高于市场市盈率的，而平均相对市盈率小于 1 表明公司的市盈率趋向于低于市场市盈率。和平均水平相比较的相对市盈率变化可能会反映出歪曲的估值。一些出版物象 Value Line 公布了一些相对市盈率比率，当然你也可以自己计算出这些数字。

三、用市盈率

相对模型评估股价

我们以 Intel 公司为例，用相对市盈率来评估公司价值。Intel 公司相对市盈率从 1995 年的与市场差不多的水平曲折上升到 1999 年市场的两倍水平的。

我们用美国市场上的所有股票计算市场市盈率的中值。用市场的当前市盈率中值乘以公司的相对市盈率可得到公司调整后的市盈率。2003 年 10 月 13 日，市场市盈率的中值从一个月前的 14.5 跌落到 13.4。Intel 的市盈率为 29.91，则当前相对市盈率为 2.23。这比它 5 年的平均水平 1.29 要高很多。该模型隐含的假设是当前的市场是能够合理估值的，公司和市场间的估值关系将会回到正常水

平。股价估值能够由调整后的市盈率乘以每股收益得到。我们可以用过去 12 个月的每股收益和预期的每股收益来估计一个公正的市场价值。

用估值除以当前股价提供了一个有用的筛选标准, 1 或 100% 表明股值和当前股价是一样的。大于 100% 的数字表明股价高于估计的价值, 而低于 100% 的数字则表明了公司是被低估的。在我们的例子中, 用历史和预期的每股收益衡量发现 intel 是被高估的。

四、用市盈率相对模型 筛选价值低估的股票

为了保证合理的流动性, 我们第一层筛选的股票建立在纳斯达克、纽约外汇交易市场和美国股票交易市场上。我们排除 ADRs 这种外国公司在美国交易的形式。

下一个条件就是要求公司有 5 年的数据并且过去 5 年的每股收益为正。市盈率只能在每股收益为正时才能计算。

除了负的收入会导致无意义的市盈率外, 异常的低收入也会脱离标准的市盈率筛选法。由于特别的费用、特殊的事件而导致的收入短期内下降或者某种情况下的衰退会导致异常的高市盈率。只要市场认为收入的下降是暂时的, 股价就不会象收入一样显著性的下降, 从而导致高市盈率。因为平均市盈率相对模型依赖于正常的情况, 这些例外的市盈率应该被排除。

在进行评估时, 你可以先排除那些收入为负或者有异常的高市盈率年份。但是当大范围筛选股票时, 最好建立一个标准以试着排除那些有异常市盈率的公司。对我们的筛选法而言, 那些过去 5 年的任何一年中有市盈率大于 100 的公司都应当被排除掉。如果你想更保守些, 可以设置更严格的要求, 如比率大于 40 或 50。

我们并不对历史或预期的增长率作一个最低要求, 虽然公司过去增长率和未来 3-5 年收益增长具有一定的关联性。记住增长率是一个原始的数字, 不一定

能够体现收入的变动趋势或收入的可变性。最简单最直接的判断收入的方法就是直接逐年考察收入, 寻找稳定和加速的增长率。作为一种基本的筛选方法, 从最近 12 个月和最近 5 年的每一年中的连续经营活动中产生的每股收益为正是很必需的。最严厉的标准将要求最近 5 年中的每一年都有增长, 甚至过去 5 年的每一年同上一相比都有增长。

考察导致增长的因素以及增长是否稳定是很重要的。当考察一家公司的收入模式时, 认真仔细的阅读季报和年报是很有必要的, 这能给你提供收入增长模式可能的解释。所取得的大部分收入增长是通过收购或外部增长吗? 从特许经营中获得的收入增长是来自相同店的销售收入的增加还是新开店? 货币兑换会影响收入吗? 行业中的竞争性环境是否发生了变化? 利润是在增加还是减少?

五、完善选股标准

投资者通常寻找催化剂, 这种催化剂可以为公司吸引注意力从而推进公司股价。许多定价有吸引力的公司常常徘徊不前, 直到投资者找到了一个公司或它所处行业重新估值的理由。上调盈利预测和盈利超出预期往往会吸引投资者关注, 收入的修正会导致价格的调整。当预测收入被大幅上调时, 股票往往会有超过市场平均水平的表现, 而向下修正时, 股价往往会在调整后低于市场平均水平的表现。盈利预测的变化反映了未来预期表现的变化, 这可能是经济状况好于先前预期, 也可能是新产品的销售情况好于预期。就我们的筛选方法而言, 与上个月相比, 我们要求对当前和明年的收入进行向上的调整。

价格动能通常被用作一个信号: 市场已经开始对公司业务的良好表现或是预期的增加做出反应了。投资者寻找股价表现超过其他股票的股票, 因为他们相信不断上升的价格将吸引其他的投资者, 从而进一步推高股价。当前市场价格相对于 52 周最高股价的百分比是一个很通用的用来衡量价格强度和动能的指

标。如果公司股价继续走强, 就应该在 52 周新高处附近交易。

结 论:

采用市盈率来筛选股票能够帮助我们发现那些已不被大家喜欢的股票。在严格的假设公司、行业、市场等方面无任何显著性的变化发生的情况下, 相对市盈率通过建立比较的基准点来帮助判断一家公司是否偏离了他们的正常价值水平。在预期估值指标将回归到正常水平的前提下, 我们能够找到值得作进一步分析的股票。

在建立筛选标准时, 你可能会希望包含许多条件从而帮助发现如公司未来潜在收入、财务状况以及公司在行业内的实力等要素。投资低价股会获得回报, 但也要当心。

仅仅历史市盈率、股价和收入就已经提供了很丰富的信息了。但市盈率法并不是什么秘诀, 只有你的预期和判断是建立在非常合理的基础上这种方法才可能成功。

筛选标准:

以 ADRs 形式交易的公司不包括在内

在 OTC 市场交易的公司不被包括在内

对当年的收入, 至少应有三位分析师给出了预测

对当年 (Y0) 的当前盈利预测要大于一个月前的预测

对当年 (Y0) 的盈利预测, 向上修正的次数要多于向下的次数

对当年 (Y0) 的盈利预测, 至少有一次向上修正

对下一年 (Y1) 的盈利预期要大于一个月前的预测

对下一年 (Y1) 的盈利预测, 向上修正的次数要多于向下的次数

对下一年 (Y1) 的收入预测, 至少有一次向上修正

相对市盈率估值相对于当前股价的百分比要小于等于 100%

最近 5 年每一年的平均市盈率要小于等于 100 【证券导刊】

美国 22 种主流投资策略连载之十一

哈格斯琼姆的巴菲特
选股方法

□ 刘虹俊

漫步华尔街专栏由华尔街资深金融专家刘虹俊先生担纲主持。刘先生现仍在美国华尔街从事资产管理和投资银行业务,刘先生希望通过本专栏将其十几年华尔街成功经验和独到见解与读者共享。近期本专栏将系统地简要地介绍美国 22 种成功的主流投资方法或策略,以飨读者。

引言

股票代表着对一个公司的所有权,每一股份对应拥有公司的一部分资产,并能够获得相应的收益。股东一般不直接参与公司经营活动,而是通过选举董事会来进行经营管理。尽管这是一个众所周知的浅显道理,但由于股票市场每日的交易和波动吸引了大部分投资者的注意力,用股票价格的高低来评估一个公司的成败成为了一种时尚。当市场上乐观或悲观情绪占主导地位的时候,股票价格就会偏离公司的内在价值,但从长远来看,股价是公司内在价值的反映。因此,基础的研究方法就是首先研究公司的业务价值,然后判断当前股价是否提供了一个有吸引力的买点。

长期投资者中的精英

当今世上恐怕没有人比巴菲特更深得价值投资的精髓了。巴菲特通过投资积累了 350 亿美元的财富,并成为福布斯世界富豪榜的第二名。巴菲特

因此成为了大众的焦点,并成为了研究的目标。一些研究者认为,巴菲特的战略是无法被复制的,但是罗伯特·哈格斯琼姆不同意这种观点。哈格斯琼姆写了三本书,专门研究巴菲特投资思想。在他最近的一本书《巴菲特精华:新经济的永恒原则》(2001, John Wiley & Sons 出版)中,哈格斯琼姆认为巴菲特的投资方法是可以复制并为投资者所用的。他通过一系列的提问来展示这种投资方法。这种方法要求:

- 分析公司的业务
- 对每一个购买都要求一个安全边际
- 管理一个由自己高度关注的股票构成的投资组合
- 使自己不受市场情绪或投机气氛的影响

本文的选股方法就是以哈格斯琼

姆的这本最新力作为基础。

巴菲特简介

沃伦·巴菲特 1930 年出生于内布拉斯加州的奥马哈,他的父亲是一个股票经纪人和国会议员。在父亲的股票经纪公司工作期间,巴菲特偶尔读到了本杰明·格雷厄姆的《聪明的投资人》,于是申请了哥伦比亚大学的学习机会并师从格雷厄姆。最终,巴菲特加入了格雷厄姆的投资管理公司,在那里他学到了应用格雷厄姆投资原则的投资方法。

之后,巴菲特回到了奥马哈,并成立了一个从事投资的合伙企业,他们的投资持续战胜市场。在 1969 年解散该企业之后,巴菲特用其在合伙公司赚来的 2500 万美元收购了一个境况不佳的纺织企业——伯克夏·哈撒韦公司。1985 年,巴菲特关闭了该公司的纺织业务,用获得的现金投资其它公司,其中主要是保险公司。由于拥有不断增长的客户保费,保险公司成为了巴菲特有效的投资工具。迄今,伯克夏·哈撒韦成为了广泛投资于保险、报纸、糖果、冰激凌连锁店、真空吸尘器和鞋业的投资控股公司。

选股方法的推导

巴菲特的选股标准是很明确的：

- 简单明了的业务
- 持续的盈利能力
- 较高的权益报酬率
- 轻微的债务
- 优秀的经营团队

· 市值在 50-200 亿之间，在这个范围内市值越大越好

· 回避业务突然变好和存在恶意收购可能的公司

巴菲特提倡投资组合应集中于高度关注的股票且保持低换手率。哈格斯琼姆认为现在想要战胜市场已越来越困难，因为更多投资者受到良好的证券投资教育且经验丰富。因此，欲表现优异就需要集中投资。哈格斯琼姆认为一个投资者不应该投资超过 20 只的股票，且不应该仅仅因为手上有现金就去购买股票。巴菲特声称，只有那些不知道自己到底应该怎么做的投资者才真正需要分散投资。巴菲特称，当你手执球棒时，你不必考虑每个球。

巴菲特认为集中投资的重点在于全面的研究和分析所投资的公司。他认为，投资和投机的区别在于：投机者主要关注的是公司的股价，而投资者则关注于公司的业务状况。巴菲特坚信知识有助于提高投资回报和降低投资风险。这一投资理念源自于飞利浦·费雪，费雪总是试图在进行投资一个公司以前尽可能多的去了解该公司。

保持良好的心态也非常重要，情绪化的操作往往毁掉正确的判断。每个投资者都应该注意自己的心理状态。进行投资有时出现损失是不可避免的，如果您不能控制好情绪，那么您应该选择更为保守的投资风格。

哈格斯琼姆认为巴菲特的投资风格是随着市场的演绎而不断更新的。格雷厄姆教会了巴菲特如何保持独立思考，利用市场因恐惧和贪婪等情绪

产生的价格变化来获利。格雷厄姆提供了利用一系列的数量工具来判断投资是否具有了足够安全边际的方法。而费雪教会了巴菲特如何透过表面数字获得公司业务和管理的实际状况，并使巴菲特明白了多方面揭示公司业务对评估公司业务的价值。费雪还向巴菲特灌输了投资未作全面了解的公司是危险的。巴菲特的副手，查理·芒格帮助巴菲特认识到公司股票的合理价格是受公司的质量和增长潜力所影响的。格雷厄姆所选择的便宜股票中有一部分表现很不好，原因就在于这些股票所代表的公司的业务正在不断恶化，因此，巴菲特的安全边际进化成了比较股价和公司的业务价值，而不是静态的度量数字，如净资产。

买伟大的公司而不是伟大的股票

哈格斯琼姆提出了选股的 12 个基本原则。并不是所有巴菲特购买的股票都符合所有这些原则，投资者应该在总体上把握这些原则以建立一个合理的选股方法。这些选股原则中既有定性的，也有定量的。

巴菲特选股的公司业务标准

1. 公司的业务是否简单易懂？

知识可以提高投资回报和降低投资风险。巴菲特警告说如果仅仅因为表面的理由而购买股票，那么投资者

就有可能一旦发现该公司的不足就将其抛弃。投资者需要了解一个公司的现金流、劳动生产率、产品价格弹性、资本需求程度、收入增长率和成本控制能力。要明白这一切，投资者应该关注自己所熟悉的行业和领域。投资者应该承认和了解自己的不足，这有助于避免犯大的错误。哈格斯琼姆建议不要投资于 10 亿美元市值以下的小公司。

2. 公司业务是否有持续的连续盈利的历史

巴菲特总是避开业务上碰到困难的公司和因过去业务不成功而进行业务转型的公司。业务转型成功的例子并不多，巴菲特认为那些坚持同一产品和服务多年的公司才能获得最好的回报。

本项选股标准主要是定性的，巴菲特要求过去 7 年每年都有正的盈利。

3. 公司业务是否前景不错？

巴菲特把企业分成两种：处于少数的特许经营企业和处于大多数的商品生产企业。巴菲特认为特许经营企业提供的产品和服务是必需的和没有替代商品的，且不受管制。这种公司有着较大的和稳定的业务优势确保自己不被竞争者抢夺市场和利润，并且有着较大的定价灵活性，不用担心因提价而失去市场。较强的特许经营企业甚至在犯了严重错误的情况下仍然能够生存。因此，公司有着持续的优势并形成竞争壁垒。尽管这一选股原则是定性的，但许多财务指标有助于分辨出特许经营公司，如权益报酬率。

4. 管理层的行为是合理的吗？



巴菲特选股的管理能力标准

考察公司时，巴菲特总是要评估管理层是否理性、坦白和具有独立思考能力，他只接受诚实和有能力的人经营的企业。巴菲特喜欢管理者行为合理、能够把股东利益放在第一位的企业，特别是在对待留存利润和进行投资决定等决策方面。哈格斯琼姆认为管理者最重要的行为就是对公司资金的分配。对公司资金的有效投资和再投资最终决定一个公司的成长和其长期价值。这一点在一个成熟的有着剩余资金的企业里表现得尤为重要。一个公司只要能够使投资收益率高于资本成本就应该把剩余资金用于投资，从而会得到持续的高于平均收益的权益报酬率。但是，巴菲特认为，如再投资收益率低于资本成本还继续投资的话就是非理性行为，而许多公司却正是这样做的。许多有着剩余资金而再投资回报率低于平均水平的公司要么不顾问题的存在而试图买到增长，要么把资金分配给股东。巴菲特倾向于用剩余资金去购买强势企业，他也青睐用剩余资金进行回购的企业。股票回购由于增加了需求和每股收益而促使股票价格上涨。许多公司因并购花费过多且并购后的经营整合存在困难而难以买到增长，而巴菲特在购买成功的企业后总是保留原管理层。

5. 管理层对股东是否是坦白的？

巴菲特喜欢能够充分披露经营状况的管理者，包括经营中的成功与失败。他尊敬那些比美国广泛接受的会计原则（GAAP）要求披露得更多的管理者。巴菲特总是在寻找这样的公司：这些公司的财务报表让财务报表的分析者能够通过报表来确定公司的大概价值、公司的偿债能力和公司的经营状况。本项选股标准是一个定性的规则，投资者必须进行认真分析。伯克夏·哈撒韦的财务报告就是符合巴菲特信息披露要求的一个典范。

6. 管理层能够克服从众心理吗？

巴菲特喜欢能够独立思考的管理者。许多管理人员喜欢随大流，他们模仿其它公司经理的行为，不想变得突出而显得很傻。哈格斯琼姆归纳了三种严重影响管理者的因素：

- 许多经理不能控制他们的贪心而采取有害的并购行为；

- 许多经理人员不仅与竞争者比较业务收入、利润和工资收入，而且与其他行业的公司进行攀比；

- 许多经理对自己的能力过于自负。

同行间无意义的模仿往往引起麻烦，对此的察觉可以通过阅读几年来的年报来实现。巴菲特建议投资者在阅读财务报表特别注意管理层关于未来战略的描述，从而获得这些战略如何实施和效果的认识。比较同行业间的这些报告是非常有用的。



巴菲特选股的财务分析标准

7. 重视权益报酬率而不是每股收益
在研究公司财务报表时，巴菲特并不特别看重季度或年度的结果。他认为，应该更注重3-5年的平均水平，从而对公司的财务能力有一个更合理的认识。尽管华尔街一般总是用每股收益来衡量一个公司，但巴菲特喜欢没有过多负债并保持较高权益报酬率的公司。本项选股标准要求过去4个季度和过去三个会计年度中的年权益报酬率均保持15%以上。

一个公司可以通过提高资产周转率和利润率以及扩大财务杠杆来增加权益报酬率。巴菲特并不是反对使用财务杠

杆，但是他反对过度借债。不同的行业合理的负债率是不同的，因此对负债率的要求是低于行业平均水平。

8. 计算所有者收益

巴菲特在衡量公司表现时不仅仅用收益和现金流，而且使用所有者收益。哈格斯琼姆对所有者收益的定义是净收入加上非现金支出的折旧和摊销，然后减去资本性支出和流动资本的增加额。这和减去股息支付后的自由现金流概念相似。在后面对公司进行估值分析中，我们用自由现金流替代了所有者收益。

9. 寻找持续高利润率的公司

巴菲特总是试图寻找没有有效竞争者的公司,或是由于专利或商标品牌等无形资产使得产品与众不同的公司。这些公司总是保持高的利润率。但传统的利润率选股标准总是只关心高利润率行业内的公司。而巴菲特的标准则寻找营业利润率和净利润率高于行业平均的公司。营业利润率关注与产品和服务直接相关的成本,而净利润率则考虑了公司的所有经营活动。接下来应该考虑的就是公司在行业的地位和可能的变化了。

10. 对于公司留存的每1元利润都应确保至少产生1元以上的市场价值。

市场以较差的价格来评价不能高效率使用留存利润的公司。巴菲特认为重视股东权益、长期里有着较好前景的公司会吸引市场的注意,从而有比较高的市场价格。本项选股标准要求过去5年公司的留存利润创造了更大的市场价值。

巴菲特选股的股票估值标准

11. 公司业务价值几何?

即使您找到了一个好的公司,如果不能以合理的价格买入的话,它就不是一个好的投资。

巴菲特使用自由现金流折现模型来估算公司的合理价值,这种方法把未来的自由现金流以一个合理的折现率进行折现并加总。折现率一般是在长期政府债券利率的基础上加上大约3%。这一过程需要细致的、全面的分析,并不容易用简单的设定标准表示出来。

12. 买入股价低估的股票

许多投资者喜欢用简单的指标如市盈率来作为初步的选股标准,而巴菲特则喜欢关注自由现金流,因此,本项选股标准用价格/自由现金流指标来进行衡量。

价格/自由现金流越低越好。但是,一个有着较高成长性的公司应该有着更高的比值。将成长性考虑进来,本项选股标准用价格/自由现金流除以自由现金流的增长率为指标。和所有其它的选股标准项一样,我们选出的是值得我们去进一步研究的公司。



结 论

巴菲特选择好公司的方法主要是基于行业前景和管理层为股东最终创造价值的的能力。然后他在等到股价到达能够提供他所要求的长期收益时买入。

许多投资者在理解巴菲特的投资哲学时并没有什么困难。他的投资方法包含了许多被广泛流传的投资原则。成功的运用这些原则取决于投资者在理解这些原则后的恪守决心。复制巴菲特的投资过程需要投资者花费大量时间、精力对公司的财务报表、年报和其他信息来源进行研究和判断,从而全面的分析公司的业务和管理水平。它需要耐心,等待挑选出来的公司股价跌到合适的水平,并在市场波动时坚守原则。对于愿意花时间和精力来选择股票的投资者,巴菲特的方法提供了一个可行的投资思路。

哈格斯琼姆的巴菲特选股标准

- 市值大于或等于 10 亿美元
- 过去 12 个月 (过去 4 个季度的加总) 和过去七个会计年度的年营业利润均保持正值。
- 当前的权益报酬率高于 15%
- 过去三个会计年度的权益报酬率均高于 15%
- 当前的资产负债率低于行业平均水平
- 当前的营业利润率高于行业平均水平
- 当前的净利润率高于行业平均水平
- 过去 5 年股价波动大于账面价值的波动
- 较低的价格 / 自由现金流比率

美国 22 种主流投资策略连载 ⑫ 十二

漫步华尔街专栏由华尔街资深金融专家刘虹俊先生担纲主持。刘先生现仍在美国华尔街从事资产管理和投资银行业务,刘先生希望通过本专栏将其十几年华尔街成功经验和独到见解与读者共享。近期本专栏将系统地简要地介绍美国 22 种成功的主流投资方法或策略,以飨读者。

彼得·林奇： 投资于你“懂行”的股票

刘虹俊

第一部分： 投资哲理

当前那些著名的投资者中,彼得林奇的名声几乎无人能敌。这不仅仅在于他的投资方式成功通过了实践的检验,而且他坚定的认为,个人投资者在运用他的投资方法时,较华尔街和大户投资者更具独特优势,因为个人投资者不受政府政策及短期行为的影响,其方法运用更加灵活。

林奇在富达基金管理公司总结出了自己的投资原则,并且在管理富达的麦哲伦基金中逐渐享誉盛名。自他1977年开始管理这只基金到1990年退休,该基金一直位居排名最高的股票型基金行列。

林奇的选股切入点严格遵循自下而上的基本面分析,即集中关注投资者自己所熟悉的股票,运用基本分析法以更全面的理解公司行为,这些基础分析包括:充分了解公司本身的经营现状、前景和竞争环境,以及该股票能否以合理价格买入。其基本战略在他最畅销的一本书“*One Up on Wall Street*” [Penguin Books paperback, 1989]里有详尽描述,这本书在

帮助个人投资者理解并运用他的方法上给予诸多指导。他最近的一本书 *Beating the Street* "[Fireside/Simon & Schuster paperback, 1994]则进一步强调了他第一本书的主题,并提供了他在投资中如何选择公司及行业的具体案例。

基本原则：投资于你所熟悉的股票

林奇是善于挖掘“业绩”的投资者。即每只股票的选择都建立在对公司成长前景的良好期望上。这个期望来自于公司的“业绩”——公司计划做什么或者准备做什么,来达到所期望的结果。

对公司越熟悉,就能更好的理解其经营情况和所处的竞争环境,找到一个能够实现好“业绩”公司的机率就越大。因此林奇强烈提倡投资于你所熟悉的、或者其产品和服务你能够理解的公司。林奇表示,在他的投资选择中,他认为“汽车旅馆好过纤维光学”,从而在投资过程中,将你作为一个消费者、业余爱好者以及专业人士的三方面知识很好的平衡结合起来。

林奇不提倡将投资者局限于某一类型的股票。他的“业绩”方式,相反是鼓励投资于那些有多种理由能达到良好预期的公司。通常他倾向于一些小型的、适度快速成长的、定价合理的公司。

投资之前应进行研究。林奇发现许多人买股票只凭借预感或是小道消息,而不做任何研究。通常这一类型的投资者都将

大量时间耗费在寻找市场上谁是最好的咖啡生产商,然后在纸上计算谁的股票价格最便宜。

第二部分： 寻找买点

虽然彼得·林奇选股着重于基本面并毫不留情的剔除弱势公司,他的一些基本原则在筛选判别中还是非常具实用价值的。我们的首次筛选会排除金融类股。彼得·林奇是个标准的金融股迷,而且在《战胜华尔街》这本书中,他提供了一系列银行类股的筛选方法。不过在我们讨论范围内得排除银行股,因为他们的资金运作很难同其它公司做比较。

如何买进？

找到一个好的公司,我们的投资战略还只成功了一半,如何以一个合理的价格买进,是成功的另一半。林奇在评定股票价值时,对公司盈利水平和资产评估两方面都很关注。盈利评估集中于考察企业未来获取收益的能力。期望收益越高,公司价值越大,盈利能力的增强即意味着股票价格的上扬。资产评估在决定一个公司资产重组过程中非常有指导意义。

仔细分析市盈率

公司潜在的盈利能力是决定公司价值的基础。有时候市场预期会比较超前,以至于以过高的预期高估股票价值,而市盈率则能时刻帮你检查股价是否存在泡沫。该指针比较股票现价与新近公布的每股盈利。一般而言,成长性高的股票允许有较高的市盈率,成长性差的股票市盈率就低。

市盈率如何与其历史平均水平纵向比较?通过研究市盈率在很长时期中的表现,我们应该对该指针的正常水平有个基本的判断能力。这方面的知识帮我们回避那些价格被过高估计的股票,或是适时警告我们:是该抛出这些股票的时候了。假设一个公司各方面都让人满意,但如果价格太高,我们还是应该回避。我们下一步的筛选在于目前市盈率低于过去五年平均水平的公司。这个原则相对严格,除了考察公司目前的价值水平,还要求五年的业绩正增长。

市盈率如何与行业平均水平比较。这个比较能帮助我们认识到公司与整个行业相比股票价格上是否被低估,或至少有助于我们发现这只股票的定价是否与众不同?不同的原因是由于公司本身成长性差?还是股票价值被忽略?林奇认为最理想的是能够发现那些被市场忽略的公司——在某个垄断性强且进入壁垒高的行业占有一定份额。然后再从这些筛选结果里找出市盈率低于整个行业平均水平的公司,这才是我们的最终目标。

第三部分：

成长中保持合理价格

选股的最后一个要点,选择市盈率低于公司历史平均水平以及行业一般水平的股票。这一部分我们能看出,彼得·林奇在价值与成长性两者间是怎样找到平衡点的。

比较市盈率与盈利增长率

具有良好成长性的公司市盈率一般较高。一个有效的评估方法就是比较公司市盈率和盈利增长率。市盈率为历史盈利增长率一半被认为是较有吸引力的,而这个比值高于2就不太妙了。

林奇调整了评估方法,除盈利增长率外,他还将股息生息率考虑在内。这个调整认可了股息对投资者所得利润的补偿价值。具体计算方法:用市盈率除以盈利增长率与股息生息率之和。调整后,比率高于1被排除,低于0.5较有吸引力。我们的选股也用到这个指针,以0.5为分界点。

盈利是否稳定持续？

历史盈利水平非常重要。股价不可能脱离盈利水平,所以盈利的增长方式能展示一个公司的稳定性与综合实力。最理想的状态是盈利能够持续的保持增长。在实际操作中我们并不会用到任何盈利稳定性指针,但是我们在筛选时应收集每只股票七年的盈利资料。

回避热门行业的热门公司

林奇倾向投资于非成长行业内盈利适度高度增长(20%—25%)的公司。极度高速的盈利增长率是很难持续的,但公司若能持续性的保持高速增长,则股价上扬就在我们可接受范围内了。高成长水平的公司及行业总会吸引大批投资者和竞争者的目光,前者会一窝蜂的哄抬股价,后者则会时不时的给公司经营环境找些麻烦。我们的目标就是要找出每股盈利增长率不高于50%的公司。

第四部分：

规模对投资有何影响

现在我们集中考察市场资金和机构投资者是否对我们所选股票是否有兴趣。

什么是机构持有水平？

林奇认为好的股票往往处于被华尔街忽视的地位。机构持有率越低，相关分析越少，该股票越值得我们关注。

公司规模多大？

小公司较大公司有更大的成长潜力。小公司更易扩张规模，而大公司扩张很有限。例如像星巴克那样的小公司与通用电气相比，前者规模增加一倍比后者远来的容易。

资产负债表

资产负债表状况？

合理的资产负债表反映了公司是在扩张还是陷入了困境。林奇对于公司的银行负债及其敏感，因为这些负债时刻有被银行收回的风险。小规模的公司与大规模公司相比，很难通过债券市场融资，因此常通过银行贷款。仔细阅读公司的财务报表，尤其是报表中的注释，有助于看出银行贷款的作用。我们最后一步是确定公司总负债与资产比低于行业平均水平。之所以用总负债这个指针，是因为这个资料包括了所有形式的负债，与行业水平相比较则是因为不同行业比率有不同。通常较高资本密集度高和收益相对稳定的行业，负债率也较高。

第五部分： 其他要点

每股净现金

林奇喜欢考察每股净现金水平，看其是否对股票价格有支撑作用，并以此考察公司的财务实力。每股净现金的计算方法：（现金和现金等价物—长期负债）/ 总股本。每股净现金反应了公司背后的资产，并且对那些处于困境的、即将转型或是资本运作的公司都是重要部分。

内部人员是否买这支股票

内部人员买入股票是个有利信号，尤其是这个信号在许多投资者间传播开来。然而内部人员卖出股票可能有很多原因，他们一般在感觉到这是个吸引人的投资时买入。

公司回购股票吗？

林奇尤其欣赏从那些期望进入其它领域的公司回购自己股票的公司。公司进入成熟期，资金流量超过需求时，就会考虑在市场上回购股票。这种回购行为为股票价格形成支撑点，而

且通常发生在公司管理者感觉股票市场价格较低的时候。

股票选择要点

分析应集中于以下影响股票价格的因素

1、寻找市盈率相对盈利增长率和股息生息率来说较低的股票

——市盈率与盈利增长率和股息生息率相比较

2、寻找市盈率较历史水平低的股票

——市盈率与其历史水平相比较

3、寻找市盈率低于行业平均水平的股票

——市盈率与行业平均水平相比较？

4、研究公司的盈利模式，尤其是他们如何应对不景气时期

——盈利是否持续稳定？

5、寻找负债较低的公司，尤其是银行负债

——资产负债表是否良好？

6、每股净现金与股票价格高度相关

——现金运用恰当与否？

7、密切关注盈利增长率高于 50% 的公司

——回避热点行业的热点公司

8、小公司更值得关注，他们有更多的成长空间

——大公司成长缓慢，小公司有更高的成长速度

9、寻找被机构投资者持有率低以及市场跟踪少的股票。

——机构持有水平是多少？

10、内部人购买股票是个有利信号

——有内部人购进股票吗？

——公司是否在市场上回购股票

要点总结

※金融及房地产行业公司排除在外

※公司市盈率水平低于行业中值水平

※市盈率水平低于过去五年平均水平

※市盈率比上五年盈利增长率与五年股息生息率之和（股息调整后的 PEG）小于或等于 0.5%

※五年期间每股盈利增长率低于 50%

※股票的机构持有率低于机构总体持有率的中值水平

※最新一季度的负债与总资产比率低于同期该行业的中值水平。

美国22种主流投资策略连载 之 十三

奥轩尼斯 选股策略

漫步华尔街专栏由华尔街资深金融专家刘虹俊先生担纲主持。刘先生现仍在美国华尔街从事资产管理和投资银行业务,刘先生希望通过本专栏将其十几年华尔街成功经验和独到见解与读者共享。近期本专栏将系统地简要地介绍美国22种成功的主流投资方法或策略,以飨读者。

刘虹俊

第一部分：

导 言

在选择股票时,是选择成长型股票还是价值型股票是长期辩论的话题。当投资者热捧成长股时,价值型股票往往变得更加便宜。你是选择高增长性的股票,还是价值被低估的股票呢?几年前,奥轩尼斯资产管理投资顾问公司主席詹姆斯·奥轩尼斯开始试图通过比较长期成长型与价值型选出的股票的表现来一劳永逸地解决争论。其目的是想证明基于不同选股策略的多种选股标准中,哪一种能够得到最好的投资回报。

他分析的结果于1996年在其著作《华尔街怎样运作:最佳策略投资指南》中首次公布。1997年,奥轩尼斯发布了修订本,将投资策略更加细化,增加了近两年的测试情况,最重要的是,他更改了一种投资策略的选股标准。

在他的书中,奥轩尼斯认为许多投资者的收益率低于市场平均水平,是因为他们没有遵照投资方法来投资,相反他们总是受市场环境的影响,使自己原先的投资计划被打乱。

奥轩尼斯的研究成果,既有单纯的一种方法的运用,同时也包括了价值型与成长型的结合运用。我们选择价值型与成长型的结合来提出本文的选股标准。

选股范围

奥轩尼斯建立了两个基本的股票组合,然后从中挑选对象投资,考察收益与风险的关系。这些股票的股本都很大,股票市值最少也有1.5亿美元。他选择在1994年12月31日市值大于等于1.5亿的股票,考虑到通货膨胀的因素,大约相当于1952年的2670万。在其修订本中,他将数据增加到1996年。1999年奥轩尼斯基金网将市值最低值提高达到1.72亿。当我们运用奥轩尼斯的方法建立投资组合时,选择1.5亿作为选股标准。

1.50亿这个底线去掉了在整个纽约市场|、美国市场、纳斯达克国际市场以及其创业板市场交易的股票中的59%。

大市值标准就是选出的市值大于市场平均水平的股票,通常只有16%的股票能符合这一标准。实证结果表明大市值的风险与收益表现与标准普尔相差无几。1997年12月30日时,市场平均市值为15.97亿美元,到1999年4月30日,平均市值就增加到了20.34亿美元。

奥轩尼斯测试表明小市值或者总市值低于2500万美元的公司在控制住风险的情况下,比其它规模的股票表现都要好,但同时他认为投资这些股票难度非常大。奥轩尼斯将这些股票与大市值的股票做了一个对比,发现这些股票都会有很好的表现,但是同时风险也非常的大。但总体考虑风险与收益,小市值股票仍然表现较好。

第二部分： 价值型与增长型 投资策略的运用

奥轩尼斯将一些价值投资策略分别运用到大市值股票与其它规模市值的股票来做测试。价值型投资策略通过运用市盈率、市净率、市收率及股息收益率寻找出一些不受关注但价格具有吸引力的股票。

奥轩尼斯运用CompuStat 数据库筛选出50只股票组建一个投资组合,投资组合中的股票每年更换一次,且对组合中每一只股票投入相同的资金量。计算时包括分红派息,但交易费用忽略不计。

奥轩尼斯在恰当的时候也关注一些反向指针,比如在运用市盈率选股的时候,在选用和跟踪市盈率最低的50只股票的同时也关注市盈率最高的50只股票。

有趣的区别

市盈率:低市盈率选股法对于大市值的股票来说是最有效的。奥轩尼斯认为由于小公司一般具有较强的成长性,市盈率可能高一点。他认为不顾公司的规模买高市盈率的股票是会铸成大错的。

市净率:在选股时,低市净率不仅适用于大市值的股票,对小市值的股票也是有用的。高市净率与成长性紧密相连的,奥轩尼斯认为股票的市净率高,并不能说明其没有投资价值。

股价与现金流之比:不论是市值大的或是小市值的股票,该指针都适用。该比率高的股票一般都要敬而远之,除非有某些特殊的原因,比如说公司具有高成长性能够避免现金流风险。

市收率:奥轩尼斯发现不论是市值大还是小市值的股票,低市收率都能够带来高回报,而高市收率的股票是不具有投资价值的。

股息率:对于大市值的股票来说,高股息率是非常有效的,但它一点也不适用于小市值的股票。奥轩尼斯提醒投资者应将该指针用于规模大的,历史比较长的透明的公司,而对于一些小公司来说,高股息率往往是衰退的前奏。

奥轩尼斯称价值型选股适用于那些遵循规则而不受市场环境影响的投资者,尤其是那些风险规避型投资者。

成长型投资策略

成长型投资策略指的是寻找出超过平均增长的公司。奥轩尼斯运用的成长型指针包括一年或五年高盈利增长率、高边际利润率、高资产回报率、高相对价格强度。虽然当高成长型股

票得到高回报时,股价会暴涨,特别时在牛市的时候,但是它们也有非常萧条的阶段。从长期来看,回报并不能弥补高风险。但是,高的盈利增长和高的价格强度是例外。

盈利增长率:奥轩尼斯发现投资于盈利增长率1年或者5年增长最快的公司是错误的。他说投资者往往已经给予了这些公司太多预期。另一方面,盈利增长率连续5年增长的公司表现非常好。

价格相对强度:高的价格相对强度预示着公司接下来一年的回报很高。奥轩尼斯发现这个指针对于大小市值的股票都适合,但很容易使投资者不稳定。为什么该指针有这个功能呢?奥轩尼斯认为原因是市场总是将钱投资在需要的地方,反过来,奥轩尼斯建议投资者不要投资于一年来亏损最大的公司,因其很可能继续亏损。

成长型投资策略比较适合小市值的股票,但也不排除用于大市值的股票。虽然大量的增长不一定有高回报,但是持续的收入增长和高的相对价格强度是有效的成长型选股方式。

第三部分： 价值型投资策略的应用

奥轩尼斯的研究表明结合一些因素建立起来的选股方法比依靠单一的指针要好。例如,将市收率与相对价格强度结合起来,比起使用单一的指针,较容易找到风险适度的高回报的股票。价值选股标准可以减少对成长型股票给价太高的机会,而相对价格强度则有助于发现价格走势良好的股票。

奥轩尼斯两种投资策略的基础上创造了一些列组合,并对这些组合的效果进行测试。这两种基础的投资策略是:以大市值股票为主的价值投资策略和面向所有股票的成长型选股策略。

价值投资

奥轩尼斯的测试结果表明,价值型投资方法比较适合于大市值的股票。可能是由于小市值公司没有实力使公司卷土重来,但大市值的公司也有缺陷,相比小市值的公司,它们很少有爆炸式的增长,比较适合于保守型投资。奥轩尼斯建立了大市值股票的选股方法,并试图寻找其它的影响因素使公司的长期表现更加好。

我们可以使用Stock Investor Professional来执行奥轩尼斯的投资策略。大市值被定义为市值超过市场平均水平。Stock Investor数据库中有9000只股票,它们的平均市值为20亿。

其次考虑到足够的流动性,公司的普通股数量应较数据库

中的平均水平更高。

再次每股现金流要超出数据库中的平均水平。

奥轩尼斯还要求入选公司的总销售收入为数据库平均水平的1.5倍以上。

奥轩尼斯同时建议使用股息率建立投资组合。他的测试表明在风险一定的情况下,高股息的大公司表现的较好。最终选择通过前面条件后的50只股息最高的股票,但是排除公共事业类股。

第四部分：

成长型投资策略的应用

除了相对价格强度以外,奥轩尼斯所测试的成长型选股指针不是很管用的。他用来挑选公司的指针有些极端,例如很高的盈利增长率,高利润率,高资产回报率等。通过减少这些极端的条件,而用一些较温和的必要条件来筛选公司,奥轩尼斯是可以建立收益与风险比较合理的投资组合的。

关于选股标准,他在原始著作中强调的是盈利增长的持续性,而修订本中则强调相对价格强度。

成长股是从所有股票中选出,因为小市值的股票增长潜力较大市值要高。从所有股票中的挑选出股票市值大于1.5亿的股票。考虑到通货膨胀,这个数值每年都要调整。

最初,成长型投资策略侧重于盈利增长的持续性,而不是高盈利增长率。盈利增长率连续五年增长太严格了。修订后的版本只要求当年的收入较前一年要高。大概有50%的股票能够通过,相对于前者的只有10%通过限制要宽松很多。

奥轩尼斯设置的具体的条件是:市收率在1.5倍以内,计算公式是当前价格/最近12个月的每股销售收入,市收率是衡量股票价格相对于收入的指针。一般高市收率意味着股票被高估,低市收率则意味着股票被低估。当仅仅用该指针选股时,一般以0.75或者1.0为上限。

奥轩尼斯然后选择了50只去年的价格相对强度较高的股票。相对价格强度是价格因素指针,与市场平均收益相比,高相对价格强度表明获得了较高收益。

第四部分：

投资组合策略

奥轩尼斯认为投资者不能仅仅投资与价值型股票或成长型股票中的一种,而应该两种都投资,因为两者是互补的。合理

的投资组合应该分为两部分,一部分主要是以行业龙头为主的价值型股票,另一部分是持续增长的低市收率和具有高价格动能的股票。投资者应根据自己的风险承受能力调配两者的比例。奥轩尼斯建议风险爱好者将比例控制为1:1的水平,而风险规避者应该加大价值型股票的比重。

奥轩尼斯没有对组合规模和何时卖出股票等细节问题给出建议,但他反对频繁的将表现不好的股票换出,这样会影响组合的收益率。奥轩尼斯强调坚持使用一种相对简单的投资策略的重要性,他认为他自己分析时用的简单的方法对投资者很适用:每年检查一下投资组合,换出其中的不符合当初选股标准的股票,并加入符合选股标准的新股票。

在做学术研究时,投资组合不一定要有相同数量的50只股票,但至少要有16只处于不同行业的股票。因此他认为对于既有价值型又有成长型股票的投资组合来说,至少应该有32只股票。

第五部分：

小 结

奥轩尼斯选股标准是个人投资者非常有用的向导。他坚信,只要坚持原则和避免情绪化操作投资者就有可能战胜市场。他建议投资者看看无为的道教观点:该发生的总会发生的。也就是说找准一种方法,透彻的了解其本质的含义并将其运用到实际操作中,不要怀疑或者改变它。不要轻言放弃,不要自负,也不要将简单的问题复杂化,最重要的是要坚持到底。





美国 22 种主流投资策略连载 ⑭ 十四

股市赢家 选股法

漫步华尔街专栏由华尔街资深金融专家刘虹俊先生担纲主持。刘先生现仍在美国华尔街从事资产管理和投资银行业务，刘先生希望通过本专栏将其十几年华尔街成功经验和独到见解与读者共享。近期本专栏将系统地简要地介绍美国 22 种成功的主流投资方法或策略，以飨读者。

□ 刘虹俊

第 1 部分：

适用原则

AAll 期刊发表 Marc Reinganum 的“股市赢家的特征”一文已经十年，这篇文章总结了市场上优势股票的普遍特点。如果这类总结与股市长期获利之间真正存在某种关联的话，那就是非常有价值的。

这篇文章考察了 William O'Neil & Co. 在“股市的最大赢家：1970-1983”一文中确认的 222 只表现良好的股票。它的目的在于总结这些股票在超凡表现之前所具有的共同特征。共有九条基本法则

可以概括这些股票的致胜宝典：

- ☆ 市净率小于 1.00
- ☆ 季度盈利加速增长
- ☆ 五年增长率为正
- ☆ 税前利润率为正
- ☆ 相对强度等级至少为 70
- ☆ 当前季度股票的相对强度排名高于上季度
- ☆ 股票价格不低于过去两年内最高价的 85%
- ☆ 总股本低于 2 亿。

运用这些规则或选股标准获取股票的回报远高于市场平均水平。同时这类筛选出来的股票风险也高于市场水平，

但这多出来的风险并不是这些股票高回报的原因。

由于这些交易法则是从某一个具体时点和某一类具体的股票群中总结出来的，我们在实际应用它们的时候可能会遇到困难。所以这个月我们将具体阐述这些法则，并谈谈它们在实际股票市场中的运用。

第 2 部分：

股票价值

我们现在来逐条检验这些法则，第一条，在回高报率的基础上，要求市净率小于 1.00。有许多研究表明，购买被市场忽视的股票往往会获利，我们的第一条规则与这些研究观点正好不谋而合。虽然市场长期能比较好的反映出股票的真实价值，但在短期内它可能对信息反映过度，从而使得价格偏离实际价值。而对于市净率，市盈率，股息率指针的研究，则有助于我们判断股票价值是否被低估。

市净率指针用股票实际的市场价格比上账面价值表示。账面价值用总资产减去总负债再除以总股本计算，它反映出公司历史上会计账务的净资产状况，如果账面能正确反映公司价值，那么以接近账面价值水平的价格卖出的股票就能够被接受。一个公司的发展进程中，许多事件可能扭曲其账面价值。例如通货膨胀可能使资本货物的替代成本远高于实际的账面价值，或者在购买一个公司时产生过于良好的预期，这些都属于无形资产，往往会抬高账面价值。有些机构在评判账面价值时会趋于保守，将诸如专利权、版权、商标权和良好预期的无形资产忽略不计，当然这样的审计结果与包含无形资产的结果有一定偏离。所以在我们挑选低市净率股票时，行业的会计准则也要考虑在内。

我们第一个原则挑选市净率低于 1.5 的股票。这个水平略高于最初确定的标准，这样选择股票时就会有更多公司进入我们的考虑行列。股票价值水平随时

会波动,经常从熊市低谷直冲牛市高点。处于熊市低谷时,很多市净率低于1的股票都被抛售。然而在牛市后期,除了陷入困境的公司外,几乎没有股票会以低于账面价值的价格被卖掉。

第3部分:

增长潜力

低市净率在寻找被忽视的公司时非常有效,但接下来,我们还需要判断股票在市场变换时是否保持稳定。每股盈利的季度增长率平均在46%左右,且有递增之势,是我们下一个标准。盈利的加速增长非常有吸引力,也许是公司业绩即将好转的信号之一。

但我们单考虑季度盈利水平还太粗略,因为每股盈利的季节周期差异被忽略了。更有效的方法是与去年同季度的盈利水平相比——如:今年第二季度与去年第二季度相比较。许多公司的生产销售都有季节周期性。相同季度的比较能够将季节的周期性变化都考虑在内。

在我们的筛选中,最近连续两个季度的盈利应该分别高于去年的同期水平。

为突出季度盈利或其增长率的因素,我们下一个标准是:本季度较去年同期的增长水平高于上季度的同期增长水平。

第4部分:

最低要求

为进一步证实公司经营状况是否转变,接下来的两个准则很有用,它们说明了公司基本状况的最低水平。

第一个规则要求每股盈利五年中呈现正增长。在最初的研究中,五年增长率的计算以近五年的季度资料为基础计算。我们现在的筛选标准中的增长率为公司的年度资料,年度资料对于年度内的变化表现没有季度资料那样迅速。我们的筛选要求每股盈利五年的连续运作中保持正的增长。

筛选的第二个规则要求税前利润率

为正。税前利润率用销售收入减去产品成本、经营费用、利息费用和折旧的结果除以销售收入表示。但是我们的方法中用营业利润率替代税前利润率。因为营业利润率较税前利润率宽松,但是在运用中的基本效用是一致的。在实施我们的选股战略时,适当的放松条件是有必要的。单独要求盈利增长率五年正增长或正的税前利润都不算严格的条件。然而这些标准有助于我们剔除业绩恢复缓慢的弱小公司。值得注意的是,物价上涨时,利润率等基础指针往往会得到大幅提升,如果选股时要求太高的利润率标准,则相当于丧失了获得物价上涨时大幅提升业绩的好处。

流通股本

这个标准关注公司的股本,通常是流通股数目。研究表明,90%的公司在股票价格上涨前流通股通常低于2千万。其中间水平为570万,而在两年后这些数目会翻一番。这显示很多公司在他们股价上升的时候进行配送股。

有些投资者要求流通股数量低于某一水平,这样利好信息反映在有限的流通数量上时,每股的价格上涨会反映更加明显。

第5部分:

价格要素

以下的选股标准帮我们找出那些价格已萌发上升态势的股票。选股时运用单纯的逆向选股规则要有耐心。因为市场正确反映公司价值需要时间检验。这

个研究表示,技术指针如相对强度的提升、股价接近新高,很可能预示股票价格会上涨。

研究中,加权的相对强度排名是主要的价格动力指针。在权重衡量过程中,我们给予最近一季度的价格异动40%的权重,其余前三季度各20%的权重。通过这个百分比的排名,所有股票的加权的股价异动和相对位置都展现在我们面前。价格相对强度排名前10%的股票,其价格变动水平好过90%的公司。

研究显示,这些优势股票在它们主要的几次价格表现之前,都具有70%或以上的价格相对强度。Stock Investor中的选股用的是较简单的,无权重的相对强度筛选方法。

研究也显示,如果相对强度排名较前一季度有所提高,那就最好不过了。不过这个标准并不用于筛选我们的资料,我们仅将它作为一个参考指针,在我们选股过程完成后再回过头给予检验。

其余基于价格的选股标准中,还要求股票价格不低于过去两年内最高价的15%,这个法则是进一步强调了价格强度这个准则。

结论

像这样考察过去市场上的优势股票的特征可能会很有趣。但是运用所有这些法则又可能会对目前的股票选择限制过大。我们的筛选也能运用一些相对立的标准。比如,低市净率股票的盈利和股价动能均较差。然而,这个方法与那些试图发现被忽略的、但处于基本面或技术面拐点的股票的方法相比较,孰优孰劣还很难说。

选股标准

- ☆市净率小于或等于1.5
- ☆前两个财政季度(Q1 and Q2)每股盈利高于上一年同期(Q5 and Q6)水平
- ☆最近一季度较上一年(Q5 to Q1)的同比增长率高于前一季度较上一年(Q6 to Q2)的同比增长率。
- ☆过去五年每股赢利的增长率大于零
- ☆过去四个季度加权相对强度排名在前30% (百分比排名大于或等于70%)
- ☆过去12个月税前利润率大于零
- ☆股票价格不低于过去两年内最高价的85%
- ☆上一财政季度流通股数低于2亿

美国 22 种主流投资策略连载 ⑮ 十五

小市值股票傻瓜 8 法

漫步华尔街专栏由华尔街资深金融专家刘虹俊先生担纲主持。刘先生现仍在美国华尔街从事资产管理和投资银行业务，刘先生希望通过本专栏将其十几年华尔街成功经验和独到见解与读者共享。近期本专栏将系统地简要地介绍美国 22 种成功的主流投资方法或策略，以飨读者。

□ 刘虹俊

一、引言

小市值公司总是能吸引投资者的目光，因为不断有小市值股票成长为蓝筹股，但在市场上众多的小企业中，发现最有前景的公司并不是简单的事情。

首先，我们应对众多小市值股票进行筛选，找出值得深入研究的公司。如何筛选小市值公司呢？

一个方法就是由 David and Tom Gardner 归纳的傻瓜八法。这个方法寻找盈利能力强、成长速度快以及价格便宜的公司。

小企业的吸引力在于他们具有成长为大企业的潜力，它们的股价也相应上升，但是，其中蕴藏的风险使许多个人投资者却步。

小市值公司也不受金融媒体或分析师的关注，然而，傻瓜八法战略部分基于一个前提，即缺少关注和兴趣，反而预示着存在未知的、颇具吸引力的投资机会的可能。

傻瓜八法的筛选条件

傻瓜 8 法注重公司有增长潜力的股票，其选择条件基于市场和业务方面的相关因素。基于业务方面的四个条件包括：

- * 盈利和销售收入增长率至少达 25%；
- * 净利润率至少达 7%；
- * 经营性现金流为正；

- * 内部人控股至少在 10% 以上。另外三个条件与市场相关：
- * 每日交易量在 100-2500 万美元之间；
- * 每股价格至少在 7 美元以上；
- * 价格表现至少强于 90% 以上的股票。

最后傻瓜 8 法认为此公司的年均销售额至少在 5 亿元以上，这作为衡量公司的规模因素。

小公司

分析公司规模大小的最普通的方法是市值大小，即当时的每股价格乘以股份数量。

但是对傻瓜八法来说，小公司是指那些年均销售额为 5 亿元甚至更少的公司，这种定义不仅将小企业与大企业区分开来，而且引导投资者的注意力到购买公

司本身而不是股票。由于销售额是特定的经营指标,这个定义将剔除传统的高销售额、低边际利润的行业,如百货业。

增长率

关注小公司的一个好处是它们拥有较大发展潜力、更快的发展速度。对企业来说,在一定时候很容易迅速增加盈利和销售收入,但一旦规模达到一定程度,没有公司能够长久维持高速度发展。

傻瓜八法寻找那些每年销售收入和净利润连续增长25%以上的公司,剔除非经常性项目及不连续经营的公司。这种方法有利于寻找到高质量的小公司。

当运用增长率作为筛选条件之一时,完成筛选后需要检查原始数据。如果基数几近于零,每股盈利的增长率将会非常高,另一个需要考虑的是历史数据是否能持续。

二、净利润率、现金流和流动性

销售净利润率

销售净利润率是傻瓜八法的最关键条件,表明管理层如何将销售额变成对股东的回报,计算公式是由净利润除以同期销售收入。这里的筛选条件是选择那些在近12个月内销售净利率至少在7%以上的公司。由于销售净利润率因行业不同而不同,通常还需要与同类公司作比较。

现金流

另一个筛选方法是现金流,特别是营运现金流,要求此数据为正。

营运现金流是建立在现金流量表的基础之上的,包括对净利润的调节,如加上非现金支出(折旧、摊销等),运营资本

项目的变动(应付账款、应收账款、存货)。对于迅速扩张的小公司来说,他们控制运营资本项目的的能力通常决定能否生存下去。为了保证小公司不断成长,他们要求寻找存货融资途径以及加速应收账款的周转。

低流动性

投资小公司的一个风险是他们的股票流动性不强,每日交易额少,股价的价差大。如果某人拥有一个流动性很差的小公司股票打算出售时,通常不得不折价出售以吸引买者。普通的避免差流动性的筛选策略包括确定交易额的最低水平。

另一方面,傻瓜八法积极寻找那些相对流动性较差的小市值股票。这样是使投资者更多关注公司本身。既然流动性不好,投资者犯错误的成本很高,那么在分析过程中就需要更我的谨慎和专业。最后,正由于在市场行情不好的时候很难出售流动性差的股票,投资者必须有长期投资的准备。

傻瓜八法要求日均交易额在100-2500万之间。

三、内部人持股和股价表现

内部人持股

傻瓜八法要求内部人持股至少为10%,这是为了投资者判断内部持股人与外部股票持有者的利益一致。

一般来说,公司有内部人持股甚于无。有谁能比公司的管理者更了解公司前景以及如何影响未来股价呢?在新产品、竞争、市场环境方面,管理者有更多知情权。

1934年的证券将内部人定义为公众公司的董事、拥有10%或更多股份的个人

及实体。因此内部人的范围甚广,包括大股东、董事及管理人员。而在此,内部人是指管理层、董事以及那些在股东签署的委托书上公布的持股5%以上的受益者。

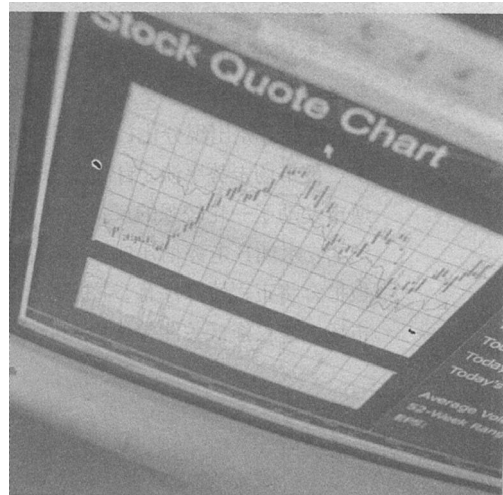
价格表现

虽然傻瓜八法寻找富有吸引力的小公司,但这种方法并不想要那些股价极其低廉的公司。通常排斥所谓的“便士股票”,即那些在5美元以下的股票。这些公司一般财务不透明,而且股价受操纵。另外,那些场外交易的公司股票也被排除在外。

傻瓜八法要求公司股价至少在7元以上,因为这在某种程度上表示了公司的基本状况。相对股价表现亦如此。股价表现强于大盘表明市场开始认识到公司的价值,傻瓜八法亦要求公司的股价表现在过去52周强于90%以上的公司。

四、结论

以上方法能够有效的选出有潜力的投资候选者。当然,以上方法选出的股票只是候选对象,并不是最终的可买入股票。最终的决定权在于投资者自身,一定要注意买小股票的风险远高于大市值的股票。



美国 22 种主流投资策略连载 之 16

欧内尔 CAN SLIM 法

漫步华尔街专栏由华尔街资深金融专家刘虹俊先生担纲主持。刘先生现仍在美国华尔街从事资产管理和投资银行业务，刘先生希望通过本专栏将其十几年来华尔街成功经验和独到见解与读者共享。近期本专栏将系统地简要地介绍美国 22 种成功的主流投资方法或策略，以飨读者。

□ 刘虹俊

1 导言

基于公司基本面的投资方法通常分为价值型投资或成长型投资策略这些方法，但并不是所有的方法都适合这种分类。

威廉姆·欧内尔设计了一个有意思的投资方法，即把基本面和技术面结合起来。

欧内尔的职业生涯开始于华尔街，并最终成立了自己的投资研究公司 --- 威廉姆·欧内尔 公司，该公司主要发行《每日数据》（一种每日提供数据的服务）和《投资者商务日报》（一种财经日报），后者是1983年开始的，由欧内尔创立，旨在提供比当前的财经报纸 更多的投资信息。到目前为止，《投资者商务日报》已经涵盖了根据他自己的投资方法所需的每日股价表上的所有信息。

欧内尔在《无论牛市、熊市，始终笑傲股市》（由 McGraw-Hill 出版）一书中讨论了他的方法。目前该书已是第二版。本文给出的选股方法内容主要源自该书。

C-A-N-S-L-I-M 哲学

威廉姆·欧内尔深信由于自由和无

处不在的机会而带来美国长期持续的经济增长,使得美国成为了世界范围内的“成功典范”和高增长、有创造性的企业家公司的领导者。他认为,投资股票的最终目的是参与到长期增长中来。

由于在他思想中有了这些最基本的观点,欧内尔开始研究那些在主要交易所交易的所有股票,包括纳斯达克,但是他更偏好小公司股票,因为大多数的发明和新产品都来自于小的和中等规模的公司。他的方法可以被恰如其分的描述为成长性股票寻找法,即用以求那些由于有利的公司和行业的基本面因素而股价将获得提升的公司,如由于新产品和服务的开发而带来收入不断增长的公司,以及关于股票价格趋势和供求方面存在有利技术因素的公司。在他的书中,欧内尔认为他的投资方法来源于对40年市场数据的分析,通过这些数据去考察那些涨幅最大的股票,然后寻找这些成功股票的共同点,发现这些股票都包含了两方面的基本因素:内在的就是公司和行业的本质,而技术因素则用于发现股票的价格模式。

他最终提出的方法用归纳起来就是:C-A-N-S-L-I-M,这种方法被认为是用于帮助投资者记得那些成功股票的7个基本因素。

2 C = 当季每股收益: 对一支股票来说, C 值越高越好

本周我们开始使用C-A-N-S-L-I-M这种股票筛选法,该方法集中在有收益增长记录且仍处于盈利增长阶段的公司。欧内尔的这种研究成功股票的做法突出了股票的每季EPS而不是他们的显著的价格增长。

当筛选每季盈利增长时,最重要的就是比较它的本季度数据和上一年的同期数据,例如,今年第二季度同去年的第二季度相比。许多公司都有季节性的盈

利模式,比较这些相似的季度也应被考虑进去。

另一点要注意的就是那些由于基数很小而产生的无意义百分比增长数据。例如,从1美分到10美分的增长可产生900%的增长。虽然可以通过建立筛选标准来排除那些盈利只有几美分的公司,但通过考察原始数据来决定公司的选择与否可能会更加合适。这需要你衡量收益及其他因素如销售收入和现金流变化的整个趋势和稳定性。

欧内尔建议与一年前的相同季度进行对比,寻找每季度至少有18-20%增长的股票,当考察百分比变化时,不仅要注意考察那些由于异常的小基数变化造成的扭曲的百分比变化数据,而且考察计算中的任何数据为负的数据也同样重要。符号的变化,如从负到正的变化,需要特别的考虑,因为它可能会导致筛选结果的错误。在制定增长率标准时,你会发现制定一些辅助标准来帮助确认结果的正确性是很有用的。在C-A-N-S-L-I-M中,当季的正收益能够使当季的增长率计算显得更有意义。

在处理收益时,如何处理特别收益是很重要的。与那些没有特别事件发生的公司相比,一次性的事件可能歪曲目前收益的趋势,并且使公司的业绩看起来更好或更差。欧内尔建议从分析中排除那些非经常性的因素。使用我们的筛选方法,我们只考察连续经营活动产生的收益。

这样,最初的两个筛选标准就是:

- 1、季度同比增长率大于或等于20%,
- 2、来自于连续经营活动的当期每股收益为正。

除了寻找季度盈利增长较强的股票外,欧内尔也喜欢看增长率的增加,季度每股收益持续的增长率在C-A-N-S-L-I-M法中也是非常重要的,以致欧内尔警告股东考虑卖掉那些连续两季增长率较低的那些公司的股票。我们的下一个筛选标准时最近一个季度的同比增长率高于去年同期的季度同比增长率。原

则上,与过去12个月相比,当季的同比增长率应好于12月前所处境度的同比增长率。

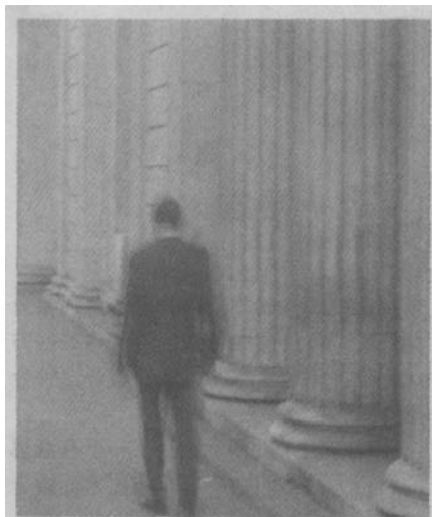
作为季度收益标准的补充,欧内尔建议考察整个行业概貌然后选定一只表现突出的股票,因为一个有着坚实基础的行业必然会有大批优良公司出现。

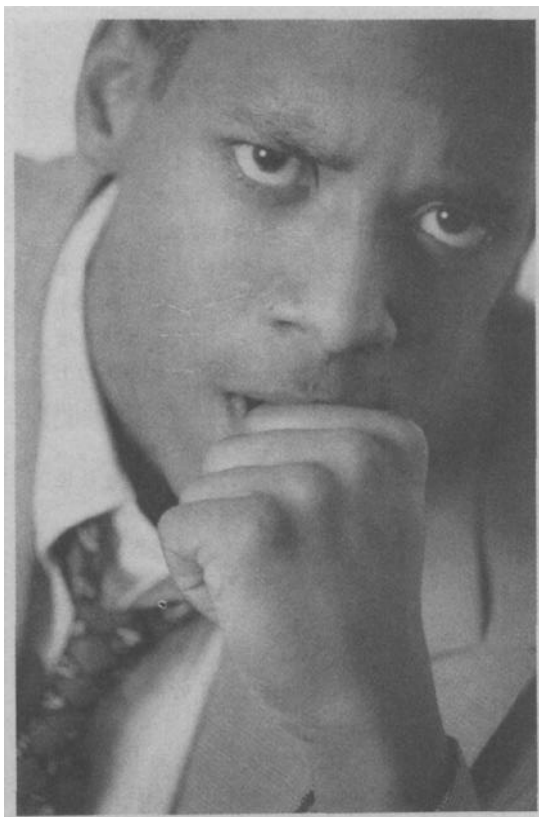
A= 每股收益年度增长率: 寻找每股收益真正增长的潜力股

在欧内尔的研究中,发现表现优异的股票除了好的现金收益外,通常都有稳定且优异的年度收入。C-A-N-S-L-I-M法总是试图找出领导当前市场周期的优秀公司。

欧内尔所采用的年度收益增长筛选标准是最近5年的每股收益增长情况。在应用这种分析方法时,我们特别强调来自于持续经营活动中每年的每股收益都要高于上一年。为了防止任何最近的一些相反趋势,最近12个月的收入应该大于或等于上一个会计年度的收入这一标准也被包含进去了。事实证明,这个标准是最为严格的独立的筛选标准。

欧内尔也建议寻找那些在过去5年内有25%至50%的年增长率的股票,在欧内尔的研究中,那些成功公司都有一个平均21%的年增长率。在《股票投资者》杂志中,欧内尔强调在过去5年中,从持





续性经营活动中产生的年度收益增长率至少有25%。当独立采用这一标准时，它在实践中被证明是第二严格的限制性标准。

3 N = 新产品、新管理、 股价创新高： 合适的买入时机

现在我们的筛选标准将集中在股票的供给和可能推动股价增长的因素上。

欧内尔认为股票需要一个催化剂来实现股价的提升。在他对那些成功股票的研究中，他发现95%的成功股票都有一些来自基本面的火花来推动公司股价上涨。这种催化剂可能是一种新产品、新服务，或是一段时期的黯淡无光的业绩之后的新的管理团队甚至是公司行业结构的改变，如一种新的技术等。

这些都是些定性的因素，很难用简

单的筛选标准选出。在对公司进行最初的筛选后，再来研究这些公司，看看是否有催化剂存在是可能的。

欧内尔强调的第二个方面就是投资者应该追随那些股价表现出了强劲上升趋势的股票，欧内尔认为那些通常看起来高估了的且风险很大的股票的股价甚至会走得更高。而那些看起来很便宜的股票则会进一步走低。那些股价创新高并伴随着巨额成交量的往往会有较好的表现，那些股价经历了一段时期的修正和巩固之后的创新高的股票特别有意思。欧内尔认为明智的投资者应该远在一只股票股价创新低以前就已卖掉了该股票。

欧内尔的报纸，《投资者商务日报》聚焦在那些创了52周新高的股票上，这也是我们建立的筛选标准之一。独立的

使用这种标准去筛选，可能会有三分之一的公司通过。通过了的公司数目会随着市场周期的变动而变化，一般在强劲的市场扩张期会有更多的公司通过，而在熊市的早期通过的公司数额会少很多。

S = 供给和需求：小股本加需求量大

当催化剂开始推动公司的股价上升时，那些业绩优良的小盘股往往会比绩优的大盘股表现更加优异。在对那些成功股票的研究中，欧内尔发现95%的成功股票的股本少于0.25亿，中值是0.046亿。

在Marc Reinganum 1989年9月在AAII杂志上发表的对成功股票的独立研究中，得出了类似的结论，并在0.2亿股的地方建立了取舍点。Reinganum对股价大幅上升前的一些股票的共同特征进行研究，发现中值是0.057亿股，这一数字是两年前的两倍。这表明在股价大幅

上涨后，公司可能进行了拆股。

欧内尔建议投资者考虑当前股票的流通股，流通股指的是发行在外的股票减去管理者手中持有的股票，即被公众持有的股票。这样我们就建立了一种筛选标准，即流通股少于0.2亿。当单独考察时，这一标准被认为是最不严格的标准。《股票投资者》庞大的数据库包含了许多小股本及发行在外的股票数有限的股票。

欧内尔认为股票的回购会减少公司的公众流通股，这是好事，因为它减少了公司股票的供给而提高了每股收益。

4 L = 龙头股还是落后股： 你选择哪种股票？

威廉姆·欧内尔的C-A-N-S-L-I-M法是一种有用的用以识别小的快速成长公司的技巧。欧内尔不象有耐心的价值投资者——寻找无序的公司然后等待市场验证自己的观点。相反，他更喜欢那些快速增长的公司，这些公司通常都是正在快速扩张的行业里的龙头企业。欧内尔提倡买这种行业中名列前茅的公司，因为你会得到高额的投资回报率。

在确认了强势行业后，欧内尔警告投资者要避免购买那些看似与市场领先者相似但用PE比率衡量显得更为便宜而价格表现较差的股票，这些股票通常会继续下跌，而市场的领导者会继续他们的强势。

欧内尔建议用相对强度指标来确认市场领导者，相对强度指标比较了一支股票相对整个市场的表现，代表了股价表现相对于整个市场的程度。

通常用相对强度指标和在所有股票中的百分比排名来显示公司与其它公司相比的相对位置。《投资者周刊》显示了这一百分比排名，欧内尔建议寻找那些百分比排名占前30%的股票。

如果你期望这种筛选市场领导者的

方法更严格，欧内尔建议只考虑那些相对强度排在前 10-20% 位置的股票。

当监控你的组合时，欧内尔建议卖光表现差的股票，并持有表现优良的股票更长时间。你应该试着避免让你的自负主导你的行为，最好是在出大问题前，早点识别所犯错误。

I = 机构投资者：必不可少

欧内尔不赞成购买股本小但无机构投资者的低价股，因为那些股票差的流动性差且往往具有低等级的评级。

欧内尔认为股票往往需要一些机构投资者的发动来获得优于市场的表现，3-10个机构投资者被认为是合理的最小数额。这个数目指的是持有股票的机构所有者，而不是那些跟踪并提供业绩预测的机构分析者。

除了关注机构投资者的最小数目外，欧内尔还建议投资者关注这些机构的过去表现。由于共同基金完整的信息发布，分析优秀共同基金的主要持股为投资者提供了一个选股的较好来源。

“股票投资者”中报告了机构投资者持有股票的百分比和机构投资者的数目。我们建立的这个筛选方法也是要寻找至少有5个机构投资者持有的股票。

分辨股票是否被机构投资者过多持有是很困难的。欧内尔指出，股票需要有机构投资者持有，但过多的被持有后你再买入就太迟了。

M = 市场走向：如何决定？

C-A-N-S-L-I-M 法的最后一个方面在于对整个市场方向的把握。虽然这不会对具体股票的选择有什么影响，但是整个市场的走势会对你的组合产生巨大的影响。当判断整个市场的走向时，欧内尔主要依靠技术方法。任何好的技术分析节目或者投资者周刊或者华尔街日报都会给你提供了解整个市场走势的必需工具。

欧内尔发现与整个趋势相抗衡是很

困难的，这样知道你是处于牛市还是熊市就显得很重要了。在选择股票时，了解并跟随市场上的大多数人的做法就很重要。当市场达到了最高点并开始反转时，欧内尔建议试着把组合中的 25% 转换为现金。反应要迅速，特别是你买入的股票已经获利时。

如果在仔细的分析后，你所购买的最后 4、5 只股票并未获利，它可能是发出了整个市场负反转的信号。

其他判断市场见顶的因素包括成交量放大但股价不涨和股市主要指标出现偏离。在市场顶峰时，你通常会发现以前在市场上表现出众的股票开始变得风雨飘摇，而质量差的股票出现在最活跃股票的名单上。

欧内尔警告说，市场往往是缓慢的呈现衰退之势的。

作为市场走势有用的判断指标，欧内尔建议关注联邦储备局的行为，贴现率的不断调高通常是经济和市场下滑的先驱。

5 结论：

C-A-N-S-L-I-M 法对那些积极寻找成长型股票的投资者具有很大的吸引力，这种方法是特别的，在分析被这种方法选出的公司和判断市场走势时，也还强调了投资的艺术性。

【筛选标准】

◎ 最近一个会计季度连续经营活动产生的每股收益较上一年同比有不少于 20% 的增长。

◎ 从连续性经营活动中产生的最近一个会计季度 (Q1) 和上年的相同季度 (Q5) 相比的每股收益增长率要大于最近一个会计季度的上一季度 (Q2) 同上的相同季度 (Q6) 相比较的收益增长率。

◎ 从最近的两个季度连续经营活动中产生的每股收益为正。

◎ 最近 12 个月从连续经营活动中产生的每股收益大于或者等于最近一个会计年度的每股收益。

◎ 从连续经营活动中产生的每股收益在最近 5 年的年增长率要大于或等于 25%

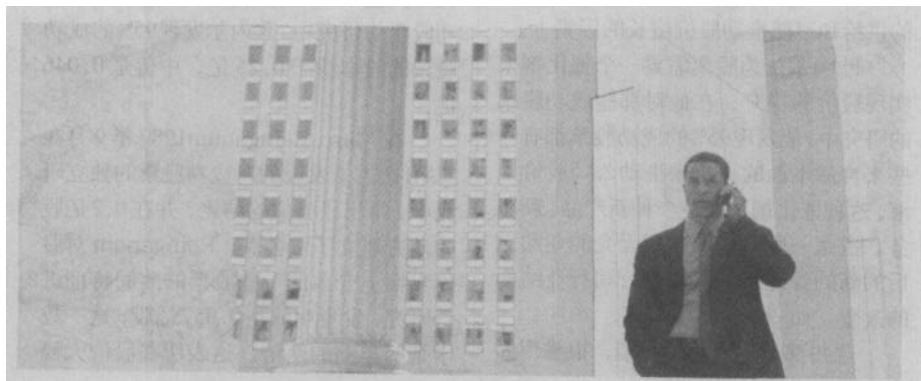
◎ 从连续经营活动中产生的每股收益在过去的 5 个会计年度中每年都有增长，且现在较过去 12 个月前也有增长。

◎ 当前的股价不低于 52 周最高价的 90%。

◎ 公众持有的股票份数（流通股）要少于 2 亿股

◎ 52 周的相对价格强度在整个数据库中要排名在前 30% 以内（即百分比排名要大于 70）

◎ 最少有 5 个机构投资者持有



美国 22 种主流投资策略连载之 17

股东权益回报率

漫步华尔街专栏由华尔街资深金融专家刘虹俊先生担纲主持。刘先生现仍在美国华尔街从事资产管理和投资银行业务,刘先生希望通过本专栏将其十几年华尔街成功经验和独到见解与读者共享。近期本专栏将系统地简要地介绍美国 22 种成功的主流投资方法或策略,以飨读者。

□ 刘虹俊

1 寻找高权益回报率

权益回报率是一个广泛用于衡量公司盈利能力和管理绩效的指标。该指标由公司的年利润除以股东权益得到。它把公司产生的利润、股东的投入以及留存在公司内的收益联系在了一起。股东权益等于公司总资产减去所有的负债。它也被称作股票所有者权益、所有者权益,甚至就仅称作权益,它代表了投资者在公司中的所有者利益。在资产负债表中,它是优先股、普通股和留存收益的总和。

权益回报率显示了股东在公司内的投资获得的收益。3 亿的股东权益创造了每年 1 亿的净收入是很不错的 ($1/3=0.3$ 或者 30%)。但是每年 1 亿的净收入对于 30 亿的股东权益来说就很可怜了 ($1/30=0.03$ 或者 3%)。一般来说,权益回报率越高越好。权益报酬率大于 15% 是好的,而大于 20% 可以被认为是优异的。把权益回报率和行业范围内的平均数进行比较是很重要的,因为这样可以得到一个对公司认识比较真实的有意义的比率。

在 AAll.com 中,权益回报率是其中众多筛选标准中的一个。Michael Murphy,, California Technology Stock Letter (800/998-2875; www.ctsl.com) 的编辑,要求一个公司的权益报酬率的最低限度为 15%,以此作为衡量一家公司

去融入长期资本能力的内在必要条件。Murphy认为这个要求对资本密集型行业来说是非常重要的,如半导体生产。假定没有分红支出,权益回报率等于长期稳定增长率,较快的增长率必须有额外的债务和权益来满足,假定增加的权益稀释了已经存在的所有者利益,那么他们股票的每股价值变少了。Murphy因此偏好那些权益回报率较高从而能够保证公司保持一定的成长率的公司。

当一家公司能够获取超出平均的权益回报率时,巴菲特认为这是一个积极的正面信号。巴菲特认为一项成功的股票投资首先取决于公司的基本业务,即公司业务能够具有持续产生不断增长的收益的能力。巴菲特用股东权益回报率来考察一家公司的管理水平。巴菲特认为管理层要么能够使新投资获得更高回报,要么就应该将公司资金进行股票回购。如果公司利润的再投资方向正确,利润将会随着时间增加,股价估值也会增加以反映公司价值的增加。巴菲特选股模型寻找当前平均权益回报率大于12%的公司。

对投资者来说,关键的问题是股东权益回报能否转换成一种有用的预测股价变动趋势的工具。股东权益回报可能可以帮助投资者揭示获利的公司,但华尔街是否会给这些公司的股价以回报呢?我们认为以高权益回报为主建立选股模型,同时不断评估模型的表现是一件很有意思的事情。

2

定义权益报酬率

股东权益回报率揭示了股东在公司投资收益的多少,它被简单地描述成净利润除以普通股东权益,但是股东权益也可以分成以下几个组成部分:净利润率、资产周转率和财务杠杆。

$ROE = \text{净利润率} \times \text{资产周转率} \times \text{财务杠杆}$

$ROE = \text{净利润} / \text{销售收入} \times \text{销售收入} / \text{总资产} \times \text{总资产} / \text{普通股东权益}$

我们很容易看出为什么这些是权益回报的组成部分。净利润率,即净利润/销售收入,反映了一家公司在获得一美元销售收入时在运营、行政管理、财务管理和税收管理方面的效率,净利润率越大越稳定,则表明公司取得的利润也越大越多。

资产周转率,即销售收入/总资产,揭示了利用资产去达到一定销售规模的效率,不合理的配置或者过剩的资产都会导致低的资产收益率,这也会相应地



会反映在股东权益回报和盈利能力上。

把利润率和资产周转率相乘就得到了资产报酬率。一个公司可以通过提高利润率或者以资产周转率来衡量的运营效率来增加它的资产回报率,从而提高股东权益回报率。利润可以通过降低销售费用来改善。资产周转率则可以通过在给定的资产水平基础上出售更多的货物来获得。这就是公司总是试图剥离那些不能产生与之价值相对应或者产生的销售收入逐渐减少的资产的原因。当考察利润率或者资产周转率时,考虑行业的趋势并比较公司在该行业中的表现是很重要的。例如,一家超市连锁店的利润率是逐渐走低的,但高的周转率可以起

到弥补作用。

财务杠杆是权益回报率这个公式中最后的一个因素。财务杠杆,即总资产除以普通股东权益,反映了公司是通过债务还是与之相反的权益来完成融资的。财务杠杆越大,公司的财务风险也就越大,但同时股东权益回报也越大,如果权益相对债务而言较小,那么在公司盈利的前提下,产生的利润将导致高的股东回报率。在衰退时期,高财务风险公司不能产生足够的现金流来支付利息。无论在好的年成还是差的年成,债务都扩大了这种利润对权益回报率的影响。当资产回报率和权益回报率之间出现较大的差异时,投资者就应该认真的考察一下流动比率和财务风险比率了。一般,一家理想的公司会通过低风险、低财务杠杆的情形下,有效的利用资产来保持一种高水平的净利润。利用股东权益回报率的关键在于仔细考察,弄懂这些比率之间的相互影响。

3

权益回报率 筛选标准

在提出股东权益筛选法时,我们的最初目标是寻找有着高ROE的公司,但我们同时也希望有第二种筛选法去排除有着高负债、低利润和低资产周转率的公司。由于所有这些因素都是与行业特征紧密联系的,因此我们觉得最好的做法就是把公司和行业的一般水平结合起来考虑。

我们筛选公司的第一个标准就是在过去12个月中以及过去5年的每一年中,入选公司的ROE是他们各自所在行业的1.5倍。这个标准可以帮助我们去发现那些通过管理而从权益资本中获得最大利润的公司。我们可以轻而易举地找出有着20%甚至更高水平的ROE的公司,但是改为寻找具有相对行业水平更高ROE

比率的公司可以让我们发现同业中的佼佼者。

正如我们在本文第二部分中所提及的，ROE 受盈利水平、效率和杠杆影响。因此我们下一步就是寻找那些在这些方面高出同业的公司。首先我们要求一个公司在过去最近的四个季度里的利润率（净利润/销售收入）超过行业平均水平。净利润率超过同业水平的公司能以高比率将销售转换成利润。

下一步我们要求公司的资产周转率（销售收入/总资产）在最近的四个季度是超越同行的。资产周转率可以帮助我们衡量公司利用资产的效率。超越同行的公司在给定的资产水平下总能获得更高的销售收入水平。

接下来我们要考察公司的财务杠杆比率。我们要求最近一个季度末的总负债除以总资产的比率是低于行业平均水平的。通过一个高的债务以及相应低的权益可以获得更高的权益回报。在这样一种情形下，ROE 是很高的，但风险也很高。财务杠杆增加了权益回报的同时也增加了风险。高杠杆公司通常有更多的不稳定的收入。各个行业之间的可以接受的债务水平是不尽相同的。在资产负债表，稳定的行业如公用事业相比稳定性差的行业如高科技行业能更容易地获得更多的债务。我们可以通过把负债水平与行业平均水平相比较，而把行业的差异性因素考虑进去。

为保证得到最基本的增长率，我们要求在最近的各季度里有正的利润和销售收入增长率。我们也要求公司最近5年的历史利润和销售收入增长率是超过行业平均水平的。我们没有寻找高的增长率，只是在寻找那些有扩张速度快于同行迹象的公司。

我们最后的一个标准仅仅帮助我们确保交易的流动性，即要求股票是交易所交易的。由于它们的特殊性，我们排除掉房地产信托（REITs）、封闭式基金和美国存储凭证（ADRs）。



SCREENING CRITERIA 筛选标准

- 不包括柜台交易公司（OTC）
- 不包括美国存储凭证（ADRs）
- 不包括从事综合金融服务和房地产经营的公司
- 最近12个月以及过去5年的每一年的股东权益回报要超过同一时期行业平均水平的1.5倍
- 最近12个月的利润大于同一时期行业的平均水平
- 最近一个季度的总负债/总资产比率大于同一时期行业该指标的平均水平
- 最近12个月的资产周转率大于同一时期行业该指标的平均水平
- 最近12个月的收益增长率为正
- 最近12个月的收益增长率大于同一时期行业每股收益增长率的平均水平
- 最近5年的每股收益增长率为正
- 最近5年的每股收益增长率大于同一时期行业每股收益增长率的平均水平
- 最近12个月的销售收入增长率为正
- 最近12个月的收益增长率大于同一时期行业的平均增长率
- 最近5年的销售收入增长率为正
- 最近5年的销售收入增长率大于同一时期行业收入的平均增长率

美国 22 种主流投资策略连载 之 18

自由现金流

□ 刘虹俊



漫步华尔街专栏由华尔街资深金融专家刘虹俊先生担任主持。刘先生现仍在美国华尔街从事资产管理和投资银行业务,刘先生希望通过本专栏将其十几年来华尔街成功经验 and 独到见解与读者共享。近期本专栏将系统地简要地介绍美国 22 种成功的主流投资方法或策略,以飨读者。

1 引言

许多投资者把公司产生自由现金流的能力摆在考察指标的第一位。利润、股息和资产价值也许是重要的指标,但最终这些指标的增长都是由公司产生现金的能力所决定的。丰富的现金流让一个公司可以提高股息、研发新产品、进入新市场、偿还债务、回购股票,甚至成为被并购对象。

利润和市盈率指标主导公司表现的评估和股价的估值。但是,会计方法的轻微变动就会引起收益的变动,从而造成不同时间或不同公司间的利润不可比。实际的现金流可以克服这一不足。我们将进行现金流的基本分析。

传统的现金流量方法

传统做法是,将非现金性支出加回到税后的且支付了股息后的利润中得到现金流数值。非现金性支出有折旧、摊销、注销等,这些项目在损益表中都是作为费用处理,但实际上企业是不用为这些费用支出现金的。会计师关注这些项目主要是为了能够反映资产账面价值的变动。股息是税后支付的,未反应在利润项目上,他们是实实在在的现金流出。减去股息再加回非现金费用就给出了现金流的估值。这种广泛使用的根据权责发生制的会计方法计算的现金流估值方法存在许多的不足。权责发生制的会计方法总是在确认收入后才计入相匹配的费用。例如,用于添置存货的现金支出是不会在存货售出以前计入损益表的。即使在这个时候,公司间存货成本的确认也是不相同的,因为有的公司采用的是先进先出法(FIFO),而有的使用后进先出法(LIFO)。如果应收账款增长率超过了销售增长率,则高销售并不等于高现金流。

权责发生制的记账办法有一部分数字是体现了管理层的意图和估计的。费用资本化、收入的确认、计提损失准备和资产的注销是众多管理层可控项目的一些。这些项目关系到公司利润的可靠性。由于传统的现金流估值方法直接与利润关联,只进行较少项目调整,因此对实际现金流的估计不准确。

2 现金流量表

自1987年起美国开始要求上市公司提供现金流量表,目的在于揭示影响现金流的相关信息。现金流量表直接关注现金的变化水平,克服了一些传统现金流估值方法的不足。该表将公司现金分为三类:经营活动现金流、投资活动现金流、融资活动现金流。

经营性现金流量是公司日常经营活动产生现金的能力。经营性现金流考虑

了应收账款和应付费用对现金流的影响。正的现金流说明公司能够从持续经营活动中获得足够的现金维持运转,不需要另外投入现金。而负的经营性现金流则说明公司需要为日常运转筹集资金。

投资活动现金流试图把握公司长期资本投资对现金流量的影响。固定资产及设备的购置、有价证券的买卖、非核心业务的购入或卖出是主要的影响因素。负的投资活动现金流表明公司长期资产或对外投资增加。而正的现金流则是公司资产出售的结果。

融资活动现金流衡量公司筹集资金和发放股息对现金流的影响。发行股票或债券、支付股息、股票回购是影响融资活动现金流的主要因素。应注意的是利息支付被当作是正常的经营活动的一部分,因此被划在经营活动现金流部分。外汇汇兑对现金流产生的影响被看作是融资活动现金流的一部分。

3 自由现金流

一个公司应该不仅能够收回生产产品和提供服务付出的成本,而且能够为股东带来剩余的现金。经营活动现金流为对公司进行这方面能力的考察提供了一个开端。但是,除了现在的产品以外,一个成长性公司必须投入一部分资金进行新产品生产和扩张。如果公司在短期内忽视资本投资,结果将会造成公司的长期增长乏力。理想状况是,资本投资的投入数量正好是公司健康发展所需要的,但这个数值是主观的,并不能显示在财务报表中。我们用已经实际发生的资本型支出作为理想数值的代理指标。

自由现金流在经营活动现金流的基础上考虑了资本型支出和股息支出。尽管你可能会认为股息支出并不是必需的,但是这种支出是股东所期望的,而且是以现金支付的。自由现金流等于经营活动现金流减去资本性支出和股息支出。

自由现金流表示的是公司可以自由支配的现金。如果自由现金流丰富,则公司可以偿还债务、开发新产品、回购股票、增加股息支付。同时,丰富的自由现金流也使得公司成为并购对象。

4 筛选标准

正的、持续的自由现金流是从现金流角度选择股票的一个基本点。我们的第一个选股标准是股本大于等于5千万,这一限制排除了流动性差的小公司的股票。

接下来的标准是排除金融性公司。在Stock Investor中,自由现金流的计算是经营活动现金流减去资本型开支和股息。金融性公司一般没有大的资本型开支,同时在有价证券上进行大量投资,这种状况下的自由现金流于一般状况是有不同的。对于金融性公司来讲,考察总现金流更为合适。

我们的筛选标准还要求过去5年中的每一年以及最近12个月的自由现金流为正值。更为理想的是,一个公司能够总是有不断增长的自由现金流。但是,周期性行业的公司和有着较长建设周期的公司在正常经营过程中会存在销售放缓、存货增长、需要大量资本投入的时期。如波音公司,由于开发一种新飞机需要很长的周期,在开发开始阶段现金流减少,而且有着一个较长的和较昂贵的新产品建设周期,在产品交付使用前表现出的负的自由现金流。这种类型的公司会被每年都有正的现金流的筛选标准所淘汰。如果你对这类公司有兴趣,你可以对一定时期的自由现金流进行平均,对平均值给出一个较高要求。如尽管本杰明·格雷厄姆强调收益和账面价值,他也将过去三年的收益进行平均以去掉周期性因素的影响。

5 合理价值筛选标准

高的自由现金流可以带来股价的走

高。价格对每股自由现金流的比率是一个合理股价的判别方法。将一个公司的价格对每股自由现金流的比率于其它公司、行业平均、自己的历史平均进行比较可以对公司股价进行估值,就像市盈率指标的使用一样。我们的筛选标准要求价格对每股自由现金流的比率低于行业平均且低于自己的5年均值。

值得注意的是,周期性公司在经济扩张阶段价格对每股自由现金流的比率一般较低。当市场与其经济增长放缓或公司现金和收益将减少时价格对每股自由现金流的比率也会较低。但如果市场对负面因素或其程度的预期是错误的,则我们可以买到便宜货。

结论:

对公司现金流的分析是非常有用的,自由现金流涵盖了对公司销售、存货控制、费用控制、应收账款、利息支付、产品开发和资本支出等多方面的考虑。低的价格对每股自由现金流的比率的筛选标准提供了一个选择值得关注股票的好方法。初选出值得关注的公司后,还需要仔细研读公司年报、深入了解公司及其产品和竞争对手。

选股标准

- ★ 排除金融行业和房地产行业公司
- ★ 市值大于或等于5千万美元
- ★ 最近12个月和过去5年自由现金流为正
- ★ 注意某些公司现金流为负值不过是因为公司业务的季节性特征
- ★ 公司的价格/自由现金流指标小于行业平均
- ★ 公司的价格/自由现金流指标小于过去5年平均值
- ★ 公司的价格/自由现金流指标小于11
- ★ 选出通过以上标准后的价格/自由现金流指标最小的30家

漫步华尔街专栏由华尔街资深金融专家刘虹俊先生担纲主持。刘先生现仍在美国华尔街从事资产管理和投资银行业务,刘先生希望通过本专栏将其十几年华尔街成功经验和独到见解与读者共享。近期本专栏将系统地简要地介绍美国 22 种成功的主流投资方法或策略,以飨读者。

美国 22 种主流投资策略连载之 19

双 现 金 流

□ 刘虹俊



况更有助于揭示财务的稳健程度,表明公司在日常运营中将产生还是消耗更多的现金、能否回报给投资者股息或从资本、债券市场得到更多融资机会。现金流分析可以提供一些线索,揭示那些即使收入和销售相当正常的公司将来可能会面临财力困难。

我们以前介绍过现金流的选股模型。“现金流丰富公司的选股模型”方法旨在找出那些相对其市值拥有大量净现金的公司。基本原理是现金是绝对安全。储藏有大量现金,企业才可能度过经济风暴,承受扩张或加强产品投资。

“自由现金流选股模型”试图确定那些相对于其自

由现金流而言其股价更具吸引力的公司,自由现金流即经营性现金流减去资本支出和股息支付。

投资者将目光更多的投向于现金流是因为它与企业能否盈利直接相关。收入及其他相关指标主导着公司表现及其股价,但是微小的会计差别使人很难随着时间的流逝而检查盈利的持续性,但

现金流可以避免这一问题。

双现金流

双现金流法将传统现金流分析方法发展到更高的层次。双现金流的关键分析点在于区分公司从经营中获得的现金与从资产负债表产生的现金。它认为如果一公司能增加从日常营运中产生的现金,而减少从资产负债表中产生的现金,那么,这是非常令人放心的。双现金流有助于衡量企业现金流的强度和质量。

双现金流的首要目标是帮助判断现金流,解释增长与流动性的平衡。Harry Ernst 和他长期合作伙伴 Jeffrey Fotta 也运用双现金流衡量单个股票和整个市场的吸引力。

最近,Fotta被任命为Lindner基金的总裁,成为Lindner大市值基金的合作经理人,他用双现金流等定量分析的方法以挖掘潜力股。在此,对双现金流的计算以及基本的筛选方法进行说明。

1 引言

收入是判断公司状况和衡量公司股价吸引力的重要指标,但是现在越来越多的投资者开始关注现金流,现金流状

2 经营性现金流

双现金流方法搜索那些从日常运营中现金流不断增加但资产负债表中的现金不断减少的公司。由于投资人认为经营性现金可以作为公司运营能力和盈利

能力的指示器,因此更偏爱经营性现金流而不是现金。本模型认为储存过多的现金是不正确的,因为这增加了非生产性资本。同样也将需要现金弥补经营性现金流的不足看做坏事。Ernst 和 Fotta认为,双现金流模型有助于帮助提供公司盈利向下或向上的拐点信号。

双现金流的营运现金流计算与传统的公式不同,特别是这个模型开始于企业的净资产(资产-负债)减去净资本,工厂,设备,长期投资和存货。如图:

Operating Cash Flow 经营性现金流	
Change in Net Worth 净资产变化	Change in Owner's Equity / Sales 所有者权益变化/销售收入
Change in Growth-Producing Assets 增长性资产变化	Change in Inventory, Net Property Plant & Equip., Long-Term Investments, & Other Long-Term Assets / Sales 存货、厂房设备净值、长期投资和长期资产变化/销售收入
Operating Cash Flow 经营性现金流	Change in Net Worth - Change in Growth-Producing Assets 净资产变化值-生产性资产变化值
Balance Sheet Cash Flow 资产负债表中的现金流量	
Change in Liabilities 负债变化值	Change in Liabilities / Sales 负债变化值/销售收入
Change in Accounts Receivable 应收账款变化值	Change in Accounts Receivable / Sales 应收账款变化值/销售收入
Balance Sheet Cash Flow 资产负债表中的现金流量	Change in Liabilities - Change in Accounts Receivable 负债变化值-应收账款变化值
Dual Cash Flow 双现金流	Operating Cash Flow - Balance Sheet Cash Flow 经营性现金流-资产负债表现金流量

换句话说,它由所有者权益变化值减去生产性资产变化值。

两种状态将导致所有者权益的变化。第一是发行或赎回普通股,当企业发行普通股时,收益现金将记在资产负债表资产现金的贷方,而资本净值相应的增加现金。一般来说,当股票被赎回时相反的情况出现。

然而,净收入或盈利是使所有者权益发生更经常性变化的重要因素。净收入减去普通股红利将增加未分配利润,从而成为所有者权益的重要组成部分。双现金流主要是从筛选净收入不断增长的公司开始。而且双现金流还作为考查销售收入的一部分内容进行检查,如同考察利润率一样。公司仅有不断增长的盈利是不够的,更重要的是,销售收入也需要相应增长。

经营性现金流计算的第二个重要因素是从所有者权益变化值中减去生产性资产变化值。生产性资产主要由厂房设备净值、存货和投资构成。一般来说,企业应从现有的生产性资产中获得不断增加的收入。

3 资产负债表中的现金流

双现金流的首要因素是看营运现金流,第二个是检查资产负债表中由资产和负债产生或使用的现金流情况。双现金流是

由资产负债表和损益表所构造的,但在许多方面不同于传统的现金流量表。

现金流量表认为应收、应付账款变化值应作为经营性现金流的一部分,而双现金流模型将这些要素转移到资产负债表的现金流计算。双现金流模型中的资产负债表的现金流被定义为整个负债变化值减去应收账款变化值,结果作为收入的百分比进行表述。

双现金流寻找那些借款少、付款更快、通过应收账款给客户贷款的公司。完美的公司是那些能够从日常营运中产生足够的现金,并不需要从资产负债表中做一些手脚的公司。

4 建立双现金流的筛选方法

Ernst 和 Fotta认为好公司从营运中获得的现金流将逐年递增,而资产负债表中产生的现金流却日渐减少,而运作很差的公司则相反。

首先,我们排除在场外交易的股票。其次,我们需要最近两个季度的营运现金流为正,然后,同期资产负债表现金流为负。最后要求每个第四季度的双现金流逐渐增加。

5 结论

现金流分析作为衡量财务状况和营运表现的重要指标得到更广泛的运用,现金流指标反映了公司真实的营运状况。双现金流在此基础上进行了拓展,通过考虑经营现金流和资产负债现金流,着重指出如果公司从交易或或单纯的从资产负债表中产生现金,只能满足短期内流动性需求。

和所有的筛选方法一样,我们的双现金流筛选法只是将股票加入到投资组合的第一步。

筛选标准

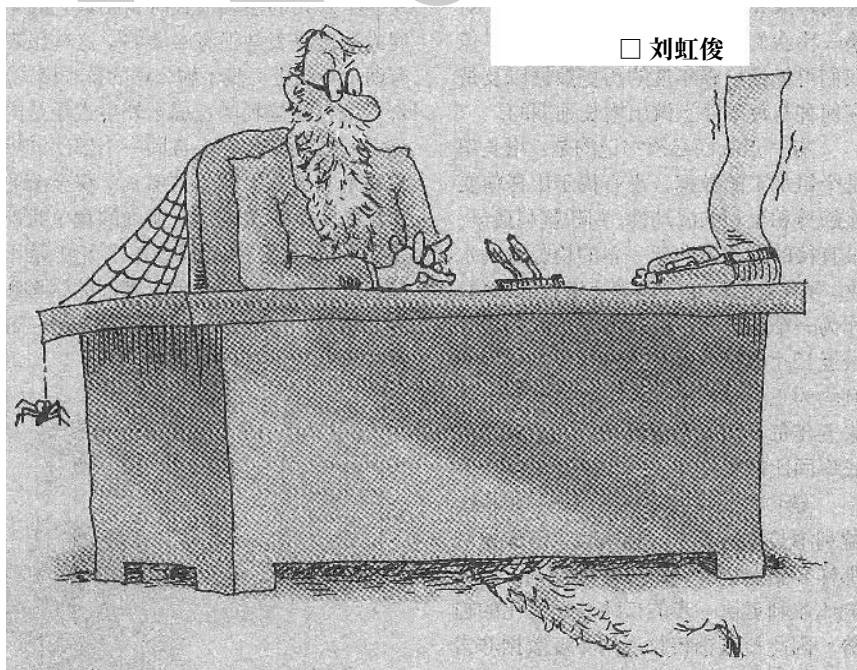
- 排除场外交易的股票
- 在最近两个季度资产负债表的现金流为负数,计算公式为(负债变化值+优先股变化值-应收账款变化值)/销售收入*100
- 最近两个季度经营现金流为正数
- 经营现金流与传统的现金流计算不同,计算公式为(普通股变化值-(净固定资产变化值+存货变化值+长期投资变化值+无形资产&捐赠变化值+其他长期资产变化值))/销售收入
- 双现金流最近四个财政季度呈逐季递增态势,其中,双现金流=经营性现金流-资产负债现金流。

漫步华尔街专栏由华尔街资深金融专家刘虹俊先生担纲主持。刘先生现仍在美国华尔街从事资产管理和投资银行业务,刘先生希望通过本专栏将其十几年来华尔街成功经验和独到见解与读者共享。近期本专栏将系统地简要地介绍美国22种成功的主流投资方法或策略,以飨读者。

美国22种主流投资策略连载之 20

PEG 比率选股方法

□ 刘虹俊



比较典型的是那些有高成长潜力的公司,通常有较高的市盈率,而低市盈率的股票,不是成长预期较低就是风险较高。单纯考察市盈率指标,挑出来的股票可能包含成长前景不佳或是具有极大不确定性的公司。我们的筛选将进一步研究基本的指标,将公司价值与成长性的评估方法联系起来,以确认公司的目前的成长型。

2 市盈率与盈利增长率的比值:PEG 比率

1 简介

投资者们总是处心积虑的低买高卖他们的股票,这个过程中,战略战术是很重要的因素。成长型策略最近做的不错,但是长期的研究表明,遵从一个固定的价值驱动型的战略往往会取得最终的成功。价值型的投资者认为,市场长期来看是有效的,而短期内往往被市场上的情绪所左右。这些情绪可能会压倒理性的分析,市场情绪高昂的时候令得股票价

格超越了其内在价值,而在遭遇坏消息打击时,股票价格又很可能低于内在价值。

价值型选股指标,例如市盈率,就是寻找价格相对来说低于公司表现或资产状况的一种典型指标。市盈率用股票价格除以近12月来的每股盈利来表示。市盈率受到密切关注的原因是因为它在将价格因素与用每股盈利代表的历史表现联系起来的过程中,同时也包含了市场对公司未来发展和风险的预期。

然而,单纯的运用低市盈率标准在选择被低估的股票时可能会有误导作用。

PEG是综合考察价值和成长性的最为普遍的方法之一,用它可以找出相对于盈利增长率来说市盈率较低的股票。PEG用市盈率除以盈利增长率表示。PEG低于1意味着股票可能被低估,高于1则可能被高估了。我们的目标是要在市场认识到公司成长潜力而哄抬股价之前,能够确认这只股票的盈利增长率,从而以低价买进。

对市盈率高低的评判可根据未来的盈利预测做调整。具有高盈利预期的股票通常市盈率较高,盈利预期较低的股票则市盈率较低。仅单纯的寻找市盈率

低的股票而不加任何附加条件,很可能得到一大堆处于困境中的股票。通常那些处于垂死行业或濒临破产边缘的公司,以及面临潜在致命打击的诉讼威胁的公司,市盈率都比较低。但这些也并非说明市盈率高即好。高市盈率的股票一般来说市场估值已经到位了,而PEG比率能帮助投资者判断市场是否高估了这些股票。

当投资者改变对一个公司股票风险回报的预期时,股票的市盈率会有变化来反映市场预期。那些超越预期的股票很可能来个价格大跃升——随着盈利的增加,市盈率也会走高。而对于有着较高增长预期的股票在发布赢利预警后,分析师往往调低赢利预测并相应调低其合理市盈率,该股股价亦会下调。

股价走势并非单一由盈利水平决定,其更多的是由实际盈利与预期相比较而定的。我们的分析必须集中于市场对于未来盈利的增长预期是否真实有效。

我们的选股策略将用到 AAI's Stock Investor Professional 的选股方法和研究项目。第一步我们要寻找PEG比率低于1的股票。

3 年度盈利增长率

运用PEG比率的目的是在市盈率和盈利增长率之间寻找一个平衡点。我们通过历史的或是预计的增长率可以计算出PEG比率。投资分析是向前看的,但历史数据很容易得到,预期则很难判断。类似I/B/E/S的服务收集和提供分析师对盈利的预期,但是对很小公司来说,即使有分析师跟踪他们的盈利状况,也只是极少数的。

选用预期增长率的PEG比率,在给定预期增长率的条件下,能够突出那些拥有合理市盈率的股票。不幸的是,研究表明,分析师们在对公司长期成长性做预期时,通常都会表现得过于乐观,从而给予股票过高的盈利预期。选用历史增长率的PEG比率,在给定他们已有的成

长性表现下,能够突出那些定价合理的股票。这样我们可以在较宽的范围内挑选出公司。单纯依赖历史成长性数据得出的结果也有其弱点,因为市场是向前看的,历史上良好的数据并不代表未来能够继续保持良好的成长速度。

也许用这两套独立的方法同时选股会有点意思:一套根据运用历史增长率的PEG比率,另一套根据运用预期增长率的PEG比率。

很高的增长率难以持续。年增长率在20%以上通常不可能长期保持下去。极高的增长率一般是在公司增长率的基数为零或几乎为负的条件下得来的。对增长率我们不会给予上下限的限制,但我们得细致检查年度的历史数据以及是在何种基数条件下做出增长预期的。

有一点我们必须牢记的是:增长率是个粗加工的数据,没有揭示出任何变化趋势和盈利的波动性。判断盈利最早、最直接的方法是一年一年的检验盈利水平,寻找盈利稳定并能加速增长的公司。作为一个最基本的选股方法,我们要求最近12个月以及过去连续五年的每股盈利均为正。更严格的筛选方法则要求过去五年每年同比均有增长,甚至每年增长率同比都有提高。

销售增长率通常被用于进一步检验盈利增长率的参考。销售收入不像盈利那样容易受会计记账方法的影响,通常能比盈利更快一步的反映公司变化的趋势。因此检验销售收入的年度数据非常重要,有助于我们判定增长的稳定性和趋势。

4 季度每股盈利

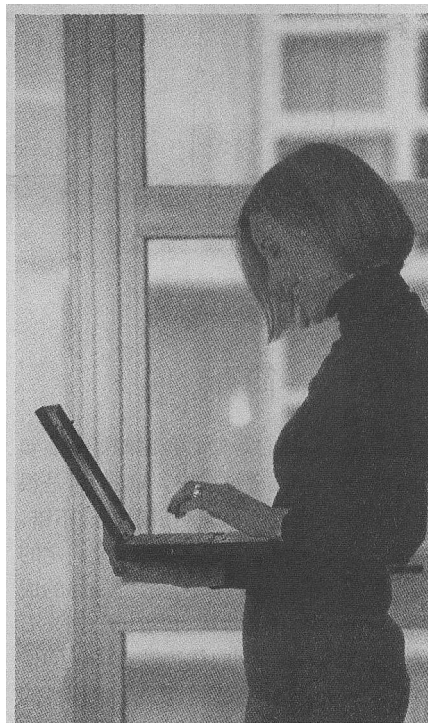
价值选股方法,例如市盈率方法在发掘被忽略的公司时非常有效,但接下来筛选季度盈利增长的方法则有助于发掘经营平稳或有好转趋势的公司。季度盈利比单独考察年度盈利能更快显示出盈利趋势变化状况。市场上的投资者们会仔细分析季度盈利的情况,一有异常

情形出现,股价马上会有表现。

在研究季度盈利时,仅将之与前一个季度的盈利水平相比较意义不大。关注持续的季度盈利变化或是季度同比变换将更为有用。很多公司有销售或产量方面的季度循环变化记录,这种变化越明显,我们做季度与季度的比较就越为重要。

我们的一个筛选原则要求,近四个季度的每股盈利水平均高于上一年同季度水平。

找出公司增长的因素,看其是否具有持续性,同样是非常重要的。当我们研究一个公司的盈利模式时,阅读它的年度或季度报表是很有必要的,这些报表有助于我们进一步了解公司的盈利模式。公司主要的盈利增长属于外生式还是内涵式?盈利增长是来自同一个部门的增长还是来自新生部门的增长?现金流通状况是否影响盈利?行业内的竞争状况是否正在变化?利润率在上升还是下降?举例来说,没有现有部门的销售和利润增长,没有稳定、上升的利润率,公司的盈利能力可能会趋缓。



5 价格动能

判断市场对股票价格是否已经完全反映现有价值或是预期增长性的一个有用信号即为价格动能。价格动能通常用股票价格变化与市场指数或部分股票相比来衡量。投资者们常寻找价格表现优于大市的股票,他们认为上升的价格会吸引其他投资者,从而将股价哄抬得更高。

有若干方法去衡量价格动能。我们的选股方法主要参考相对强度排名。相对强度体现出一只股票与整个市场相比较而言的表现状况。排名位居前50%说明该股票好于市场中五成股票的表现,90%则说明该股票优于市场上九成股票的表现。我们的选股方法规定过去26周以来相对强度的最小值为70%。研究上半年的市场表现有助于我们找出相对强度高的股票。用该选股方法挑选出的股票中有的运用历史PEG比率,其他的则用预计的PEG比率。这些股票均选用目前的市盈率,但增长率不同。历史的PEG比率用上五年增长率计算,预计的PEG比率用I/B/E/S中大多数人预计的长期每股盈利增长率计算。在考察价格动能时,很重要的一点是要注意它的变化趋势。对于长期的相对强度排名,我们还可以用短期排名作为补充。最佳的状况是,短期相对强度排名高于长期相对强度排名。我们的筛选中没有这个条件,只是将它们列出来以用于某些时间框架的建立。

当前的市场价格与过去52周最高价的比率也是一个普遍采用的价格因素指标。若一个公司股票价格持续走强,则其交易价格接近过去52周的最高价。

6 结论

价值型选股方法试图去寻找价值被低估的股票。然而,在等待市场认识股票价值的过程中是需要耐心的。将股票价值与价格及盈利要素等筛选方法结合起来,有助于我们判断股票走势中的合理价格。但有点需牢记的是,我们这些筛选方法的目的是用可能有效的价值与要素分析相结合的方法去阐述具体公司,这些选股方法仅仅是选择股票过程中的最初步骤。

历史 PEG 选股标准

- ★ OTC市场上交易的公司排除在外
- ★ 当前市盈率与过去五年每股盈利增长率的比值(PEG比率) 高于0.2, 小于或等于1
- ★ 过去连续12个月和过去五个财政年度的每股盈利均为正
- ★ 过去四个财政季度的每股盈利同比增长率均为正
- ★ 26周的相对价格强度排名等于或高于70%
- ★ 当前市盈率与过去五年每股盈利增长率的比值(PEG比率)最小的五十个公司,即为我们最后的结果

预计的 PEG 选股标准

- ★ OTC市场上交易的公司排除在外
- ★ 当前市盈率与预计每股盈利增长率的比值(PEG比率) 高于0.2, 小于或等于1
- ★ 过去连续12个月和过去五个财政年度的每股盈利均为正
- ★ 过去四个财政季度的每股盈利同比增长率均为正
- ★ 26周的相对价格强度排名等于或高于70%
- ★ 当前市盈率与预计每股盈利增长率的比值(PEG比率)最小的五十个公司,即为我们最后的结果。



漫步华尔街专栏由华尔街资深金融专家刘虹俊先生担纲主持。刘先生现仍在美国华尔街从事资产管理和投资银行业务,刘先生希望通过本专栏将其十几年华尔街成功经验和独到见解与读者共享。近期本专栏将系统地简要地介绍美国 22 种成功的主流投资方法或策略,以飨读者。

美国 22 种主流投资策略连载之 21

基本价值选股法

□ 刘虹俊

在 投资界,选股方法五花八门,各种新方法、旧法则以及许多的翻新版本充斥其间,不一而足。这些方法看上去比较简单,如“寻找市盈率低于市场平均的股票”,或是将市盈率换成 PEG (PEG 等于市盈率除以收入增长率)。

这些传统选股方法中所用的许多估值指标许多是基于股息率基础上的。但是,现在的投资者关注的重点是盈利增长潜力,而不再是股息率。一种结合收益率、股息率、利润留存率和权益报酬率的旧的估值方法现在仍被使用。这种方法中所包含的指标是价值投资者所熟悉和广泛使用的。用这种办法可以对目标公司进行评估,以确定其是否值得更进一步的研究分析。

想要有效的使用一种选股方法,投资者首先得理解这种方法中所包含的原理、指标和各指标间的互相影响,以及应用到特定股票上时如何对结果进行解释和修正。

综合收益率、收益留存率和股息率的选股方法存在的理由是较为简单的:每个价值投资者都想以尽量低的价格来买入高成长和高股息率的股票。当然,对一个公司来讲,高股息率和高增长率往往是相互矛盾的,投资者需要在二者之间进行权衡。在股价相对偏低的前提下,



低股息率甚至零股息率是可以忍受的,只要公司快速成长;同理,高股息率和低市盈率可以弥补低增长率的不足。

1 收益率

收益率等于每股收益除以股价,即
 $\text{收益率} = \text{EPS} / P$
 其中, EPS= 最近 12 个月的每股收

益

$P =$ 股票的市场价格

收益率说明了一定价格的股票创造利润的能力。高的收益率代表强的盈利能力。每股收益和价格也是市盈率 (P/E) 的构成要素,市盈率等于收益率的倒数。

$$\text{市盈率} = \frac{\text{价格}}{\text{EPS}} = \frac{1}{\text{EPS} / \text{价格}}$$

在这个公式中,高的收益率等于低的市盈率。例如,如果收益率等于 8%,那

公市盈率就等于 $12.5(1 / 0.08)$,也就是说,价格是每股收益的12.5倍。

在进行股票分析时总是要加入对未来的预期的。如果预期一只股票未来的收入增长率较高,投资者就能够容忍其现在的低收益率。在假设收益总是不断增长的前提下,用预期收益代替最近12个月的收益将会导致高的收益率和低的市盈率,当然投资者要判断预期是否合理。一个价值投资者总是在不断寻找相对于现在价格有高收益率的股票。

将一只股票的收益率与行业内的其他公司的收益率、整个市场的收益率进行比较,甚至是与债券收益率进行比较,都是有重要意义的。巴菲特喜欢收益率指标,因为他认为在对不同指标进行比较时,收益率指标表现出快捷方便的特点。巴菲特喜欢把股票看成是利率不断变动的债券,其利率由公司每年的收益所决定。这种分析的实用性取决于收益的可预测性和稳定性。巴菲特一般将公司收益率与长期政府债券的收益率进行比较,如果公司收益率接近债券收益率则被认为有吸引力的。因为债券收益率是稳定的但也是固定的,而股票的收益则会随着时间而增长并推动股价上涨。

第二个指标是留存利润对账面价值的比率。留存利润是支付了股息后的净利润,它们被公司用于再投资并决定公司账面价值的增长率。

公司的账面价值等于公司总资产减去负债部分,如果除以总股本数目则得到每股账面价值。账面价值是由会计方法决定的,而不是由市场决定的。账面价值也被称为股东权益或资产净值。

留存利润对账面价值的比率 = $(EPS - DPS) / BVPS$

其中, EPS = 每股盈利

DPS = 每股股息

留存利润对账面价值的比率可以用来衡量账面价值的增长率,但这个指标更适合用来衡量权益报酬率的变动。权益报酬率等于净利润对每股账面价值的比率。留存利润对账面价值的比率是本

模型三个指标中最复杂和难以解释的。首先是因为账面价值的数值,过多的负债可以造成账面价值对总资产较小,从而给公司带来较大风险。第二个问题是,留存利润对账面价值比率的等式中选择账面价值是否贴切?作为会计手段,账面价值试图衡量能够在未来产生现金流和利润的有形资产的净值。对于传统产业来讲,账面价值是个不错的衡量指标,但对于服务型公司来讲,未来的潜在收益能更好的反应公司的无形资产和人力资本的价值。如果考察一个无形资产价值较高但没有计入资产负债表的公司,留存利润对账面价值的比率讲会被高估。

2 股息率

第三个基本价值指标就是股息率,该指标等于年股息除以股票的现值。

$$\text{股息率} = \frac{\text{每股股息}}{\text{价格}}$$

尽管股息率的选股标准总是寻找高股息率的股票,但同时也要注意股息率和未来成长率之间是此消彼涨的。支付股息越多,则留存利润越少。

3 选股标准的建立

对以上三个指标的基本要求是:最低数值设为25%。这三个指标是高度相关的。如果不支付股息的话,一个20倍市盈率即收益率为5%的公司要求利润留存对公司账面价值的比例不低于20%。在这种情况下,公司的权益报酬率将为20%。20%的权益报酬率是相当可观的。

通过借债可以扩大留存利润对账面价值的比率,但是同时会增加风险。因此,我们增加一个标准:公司的负债率低于行业平均。虽然对账面价值进行解释

要多余花费口舌,但这一标准是有用的。

本文的选股模型适用于所有类型公司,从成长型到成熟型。由于该模型可以跨行业使用,因此特别适合于在大量备选公司间进行公司挑选。但是,我们认为模型的适用仍应排除外国股票的美国存托凭证、封闭式基金和房地产信托。为保证流动性,三板市场的股票也被排除在外。

在使用本模型选出通过选择标准的基本数值最高的前50只股票后,最好能够再结合公司过去财务数据进行分析和研究,包括收益的稳定性、财务结构、新老产品结构、影响竞争的因素和盈利增长潜力等。

选股标准:

★不包括三板市场的股票

★不包括美国存托凭证(ADRs)

★不包括多样化经营的财务服务公司和房地产信托

★最近一个季度的总负债率不高于同期行业平均水平

★基本数值大于50%,基本数值等于:过去12个月的收益率+收益留存对账面价值的比率+股息率

★只列出基本数值排名前50的公司

漫步华尔街专栏由华尔街资深金融专家刘虹俊先生担纲主持。刘先生现仍在美国华尔街从事资产管理和投资银行业务,刘先生希望通过本专栏将其十几年华尔街成功经验和独到见解与读者共享。近期本专栏将系统地简要地介绍美国 22 种成功的主流投资方法或策略,以飨读者。全文系列刊载已完毕,读者有何感受和要求可来函来电。

美国 22 种主流投资策略连载之 22

道琼斯指标股选股法

□ 刘虹俊

1 简介

一种简单机械的选股方法能打败市场吗?道琼斯指标选股法就能使梦想成真。这种方法就是选取道琼斯 30 种工业股中的具有最高股息收益率(股息/股价)的 10 只股票,将资金平均分配于这 10 只股票上,并每年都对组合进行修改。

理论上,这个方法充分享受了道琼斯工业指数正的长期报酬率,再通过选择高收益股票而获取了高额红利。收益率高的股票通常因不合潮流而暂时估值偏低。除了受益于价格更大的上升潜力外,投资者也受益于更高的股息支付。

这个方法本身非常简单,只需投资者严格遵守原则,不需要任何专业化的投资决策,对个人尤其是市场新进入者来说非常具有吸引力。同时,这个方法的普及也使一系列投资信托基金兴起。这个方法因 O'Higgins 和 Downes 合著的书籍《打败道琼斯指数》而一举成名。

道琼斯指标选股法背后的投资哲学

这个方法将股票限定于道琼斯平均工业指数中的 30 只股票,这些都是大型而知名的企业,具有雄厚的财务实力以及安然度过许多经济风暴的长期纪录。他们的



GE 中国董事长孙礼达和美国领事馆总领事、CNBC 亚太总裁布朗先生、道琼斯中国首代签约仪式后的合影

规模和历史使之有着一定可信赖度,当然,这种投资方式略有保守。O'Higgins 和 Downes 认为所有的 30 家道琼斯指数中的公司都具有长期投资价值。

另一方面,普通大众投资时通常会对短期不利的情况和经济周期反应过度,使相对便宜的股票大量涌现。大型机构投资者承受了许多市场责备,如主导市场交易而导致波动加剧等,但 O'Higgins 和 Downes 认为,这对于个

人投资者反而提供了绝好的获利机会,通过这个方法将投资集中于有限的股票而更具灵活性。

道琼斯指标选股法建议个人投资者着重投资于存在反应过度的道琼斯指标股,这样能很快获得低风险溢价。

如果公司股价偏低是因为确实存在问题呢?

O'Higgins 和 Downes 认为构成道

琼斯工业指数的这些公司治理相当透明,且经过了市场大量的分析,重大财务问题突现的可能性较小。当然,以前也有尽管股票短暂的下跌提供了买入机会,但不少重大财务隐患仍相当严重的例子。一般来说,即使在濒临破产的最坏时刻,道琼斯指标股企业也有过突然好转的历史,除了一个例外,Manville Corp, 1982年因大量诉讼而被迫破产。

按照道琼斯指标选股法,识别被低估的道琼斯股票最有效的办法是检查股息收益率,即公司当前每年股息除以每股价格。这与其他估值方法如市盈率、市净率类似。但是,市盈率与市净率容易因短期盈利波动和不同的会计处理方式而发生扭曲,而支付的股息更具可预见性,且不易受不同会计解释的影响,由此提供了更稳定的衡量方法。

按O'Higgins 和 Downes的观点,在短期内道琼斯股票价格会因短期盈利预测而波动,这使公司的股息收益率也相应变动——当股息相对较高时,由于市场怀疑公司短期盈利前景而股价相对股息下跌。但是,从较长一段时间来看,既然股息是稳定的,并可以提供投资者长期回报率的大部分,因此道琼斯指标股价格取决于股息,股票所有者将从股价升值和股息中双重获益。

这个投资哲学运用了投资于高品质股票的选股策略及逆向选股法。

技巧

传统的道琼斯股息策略非常简单。以任何一天(一般是一年的第一个交易日)为基准日,选出道琼斯工业平均指数的当前股息收益率最高的10只股票,并以相同的资金投资于这10只股票。

一年以后再来计算组合的整体价值,包括所有的股息和其他现金红利以及股票的收盘价,重新再以相同的资金投资于当时股息收益率最高的10只股票,这意味着卖出被剔除的股票并买进新的替补股票。另外,尚存在组合中的旧股票投资金额应该只占总体资金的10%,这样也需要相应的增减当前头寸。



道琼斯中国总经理秦琼

每年重复一次,其他时间则基本不动。

2 应用选股法

首先我们建立构成道琼斯工业平均指数的30只股票,然后按股息率高低排出其中的10只。

跨行业分布

应用道琼斯指标选股法,最重要的是理解道琼斯平均工业指数实际上是投资对象的分散组合,不是同质的蓝筹股。你会发现这些公司拥有不同的财务状况,不是包括所有的工业部门。也许有人期望找到传统的产业公司,你也可以找到石油和天然气公司、金融服务公司、零售商、IT类股票,甚至娱乐和食品公司。

道琼斯的5只股票选股法

建议另一种更积极更有选择性的5只股票筛选法:以任何一天(一般是一年的第一个交易日)为基准日,选出道琼斯工业平均指数的当前股息收益率最高的10只股票。

一旦你决定了这10只高股息率的股票,确定收盘价最低的5只,以相同的

金额分别投资。

一年以后再来计算组合的整体价值,包括所有的股息和其他现金红利以及股票的收盘价,重新选出股息收益率最高的10只股票,并在这10只股票中选择价格最低的5只。同样的,卖出被剔除的股票并买进新的替补股票。另外,尚存在组合中的旧股票投资金额应该只占总体资金的20%。

每年的同一时间进行更换。

5只股票的投资方法将进一步受益于那些不那么昂贵的股票更容易上涨的趋势。同时,他们也指出这个组合缺少多样化,使之更易受某只股票价格下跌的打击。

3 本方法的其他因素

道琼斯指标选股法的不利一面主要是组合的换手率,由于每年的重新平衡需要,这 will 比严格的买进-持有投资方式换受率要高。O'Higgins 和 Downes 在他们的模拟实验(从1973年到1991年)中,10只股票收益率达30-40%,而5只股票的收益率将近50%。

组合高换手率产生两大成本:一是买卖的交易成本,二是资本利得税。

交易成本根据投资总额和交易量大小而不同,选择折扣更多的经纪商可有助于降低成本。

另外,如果此方法是属于应征税账户,则税收将影响最终收益率。

这种方法可行吗?

在相当长一段时间内,无论是学术界还是投资界都提供了相当多的数据,这些数据均表明道琼斯指标选股法的10只股票的超级表现。然而,从这些研究中的真正结果因最初交易日期和股息率如何界定而不同。

一些最近的研究表明这种现象将要结束了,也许当初的成功现在反而成了拖累。既然高股息收益率反映公司不再受市场青睐,道琼斯指标选股的策略越流行,选出的股票也将被高估。

但是,这个策略的确在九十年代击败了道琼斯指数和标准普尔指数,自二十世纪三十年代以来也是如此。这个策略能否持续有效尚有疑问,值得注意的是,所有的研究都忽略了税收和交易成本因素,如果报这些成本考虑进去,将使道琼斯指标选股方法相对于买入并持有策略的回报率大大降低。

表1 道琼斯指标选股法 vs. 道琼斯指数和标准普尔 500

(未考虑税收和交易成本)

	道琼斯指标选股法	道琼斯指数	标准普尔 500
1930s	-1.04	2.23	-0.05
1940s	12.62	9.73	9.17
1950s	20.38	19.24	19.35
1960s	9.18	6.66	7.81
1970s	13.32	6.79	5.86
1980s	21.78	18.59	17.55
1990-97	19.45	16.83	16.57

来源: "Stocks for the Long Run, 2nd edition" by Jeremy Siegel, McGraw Hill, 1998.

“保持简单”

“保持简单”是对道琼斯指标选股法的恰当总结。

道琼斯指标选股法充分享受了道琼斯工业指数正的长期报酬率,再通过选择高收益股票而获取了高额红利。高股息率股票通常因不是市场当时的宠儿而价值被低估。道琼斯指标股都是一些大型企业,在长期里拥有良好的管理能力和健康的财务状况,从而能走出短期的困境。

这个方法对于那些喜欢严格遵守买卖原则的个人投资者来说更有用,特别是些投资者期望得到稳定的股息收入,缺乏深入分析的专门财务知识的人。但对于寻找成长股和希望减少每

年的应税收入的人就不适用了。

这个方法是否过于简单而不能适应投资的复杂性? O'Higgins 和 Downes 认为:投资世界太复杂了,以至于各种分析方法看起来互相矛盾,这像是一张已经模糊的照片,你可以看到没有想像的细节,但却不能认出这张脸的样子。

因此这一切都令人厌烦而沮丧,包括分析师对公司盈利的预期、经济学家对于经济衰退或复苏的判断,技术人士对大盘方面的预测等等。有时预测天气最好的方法不是研究气压计而是看看窗外。

4 道琼斯指标选股法总结

道琼斯工业指数的组成股票都是高品质、良好财务状况、有着长期盈利历史的公司。这些选出的暂时不受青睐的道琼斯指标股将获得更多收益,除了得到更大的价格升值空间以外,投资者也从高股息收入中获益,而这个方法只需要严格执行投资纪律。

选股标准

* 道琼斯指标股选股法

选择任何一天作为起始日,一般是一年的第一个交易日,确定道琼斯工业指数中股息率最高的10只股票,然后平均分配资金。

* 道琼斯指标股五只股票选股法

选择任何一天作为起始日,一般是一年的第一个交易日,确定道琼斯工业指数中股息率最高的10只股票,从中再选择五只收盘价最低的股票,然后平均分配资金。

组合监控和卖出

* 道琼斯指标股

每年进行筛选一次,将那些被剔除的股票卖出,然后重新平衡组合资金。

* 道琼斯指标股五只股票选股法

一年以后再来计算组合的整体价值,包括所有的股息和其他现金红利以及股票的收盘价,重新选出股息收益率最高的10只股票,并在这10只股票中选择价格最低的5只。同样的,卖出被剔除的股票并买进新的替补股票。另外,尚存在组合中的旧股票投资金额应该只占总体资金的20%。

其他因素

税收和交易成本最终影响投资回报率。寻找交易价格更低的交易商,对于税收项目,18个月后考虑重新平衡股票以充分降低的长期资本利得税。

漫步华尔街专栏由华尔街资深金融专家刘虹俊先生担纲主持。刘先生现仍在美国华尔街从事资产管理和投资银行业务,刘先生希望通过本专栏将其十几年华尔街成功经验和独到见解与读者共享。近期本专栏将系统地简要地介绍美国22种成功的主流投资方法或策略,以飨读者。全文系列刊载已完毕,读者有何感受和要求可来函来电。

美国22种主流投资策略连载之 23 莫伦卡选股法

□ 刘虹俊

1 简介

罗纳德·莫伦卡的一生都在从事证券投资的专业管理事业。30多年前,初出茅庐的莫伦卡开始从事证券分析师的职务,随后很快开始从事资产管理。70年代早期,莫伦卡开始强化自己在证券投资方面的基础和技术知识,并提出了一种股票和债券的估值方法——目前他仍在使用中。他于1977年建立莫伦卡公司,为个人和机构投资者管理账户,并在1988年发行了一只莫伦卡共同基金(MUHLX)。

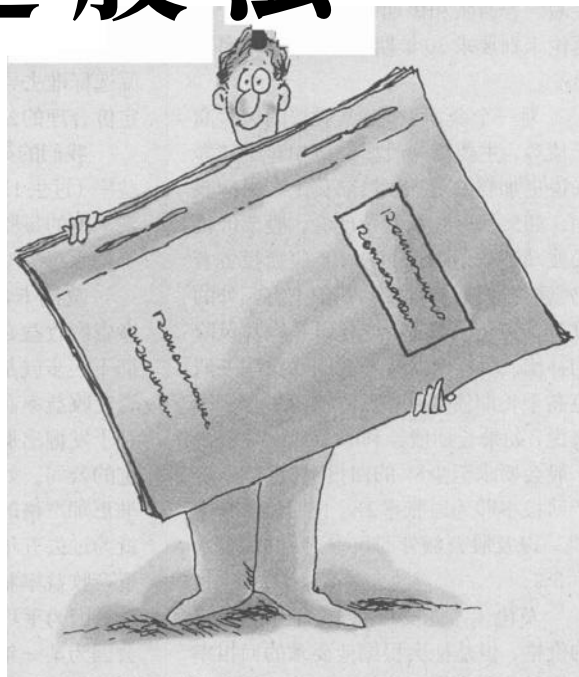
莫伦卡完全以回报率作为其投资导向,寻找相对于风险来说回报预期最高的投资方式。虽然莫伦卡一般只投资于股票,但如果债券相对于国内国外的股票市场以及大小公司来说有吸引力的话,他同样也会考虑债券投资。他的投资领域是整个市场。

莫伦卡采用自下而上的方法选股,

同时根据宏观经济环境对他的选股标准作调整。莫伦卡首先会挑选出净资产收益率高于14%的公司。他指出,自二次世界大战以来,美国上市公司净资产收益率的平均水平即为14%,上下浮动1%。

净资产收益率是衡量公司收益以及管理优秀程度的一个较为普遍的指标。这个指标用年度净利润除以股东净资产表示。它将公司的盈利与股东对公司的投入联系起来。股东净资产用总资产减去总负债表示,也称为所有者净资产,账面价值,或干脆简称净资产。它代表公司投资者的所有权。在资产负债表上,它是优先股、普通股和未分配利润的总和。

净资产收益率意味着股东投入所获得的产出。3亿美元的净资产一年获利1亿美元即30%的收益率,就是很好的水平。而30亿美元净资产获利1亿就很差了。一般来说,净资产收益率越高



越好。

莫伦卡会寻找净资产收益率高于平均水平的股票,但是他愿意为之付出的价格还得根据目前及预期的通胀水平和利率做调整。

2 基准收益率

莫伦卡根据市场预期的通胀水平和利率建立投资组合。越高的通胀会引至

更高的利率水平，因此股票的定价也会趋低以吸引投资者。最后的结果是在一个高通胀、高利率的环境中，市盈率相对来说就比较低了。

短期国债流动性较强，可作为一般风险规避者的投资收益基准。短期国债的利率提供了一个抵消通胀因素的基准水平。如果通胀率为2%，则短期国债回报率至少应有2%。

长期AAA债券较短期国债风险更大，支出的不确定性也较大。这些因素使得投资者在投资长期债券时会期待更高的回报。一般来说，莫伦卡投资长期债券时会要求回报率高于短期国债3%左右。若通胀和短期国债利率均为2%，莫伦卡则要求30年期AAA的回报率为5%。

对一个公司来说，其股票的风险高于债券，主要因为股票价格相对于债券来说更加变幻莫测。然而莫伦卡提醒我们，如果从更长期的角度看，股票价格的波动性就不那么明显了。股票投资者仍需要在债券回报率的基础上有额外的收益，将之作为股价变化以及内在风险的补偿。莫伦卡认为股票的回报率一般应高于长期债券利率3%左右。举个例子来说，如果长期债券利率为5%，投资者一般会要求至少8%的回报率。因此净资产回报率即为通胀率2%、长期债券利率3%，以及股票额外回报率3%的综合水平8%。

莫伦卡不愿支付高于账面价值2倍的价格，但是他会根据他要求的回报率做调整。付出账面价值两倍的价格，并不意味着也为通胀或是债务付出两倍的价格，不过我们应该要求获取资产净值额外收益两倍的水平，这样的话，11%到12%的净资产收益率，与付出账面价值的两倍左右价值相当（ $2\% + 3\% + [2 \times 3\%]$ ，用前面例子中的数据）。

莫伦卡继续分析，因为资产回报率是盈利除以账面价值，那么付出两倍账面价值的价格，获取12%的净资产收益率，即相当于付出利润16.7倍的价格，如以上举例，将通胀、利率、净资产回

报率都算在内： $[(1 \div 0.12) \times 2] = 16.7$ 。

因为本文举例中通胀和利率水平就是对目前经济环境的粗略估计，而且目前净资产回报率平均水平为12%，所以对净资产收益率为12%的公司，莫伦卡将股票价格定为两倍账面价值，或是17倍市盈率的水平。

3

建立选股标准

虽然莫伦卡的选股多为定性标准，但我们会建立一些数据指标，作为基础筛选标准去寻找净资产收益率较高以及定价合理的公司。

我们的第一步筛选是寻找净资产收益率（过去12个月来的每股赢利除以最新季度的每股净资产）高于二战以来的平均水平14%。

莫伦卡希望以低价格买到好公司。净资产收益必须稳定且具有持续性。我们下一步就是要找出过去5年来平均净资产收益率高于14%的公司。这一点有利于发掘出那些经营稳定的公司。如果你想标准更加严格的话，那么就为过去五年每年的净资产收益率制定一个标准，因为平均水平可能会因为某一年极高或极低的水平而歪曲。

合理价格

莫伦卡希望找出定价水平相对于债券利率和通胀来说具有吸引力的公司。早期的实践表明，在当前的市场环境下，如果一只市盈率低于17的股票，其净资产收益率在12%左右的

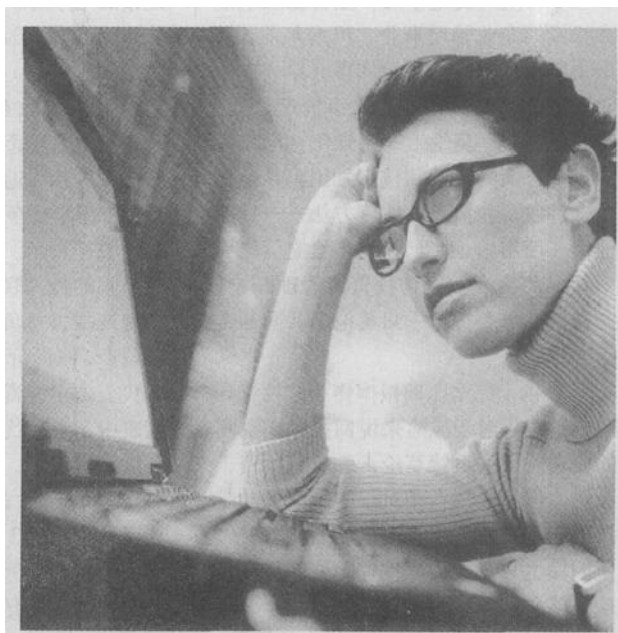
话，则是可以被接受的。莫伦卡的选股标准要求市盈率低于17。

其它因素

莫伦卡认为，公司规模越小，我们对其管理水平越应该重视。但是随着公司逐渐壮大，其管理状况仍较好的话，便进了我们的筛选范围。他的分析着重于从四个角度考察公司：成长性、收益、财务、人力。

成长性在众多因素中格外重要。成长性与净资产回报率之间的关系是关键。如果净资产回报率高于增长率，则公司也许开始产生丰富的现金流。此时一个重要的考虑是公司如何运用多余的现金。莫伦卡认为，绝大多数的公司都拥有其擅长的核心业务，然而当他们涉足其他领域时可能陷入困境。但不管怎么说，现金流有利于公司充分掌握自身命运，这也是莫伦卡将净资产收益率而不是增长率放在首位考虑的原因。

长期来看，在没有新增资产或债务融资的条件下，增长率高于净资产回报率是难以持续下去的。在经营状况易波



4 结论

莫伦卡将他长期以来的成功归之于执著于某种有效的方法,同时思维一定要开阔。

莫伦卡指出,在他30年来的投资生涯中,公众曾三次改变对某些重要问题的看法。他称之为思潮转变,它改变了投资环境。举例来说,60年代行得通的理念,到70年代未必有用,70年代能借鉴的理念,到80年代可能就毫无效用。不同时期公众理念会有所改变,如果一直用旧理念,你很有可能陷入困扰。

在选择股票时,莫伦卡提供了一个有效的框架来研究宏观经济和市场环境。象所有筛选方法一样,莫伦卡的方法只是选股的起点,后面还需要进一步的分析。

动的行业中,公司贷款必须有限制,而且得非常小心。增加新资产会冲淡已有股东的所有权比例,并减小他们持有股票的每股价值。莫伦卡比较偏爱那些净资产收益率能够维持其增长的公司。

成长性筛选标准的第一步是寻找过去五年每股盈利呈正增长的公司,且增长率高于行业平均水平。

销售增长推动公司利润的增长。下一步筛选方法要求五年销售收入增长高于每股盈利的增长或基本与之持平。

利润是另外一个重要因素。莫伦卡指出增加利润的一个有效方法是成本控制,因此他常常关注这个因素。净利润率——净利润除以销售收入——反映出一个公司在运营、管理、财务和税收管理方面的效率。净利润率越高且越稳定就越好。在销售水平一定的情况,利润率的增长会直接引至每股赢利的增长。接下来,利润率在行业之间的比较也至关重要。

不同行业的利润率也有高低。高于行业平均水平意味着公司在该行业具有竞争优势。这种竞争优势可以是专利保护,也可以是公司内部高效率的运作方式。

莫伦卡选股方法要求公司净利润率高于行业中值水平。

莫伦卡下一步就是关注资产负债表。财务状况看起来如何?公司是否有进一步融资的需求?

如果一个公司运作极佳,则负债有助于推进净资产回报率的增长,但负债同时也会使公司增加利息负担,因此在公司发展减缓时会阻碍净资产回报率的增长,也增加了公司还本付息的风险。

基本的杠杆作用选股会考虑一些诸如负债与净资产的比例,或是资产负债率一类的指标。稳定行业的公司可以有略高的负债比率。莫伦卡选股首先寻找资产负债率低于行业中值水平的公司。下一步则要求可支配现金流(经营现金流减去资本支出和股息分配)为正。

莫伦卡研究的第四个因素是劳工关

系。这是个定性要素,在我们整个筛选完成后再考虑具体公司。

另一个附加条件是,通过了解股票在纽约、纳斯达克或是美国股票交易所的哪个市场交易,以此来确定其流动性。最后,美国存托凭证(ADRs)一类股票排除在外。

买卖时机

莫伦卡在建仓时并不企图预测股票的市场走势。他觉得如果他买到优质股票,过不了多久市场也会发现它的。他30多年来的经验并没有揭示出任何可以预测市场走势的可靠指标。如果价格是合理的,那么买的时机就是正确的。莫伦卡认为自己确认股票合理价格比确认合理买入时机要容易得多。

有趣的是,他会密切关注市场以决定何时是卖出时机。在这支股票基本面变得令人失望或是二级市场表现不佳而又不清楚原因的情况下,莫伦卡会选择卖出。在某种意义上,他的法则是当股票的相对价格强度突降的时候卖出。莫伦卡注意到,打电话给公司管理者时,他们会告诉你未来五年里公司有什么好消息,而对于坏消息,之前他们往往不会告诉你,或是等你发现时已经为时已晚。

