

价值投资不会“踏空”

本轮“疯牛”行情启动时，我几乎满仓。我并没有预测行情会启动，也不是被运气眷顾。我满仓是因为看到一些好公司，它们的股价在漫漫熊市中跌出了价值。

相对所谓的“趋势投资”，价值投资有个好处：在股市底部不太容易空仓或轻仓，所以不太可能踏空。同样的，价值投资者在泡沫顶部也不太可能大举建仓，于是不太可能在高山上“站岗”。

这点在股神巴菲特身上尤为明显。我刚开始研究巴菲特时就有个疑问，他究竟是个选股的（Stock picker），还是个宏观交易员？事实上，如果看股市周期中现金比例的变化，巴菲特的宏观交易表现要超过很多所谓的宏观对冲基金。但是根据巴菲特自己的说法，他其实是个选股的，不太考虑宏观因素，甚至经常忍不住表达对宏观预测的鄙视。

后来我明白了，巴菲特的宏观交易表现是他的价值投资理念决定的。在熊市底部，投资者被悲观情绪统治，导致大量公司价格远低于价值，其中包括很优质的公司。在这样的市场中，巴菲特很难不重仓。反过来，在牛市顶部，投资者被乐观情绪统治，导致很难找到价格合理的标的，于是巴菲特总是在囤积现金。

最近两年中国股市，尤其是港股，被国际投资者抛弃。中国概念被贴上“不可投资”（Uninvestable）的标签，“除了中国都可以”（ABC, Anything But China）成为信条。在世人的唾弃中，本来就不贵的港股，估值跌到荒唐的地步。

港股能便宜到什么地步？我买到过这样的品种：市值低于账上现金，有息负债为零，大股东没有爆雷风险，营收和利润在增长，分红收益率高于 15%。

再举一例，也是我目前重仓的，一家民营开发商。主营业务除开发住宅外，在三四线城市拥有和经营综合商业广场。后者是我关注的，今年租金和管理费收入预计 125 亿元人民币，净利润 50 亿以上（港股拥有其中 2/3）。因为跟消费相关，业绩周期性弱。三四线城市消费尤其稳定，今年商场单位面积租金还在上涨。加上新开店贡献，营收和利润增长接近 20%。这块资产毛估估至少值 500 亿元人民币，但在我买入时，港股市值仅 70-80 亿港币。

另一重仓股，是体育和户外行业的国内冠军。疫情三年营收和利润翻倍，毛利率因为加盟改直营而稳步上升。今年上半年营收同比上升 14%，利润上升 63%。就在不久前，这样的资产估值只有 13 倍 PE。

我的样本显然很有限，但在本轮行情起来之前，港股的投资机会可以说俯拾皆是，只要愿意弯腰寻找。有足够便宜的行业冠军，有更便宜的平庸公司。平庸的公司只要价格足够便宜，也是很好的投资机会。在这样的市场中，如果还空仓或轻仓，找不到一家敢于重仓的公司，我认为不是合格的价值投资者。

慢慢的，外资认识到中国经济没有差到即将崩溃的地步。北京决策层救经济的决

心一旦表露，所有中国概念资产一夜之间要重新估值。这是为什么行情一旦起来，就成了“疯牛”行情。

在疯牛行情中，其实更不容易践行价值投资。随便买什么都赚钱，又何必讲价值呢。最近房地产板块涨得最好的，恰恰是那些已经爆雷的公司。它们能不能走出财务危机，能不能给股东带来正的价值，其实还很不确定。在我眼里，它们没有投资价值，只有投机价值。

但投资品种的股价会和投机品种一起大幅波动，一起上升，然后一起摔下来。股价“过山车”，心情也会“过山车”，这是人之常情。如果在波动中患得患失，试图逃顶或“高抛低吸”，好不容易在底部买到的资产可能拿不住，在远低于目标价的位置拱手让人。

所以在疯牛行情中，不要把股价波动太当回事。股价一天上涨 20%，并没有说明什么，公司还是那个公司。同样的，股价暴跌也说明不了什么，公司还是那个公司，只是一群投机者盲目地进来，又盲目地逃窜。

行情起来，要好好享受“市场先生”的认可。之前在熊市建仓忐忑不安，现在可以如释重负了：价值最终会回归，体现到价格。得到市场先生的认可，应该更加相信价值投资，而不是反过来放弃自己赖以成功的信念。

当然，要做到这点，就要知足。守住好公司，陪伴它成长，直到明显高估。