

把关“自选股”

很多散户是输在起跑线上的，因为他们关注的股票可能都不值得关注。为什么会关注到那些股票？有些是炒股朋友推荐的，有些是炒股软件推送的，还有些是自己“挖掘”的，比如在商场看到喜欢的牌子或者好吃的餐馆，在饭局上听说某公司拿到大订单，于是查到股票代码，买入的同时就纳入“自选股”，也就是散户的股票池。

也就是说，自选股基本靠“缘分”走到一起。而且一旦进入，往往就是一辈子的守候。也许一买就被“套”住，但是不愿割肉，因为迷信股票会涨回来。所以如果跌得多了，还会补仓。倒是有盈利的股票，可能会卖掉“保住利润”。如果卖掉以后股价下跌，会很高兴，一方面自信心倍增，另一方面对这只股票的爱也倍增，以后还会买回来。如果卖掉以后股价持续涨，爱就结束了，会剥夺其自选股籍。这可能是唯一的退出机制。因为从长期看，股价上涨的公司更可能是基本面更好的公司，所以这个退出机制是在淘汰优质的，保留劣质的。

从这样的自选股出发，长期亏钱几乎是必然的。要提高投资回报，恐怕要从起跑线开始，为自选股把关，不让不值得的公司进入。本文分享我的做法，从三个角度鉴别一家公司。

首先，看公司的主要生意，是不是好买卖。如果公司卖的是大宗商品或服务（commodity），那就是平庸的生意，基本不用继续看。这里“大宗”包括所有竞争激烈、供应弹性大、品牌忠诚度低的产品或服务。比如众多 2B 制造业企业，生产一两个部件，依靠下游大厂活着，但是下游大厂不依靠他们，随时可以找到平替。生意很辛苦，没有安全感，不适合我。

2C 的生意也未必是好买卖，比如中低端汽车、电器等，虽然也有品牌，但是品牌忠诚度低、产能容易过剩，在我眼里也是在卖大宗。

如果生意是卖大宗，因为没有品牌溢价，所以毛利率（Gross margin）低。当然，不能排除某些卷王依靠跑量成为牛股。但是朝前看，我不知道谁会是赢家。即便过去是赢家，未来也不能保证继续赢。我躲开平庸的生意，虽然会错过个别卷王，但也能躲过大量输家。

反过来，好买卖都有这样的特征：**卖品牌，买大宗（sell brand, buy commodity）**。主营产品或服务要有品牌溢价，而主要的原材料都是大宗，没有品牌溢价。巴菲特投资的喜诗糖果和可口可乐都是经典案例——产品价值主要是品牌贡献的，成本是糖、水等大宗商品。

因为成本是大宗，所以供应商面临激烈竞争，于是不容易要求涨价。因为自己的产品有品牌忠诚度，所以可以持续涨价而不影响销量，于是可以保持甚至提高毛利率。毛利率高，所以有更多资源投入到产品开发和品牌建设，于是品牌忠诚度更高。好生意天生都享受良性循环。

那么，是不是看毛利率就行？的确，毛利率低的生意不会吸引我，但我还要看营运用费，尤其是销售费用。如果销售费用很高，那么说明卖得很吃力，净利率（Net margin）会很低，所以也不是好生意。

值得一提的是，毛利率高、净利率低的公司也未必不好。有些企业研发费用高，导致净利率偏低。但研发可以视为投资，可能形成有价值的有形或无形资产（如专利），所以潜在的净利率可能比较可观。

总之，没有神奇的财务指标公式可以依赖，还是要从生意本身去判断。

第二，关注现金流。如果一家公司利润不错，但是经营现金流只是利润的零头，那么这家公司不在赚钱，而是在“赚”存货或应收账款。看一家公司业绩时，不能停留在利润表，一定要结合现金流量表。利润表容易被调节，现金流量表不容易，除非审计公司配合造假。现金流量表显示在赚钱，赚钱才是事实。

在现金流量表中，还不能只看经营现金流，还要看投资现金流。有些公司**必须**维持庞大的资本开支，才能在行业中维持竞争地位。这样的公司也不在赚钱，而是在“赚”机器和厂房。所以市场非常关注自由现金流（Free Cash Flow, FCF），即经营现金流减去资本开支：

$$\text{自由现金流} = \text{经营现金流} - \text{资本开支}$$

自由现金流是真正赚进公司的钱，可以用于投资、还债、或回报股东。好生意的自由现金流是稳步扩大的。

筹资现金流也可能有漏洞。我见过一家，乍看有不错的现金流，但仔细看才发现，几乎所有现金流都被并表子公司用于给少数股东分配股利。也就是说，现金流不一定属于普通股股东。

对普通股东来说，无论是“赚”存货、应收账款、机器厂房，还是给少数股东赚钱，都不是真赚钱。不是真赚钱的公司都不值得关注。

第三，估值要低。再好的公司，如果估值太高，也会是平庸的投资。估值过高，说明投资者对公司的预期过于乐观，于是失望的概率很大。相反，如果估值很低，说明投资者对公司不抱多少期望，于是失望的概率小。失望的概率大，股价容易跌，失望的概率小，股价容易涨。

对大多数股票，可以用静态或 TTM 市盈率（P/E）衡量估值高低。如果市盈率高达四五十倍甚至更高，我的缺省选择是忽视它。如果公司没有盈利，那么需要估算它的盈利潜力。如果很难估算，那么还是放弃吧。

当然，这会让我错过一些所谓的“成长股”。理论上说，优质的成长股可能会保持高估值，其股价由利润推动持续上涨（假定 P/E 比例保持不变，E 上升可以推动 P 上升）。但识别真假成长股很有挑战：给定一个成长股的高估值，比如 50 倍 P/E，我没有把握判断这个估值反映了未来的成长性，还是只是高估了。也许公司业绩的高增长还能持续两年，但是两年后估值可能会跟随业绩增速下滑而下降。50 倍 P/E 的公司，如果利润连续两年上涨 50%，同时估值掉到 20 倍 P/E，股价会下跌而不是上涨。

所以成长股投资有双重挑战：判断利润能否持续高速增长，以及估值能否维持。前者已经很难，后者更难。当股价下跌、估值下跌时，我没有把握这只是估值下跌，还是在提前消化未来业绩的下滑。因为估值下跌空间很大，比如 50 倍 P/E 的成长股，完全可以跌到 10 倍（成为“中老年”蓝筹股），所以亏钱风险很大。投资第一要务，是不亏钱。

对成长股投资，我不是完全不认可。很多传奇投资人，因为在早期买入并持有估值很高的亚马逊、特斯拉等成长股，而获得惊人成功。我只是认为，成长股投资和我所理解的价值投资是完全不同的赛道。成长股投资更难，更需要投资人的远见和耐力，不适合我。

我所理解的价值投资，是“好价格买好公司”。也就是捡便宜，且只捡好东西。再好的公司，也要有好的价格，我才投入。价格足够便宜，我才不需要担心估值下降，只需关注公司的基本面。相比成长股投资，这是更容易的赛道。

而且也不用担心等不到好价格。投资的美妙之处，市场总会给“好价格买好公司”的机会。越是在不成熟的市场，越是如此。

2024.10.10