

投资低 PE 公司之策略

On Low-P/E Investing

作者: JOHN B.NEFF



投资低 PE 公司之策略

John B. Neff (CFA) 曾任 Vanguard 集团资产组合经理达 31 年之久，其间成功经营 Windsor 基金和 Gemini II 基金。在以下访问中，Fred H. Speece, Jr. (CFA) 将与 Neff 探讨股票投资特别是低 PE 投资策略（其强项）。

问：目前的市场还可以挑选到高收益的股票吗？

答：可以，而且我认为机会不减当年。在离开温莎基金(Windsor) 以后，我仍然奉行低 PE 值选股方法，不过是形式较为集中了。我的自营帐户中有一些慈善基金，给孩子们准备的和我个人的退休资金帐户，这对于我算是大的改变了。我现在持有 8 到 10 支股票，这与所谓的分散投资是背道而驰的，另外我将 30% 的资金投入固定收益作为保障。这样即使哪天狼来了，我至少还有一道门门。

过去 10 年，我的自营帐户每年的收益维持在 20% 左右。虽然今年到目前为止收成还不是很好，不过毕竟还没有到年底。

问：你认为投资有哪些经久不衰的真理？

答：显然，首先是低 PE 值。要在快速增长的行业中搜寻优良基本面的公司，接着潜心研究分析。这个公司要有 7% 或者更强的增长性，不要考虑那些有周期性风险却没有诱人的 PE 值的公司。

其次是要寻找估值洼地的公司或者说创新低的公司。在威灵顿基金公司就职时 (Wellington Management Company)，我每星期都要关注创新低值的股票和 Value Line 中提供的 10 或 12 个统计指标，当然我不是为了吸取 Value Line 的观点。低估值和 Value Line 会从不同的方面给你提供参考。我可以从中去寻找正在成长的公司。

再次要寻找被错误定位的公司。现阶段一个例子就是 Lyondell Chemical 公司。这是美国第四大化工公司，但它同时还拥有美国第八大炼油厂。

当然，即使你对某个公司做过透彻的分析，有时结果还是会让你大吃一惊，我将之称为“免费附加值”惊喜。举例来说，在 Wellington 基金的时候，我持有 Atlantic Richfield Co. 的股票，而正好这个公司在北阿拉斯加发现了油田，这是我们没有分析预测到的。当时我们只知道 Atlantic Richfield Co. 在世界各地找石油，却不曾预料到一旦它找到了石油的结果会这样轰动。再比如我们在 20 世纪 70 年代购买了 Tandy 的股票(现在的 RadioShack Corporation)，这是一家不太被人关注的成长股。可是一夜间整个市场开始热捧个人电脑，而恰巧这家公司负责代理全美个人电脑。这样的结果是我们在研究和购买这支股票时所没有预料到的——这就是我所说的“免费的附加值”。你还可以通过买断 (buyout) 的方式获得附加值，即其他投资者也看中了你手里的公司并愿意出价把它据为己有。

另一条准则是发挥自己的优势，清楚自己的优势和弱势。拿我自己来说，我从来不买技术类公司的股票，因为我知道我的技术知识十分有限。

还有一个好办法就是挖掘一些非专业人士的观点--问问周围的人对某个公司的看法。把专业

的基本面分析和这些非专业观点结合起来，这样有利于你做出决定。比如股价下跌时，比较自己的观点和致使股价下跌的因素，你会很容易知道现在是不是好的投资时机。

问：如果你不是从好公司里面选出市盈率低的，而是从差公司里面选那些市盈率高的，你是不是也可以通过做空从中获利呢？

答：看起来确实是这样，但要考虑税收。如果你做空某个股票并且选择很正确，无论你持有时间多短，你都必须缴纳 35% 的所得税。如果你做空期货，那么长期税率是 60%，短期税率是 40%。所以税率因素使我很少进行做空操作。

问：当市场走势和你的判断不相符时，你怎样决定你股票的持有时间？

答：也许你不会相信，但是事实上市场本身会解决这个问题。回想起来，第一场噩梦出现在 1960 初。当时，Nifty Fifty（漂亮 50）的 50 支股票的市盈率从四十几倍跌到了 20 倍出头，再后来 10 倍出头，直到最后只有几倍而已。那些高成长股最后变成了人人厌烦的“丑陋 50 股”。而我们当时持有的 Tandy, Hospital Corp. 和 Browning-Ferris 就属此类。

到了 1971 至 1973 年，这些股票几乎将我们置于死地。幸好天无绝人之路，我们后来从一些还未被市场发掘的成长性股票中发现了宝藏。捱过了七十年代初期，我们取得了 80% 的收益率，远远高于市场 40% 的均值。慢慢的噩梦减退，我们也恢复了元气。在以后的日子里我们又有过 3、4 次类似的经历。

1980 年，市场预期石油价格将升到 60 美元/桶，凡是和电子有关的股票也会很抢手。而事实上那一年我们做的并不好。1981 年，石油和电子行业遭到了重创，我们倒是在随后的几年里做得不错。

1987 年时，股票市场的市盈率升到了 22-23 倍。因为很难找到价格合适的股票，所以我们保持了 20% 的流动仓位。这也导致我们在这一年的前三个季度落在了别人后面。随着众所周知的当年 10 月股市崩盘，我们在 1988 一年轻轻松松赶超同行。

随后九十年代初，金融中介产业泡沫破灭了，至少市场是这么认为的。我们 30% 以上的资产都投在了金融中介机构，包括储贷机构，银行，保险公司等。股东们都抱怨着说金融中介行业迟早要彻底垮掉。后来的确有些机构倒闭了，但是并非整个行业。最后证明这些股票还是有很好的回报率的。

问：你掌管 Windsor 基金的时候，投资者在你们表现不佳的时候有什么反应？

答：市场中总会有一些变化，并且会影响基金的表现，但你必须坚持自己的选择。Windsor 是一个由低市盈率股票组成的基金，这一策略已写入合同中，投资者对此是知晓并认可的。我们要做的就是尽量把既定的策略执行好。当然，媒体对我们的评论往往是负面的，尤其是我们的股票表现不尽如人意的時候。

另一种使我们遭受非议的情况就是作为低市盈率买家，我们的组合里会时而出现大盘成长股。甚至在走廊里都有人追问我为何如此建仓。我们在低于十倍市盈率时两次购入戴尔，也曾经在此市盈率水平买过家得宝，IBM，施乐，Seagate Technology, Digital Equipment, 和麦当劳公司的股票。所以我们所持有的成长股都是在它们被市场打压到最低的时候买进的，因为那时它们已符合我们的低市盈率标准。

问：现在市场都在讨论基金经理人应该跟踪误差并坚持自己风格，并普遍认为这两条原则可以避免基金经理过分追求特立独行。你认同这种思路吗？

答：我并不认同。这些方法会导致所谓的“管理型指数”。如果紧跟指数，基金就很难跑赢平均值（不论这个均值是多少）。基金经理应该多点自由来管理钱财，因为基金（和基金经理）分属不同类别而客户也有各自的投资需求。经理有义务满足客户的不同要求，不论是低 PE 或者是其他最适合客户的方法。

当然给予基金经理完全的自由也有弊端。比如对冲基金的投资者常常不知道他们会得到什么。因此我认为最佳点应该处于高度结构化的管理指数运作和全部自由投资中间的某一点。

问：你认为从长期来讲，积极型经理可以跑赢标准普尔 500 指数吗？

答：跑赢标准普尔 500 并不难，因为它不是一个真正的指数基金，而是由一个委员会来管理的基金。这个委员负责构建证券组合。以上世纪 90 年代末为例，科技股一度占到了标准普尔 500 指数的 34%。科技股权重的大幅增加给投资者带来机会利用其结构进行反操作。事实上，标准普尔 500 指数委员会的确给投资者提供了大量的机会。

问：对于投资者而言，红利和股票回购具有同等吸引力吗？

答：是的，但是投资收益也很重要。最近被上调评级为 AAA 的花旗集团就正在回购自己的股票。如果正如我所认为这支股票被低估，那么它的资本回报率将会非常出色。花旗集团的年股利增长率为 10%。每周一华尔街日报会刊登按预期增长率和 PE 排列的道琼斯工业股平均成分股，而花旗以 10% 的增长率和 10-11 倍的市盈率名列榜首。但是关于它的投资收益并未提及。事实上，它的投资收益达到惊人的 4.1% 或者 4.2%。这一数字高于 2% 的股票平均收益率，甚至可与长期国债相媲美。

Windsor 的目标曾经是总回报率（增长率加收益率）达到我们购买时 PE 的两倍，但这点现在很难做到。较少被市场关注的成长型股票在过去增长率通常可以达到 12%，收益率达到 2-3%，也就是 15% 的总回报率。我们就会在 7.5 倍的市盈率时买入该公司的股票。相对于市场 10.7% 的收益率，Windsor 收益率为 13.9%，高出市场的 315 个基点中 200 个基点来自于超额收益。换句话说，在我们没有付出任何代价的情况下，我们的组合收益比市场平均高出多 200 个基点。这也就是我们为什么现在给予花旗买入评级，因为现在它的市盈率为 10 倍而公司的增长率高达 10-12%。

问：你如何看待有些公司不惜以现金，甚至贷款回购自己的股票，而不愿支付股利或进行投资？

答：这是由股票的 PE 值决定的。可口可乐公司和 GE 都在高 PE 值上回购股票，我认为这样做毫无意义。一家公司的市盈率为 25 倍，净资产回报率就是 4% 的。我认为这并不是件好事，而花旗和其他公司则不同。总之，PE 和买入价格是衡量股票回购的正确与否的最终标尺。

问：你如何看待基金管理公司禁止其研究员和资产经理与上市公司的管理层见面？

答：我认为这很荒谬，那样做研究员依靠什么做出分析呢？

问：你如何评价基金公司和上市公司执行道德准则的情况？

答：总体来说情况是不错的。当然，也会有安然公司这样的出轨者。我认为分析师和投资者可以通过接触公司的管理层和观察他们如何行事来保护自己。总之，我认为接近 95% 的公司管理能够达到要求。

问：现在的市场是以走势为导向的，你认为低 PE 策略还有同样凑效吗？

答：的确，总是会有人喜欢随波逐流。自从我进入市场的那一天起，技术人员就一直再做图表和走势图的文章。但是如果你关注的是公司的基本面，那么你会发现真正的买入时机。

各个行业都有优质公司，其市盈率处于很低水平。找到你最关心的指标——增长率和市盈率，如果一年内这两项没有实现，那么你就要重新分析并选择另一家低 PE 股票。通常采用这一策略不会遭受很大的损失，因为你购买股票时它的价格已经很低，或者你至少可以收回 95% 的成本而去进行下一次投资。

问：你如何防止掉入价值陷阱？

答：你要做的是保证基本面分析是正确的，如果发生错误或者你的增长率和业绩预期没有实现，那么你就要进行调整，卖出这支股票而投入下一次交易。

问：你如何区分价值经理和低 PE 经理？

答：价值是给别人看的，而低 PE 很容易计算而且有确定性。

问：你卖出时会发出怎么的信号？

答：正如我刚刚提过的，如果你发现所买股票表现不如预期，就卖掉它，如果和预想一致，而且又得到市场的认同，就按照技术指示耐心地抛售。在温莎基金，我们会建立一个模型包含预期成长率、收益和总回报率，从而决定应该出售股票的价格。当股价接近这一价位时，我们就会开始慢慢出手。

通常组合是有百分之百的潜在上升空间，尽管听起来有些大胆，但是我们确实将之定为开始出售股票的风向标。通常我们在到达 65% 的目标收益时开始慢慢出手，根据持股比例的高低，在股价跌到目标升值价的 40% 的时候我们已经把该股票全部出清。

问：你认为大盘股和小盘股，那种能够给你带来更高的回报？

答：我不是很会区分这两类股票，也很难体会媒体对这两类之间孰优孰略比较之真正用意。我们认为他们都有投资价值。

另外，投资者应该对这种类似收购伎俩保持警觉。我们平均每年进行 2 到 3 次的买断操作。吸引我们的主要是良好的行业背景及低 PE，而这些同样能吸引收购公司的投资者。

问：你在 Windsor 时如何看待公司债务？

答：公司过多的债务当然会困扰我们，我们会将之视为对 PE 的削弱因素。如果一个公司债务过大，我们最终会毫不犹豫地抛掉它。

问：对冲基金利大还是弊大？

答：对于市场和投资者来讲，对冲基金的成本太高了。如果发生大家——一些投资经理按照相同的原则购买相同的个股的话，那市场的成本就更高了。

大家还记得长期资本管理基金（Long Term Capital Management）的覆灭吗？那就是由于错误的决策而不是什么庄家行为。现在更过的机构会参与坐庄，无疑又加大了错误决策的可能性。

最根本的问题是对冲基金收取太高的手续费。比如温莎基金的回报率是 13.9%，而如果是对冲基金的话，回报率仅有 11.2%，这还不包含 1% 的管理费（温莎基金的管理费为 16 个基点）。2005 年最佳的对冲基金经理可以挣到 15 亿美元。我想说的是对冲基金胃口太大了，尽管这样说有些以偏概全，因为每个行业都有些例外。

问：很多基金会认为应该旗下应该包含 15-20% 对冲基金，你认为他们有能力把握此项投资吗？

答：我认为他们没有这个能力，不是因为其内部的缺陷，而是因为他们的资金规模通常都在数万亿美元。

问：您刚才提到了 Lyondell，您现在还在关注这家公司吗？

答：是的。这是一家上世纪八十年代末由 Atlantic Richfield 分离出来的公司，也是美国最大的化工公司之一。同时它在休斯敦还拥有美国第八大炼油厂 58.75% 的股份，另外的 41.25% 则由委内瑞拉全资子公司 CITGO 掌握。

这家炼油厂不久前以约 500 亿美元挂牌出售，如果交易成功，它将从高负债（尽管在过去的 18 个月炼油厂已经偿还了 17 亿美元的债务）转为投资评级。成功转型后，它可以回购自己的股票。以现价 21 元每股计算，今年的业绩是 4 元每股，市盈率为 5.1 倍，收益率为 4.1%。除了回购股票，公司还可以增加股利分红。

问：是什么是你对花旗集团格外有信心？

答：是公司的规模。当然还有它的信誉评级是 AAA，以及混业发展。尽管在美国花旗的个人零售业务份额不是很大，但它在信用卡领域一枝独秀，我预计今年的增长率是 10-12%。你如果问我公司将如何达到 20% 的资本回报率，我只能说作为一家好公司它是可以做到的。

问：为什么其他人没有认识到这一点呢？

答：我想是因为公司一直笼罩在 Sandy Weill 时代的阴影下，包括日本的私人银行业务，安然案件等等。公司在金钱和声誉方面都为此付出了沉重的代价。但是自从 Charles Prince 掌门后，花旗已渐渐摆脱了阴影。现在最大的挑战是公司会不会被道德问题束缚而不敢大胆进行创新。

问：有些研究员认为 PE 不如现金流重要，你会看现金流吗？

答：我会的，但是我从来对 EBITDA 等数据不是很热衷，因为我认为利息，税率，折旧和摊销都是合理的费用，忽视他们的指标没有多大意义。我还是会坚持我的低 PE 策略。

问：你如何看待今天的市场？

答：我认为我们的市场还是友好的，经济发展得也不错。我预测 2007 年 S P 的业绩将达到 90 美元，比 2006 年提高 10%。我认为市场具备出色业绩的一切要素：良好的增长，固定美元 GDP 增长率为 3%；2% 的高生产率增长；适度的工资增长；适度的医疗支出，以及

适度的物价增长。

如果我们维持 13.5 倍的 PE，也就是 8-10% 升值和 2% 的收益，那么就相当于 10-12% 的回报率，这与长期债券相当，其他衍生品很难有这样的收益。

问：你认为目前获得的最重要的启示是什么？

答：我们学到了很多，但是你如果问我最重要的是那条，我会选择低 PE 策略。很多股票都符合这一标准。但是执行这一策略时，你要做到不去理会别人的观点，因为你的目标是找到市盈率低的优质行业的优质公司。出色的行业也许不是很多，但是有很多很好的公司。

敬请期待。。。

《投资经典翻译系列之三：与理财大师的对话》