

## 为什么价值投资知易行难（一）：能力圈 |9 月致投资者信

**以投资者为本，创造真正价值。**

——止于至善运营原则

[价值投资在我们看来是什么](#)，在这些年的文章中已经有一定的总结，因此在本文中不再赘述了，姑且可以默念我们提出的公式：

**价值投资≈好资产 + 好价格（缺一不可）**

但是价值投资为什么如此之难，以至于投资大师巴菲特完全公开其理念，逻辑，估值方法，还有常常辅以生动的案例，如喜诗糖果、富国银行、可口可乐、吉列剃须刀等等；

引用名言如别人贪婪时我恐惧，别人恐惧时我贪婪（高盛高管）或是宁要模糊的正确，不要精确的错误（凯恩斯），却**鲜有人可以实现超额收益**？究其原因还是在于，**伴随着市场的愈发有效，价值投资需要同时满足四大基石才可能顺利实现。**

这些基石分别是 1.**能力圈**； 2.**市场先生**； 3.**股票 = 股权**； 4.**安全边际**。

李录（美国喜马拉雅资本）曾经提出，巴菲特对于价值投资理论发展的重要贡献，就在于提出了“能力圈”的概念，也就是提出**必须在自己的能力范围内做投资**。那么为什么在现阶段的价值投资中，能力圈如此重要呢？究其根本原因就在于**市场的愈发有效**。

如果将以价值投资获取超额收益作为价值投资有效性的检验标准的话，那么价值投资已经**从早期的基于相对估值法的分散投资，转为基于绝对估值法的集中投资**，这里的分散与集中，

我个人认为可以界定为 **70%的资金集中在 10 只（含）以内，还是以外的股票数量上，而非单纯地持有多少只股票（比如 30 只）以上就称之为分散。**

在早期，格雷厄姆式的“价值投资”，更加注重于对股票的财务报表进行分析，他尝试找到那些卖价 2000 元，其中装有 3000 元现金的“保险柜”进行投资（**营运资本大于股票市值**），但是随着市场逐步从相对无效到现在相对有效的转变中，这样的方式很快就失效了，而其中使用这种基于相对估值法的分散投资式价值投资最为成功的，要数格雷厄姆的“门徒”：赛思·卡拉曼了（1982 年~2009 年，27 年间总收益率为 10959%，年化收益率 19%，同期标普 500 总收益率为 1586%，年化为 11%），其著作《安全边际》就是在老师格雷厄姆的价值投资理论基础上，着重论述了价格相较于价值之间的折扣，也就是安全边际的重要性。

然而，随着市场的不断发展，越来越多的投资者，研究机构开始围绕上市公司，进行更加广泛且有深度的研究，这种仅仅依靠分析财务报表进行投资的效果越来越差，不用说是市值低于营运资本的上市公司了，现阶段市场上，即使是低于净资产的上市公司数量都较少，而此时基于绝对估值法的集中式价值投资则凸显出其“用武之地”。

**价值投资，就是得到比付出更多的投资**（查理·芒格 2018），然而在早期，格雷厄姆的著作《证券分析》，甚至是 1949 年出版的《聪明的投资者》中，都没有严格地对于“价值”一词的定义，而是以如低 PB、低 PE 这样的模糊性的描述进行的，即使用相对估值法，因此可以说这一时期价值之锚并不明确。

而以巴菲特为代表的价值投资者则认为，**一家上市公司的价值，就等于其存续期内所有自由现金流的折现值**，确定了价值投资之锚，也使得一种截然不同的估值方法：绝对估值法被投资界大规模地使用，推动了价值投资理论与实践的发展，这也是为什么巴菲特总笑称格雷厄姆的价值投资像是在“捡烟蒂”（捡起来还可以抽一口），卡拉曼的价值投资像是诺亚方舟（什么样的股票都有）的根本原因。

那么基于自由现金流折现法 (绝对估值法) 的价值投资, 又有什么样的特点, 使得其如此 “知易行难” 呢? 究其根本原因就在于, **使用这样的方法要对一家上市公司的行业发展、企业运营、管理层能力、价值创造层面有深度的了解, 并进行展望, 估算其 5、10、甚至 20 年后的发展情况**, 这也是为什么巴菲特一再强调能力圈的根本原因。

而能被我们清晰地看到 5-20 年后企业运营情况的企业本身就少之又少, 而且这种确定性强的企业本身也少之又少, 这也使得使用绝对估值法的价值投资者, **通常只持有少量的几家公**  
**司**, 而非诺亚方舟式的投资, 因此这一类投资者并不是为了集中投资而投资, 而是事实上真正的头部企业, 卓越公司 (**强持续竞争力企业**), 本身就没有那么多的数量, 而这种价值投资方式对投资者的要求更高, 因此可以实现超额收益的投资者也就相应比较少了, 仅仅在能力圈这一项上, 价值投资便如此知易行难了, 更何况还有后面三块基石呢? 我们以后再细细分析。

北京止于至善投资管理有限公司

基金经理: 何理

2019 年 10 月 4 日星期五