

金融证券丛书

主編：劉曉明

超级强势股

**SUPER
STOCKS**

SUPER STOCKS

SUPER STOCKS



（美）詹姆斯·L·奥格尔

Dr. James L. O'Neil

金融证券丛书

JIN RONG ZHENG QUAN CONG SHU



经济科学出版社
JINGJI KEXUE CHUBANSHE

金融证券丛书

技术分析精论

〔美〕马丁·J·普林格

超级强势股

〔美〕戴尼斯·L·费格辛

动能指标

〔美〕马丁·J·普林格

期权价格波动率与定价理论

〔美〕戴尔曼·格罗斯伯格

股价指数期货与期权

〔美〕约翰·米德

JIN RONG ZHENG QUAN CONG SHU

丛书主编 刘鸿儒
出版人 蒋宝恩
总策划 田 涛
执行 刘德平 李 强
责任编辑 梁兰英 赵华英
装帧设计 李 萌



超级强权股

CHAO JI QIANG SHI GU



图书在版编目 (CIP) 数据

超级强势股/[美] 费希尔著; 罗耀宗译. - 北京: 经济科学出版社, 2000.2
(金融证券丛书)

ISBN 7-5058-2100-8

I. 超… II. ①费…②罗… III. 股票-证券交易-研究 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2000) 第 01970 号

超级强势股

[美] 肯尼斯·L·费希尔 著

罗耀宗 译

*

经济科学出版社出版发行

社址: 北京海淀区万泉河路 66 号 邮编: 100086

出版部电话: 62630591 发行部电话: 62568479

水利电力出版社印刷厂印刷 新华书店经销

*

690×990 毫米 16 开 15.75 印张 208 千字

2000 年 5 月第一版 2000 年 5 月第一次印刷

印数: 0001-2000 册

ISBN 7-5058-2100-8/F·1495 定价: 25 元

出版说明

随着中国金融改革的不断深化，20年前还非常陌生的金融工具，如今已成为大众所熟悉的投资渠道。资本市场特别是股票市场在中国经济生活中扮演着举足轻重的角色，期货市场逐步完善规范，同时股票指数期权也在积极论证，适时推出。无论是专业人士，还是普通投资者，面对层出不穷的新型金融工具，需要相应的理论指导。目前有关股票市场及各种金融衍生工具的书汗牛充栋，但有关出版物多向两个极端方向发展。要么采用高深的理论方法进行阐述，适用于学术研究，却缺乏实用价值；要么采用比较简单的论述，以迎合“妙法淘金”的大众心理，缺乏理论基础，从而缺乏科学性和严密性，以致造成误导。

有鉴于此，我们出版这套《金融证券丛书》，将西方有关股票市场及各种金融衍生工具的最新著作奉献给读者，目的在于寻找理论与实务的最佳结合点，弥补文献在这一方面的空缺，以期对实际的交易者有所帮助。

《丛书》首批推出的五本书为《技术分析精论》、《超级强势股》、《动能指标》、《期权 价格波动率与定价理论》、《股价指数期货与期权》。

《技术分析精论》全面介绍技术分析体系，与以往仅将技术分析局限于股票市场投资不同。本书以美国股票市场为主，同时涵盖了国际股票市场、商品市场、外汇市场，在读者面前

展现技术分析的广阔应用前景。

《超级强势股》基于实践经验提出了股票投资的一些新的理念，强调 *PSR* 指标的运用，易于理解而又有理论基础。

《动能指标》具体分析了技术分析中动能指标的原理和应用，全面介绍了这一以往被忽视的指标体系。

《期权 价格波动率与定价理论》结合理论与实践上的技巧，讲解期权的原理，并讨论实际交易中可能遇到的问题，实践是本书的核心。

《股价指数期货与期权》详细介绍了股价指数、股价指数期货与期权的起源、发展、定价以及实际操作与应用，对我国有极强的现实指导意义。

这套《丛书》的英文版是由麦格劳·希尔（*McGraw - Hill*）出版公司出版。出版之后，受到业内权威人士的高度评价。我们参考台湾出版的中文译本，经由刘李胜、张斌、刘利、程华、何宝、郑永刚、翟祥辉等先生翻译审校，出版了中文简体字版。同时，我们还在积极策划出版其他有关金融衍生工具的译作，不久将陆续与读者见面。如果本套《丛书》能够为专业人士和广大投资者提供在实践中运用的理论，我们将感到十分欣慰。

本套《丛书》在出版的过程中得到了北京信都北方文化发展有限公司、投资与合作杂志社的大力支持，特此鸣谢！

目 录

丛书序言	刘鸿儒 (1)
序	(1)
谢词	(1)

第一篇 解剖超级强势股

第一章 从“阵痛”找致富良机	(1)
分析超级强势股——寻找“完美的阵痛”	(1)
第二章 阵痛何以掀起巨浪?	(13)
在患难中成长	(13)
最早的警讯	(13)
他们棒打落水狗	(17)
“成功之母成千上万，失败找不到爹娘”	(18)
有些公司能东山再起，有些则不能	(19)

第二篇 价值分析

第三章 传统的股票定价方法——

 谜题：市盈率 10 倍太高，1000 倍却太低 … (23)

问题：如果击向左外野或右外野都没效，那就换球场	(23)
以盈利为基础的方法	(24)
“价格低估，低市盈率”学派	(24)
成长股学派	(25)
葛雷姆法——“突出但不够好”	(27)
解决之道	(28)

第四章 定价最重要——

利用价格营业额比率	(31)
牛、熊与火鸡	(31)
了解价格营业额比率	(32)
比较价格和营业额的关系有什么意义？	(34)
个案研究：资料点	(36)
所谓超级强势股，是指与公司的规模相比，	
PSR 值偏低的超级公司股票	(38)
看准股票	(42)
成长之际逆流上游	(44)
高处不胜寒	(44)
梦想国度的门槛	(45)
股票公开上市的经济学	(46)

第五章 价格研究支出比率——

好头脑的代价	(49)
问题——捕鲸	(49)
价格研究支出比率是什么？	(50)
研究只是一种商品	(50)
市场研究引导技术研究	(51)
解决之道	(53)
PFR 运用准则	(54)
PFR 的问题	(55)

第六章 价格营业额比率运用到非超级强势股上

.....	(61)
一般 PSR 观念	(61)
过去的教训——20 世纪 60 年代和 70 年代初多头	
市场的 PSR 值	(62)
PSR 值和美国伟大的烟囱工业股票	(72)
拿 PSR 值当选取进出时机的工具	(76)
选取股市进出时机的费雪准则	(76)
股市“垃圾堆”的 PSR 值	(76)

第七章 丑小鸭变天鹅——

20 世纪 30 年代的神话	(79)
走过扭曲的历史	(79)
IBM 不是成长股?	(80)
投资 PSR 值低的股票获利突出	(84)
所有这些杰出公司有什么特色?	(86)

第三篇 基本面分析

第八章 超级公司：经营层面——

不为人知的优异表现	(89)
基本经营特征	(89)
成长取向的心态	(90)
卓越的营销能力	(92)
管理层有无控制好营销工作?	(95)
业务和服务如何处理?	(96)
寻找别人没有的优势	(97)
顾客是不是获得“物超所值”?	(99)
劳工关系很重要	(100)
财务控制——问题与答案	(101)

第九章 避免风险——

避免竞争	(105)
大卫和食蚊兽	(105)
避开食蚊兽游荡的地方	(105)
日本人进击大市场——有时候	(107)
小（以及与众不同）即是美	(108)
财务数字背后有谁作证？	(110)
谁握有控股权？	(110)

第十章 利润率分析——

我这一生最想要的是别人没有的优势	(113)
问题	(113)
若干定义	(114)
鉴往知来：谁来踢醒睡狗？	(114)
有疑问就问	(116)
从贫穷到富裕	(116)
必须做一些独特的事情	(119)
这一生我想要的是别人没有的优势	(120)
高市场占有率可以是一种竞争优势	(121)
相对市场占有率更为重要	(122)

第十一章 利润率分析（续）——

公式和准则	(125)
利润率分析的预测公式	(125)
一些例子	(126)
利润率分析准则	(128)
没人十全十美——你也不必	(130)

第四篇 动态过程

第十二章 采取行动——

狂亦有道	(133)
神奇的钥匙在哪里?	(133)
机会很少有标示	(136)
寻找价格营业额比率偏低的股票	(136)
寻找赔钱公司	(137)
寻找定性评估突出的公司	(138)
最棒的研究设施不需花钱	(140)
分出一些时间研究时间因素	(140)
阅读一些奇特和少为人知的刊物	(141)
避免华尔街的竞争	(142)
拜访公司	(144)
伸脚进门	(145)
接触顾客、竞争对手、供应商和投资专业人士	(145)
做结论的时候到了	(147)

第十三章 把钱带回家——

何时卖出	(151)
玫瑰花何时凋谢?	(151)
高处小心提防	(152)
长期抱牢好股才正点	(153)
卖出之后便抵终点	(154)

第十四章 佛贝提姆公司——

迪斯可宝宝	(155)
早期历史	(155)
总裁走了	(157)
与竞争对手比较	(158)

股票和 PSR 值	(165)
一头投入	(166)
打盹的竞争高手醒了过来	(169)
一路笑到银行	(172)

第十五章 加州微波公司——

乘浪而行	(173)
早期历史	(173)
这家公司值得进一步研究	(175)
哇！另一只鞋掉了	(179)
一头投入	(181)
乘浪而行	(182)
新血	(185)
每个人都喜欢结局圆满	(187)

附录

附录一 访问企业管理人员应问的 35 个标准问题	(191)
附录二	(195)
附录三	(197)
附录四 让物料有进展	(199)
附录五 还没发生的个案	(201)
附录六 修 完	(205)

丛书序言

为了加速培养我国证券业发展所急需的、适应 21 世纪我国证券市场国际化发展所需要的，通晓国际证券市场运作技术、法规惯例、管理经验和动态的人才，经济科学出版社出版了这套《金融证券丛书》，这是一件富有建设性和长远意义的工作。我国大陆首次出版的这 5 部翻译著作，都是由国外享有盛名的证券业专家所撰写。他们以全球证券市场特别是美国证券市场为背景，结合自己的亲身实践，把理论、知识、技术、实务融为一体，深入浅出地对股市技术分析、超级强势股、股价指数期货和期权、动能指标、期权—价格波动率和定价理论等进行了比较系统的阐述。这些理论和知识属于国际证券领域的尖端课题，是国际证券从业人员的必备知识，对我国的广大证券从业者和投资者也很有参考价值。

江泽民总书记在《关于〈证券知识读本〉的批语》中指出：“搞证券是现代经济中一门复杂的学问。各级党政领导干部、企业领导干部和证券工作者务必勤学之、慎思之、明察之，务必在认真掌握其基本理论和有关法律、法规的基础上，不断提高驾驭和正确运用证券手段的本领。”江总书记的批示，深刻揭示了现代证券业务的艰深和复杂，为我们掌握这门学问、正确运用这一手段提出了殷切希望。证券业是知识高度密集的行业，又是具有高风险的行业，提高证券市场参与者的素质极为重要。只有勤学之，才能不断掌握新的知识和技能，及时了解国际证券市场的新的发展动向，主动适应证券市场发展和创新的要求，提高驾驭和正确运用证券手段的能力；只有慎

思之，才能不断揭示和发现新的证券市场规模，正确把握市场走势，趋利避害，理性地做出各项决策，使证券市场的各项功能得到正确发挥；只有明察之，才能实现严格的监管，及时查处各种违法违纪案件，维护证券市场安全运行，有效防范和化解金融风险。一句话，只有学习、学习、再学习，实践、实践、再实践，才能不断提高自身的全面素质，成为一名合格的证券从业者，在当代证券领域有所作为。在不断学习和实践的过程中，既要掌握适合我国国情的专门知识，还要掌握国际通行的运行规律和操作技巧；既要掌握目前现行的各种有关知识，还要掌握适用于未来的各种前瞻性知识。

21 世纪是知识经济时代，也是迎接挑战的时代。经过近 10 年的发展，中国证券市场在规模、结构、技术手段和国际水平等方面得到了全面发展，在促进国有企业改革和国民经济发展方面发挥着越来越重要的作用。展望未来，我国证券市场有着巨大的增长空间和发展潜力，将会进一步完善其各项功能，对国有企业改革、经济结构调整，对改革开放和现代化建设发挥更加积极的作用，证券市场的发展也将走上一个新的台阶。特别是中国加入 *WTO* 后，国际金融市场对我国证券市场的影响将进一步加深，我国各项证券市场政策的运用要更多地兼顾国际国内多方面的因素，对监管层面操作的要求更高。广大证券从业者和监管工作者任重而道远。我们必须面对现实，振奋精神，坚定信心，提前准备，为把我国证券市场建设成“发展健康、秩序良好、运行安全”世界一流市场作出更大的贡献。

在人类迈进 21 世纪、开始新千年的重要时刻，我希望这套丛书的出版能够发挥有益的作用。

刘鸿儒

2000.4.6

第一版 前 言

近十年来，期权交易蓬勃发展。不仅传统的市场参与者、投机者、避险者与套利者纷纷进入期权市场，而且愿意在这些市场中自行承担风险的场内交易员人数也急速增加。然而，当交易者初次进入期权市场时，其绩效大半不甚理想。确实如此，交易者在期权市场中往往需要经年累月地进行摸索，才能够积累足够的经验，掌握各种市况下的生存与成功之道。不幸的是，大多数交易者都不能度过这段学习的期间。期权本身的性质，市场交易的复杂程度，以及种种不可预期的风险，这一切似乎都不利于没有经验的交易者，甚至促成他们最后的失败。

新进的交易者如果事前能够有充分的准备，通常都可以避开大部分的痛苦经历。不幸的是，目前市面上的期权书籍都是朝两个极端的方向发展，要么采取高深的理论方法而仅适用于学术研究的领域，要么采取过度单纯的角度而把期权视作交易股票或商品的另一种渠道。对于态度严肃的交易者来说，这两种方法都不符合需要。在第一种方法中，不仅所涉及的艰深数学已经超越大多数交易者的能力范围，而且所依赖的理论性假设也经常违反实际情况。第二种方法则不能提供充分的专业知识，不足以让交易者了解他所必须熟悉的各种策略，以及实际承担的风险。

本书的宗旨是希望结合理论上与实务上的技巧，借以填补

期权文献在这方面的空缺。另外，本书是针对态度严肃的交易者而撰写的。这包括基于工作需要或自愿介入期权市场的交易者，以及希望通过期权而掌握最佳机会的交易者。当然，如果读者仅希望了解期权市场的概况，本书也是很好的参考书籍。追求任何领域的新知识，总是可以增添生活的色彩。可是，期权是需要花费相当精力才能够了解的一门学问，态度严肃的交易者或许比较愿意付出这方面的代价。

本书在内容的表述上，希望通过直觉的角度来讲解期权的理论，并讨论交易中所可能遇到的实际问题。如果读者有充分的数学背景，当然可以参考这方面的许多绝佳论文与书籍，并深入研究期权的定价理论。可是，作者必须强调一点，成功的期权交易绝对不需要依赖这类严格的数学方法。事实上，绝大多数的期权顶尖交易者都没有涉猎期权的数学理论。即使他们尝试这么做，恐怕也无法了解其中的艰深数学。

本书的内容在很多方面都一定会反映作者个人身为场内交易员的背景。精密的避险策略（例如投资组合保险）或复杂的价差交易策略，我们都只做简略的介绍。可是，促使一位场内交易员得以在期权市场获得成功的期权价值评估原则，它们也同样可以让任何参与者充分掌握期权的交易技巧，而不论他的交易动机如何。除此之外，作者也将强调场内交易员刻骨铭心的一项教训，但非专业的交易者经常疏忽它的重要性。如果没有合理地对待期权交易的潜在风险，并充分地了解风险管理的技巧，今天的获利将很快转变为明天的损失。

由于集中市场近来引进许多期货合约的期权，而且这些交易也引起普遍的兴趣，所以作者经常会以这些期权作为说明的范例。可是，适用于期货期权的交易原则，也同样适用于商品、个股与股票指数的期权。

本书的主要内容是取自作者在“芝加哥期货交易所”（CBOT）从事交易员训练的授课教材。另外，作者还通过各

种途径搜集资料，而使本书的内容尽可能完整。在搜集资料的过程中，许多场内交易员都曾经提供宝贵的意见与评论。除此之外，我希望特别感谢“芝加哥期货交易所·教育训练部”的格雷格·门罗 (Greg Monroe) 与“芝加哥商业交易所·研究部”的马克·齐普兹克 (Mark Fzypczynski)，他们提供了许多资料与批评，还有“货币投资国际”的戴维·伊斯比斯特 (David Isbister)，本书表格中的许多数据都是由他提供的。

谢尔登·纳坦恩伯格
于芝加哥

第二版 前言

1986年当我最初与出版商洽谈本书的构想时，曾经引起了普遍的质疑，这类专业的书籍是否有足够的读者。毕竟来说，专业的期权交易员究竟有多少？结果非常令人意外，本书不仅引起了专业交易员的兴趣，也得到许多业余者的青睐。

第二版的结构并没有太大的变动。新增添的内容对于专业交易员有比较直接的关系。虽然业余者对于这些内容可能也有兴趣，但专业人士是靠交易为生，他们必须透彻地了解期权，所以也比较愿意花费心思和时间。

在第二版中，我尽可能纳入一些评论与建议，这是第一版读者的普遍要求。以下列举比较重要的新添内容：

增加股票期权的比重—当我撰写第一版时，重点放在了商品期权上。这主要是基于营销的考虑。当时，市面上已经有数本股票期权的书籍，但商品期权的著作尚不多见。可是，由于第一版的成功，再加上 CBOE 内一些朋友的建议，我觉得应该增加股票期权的比重。

强调价格波动率的概念—由于这是决定期权价格的最关键因素之一，本书的第二章深入探讨价格波动率的性质与种种考虑。

利用一整章的篇幅讨论股票指数期货与期权—对市场愈来愈重要，彼此之间的关系也愈来愈紧密，任何期权书籍都必须讨论这个领域。虽然一章的篇幅不足以涵盖整个指数市场，但我尽可能理清它们与期权传统市场之间的差别，并说明这些差

别对于交易策略的影响。

探讨市场间的价差交易—大多数的精密交易都涉及两个现货市场之间的期权价差交易。第十六章将讨论相互关联的现货市场、它们的关系，以及如何利用定价错误而进行价差交易。

深入讨论价格波动率的偏颇现象—这可能是大多数交易者最感到困惑的一个领域，不同执行价格的期权经常有不同的隐含价格波动率。我尝试探讨这个现象，并提供几种处理的方法。

我也删除两篇附录：

电脑软件的介绍—新的软件不断地在市场推出，我不可能完整列举厂商与产品的清单。另外，我也不熟悉每一种软件，如果不小心遗漏某个好产品，这对于厂商可能很不公平。交易者挑选软件的最好方法，是与其他交易者交换意见，或阅读一些期刊，借以了解各种软件的功能。

历史价格波动率的资料—在第一版中，我认为新进的交易者可能无法取得价格波动率的资料，所以附上某些期货合约的历史价格波动率图形。现在，几乎每位期权交易者都可以取得某些形式的价格波动率资料，所以书中没有必要再提供这类的图形，而且这些资料很快就过时了。

如同本书的第一版，我不是以理论的角度来撰写本书，也不打算取代任何期权理论的好书。理论之所以重要，那是因为它是达到目的—市场中实现交易期权—的一种工具。本书所涉及的理论性部分，我都尽可能以非技术性的角度说明。有关更完整的期权定价理论，读者可以参考“参考书目”中的高级参考书。

本书不打算帮助读者做出任何决定，也不试图告诉读者如何交易。期权市场有许多成功的途径。

谢尔登·纳坦恩伯格
1994年6月于芝加哥

序

本书提出了一些效果很好的新理念，同时也改变了一些旧理念。这些年来，在我的投资之路上，它们给了我无比的信心。有了它们，你在投资之路上，也可能更有信心。信心是很强的力量，因为它能让你在别人束手无策时，毅然采取行动。投资要成功，不能没有信心。

大部分投资著作经常老调重弹，为什么这部书与众不同？

本书提出了前所未有的新概念

=====

这些概念很容易被采纳，但用来判断股票的价值，则是精妙和强有效的新方法。它们可以帮助你避免投资错误，并寻找赚取厚利的良机。它们特别为专业人士或有兴趣（即使经验不够）的业余投资人量身订做。本书在追寻“超级强势股”的架构中，说明这些新方法如何使用。所谓超级强势股，可以定义如下：

买进后3到5年内，价格增为3到10倍。

这些股票是超级公司的股票，但买进价格与劣等公司的股票相近。

超级强势股创造的长期报酬率，一年达25%~100%。很少有股票长时期内有这么好的表现。能有这种表现的股票，具备一些共同特征。本书会谈及这些特征，以及如何把它们找出

来。要成功投资超级强势股，需要首先了解四个不同的课题：

我称之为“阵痛”（*glitch*）的现象。

利用强力而有效（但是用起来很容易）的新方法，确定用多少钱买一只股票最合适。

超级公司与其他一般企业有什么不同。

一种“动态”过程，以便在现实世界中找到这些机会并采取行动。

每个人都可以避开经常纠缠大部分专业投资人的陷阱。避免犯错只是起步，学习一些原则，你会了解攀上投资成功阶梯的每一步骤。这些原则提供了简单的方法，让你的表现超越大部分专业人士。但它们也能给专业人士提供一个严谨的基础，并根据这些基础去操作。

这些方法真的管用？会不会很难？这些方法要用得好，不需要很高的智慧或者道听途说一些内幕消息。每个人都能成功地运用这些原则，只是好坏程度有别。

这些方法能获得什么样的成果？1981年初，我为客户和自己买了佛贝提姆公司（*Verbatim Corporation*）的股票，占这家公司普通股总股数的1.5%左右。佛贝提姆生产的软盘用于小型电脑系统。那时候，华尔街上几乎每个认识我的人都认为我疯了。如果要投资生产软盘的公司，他们都说应买戴山公司（*Dysan corporation*）的股票。他们认为戴山拥有的技术和管理阶层最好。

他们指出，佛贝提姆的管理阶层素质差、技术差、产品差。一般投资人的共识是，它的财务欠稳定，前途多艰。有些人甚至说它难以生存。

两年后，佛贝提姆的股价涨到我原始买价的15倍以上。佛贝提姆的股票大受欢迎，但价格较高，从价值线（*Value Line*）到许多大型经纪公司和银行，每个人都说它好。

是什么原因使得佛贝提姆的股价涨那么多，而当初人人弃如敝屣？其答案正是本书要做的事——如何慧眼识英雄，在绝大

多数股市投资人都不屑一顾之际，抢先找到超级强势股？

为什么要把这些观念与你分享？

+++++

写一部书要花费很多心血。着手写书之前，我曾深思熟虑。浏览过我的书架上许多书之后，一位比我聪明的作者把我的想法陈述得完美无瑕。这位作者讲的话，出现在《普通股但利润不普通》（*Common Stocks and Uncommon Profits*）一书的序言中：

这些年来，我发现自己必须不厌其烦地向个人所管理的基金投资人解释何以我要采取某些行动。只有如此，他们才能了解为什么我要买一些他们完全没听说过的证券，说服他们不要一时冲动弃基金而去，好让我有充裕的时间让市场报价开始证明买得有理。

我慢慢地兴起了一个念头，想把这些投资原则汇集成药，印成文字，留下纪录，以便查考。因此，我开始探讨这部书的组织结构。接下来我想到许多人，其中大多数都买了基金，但其规模不如我管理的基金，虽然我所管理的基金只有少数人投资。这些年来，他们来找我，问到身为小额投资人的他们，如何踏出正确的一步。

我想到无数小额投资人处境之艰难，因为他们无意中吸收了各式各样的想法和投资观念。但多年来的证明，代价太昂贵了，可能的原因是他们从未面对更具根本性的观念挑战。最后我想到与另一群人的许多对话，他们对这些事也很感兴趣，只是出发点不同。他们是股票公开发行公司的总监、财务副总监、首席财务官，许多人渴望尽可能了解这些事情。

我得到的结论是，需要写一部这样的书。希望这样一部书以非正式的写法，把我想讲的事情以第一人称的方式告诉读者。书内用到的大部分语言、许多例子和比喻，与我把这

些观念亲口告诉买我基金的人一样。希望我的坦诚，有时是直言无讳，不致于冒犯任何人。特别希望书内所提到的观念有其价值，或能稍补文笔之拙。

这几段话，充分表达了我的想法。

肯尼斯·L·费希尔

谢 词

——本书诞生的过程

这部书让我想到那句久经考验的话语：“书不是写成的，而是改写的。”个人电脑问世，可以做很多改写工作，否则以个人浅薄的见解，恐怕难以应付。在本人撰稿的过程中，许多人对该书做出了重要贡献。

《福布斯》（*Forbes*）杂志主编吉姆·米凯利斯（*Jim Michaels*）激发了我写第六章和第七章的念头。我认为这两章等于是他写的。我们在曼哈顿共进午餐之前，吉姆已看过我早先的草稿。他指出，我的定价（*Pricing*）观念如能在更广的架构中证明有效，会更具有吸引力。吉姆建议我不妨回顾以往，同时也触及不同的股票类别。他问：“你做得到吗？”其实，他的意思是：“还是我来做？”理论上相当简单——很好的想法——做起来可是大费周折。

幸好很好的灵感有时会自行往前推进。与我共事的杰夫·西尔克（*Jeff Silk*）十分热心，接下来3个月投入很多时间在这件事上。我觉得，他的研究成果是《超级强势股》这本书的精华之一，我要对吉姆提出构想，杰夫努力做事，致以深谢。杰夫年轻、聪明，我有这样一个人才可用，是因为他太年轻，这个世纪还没给他其他更好的机会。

汤姆·乌尔里克（*Tom Ulrich*）也提供了许多数字统计方面的帮助。他曾在费雪投资公司（*Fisher Investments*）做事，

为了更远大和更美好的事物而离去。第三、四章大部分数字搜集计算工作，是汤姆做的。

斯坦福大学商学研究所的杰克·麦克唐纳（*Jack McDonald*）很早就向我建议，把文章中许多不必要的累赘词句删除。他让我看了修改之后，更像一本以严谨态度写的书。第八章至第十一章可见他的指导功力。

本来我对金融界不假措辞批评的一些文字，斯坦利·克罗尔（*Stanley Kroll*）帮助我缓和了语气，使得结论不再那么激昂。特雷恩，史密斯顾问公司（*Train, Smith Counsel*）的约翰·特雷恩（*John Train*）是位很出色的作家和成功的投资专家，指点我如何选择出版公司，而且给我上了一课基本的写作课程，介绍我看《写作基本要素》（*The Elements of Style*）。所有想写作的人，都应看这本书。

哈珀和罗（*Harper & Row*）公司的哈丽雅特·鲁宾（*Harriet Rubin*）很早就替她的公司拒绝出版这部书，但对这部书的结构和形式提出一些中肯的批评。我把她的意见纳入第一份完整的草稿中。很遗憾，好处只是单向流动。弗兰克·布鲁尼（*Frank Bruni*）博士校订了我原来的第一章（后来删除不用）。在这个过程中，弗兰克告诉我还差多远，因此我首次体会到应持有务实的态度。加州银行的托尼·斯帕（*Tony Spare*）建议我注意技术性用语，以便适合于我希望抓住的读者群。

家父菲尔·费希尔（*Phil Fisher*）一直是最严厉的批评者和最坚定的支持者。他了解我比任何人都久，也是十分成功的投资人和作家，特别适合批评我的作品。他以无比的耐心，看了我早期构思和写作不良的涂鸦，做了很多批评，指导我终于写成这部书。他不留情面地告诉我，为什么某些地方需要改写得更好。

萨姆·阿伦森（*Sam Aronson*）、阿尔·哈夫特（*Al Haft*）和蒙特·斯特姆（*Monte Stern*）很耐心地从投资人的观点阅读

原稿。他们费神逐段的告诉我，哪些地方能扣人心弦，哪些地方令人昏昏欲睡。

还有罗纳德·比恩（*Ronald Bean*）博士、比尔·戈尔曼（*Bill Gorman*）和鲍勃·麦卡伦（*Bob McAllen*）等其他人，也对原稿的某些部分，贡献了同样多的心力。戈尔曼的评论，加上哈丽雅特·鲁宾的说法，有助于我重新构思本书的第一部分。第三、四章的初稿反映不好，在我泄气之际，麦卡伦敦促我持之以恒。罗恩·比恩（*Ron Bean*）建议我找个编辑专家协助，言下之意是使我想说的某些事情可以说得更好。于是我找到了巴巴拉·诺布（*Barbara Noble*）。

我的妻子谢里（*Sheri*）晓得我需要别人帮忙，开始四处留意有编辑经验的人。她介绍我认识巴巴拉·诺布，事情开始进展迅速。巴巴拉不只专为我做编辑工作，也教我尽个人最大的能力写作。刚开始她监视和编辑我写的每一样东西，因为她知道我需要这么做。接着，她培养我的能力，就像母鸟催促小鸟离巢自力更生。巴巴拉认为我能自行处理的地方，便不再过问。这对我是很好的学习方式。本书如让读者看得懂，巴巴拉功不可没。她既有热心又有耐心。我十分感谢。

同样，如果没有珍妮特·瑟斯顿（*Janet Thurston*），这本书也会难产。珍妮特是我在费雪投资公司的左右手，当营运长。我想做某件事情的时候，不管是什么，总是交给她，因为她是我极少数不用担心结果的一人，总是一开始就把事情做对。她替我核校文稿，督导原稿的制作，每当我感到举步维艰时，她便替我承担愈来愈多的负担。

原稿接近完成时，我需要找些没被早先所看东西左右、拥有崭新见解的人来看一次。这时，同一批人看了他们先前没看的部分，另一些人则是首次看我的原稿。安妮·布罗迪（*Annie Brody*）、肯·科斯凯拉（*Ken Koskella*）（她也通过罗伯塔·谢尔登（*Roberta Sheldon*）介绍我认识安妮（*Annie*））、杰克

·尤弗拉特 (Jack Euphrat)、沃利·哈格伦德 (Wally Hagglund)、吉姆·帕尔姆 (Jim Palmer)、亨利·罗伯茨 (Henry Roberts)、史蒂夫·沃尔斯克 (Steve Walske) 以及其他很多人, 难以在此一一提及, 都有全新的看法, 指出应强化的地方, 并做最后的润色, 本书才能付梓。

还有很多人在各个阶段以其他方式给予帮助。例如, 在桑·梅托 (San Mateo) 拥有书店 (the Book Store) 的弗雷德·库卜 (Fred Kurp), 是童年时期的好友, 花很多时间向我说明像这样一部书怎么写才能卖到零售书店。弗雷德和迪克·纽豪斯 (Dick Newhouse) 介绍我认识布鲁斯·德加门克 (Bruce Degarmeaux)、杰克·奥利恩 (Jack O'Leary) 和汤姆·特宾 (Tom Turbin) 等书商, 他们很慷慨地腾出时间见我。托恩·费赫蒂 (Ton Faherty) 帮忙尤多, 告诉我《超级强势股》这样一部书如何迎合出版商。

有了出版商同意出书, 安妮·布罗迪开始以代理人的身份, 与出版商谈条件, 并以长途电话与我密切联系, 表现出色。我已经和安妮以及其他代理人谈了一段时间, 商讨如何找出版公司, 但安妮做事最勤快。由于她的建议, 我删除了原稿中若干地方。中心书廊 (Central Park Books) 的杰夫·舒特莱夫 (Jeff Shurtleff) 允许我们使用他的书架, 以及试拍封面所用的一些设计概念。

特别感谢出版公司准许我在最后一刻加进附录六。这个附录具有深远的意义, 可能和书内其他地方一样重要。

受时间和空间的限制, 我无法提及帮过忙的每一个人。由于篇幅有限, 或者因为疏忽而未提及的人, 请予见谅。对这些人, 不能不再说很多声谢谢。

许多作者都借谢词表达对家人的谢意, 我更觉得有必要这么做。我的妻子谢里真的在这本书上花了很多心血。她不只找到巴巴拉·诺布这样一位强手, 也花很多时间帮助我, 有时是

她一人，有时是与珍妮特·瑟斯顿 (Janet Thurston) 合作。她把自己的艺术事业生涯放在一边，花无数时间影印早期的草稿，和维持各种事情顺畅运作。这大概是她惟一有机会在1983年大部分时间都必须和我见面的原因。同样，我也欠克莱顿 (Clayton)、内森 (Nathan)、杰斯 (Jess) 3个儿子一年的光阴。他们很体贴，在我关起门来，坐在洗衣室的电脑前时，忍受晚上、周末、假日没有爸爸作陪的日子。

谢谢你们所有的人，帮助我说出想说的话，给了我不需要再经历但永远忘不了的经验。

肯尼斯·L·费希尔

第一篇

解剖超级强势股

第一章

从“阵痛”找致富良机

分析超级强势股——寻找“完美的阵痛”

最有赚头的普通股是年轻、成长快速的公司，但目前遭到投资人的冷落。这种股票会愈来愈有价值，因为公司规模会愈来愈扩大，金融界终有一天会认清它的真正价值，并提高它的价格。

年轻、成长迅速的公司，成长过程通常有周期性。形成这个周期的原因很多，其中最重要的是“产品生命周期”，(*product life cycle*)。这种公司的管理阶层通常很年轻，没经过大风大浪洗练，因此，可能犯下严重的错误，造成亏损，甚至危及公司的生存。最好的年轻公司是能从自己的错误中学习，脱胎换骨之后，未来前途更加光明。

犯错误其实不能说是公司体质疲弱的象征，毋宁说是成长进步的好机会。很少有公司能够年复一年地快速成长，中间难免出现一些不正常现象，或者说是“阵痛”(*glisch*)，导致盈余欠佳，甚至发生亏损。一家公司会一而再再而三地，获得金融界很高的评价。这些时候，几乎每个人都竖起大拇指，说它有很美好的未来，值得涨到更高的价位。他们可能说它“好得不得了——经营管理层十分出色。市场占有率将提高，能以现有的技术打进全新的市场。正在开发的新技术，将开拓一个崭新的视野”。

这样的公司，硅谷每年都有一批出现。它们的名称随着时间而稍有改变。投资人认为它们是“成长型公司”，规模有大有小，大者如惠普已存在数十年，小者如西捷(*Seagate*)、麦斯特(*Massstor*)，以及很小的

科拉金 (Collagen) 等。有关它们的神话不少，实情却不多。其中一些公司可能有大家都没看到的“苍蝇”，等到终于被人发现，股价便应声下挫，而且跌幅可能惨重，需要几个月甚至几年，才能涨回原来的水准。

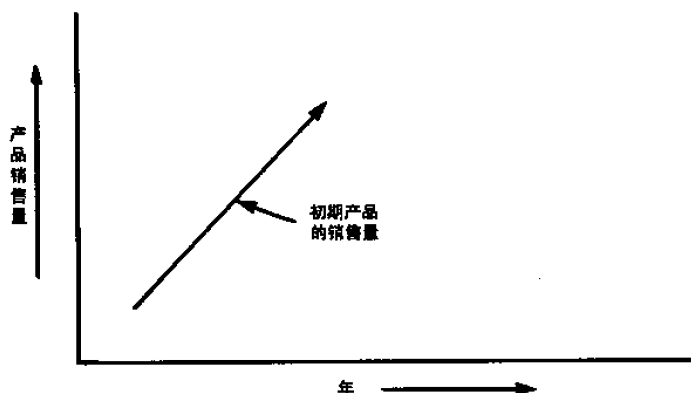
有些公司一直都不见起色。苍蝇开始现身，盈余首次下降，或者无法照原定日程实现。金融界猛抛这只股票，短短几个月的跌幅可能多达 80%。“专家”这时认为，该公司的管理阶层毕竟没有那么优秀，甚至有误导投资人之嫌。他们觉得，市场潜力没有管理层引导他们相信的那么大，而且公司的生产技术比较陈旧。

其实这家公司不像他们所想的那么差，也不像他们早先认为的那么好，但前者可能比后者更正确。这家公司可能是很好的公司，问题出在投资人以前对它的过高期望以至于股价太高。

整个循环周期起于公司提出具有创意的产品观念和最早的市场调查。这家公司需要经历一个工程周期，先要花很多钱，而且刚开始生产时产品合格率偏低。再下来则是初期需花很多营销费用。到这时为止，新产品一多数只是纸上设计—除了花钱，一无所成。

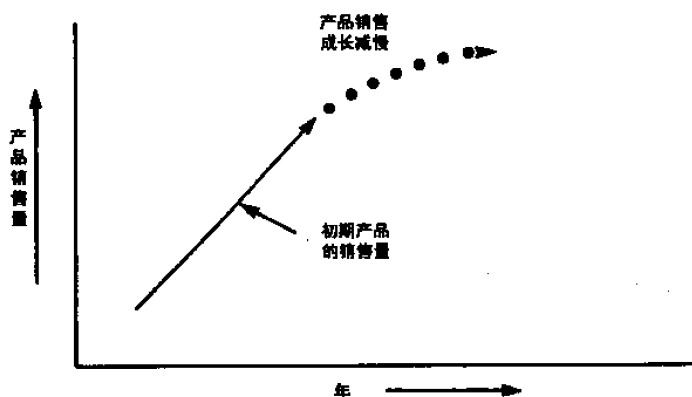
刚开始订单来得很早，大家沉醉在一片乐观气氛中。但是起初交货速度通常落后预定时程，目的是为确信品质，保护产品的声誉。产品终于开始交货，销售量开始累增，最后总算有了够多的销售量，公司获有营业利润，如图 1-1 所示。

图 1-1



接下来产品开始成熟，可能有新的竞争对手出现。市场走向饱和，销售量不再快速成长，而趋于稳定（图 1-2）。

图 1-2



几年后，产品的销售量终于开始下滑（图 1-3）。产品已经成熟，可能被新的技术取代。利润率下降，终而消失。公司可能及时把生产线卖给别人，后者以较低的资金成本接手。生产线也可能完全停产，最后几乎确定淘汰出局。这就是完整的产品生命周期。整个生命周期内产品的销售量可能如图 1-4 所示。

图 1-3

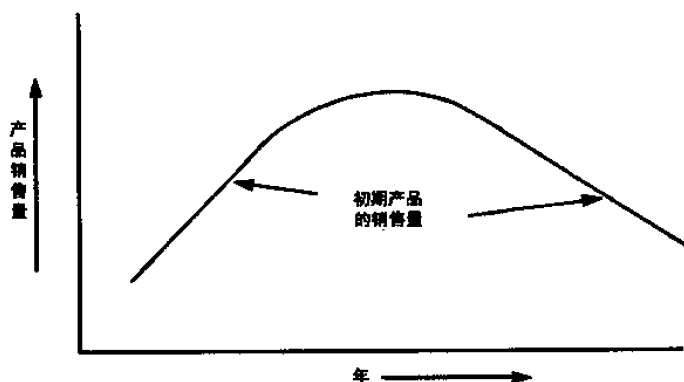
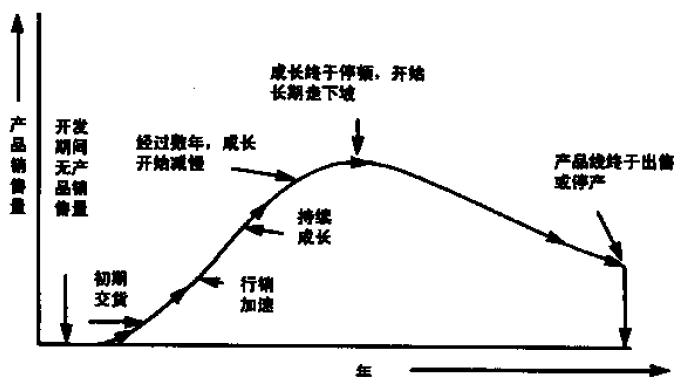


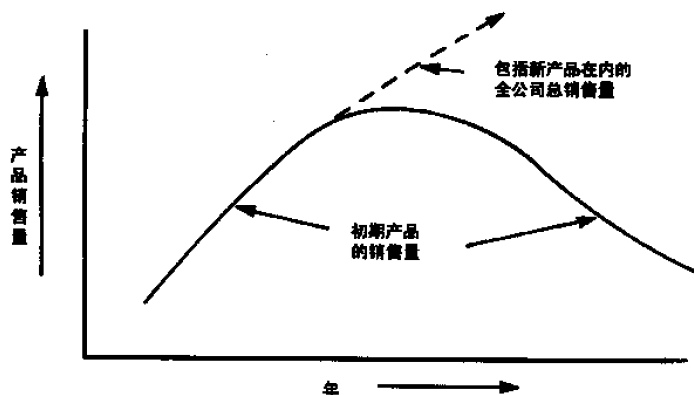
图 1-4



从产品持续成长到销售量缓步下降数年之久的这段期间，可视之为产品生命中的“黄金岁月”——大部分利润都在这段期间内赚得，犹如人的中年。这段期间内，令人失望的事一般不可能发生。前面几年——产品本质上被视为投机——有最多的激情、紧张和风险。

销售量下降令人不安，但通常早就预料得到会有这一天。这与杰出的运动员事业生涯的最后几年类似——阿里（Muhammed Ali）、穆尔（Archie Moore）、刘易斯（Joe Lewis）的最后几拳，看不出昔日风采。

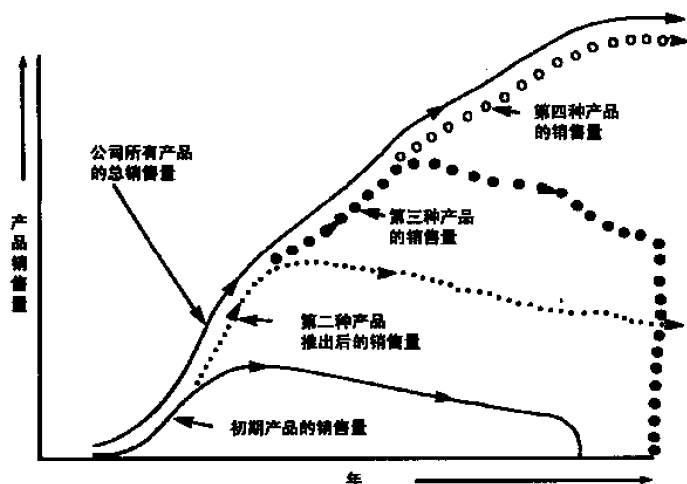
图 1-5



通常早在产品的销路盛极而衰之前，管理层已知道它的气数将尽。一般的做法是，他们提前做好规划，找出和开发新的产品，以维持公司继续成长。如果管理层做得对，总销售量会继续增长（图 1-5）。

他们一再以新产品重复这个过程（图 1-6）。

图 1-6



管理层证明了它有能力推出和管理单一产品。现在，它管理的各种产品处在不同的发展阶段。这些公司的管理层通常很年轻，并且不断学习——“在职训练”。在整条路上——特别在这个阶段——他们可能犯下若干错误。有时他们没有尽早看出第一项产品已到强弩之末，或者花费比预期更长的时间开发其他产品。或者产品一开始就没有好的表现，市场接受度比预期低，也可能有许多其他问题。不论如何，公司出现阵痛期（图 1-7）。

我们再回头看第一张图。在产品生命周期的早期阶段，公司成长快速——不只销售量增长快，利润增长也快。公司经过早期的设备支出之后，利润的增长速度可能比销售量的增长速度快。把利润曲线加到第一张图上，如图 1-8 所示。

图 1-7

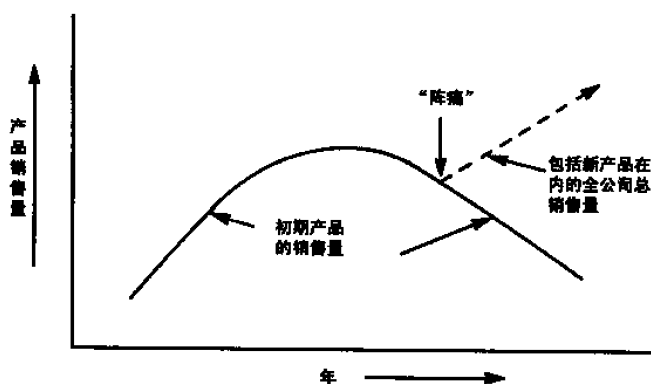
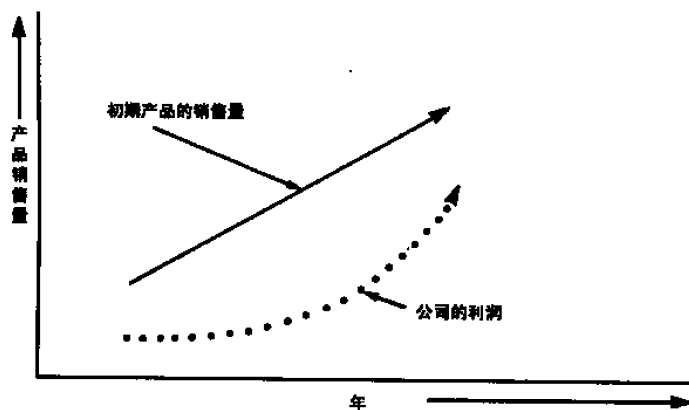
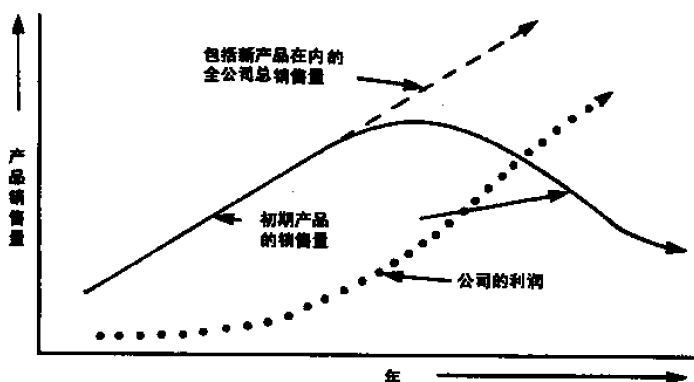


图 1-8



随着产品的销路失去冲力，利润开始降低。如果公司及时正确推出其他产品，利润会继续上升，不受重大影响（图 1-9）。但如公司出了差错，结果会相当不同，也就是利润会下降。整个趋势可能转变得非常快，从每季度盈余增加变成亏损。为什么？

图 1-9



接下来的图形显示出阵痛之后的典型型态。在销售量增长暂时趋缓之际，利润下降，甚至出现亏损。销售量没有明显减少，利润却下降，原因在于：

1. 由于预期销售量愈来愈多，足以支付增加的成本支出，所有的成本逐月累增。企业因预期未来会有成长而增加支出。在真正有需要之前，他们先行扩充间接人力、营销能力以及生产人力。这样做的目的，是在一旦有需求时，人力和设施早已准备好，随时可用。这与那句老话有关：“花钱才能赚钱。”近期内如销售量预期降低，管理层需要花费数月的时间，才能削减成本，降到与预期销售量相符的水准。

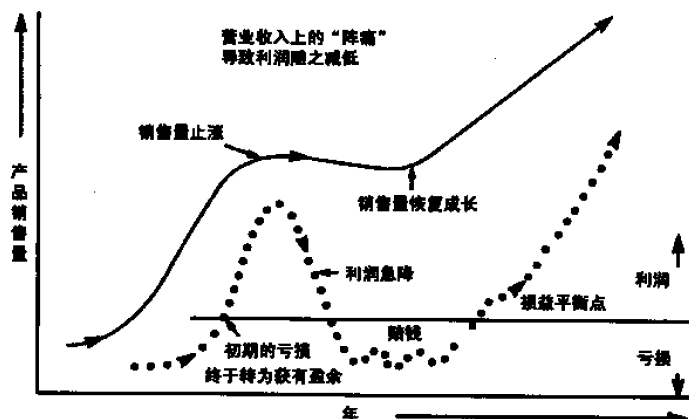
2. 为了解决问题，有些原本没想到的支出非花不可。不管是什么原因造成这些问题，都需要解决，而且得花不少钱解决。如果顾客一直等着交货，就必须想办法安抚他们，请他们稍安勿躁。这几个月内，可能必须花更多的钱做营销，以免顾客投向其他供应商的怀抱。

3. 资产价值可能必须减低（或从公司的会计账上冲销）。如果问题与生产流程或采购有关，使得存货或设备不良，则它们的实际价值不如账面价值。稽核人员必须马上做调整。

盈利可能很快就变成亏损。稍后，问题解决了，营业收入开始再次增长。亏损金额缩小。在很短的期间内，公司恢复获利，以此利润稳定

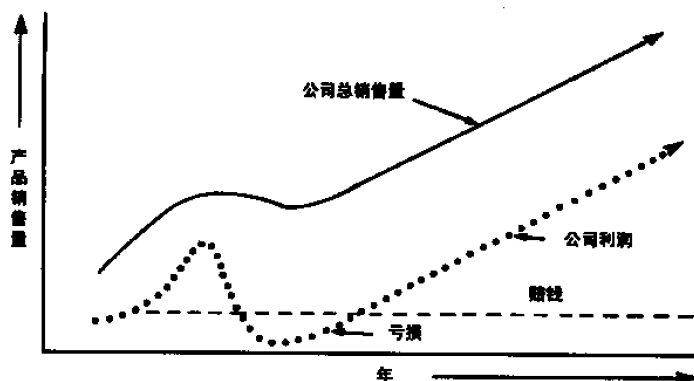
上升。整个过程如图 1-10 所示。

图 1-10



年轻的公司在此迈向成熟的过程中，常犯一些错误。最好的年轻公司管理层，犯错之后会力求改进。几年后，这些活力充沛的小公司，规模可能比第一次出问题时要大得多。数年后回头观察，整个周期如图 1-11 所示。

图 1-11



有些时候，在公司的发展过程中，会隔几年出一些错，成因不同。第一个错误可能如前所述，第二个错误可能与强大的竞争对手终于来临有关，或者首次经历经济严重不景气，如 1974 ~ 1975 年以及 1981 ~ 1982

年的情形。理由可能很多。有些阵痛期可能远比其他阵痛期严重，如图 1-12 所示。

图 1-12

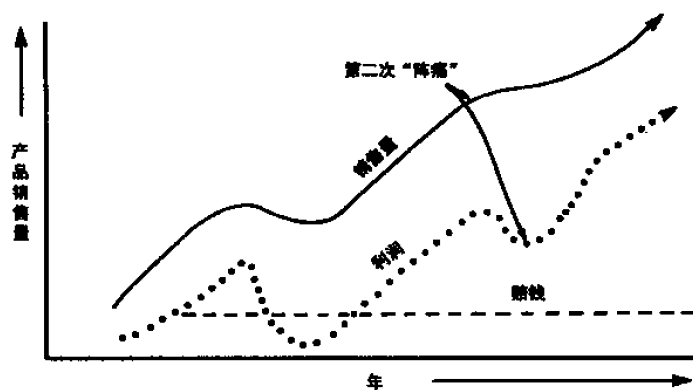
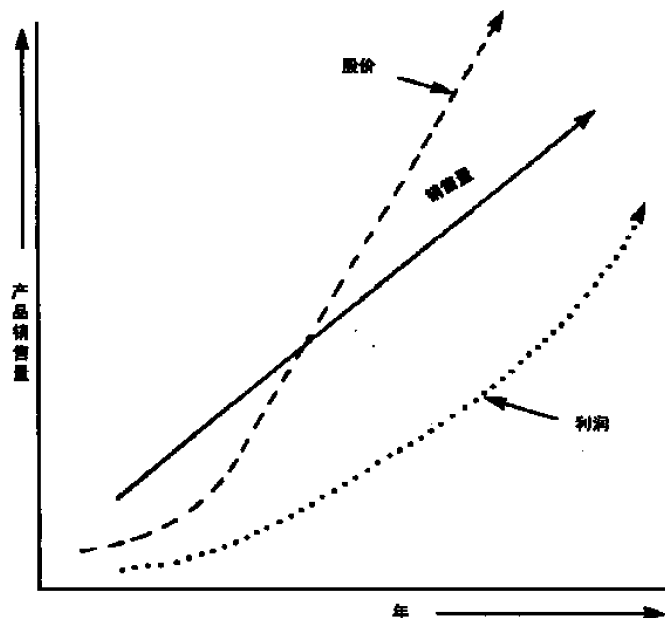


图 1-13



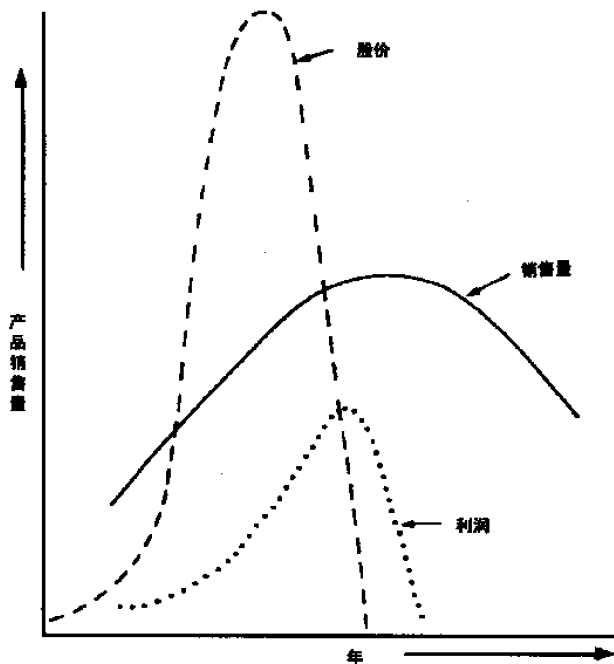
注：随着时间的流逝，销售量、利润和股价变动之间的关系，每个期间都用不同的尺度。这张图不能表示它们之间的绝对关系。

在正常的成长周期中，股价走势如何？一般情况下，股价波动比利润波动剧烈。在产品周期的早期阶段，由于销售量和利润急增，原本默默无闻的公司，因为产品和技术出色，以及营销眼光长远，在市场上获得很好的口碑。股价上涨的速度比利润或销售量要快（图 1-13）。

如果公司及时成功地推出新产品，在好几年内，股价上涨速度可能继续与销售量、利润的增长率一样快。要是公司陷入阵痛期——大部分公司有时难免如此——股价或许重跌。原本认为这家公司很棒的大部分人，现在如梦初醒，觉得管理层没有那么好，也看出他们显然缺乏预测和判断未来以及据而行动的能力。

阵痛是企业成长过程中的正常现象，许多投资人不但未能认识其价值，而且争相指责公司的表现未能符合他们的预期。华尔街失望之余，比较容易做的事，是怪罪管理层无能，却不反思自己，想想当初的期望值是不是太高。悲观情绪加重之后，股价跌得更凶。几天之内股票市值

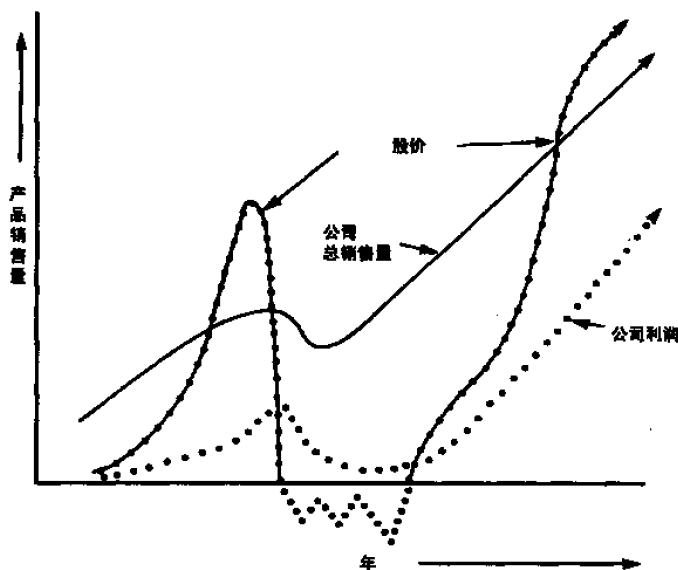
图 1-14



可能少掉 30%，几个月之内可能消失 80%。在投资人过高的期望下，股价一而再再而三地，被哄抬到不合理的价位。等到公司出现成长阵痛，股价大幅回软（图 1-14）。

缺乏盈余的成长股，很少投资人能够理性地判断它的价值。于是这只股票失去支持者，价格应声下挫，而且可能跌幅很深。优秀的管理者层会采取相应措施，面对困境，克服困难。销售量及时回升，稍后利润也开始增加。利润止跌回升的同时，股价开始反弹（图 1-15）。

图 1-15



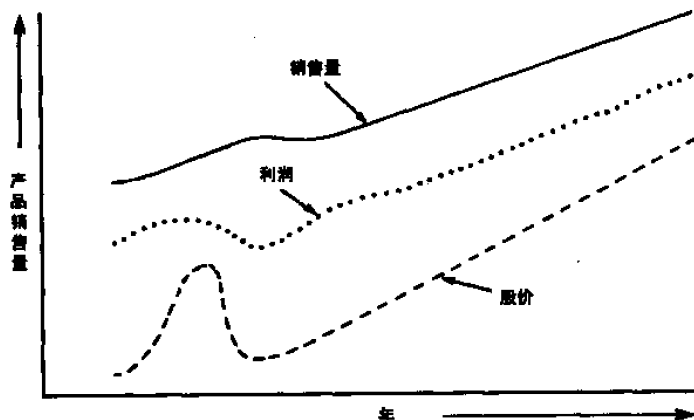
几年后，公司的销售量和利润达到新高峰，股价比阵痛期高很多。在整个生命周期中持有这只股票的投资人，一路走来，虽有一些胆颤心惊的时刻，却能获得令人满意的报酬率。阵痛出现之后—但需抢在股价反弹之前—买进这只股票，可以获得惊人的报酬。

一家公司的成长速度高于平均水准时，则在出现阵痛之后买它的股票，它就是超级强势股。阵痛现象会使股价下跌，而正因为这么低的价格，超级强势股才有很高的投资报酬率。

经过若干年，这家公司终于演变成真正的巨型公司。随着它的规模

愈来愈大，增长率和利润率可能降低。市场比较不可能给这家公司很高的评价。股价继续上涨，但速度可能远低于公司规模较小和成长较快的时期。30年后回顾前尘往事，观察整个销售量，以前那些阵痛几乎看不出来，但阵痛与股价的上下起伏有密切关系，情形可能如图1-16所示。

图1-16



我们看过了一种型态——阵痛。大部分年轻、成长快速的公司，在演变过程中，有时陷入阵痛期。这事对股价波动的影响，甚于销售量或盈余起伏的影响。学习如何从这种现象中掌握良机，投资就有可能获利——从股价的一大段起伏波动中获得利益，不必等到全部的成长实现。由于这些阵痛，超级公司就有超级强势股可买。学会正确判断价格，就能从超级强势股获利——以及从阵痛中致富。

第二章

阵痛何以掀起巨浪？

在磨难中成长

成长快速的年轻公司走向成熟的过程中，难免犯些错误。错误几乎肯定发生，理由充足；华尔街在情感上难以应付这些问题，理由也十分充足。了解为什么这些阵痛带来阴霾，是获利的根本之道。投资人应当更深入地了解这些阵痛，从早期惊人的成功开始，历经一次阵痛，接着否极泰来，进一步成长，追踪超级公司的成熟过程。

最早的警讯

请记住，以下所说只与超级公司有关。（参考第八、九、十、十一章有关超级公司所以突出的详细内容。）许多公司在一段期间内会有出色的纪录，这段期间可能长达几年，然后遭遇挫折，此后一蹶不振。有些公司走向破产，有些则一直像“行尸走肉”。有些公司恢复到某种程度后，表现一直平平。这些公司的管理层缺乏应有的能力，认清自己的错误、矫正错误，重新开始，再求成长。看准平凡公司脱胎换骨时机，也许可从中获利，但大部分投资人不可能因此获得很高利润。

快速成长这件事本身，就带有不稳定的因素。迅速成长的公司不断变化。在它变化的同时，环境也在变化。如果一家公司平增长35%，员工流动率正常，约一半的员工已经工作了为1年或更短，则少数几位

有经验的员工管理的新人愈来愈多，而这些新人还没完全熟悉公司到底在做什么。他们可能对公司进化的过程产生一些重大的影响，影响方向可能有好有坏。由于他们的互动，形成了公司的文化。

在这种不稳定的环境中，问题很容易滋生。问题往往一直没有得到注意，直到对业绩有重大影响时才发现。在正常的产品生命周期中，旧产品开始不利于成长和获利时，它们最有可能被发现。

公司的下一代产品，表现可能比不上老产品当年的情形。此外，管理层可能高估现有产品的生命周期。他们可能没有在设备和工艺流程上做必要的投资，以及降低生产成本。这是短视的做法，短期资金虽因此增加，却伤害长期的产品存活力。这种做法有时称做把产品变成“现金牛”（cash cow）——视一种产品如“母牛”，天天“挤奶”，为的是赚取短期的现金收入。

没有及时推出新产品，可能使公司的运转出现故障。每天只顾挤牛奶，以及产品推出时机不对，是两个相当常见的错误。几乎在任何一个地方，错误都有可能以任何方式出现。所谓错误可能是质量控制不良、存货管理成效不佳，以致于产品规格改变后，老存货只好作废。同样糟糕的是，生产人员对于如何解决问题没经验，生产出来的产品不良。这些问题被人看到时，通常为时已晚，无法避免严重的财务损失。

现在来看看超级公司成长过程中首次出现阵痛的情形。这种公司好几年来经营得很不错。接单、交货和利润一直稳定增加。第一个有麻烦的迹象，很可能是接单率趋于平缓。管理阶层希望这只是暂时现象。几个星期的资料，不能以偏概全。也许在他们心里，正担心经济就要转差。接单继续很少。以一个月为基础来看，公司本月的出货量多于下月的接单量。手头订单或未交货订单愈来愈少。

超级公司的管理层察觉到情况不妙后，急着把问题找出来，并设法纠正。经过一段快刀斩乱麻的自然检讨期，公司评估了这件始料未及的事所造成的伤害。这时，它还不能确定所处困境的确切性质或严重程度。盈利令人失望，而且可能向全世界宣布出现净损。公司的努力集中在内部。管理层通常将自己与外部世界隔绝。有人想来面谈，也有新闻记者要来采访，公司一概回绝。（在你根本不晓得原因何在，或者问题有多严重之前，很难面对外界。）

以前他们可能投入很多时间与投资人沟通，现在不再这么做了。在

投资人开始有所疑虑之前，这种做法对短期内的股价走势没有帮助。如果公司本来有专人负责与投资人联系，这时可能派他出差，以免面对爱问问题的人。“詹森先生出差三个星期，请问要留话吗？”

问题出在公司暂时还没有那么多答案可以奉告外人。它倾向于取消已经安排好的机构投资者会议。另外一部分原因是管理层十分难堪，不敢见那些很信赖他们的人。（这就像拳击手失败后，不想见任何人。他的自尊已经受到伤害。）

法律顾问也进言，此时不宜冒险误导投资人，否则可能引起官司。“在你确实十分了解问题何在，以及能够正确解释之前，紧闭尊口为上策。”与世隔绝的最主要理由，是管理层需要时间——花时间去确定问题的真正性质，并采取纠正行动。伟人和凡人之别，就是在这种时候。

高级管理人员开始观察谁做了什么事，以及为什么那样做。为什么订单减少？为什么成本高于预期？为什么客户会退货？是不是有质量管理上的问题？好几个月内，或者几年内，他们做这些事情的态度比以往严厉。公司可能吹起人事大变动风。有些经理人无辜受罪，因为他们没经验和能力，才会造成问题。

这些人共同参与，寻找解决之道，高级管理人员对他们所提方案有所反应。有些人可能不是真心支持高层“找罪魁祸首”的做法，有些人则对高级管理人员想做的事持较正面的态度。在这个批判性的自我检讨过程中，不肯合作的经理人可能被拉下马。

不管有没有人头落地，只要没进展，有一颗人头肯定岌岌不保，那就是总裁。如果他不做点事，或者证明自己正在纠正内部的缺失，董事会通常会出面干预。董事会可能插手，自己做分析，研究为什么首席执行官没有以更强硬的态度处理问题。董事会向该绩效负责人施加压力时，他有以下的选择：

1. 做出好成绩。
2. 辞职。
3. 被炒鱿鱼。
4. 说服董事会放弃它应尽的职责。（果真如此，这家公司就失去了超级公司的地位。）

管理层会调查账面上有无价值有问题的资产。他们会特别着重出问题的领域。毕竟，在营运上制造问题的人，可能拥有一些管理失当的资

产。

严厉地自我批判时，管理层一次处理所有问题会容易些。他们的目光可能超越眼前的困境，进而寻找将来可能出问题的地方，先下手防范。他们找出可能出错的任何事情，以及以前应该为这些事情负责的人。这样的做法，在于把信息传达给每个人，必须保证将来不再重蹈覆辙。他们不希望新问题马上出现，因此在态度上倾向于“打落牙齿和血吞”。

如果资产可以从账面上冲销，那就冲销了事。“摆脱你的问题”，成了管理层的口号。他们不想将来再度难堪。公司宣布更多亏损，同样，这对短期内的股价也不利。到现在，金融界已使股价重挫 30% ~ 50%。未来几个月，在公司力图振作之际，股价可能再跌 20%。（“长痛不如短痛，否则股价难望起涨。”）

公司进入某个阶段，开始缓步东山再起，立竿见影的成效不多。接下来几个月，公司减少间接费用支出，可能取消本来就不该着手的产品开发计划，同时推动其他计划。整个生产线可能完全舍弃。

管理层中历经考验而出色的人，可能多负一些责任，照顾需要多加注意的领域。表现较差的人，可能调到适合自己能力的地方。公司可能从其他公司挖来高层人员。有些人是从内部提升。这些人必须放在：

1. 以前不曾设立的职位上，因为在问题发生之前，公司没想到需要这些职位。

2. 已被拉下台的人所留遗缺上。那些人之所以走开，在于能力不足，或心态不对。

职位较高的经理人，可能从外部引进，而不是从内部提升，因为公司快速成长之际，没经验和不胜任的人也迅速增加，因而深受其害。当你以能力不足或态度不对而开除一个人时，需要很好的技能以及高超的探索能力，才晓得那个人的部属是问题的一部分，还是解决方法的一部分。

内部人员还不能完全负起更高层次的责任时，高层管理人员不敢冒险予以提升。相反，公司比较有可能转向外界寻找高层职位人才。这些新人年纪通常比较大，在自己的专业领域卓然有成。最重要的是，高层管理人员会审慎调查他们的个性。他们必须能够融入高层管理人员试着在公司内部营造的“文化”。旧的管理团队中一些人可能调任新职务。

几个月内，改组后的管理团队仍在修补破网。股价续呈疲态。管理层的努力属于事后补救，以纠正相关缺失。管理层的行动终于开始见效，公司推出新产品，或者现有产品的接单率回升，露出复苏的初步征兆。

他们棒打落水狗

金融界这时对公司的疑虑已深，公司虽然初见活力再现迹象，他们却视而不见。“你说 XYZ 公司东山再起”以前听过这样的事，那又如何？就算它真的重新振作起来，成长前景还是很差。”

逾 95% 的专业投资人没有经常性亲自拜访他们所投资的公司。相反，他们依赖作为中介的证券分析师送来资讯和结论，好做成最后的决定。

证券分析师的薪酬直接（或经由经纪手续费）来自决定买进股票的人。投资人和上市公司因此隔了一层，很难培养起对公司的感情，进而长期持有股票。曾经打算长期投资的人，现在可能是关心短期展望。

证券分析师晓得自己手上的面包哪一面要涂奶油。一家公司苦于阵痛期时，许多分析师自然而然把问题推向公司，不承认自己以前的分析有问题。人性本来如此。这一来，在他们眼里，管理层变得一无是处，甚至还有欺瞒外界之嫌。他们很可能直接指责管理层以前过于乐观。

不管金融界到底想看什么好戏，总之，公司确实有所改进，并且重新振作起来。股价已跌到不能再低。接下来几个月，公司加速复原，接单率回升，营业收入开始迅速上升。起初利润升得很慢，但 18~24 个月，获利达 5% 或更高。

虽然公司业绩看来几无进步，股价刚开始可能从低点迅速上涨一倍，因为金融界的悲观情绪太过浓厚，终有开始消散的一天。股价已跌得太低，除了上升，再也跌不下去。这个时候，经纪公司可能发表评论，鼓励投资人继续远离这只股票，直到“看到更多的盈余”。

股价涨为两倍之后，开始反映公司的基本面。随着盈余实现，股价应声再涨。几年内，公司创造了新的成功纪录，一些机构投资人新面孔（与以前受到伤害的那一批不同）“发现”这只股票。这些勇于投入的新

投资人，也会产生过度乐观的情绪，一如这个故事一开始的情形。

3~5年内，这只股票的价格比低点上涨3~10倍。上涨过程分三个阶段。第一阶段的涨势起于金融界太看坏它，物极必反。第二阶段可归因于单纯的业务基本面，因为公司规模愈来愈大，赚取的盈余愈来愈多。最后阶段的涨势来自一群新的机构投资人对这家公司过度乐观。在他们哄抬下，股价屡创前所未见的新高价位。

“成功之母成千上万，失败找不到爹娘”

前面谈过，杰出的管理人员也会犯错，以及错误发生的原因、发生之后出现的事情。我们提到，犯错误乃人之常情，甚至可以预期管理层痛定思痛后将更成熟。根本问题在于投资人对一家公司原先的期望可能太高。

管理层很少刻意欺瞒专业投资人，反之，则是投资人经常自欺欺人。投资组合经理人或分析师持有或推荐一只高价股，不料后来出了问题，股价开始重跌之后，大部分人通常认赔了结，但气恼管理层“误导”他们，此后很少人再买回那只股票。不过，“此后”可能是很好的买点，甚至是最好的买点。

股价上涨时，投资散户会得意洋洋地说，他们十分聪明，买到低点。股价下跌时，却很少有持股人大肆宣扬自己犯了错误。人性本来如此。

我在波士顿的潘伟伯公司认识一位老绅士，谈到这种现象时说：“成功之母成千上万，失败找不到爹娘。”很少有人会自告奋勇揭露自己的失败。投资某只股票赔了钱的人，通常另寻替罪羔羊。

我们谈过投资人对一家公司的期望可能太高。同样，也谈过成长过程中的阵痛，导致投资人过分低估一家公司的未来。很明显，两种看法都不完全正确。有没有使人两全其美的折衷看法？金融界当初认为某家公司很棒，以及后来认为那家公司很差，哪种看法比较正确？这里没有一成不变的准则，这正是投资问题的核心。

我们这里谈的是超级公司。如果它真的是一家超级公司，原先金融界认为它是超级公司的看法，应比后来较为悲观的看法正确。管理层从

市场上有许多这样的股票，投资人最好的做法是长期抱牢。首先，投资人必须买对股票。一家公司出现阵痛之后，金融界将交相指责，这样的事一再发生，投资人应善于掌握机会，逢低吸纳。

~~~~~

相反，电晶公司没能脱离绳圈。20 多年内，一直处在破产边缘、屡屡报告亏损、资产负债表奇差。管理阶层能力不足，无法参与电子管以及继之而来的集成电路惊人的成长。投资德仪可能小富，投资电晶可能大赔。



令人遗憾的是，这只股票的表现不好。其实，应该说是股价不涨反跌。多年来都是如此。在 1974~1976 年间，股价多在 10 美元~20 美元间浮沉。这时，分析师沉不住气了。愈来愈少的人密切注意这家公司的动态。

公司成长得很快，但没快到符合预期。1977 年营业额达到 6000 万美元，但几乎没人对它有好感。接下来 2 年，股价突然窜涨近 4 倍，从 1977 年的低点 10 1/2 美元涨到 1979 年的高点 48 1/2 美元。

股价上涨后一有如浴火凤凰——金融界的兴趣重新燃起。1977~1980 年间，量器公司赚进厚利，营业收入增加到 1.2 亿美元，平均利润率超过 7%。

量器公司是价格昂贵的资本设备供应商，因此，在 1979~1983 年的经济衰退期间受创尤深。股价跌回当初的公开发行价格以下。1982 年它在每股 13 美元~15 美元的价位挣扎。量器公司的营业额有 1.2 亿美元，每股账面价值超过 20 美元，资产负债表很好，管理层经验十分丰富。可是 1982 年和 1983 年，如果问金融界里的大部分人，大家都说那是家蹩脚公司，管理层很糟糕。

为什么？他们可能举出 1973 年的一件事大加挞伐。问题不在于公司没有成长，而是金融界对它抱着过高的期望，但它没能满足这种期望。1972~1982 年，量器公司的营业收入从 800 万美元增长到 1.18 亿美元——以复利计算，增长率达 31%，不能说差，但与华尔街需要的神话有出入。

1982~1983 年，投资人对量器公司的期望肯定过低。投资人往往宣称，由于伯森“误导”他们相信量器公司的市场很大，所以他们不喜欢量器公司。“如果你不能信任一家公司的首席执行官，就不应该持有该公司的股票。”我同意这种说法，但没有弃之而去。我记得当时的情形。那些专业投资人本该尽本分去发掘事实真相，不受外界干扰，查证公司所说是否与实情相符。伯森本人当然十分乐观，看好前景。他不得不乐观——那是他的生命。他发表了一些有力和乐观的谈话。在自己的股票受华尔街宠顾之际，大部分首席执行官都做那样的事。

如果伯森的谈话真的误导这些“专业”投资人，那他们一定是花太少时间自行查证。

量器公司的股价从 20 美元涨到 35 美元左右，然后回跌到 10 美元

以下，再涨逾 45 美元，接着回跌到 15 美元以下，之后回升到 30 美元出头。震荡如此激烈，保持客观心态十分重要。如果你对一家公司的看法，受制于以往对管理层的憎恶之情，就没法用客观的态度看问题。要是你买到高价，卖到低价，心情十分忧郁，那就如同被逼到绳圈的拳击手，有必要恢复头脑清醒。

如果你倾听终生贴在绳圈的人所讲的话，也受他们影响，那你绝没办法上场与人一搏。理清你的思绪，学习原谅管理层没能达到你的期望。管理层也是凡人——努力做事的人——在投资之路上，这些人可以给你一些大好机会。

如量器公司的例子，关键在于晓得何时股价便宜，以及何时不便宜。什么才叫便宜？为什么它从低价上涨，从高价下跌？

购买超级强势股的根本是，要认清它的真正价值，并在金融界认为它烂得可以时，放手买进超级公司的股票。也就是说，管理层犯了一些相当严重的错误，使得华尔街多数投资人大感失望之际，是买进良机。投资人必须学习宽恕管理层所犯错误，因此，失宠的股票必须以客观的态度认清它的价值。接下来第五章讨论如何判断股票应有的价位，以及做好这件事的关键要点。

## 第二篇

# 价 值 分 析

## 第三章

### 传统的股票定价方法——

谜题：市盈率 10 倍太高，1000 倍却太低

问题：如果击向左外野或右外野都没效，那就换球场

\*\*\*\*\*

市

场中每个人面对的最大问题，是如何判断股票的合理价位。虽然股票的定价（pricing）不能做得十全十美，做起来却相当简单。只要做得够好，就不必求其完美。最令人高兴的是，定价很容易做好，具有讽刺意味的是，拥有定价概念的人少之又少。

最常用的股票定价方法，是利用盈余或资产价值等传统标竿，可是这往往是错误的方法。（其实，金融界看任何事情，大部分方法都是错的。）有些人这么使用，有些人那么使用，用法不一而足。

盈余或资产本身没什么错处，但它们是其他事情的“结果”。利润是一种“结果”，不是“原因”。导致盈余起伏的相同原因，也使股价升沉不定。股价因为某些因素而波动，盈余和资产也因某些因素而波动，强调的重点应该放在“因为”里面的“原因”。大部分人建议投资人稍微修改一下这些技术去使用——也就是把球击到外野某个地方——其实投资人真正需要的是换到另一个完全不同的球场。本章将探讨传统的股票定价方法，以及它们的缺点。（第四章到第七章介绍全然不同的新方法。）

## 以盈利为基础的方法

\*\*\*\*\*

20 世纪 50 年代期间，开始流行以未来的盈利成长预测判断一家公司的价值。60 年代和 70 年代初，投资人从成长型股票 (*growth stocks*) 获得优厚的利润。起初由于使用者少，这个方法相当有效。因此，只要付出一点儿溢价，就能买到未来成长潜力雄厚、真正杰出的公司股票。投资所谓的成长股，成为一股金融热潮。不过事情逐渐失去控制。20 世纪 60 年代和 70 年代初，以及 80 年代初，市场给无数小型“成长”股定的价格是盈利的 40 倍~100 倍或更高。

一般经纪公司推荐某些股票时，总是说由于市盈率 (*price earnings ratio*, *P/E ratio*) 如何如何，所以这只股票应会上涨，或者“盈利会增加”到何种水准，或者因为如何如何，所以市盈率“太低”。“与历史水准相较”，市盈率或许显得“偏低”。与标准 500 种股价指数的成份股相比，某只股票的价格相对于盈利的“倍数偏低”。

盈利预测成了最常见的股票定价方式，但很少有人运用得很成功。为什么？因为明确和精确的每股盈利预测，无法发挥效用。金融市场变幻莫测。现在来看两种基本方法。

## “价格低估，低市盈率”学派

\*\*\*\*\*

“低市盈率”学派说，一只股票的市盈率低，则价格会受到盈利支撑，不会大幅下跌。股票价格相对于盈利偏低，似乎显示华尔街认为盈利会下降。低市盈率学派相信华尔街会及时了解盈余不会下降。那时，股价便可望上扬。

这样的看法受三方面的限制。首先，任何时候预测明确的每股盈余数字，都十分困难。与一般人的看法恰好相反，1929 年许多股票的市盈率很低，股价不但未见上扬，反见盈利萎缩。比如，1929 年开拓牵引机公司 (*Caterpillar Tractor*) 的价格只有盈利的 8 倍。3 年后，股价跌得很低，市盈率却是无限大——公司根本没有盈利。(第七章提到 20 世

纪 20 年代和 30 年代 IBM 和其他公司的股票。)

第二,许多自由裁量的武断因素介入盈余的计算中。其中有些是会计上的变数,随着时间而改变。会计学的第一章总是提到,资产负债表上惟一不包含许多假设的真正数字是“现金”。其他所有项目都依据各式各样的假设,而管理层或会计师可能每季调整这些假设。

会计原则经常改变,管理层和会计审核人员必须解释何以需要这种变动。公司所处的环境变个不停——几乎每天在变,管理阶层和会计审核人员必须设法从会计账目上解释这些变动。

第三,即使你做得很好,准确预测到盈利——其实没人这么行——也只能从这个方法赚到一些小钱。运用成功的话,你可能赚到一倍的钱,却不能赚到 10 倍的钱。这种方法就是不管用。市场的效率可能没那么高,但也不致于缺乏效率到大家对盈利、现金和股价的看法相差那么大。

## 成长股学派

\*\*\*\*\*

“成长股”学派相信随着公司成长,盈利将水涨船高,股价也会有所表现——但反映方式可能不规则。只要成长够快,则不管原先支付的价格为何,成长股学派认为股价一定上涨。盈利成长使得市盈率愈来愈低,直到股价不得不有所反映——就像弹簧终于弹开。很糟糕的是,这个学派在 20 世纪 60 年代末和 70 年代初买进和抱持有大型知名成长股,而当时盈利增长没有快到合乎预期,股价反而下跌。

他们的哲学受到两方面的限制。第一个限制和低市盈率学派相同——盈利的预测本来就很困难,即使预测未来一两季度的盈利也不容易。事情的发展与原先所预料不同时,分析师通常非常难堪。

这个学派的第二个限制——这个限制较不为人所了解——是即使盈利估计值正确,股价不见得有好表现。为什么?股市本来就会先行反映未来可能发生的事。价格可能早已把未来的成长纳入考虑。那句老话说得好:“市场能够未卜先知。”——如果投资人普遍认为那是一只成长股,情况更可能如此。

如果一两年后,公司经营出了问题,即使准确预测到明年盈利会增加,股价也有可能不会跟着盈利上涨。“市场能够未卜先知”的魔法顶



多如此。股价经常早在盈利止跌回跌之前就先做头反转。下表列出两家假想公司的盈利及同期内的股价：

|             | 季   |     |     |     |     |     |     |
|-------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
|             | 1   | 2   | 3   | 4   | 5   | 6   | 7   |
| <b>A 公司</b> |     |     |     |     |     |     |     |
| 每股盈利        | .20 | .25 | .37 | .40 | .45 | .55 | .60 |
| 股价          | 12  | 15  | 22  | 24  | 27  | 33  | 36  |
| <b>B 公司</b> |     |     |     |     |     |     |     |
| 每股盈利        | .20 | .25 | .37 | .40 | .45 | .55 | .09 |
| 股价          | 12  | 15  | 22  | 22  | 16  | 12  | 8   |

A 公司的盈利以不规则的速度逐季稳定增加，而且股价恰为单季盈利的 60 倍。（当然了，这个世界绝不会照这么精确的方式运作，但为了说明方便，只好如此假设。）B 公司也有同样的盈利，只有最后一季不同，但股价早在盈利开始下跌前一年便止跌回跌。缺乏效率的市场，在这方面却有不错的效率，把未来可能发生的事纳入考虑——虽然我们想不通其中道理。学术界很了解这个原则，并进而形成“随机漫步”（*Random Walk*）学派<sup>①</sup>。

不过，不管是用低市盈率方法，还是盈利成长方法，成功地预测盈利之后，投资人有可能获得若干利益。如果这些方法一点效用也没有，经过这么多年，早被弃如敝屣。

但真相是它们没办法有突出的表现。几乎每个人都在用它们，成绩优异的人少之又少。以盈利为基础的方法，极不可能指出那只股票是超级强势股。要成为超级强势股，最低的资本增值要求，是 5 年内价值至少是成本的 3 倍。这表示，前后 5 年内，每年盈利至少必须增长 25%，而且市盈率从没降低。虽然并非不可思议，但这里面不容出错。

另一方面超级强势股的价格必须有潜力在 3 年内成长 10 倍。要达到这样的增幅，3 年内复利计算的每年盈利增长率必须超过 115%。这件事很难想像。

① “随机漫步”学派似乎找了一个绝佳的借口，认为什么事情都不必做得最好。如果你决定什么事也不做，我可能建议你加入他们，合上这本书，熄灯上床睡觉。

以盈利为基础的定价方法，如不准你使用，你将一筹莫展，从这一点来看，它的缺点更为明显。把盈利去除，你如何评断一家公司的价值？去掉盈利，金融界里的大部分人就失去评估股票合理价位的能力。阁下不妨请教证券营业员，如果不拿盈余做基础，他如何评估一家公司的价值？你会听到一些很有趣的答案。

### 葛雷姆法——“突出但不够好”

\*\*\*\*\*

葛雷姆（Ben Graham）写书、教书、到处演讲，常被人称为“证券分析之父”。他写的《证券分析》（*Security Analysis*）一书，50多年来，是这个领域的基本教材。另一本书《智慧型股票投资人》（*the Intelligent Investor*），普遍被视作为投资新手写的经典之作。崔恩（John Train）在《股市大亨》（*the Money Masters*）一书中提到葛雷姆时，这样说道：

葛雷姆是20世纪（可能是有史以来）最重要的应用组合投资思想家，把它从仅以印象、内幕消息、第六感觉为依据的艺术，转变成科学化、规律性的学科。

对这一代的投资人来说，葛雷姆的观念就是所谓的“价值取向投资法”（*value approach to investing*）。葛雷姆根据一定的基础买股票；这个基础用到低市盈率，尤其是拿资产负债表的项目当标准。他买富有生产力的资产，因为这些资产最后会带来盈利，而且尽量在便宜的时候买。他注意有优秀资产负债表做后盾的高股利收益率股票。他寻找“便宜”的股票，买它们，持有两年，或者等到它们增值50%——视何者先到。他的方法很管用，但上档空间有限。这个方法能使人赚钱，但没办法让人在IBM或全录公司的早期创业阶段就投入。它创造的报酬中，也有很高的比率属于短线收益，而不是可享受税负优惠的长期资本利得。

你是不是曾尝试以资产为基础，判断科技板块的合理价位？通常这是很奇怪的做法。我们这个时代大部分的超级强势股，也就是能赚到5倍、10倍、20倍或更多的股票，绝没办法以资产定价法买到。

巴菲特（Warren Buffett）根据葛雷姆的观念，推衍出自己的方法，累积了数亿美元的财富。没人做得和他一样好。崔恩在《股市大亨》介绍的9位传奇性投资人中，把巴菲特称为“投资人中之龙”（*the*

investor's investor)。他独立操作，不受外界影响，自制力极强。别人避之惟恐不及的便宜公司股票大型仓位，有时甚至流动性很低，他却勇于建立。他的精准度高得出奇。1956~1969年的13年内，以复利计算，平均每年赚进30%，不曾有1年亏损。几乎没人做得像他一样好。到目前为止，巴菲特这样的人也不多见——可能只有他一位。巴菲特拥有另一个优势，就是他曾为葛雷姆工作，有很好的学习机会。在葛雷姆手下工作的人不只巴菲特一人，但没人做得和他一样好，据说其中大部分人都有不错的结果。但如你想要的不只是不错的结果，怎么办？

## 解决之道

\*\*\*\*\*

如果根据盈利买进股票是“左外野”，根据资产价值买进股票是“右外野”，那你最好换到完全不同的球场打球。别用买股票的心态想事情——忘掉股票这回事。比较根本的观念，应是你买的是一家企业。某人会出什么样的价格买下包括门锁、股票、垃圾桶在内的整个企业？买进股票之前，一定要先问自己这个简单的问题，就可以省下很多冤枉钱：某人会出什么样的价格买下整家企业？

大部分投资人甚至没静下心来，思考一家企业到底有多少营业额。他们注意的只是每股盈利和每股资产净值。学校里严肃的投资比率分析用书，很少提及损益表的上半部。它们很少问这个问题：“这家公司到底有多少营业额？”

这个领域中有一本很有名的著作，花了好几章来谈：

市盈率

盈利增长率（1年和4年）

葛雷姆法

股利、股利的变动以及股利派发比率

总投资的报酬率

债务/资本比率

总投资资金

但没有一句话提及营业额、销售成本或者毛利率。我们将把注意焦点移离盈利和以资产为基础的定价方法，集中全力探讨以下问题：

一家公司有多少营业额

与那些营业额有关的基本成本结构

私人所有人对这家企业有什么样的看法

听起来或许有点荒谬，但以盈利 10 倍的价格买一家公司可能嫌贵，而以盈利 1000 倍的价格买进同一家公司，又可能十分便宜。我喜欢乘法的观念。（小学四年级时， $11 \times 8$  等于 88。经历无数战争、嬉皮、电子计算器、新数学、苹果电脑它还是 88。因此，我喜欢乘法。）但我不喜欢市盈率的乘数观念，宁可接受其他的乘数，特别是营业额的乘数。我选来为股票定价的数字包括价格营业额比率（*Price Sales Ratios, PSRs*）、实际和潜在的利润，以及价格研究支出比率（*Price Research Ratios, PRRs*）。这些定价观念是本书讨论的主线。

要赚取不同寻常的利润，必须舍弃传统的定价方法才办得到。我买到的好股票，大部分是在公司赔钱，或者赚得很少，以致于市盈率失去意义或似乎无限大时投资的。我买进市盈率高达 1000 倍以上的股票，赚了很多钱，但买进市盈率 10 倍以下的股票，所赚不多。一家赔钱或损益勉强平衡的公司，如果有人要把它整个买下来，在他眼里，这家公司的身价值多少？解开这个谜题，买股票可以说是一件低风险、高报酬的容易事情。



## 第四章

# 定价最重要—— 利用价格营业额比率

### 牛、熊与火鸡

\*\*\*\*\*

人是善忘的动物，不小心忘了基本面资料，如何判断企业的长期价值便毫无头绪。不过，倦鸟还是忘不了归巢，只是回到巢里的通常是火鸡。

在我的会议桌上，心情乐观时，我会放一个很大的塑胶公牛，头上一对大角，两腿夹着睾丸。以大部分人的标准来说，这样的东西很显眼。睾丸底下，我放一只色彩艳丽的塑胶火鸡，但不注意看的话，很难一眼看出。

别人通常不会注意到火鸡，即使注意到，也不敢马上相信自己的眼睛。有时有人会问，那只火鸡在那里做什么。我的解释是，每个人都知道牛市（多头市场）是什么，但大部分人看不到十分明显的东西——公牛最性感的头寸底下，站着一只火鸡。

人是善忘的动物。市场屡创新高时，人总忘了股价也有下跌的时候。基于期望和梦想，他们付出的价格，远高于私人买主愿意买下整家企业的价格。多头市场中，一支股票能从已经很高的价格再涨 70%，但在熊市（空头市场）也能跌得一样多，或者更多。（在公牛最性感的头寸底下站着一只火鸡。）大部分人知道有牛市和熊市，却没想到也有所谓的鸡市（Turkey Markets）。超级强势股在鸡市中有抗跌力量。一支完美的超级强势股，属于这样一家企业：

●利用自有资金创造未来，长期平均增长率约为 15% ~ 20%。

●未来的长期平均税后利润率高于 5%。

●价格营业额比率为 0.75 或更低。

## 了解价格营业额比率

\*\*\*\*\*

价格营业额比率 (*Price Sales Ratios, PSRs*) 是我个人熟悉, 效果最好的一种定价方法。这种方法还没广为人知, 了解的人更少, 华尔街里使用的人极少。但它很管用, 远比市盈率有效。它是衡量股票受欢迎程度几近完美的一种量数。本章要谈如何计算, 以及为什么有效。(价格营业额比率要运用得好, 必须先了解利润率分析, 请参考第十章和第十一章。)

价格营业额比率很像市盈率, 只是以公司的营业额代替盈利。计算方法是拿一家公司的股票总市值除以过去 12 个月的公司营业额。市值的计算方法是股价乘以总股数<sup>①</sup>。如果目前每股股价为 15 美元, 发行在外股数为 400 万股, 则市值为 6000 万美元 ( $15 \text{ 美元} \times 400 \text{ 万} = 6000 \text{ 万美元}$ )。如果公司去年的营业额是 8000 万美元, 则价格营业额比率是 0.75 ( $6000 \text{ 美元} / 8000 \text{ 美元} = 0.75$ )。如果营业额只有 2000 万美元, 则 PSR 值是 3.0。

图 4-1 是价值线 (*Value Line*) 发表的应用磁学公司 (*Applied Magnetics*) 资料。第 4 行列示总股数。(行号在右边) 图形上方, 第 1 行和第 2 行显示每一年的股票最高价和最低价。(请不要一脸茫然。慢慢来, 马上就会清楚些) 拿第 1 行乘以第 4 行, 得出每一年的最高市值。第 2 行乘以第 4 行, 得出每一年的最低市值。市值除以第 5 行, 便得 PSR 值。

<sup>①</sup> 最正确的股票总数是指“发行在外完全稀释的股票”, 包括现有股票, 加上已发行可以转换成股票的数目。公司的年报中, 会以显著地位列示完全稀释的股票数目。





价值线的资料有快速算法。第3行是每股营业额，因此，拿第1行或第2行，除以第3行，马上得到PSR高值或低值。

至于要用股票的买价、发行价格还是收盘价，你可能在这上面浪费很多时间和精力。其实这事无关紧要。如果真要自找麻烦的话，你也可以为发行在外股数到底有多少、到底有多少可以转换成股票的证券应包括在数字内等问题而伤脑筋。不要浪费你的时间在这些细枝末节上。

价格营业额比率最低可到0.05以下，最高可以远高于20。数字大小，取决于许多事情。有些公司的PSR值本来就应该与其他公司十分不同。那么，为什么我们要用价格营业额比率？因为它表示的是一只股票受欢迎的程度相对于营业额的大小。

价格营业额比率之所以有价值，因为这个比率中的营业额部分通常比企业的其他大部分变量稳定。如果你自行做了功课，分析过一家公司的业务基本面，有可能发现企业盈利常从十分赚钱变成小赔（甚至大赔），但营业额在多年快速增长后，只是暂时趋于平缓。

超级公司的营业额大幅滑落的情形很少见，但盈利急剧反转的现象则相当常见。（参考第一章和第二章所说的“阵痛”。）最糟糕的情况下，投资人顶多只会见到超级公司的营业额滑落5%~10%后，接下来一两年营业额平疲。与其他财务数据相比，营业额的稳定性较高，因此，在证券定价的过程中，营业额可作为不受风向影响的中流砥柱。

## 比较价格和营业额的关系有什么意义？

\*\*\*\*\*

PSR数字本身的意义是，股票市场愿意支付多高的价格，取得一公司一美元的营业额，换句话说，就是金融界对一家公司的观感—受人喜爱的程度。对私人买主来说，一家公司的身价，应是未来的营业额和未来平均利润率的函数，也就是它将来会有多少营业额，以及从这些营业额中能赚多少钱。现在来看看其中隐含的意义。

一家公司的年营业额如为1亿美元，市值也是1亿美元，则RPS值等于1.0。假设因缘际会，它有10%的税后利润率（1亿美元营业额

的 10% = 1000 万美元的盈余)<sup>①</sup>。根据这些数字，也可以算出市盈率是 10 (10000 万美元市值/1000 万美元盈余 = 10.0 市盈率)。如果税后利润率只有 5%，则市盈率为 20 (盈余 = 1 亿美元营业额的 5% = 500 万美元。10000 万美元/500 万美元盈余 = 20)。

表 4-1 列出一家公司未来各种不同的获利水准下，和 PSR 值对应的市盈率数字。

表 4-1 各种利润率水准和 PSR 值的隐含市盈率数字利润率 (%)

| PSRs  | 12    | 10     | 7.5    | 5      | 2      | 1       |
|-------|-------|--------|--------|--------|--------|---------|
| .12   | 1.00  | 1.20   | 1.60   | 2.40   | 6.00   | 12.00   |
| .25   | 2.08  | 2.50   | 3.33   | 5.00   | 12.50  | 25.00   |
| .50   | 4.17  | 5.00   | 6.67   | 10.00  | 25.00  | 50.00   |
| .75   | 6.25  | 7.50   | 10.00  | 15.00  | 37.50  | 75.00   |
| 1.00  | 8.33  | 10.00  | 13.33  | 20.00  | 50.00  | 100.00  |
| 1.50  | 12.50 | 15.00  | 20.00  | 30.00  | 75.00  | 150.00  |
| 2.00  | 16.70 | 20.00  | 26.67  | 40.00  | 100.00 | 200.00  |
| 3.00  | 25.00 | 30.00  | 40.00  | 60.00  | 150.00 | 300.00  |
| 4.00  | 33.33 | 40.00  | 53.33  | 80.00  | 200.00 | 400.00  |
| 5.00  | 41.67 | 50.00  | 66.67  | 100.00 | 250.00 | 500.00  |
| 6.00  | 50.00 | 60.00  | 80.00  | 120.00 | 300.00 | 600.00  |
| 10.00 | 83.33 | 100.00 | 133.33 | 200.00 | 500.00 | 1000.00 |

这张表指出各种价格营业额比率和利润率水准所对应的市盈率。比方说，一公司的价格是营业额的 1.0 倍，税后利润率为 7.5% 时，就相当于市盈率为 13.33。这张表很有用，可以指出不同的获利水准下，未来的市盈率所对应的目前 PSR 值如何。这张表请放在随手可及之处，以利于进一步参考。

请好好研究这张表，弄懂之后，省下的钱会超过你的想像。刚刚列举的第一例子 (利润率 10%)，可以从第五列和第二行的交叉处，找出市盈率为 10.00。利润率经修正为 5% 时，则从第五列和第四行的交叉处，找出本益比为 20.00。

表 4-1 显示利润率、市盈率和 PSR 值的关系。习惯了表 4-1，便可用它来思考不同获利水准和不同金融界评价下的一家公司价值。

其中涵义到底为何？买进股票想要获利，你必须用原因去决定它的价格，不是用结果去定价格。因果关系要弄清楚。原因在于营业状况一

<sup>①</sup> 第十章和第十一章会详细讨论利润率 (profit margin)。这里只要知道利润率等于税后净利润除以营业额就够了。如果营业额是 1 亿美元，利润是 300 万美元，则利润率为 3% (300 万美元/10,000 万美元 = 0.03 = 3%)。

带有成本结构的产品的销路。结果—利润、利润率，以及最后的每股盈利—由此产生。请注意，在这里之前，我们都没有以每股为基础的資料。避开每股的观念，可以强迫投资人继续把注意焦点放在整体的营业状况上，包括它的大小。PSR 的运用要成功，这是很重要的一点（不久后会加以说明）。

## 个案研究：资料点

#####

举个例子可以更清楚说明如何运用 PSR 这种分析性的定价工具。图 4-2 取自华尔街日报的“市场听闻”（*Heard on the Street*）专栏（1983 年 2 月 15 日）。这篇文章谈到资料点公司（*Datapoint*）股价大起大落的情形。前三段指出，股价从 51 7/8 美元急跌到 10 7/8 美元的低点，后来回升到 25 美元。这个过程中，许多人大感头痛，但到底发生了什么事。文章很长，却没提出好答案。华尔街喜欢神秘感。

资料点 1981 年的高价是 67 1/2 美元。为了说明方便，我们用 1981 年愚人节当天的股价 58 美元为准。以 58 美元计算，公司的市值接近 12.5 亿美元（实际是 11.8 亿美元）。在这之前 12 个月，该公司的营业额约为 3.6 亿美元，因此 PSR 值为 3.25。如华尔街日报那篇文章指出的，这只股票价格后来跌到 10 7/8 美元的低点，市值成为 2.22 亿美元，比 4 月愚人节的市值减少 80% 以上。

在营业额没有显著变动的情形下，它的 PSR 值从 3.25 降为 0.61。盈利已经消失，这是典型的成长阵痛。实际上，资料点的营业额增长得相当快。华尔街日报那篇文章发表时，资料点的年营业额已攀升到约 5.14 亿美元的水准。获利开始恢复（如第一章所说的阵痛过后）。当然了，这时股价已是低点的一倍以上，但到底真正发生了什么事？

华尔街起先对资料点的评价太高（PSR 值为 3.25）。如果投资人希望赚取长期的利润，没有一家像资料点那种规模的公司，PSR 值可以高达 3.25。稍后，资料点跌得太低（PSR 值只有 0.61）。PSR 值低于 0.75 的超级公司，应该很有耐心地抱牢持股，终有一天可以得到不错甚至惊人的利润。

图 4-2

### 资料点再获青睐 投资人抢进 成交量放大 价格上扬

福斯特·怀南斯(R. Foster Winans)著

去年资料点公司(Datapoint)接到的“亲爱的约翰”信函,比一船水手还多。但现在,德州圣安东尼奥这家电脑系统制造商开始收到情人节礼物。

1982年初短短几个月内,在该公司宣布接单和盈利预估过高之后,股票市值减少30%,也就是约8亿美元消失不见。7月31日结束的1年内,资料的盈利降低95%,股价从51 7/8美元,跌到只有10 7/8美元。

股价从低点力图反弹,去年封关时约18美元。不过过去两周,情人节礼物真的开始送来。前9个交易日,股价跃升22%,昨天以25 1/8美元收盘,平前一个交易日收盘价。周五涨幅更大,股价带巨量激升12%。过去两天,该公司发行在外2100万股股票约5.5%换手。

交易员说,大量买盘来自几家经纪公司。这个现象显示,过去一年来与这支股票有关的并购传闻不实。相反,分析师说,这只股票可能正演出补涨行情,好追上其他科技板块的涨幅。投资人可能认为,在预期经济将复苏的展望下,这家公司的财务状况就要否极泰来。

虽然若干投资人仍对该公司的未来抱着怀疑的态度,而且最近倒出不少股票,至少两位分析师不久前给了资料点不错的评价。

佛曼公司的科技业分析师T. T. 刘说,资料点是“值得买进的大鲈鱼”。刘先生估计的资料点1983年会计年度盈利是华尔街里面最高的,每股达1美元。这一来,这只股票的当期市盈率约25倍,和科技板块中一些最有吸引力的股票相比,显得偏高。国际商业机器公司(IBM)的市盈率是13,系帝系是11。刘先生喜欢这家公司的“基于定性层面”,也就是资料点的现金头寸大幅改善,7月底前估计有1.09亿美元,高于1983会计年度度的5000万美元左右。

他断言:“像它那样去年差点破产的公司,

资产负债表上的改善十分惊人。”

他说,这家公司有稳固的高层次顾客基础,包括纽约市14家大银行中的13家,而且在迷你电脑的通讯系统上占有很大的市场。

由于顾客基础强,刘先生的结论是,在经济开始真正改善之后,这家公司的营业额和盈利可能激增。

旧金山汉查公司分析师罗伯茨,对资料点今年盈利回升没那么乐观。他预测1983会计年度每股盈利为30美分~50美分。但他同意,经济景气好转时,1984会计年度这家公司的每股盈利有潜力增加到至少2美元。

该公司1月20日收到最大的情人节礼物之一,因为西方信托公司向证券管理委员会申报,买进资料点发行在外股票的5.7%。

这笔投资抵消了若干大型机构的沉重实压。例如,罗威普莱克斯和BEA等公司,总计倒出投资组合中约200万股股票。

许多分析师认为这只股票仍然宜卖不宜买。

索罗门兄弟公司分析师齐格说:“对短线投资人来说,现在可能是很好的卖点。”齐格也说,资料点1983会计年度的盈利依然不振,约为每股50美分,1984会计年度则可望小幅回升到每股约1.50美元。他说,这些数字“随时会变;盈利跌到这么低的地步之后,我们做估计时很没信心。估计值0可能应该更低才对”。

至于想要现在就买进的长线投资人,他说:“你必须相信这家公司能够推出新的系统到竞争十分激烈和变动快速的市场才行。我不敢肯定有人能那么放心地说这种话。”

资料点可能正碰到难关。1981年4月,该公司宣布推出一种叫做ISX的电子交换装置,并表示“应能对我们未来两年及之后的成长和利润有重大贡献。”

现在,两年几乎过去了,资料点的发言人说:“ISX碰到一些困难,特别是在软件方面,最近并没有交货。到目前为止,它有点令人失望。”他又说,ISX“几乎没有带进营业收入”。

对于华尔街的盈利估计值,该公司不予置评,只说它“乐观”地认为经济复苏将对它有帮助。

资料来源: The Wall Street Journal, February 15, 1983. Reprinted by permission of The Wall Street Journal, © Dow Jones & Company, Inc., 1983. All rights reserved.

**所谓超级强势股，是指与公司的规模相比，  
PSR 值偏低的超级公司股票**

%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%

3~5 年内从超级强势股赚 3~10 倍利润的 PSR 值判断准则如下：

**准则 1：**避开 PSR 值超过 1.5 的股票。任何股票只要 PSR 值超过 3，绝不要去碰。PSR 值如此高的股票，也有可能急速上涨，但只能根据“一时热潮”起涨。避之惟恐不及—除非你为赚取短期蝇头小利，甘冒长期赔大钱的风险。小额投资人尤应遵守这条准则。

**准则 2：**积极寻找 PSR 值为 0.75 或更低的超级公司股票。这样的股票总有一些，不虞匮乏。抱牢一段长时间，才能赚钱。

**准则 3：**任何超级公司的 PSR 值涨到 3.0 和 6.0 之间时，卖出持股。如果你不想冒太大的风险，就在 3.0 卖出，如果愿意冒稍微多一点的风险—期待过度乐观的情绪继续推升股票，则可以等到 6.0 才卖出。如果你喜欢赌博，还可以等 PSR 值升得更高。

PSR 值高的公司，华尔街对它的期望已高。超级公司的 PSR 值如偏低，表示金融界对它感到失望，十分怀疑它的将来。

**PSR 值多少才算低？多少才算高？为什么？**

再回头看一下资料点的例子。在 PSR 值为 3.25 时买进股票的投资人赔得灰头土脸，但在 PSR 值为 0.6 时买进的人却赚得眉开眼笑。PSR 值为 0.6 时，资料点的市值只是 1982 年盈余的 6 倍左右，也是后来分析师估计的 1984 年盈余的 5 倍左右（参考图 4-2 华尔街日报文章）。股价是下 1 年盈余 5 倍的超级公司，说它股价应上涨，会叫人感到奇怪吗？以资料点为例来说，PSR 值为 3.25 太高，0.6 则相当吸引人。这两个数字放诸四海皆准吗？

### 探究解决方法

其他事情同样重要，也必须考虑，例如随着公司规模变大，PSR 值会下降。在费希尔投资公司（Fisher Investments），我们以客观的方式，

追踪 62 家科技公司 5 年内的 *PSR* 值。这一期间, *PSR* 值大幅上升, 规模较小的公司上升得更多。可是在整个研判过程中, 有几样事情保持不变。

- 大公司的 *PSR* 值通常低于规模较小的公司。
- 大部分惊喜来自 *PSR* 值起初低于 1 的股票。
- 令人失望的股票, 大部分是在不良业绩发表前夕, *PSR* 值很高。

为了保持客观性, 我们选用的资料是旧金山投资银行汉奎公司 (*Hambrecht & Quist*) 提供的每月统计汇总。多年来, 汉奎一直是科技公司股票投资和承销业务中的领导专业公司。它的每月统计汇总收录了本身追踪的公司各项统计资料。利用它的资料库, 我们就不必选取想要追踪的股票。这事由他们代劳。

汉奎的资料库中也有些非科技板块, 但几乎所有的公司都是科技公司。我们从 1978 年的汇总开始, 每季追踪这些股票。随着时间的推移, 有些股票从清单中剔除, 其中若干被人收购, 若干破产, 或者只是因为汉奎公司不再感兴趣。

一家公司因为被另一家公司收购而从清单剔除时, 我们以收购日期和价格计算它退出清单时的价值。因汉奎公司成为不再为人感兴趣而被剔除的公司, 我们会搜集必要的信息, 继续研究那支股票 (就像它仍留在清单上)。有一家公司因为破产而从清单中剔除。(我们在清单中继续研究, 直到价格跌到反映破产的水准才剔除) 这些资料很容易依公司的规模分成三类。

1.38 家公司的营业额低于 1 亿美元。

2.15 家公司的营业额在 1 亿美元 ~ 6 亿美元间。

(这里有个缺口, 资料中没有一家公司的营业额在 6 亿美元 ~ 10 亿美元间。)

3.9 家公司的营业额超过 10 亿美元。

我们感兴趣的第一点, 是整份清单中规模较小公司的 *PSR* 值很低。稍后会指出, 1982 年和 1983 年, 无数小公司的 *PSR* 值介于 3 ~ 10 之间——甚至有高达 30 者。但是 1978 年初, 以沃特斯公司 (*Waters Associates*) 的 *PSR* 值最高, 达 2.53。38 家公司的平均 *PSR* 值只有 0.80。资讯酶 (*Infomag*) 的 *PSR* 值最低, 只有 0.24。表 4-2 列出 *PSR* 值最高的 10 家小公司名称和排名。它们是 1978 年在它们的世界中评价最高的公司。

表 4-2 1978 年 1 月 31 日 PSR 值最高的 10 家小公司 PSR 值都超过 0.90  
12 个月

| 排名 | 公司名称                                         | PSR  | 营业收入   | 市场价值   |
|----|----------------------------------------------|------|--------|--------|
|    |                                              |      | (百万美元) | (百万美元) |
| 1  | 沃特斯公司 ( <i>Waters Associates</i> )           | 2.53 | 34     | 86     |
| 2  | 数据制造公司 ( <i>Manufacturing Data Systems</i> ) | 1.46 | 24     | 35     |
| 3  | 特斯数据公司 ( <i>Tesdata</i> )                    | 1.38 | 13     | 18     |
| 4  | 大机器设备公司 ( <i>Plantronics</i> )               | 1.19 | 54     | 64     |
| 5  | 四同系统公司 ( <i>Four Phase System</i> )          | 1.13 | 80     | 90     |
| 6  | MCI 通讯 ( <i>MCI Communications</i> )         | 1.13 | 72     | 81     |
| 7  | 泰姆股份公司 ( <i>Tymshare</i> )                   | 1.00 | 92     | 92     |
| 8  | 西科公司 ( <i>Sycor</i> )                        | 0.99 | 72     | 71     |
| 9  | 超微半导体公司 ( <i>Advanced Micro Devices</i> )    | 0.93 | 82     | 76     |
| 10 | 电脑自动化公司 ( <i>Computer Automation</i> )       | 0.92 | 52     | 48     |

资料来源:于汉奎公司的统计汇总资料

现在来看看此后一段期间内它们的表现。有 3 家公司股价涨幅很大,它们是:排名第二的数据制造系统 (*Manufacturing Data Systems*); 排名第六的 MCI 通讯 (*MCI Communications*); 排名第九的超微半导体 (*Advanced Micro Devices*)。持有这些股票的投资人,赚了很多钱。

制造资料系统公司的市值本来是 3500 万美元,1981 年初被史伦伯公司 (*Schlumberger*) 收购而离开我们的清单时,市值为 2.12 亿美元,PSR 值是 3.8。MCI 的表现最杰出,市值从 8,100 万美元增加到 1983 年初我们结束研究时的 49 亿美元 (没错,是“亿”),PSR 值成为 4.9,远高于同等规模的其他公司。在同等规模的公司中,以 PSR 值来看,MCI 受到的评价最高。超微半导体的市值从 7600 万美元增加到 1983 年初的 9.86 亿美元,PSR 值成为 2.9。

相形之下,一些股票叫人大失所望。特斯数据 (*Tesdata*) 1978 年排名第三,市值是 1800 万美元,到了 1983 年安装,市值降为 1000 万美元,1982 年更低达 400 万美元。电脑自动化 (*Computer Automation*) 原来的市值为 4800 万美元,研究结束时,市值仅 2900 万美元。PSR 值最高的沃特斯公司虽没那么差,也很令人失望。1978 年的市值是 8600 万美元,PSR 值为 2.53,显然是同类公司中的金童。1980 年第二季度米利波尔 (*Millipore*) 以区区 9100 万美元就把它买下,而从我们的清单中剔除。

所谓的 10 大公司中,其他公司表现乏善可陈。例如,西科公司

(Sycor) 被买走时的金额只有最初市值的 8% 多一点。泰姆股份公司在研究开始时市值是 9200 万美元，后来短暂上升到 6.22 亿美元，PSR 值为 2.6，继之市值跌为只有 2.04 亿美元，PSR 值成为 0.67。

要了解 10 家高价格营业额比率的公司中何以有 7 家表现欠佳，有必要先知道这段时期对整个科技板块是一段不寻常的时期——涨势几乎可说是前所未见。这一期间内，汉奎的科技板块指类涨逾 5 倍，以复利计算，平均成长率约为 40%。在这种背景下，10 家高 PSR 股票中有 7 家表现欠佳，便很显眼。

低 PSR 股票则与之形成强烈对比。排名殿后的资讯酶 (Infomag) PSR 值低达 0.24，市值只有 800 万美元，研究结束时，公司名称改为电脑通讯科技公司 (Computer & Communications Technology)，市值超过 1.5 亿美元，PSR 值在 2.0 以上。葛兰格公司 (Granger Associates) 起初的市值只有 900 万美元，PSR 值是 0.50。研究结束时，市值超过 2.5 亿美元，PSR 值达 5.0 以上。前后 5 年内，葛兰格的 PSR 值增加为 10 倍以上。

一些低 PSR 股票的 PSR 值增幅很小，但表现仍然很好。比方说，芬尼根公司 (Finnigan Corporation) 起初的 PSR 值是 0.43，市值只有 900 万美元，研究结束时，PSR 值升抵 1.20，市值高达 6600 万美元——涨幅逾 6 倍。加州微波 (California Microwave，请参考第十五章的个案研究) 起初市值是 1900 万美元，PSR 值为 0.63，1983 年初，市值超过 1.5 亿美元，PSR 值达 1.50。罗姆 (Rolm，在整个期间内，是真正的超级强势股) 原先的 PSR 值是 0.81，几乎等于清单上所有公司的平均值，市值为 2900 万美元。5 年后市值超过 11 亿美元，PSR 值达 2.5 以上。

这些股票市值上扬，有一大部分是因为科技板块展开强劲的多头市场，日益受到投资人垂青。稍后以 PSR 值来看，科技板块价格已显过高。1982 年 11 月，汉奎公司的清单中，有 27 只股票的 PSR 值超过 3.0，其中 8 只超过 6.0。在这之后，上升速度加快。到了 1983 年 5 月，54 只股票的 PSR 值超过 3.0，其中 27 只超过 6.0。(不要忘了，1978 年初，清单上的公司 PSR 值最高不超过 2.54。)

请注意 1978 年的 PSR 值和 1983 年相比显得很低。比较近半世纪的 PSR 值 (第六章和第七章)，可以很清楚地看出所谓的科技股，1978 年的 PSR 值很低，1983 年很高。(不要只因 PSR 值低就买股票，还必须



考虑股票的品质。)真的,世界上最糟的公司,在迈向破产之路上,PSR 值常掉到极低的水准后便宣告倒闭。

毫无例外,清单上原来的 PSR 值低于 1.5 的所有股票,5 年内上升了 500%~1000%。只有两只超级强势股的 PSR 值高于 1.0。比较它们之间的相对表现,可以洞悉一些事情。清单上 PSR 值第三低的股票,表现一直优于 PSR 值第三高的股票(逐季比较)。如把 MCI 和超微半导体拿出来,比较之下更显戏剧性。(当然了, MCI 和超微半导体本身很有价值。)很有趣的一件事,是这份以客观态度选出的同质股票清单中,每一家品质都不错,但 PSR 值低的股票获利潜力较高,风险则低于 PSR 值高的股票(逐季度与整段期间内比较)。如仅以 PSR 值作为选股依据的话,应避开 PSR 值高的股票。

## 看准股票

|||||

表 4-3 列出汉奎公司 1982 年 11 月的清单上,依公司规模和 PSR 值区分的公司家数。例如,在第一行和第二列,有四家公司的营业额介于 1 亿到 2 亿美元间, PSR 值则在 0~1.0 之间。同样,在第四行和第四列,只有一定公司的营业额在 3 亿美元~4 亿美元间, PSR 值介于 3.0 和 4.0。

表 4-3 汉奎公司 1982 年 11 月统计汇总资料中价格营业额比率 and 公司规模的关系

| 过去 12 个月的<br>年营业收入<br>(百万美元) | - 介于以下价格营业额比率的公司数目 |     |     |     |     |     |    | 总数  |
|------------------------------|--------------------|-----|-----|-----|-----|-----|----|-----|
|                              | 0~1                | 1~2 | 2~3 | 3~4 | 4~5 | 5~6 | 6+ |     |
| 0~100                        | 8                  | 17  | 16  | 3   | 2   | 5   | 8  | 59  |
| 100~200                      | 4                  | 7   | 2   | 3   | 2   | 1*  | 0  | 19  |
| 200~300                      | 2                  | 2   | 1   | 0   | 0   | 0   | 0  | 5   |
| 300~400                      | 1                  | 2   | 2   | 1*  | 1*  | 0   | 0  | 7   |
| 400~800                      | 2                  | 4   | 2§  | 0   | 1   | 0   | 0  | 9   |
| 800+                         | 11#                | 5   | 2** | 0   | 0   | 0   | 0  | 18  |
| 总数                           | 28                 | 37  | 25  | 7   | 6   | 6   | 8  | 117 |

\* 天登公司

+ AMD

± Tandem

§ 苹果和精华电脑

|| MCI

# 包括去年一些传奇性大公司，如数据库、摩托罗拉、国民半导体、北方电信、储存科技、德州仪器和泰克尼克斯。

\* \* 王安和英特尔

表 4-3 有一条对角线从左下伸向右上，指出了我所称的梦想国度位于何处。这条斜线的右边，PSR 值和公司业务规模的组合，只有极少数华尔街的“圣牛”能够达成。在这条线上以及右边的少数几家公司名称，列于表内。这些公司以它们的业务规模和 PSR 值来看，是受评价最高的公司，每一家在某些方向都很突出，包括超微半导体、苹果电脑、英特尔、MCI、精华电脑（Prime Computer）、天腾电脑（Tandem Computer）、天登（Tandon）、王安（Wang）。1982 年 11 月的清单上，PSR 值最高的是 *intecom*，达 18.78，营业收入只有 1800 万美元。前 8 公司如下表所示：

| 公司                            | 年营业收入<br>(百万美元) | 市场价值<br>(百万美元) | PSR   |
|-------------------------------|-----------------|----------------|-------|
| <i>Intecom</i>                | 18              | 338            | 18.78 |
| <i>Collagen</i>               | 9               | 120            | 13.33 |
| <i>Home Health Care</i>       | 22              | 217            | 9.86  |
| <i>Genentech</i>              | 26              | 251            | 9.65  |
| <i>Convergent Tech</i>        | 63              | 568            | 9.02  |
| <i>Seagate</i>                | 44              | 316            | 7.18  |
| <i>Tera Corp</i>              | 32              | 221            | 6.91  |
| <i>Evans &amp; Sutherland</i> | 48              | 326            | 6.79  |

我们不能说这些股票价格就不会上涨。其实，1982 年 11 月 ~ 1983 年 5 月市场劲扬，它们都从表列水准上涨。但是潜在的报酬不值得去冒那么高的风险。前面说过的资料点，就是很好的例子。事实上，虽然从 11 月 ~ 5 月价格上涨，但上列股票的涨幅不如低 PSR 股票。（中长期内，高 PSR 股票表现一直不如低 PSR 股票。）

但有几只个股例外，不过例外数目很少，不具投资上的意义。例如，MCI 成长为大公司的过程中，PSR 值从原本已经很高的水准，上升到极高的水准。这是很特别的一个例外。再回头与表 4-3 对照，可

以发现这些股票绝大部分在对角线右半部之外，只有极少数例外。（MCI 股价后来重跌。）

## 成长之际逆流上游

\*\*\*\*\*

这项研究另一个有趣的结果，是极大型公司和规模较小的公司比较，前者的 PSR 值一直呈现愈来愈低的趋势。在研究之初，这个现象没有研究结束时那么明显（但整段期间内一直有这个现象）。PSR 值很高的公司一直是规模较小的公司。清单上营业额超过 10 亿美元的九家公司，1968 年初的平均 PSR 值只有 0.63。惠普和迪吉多电脑是评价最高的两家公司，将之剔除，大公司的平均 PSR 值只有 0.41。

随着一家公司的规模扩大，PSR 值终将不如小公司中最高的 PSR 值。这是本项研究最重要的结论之一。（这件事十分重要。）

表 4-3 的最大型公司部分显示，随着公司规模扩大，PSR 值相对下降得很快。营业额超过 8 亿美元，以及 PSR 值低于 1.0 的 11 家公司，并非形象不好的公司。它们是数十年来深受赞许的公司，包括德州仪器（Texas Instruments）、储存科技（Storage Technology）、数据库公司等。

5 家公司的营业额超过 8 亿美元，PSR 值介于 1.0~2.0 之间，令人很感兴趣，因为其中 3 家的营业略多于 10 亿美元。事实上，只有惠普和迪吉多电脑两家营业额超过 10 亿美元的公司，PSR 值高于 1.0。这两家极少数的公司以其规模而有那么高的 PSR 值，在同业中显得很突出。相比之下，它们和 PSR 值高出很多的许多小公司一样受到很高的评价。（迪吉多电脑股价后来重跌。）其他绝大部分大型科技公司，PSR 值低于 1.0，机构投资者握有它们很多的股票。

## 高处不胜来

\*\*\*\*\*

PSR 值高可能很危险。我们知道，一家公司成长到变成大型公司后，它的 PSR 值通常偏低。公司的营业额增加到 10 亿美元以上后，PSR 值常会降到 1.0 以下。极少公司例外，但 PSR 值也不会太高。由

于 PSR 值随着规模扩大而下降，一家公司的 PSR 值如果太高，便显得脆弱，价格上涨潜力将十分有限。

举个例子来说明。第十四章的个案研究将讨论佛贝提姆公司 (Verbatim Corporation)。佛贝提姆 1983 年仲夏的股价不便宜，每股 50 美元出头，市值超过 6.1 亿美元，年营业额为 1.2 亿美元，PSR 值是 5.1。我认为佛贝提姆是家杰出的公司，软盘前景十分亮丽。但是像它那种规模的公司，有那么高的 PSR 值很少见。除非整个市场上涨（因此所有的 PSR 值都急剧提高），否则佛贝提姆的营业额达 10 亿美元左右时，市值不可能远高于 10 亿美元。

### 梦想国度的门槛

#####

佛贝提姆的营业额必须成长为 10 倍，股价才有可能成长为两倍左右<sup>①</sup>。它的营业额在很短的期间成长为 10 倍，使得投资报酬率高达 1 倍的可能性有多高？可能性不大。（为符合我们的超级强势股最低标准，它必须在 3 年内做到这件事。）比较有可能的情形是，为了追求快速的成长，它需要资金周转，并且发行更多股票，使得发行在外股数增多——提高市值和 PSR 值，但现有股东持有的价值没有增加。（公司成长后，PSR 值受到压抑，和为了促进成长而增发股票也有关系。）

我的意思不是说佛贝提姆的价值不会上升的。它的价值是有可能上升。我的意思是，这只股票的价格要上涨，就必须逆流上游。1983 年它逆流上游愈多，稍后投资人受到的伤害愈大——或至少大感失望。（后来佛贝提姆的股价重挫。）再来看表 4-3，我要指出，当初我买佛贝提姆时，它处在 1981 年 1 月类似清单中的第一行第一列。到 1983 年我卖完这只股票时，它已移到第六行第二列，刚好处在梦想国度的门槛。

---

① 假设佛贝提姆的营业额从 1.2 亿美元成长为 10 倍，达到 12 亿美元，如果到时的 PSR 值为 1.0——这是很合理的假设——则市值也是 12 亿美元，正好是目前市值 6.1 亿美元的两倍。

## 股票公开上市的经济学



1982年和1983年许多首次公开发行的股票，PSR值之高，令买到股票的投资人稍后懊恼不已。许多（如不是大部分的话）新股令投资人损失不费。一只股票的公开发行价格如为营业额的10倍，那就和税后利润率为10%、价格是盈利100倍的公司无异（参考表4-1）。很少公司能在很长的时间内，一直拥有10%的利润率。公开发行时PSR值偏高的股票，长期而言会使投资人发生亏损，没办法赚到钱。

投资人似乎不太注意这些公司到底有多出色。贪婪、疯狂的“投资人”打电话给营业员，大喊要买300股新股。营业员告诉他，那只股票不是XYZ公司的股票，而是ZXY公司的股票，他们仍坚持买一样多。毕竟，那是“新希望”。在这种泡沫市场中，投资人相信股价一定上涨。他们很少注意基本面因素。

1982~1983年新股市场的PSR值偏高，就算真的注意基本面因素，也没什么用处。这次多头市场结束时，最大的输家之一，是买进PSR值极高股票的投资人，因为这些股票后来未能达到他们的期望值。

另一群大输家，是投资人买到PSR值极高的股票后，后来的表现确实符合他们的期望（理由和佛贝提姆太高一样）。一只股票的价格如为营业额的10倍，想要从中捞本的话，得等很长的时间，还不如买地方公债。这类疯狂的市场行为开始出现后，继之几乎总有一段报应期，许多人深受其害。这段期间对投资人通常一视同仁。鸡市把钱交给那些技能和经验高超的人，把经验留给那些钱太多和太贪婪的人。牛和熊从市场中销声匿迹之后很久，火鸡仍在那边咯咯叫。

即使如此，在多头市场的高档，还是有一些股票很便宜。一家公司失宠，可能跌得既快且深，如前面所述资料点的例子。不管是多头市场，还是空头市场，都可能出现这样的情形。比如，我投资佛贝提姆获有利润，是在1981年多头市场的极高点时买进的。一旦投资人梦想破灭，很可能走向另一个极端。同样，投资人太乐观时，也有乐极生悲的可能。在PSR值为0.75时买进超级公司的股票绝不会赔钱。为什么？

绝不赔钱的原因在于它的市盈率马上就会跌到很低的水准，并从那

里快速上扬。*PSR* 值为 0.75，表示市值和营业额的关系是 0.75 比 1.0。可是不久后它的营业额就会增加 20% 到 40%，因此以目前的价格计算将来的 *PSR* 值，会是 0.6 或更低 ( $0.75/1.20=0.62$ ;  $0.75/1.40=0.54$ )。*PSR* 值为 0.6，理论上和即将有 5% 税后利润率的企业，市盈率为 12 倍一样（从表 4-1 推算）。对税后利润率 7.5% 的企业来说，市盈率则只有 8 倍（也是从表 4-1 推算）。

我们谈过，超级强势股就是超级公司的股票，价格营业额比率在 0.75 或更低。我们也提到，运用 *PSR*，比起其他任何单一工具，更能让投资人居于明显和稳定的有利地位，确定股票的合理价位。不管企业赚钱还是赔钱，不管短期利润率很高还是很低，它都能使用。它也可用来评估私人买主可能出什么价格，买下整家公司。它可做为警讯，指出一只股票价格将来潜藏的危险。

不过 *PSR* 本身仍是能力有限的单一工具—功能的确很强，但仍有有力有未逮之处。没有任何一种工具拥有全方位的能力，足以确保优异的成绩。生命没那么简单。投资科技板块时，一种很有价值的工具能与 *PSR* 相辅相成，叫做价格研究支出比率，第五章将对之讨论。



## 第五章

# 价格研究支出比率—— 好头脑的代价

### 问题——捕鲸

+++++

### 捕

鲸只用一条绳索未免愚蠢。使用的鱼叉应尽可能多，从四面八方进击。想寻找一支超级强势股也是一样，在定价的过程中使用几条不同的绳索，才能提高成功的机率。这么做，才能确保你不只找到超级公司（付出的价格太高），更能找到超级强势股。价格研究支出比率（*Price Research Ratios, PRRs*）有助于指出价格营业额比率（或其他任何定价方法）使用时的盲点。

本章所谈只与科技公司有关。使用价格研究支出比率的目的，是分析科技公司从事研究获得的价值。科技公司里面有很多是超级公司。因此，分析超级强势股时，*PRR* 扮演很重要的角色。

*PRR* 帮助投资人避免犯错的方式有二：

帮助投资人避免买进价格营业额比率偏低，因此误以为是超级公司，实际上不是超级公司的股票。

价格营业额比率看似偏高，实际上却是超级公司的股票，它可以发出信号帮助投资人看得更清楚。

*PRR* 的功能不如 *PSR* 强，其中原因稍后说明。不过它仍是很有价值的核对工具，可以防止 *PSR* 在某些地方误导投资人。



## 价格研究支出比率是什么？

#####

价格研究支出比率（PRR）的计算方法是拿一公司的市值<sup>①</sup>除以公司过去12个月的研究支出。PRR是股价和公司研究预算间一个简单的算术关系。请注意，它不是股价和研究生产力或研究成果间的关系。

要了解PRR的价值，有必要先了解研究的职能，以及是什么原因使得它对公司有贡献——这个观念少数人了解。这一阵子，新闻媒体上谈到研究，总用一大堆术语。看报纸、听华尔街或经营成功的科技公司谈研究发展，你往往被搞得一头雾水。研究、研究发展、产品开展、商业开发、工程——或者你想叫它什么——在大部分企业中，都来自同一个地方。它不过是一种职能工具，在满足顾客需求的过程中使用。它没什么魔法。

## 研究只是一种商品

#####

在大部分企业，研究只是一种商品，整个过程没有什么特别的地方。没错，独特的研究确实存在，但只存在极少数的大型机构中——如贝尔实验室、惠普、国际商业机器公司（IBM）、德州仪器、政府所属实验室和各大学院校。它们是进行独特的基础研究的地方。其他每个人所做的，通常称之为商业开发或应用开发。商业开发，顾名思义，比基础研究的实用性高很多。（但是对某些人来说，不见得那么有趣。）

研究是一种有功能的商品，这个观念没有普及开来。人们一厢情愿地以为，研究是非常复杂的事情，但除了复杂，还相当独特。有些企业的管理层想叫你相信他们拥有十分独特的技术和工程单位。他们希望你相信，由于这一点，竞争对手想赢也难。许多股票市值高的公司，大力吹嘘这一点，令人作呕。

不少经纪公司鼓励投资人买进科技股时，也有类似的说法。这些说

---

① 一公司的市值是指完全稀释后发行在外的股数乘以股价。

法绝对不正确。一般情形下，这些公司顶多能在市场上领先竞争对手一段时间。

研究是一种相互比较的商品。研究有时管理起来有点困难。不过，它仍只是一种相对比较性的商品。有些公司管理这种商品管理得比别人好，但是差别相当小。它们看起来所以没有那么小，是因为各公司获得的研究成果，相差可能很大。

研究像商品，但研究成果很独特或者不像商品，这话怎么说？为什么一家公司的研究看起来很有生产力，另一家却毫无生产力？如果研究是一种相对比较性的商品，事情怎会变得如此？各公司间的研究有哪些显著的差异？答案可用一个词表示——营销。

## 市场研究引导技术研究

#####

最基本的市场研究，决定了所生产产品的性质和成败，因此，决定了研究的相对成败。一家公司的研究可以优于另一家公司——一直都有这样的事，主要是因为研究做得较好的公司，先前在营销工作上做得较好。它晓得该用什么样的技术，掌握市场机会。（不过有些公司的营销做得不好，运气却很好一碰巧在正确的时间推出正确的技术和产品。）

亚当·奥斯本（Adam Osborne）见到机会，发现可以开着一部大卡车，驶进个人电脑市场。四个月内，奥斯本一号设计、开发完成，整装待发。它卖出了数亿美元，确立一个人都必须跟进的趋势——个人运算领域中的便携性。奥斯本并没有比较好的研究。（研究和产品开发相当简单——只要4个月的时间。）奥斯本拥有的是无以伦比的准确度（可能还有运气），看出未来的市场需要那种东西，因此，对公司创立后两年内的营运大有帮助。

但奥斯本没有做好身边事务的管理。随着市场趋于成熟，以及他过于依赖自己创业家的市场嗅觉，因此，未能正确看出个人电脑下一个重要的演化阶段——IBM兼容性。单单一次营销失误，使得他接下来两种电脑的研究成果几无价值。第一种是从未发表的 *Vixen*，研究计划由于IBM PC推出而中止，另一种叫 *Executive 1*。这也使得他的公司变得几无价值。1983年9月，奥斯本被迫遣散所有生产工人，员工数从高峰期

的 1000 人萎缩到只有 80 人。奥斯本电脑公司 (*Osborne Computer Corporation*) 留下的员工, 工作也岌岌不保。奥斯本所剩的惟一希望, 是设计 IBM 兼容电脑, 赶上迅速变迁的市场。准确掌握市场动向, 造就了奥斯本; 掌握市场失误, 也毁了奥斯本。生产科技产品时, 了解市场比了解技术本身更重要。

我们经常见到一家公司花了好几年的光阴, 开发出某种产品, 发表之后不久便被迫停产, 或者把生产线卖给别人。财务状况可能很严重。多年的研究支出付诸东流。花在研究上的钱, 显然像肉包子打狗, 毫无回收机会。为什么? 因为那家公司没有正确了解市场。

1983年初, 我拜访内华达州雷诺的林奇通讯系统公司 (*Lynch Communications Systems*)。他们刚停止生产一种叫做 *ATLAS* 的新产品; 它是下一代的答录服务产品。公司的年报指出, 最近大部分的研究努力投入 *ATLAS*。但是这项产品惨遭取消—成本高达 500 万美元。他们投入的钱没得到好处。

问到这件事时, 管理层很骄傲地说, 这项产品采用十分卓越的先进技术, 但取消生产是因为卖不出去。想买这套系统的顾客, 财务状况差, 凑不出钱来买。没有人买, 就没办法卖—林奇公司的研究就像把钱丢到臭水沟里。

管理层没看出这是营销上的基本失误。林奇甚至没设营销经理的职位。首席执行官 (CEO) 迪克·德廷格 (*Dick Dertinger*) 有很长一段时间在海外四处推销, 应该很懂营销。但由谁负责更广泛的营销事务? 营销没做好, 研究便毫无价值。

营销没做好的公司, 很少看出自己的问题所在, 错误一犯再犯。他们实应痛定思痛, 找来一流的营销人才, 把新产品的决策权交给他们。相反, 他们竟然一再重蹈覆辙。这也可称做是一种传奇。一家公司不擅长营销, 就不是好公司。科技公司不擅长营销, 就不会有好的科技。超级公司有很强 (不见得必须完美) 的营销能力。

对市场有强烈嗅觉, 以及整体管理得当的公司 (超级公司), 能够用很高的效率建立研究组织, 实现自己的目标。毕竟, 这是一家公司初创时所做之事。某人有个想法, 想做某样产品, 于是请来适用的人, 把那样产品做出来。(前面所提奥斯本电脑公司的例子, 就是这个样子。)

大部分新创企业的资本家说, 他们宁可资助营销强、技术弱的人领

导的公司，不想资助技术强但营销弱的人领导的公司。谁都可以创立研究组织，而一旦公司开始运转，就没有一位研究人员那么与众不同。管理层有时认为某人特别与众不同，其实往往并非如此。

假设我们经营一家小型但重要的公司，年营业额为 5000 万美元。为进军新市场而设立研究组织后，我们自己做了一点小研究——很可能就是要现任的工程副总裁领导。我们找到了这个领域中的优秀人才。工程副总裁负责聘用和管理这些人，方式相当传统，做起来没那么难。

研究发展的努力有没有带来显著的不同？是有不同，但不多。研究成果的好坏，大部分取决于先决定发展什么东西。产品应该像什么？功能应该如何？顾客为什么喜欢它甚于其他选择？有何诱因可以促进销售？这类营销因素决定研究成果的 80%。

其余 20% 和管理阶层的能力有关。这 20% 的长期成果因公司而异。同样，超级公司的长期成果较好。较好的成果不容易获得，需要：

管理层素质较好。

愿意雇用最优秀的人才。

非凡的领导能力，鼓励、要求每位员工尽力而为。

敏锐的时间管理能力。

接纳工程奇才倜傥不群的特征——视他们为平常人。

坚决“执着目标”。

这些技能不多见，大师和工匠之别就在这些地方。

## 解决之道

#####

这些事情和股票的定价有什么关系？很简单，不要太在意研究。要买到超级强势股，必须以低价买进超级公司的股票。避免所谓研究魔法的诱惑。工程上没有所谓的魔法。一家公司能从研究中获得什么东西，真正的关键在营销。一旦确定一公司的营销能力，研究的价值便很容易确定。（稍后探讨这些问题。）

## PRR 适用准则

\*\*\*\*\*

使用 PRR 可以帮助你远离麻烦。购买超级强势股时，请遵照以下的准则：

准则 1：别买 PRR 高于 15 的超级公司。PRR 低于 15 的超级公司多的是。

准则 2：找 PRR 介于 5~20 的超级公司。PRR 远低于 5 的公司不多见。（其他公司可能早已依那些低水准把它们买下。）

PRR 值指出一公司研究发展的市场价值。由于我们了解工程上没有什么所谓的魔法，而且大部分研究成败取决于营销工作做得好不好，因此，花太多钱去买研究显然不明智。80 年代初大部分首次公开发行（IPO）的股票，价格是研究支出的 15 倍或更高——而且高很多。十分抢手的股票，PRR 值甚至高达 50~200。在这些地方，PRR 和 PSR 正如所期望的，相当完美地彼此对映，指出这些股票的价格过高。投资人从这些指示中或许能赚到钱，但它们不够资格称做超级强势股，因为根据原来的买价，投资人不可能在 3~5 年内赚进 3~10 倍。买进 PRR 值高的首次公开发行股票，赔钱的机率比较高。

首次公开发行（IPO）在外的其他股票，也适用同样的准则。第三章曾提及佛贝提姆（Verbatim）的价格营业额比率很高，其实 1983 年它的价格研究支出比率也非常高，超过 100。这事令人害怕。第一，市场对营业额给予很高的评价；其次，如果研究相对于市值偏低，必须从哪里找到足够的新产品，来使营业额有够快的增长，以提升股价？避开这些高价公司。（如果其他人买这些股票赚到钱，你会因此嫉妒他们吗？起码确保自己不赔钱就够了。不赔就是赚。）

如果 PRR 反映了 PSR，则何必那么麻烦再使用 PRR？因为两者不见得时时相互反映。两者分道扬镳时，必须先回答一些有趣的问题，才能考虑是否投资。一家公司的 PSR 值和 PRR 值同时偏低或同时偏高时，它们可以说十分完美地亦步亦趋。但如 PSR 值低，而 PRR 值高，或者 PSR 值高，而 PRR 值低，则有什么意义？来看几个例子。

超级公司的价格看似很高（以 PSR 值为准），但实际上相当便宜

时, *PRR* 值可以帮助我们进一步判断。假设一家超级公司的 *PSR* 值稍微高了一点, 比方说是 1.0, 但 *PRR* 值低到 5.0, 则其中涵义是为掌握市场机会, 目前的研究支出可望马上产生新的产品 (甚至生产线), 可以提交营业额和利润。果真如此, 这家 *PSR* 值略高的超级公司或许有价值, 因为它的 *PRR* 值很低。如果不是这样, 那可能因为它的营销做得很差, 研究支出不会开花结果, 使它成为真正的超级公司。

*PRR* 和 *PSR* 合用, 可以强迫你认真考虑可能忽视的超级强势股。*PRR* 可以帮助投资人寻找可能失之交臂的好机会。

最近, 我买了芬尼根公司 (*Finnigan Corporation*, 在加州圣约瑟) 的股票。芬尼根是全球大量分光计的领导厂商; 分光计是一种精密分析仪器。以 *PSR* 值 1.0 来说, 这只股票有点高, 可是从 *PRR* 值来看, 似乎很便宜。于是我决定进一步探讨, 发现它正在开发很多新产品, 可能即将产生显著的利益。时间会说明这些投资能不能成功。可是不看 *PRR*, 我可能因为 *PSR* 值偏高而却步, 错失大好机会。

现在来看看别人口中的超级强势股 (如果有人这么推崇, 那不是好兆头)。假设它的 *PSR* 值只有 0.75, 从价格营业额比率来看, 它似乎符合我们的超级强势股条件。(请注意这里绝口不提盈利。) 但如 *PRR* 值为 25, 则显得过高。从这个数值可以看出, 这家公司没做必要的支出, 以使未来更为亮丽。这家公司所做的研究很少。营销单位显然没有尽力, 或者公司没找到开拓市场的好机会。

这个世界上没有魔法, 公司的研究努力可能获有成果, 但营业额不可能因此急剧增加一而使 *PSR* 值偏低。或许这家公司因为无法从内部找到足够的机会, 正设法收购其他公司。管理层可能十分了解它的市场, 发现成长潜力偏低, 因而减少研究发展, 增加收购行动。

在这个例子中, *PRR* 和 *PSR* 并用, 可以避免投资表面上像超级强势股, 事实上不是的股票。它甚至不能说是超级公司。*PSR* 值低只是引人入胜的诱饵。使用 *PRR* 可以避免买到赔钱货。

## *PRR* 的问题

\*\*\*\*\*

过分追求精确的 *PRR* 值是不对的。我们只能拿它当做粗略的价值

量数。不要试着去求精细的数值。相反，应在价格营业额比率未能准确解释价值时，使用 PRR 找出不多见的获利机会。首先应观察价格营业额比率。你不会因为某只股票的 PRR 值是 10.4 就去买它，另一支股票的 PRR 值是 11.8 就不去买它。如此斤斤计较只会带来让人失望的结果。造成数值波动的原因，还有其他许多更重要的因素。

PRR 不应拿来当做狙击手的用枪。一家公司的研究发展支出可能略多于另一家公司。不要忘记，一个研究组织的真正效率，可以比另一个研究组织高出 20%。因此，运用 PRR 时，希望准确度超过 20%，是愚蠢之举。仅因 PRR 值低就买某只股票，绝对不对，因为许多研究发展可能完全没有价值。PRR 值低也是引人入瓮的诱饵。不要锱铢必较，只把 PRR 值当做交互查证的粗略衡量指标。PRR 值很高的股票并非没有便宜股，但有助于避免犯错误。

PRR 是个新观念。金融市场人士还不习惯。它没有普遍为人了解或接受。任何新观念都会碰到若干阻力，各种批评纷至沓来，有些言之成理，但大部分胡说八道。探讨这些批评，对于 PRR 何时适用，何时不适用，会有更清楚的概念。

---

批评 1：“不同的公司记账方式不同。一家公司列为研究发展的支出，另一家却不然。由于数字无法比较，硬要拿它们作为比较基础，显然不明智。”

---

少数例子中，此说可能有理，但经常不对。企业的研究发展记账方式日趋一致。大部分股票公开发行公司，倾向于高估，或至少完全据实报告研究方面的努力。研究发展成为一种潮流。一家公司如不做很多研究，许多人会认为这家公司没有明天。

20 世纪 70 年代，加州前州长埃德蒙·G·布朗（Edmund G. Brown）是美国第一位倡导科技的重要民选官员，研究发展成为政治家挂在嘴上的用语。现在连总统也就研究发展公开表态。所以政治家都支持研究发展，没人反对。国会各委员会定期开会，讨论种种方法，促进创业资金流向科技公司。

硅谷在国会有自己的代言人。国会议员埃德·曹（Ed Zschau）本是一家经营成功的科技公司创办人兼执行长，后来转入政坛，获得媒体广泛报道。

在这些热潮驱使下，研究支出享有优越的税收优惠。稽查人员奔向

客户，鼓吹国会的信息。他们向客户表示，其他边际项目也列为研究支出，目前和将来可以省下不少税负。今天凡是能列为研究支出的项目，都被企业尽量列入。因此研究发展支出即使没有高估，通常已尽可能完全列举。（仍有一些公司申报的研究发展支出比别人略多，如以下的批评所说。）

---

批评2：“政府资助的研究发展可能未纳入。这方面的研究发展可以给企业宝贵的技能，稍后应用商业产品上。”

---

虽然政府资助的研究发展可能没有直接转化为商业产品，员工还是能因此习得相关技能。以后一可能立即，也可能在几年后，他们学得的某些东西，有助于开展商业产品。

我同意这个说法。的确，PRR 应涵盖一公司所有的工程研究努力，不只包括政府资助的研究发展在内，任何第三人资助的研究或工程（如另一商业组织资助）也应包括在内。有些公司没在年报中列示第三人资助的研究，但有关的信息还是唾手可得——通常在它们向证券交易委员会（SEC）申报的 10-K 表格中详细说明；以书面申请，企业都会提供。

第三人资助的研究发展，不只可能对企业的科技研发努力有直接贡献，也可能对企业的营销努力有间接贡献。加利福尼亚微波公司（California Microwave）对这个问题，持很有趣的观点。创办人、董事长兼首席执行官（CEO）利森（Dave Leeson）指出，如果他们不能说服某位顾客至少拿出一些钱投入研究发展，这位顾客就不会很急着买它的产品。发生这样的事时，加利福尼亚微波公司就得把精力集中在长期的困难工作上，探讨市场是否真的存在。

因此，加利福尼亚州微波公司的研究活动中，第三人商业组织资助的研究发展占了很高的比率。在工程部门工作的员工比率，高于一般水准；营销部门的员工则占较低的比率。就某方面的意义来说，工程师做的是营销工作。也许这种做法对利森有用，因为他的公司和顾客的买卖合同平均价格很高，100 万 ~ 1500 万美元的合约十分常见。（卖胶状糖的公司，比较难以取得第三人大力投入资金，协助研究发展。）

第三人资助的研究发展，没详列在公司向 SEC 申报的 10-K 表格中的例子很少见，但真有这种情形，怎么办？投资人还是能够估算研究发展活动的大约支出。投资人很容易问到一家公司直接在工程部门任职



的工程师数目（10—K 表格通常有申报，但不见得一定有）。在行业界的公司名录中也找得到。一公司的员工总数有多少比率投入工程研究？依一般准则，这个比率的 2/3，大致等于研究发展支出占营业额的比率。据此估计的研究支出和实际数字有出入，但不会相差太多。

举例来说，假设某公司的员工总数中，有 12% 投入工程部门，包括公司出资和第三人资助的研究发展，这家公司的研究发展支出占营业额的比率约等于 8% ( $12\% \times 2/3 = 8\%$ )。按照这个方法，即使一公司未获得第三人资助研究发展，还是有可能估算它的研究发展支出。

---

**批评 3：**有些企业的研究发展支出，用在维持现有市场占有率的防卫性活动上，这种支出的价值，应低于用在积极拓展成长性新市场的研究发展支出。两者的 PRR 不应相互比较。”

---

这种说法不对。侧重保护既有市场的公司，PRR 值应会较低，所以数字还是能够拿来比较。这是只投资超级公司的最好理由之一。超级公司不会花太多的钱在防卫性的计划上；它不需要这么做。因此，以上的批评不适用于超级公司，也就不适用于超级强势股。

---

**批评 4：**“有些行业的需求一直很强，不需要花太多研究发展支出，就能支撑很高的成长率。同样，这些公司的 PRR 值不能拿来比较。”

---

我同意这种说法，听起来就好像卓越的营销一开始就把它带到那么好的处境。营销研究引领技术研究。超级强势股的 PRR 值通常落在 5~15 之间。很少看到优良的产品设计花很少的钱，结果 PRR 值很高，股价像是被压抑的弹簧，蓄势弹开。此外，常识告诉我们，如果某样产品可用小钱设计出来，其中涉及的技术就不可能太高深。

---

**批评 5：**“既然营销是决定研究发展获利力的重要因素，何必那么强调 PRR？”

---

PRR 之妙就妙在这里，但也是人们难以接受的地方。研究既然像商品，就能用很快的速度作数量方面的分析。PRR 是种定量方法，用以衡量某些可以量化的东西，帮助我们确定适当的数值。能变魔术的是营销，因此不能做量化分析。营销必须做定性分析。定性分析主要用在营销上，由此确定某公司是不是超级公司。

---

批评6：“规模比较大的公司 *PRR* 值较低，因为它们能把同样的研究发展努力分散到更多单位。*IBM* 和跟在它后面的即插相容电脑制造商阿姆达尔 (*Amdahl*) 就是很好的例子。”

---

没错，规模较大的公司，*PRR* 值可能较低。由于 *PSR* 和 *PRR* 倾向于彼此亦步亦趋，以及规模较大的公司通常有较低的 *PSR* 值，因此，规模较大的公司通常有较低的 *PRR* 值。阿姆达尔的 *PSR* 和 *PRR* 一向高于 *IBM*。我对阿姆达尔没有了解得很清楚，所以不晓得它是不是超级公司，但对 *IBM* 认识得很清楚，所以知道它是超级竞争对手。如果可能，我宁可不要与 *IBM* 一竞长短。真正该做的事，是正视阿姆达尔，设法确定它到底是不是超级公司。如果不是，就不要买它。如果是，那就应用 *PSR* 和 *PRR*，确定它是不是超级强势股。

针对 *PRR* 的批评不只是上述的方面，其中一些是因为投资人认为研究发展具有某些魔法。研究发展不具任何魔法，所以 *PRR* 才有定量分析上的效度。价格研究支出比率只是一种简单方法，从它可以看出金融界正付出多少代价购买优秀的头脑。优秀的投资人应该晓得头脑的价值几何。



## 第六章

# 价格营业额比率运用到非超级强势股上

### 一般 PSR 观念

\*\*\*\*\*

有些股票不够资格称为超级强势股，这些股票如何运用价格营业额比率来确定它们是好是坏？你是不是从亲人那里继承了一些股票？也许你在某家公司上班，如果没有，隔壁邻居或许在某家公司上班。你可能喜欢大公司，也可能讨厌大公司。也许你对某些行业感兴趣，想研究那些行业里的每一家公司。大部分公司都不是超级公司—因此大部分股票都不是超级强势股。如何在你特别感兴趣的股票上运用 PSR 的观念？

PSR 的历史（可以追溯到 20 世纪 20 年代）已证明它作为一种分析工具，效果很好。PSR 不会告诉你买什么股票—它们告诉你应该避开什么股票。它们指出可以留意的地方。PSR 值何谓“高”，何谓“低”（第四章），有时需要对这些定义稍加修正。

本章将谈一些理论和很多历史性的探讨：

一般 PSR 概念。

过去的教训—20 世纪 60 年代和 70 年代初多头市场的 PSR 值。

PSR 值和美国伟大的烟囱工业股票。

拿 PSR 值作为选取进出时机的工具。

股市“垃圾堆”的 PSR 值。

下一章会从 20 世纪 30 年代的历史观探讨 PSR。分析大部分股票，PSR 都有它的价值。基本论调和 PSR 用在超级公司身上类似：

1. 避免买进 PSR 值高的股票。

## 2. 在 PSR 值低的股票中找机会。

历史揭露了价格营业额比率分析的力量。买进高 PSR 值的股票，只有以下两种下场：

- 大赔。
- 相比之下赚取很少的利润。

获利最多的股票，通常是在 PSR 值低时买到的。买进非超级公司时的 PSR 值，必须比超级公司的 PSR 值低。这是一般常识。以下将讨论何以如此。

一般来说，大型公司的 PSR 值为 0.4 或更低，才适合买进。就算在很强势的多头市场，大部分股票也应在 2.0 或更低时就卖出。最强势的股票应在 PSR 值接近 3.0 时卖出。所谓的烟囱股，应在 PSR 值接近 0.8 或更低时卖出一视未来的利润率潜力而定。

小型、没有名气，以前利润率偏低的公司，或许可以在 PSR 值低到 0.05 时才卖出。买进这些小型公司股票，应十分注意未来的利润率分析（参考第十章和第十一章）。PSR 值相对于未来的获利潜力偏高时，应卖出。

## 过去的教训—20 世纪 60 年代和 70 年代初多头市场的 PSR 值

=====

20 世纪 60 年代到 1973 年的多头市场之强，史上仅见。市场人气十分乐观，新股大量公开发行，而且价格很高。人们嘴里所谈的，都是新的股票时代来临。许多大型公司的价格是盈利的 30 倍到 60 倍（即市盈率），规模较小的公司甚至高达 100 倍或更高。

20 世纪 60 年代，规模较小的公司十分引人注目。70 年代初，投资人开始谈到所谓的“两极市场”，因为市场由大型公司领军上冲。一如既往，人气过度乐观，终使涨势轧然而止，股市进入一段报应期。1973 年后的 9 年内，整体股市表现很差。股价重挫后，未能回升，涨上新高价。（1974 年和 1982 年两年股价很低，一般股票能以远低于清算价值的价位买到。）

若干板块的表现较好。科技板块在 1978 年展开多头市场走势。石油板块出现一段劲扬时期，频创新高。但大部分股票一直处在 1968 年

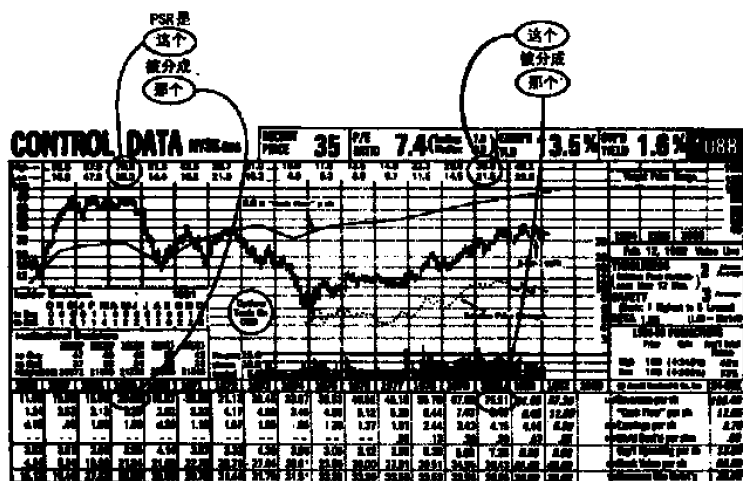
或 1972 年的高价以下。

整个 20 世纪 60 年代和 70 年代，PSR 值一直指出获利机会何在以及潜在的问题。60 年代和 70 年代初的“两极市场”里，股票的 PSR 值极高。只要卖出持股——因为 PSR 值太高——投资人便可保住很多钱。

即使最强势的大型公司，PSR 值接近 4.0 时也应卖出。现在举几个例子来说明。

图 6-1 是系帝系 (Control Data) 的股价走势。1968 年的高价，PSR 值为 4.4。就今天营业额达数 10 亿美元（经通货膨胀因素调整）的公司来说，这家的 PSR 值很高。它的每股股价是 80 美元。1975 年股价跌到 6 美元以下，跌幅超过 90%。股价这么低的水准时，PSR 值只有 0.18。

图 6-1



资料来源: Value Line Ratings & Reports. Reprinted by permission of the publisher. Copyright, Value Line Inc.

1981 年虽然系帝系的规模是 1968 年的 7 倍大，股价仍只有当年的一半。如果在 1974 年 PSR 值首次跌破 0.4 时买进股票，投资发生亏损的时间不到 1 年。接下来 6 年，股价涨为 3 倍以上。在低 PSR 值买进这只股票，投资报酬率很不错。在高 PSR 值买进，则带来一场灾难。

数据设备公司 (DEC) 是另一种型态的失败例子。这只股票涨了许多年，但以该公司的成长来看，股价涨幅不怎么样。它的营业额从 1970 年的 1.35 亿美元左右，涨为 1981 年的 30 亿美元以上，以复利计

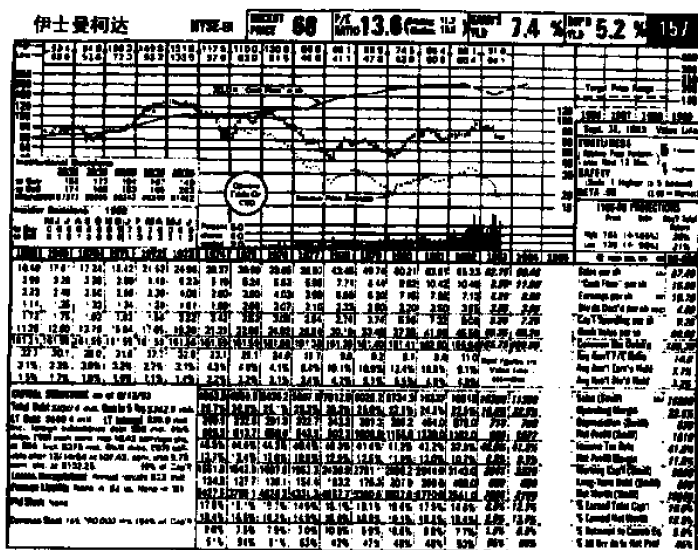
算，每年增长率超过 30%。可是投资这只股票的总报酬率相当差，因为当初的 PSR 值偏高。股价涨幅不到营业额增幅的三分之一。1970 年初，股价涨到每股 42 美元的高价。1981 年一度升抵 113 美元—以复利计算，报酬率只有 9.1%。如果它不是营业额空前高度成长的公司，这样的报酬率还算不错。在 1970 年的高价，数据设备公司（DEC）的 PSR 值是 9.0。

PSR 值如此之高的股票，应赶快脱手。数据设备公司（DEC）原先的评价很高，因此以它的营业额成长率来看，股价表现相对欠佳。1981 年数据设备公司（DEC）的 PSR 最高值跌到 1.9。营业额上的成长反被 PSR 下降所吸收，没有反映在股价快速升高上。营业额成长很快，在高 PSR 值买进还获有投资报酬的公司很少见，数据设备公司（DEC）是其中一家。从另一个角度看，1970 年初 ~ 1975 年，虽然营业额成长惊人，持有这只股票却发生亏损。最糟的时候，亏损额是当初买进价格的 62%。到了 1975 年的低点，PSR 值跌到 1.4。我们可以看出，即使营业额增长很快，便如 PSR 值偏高，买这只股票还是不能获得出色的报酬。20 世纪 80 年代初，数据设备公司（DEC）成长为巨型公司，PSR 值仍是同等规模公司中最高的，显示未来的股价表现不佳。（1983 年底，数据设备公司（DEC）股价重挫。）

伊士曼柯达（Eastman Kodak）是家卓越的公司，数十年来人们都这么认为。20 世纪 60 年代，投资人愈来愈相信这一点。1973 年它的股价升抵 150 美元的高价，PSR 值为 7.0。投资报酬欠佳是可以预期的。PSR 值涨上 3.0 时，实应卖出。10 年后，这家公司的规模更为庞大，但股价没有涨回来，只有最高水准的一半不到。20 世纪 60 年代中期，柯达的 PSR 值上升到 4.0，把钱拿去做几乎其他任何事情，报酬率都比持有柯达股票高。PSR 值升抵 3.0 时卖出，不能卖到最高价—但避免了后来发生的损失（图 6-2）。

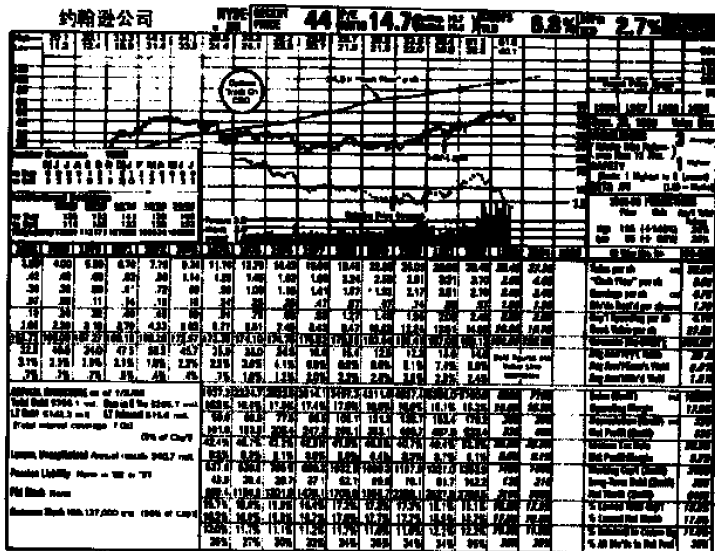
约翰逊（Johnson & Johnson）是另一家成长很快的公司，但股价走势未能符合预期，因为投资人当初的期望值过高。1973 年它的营业额超过 15 亿美元，成为金融界的注意焦点，PSR 值为 5.4。接下来 10 年，大部分时间，很容易以 1973 年价格的 3/4 以下买到这只股票—虽然公司的规模成长为 5 倍左右（图 6-3）。

6-2



资料来源: *Water Line Ratings & Reports*. Reprinted by permission of the publisher. Copyright, 1963, L. W. Lutz.

图 6-3



资料来源: Value Line Ratings & Reports. Reprinted by permission of the publisher. Copyright Value Line Inc.

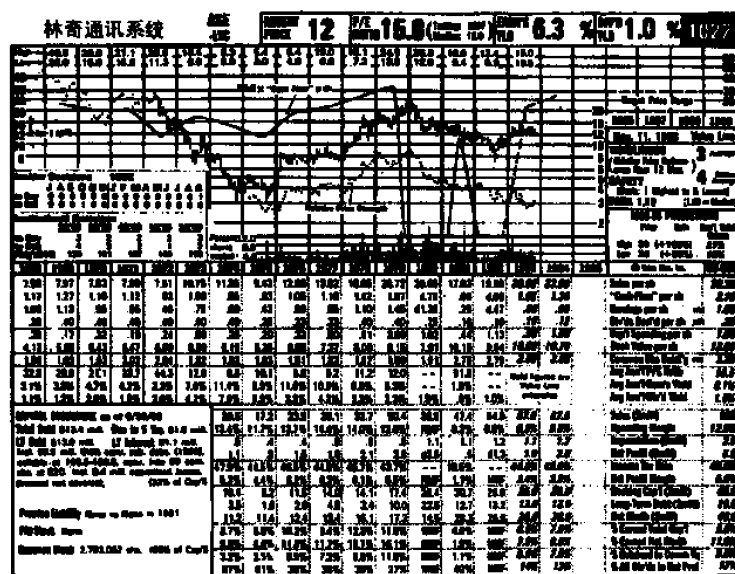




(Black & Decker)、国际商业机器 (IBM)、先灵 (Schering - Plough)、华特金斯-约翰逊 (Watkins - Johnson)。它们都有类似的情形。AM 国际和施乐 (Xerox) 令人激动。但是这些所谓的成长股，成长速度没有快到符合投资人当初对它们所持的极高评价。如果一家公司规模大，PSR 值很高，那么未来的股价走势不是令人失望，便是带来一场灾难。

同样的观念也适用在小型公司。20 世纪 60 年代，林奇通讯系统 (Lynch Communications Systems) 股价涨得很高，PSR 值也高，但后来股价从每股 40 美元以上的高价跌到 4 美元以下，PSR 值从 4.6 降为 0.35。在底部买进，接下来 4 年，股价涨为 5 倍以上。很少人认为林奇是超级公司，这样的投资报酬率却不差(图 6-5)。

图 6-5



资料来源: Value Line Ratings & Reports. Reprinted by permission of the publisher. Copyright, Value Line Inc.

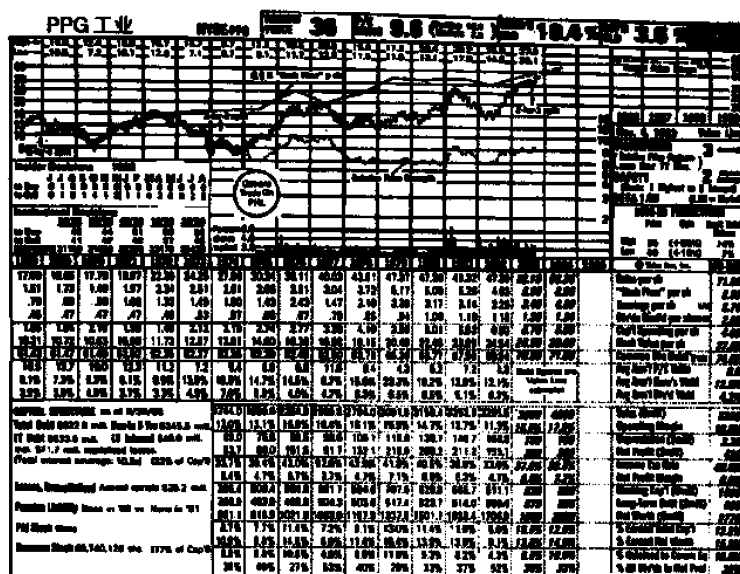
应用磁学 (Applied Magnetics)、ADP、电脑视像 (Computervision)、高电压工程 (High Voltage Engineering)、国际整流器 (International Rectifier)、量器 (Measurix)，都是相同的原因可以应用到小公司的好例子。此外，还有无数公司也都适用。不过，你可以找到一些小公司，成长够快，PSR 值虽高，也有不错的报酬率。

英特尔 (Intel) 就是其中一家。1974 年英特尔的高价是 16 美元, PSR 值为 8.5, 接下来 7 年, 英特尔成长为 13 倍。以 16 美元的价格买进英特尔股票, 6 年半内, 手上持股价值成长为 3 倍。这还不太像是超级强势股的报酬率。英特尔是家超级公司, 没错, 但股价太高, 无法成为超级强势股。如果你想持有英特尔股票, 有可能以更低的价格买到。1974 年底或 1975 年初, 英特尔的股价跌到 4 美元以下, PSR 值只有 1.1。在这个价位买进, 同期内手上持股价增为 10 倍。

如你在每股 16 美元买进英特尔股票, 7 年内财富只增为 3 倍。PSR 的观念也适用在多元化经营的大型“烟囱”股票。

PPG 工业 (PPG Industries) 是多元化经营的公司, 1974 年营业额达 17 亿美元 (图 6-6)。在四个业务领域—玻璃、氯碱化学品、涂漆料和玻璃纤维—它都居于数一数二的地位。这家公司并不因其内在的性质而受到信任, 可能因为它服务的对象是普通的汽车和住宅营造业。投资人能在 PSR 值为 0.30 时买进它的股票。接下来 7 年, 营业额成长为 3 倍以上, 但 PSR 值从未高于 0.60。

图 6-6

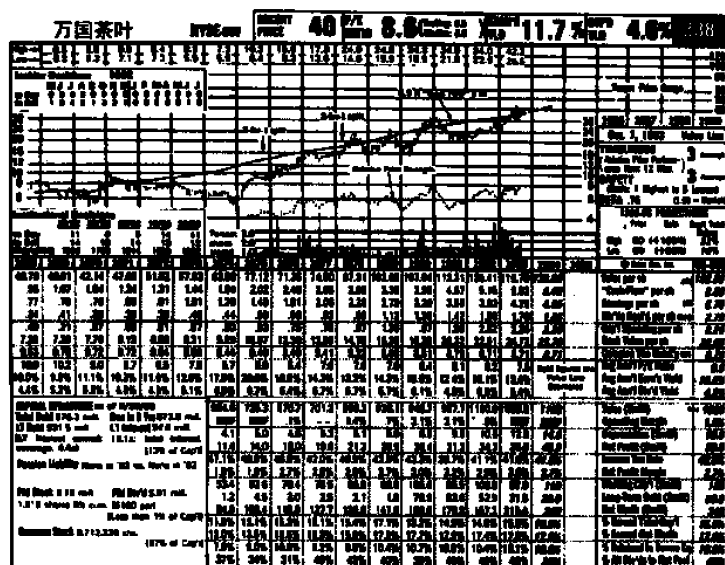


资料来源: Value Line Ratings & Reports. Reprinted by permission of the publisher. Copyright, Value Line Inc.

比较有名的公司也有类似的结果。我不敢冒险持有美国钢铁公司 (U. S. Steel) 的股票。可是尽管它的基本业绩差, 以 *PSR* 为投资准则, 1972~1976 年, 投资人的财富轻轻松松就增为 3 倍左右。1972~1973 年的高价市场时期, 能在很低的 *PSR* 值买到美国钢铁的股票。1974~1975 年的市场跌势中, 它的 *PSR* 值从原来的 0.35 低水准, 一直稳定上升。大势挫跌似乎对它没有影响。

现在再来看比较没那么有名气的公司。弗吉尼亚州里契蒙的万国茶叶 (Universal Leaf) 是茅草进出口商。1972~1981 年股价一再上扬, 频创新高, 年涨幅达 15.5%。在整体股市表现很差的时候, 它竟有这样的成绩, 而它的营业额每年只增长 7.5%, 利润率平均只有 3%。投资万国茶叶的优点, 是它刚开始 *PSR* 值只有 0.18 (图 6-7)。

图 6-7

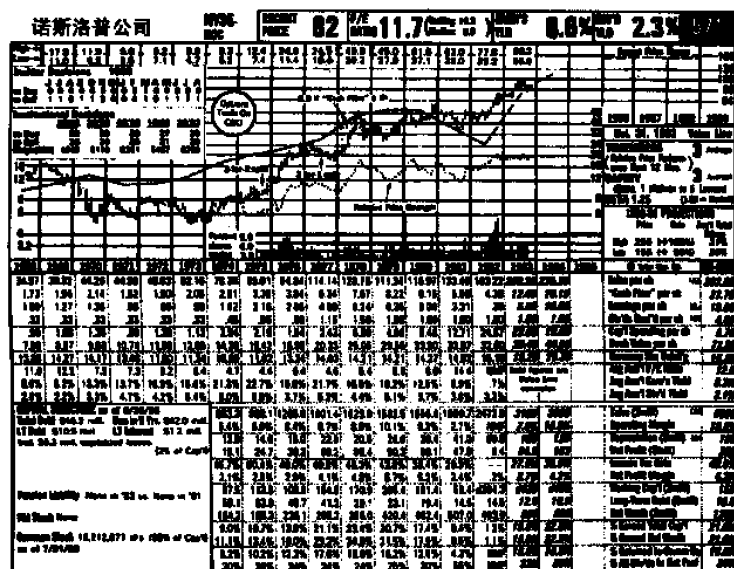


资料来源: Value Line Ratings & Reports. Reprinted by permission of the publisher. Copyright, Value Line Inc.

洛杉矶喷气式飞机制造商诺斯洛普公司 (Northrop Corp.) 1972~1981 年的营业额增长率高达 14%, 利润率平均约 3%。但是 1972 年的 *PSR* 最高值只有 0.15%, 此后股价跃涨, 平均每年上涨 23%。(图 6-

8) 雷神公司 (Raytheon) 的情形类似。营业额增长 16%，利润率稳定改善，1972 年 PSR 最高值为 0.51，上升到 1981 年的 0.81。整段期间内，股价平均每年上涨 23%。

图 6-8



资料来源: Value Line Ratings & Reports. Reprinted by permission of the publisher. Copyright, Value Line Inc.

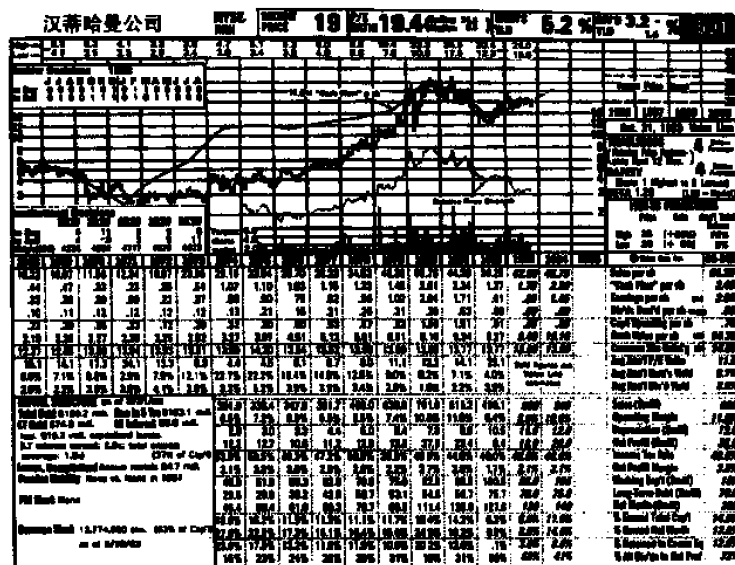
纽约的汉帝哈曼公司 (Handy & Harman) 表现突出。1972 ~ 1981 年，股价屡创新高，每年上涨 29%，营业额增长率只有 12%。利润率先是在 1.3% ~ 3.8% 间浮沉，后来跌到 2.2%，再上升到 3.8%。但是刚开始的 PSR 值只有 0.20，此后，业绩还算不错，股价却大放异彩 (图 6-9)。

日本照相机制造商佳能公司 (Canon) 1972 年的 PSR 高值为 0.58，接下来 9 年，股价涨为 9 倍以上。当然，它的营业额增长很快。但后来 PSR 值偏高，股价表现不如人意。

我们还可以举出很多例子。整个 20 世纪 60 年代和 70 年代，利用 PSR 分析的原则，可以获得宝贵的成果。卖出一或者不买一 PSR 值偏高的股票，投资人便可避开长期下跌不止的大部分股票。大部分的绝佳

机会，不管是不是超级公司，都来自 PSR 值偏低或中等的股票。只要避开 PSR 值偏高的股票，投资人就可以稳赚不赔，获得高于平均水准的报酬率。

图 6-9



资料来源: Value Line Ratings & Reports. Reprinted by permission of the publisher. Copyright, Value Line Inc.

PSR 值偏低的股票会不会跌得更低? 当然有这样的股票。1974 年和 1975 年, 大部分股票都下跌, PSR 值低的股票也不例外。但平均而言, 它们跌得较少, 回升得较快, 而且比价格营业额比率偏高的股票涨得快。

PSR 准则是不是有例外的地方? 有, 例外的主要行业似乎在天然资源相关股。例如, 生产溴的大湖化学 (Great Lakes Chemical), PSR 值老是超过我们设定的标准, 但股价涨幅非常可观, 1972~1981 年就涨了 7 倍。在油气板块, 也有很多例外情形, 但我怀疑这是和全球持续不断的石油危机有关。

除此之外, 就没有其他例外情形了吗? 例外到处都有一但你必须把它们找出来。你不需要把每一只获利潜力高的股票都找出来, 只需要确定已找到几只就可以。找到不属例外情形的超级强势股很容易。整个

20世纪60年代和70年代, PSR已证明是独树一帜, 是很有价值的工具, 可用来掌握潜在的机会, 以及避免潜在的灾难。

## PSR 值和美国伟大的烟囱工业股票

%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%%

基本工业股票又如何? 所谓基本工业公司, 是指那些默默耕耘, 不大肆喧哗, 生产基本原物料和零件的公司, 而这些原物料和零件, 我们日常生活都用得到。明确地说, 它们是钢铁、汽车、化学、造纸、矿业和机械工业。那些知名度较低的中小型公司, 如何运用价格营业额比率来选股? 价格营业额比率适用它们吗?

相当适用。这些公司的价格营业额比率通常低于那些比较刺激的公司。这类公司大多没有很高的利润率, 也不会高速增长—因此, 价格营业额比率偏低有其道理。

如果你想投资这些股票, 我们的准则是:

PSR 值 0.4 以下时买进。

PSR 值接近 0.8 时卖出。

这些股票的 PSR 值通常达不到 0.8 那么高的水准, 可能必须提早卖出。如果一家公司的未来展望特别差, PSR 值接近 0.6 时就卖出可能比较好。和其他任何股票一样, 利润率分析十分重要 (见第十章和第十一章)。烟囱股经常从很低的 PSR 值劲扬, 接着可能在 0.5~0.6 间“进退不得”。(由于我只建议持有超级公司, 所以听到枪声就怕: 我会很快卖掉这些品质较差的公司股票, 赚一些利润就跑, 而不抱牢等着 PSR 值上扬。)

下表取自美国铝业公司的价值线的资料。美国铝业是绝佳的烟囱股例子。从价值线的数字, 可以算出 PSR 值:

### 美国铝业—1972~1981 年的 PSR 高值和低值

|    | 1972 | 1973 | 1974 | 1975 | 1976 | 1977 | 1978 | 1979 | 1980 | 1981 |
|----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 高值 | .71  | .82  | .64  | .73  | .72  | .61  | .46  | .44  | .54  | .56  |
| 低值 | .48  | .48  | .32  | .40  | .45  | .41  | .33  | .34  | .37  | .34  |

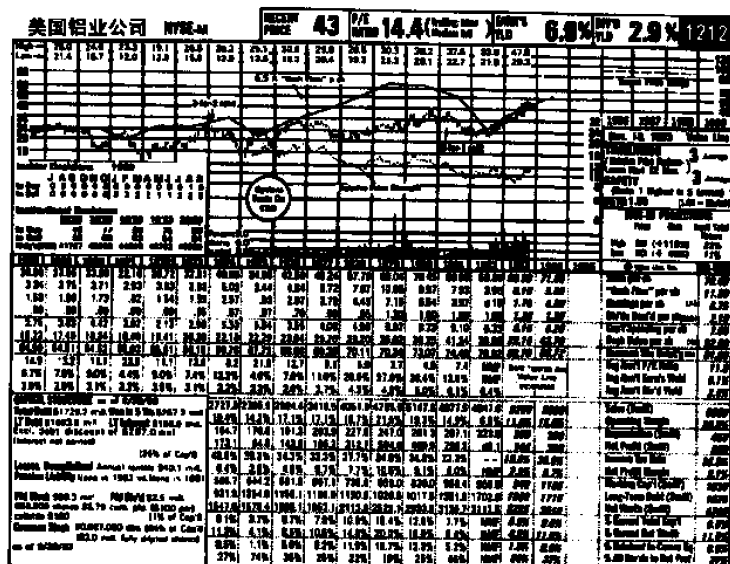
拿 PSR 的高低值和股价的高低点比较, 可以看出 PSR 值如何运用在烟囱股上。如果你做了以下的事, 会有很好的成绩:

在美国铝业公司的 PSR 值开始接近 0.8 时卖出, 或者不去买它。

PSR 值低于 0.4 时买进美国铝业。

遵照这些步骤, 则你操作这只股票的表现会近于完美, 短线利润可以达到最高水准。(我不建议投资人做“操作”短线 [trading] 这种高风险的事。但如你喜欢短线操作, PSR 仍是很有价值的工具。) (图 6-10)

图 6-10



资料来源: Value Line Ratings & Reports. Reprinted by permission of the publisher. Copyright, Value Line Inc.

再来看加利福尼亚州标准石油 (Standard Oil of California, SOCAL) 的例子 (图 6-11)。

以下取自它的价值线的报告。运用我们的 PSR 概念, 你可以: 在这支股票 1972 年和 1973 年的高价时不去碰它, 因此, 避免后来发生亏损。

1974~1981 年间, 除了 1980 年和 1981 年升抵高价时外, 任何时候都可以买它, 赚得可观的利润。

国际矿业化学 (International Minerals and Chemical) 是另一个例子 (图 6-12)。它是自由世界中最大的肥料制造商。以下是价值线的统计数字。按照我们的准则, 1969~1974 年间, 除了 1973 年, 都适合买进



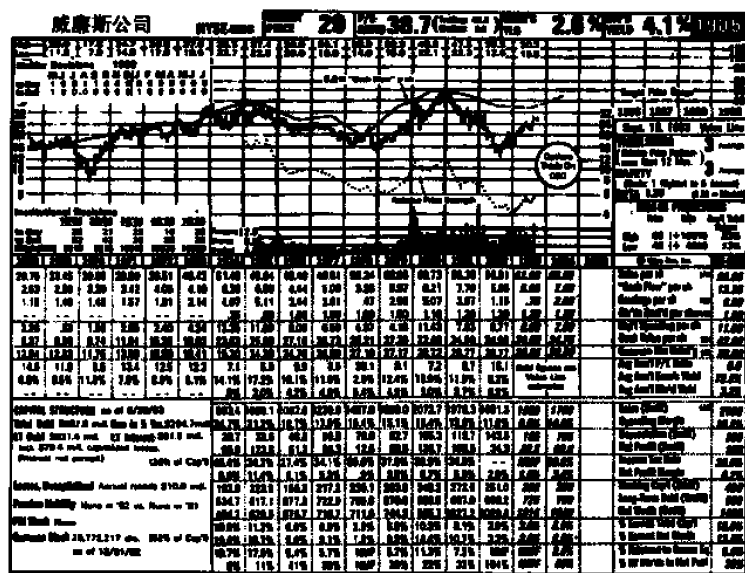


这只股票，而且买到都赚钱。买进之后，可以持有到 1979 年或 1980 年。1974~1979 年间，PSR 值跌到我们所说的区间中点——在 0.4 到 0.8 之间。1979 年 PSR 值接近 0.8。1980 年 PSR 值短暂突破 0.8。照我们的准则行事，一定强迫我们在那个水准出售持股。这只股票后来下跌，而且没有再涨回原先的高价。

威廉斯公司 (Williams Companies) 是国际矿业化学的主要竞争对手之一 (图 6-13)。在这只股票上，我们的 PSR 准则也适用。这只股票的走势和整体股市“脱节”——大盘跌到低点时，它竟涨到高点。大盘上涨时，它却下跌。依 PSR 值进出，你会在接近高价的时候出场，稍后价格较低时，又促使你进场，并赚有利润。

1983 年市价上涨，许多烟因股价格太高，不值得持有。

图 6-13



## 拿 PSR 值当选取进出时机的工具

=====

PSR 是掌握股市进出时机一个很好——可能是最好——的工具。第十二章指出，选取股市进出时机的工具往往失灵。PSR 和目前任何把握时机的工具一样有效，因为它针对特定公司，不谈整个系统。大部分选取时机的工具都试着描述整体股市发生了什么事。本质上它们属于系统性方法。这样的方法行不通，历史已证明这一点。

PSR 值是在特定时点为特定公司而计算。它们本质上是一种针对特定目标的方法，不讲所谓的系统。如果你想要选取整个股市的进出时机，不妨只看特定股票。以下讲如何使用该方法。

## 选取股市进出时机的费雪准则

=====

1. 一家公司的 PSR 值偏低（够低）时，买进。
2. 如果找不到 PSR 值偏低（够低）的股票，什么都不要买。

你刚学到如何选取股市的进出时机。就整个 PSR 的观念来说，我所知道的几乎每一样东西，你也都知道了。这个观念相当简单。如能找到是够便宜的股票，买进的时机已经成熟。股价处于很高的价位，找不到合适的 PSR 值时，表示股市太高，那就什么都不要买。

如果你找不到很多公司的 PSR 值合理，则股市价位可能太高。1974 年或 1982 年，很多公司的 PSR 值极低，从这些 PSR 值，很明显可以看出，那时的股市价位偏低。20 世纪 60 年代，少量公司的 PSR 值处于低水准，很明显可以看出股市价位偏高。让特定公司的 PSR 值告诉你，股市价位是否太高。你买的是个股，不是整体股市。

## 股市“垃圾堆”的 PSR 值

=====

我经常从报告单季发生亏损的公司中寻找投资机会（见第十二章）。

虽然算不上我所找的超级公司，但可以看到一些迷人的小公司，PSR 值低到 0.20、0.10、0.06，甚至更低。这里面有什么涵义？这表示一家营业额达 1 亿美元的公司，市值可能只有 600 万美元；营业额达 2000 万美元的公司，市值只有 100 万美元到 200 万美元。

假设某只股票的 PSR 值为 0.05。如果几年后，市场对这只股票的评价升高，PSR 值上扬到 0.50，那这只股票的价格已涨为十倍。而如果这家公司的营业额在这几年内增为两倍，则表示价格已涨为 20 倍。要是买进这种股票之后，市场对它大为垂青，获利潜力更大。这些低 PSR 值的股票中，有些未来的获利机会十分明显。如果能找到一只“睡狗”型的股票，则在它开始飙涨之后，利润将十分可观。

你可能说：“这些一定是很可怕的公司。”不见得如此。没错，有些可能是扶不起的阿斗，以前的纪录糟得很。大部分纪录乏善可陈。它们可能现在赔钱，或者已经赔了好多年。以前比较好的年头里，它们可能只有 2% 的利润率。它们的平均资产报酬率和股东权益报酬率平平。这些年来，它们的营业额有所成长，但和整体经济的成长比较起来，高不了太多。1981~1982 年的经济衰退/萧条期间，这些股票从本已偏低的价位再往下掉。

第七章我们会探讨大萧条时期垃圾堆中的一些股票，为持股人创造了可观的利润—短短 3~5 年内，利润成长 2000%~5000%。这些股票可说是丑小鸭变成天鹅的绝佳例子。



## 第七章

# 丑小鸭变天鹅——

## 20 世纪 30 年代的神话

### 走过扭曲的历史

|||||

长期的周期趋势需要几年的时间——甚至几十年——才会反转。高股市价位是由高利润率和盈利上升堆砌起来的。低股市价位是因利润率差和利润迟滞不前造成的。长期而言，获利能力犹如钟摆，盛极而衰，否极泰来。这些趋势需要很长时间才会走完全程，因此，我们往往没注意到其中的变化——就像我们没看到分针在钟表表面上旋转。目前的情况，不管是好是坏，几年后常成为模糊的记忆。时间隔得愈久，记忆愈模糊。

研究 20 世纪 30 年代的 PSR 值，就像走回一段扭曲的历史。我们容易记得一些受人推崇的公司 5、10 或 15 年前的情形。（有些仍受人敬重，有些则不然，更有一些已经倒闭。）

许多人记得 20 世纪 50 年代和 60 年代电晶公司（*Transitron*）之类的企业。回溯 50 多年前的往事，记忆没那么管用。有多少人还开 30 年代的奥本汽车（*Auburn Automobile*）？我们通常只记得存活下来的公司。每个人都晓得那时应该有国际商业机器公司（*IBM*）这样一家公司，《财富杂志》500 大排行榜中的大部分公司，也可以这么说。

旧金山企业图书馆中，1933 年的穆迪投资服务公司报告已经破旧不堪，用几条橡皮筋绑在一起。（翻阅报告时灰尘飞扬，喷嚏打不停。）回顾过去，一方面令人安心，另一方面令人震惊——没空打喷嚏。

费雪投资公司追踪 1926 ~ 1939 年逾 150 家大公司的市值、资产价

值、盈利和营业额，并详细研究其中 12 家直到 1957 年的情形：

|                             |                             |
|-----------------------------|-----------------------------|
| 伯利恒钢铁 (Bethlehem Steel)     | 开拓牵引机 (Caterpillar Tractor) |
| 道氏化学 (Dow Chemical)         | 伊士曼柯达 (Eastman Kodak)       |
| FMC (食品机械) (Food Machinery) | 奇异电器 (General Electric)     |
| 国际商机器 (IBM)                 | 潘尼 (J. C. Penney)           |
| 米德 (Mead corporation)       | 雷明顿兰德 (Remington Rand)      |
| SCM (史密斯科罗纳) (Smith-Corona) | 施乐百 (Sears)                 |

20 世纪 30 年代的神话说：“1929 ~ 1933 年间，股价惨跌到这步田地，连好公司都能以贱价买到。”精明、有眼光的投资人买入 IBM、道氏化学等知名公司；那时它们的市盈率很低，市值相对于资产也低。这时的股票好像别人免费赠送的。和大部分神话一样，那时的神话也有若干真实之处，但也有一些纯属无稽。

好几年内，许多股票十分便宜。一些股票此后从没见过那么低的价格。1933 年的股市达最底部，许多股票并没有贱如粪土。有些股票以某些单一的定价技巧来看，显得相当便宜。也许它们的市盈率很低，或者与账面价值相比，它们的价格显得偏低。

但使用其他的价值衡量指标，它们不见得便宜。投资报酬率优异的股票，一开始价格营业额比率 (PSR) 全都偏低。相比之下，PSR 值高的股票，表现不好。不管市盈率或其他衡量指标怎么说，以 PSR 值来看都是如此。

## IBM 不是成长股？

\*\*\*\*\*

拿 IBM 来说，这家前所未见的成长型公司，在那么长的时间内表现那么杰出，可说是我们准则的例外——但不算太例外。它的例外和 20 世纪 70 年代因特尔的例外相同——还不太够格算是超级强势股。这么说可能有点唐突。（我可以听见华尔街人尖叫：“IBM 不算超级强势股？”）我们不妨看看事实。

IBM 股价在 1932 年跌到 52.5 美元的低点，此后从那里涨到 117 美元的高价。1933 年，高低价在 75.75 和 153.25 美元间。接下来屡见起伏，1936 年升抵 194 美元的长期高点。1939 年短暂冲破 195.75 美元，

但随即回落。1945 年再次涨到 195 美元以上，创下 250 美元的另一个高价。此后在这个价位以下升沉不定，直到 20 世纪 50 年代初。1956 年每股股价升抵 550 美元，是我们 30 年内观察到的最高价。这些有什么意义？

#### IBM 普通股每年的高低价，1929 ~ 1939 年

|     | 1929 | 1930 | 1931 | 1932 | 1933 | 1934 | 1935  | 1936 | 1937  | 1938 | 1939 |
|-----|------|------|------|------|------|------|-------|------|-------|------|------|
| 最高价 | 255  | 197  | 179  | 117  | 153  | 164  | 190.5 | 194  | 189   | 185  | 195  |
| 最低价 | 109  | 131  | 92   | 52.5 | 75   | 131  | 149   | 160  | 127.5 | 130  | 145  |

假设你运气很好，在 1932 年的最低点买到 IBM，并在 1956 年的最高点卖出。如此一共赚了多少钱？1932 年以 52.5 美元买进 IBM，投资的每 1 美元，后来增值为 10.48 美元。这是好消息。坏消息是前后 24 年才有这样的成绩。以复利计算，约四分之一世纪内，你的年报酬率只有 10%——很难说是 20 世纪 30 年代的神话所预期的。你在前所未见的市场崩盘中的最底部，买到一支前所未见的成长型“超级强势”股票，抱牢约四分之一世纪。在市场进出时机的掌握上，你做得完美无瑕。但你获得的年报酬率只有 10%。有这样的事吗？

这还不算坏。要是你的进出时机没掌握得那么完美，情形会是如何？很少人运气那么好，能买到最低点，卖到最高点。假设你的运气没那么好，只能在 1932 年以 IBM 高低价的中间价位买进，并在 1956 年以高低价的中间价位卖出一至少这事还有可能发生。这样一来，你获得的报酬率是多少？中间价位如下表所示：

| 年度   | 1932  | 1956 |
|------|-------|------|
| 最高价  | 117   | 550  |
| 最低价  | 52.5  | 400  |
| 中间价位 | 84.75 | 475  |

如果你是在 84.75 美元买进，在 475 美元卖出，则原先投资的 1 美元，后来变成 5.61 美元，也就是 24 年内，年报酬率只是 7.5%。而这还是“前所未见的成长型公司”给你的报酬率。怎么会这样？难道 IBM 不是人们听到的那样，是家很好的公司？没错，它的确是很好公司，而且不但很好，可能更好，可以说十分出色。在我们研究的期间内，它的营业额从低于 2000 万美元，成长到超过 10 亿美元。问题在于 IBM 从



来不曾十分“便宜”——即使在经济大萧条的底部，股价也不算便宜。1932年底之后1年，股价确实涨为近3倍。1936年的最高价比1933年的最高价高约30%。

以这段期间的独特性来看，这样的成绩不算突出。许多股票跌到低点之后几年内，价格涨为20倍~100倍。它们跌到最低价时，可以说十分便宜，IBM却不能这么说。

我们只能根据一个衡量指标说IBM是不是很便宜。下表是1926~1935年间IBM的最高和最低市盈率：

IBM的市盈率高低位，1926~1935年

|    | 1926 | 1927 | 1928 | 1929 | 1930 | 1931 | 1932 | 1933 | 1934 | 1935 |
|----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 最高 | 8.9  | 15.9 | 19.1 | 23.1 | 17.1 | 16.2 | 13.0 | 19.0 | 17.7 | 19.3 |
| 最低 | 6.0  | 7.1  | 13.1 | 9.9  | 11.3 | 8.3  | 5.8  | 9.1  | 14.1 | 15.1 |

有些时候，它的市盈率很低，但不是价格低的缘故，而是因为IBM赚了太多的钱。（换句话说，市盈率是因为盈利太高而低落。）如果IBM的市盈率真的那么低，那它的价格应该涨得更多才是。今天没有一家公司赚得的盈利像IBM在20世纪20年代和30年代赚的那么多。

20世纪30年代，IBM的税后净利润率一直高于23%。1935年税后净利润率高达32.4%。今天有一家公司的税后利润是营业额的32%吗？这简直不像真的。股东权益报酬率（ROE，指纯收益除以股东自有资本）一直高于12%，十分出色。这家公司似乎从没感受到经济大萧条的冲击。

IBM的股票从20年代的极高价位起，从来没变得十分便宜。如果你以1932年市盈率很低，说IBM股价很便宜，那么你会认为1929年和1927年的股价也很便宜，而当时的价格远高于1932年。市盈率显然不能给我们需要的答案，用以评估30年代IBM的价值。

那么哪一种衡量指标可以给我们答案？我们来看看价格营业额比率。在1932年的最低点，IBM的PSR值是2.3，同年的最高点，PSR值则为5.1。下表是1932~1939年IBM的PSR高低值：

**IBM 的 PSR 高低值, 1932~1939 年**

|    | 1932 | 1933 | 1934 | 1935 | 1936 | 1937 | 1938 | 1939 |
|----|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 最高 | 5.1  | 6.0  | 5.5  | 6.2  | 5.5  | 4.6  | 4.3  | 4.2  |
| 最低 | 2.3  | 3.0  | 4.4  | 4.9  | 4.5  | 3.1  | 3.0  | 3.1  |

不需要太丰富的想像力, 便知道 *IBM* 一开始的 *PSR* 值就很高, 犹如颈项挂着重物, 压得它抬不起头来, 股价难以上涨。在营业额增加之际, 股价也上涨, 但没有上涨得比较快。它的 *PSR* 值根本无法冲破 5~6 的上限。虽然利润率很突出 (因此使得市盈率高不起来), 市场晓得, 这样的利润率不可能维持很长的时间。市场对 *PSR* 的重视甚于对市盈率的重视。

*IBM* 短期内赚进很多盈利的事实, 使得它的 *PSR* 低值仍在相当高的水准上。

对获利极高的公司来说, 这种情形使得合理的价位陷入两难之局。一方面, *PSR* 值本来就很高, 导致股价无法显著上扬; 另一方面, 短期内的高利润, 使得 *PSR* 值无法下降得太多 (其实, 有点像鸡生蛋, 蛋又生鸡的问题)。等到利润率下降, 像这样的股票便显得很脆弱。如果像 *IBM* 那样的少数公司, 几年内成长持续未歇, 股价是会上涨, 但涨幅不够惊人。股价会继续上涨到它“长大成人”。

*IBM* 是在 20 世纪 50 年代和 60 年代因为表现突出, 而取得成长股的美名。它的表现比别人好, 有一大部分来自 40 年代中末期这家公司“长大成人”。1946 年 *IBM* 的 *PSR* 值下降到 50 年来的低点 0.51 属于超级强势股的水准。1946~1955 年的 10 年中, 有 8 年 *IBM* 的 *PSR* 值低于 1.0, 其中 4 年在 0.75 或更低。此后 20 年, *IBM* 股价激涨, 取得以后一直跟随着它的传奇性声誉。它不断成长, 身价跟着水涨船高。在 *IBM* 再受欢迎, 而且受到很高的评价之际, *PSR* 值上升。到了 60 年代中末期, *IBM* 的 *PSR* 值再度弹升到 4.0~6.0 的极高水准, 同样, 股价停止有所表现。过去 50 年中, 投资 *IBM* 的长期获利明显高于平均水准的关键, 是在 *PSR* 值偏低时买进 *IBM* 股票。

20 世纪 30 年代受到很高评价的不只 *IBM*, 有些公司也获得很高的评价, 其中一些当之无愧, 大部分却不然。可口可乐的情形和 *IBM* 很像, 不断创造杰出的报酬, 股票的市盈率一度掉到低水准, 但大部分时

候 PSR 值都偏高，1932 年出现“底部”之后 5 年，股价表现乏善可陈。

从 PSR 值来看，价格偏高的股票，大部分都不够格得到那么高的评价——后来股价的表现也都很差。宝洛（Burroughs）的 PSR 值一开始很高。30 年代末，虽然出现极强的多头市场走势，它的股价还是和 30 年代初的水准相同。市场上涨了，营业额也上升，但宝洛的股价没有上涨。

同样，吉列安全刮胡刀（Gillette Safety Razor）1938 年和 1939 年的股价低于 1932 年和 1933 年主要的原因是一开始 PSR 值就太高。在 1932 年和 1933 年的最高点，它的 PSR 值达 4.4。1939 年 PSR 高值只有 1.5。吉列的营业额有增长，但投资人对它感到失望。税后利润率和股东权益报酬率，双双从 35% 左右滑落到 15% 左右。与过去相比，自然令人大失所望。市场希望得到更多的东西。今天，见到像吉列在经济大萧条时期的最低税后利润率水准，每个人一定眉开眼笑，因为即使那么低的水准，在今天也算很高。

与 30 年代的低点相比，大部分股票的表现都不错，有些表现非常好。从 1932~1933 年起的 5 年内，股价涨为 10 倍（涨幅近 1000%）的情形相当常见——以复利计算，每年报酬率高达 59%。还有些股票表现得更好，涨为 20 倍~40 倍，或更高。这些股票在低点的时候，可说是几乎免费奉送的好礼。

## 投资 PSR 值低的股票获利突出

\*\*\*\*\*

举例来说，里维尔制铜公司（Revere Copper and Russ）在股价低点时，总市值只有 20 万美元。在 3 年多的时间内，可以在市值低于 60 万美元时买到。只要 50 万美元或更低的金额，你就可以买到这家公司的控制权。它的营业额超过 1500 万美元（和那时的 IBM 大致相同），因此 PSR 值低落到只有 0.04。它的资产负债表比今天同等规模的大部分公司要好。这只股票的价格，从低点上涨 45 倍以上。即使以低点 3 倍的价格买进，股价还是涨了 15 倍以上。5 年内价格涨为 45 倍，以复利计算，年报酬率高达 115%。

其他 PSR 值低的股票，后来也有惊人的表现。迪尔公司（Deere &

Co.) 3年内价格涨为20倍以上(报酬率超过171%)。雷明顿兰德和卡特勒-哈默(Cutler-Hammer)也是一样。博格-沃纳(Borg-Warner)4年内涨为25倍以上(报酬率超过123%)。开拓牵引机公司4年内涨为20倍(报酬率愈111%)。库珀-贝斯曼(Cooper-Bessemer),即现在的库珀实业(Cooper Industries),3年内涨为30倍以上(报酬率高达210%)。史密斯科罗纳打字机公司(L. C. Smith & Corona Typewriters)4年内价格涨为40倍(报酬率超过150%)。其他股票也有这么好的表现。很遗憾,其中许多公司的名称已不再为人熟悉。在我们整个研究过程中,无法找到一只股票原先的PSR值超过1.5,能有那么高的涨幅。

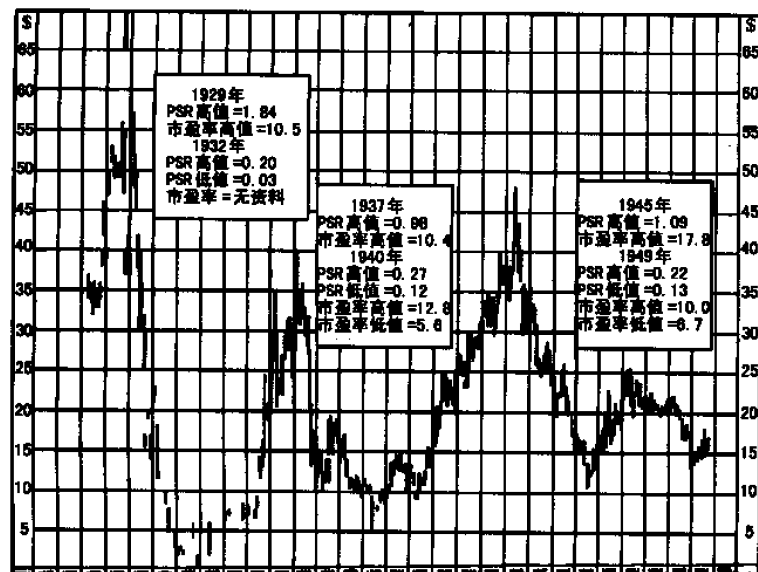
以史密斯科罗纳打字机公司(现在称为SCM公司)一前所未见的廉价好礼之一——为例来说。顾名思义,这家公司卖的是打字机,但也产销相关产品,如加法机、复印机、复写纸。这些业务我们今天称之为办公自动化。(王安Wang)、NBI等办公自动化股票,80年代初炙手可热。)

今天,SCM是营业额高达20亿美元的巨型公司,产品种类繁多,从打字机到化学品都有。1933年营业额只有500万美元。当然,当年的1美元比现在值钱。资产负债表很好,流动性极佳。最糟的时候,净流动资产是总股东权益的1/3以上。

1937年这个比率改善到75%以上。今天很少有公司有这么高的流动性。可是这家营业额500万美元的公司,1932年和1933年的总市值低于20万美元。PSR值只有0.04。股价竟低到那么便宜的地步。没错,这些年里,它发生亏损。但在那段期间,1931年的净值减少不到10%。谁还能要求更多——以复利计算,每年报酬率高达150%,而且资产负债表很好(图7-1)。

库珀-贝斯曼是另一个突出的例子。1932年它的营业额只有200万美元,债务几乎没有。净流动资产是净值的一半以上。股价跌到最低点时,市值不到10万美元,PSR值只有0.02(低得惊人)。1936年底,股价涨了30倍以上。如果你以5万美元买进这家公司一半的股权,没多久便握有价值150万美元以上的股票。今天古柏实业的营业额超过30亿美元。

图 7-1 史密斯科罗纳公司



资料来源: M. C. Horsey & Company, Inc., P. O. Box 11, Salisbury, Md. 21801.

30年代投资获有厚利的股票,全都是 PSR 值低的股票。在两个极端之间,还有许多例子。从 1932 年和 1933 ~ 1935 和 1936 年,不少 PSR 值低的股票值涨为 10 倍到 15 倍,每年创造的报酬率在 75% ~ 140% 之间。

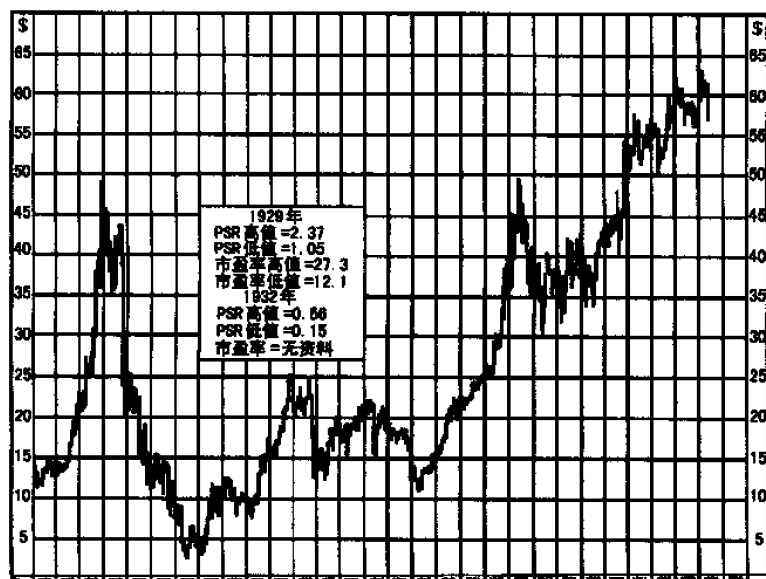
### 所有这些杰出公司有什么特色?

#####

所有这些杰出公司有什么特色?当然,其中一定有一些例外——是不是有些成长很快,使得原来的高 PSR 值显得合理?我们能找到的惟一例外是 IBM——但它也不怎么样。相反,低 PSR 值的公司中,许多都很“杰出”,大部分表现很好(我们已提过 SCM、开拓和雷明顿)。其他又如何?伯利恒钢铁、FMC、米德和施乐百都是低 PSR 值股票(低于 0.15、0.33、0.20 和 0.20),5 年内投资人可以赚到 1000% ~ 2000%。比

方说，施乐百 1931 年的最低市盈率是 12，但 1932 年股价跌到很低时，根本没有市盈率可用，因为公司没有盈利（见图 7-2）。

图 7-2 施乐百公司



资料来源：M. C. Horsey & Company, Inc., P. O. Box H, Salisbury, Md. 21801.

潘尼公司是只低 PSR 值股票（在股价底部时为 0.20），1932 ~ 1936 年股价只涨为 9 倍（仍比高 PSR 值的股票要好）。股价升抵高点时，PSR 值只有 1.1。

有三只股票依我们的标准，PSR 值略为偏高。伊士曼柯达是其中之一家。在股价最低点时，PSR 值只有 1.4，30 年代股价涨为 5.6 倍，比 IBM 好—但不如 PSR 值极低的股票那么好。股价涨幅多来自营业额成长：股价升抵高点时，PSR 值增加为两倍多，达 3.3。同样，道氏化学刚开始的 PSR 值为 1.1，1937 年市值增为 7.6 倍—PSR 值最高升到 6.6。奇异电器的市值从 1932 年的最低点到 1937 年的最高点增为 7.6 倍。它的 PSR 低值是 0.93，不高也不低，但 PSR 高值为 3.8。

从 1937 年的高点，大部分股票普遍走软。1937 年 PSR 值很高的股票（如 IBM 和道氏化学）表现差。以道氏化学为例来说，1937 ~ 1947 年，

营业额从 2200 万美元成长为 1 亿 3000 万美元,盈利从 490 万美元上升到 1270 万美元。逻辑学派和“成长股票”学派会引导你相信股价应上扬,实际却没有。1947 年的股价低于 1937 年。经过 10 年的快速成长后,1947 年它终于长大成人。这时以任何标准来看,它都很便宜,接下来数 10 年股价有很亮丽的表现。

20 年代底的股价,那时看起来似乎没那么高。利润率高使得市盈率涨不上去,股价看起来就没那么高。1929 年许多公司的市盈率很低,投资人总是嫌买的股票买不多。几年后,许多公司的市盈率无限高。严格使用 PSR,可以让投资人那段期间不致那么头痛,同时保住很多钱。如果投资人能以 PSR 分析,在 1929 年抑制乐观情绪,1932 ~ 1933 年抑制悲观情绪,也许今天就不会有“大崩盘”的陈年往事可提。

整个 20 世纪 30 年代,默默无闻和有名的股价都出现一再发生的相同型态。高 PSR 值的股票通常表现较差。表现最好的股票,PSR 值很低。30 年代大部分股票都很便宜。这事毋庸置疑。这是“30 年代的神话”中,经得起检验的部分。

神话中经不起检验的部分,是整个市场犹如贱价出售的观念。有些股票不便宜,因为这些股票的 PSR 值相当高。经济大萧条期间能赚到钱的股票,是那些当时被认为经营失败的公司。在金融史上,“丑小鸭变天鹅”的故事一再上演。从丑小鸭身上能够赚到很多钱;这些丑小鸭被视为“垃圾”弃如敝屣,可是它们的基本价值遭人忽视(参考第一章和第二章的“阵痛”)。不管是 30 年代,还是其他时期,丑小鸭变天鹅的观念都适用。PSR 值偏低而被人看贬的股票中,有一些大好良机存在。

## 第三篇

# 基 本 面 分 析



## 第八章

# 超级公司：经营层面—— 不为人知的优异表现

### 基本经营特征

|||||

经营层面可以决定一家公司是不是超级公司，因此考虑这些经营层面十分重要。投资超级强势股的重要一步，是买进本行业基本面真正杰出的公司。真正的超级强势股，是在正确的时机，买到超级公司的股票。你可能买到经营不善的公司股票，稍后看到股价涨为两倍或三倍。不过，除非它真的是十分杰出的公司，否则股价很不可能涨很多，跻身超级强势股之林。

超级公司所以与众不同，在于它能靠内部资金，以远高于平均水准的速度推动成长。由于通货膨胀率变化无常，超级公司的成长率必须通过内部创造的成长来实现。超级公司的“实质”（扣除通货膨胀率）平均年成长率至少应达到 15%。如果一年通货膨胀率是 6%，超级公司平均每年的成长率应至少有 21%。如果 1 年通货膨胀率高达 15%，则超级公司每年应能至少成长 30%。无论在任何时候，这个世界上那么多的企业中，只有数百家超级公司存在。其中不少以其独特的性质为人津津乐道，其他则没那么受到重视。华尔街是否认为一家公司的基本面很强，而且可能成长，这事不重要。重要的是它的基本面的确很强，而且能够成长。更理想的状况是，在你买进某只股票时，金融界认为那家公司很糟（参考第二章）。从基本面来看，它必须有很强的未来成长潜力。它的经营层面必须使它独树一帜，能够成为超级公司。

以最简略的形式来说，一家超级公司的经营层面必须包括：

1. 成长取向的心态：所有高级人员渴望着成长（这种欲望也感染到整个组织）。这种期望不只展现在不断成长的市场中，更重要的是在员工日常的生活中呈现出来，时时刻刻追求公司的成长。

2. 卓越的营销能力：广泛了解市场本质的变化——至少和顾客一样早看到——以及建立一个能够达到和继续维持顾客满意度的组织。

3. 享有别人所无的优势：相对于所有目前或潜在的竞争对手，拥有竞争优势——通常是成本最低的制造商——或者至少在产品线的主力部分，已建立起独有或半特有的地位。

4. 富于创造力的人事关系：一种公司“文化”，让员工觉得有尊严，不但过去，将来也会得到公平的升迁机会，而且整个组织的气氛，鼓励员工提供建设性的意见，并给予物质上的奖励。

5. 财务控制优异：如果成果不如原先规划，公司很快就学会如何从财务控制下手。此外，相对于竞争对手，公司必须愿意不断寻求富有创意的方法，在财务控制上逐步改进。超级公司绝不能划地为牢，满足于与别人相当的财务控制水准。

超级公司还需要具备其他很多条件——高利润率、高市场占有率、比别人优秀的管理层、主导产品定位、高品质的形象，以及其他许多特征。任何人都期望超级公司有这些特征。不过，超级公司之所以成为超级公司，是由于以上所提五个层面。比如，公司必须具有创造高毛利率、高税前利润率和净利率的潜力。但利润率是结果，全来自同样的原因，而且是基本面的成果。员工和管理阶层以及他们的行为才是原因。

换句话说，公司员工必须具备以上5种特征，才有可能使营业额快速成长，并使未来的获利潜力大增。营业额快速成长的潜力，十分仰赖成长取向的心态。

## 成长取向的心态

\*\*\*\*\*

成长不会自己发生。首先，管理层必须有这样的心态。那是一种熊熊燃烧的热情。个人必须拥有哪些心理素质，才能养成成长取向的心态，数十年来已为人熟知。希尔（Napoleon Hill）和斯通（W. Clement

Stone) 的《从积极心理态度求取成功》(*Success through a Positive Mental Attitude, Englewood Cliffs, N. J.: Prentice-Hall, 1960*), 以及皮尔(Norman Vincent Peale) 的《积极思考的力量》(*The Power of Positive Thinking, Englewood Cliffs, N. J.: Prentice-Hall, 1952*) 等著作, 都有这方面的论述。

虽然任何人都能够培养这些素质, 但有些人要培养这些素质很困难。真正的领导人必须在这里扮演应尽的角色。不管是好是坏, 每一群长久存在的人群中, 都有一个领导人。每一个群体, 一开始都会自然而然产生尊卑序列。追随者以集体意志, 赋予领导人权力。许多人误以为领导人自己取得权力。通常情形不是这样子。相反, 权力是由领导人号召的追随者给予领导人的。追随者希望领导人: 有眼光、有信心、受到别人的尊敬, 并尊重追随者。

追随者从他们与领导人、同事的关系中吸收、培养这些素质。观察这些过程很有趣。在超级公司, 重要干部谈到部属时, 眼睛总是闪闪发亮。提到上司, 往往说起神话般的故事。一般公司的员工提到同事时, 通常不是这个样子。

有位朋友最近到佛贝提姆(Verbatim)公司上班。他曾是某大电子公司的营销经理, 但患上“工作倦怠症”。他十分尊敬以前的公司, 却对上司和同事甚感厌烦。在佛贝提姆的第1天, 董事长来找他; 董事长已对他有所了解。我朋友谈到这件事, 眼睛发光。在以前的公司, 从没见过区域副总裁以上的人。现在, 他竟然和董事长面对面谈话。董事长对他的了解, 竟比他对董事长的了解还多。董事长给他留下深刻的印象; 从没有人能让他那么印象深刻。在美国企业界打滚而感身心俱疲的这位朋友, 重新激发出活力, 再也没有工作倦怠感。到新公司上班的前几个星期, 他每天工作15个小时, 对于自己能有这种机会甚为满意。他已经找到一份工作, 该工作中有令他尊敬并愿追随的人。在超级公司, 高级管理人员的成长取向心态, 就是以这种方式灌输到追随者心里。

超级公司把问题看成是潜在的机会。发现制造过程中有隐藏成本, 有人认为找到了问题, 超级公司却认为将来有降低成本的好机会, 产品售价可望因此调低, 营业额可以增加。

竞争对手推出新产品, 可以被视为问题, 但也是个好机会, 可以从

顾客对新产品的反应，进一步认识顾客喜欢什么和不喜欢什么。比方说，若干个人电脑公司因国际商业机器公司（IBM）进军这个领域而倍感威胁，但也有人认为这反而证明这个市场有很好的前景。还有人发现可以立即把握机会，销售周边产品。超级公司的管理层总能在每一块乌云旁边看到熠熠发亮的光晕。

在非正式的集会中，超级公司领导人的魅力最为明显。由于成长取向的心态必须以他们为源头，所以他必须十分清楚明白地展示这种决心。他的信心不容质疑。他渴望超越自我以及担当一家不断成长、规模愈来愈大公司的领导人一的信念，必须以某种谦卑的情怀突显出来。谈到自己的部属，他必须引以为豪。他总是在寻找能力比自己强的部属，这样才能相信这些人将有很好的表现。找到这些人之后，一有可能，他总是褒赞有加。这些人了解和感激他的种种努力，并向自己的部属推销领导人的理念。

成长取向心态由上而下灌输，最后形成了一个组织，人人都在寻找成长机会。公司的每个阶层都累积起营销、科技和相互支援的观念，并在公司内平等和垂直沟通。有助于未来成长的构想，将不虞匮乏——这些构想全能取自内部，不假外求。公司能从这些构想中选出最好的。较低层级的管理人员，出自内心接受这些构想，并自然而然对上级产生尊敬之情。决策过程中的相互敬重，是超级公司有别于一般企业的重要方面，在营销部门尤其明显。

## 卓越的营销能力

\*\*\*\*\*

营销是个关键——可能是最重要的成功层面。因为营销能力不够卓越而经营失败或乏善可陈的公司，比因为其他原因而失败或表现不佳的公司多。一流的营销所以重要，因为它能满足企业存在的惟一理由：顾客。

杰出的营销能力很少见，因为营销比企业的其他层面更像艺术。说来犹如陈词滥调，却十分真实：最简单和最好的营销形式，可能帮助企业。但如你不了解顾客，就很难把营销工作做好。有能力了解顾客，是好营销与众不同的原因。

有人误以为营销不过是与生俱来的，能言善道的能力。这种看法把营销和推销混为一谈。推销本身是一种艺术，营销则除了包括推销，还涉及：

1. 广告。
2. 市场调查。
3. 促销。
4. 公共关系。
5. 销售管理。
6. 服务。
7. 策略和产品规划。

最后一点最重要。在策略层次，公司往往能够摆脱错误。在大多数小公司，虽设有正式的营销副总裁职位，首席执行官往往兼任统率营销之责。他不得不如此。只有在首席执行官的层次，才能针对市场做出关键性的策略决策。

策略规划的关键，是一种直觉本能，知晓目前不存在的市场力量将如何现身。策略规划超越了理性的层次。理性受限于逻辑式的思考。逻辑有其必要，但还不够用。生命中许多最重要的决策，无法只靠逻辑完成。首席执行官必须在这个地方扮演某种角色。

不管营销组织的能力如何，除非首席执行官在营销上有很强的直觉本能，否则公司可能一再重蹈覆辙。能靠直觉本能了解市场的人经营的公司，比凡事求诸理性逻辑、主要优势在技术、生产、财务、采购的人经营的公司要强。营销做得好，是一种艺术。

不过，不管最高主管能力有多强，都必须培养部属成为优秀的营销人员——高级管理人员在各个阶层和各种状况，都有这么优秀的营销人员共同努力，才令人安心。举例来说：

#### 光大雷射：“低承诺，高表现”——顾客是最好的推销员

鲍勃·莫腾森（Bob Mortensen）拥有哈佛大学企业管理硕士学位，曾是世界上第一位雷射推销员——在全球首屈一指的雷射业者光谱物理公司（Spectra-Physics）当营销经理和副总裁。他在生产和财务管理方面，也有很丰富的经验。现在，自己创立雷射公司，叫做光大雷射（Quanta-Ray），担任总裁之职，因此，必须力争上游，与规模较大、根基较稳固的同行竞争。

有人可能以为他会凭借自己极突出的营销背景做所有的决策，其实不然。像一般首席执行官那样，拟定基本的产品策略后，他就把营销决策留给能力很强的营销副总裁吉恩·沃森（Gene Watson）。沃森做事效率高，部分原因在于莫腾森本人也是十分出色的营销高手，知道需要什么样的营销管理人员。莫腾森在和沃森充分沟通后，就闪到一边，放手让沃森去做。

沃森必须做所有的决策，从产品应该使用什么颜色，到如何做广告，并决定应请什么样的公司做广告代理商和公共关系公司。他决定雇用什么样的推销员。沃森雇用的大部分推销员，以前都没有推销经验。他花时间亲自训练他们。沃森本人在广告的处理和公共关系的职能上，也有自己的独到见解。他的广告展现了一定程度的“品味”，使得顾客乐于与光大雷射为伍。他很擅长与知名科学家来往，鼓励他们撰写技术论文时，引用光大雷射产品的成果。这是最好的公共关系做法。

从沃森和莫腾森身上，我在广告和公共关系方面，学到了个人最有用的教训——耕耘低承诺和高表现的声誉，通常是最好的做法。当顾客看到自己买进的产品一直比供应商原先的承诺要好，便成了厂商的盟友，以口碑介绍更多顾客上门。他们介绍别人来用，本身也买得更多。他们不必面对夸大虚浮的推销词，却能得到更好的东西，因此，精神上处于“亢奋”状态。（许多人这一生被骗了好多次，经常担惊受怕。）能够信任与自己往来的人，这种关系值得珍惜。

顾客一传十，十传百，光大雷射的生意愈做愈大。沃森每次公布的产品规格，总是远低于产品的实际能力，因而建立起“低承诺，高表现”的美誉。顾客很快便知道，他们可以信任这家供应商的任何说词。（日本人很擅长这种技巧，并经常在电子工业中用它来获得较高价格。）在此同时，顾客觉得他们买得很便宜，因为不必负担“担心上当受骗的成本”。

当然，身为总裁，莫腾森没有自绝于市场之外。几乎每一家小公司的总裁，在一些重要的销售拜访上，他都必须亲自出马。事实上，多年来，沃森和莫腾森一直共用一间办公室——办公桌面对面放在一起，这是强迫沟通的最好形式之一。莫腾森因此不可能与市场隔绝，沃森因此不可能不把营销理念，注入到办公室的每一样事情，不管是生产、研究，还是财务。在这个过程中，光大雷射开发出其他雷射公司所忽视的固态

调谐雷射产品<sup>①</sup>。

**管理层有无控制好营销工作？**

.....

在经营没有那么成功的公司中，营销副总裁冥顽不灵，自认为除他之外，没人懂得营销工作怎么做。他喜欢嫉妒、讨厌首席执行官（CEO）或营销部门以外的任何人和任何顾客接触。如有研究发展或财务部门的人因某些理由而和顾客接触，营销副总裁便大发雷霆。要是这位营销副总裁真的善于“处理”自己的市场，那倒还无所谓。很遗憾的是，事实不然。（如果他真的很会处理，就不致于那么偏执。）到某个时候，首席执行官和营销副总裁都必须换人，但这时股票市值已跌了大半。

同时来谈另一家公司的营销术。这家公司生产的是十分精密的电子制程控制设备。

一家很大的跨国、多事业部公司，最近承诺购买几套系统，每套系统金额高达数十万美元，必须放在不同的地方。采购决策由事业部管理层单独做。由于其他公司也供应类似的设备，因此各地安装设备理论上应开放供应商竞标。实际上他们没有这样做。各事业部只向这家规模相当的厂商购买，没有认真考虑其他选择。

“怎么会这样?”我问购买设备的企业总部管理层。“你们没要求各事业部决策人员找厂商竞标?”在总部负责设备采购的职员说,连他也不了解。推销员显然说服了各事业部决策人员很快就签署购买意愿书,连总公司都没听说过这回事。由于意愿书包括退款保证(6个月后如不满意),买方觉得自己没冒太大的风险。买方因这个保证而心动,愿意冒险一试,而没找其他供应厂商或通知总公司。

设备终于安装完成。没有一套系统被退回。整件事情听起来像卡内

① 光大雷射后来被业界领导厂商光谱物理公司买下，成为光谱物理公司固态雷射业务的核心。这事发生在我于1976年投资后5年，我获得的利润是原始成本的30倍。从这个例子，可以看出营销领域中活跃的心灵，或者如本例两颗活跃的心灵，对超级公司能有多大的贡献。

基 (Dale Carnegie) 的著作中写得那么神奇。事后, 我问这家小型电子公司的管理层, 最希望改善哪个职能领域。叫我惊讶的是, 3 位最高领导人异口同声地说, 营销——尽管在这个职能领域, 他们已经很强——仍是不断改善的关键领域。

## 业务和服务如何处理?

\*\*\*\*\*

在这个波动不停的营销领域, 不可能设定一成不变的原则, 但有些准则很有帮助。如果企业生产的是精密或相当昂贵的产品。最好的做法通常是建立一只很强的现场直销人员。相比之下, 如只通过配销商经销产品, 那真的叫人担心。

通过配销商做营销的公司, 很难在直接营销上着力, 因为推销员没完全投入单一公司的生产线, 比较难以训练、激励, 或要求纪律、调整做法。另一方面, 配销商的“代表”可能以浮夸的保证, 大卖公司的产品。这些保证没办法兑现时, 产品或公司的声誉将受损 (不要忘了低承诺, 高表现的重要性)。

许多小公司一开始都借助于配销商, 因为他们养不起自己的销售人力。随着公司规模日超增大, 便倾向于建立自己的销售单位。不过销售低价产品的公司比销售精密产品的公司少有自己的业务员。

服务常被人忽视。服务是一种很有效的销售工具——也可能是一家公司的致命伤。和几位顾客谈过, 便可以了解一家公司的服务品质。如有公司请第三者做服务代理人, 应抱着怀疑心理。和配销商的代表一样, 第三者服务代理人很难训练、激励、控制。不少公司请竞争对手当第三者服务代理人, 对于这一点, 我很不以为然。

最近我访问口碑很好的一家小型高科技公司。不管根据什么标准来看, 它的股价都偏高。它的主要竞争对手是迪吉多电脑公司 (DEC)。使我惊讶的是, 这家公司在美国大陆竟完全依赖迪吉多维修它的产品。迪吉多这家公司不错, 但绝不会笨到忽视自己的本业, 专心为竞争对手的产品提供服务。(你会念兹在兹, 只想到为别人的客户服务, 而不帮助自己的客户吗?)

营销管理的关键在于业务员、营销经理、营销副总裁和首席执行官



的互动。每一个人都很重要，每一个人都是工匠，但从管理的观点来说，每一个人都难相处。表现上，这些能力突出的个人都很聪明、温文尔雅、迷人，其实许多人内心缺乏安全感。

业务员通常不易管理，因为他们习惯单独外出行动，凡事总为自己着想。在很多方面，他们都从独立自主的角度看自己的生活。商学院的个案研究，有许多现场直销组织失控的故事。营销经理不易管理，因为很多人是“彼得原理”（用人愈多愈好）的信徒。如果营销有卓越之处，那一定是从首席执行官和营销副总裁之间培养起来，并逐步传播到整个组织。要是在最高层没看到这种素质，整个组织便看不到。投资人必须十分仔细地研究一企业最高两位营销主管的素质。对他们做出正确的判断，才能对一家公司做出正确的判断。

### 寻找别人没有的优势

+++++

超级公司必须相对于所有目前或潜在的竞争对手拥有竞争优势。通常这表现为公司的生产成本必须最低，或者至少在生产线的主体部分，已建立起独特或半特有的地位。

我的办公桌上，有副标语，上面写着“这一生我最想要的是别人没有的优势”。有些东西是自己特有的，或与众不同，公司便有别人所没有的优势，潜在毛利率<sup>①</sup>很高。高毛利率能使公司从内部创造足够的利润，保证未来的快速成长。超级公司不能缺少这一点。

独特的优势可以有很多不同的形式。某些业务的优势可能比其他业务的优势明显。以矿业为例来说，地下蕴藏量比别人多，可能就是一种优势。在消费性产品，一个品牌或一项专利，可能就足以带来优势。使用更好的生产技术降低生产成本，是最常见，有时是绝对必要的优势。营销和研究团队在产品开发过程中配合良好，或许能提供优势，因为单单如此，便领先竞争对手一步。

研究成果的最后考验，是产品能不能提供所要的特色，成本是不是

<sup>①</sup> 毛利率是指毛利除以营业额。毛利是营业额减去销货成本。销货成本是指和产品制造有关的直接成本。

足够低，以获取合理的毛利率。营销单位把某种产品的构想送到高级管理人员那里时，有关的提案包括产品应具备哪些特色，以满足顾客的需求。营销单位也会提供产品价格的估计值。

有了这些产品特色和价格资料，营销单位会提供销售量预测值。工程单位必须在所有这些限制下研发产品。产品必须设计得能够生产，具有标定的特色，而且单位成本够低，能卖到正确的数量。

研究效率最富创意的地方，在于产品设计出来的生产成本。在产品未来的获利性上，没有其他方面比这一点扮演那么重要的角色，而且工程单位能完全凭自己的力量决定这件事。我们能不能在这里减低成本？能不能在那里省一些？在这项特色上，我们是不是应十分小心，不要为了节省成本而使它消失？产品设计后的生产成本，是企业往往犯错误的地方。研究效率在这件事上对毛利率，以及之后的净利率有重大影响。

设计出来的产品，如果生产成本很高，就很难改变这项缺点，也有可能永远无法纠正。一开始毛利率便很差的产品，往往永远保持原样。

IBM 不是我心目中的超级强势股，但许多人相信它是超级公司。它绝对是超级竞争对手——拥有许多优势，其中之一便是利益永不消失的 IBM 这块金字招牌。电脑业中每个人都知道，IBM 的业务员能进入别人进不去的大门。顾客对 IBM 的名称有很好的反应。一家供应商特有的大部分优势，顾客总是有很好的反应。

金融界很容易接受科技公司拥有特有优势的观念。由于投资人接受科技公司能提供某些与众不同东西的观念，因此常哄抬股票价格到很高的价位。

我们很容易便能列出一张享有独特科技优势的公司清单。不过低科技或非科技公司享有优势的例子不胜枚举。富于传奇色彩的奥马哈投资人沃伦·巴菲特（*Warren Buffett*）喜欢有“地方业务加盟”的报纸。所谓地方业务加盟，是描述企业优势的另一种方式。麦当劳（“麦当劳都是为你”）和玩具反斗城因为善于利用动听的营销口号而拥有优势。

有些时候，公司收购相关领域的其他公司，产生规模经济而创造优势。（参考第十章，可以发现为什么利润率往往与市场占有率密不可分。）要买到超级强势股，至少那必须是一家超级公司。超级公司拥有不同寻常的竞争优势，因此而有突出的利润性，毛利率和净利率都高。

努科公司（*Nucor Corporation*）在十分平淡无奇的制钢工业拥有竞争

优势。该公司发展出来的制品，成本很低，能与进口钢产品竞争，同时有可观的报酬率。制钢业知道连续铸造法这种生产方法已有多年的，但60年代末，努科率先采用在当地炼钢厂使用耦合连续铸造法的观念，原材料是便宜的废钢。

70年代中期，努科的炼钢厂生产效率很高，钢材料从一开始加热到制成成品，送入仓库，整个过程毫不停顿。这样的生产流程降低了所需的能源、资金成本、每吨钢品使用的人力。努科的成本结构使它获得很好的利润，并在不景气时期（1977年和1982年）持续扩厂，而美国和海外制钢同业者都在赔钱。

超级公司从竞争优势中获得很多好处。这些优势能为突出的市场占有率奠定基础。投资购买股票时，超级公司不一定占有很高的市场。比如说，我第一次投资努科公司时，它的大部分产品的市场占有率都很低。超级公司如果真的拥有竞争优势，则应有能力提高市场占有率，或至少维持市场占有率在投资者所希望的水准。分析师为了寻找中长期投资目标，标准问题应该是：“你们正在做些什么事，可以让未来的利润率更好？”这往往等于问：“你们正在做些什么事，可以提高未来的市场占有率？”

这些问题有很多错误的答案。管理层可能会说，他们正在节省各种各样的销售和行政管理费用，甚至可能正在削减研究支出。所有这些事情可能没做错，但是真正的解决方法应以毛利率为依归。比较好的问题是：“你们正在做些什么事，可以提高毛利率？”一家公司提高毛利率的努力，往往能够提升市场占有率。

利润率和市场占有率两者唇齿相依，因此，长期资金如不投资在市场占有率领导公司身上，往往徒劳无功。长期投资市场占有率偏低的公司股票，只在你预期它最后会取代原来的领导公司，夺得市场占有率第一的宝座时，才有意义（见第十章和第十一章）。

### 顾客是不是获得“物超所值”？

=====

在顾客眼中，公司的产品与别人有所区别时，往往可以获得优势。设计一种产品，抢占稍微不同的市场份额（*niche*），或者以仅见的特色

提供价格性能优势，则产品往往能卖到比别人高的价格。一公司如拥有卓越的营销能力，便能找出哪些产品的特色最受顾客重视。强调这些特色的同时，削减其他方面的开支，能让顾客有“物超所值”的感觉。（个人电脑走向便携性，便是绝佳的例子。）对所有的人来说，这种做法都有好处。本例中，市场占有率可以用所谓的市场份额来定义。规模差异化，属于这一类，也是最有用的分析工具之一，可以避免陷入麻烦。（这一点十分重要，所以第九章一大部分专谈规模差异化。）

## 劳工关系很重要

#####

良好的劳工关系是超级公司的关键要素之一。商业和业界刊物不断报道企业界遭遇的劳工难题——很不幸的事件，但往往没有必要出现。

超级公司很少面对工会，更少见到劳资争议，因为它们的劳工关系十分和谐。开明的管理阶层，认为公司经营成功，劳工的贡献和管理阶层的贡献一样大。

近几年来，参与式管理（指员工参与富有创意的改革和产品构想）非常流行，愈来愈多的美国公司尝试模仿或修改使用日本式出色的管理方法。但其中关键不在于任何改善劳资或员工关系的方法，重点在于公司愿意和不断渴望改善劳工工作的环境，鼓励他们提高效率。

在这一方面，努科公司又是很好的例子。努科公司的年报上有小字印刷的人名——公司每一位员工的姓名。努科可不只把员工的姓名印上年报封面，还根据每个小团队（员工属于各个小团队）的表现，针对每位员工贡献计酬。一位员工能领到多少钱，理论上没有上限。努科希望每个人尽可能多领钱，因为那是以高效率生产许多钢产品的成果。小团队的效率和每位成员的贡献成正比。因此，每位团队成员都很卖力工作，以确保其他成员不致被自己耽误，并做出应有的贡献。懒惰虫不会被开除，但会遭团队成员唾弃，最后不得已只好自行辞职。努科一般制钢工人每年所得超过3万美元——对学历不高的蓝领工人来说，这样的待遇不差。钢铁工会会员所赚也远低于此数。

但努科公司不以此为满足。为鼓励员工创造更美好的未来，任何员工的子女上大学，努科每年提供1400美元助学金——不附加条件。如果

某位员工有四位子女上大学，则每年可领 5600 美元。这个政策是很开明的自利做法，由此员工心生感激之情，公司所得多于实际成本。

最后，为向员工和股东显示管理层说到做到的决心，努科公司所有管理干部总薪酬的一半以上，与公司的净盈利挂钩。如果公司表现好，干部的待遇也好。在经济衰退期间，如 1982 年，管理干部领到的钱很少。

其他公司也运用许多方法来改善劳工关系——从公司宴会到员工健康中心，不一而足。它们可能设立员工托儿所，或每周一次下午五时开鸡尾酒会。有些公司由员工拍摄电影供其他员工欣赏。花招种种，不胜枚举，依参与者的想像力和意愿而定。

超级公司的管理层既愿意也拥有永无止息的想像力。其中的关键在于管理层愿意不断寻找新的构想，以改善员工的工作环境，提高生产力，并促使源源不绝的创意流向管理阶层。

## 财务控制——问题与答案

\*\*\*\*\*

财务控制看起来沉闷乏味，却是公司经营成功不可或缺的条件。企业快速成长的过程中，需要不断追踪所有相关的要素——一套良好的当期数字，详细反映公司实际的经营状况。

超级公司的财务部门，不断制作报表（每个月月底的三个星期内或更短的时间内），至少包括以下各种报表：

1. 持续最近一个月、最近一季以及今年迄今的财务报表。

2. 最近一个月各生产线和利润中心的营运财务报表。

3. 最近一个月的接单、手头订单、交货和存货分析。

4. 最近一个月及今年迄今分项费用支出，并把低于损益表利润率标准的所有项目费用支出拿来与预算支出比较。

5. 依员工类别和任务领域计算用人数，以追踪各职能的人力状况。优秀的管理层应了解应在何处以及何时增加人力或裁减人力。

可用来分析一家企业经营状况良莠的方法很多。超级公司一直在寻找更好的新方法，搜集和分析资料。超级公司不但不畏惧改变管理信息系统，更鼓励所有的阶层进行改革和提出革新建议。

财务控制是公司财务副总裁的职责。有时这个职能有其他名称（如首席财务官（CFO）或副总裁—财务）。在规模较小的公司，这个职能可能由某位执行副总裁负责；这位执行副总裁负责营销、研究和生产以外的行政管理工作。他底下有出纳员和保管员。

财务部门人员本质上往往较为保守或守旧。首席财务官（CFO）必须负责雇用出纳员和保管员，或加以训练，使他们成为财务控制改善过程中的领导人。

问一些问题，迫使财务部门高级主管“现形”，可以管窥他们的心态。所问问题应合理，但详细一也就是他们能够随口回答的问题。

问题不应太敏感，使得财务高级主管有所迟疑、忌憚，不敢随意作答。典型的问题可能是：“拿百分率来说，每个月的营销费用变动情形如何，而且过去几个月预算收支有多大的出入？”

这些问题的答案，不应让管理层感到过于敏感。在此同时，回答问题的方式——在技巧好和有经验的人提问之下一可以显示公司财务控制的重要层面在哪里。它们可以透露公司有哪些唾手可用的信息，也可以透露公司对他们没想过或过去没注意的问题有什么样的反应。对于变革所持的态度，与可以取得的信息一样重要。

超级公司的高级财务管理人员，会以两种形式中的一种，回答几乎任何问题——问即答，或者随手拿取一份书面报告，或利用工作场所离自己很近的电脑终端机来回答。不要忘了，这些人终日与数字打交道。他们通常能记住大部分人会忘掉的许多数字。同样，由于数字是他们的“生命”，所以他们必须能立即查到每一样事情。

以20世纪70年代中期量器公司（*Measurex Corporation*）的财务副总裁鲍勃·弗里克（*Bob Frick*）为例来说。他曾是美洲银行（*Bank of America*）的首席财务官（CFO）。弗里克能记住非常多的资料。和他见面后，立刻能知道他十分聪明。所问问题如没记在脑海里，他会转向办公桌后面一排活页夹。这些活页夹包含公司每一样细节到目前为止的详细资料。他的活页夹整理得很好，很短的时间内便能查出所要的东西。当然，今天的电脑可以立即调取任何资料，弗里克与之相比便显逊色。

一而再，再而三，总有一些新构想出现，为的是把事情做得更好或做得不一样。你可以请教高级财务主管，他们对这些构想有什么看法。他们所做的回答，可能透露个人对财务控制的变革和改善等十分重要的

方面会有什么样的情绪反应。有些人可能没有考虑过这些构想，并立即抗拒新事物。有些人可能考虑过这些构想，并能够解释它们在自己的公司何以不适用。

超级公司的财务管理阶层会伸展双手，拥抱新构想，而且你所提的任何构想，他们几乎都知道。他们不选用某个构想，因为可能还有更好的方法，能够达到相同的目标。关键在于他们有没有追求进步的意愿。

超级公司的营销、财务控制和员工关系必须做得很好。有了这些，还必须拥有重要的竞争优势——这是得以继续经营的基本前提——使得别人不易与之竞争。这些特征必须存在于一种环境中，在那里，员工时时刻刻追求公司的成长。聪明的企业家不会在可能产生低报酬的领域浪费精力。击败竞争对手，很好；避免别人与本公司直接竞争，更好。只要有可能，避免别人直接竞争，通常是明智之举。下一章就来看如何避免竞争——避免其他公司的竞争，以及避免其他投资人的竞争，两者都谈。





## 第九章

# 避免风险——

## 避免竞争

### 大卫和食蚁兽

\*\*\*\*\*

生命太短暂，而且总有一些大坏蛋喜欢吃别人的午餐。尽量远离他们。在企业界，活生生的例子不胜枚举。有时候，大卫可以宰掉歌利亚，但更有可能出现的情形是，歌利亚只是漫无目标地游荡，无意中踩死了两三个大卫。

我儿子每个星期六都要看“食蚁兽”电视卡通。食蚁兽吃的是蚂蚁，但它们有可能踩死蚂蚁，甚至坐在蚂蚁上面。不管你怎么想，倒霉的都是蚂蚁。食蚁兽不是很高尚的动物，可能没有多少人喜欢它们。如果诺亚方舟让我驾驶，食蚁兽会是最后才准上船的生物。不管怎么说，它们能使可怜的蚂蚁日子过得很悲惨。

### 避开食蚁兽游荡的地方

\*\*\*\*\*

大公司在大市场做得很好。小公司在小市场做得很好。很少见到大公司在小市场中做得很好，或小公司在大市场中做得很好。

大市场特别是成长潜力不错的大市场，会吸引大公司前来争食。营业额数十亿美元的公司，会毫不迟疑地进军庞大的市场，但进军小市场则会思之再三，即使那是成长相当快速的市场。

以个人电脑市场为例来说。仅仅几年内，个人电脑成长为规模达

60亿美元的市场，而且成长仍然相当快速。在苹果电脑公司还没有站稳脚跟之前，数据设备公司（DEC）、惠普（HP）、国际商业机器公司（IBM）、德州仪器（TI）全都发现了个人电脑市场的潜力。

那时还没有一家大公司进入这个市场。后来苹果、凯普罗（Kaypro）、奥斯本（Osborne）、雷谢（Radio Shack）及其他规模较小的公司，都在这个还小但成长快速的市场中，各据一方。大公司仍在掂量这个市场的份量。

1982年市场变得较大，规模较大的公司上阵了。比方说，IBM在很短的时间内，取得很大的市场占有率。IBM推出的产品，许多人认为比其他很多产品差。根基已稳但规模较小的公司，有较优异的硬件，但卖得不如IBM好。这些公司不像IBM，在大市场威力强大。独立的软件公司替IBM PC编制程序，因为他们晓得，不管IBM的硬件是不是最好，IBM的产品都会卖得很好。由于为IBM PC设计的软件有那么多，即使它的硬件乏善可陈，也变得有吸引力。

1983~1984年，大食蚁兽横行无阻，不少蚂蚁葬身其腹内。德州仪器的个人电脑定价方式，是根本不管能否赚钱。如果他们打算垄断市场，则经得起长时间赔钱。德州仪器在电子计算器等产品的做法也类似。鲍马尔公司（Bowmar）是电子计算器早期的领导厂商。还记得鲍马尔神算（Bowmar Brain）吗？德州仪器的定价策略，迫使鲍马尔请求破产法第11章保护。

避开容易招来巨型公司直接竞争的市场。巨型公司可以让你发生亏损，同时自己也没赚到钱。（被食蚁兽坐在头上，和被食蚁兽吃掉一样令人害怕。）一家公司应寻找适合本身规模的市场。蚂蚁（小型）公司所找的市场，规模应该很小，小到食蚁兽公司没有太大的兴趣。在小市场中，大公司很容易打败仗。

任何公司都只有少数人的思考像将领，大部分人的思考像上校、少校、上尉、士官、士兵。大部分公司会把头脑最优秀的人才派到最重要的市场。大公司通常把最优秀的人才派到大市场。以数据设备公司（DEC）、惠普、德仪来说，1983年的营业额都有40亿美元，而且都希望每年成长20%。这表示1983年的营业额还要再增加8亿美元，1984年营业额要增加10亿美元。如果你经营这些公司，你会傻到进军销售额只有几亿美元的市场？如果这些市场已有一堆根基稳固、更富创业

精神的竞争对手，你的脚步不会更迟疑吗？

## 日本人进击大市场——有时候

\*\*\*\*\*

日本人是美国企业家最害怕的对手。新闻媒体大肆报道他们，美国企业弥漫一股恐日情绪，担心他们也可能进入其他市场。“他们已在汽车、钢铁、电视工业做出那样的事，也许现在会直冲我们而来。”

日本人的作风，在大市场最能得到发挥。需要大量消费性营销或价格营销的领域，他们做得很好。需要密集直接营销给精明顾客的市场，或者需要重大策略性市场规划的市场，他们做得相对较差。

以镭射市场为例来说。经过 20 年，在零部件方面，仍只是几亿美元的市场。这个市场也由许多份额构成，这些份额各根据不同的技术，制成能发射镭射光的装置。镭射产品家族包括：氦镭射、二氧化碳、二极、染色、氮氛、红色、半导体镭射和 YAG 镭射等。这些市场由圣约瑟的光谱物理公司（*Spectra-Physics*）、巴洛阿尔托的一贯公司（*Coherent*）主控。这个行业刚萌芽时，两家公司很早就创立。1983 年，光谱物理的营业额有 1.35 亿美元。第三大业者是佛罗里达州的控制镭射公司（*Control Laser*），年营业额不到 1500 万美元。其他数十家供应商的规模更小。

虽然许多大公司作出努力，还是没能在这个市场取得显著的占有率。美国对日本出口的镭射产品很多。日本大公司在日本制造镭射产品，但日本市场很小。他们在美国卖镭射产品也卖得不好，因为需做密集的营销工作。每笔镭射产品的销售交易，都需要高层次的技术销售配合和服务支援。非本地公司很难提供这些。由于日本没办法在美国市场取得一席之地，因此销售量很低；他们的成本高—无法像他们在汽车工业那样，取得规模经济。美国的镭射产品公司销售量较高，成本较低，在日本做了不少生意。不少行业也有同样的情形。在小市场，日本人做得相当差。

拿软盘为例来说。在个人电脑市场爆炸性增长之后，软盘应是几近完美的“游戏”。它们就相当于个人电脑工业的“刮胡刀”。认真使用个人电脑的人，买了电脑之后一年内，都要花几百美元买软盘。两者密不

可分。

我买进佛贝提姆公司 (Verbatim Corporation) 的股票时, 软盘的总市场规模不到 2.5 亿美元。那时以 8 吋软盘为主力, 5 1/4 吋软盘较少。后者的市场较小, 但成长速度较快。IBM 生产的是 8 吋磁碟片, 没有生产 5 1/4 吋软盘。明尼苏达矿业制造 (3M)、日立都在市场内。三家公司制造的产品都很好, 但卖得都不好。

市场主要由规模较小的公司主宰。佛贝提姆占有 35% 的 5 1/4 吋软盘市场，地位十分稳固。其他比较小的供应商，如戴山 (Dysan)、速达 (Xidex)，也取得一席之地。对明尼苏达矿业制造等大公司来说，这是一个相当小的市场。日本公司，如日立，在软盘市场的占有率有限。他们一样没有做得很好。

日本公司和美国大公司从没在这个快速成长的领域取得显著的市场。但随着市场成长,有些终将取得相当大的市场。与此同时,佛贝提姆与小市场同步成长,一直能够维持 35% 的市场占有率。

小（以及与众不同）即是美

避开主流技术和避开大市场一样是合适的做法，许多理由都是相同的。只要可能，都应设法避开全美各地大型研究实验室强调的技术领域。*IBM*、德州仪器、贝尔实验室大力冲刺，往往能及时为自己或其他公司创造重要的商业化产品市场。

小公司应反其道而行之，注意大公司没有投入很多研究经费的领域。大公司通常把绝大部分的研究经费，投入预期将有巨大市场机会的地方。小公司花了很多年的钱，研制更好的捕鼠夹，常因大机构 5000 万美元研究经费获得的突破而毁于一旦。避开主流技术，往往和避开大市场一样重要。

小公司置身的市场最好是正快速成长，但规模太小，不足以吸引食蚊兽上门。有些不了解这层道理的小公司高阶主管，挥军大市场后经常伤痕累累。年营业额 5000 万美元的公司，通常最好呆在成长快速的 1.5 亿美元市场中，而不要企图打进规模大得多而且快速成长的市场。（其中理由到第十章会全部明朗。）部分原因是在这样的市场中，一家公司

不会试着让自己成长得太快（见第二章）。主要的理由是：这是避免食蚊兽上门的方法。

记住老罗斯福总统的话——轻轻地走，但是带一张很好看的资产负债表

一只蚂蚁可以从野餐会场一次带走一粒和它一样大甚至更大的面包屑。我们不喜欢那么做事情。我们都是一大块一大块地储藏资源，就像松鼠准备过冬。

好的资产负债表具有无与伦比的价值。投资一家资产负债表很好的公司，可以大幅降低风险。一家公司即使赔钱，但前景很光明，投资这样的公司不必太担心。但如公司不但赔钱，而且亏损金额和可应急需的资金相比显得过高的话，投资时应十分谨慎恐惧，因为这样的公司可能根本没有明天。资产负债表的分析相当容易，非主修会计的大学生，只要上一堂会计入门课，就能学到基本概念。

一般来说，最安全的做法，是思考一家公司未来一段期间可能赔多少钱（参考第十章的利润率分析），然后确定资产负债表是不是不够强，好到足以吸收这些亏损还有余裕。超级公司应有足够的营运资金（*working capital*），即使公司至少5年营运状况很糟，也能支撑下去。我称此为未来亏损吸收倍数（*future loss coverage*）。未来亏损吸收倍数愈高愈好。

一家公司由债务补充的总资产低于40%，是比较理想的状况。公司承担的债务愈低，风险愈低。这是普通常识。观察总债务时，应把可能发生的或有负债（*contingent liabilities*）也考虑进去。（或有负债可能包括未成份额金的退休金应给付金额、法律诉讼的风险，或将来制定法律保护环境、改进管理法规的缺陷。）

现金收支流量很重要。许多不够老练的投资人，不晓得企业赔钱时，还是能够创造很多现金收入。损益表上“折旧”会计项目创造的净现金，可能有助于公司在艰困时期仍能偿付债务。现金收入可用来缴付账单，以及拒恶狼于门外。

会计报表上暂时性赔钱，是可以接受的事情，但现金流量成为负值，就要很注意。净营运资金应该充裕，足以补充至少3年的现金流量负值。（现金如果用完，企业也可能完蛋。）超级公司经由折旧或摊销创造出现金流量正值，会使购买亏损公司股票的风险大为降低。

## 财务数字背后有谁作证？

|||||

公司的财务报表应由“八大”会计师事务所之一审计过。这八大会计师事务所是：

阿瑟·安德森事务所 *Arthur Andersen & Co.*；

阿瑟·扬事务所 *Arthur Young & Co.*；

库珀斯和利布兰德事务所 *Coopers & Lybrand*；

皮特，马威克和米切尔事务所 *Peat, Marwick, Mitchell & Co.*；

图什·罗斯事务所 *Touche Ross & Co.*；

迪洛特·哈斯金和塞尔斯事务所 *Deloitte Haskin & Sells*；

普赖斯·沃特豪斯事务所 *Price Waterhouse & Co.*；

厄恩斯特·惠纳伊事务所 *Ernst & Whinney*。

所有超级公司中，95% 的财务报表都经八大会计师事务所之一审核后，所有股票公开发行公司中，可能有 80% 以上都由它们审核。许多小公司规模成长后，也改由他们审核。

八大会计师事务所审核的财务报表，不能保证一定准确。每个人都会出错。但八大会计师事务所通常严格遵守正常程序，稽核财务报表。公司年报也经它们之一签字，资产负债表的可信度大为提高。

规模比较小的区域公司可以做好一个工作，但许多公司没有经常性的稽核业务。它们可能没有适当的设备和人力，适应出乎意料的事件或程序。财务报表若由某家区域公司稽核，最好查一下有多少股票公开发行公司由它稽核，以及那些公司的名称。区域公司在这方面的业务往往很少，经验不足。

## 谁握有控股权？

|||||

超级公司通常有很大一部分股权由高级管理人员持有。管理层可能包括公司创办人。如果管理人员稍后才加入公司，公司可能给他们认股权作为奖赏，以激励他们改善公司的业绩，提高公司股票的价格。

如果管理层持有很多股票，他们便是股东的好伙伴。这样一来，他们便有强烈的动机，设法使股票变得更有价值。他们会关注公司的资产负债表。如果你买了那家公司的股票，公司的资产负债表会是你和管理层共同关心的对象之一。管理层应持有多少股票，没有一定的规则，但一些看法也许有帮助。管理层应领取合理的薪水——但和他们持有的股票价值相比偏低。管理层持有的股票如果没有远高于薪水，就应小心注意，因为他们对个人薪水的关心，可能甚于对股票价值的兴趣。管理阶层的持股价至少是年薪的十倍，这种情况最好。

一两人握有公司控股权时，要特别注意——结果可能是一场空欢喜，甚至很可怕。事情如何发展，全看人治。

如果没人拥有控制权，而且管理层绩效不彰，董事会可能整顿管理层，请进新人。如果一两人拥有控制权，公司的未来掌握在他们手里，则公司可能大成功，也可能大失败。如是后者，董事会无法、也不会做任何事情来保护少数股东权益。

控制权适当分散的公司，管理层视股东为公司的所有人，有权分享未来的荣誉。控制权过于集中的公司，管理层视少数股权股东如芒在背。绩效不彰的首席执行官（CEO）如握有控制股权，可能把公司看成是他自己的一少数股权股东则是二流公民。

握有控制权但绩效差的首席执行官（CEO），可能基于自傲维护自尊。继续采取不良的管理方法。他可能找一位蠢才，如朋友，接替他的位置，也可能觉得已经足够富有，失去当初创建公司（以及财富）时的狂热。许多拥有控股权的首席执行官（CEO），犯下大错，不但自己身受其害，并殃及所有股东。很多公司因此经营失败。在任何地方，失败的公司通常比成功的公司多。

少数联系紧密的一群人控制一家公司时，更有必要去了解他们是什么样的人。如果做不到这一点，最好另找安全的投资处所。





## 第十章

# 利润率分析——

## 我这一生最想要的是别人没有的优势

### 问 题

#####

### 分

析未来的利润率，是投资问题的核心。利润率分析熔合了市场价值、营业额和盈利于一炉，也将价格营业额比率和市盈率结合在一起、将基本面分析和价值分析结合在一起，一再强调不嫌多。利润率分析不是新观念，而是很老的观念。

利润率分析到底有什么用？它能预估一家企业未来应赚多少钱。即使目前利润很低或根本没有利润，也能做到这一点。许多人把注意焦点放在一家企业下一季或明年应赚多少钱，我却不这么做。（本章和下一章的重点，是如何预估未来几年的利润率，理想上是预估未来5年的利润率。）

利润率分析在超级强势股分析中很重要，因为它提供了一个理性基础，估计发生盈利阵痛的企业的价值。企业出现阵痛时，大部分投资人都缺乏理性基础去估计它们的价值，但如你做得好，相对于其他投资人便拥有很大的优势。你能够在一家公司受到伤害和股价下跌时，估计它的价值。长期利润率分析的好处，在于你能以相当高的准确性，预测一家企业几年内获利能力如何。

假设你认为美国威德特尼克斯公司（*American Widgetronics*）很可能是超级公司。或许你不是很肯定，但已做了若干考察工作。到目前为止，每样事情看起来都不错。现在你想做个结论。利润率分析是确定它是不是超级公司的最后一步，也是确定它是不是超级强势股的第一步。

利润率分析是经营分析和证券定价的桥梁。利润率分析把一段期间内，断羽残篇式的企业经营信息，整理出一个头绪。它是一种多面向方法，可以远眺一公司的整体未来。

## 若干定义

\*\*\*\*\*

利润率 = 税后盈利除以总营业额。

税前利润率 = 总营业额减去税捐除外的所有费用支出，再除以总营业额。

毛利率 = 总营业额减去销货成本，再除以总营业额。

总营业额 = 因出售产品或提供服务产生的所有收入。

## 鉴往知来：谁来踢醒睡狗？

\*\*\*\*\*

先观察一家公司以往的利润率，然后确定未来的利润率会和以往一样，还是比较高，或者比较低。各公司以往的盈亏情况不一，有些利润率很稳定，一直都有 5% 到 7%，有些赚了几年的 10% 以后，好几年内都没再赚钱，平均下来利润率只有 5% 左右。有些在景气好的时候，没怎么赚钱，景气转差则大赔。少数优质公司长期以来一直有很高的利润率——达 10% 之高。

按照定义，超级公司的平均利润率应高于业内竞争对手和其他公司。长期而言，制造业的超级公司平均利润率应有 5% 左右。不管超级公司表现多好，很少有公司长期内的利润率远高于 10%，公司快速成长时，尤其如此。新的竞争对手很可能一头投入这些高利润率的高成长领域，犹如被吸进真空世界。新来的公司可能没那么成功，但能把整个业界的利润率打低，连业界领导公司——我们的超级公司——也受波及。非制造业中的超级公司，利润率可能下降得更多。

务请谨记在心：一家公司或某一行业属于偏高的价格营业额比率 (Price Sales Ratio, PSR)，在另一公司或另一行业则属偏低。合适的 PSR 值受未来的利润率影响很大 (表 4-1)。未来的利润率低，表示在

目前一定的 PSR 值下，未来的市盈率会相对偏高。未来的利润率高，表示在目前一定的 PSR 值下，未来的市盈率会相对偏低。

一家公司过去的财务状况揭露了那时发展出来的财务“文化”。假设一家制造业公司过去 5 年内，每年的利润率低于 2%，你不晓得它有没有可能是超级公司。

利润率低告诉你某些事情。那么低的利润率，表示那时在位的管理层能接受很差的业绩（或至少活得下去）。（他们当然已经习惯不赚很高的利润率。）董事会没有大动肝火。管理层没有很不高兴。可能有一些心里不满的股东把股票卖给别人，接手的人对该公司所持的期望较低，愿以较低的价格接受那么差的业绩。没人大吵大闹。

不受一些刺激震撼的话，这家公司不可能成为超级公司。它很可能继续像只睡狗。不狠狠“踢上一脚”，它会继续沉睡不醒。如果它要成为超级公司，你必须先知道怎么踢才能把它踢醒。谁会踢？这只睡狗醒了之后，会往哪个方向走？依我的经验，我很少看到一只“睡狗”不“踢”就会醒过来，包括换上新的管理层。

但要踢得有效，不能只有换上新的管理层，也需要激烈的革新，重整企业文化。像睡狗般的老人必须丢出去。新的团队必须引进，而且大肆张扬，庆贺公司再生。不经过这一番整顿，中低级员工看不出公司真有潜力迈向更美好的未来，很难激励他们接受不同的公司生活方式。别人大谈如何提高利润和成长率，他们听了却直打哈欠。在他们心里，那不过嘴上说说而已，不能当真。公司文化不浴血重生，睡狗就不可能成为超级公司。因此换上新的管理层有其必要。

现在来看成长和利润率纪录都很不错的一家公司。只要管理层尽了最大的努力，董事会可以原谅管理层犯下的错误。毕竟，他们以前的表现不错。不应该再给他们一次机会吗？公司管理层以前就了解获取高利润率的重要性。高利润率不会自己发生。浪费利润的方法比赚取利润的方法多。高利润率能够出现，是因为有人设法让它出现。公司管理层或许一时遭遇挫折，但仍将尽力创造卓越的表现。

## 有疑问就问！

\*\*\*\*\*

把事情问清楚绝对无害。我们很容易向管理层问到长期的利润率目标。我不曾看过一家公司没有设定利润率目标。虽然有些公司没有想得很透彻、周全，但大家都拿得出数据。问！洗耳恭听！对话可能由此开始，从中可以了解公司管理层心里在想些什么——这是利润率分析的要素之一。

企业的目标通常是赚取比目前还高的利润率。企业设定的利润率目标，和以往的利润率比较往往显得偏高，换上新管理层的睡狗尤其如此。为了达到新的水准，公司必须做一些和以往相当不同的事情。他们晓得自己的行为应和过去有多大的不同吗？许多人不晓得。他们大幅低估应做的事，结果永远达不到自己设定的目标。超级公司会脚踏实地去，而且做得到。管理层可能把他们认为你想听的话告诉你；可能产生这种结果的诱导式问题，少问为妙。请管理层铺述改善利润率的策略。如对方原属睡狗，则注意有无与过去大相径庭的做法。

## 从贫穷到富裕

\*\*\*\*\*

企业的反应可以分成两类：

公司可能计划推动种种改善措施，以提高毛利率。在研究费用、行政管理费用、销售费用（必要开销）不变的情形下，创造更多的利润出来。

他们可能计划削减销售或研究费用，或者降低行政管理成本（同样，属于必要开销）来提高利润。

提高获利能力效果最持久的做法，是提高毛利率。通常这必须从根本做一些和过去不同的事情。产品可能必须重新设计，以降低生产成本，或者设计得具有独树一帜的特色，以便和生产成本比较，可以卖到更高的价格。从间接费用、销售费用、研究开发费用等方面着手，紧缩开销，不可能有长效，因为竞争对手很容易做同样的事。好好管理非做

不可的事，并从中获取成果，比缩减开销有较大的挥洒空间。不大幅增加营销和研究费用，就很难开发产品、制品工艺和市场，以提高毛利率。

大部分优质公司至少需要支出营业额的 20%，用在必要开销上。如果一家公司要赚到最少 5% 的利润率，而税率是 50%，则毛利率必须高于 30%。以下说明为何如此。

下表是两家公司的相关数字。A 公司有 30% 的毛利率，B 公司有 40% 的毛利率，两家公司都支出营业额的 20% 在必要开销上。从表中可以看出税后利润率不同。A 公司以 30% 的毛利率，勉强达到 5% 税后利润率的门槛。相反，B 公司以 40% 的毛利率，能赚到 10% 的净利润率，是 A 公司的两倍。

花在必要费用上的资金比率，可能增加，因为：

营业额相对于固定必要开销开始下降。

公司决定花更多钱在必要开销上，为未来的成长潜力做准备。

|          | A 公司 | B 公司 |
|----------|------|------|
| 毛利率      | 30%  | 40%  |
| 营业额/营业收入 | 100  | 100  |
| 销货成本     | 70   | 60   |
|          | —    | —    |
| 毛利率      | 30   | 40   |
| 费用：      |      |      |
| 研究       | 5    | 5    |
| 营销       | 10   | 10   |
| 行政管理     | 5    | 5    |
|          | —    | —    |
| 总费用      | 20   | 20   |
| 税前利润率    | 10   | 20   |
| 所得税      | 5    | 10   |
|          | —    | —    |
| 净利润率     | 5%   | 10%  |

假设某公司需要花更多钱在必要费用上。该公司可能希望开发新产品，或促销现有的产品线，也可能希望建立财务会计和控制职能。不管为什么要做那些事，必要支出占营业额的比率一定提高。下表列出费用增加后的情形。A 公司和 B 公司的毛利率和上表一样，但现在各支出营业额的 25% 在所有的必要费用上。

|          | A 公司 | B 公司 |
|----------|------|------|
| 毛利率      | 30%  | 40%  |
| 营业额/营业收入 | 100  | 100  |
| 销货成本     | 70   | 60   |
|          | -    | -    |
| 毛利率      | 30   | 40   |
| 费用:      |      |      |
| 研究       | 7    | 7    |
| 营销       | 11   | 11   |
| 行政管理     | 7    | 7    |
|          | -    | -    |
| 总费用      | 25   | 25   |
| 税前利润率    | 5    | 15   |
| 所得税      | 2.5  | 7.5  |
|          | -    | -    |
| 净利润率     | 2.5% | 7.5% |

在这种情形下，A 公司的利润率达到我们的 5% 门槛。B 公司有较高的毛利率，很容易达到我们的门槛。从这两个例子，可以看出高毛利率有其价值。毛利率目标定在 50% 以上是很好的想法。如此一来，为了未来的成长而增加支出时，便有更大的回旋空间。

一份很好看的损益表，可能如下表所示：

|          |     |
|----------|-----|
| 毛利率      | 50% |
| 营业额/营业收入 | 100 |
| 销货成本     | 50  |
|          | -   |
| 毛利率      | 50  |
| 费用:      |     |
| 研究       | 8   |
| 营销       | 11  |
| 行政管理     | 7   |
|          | -   |
| 总费用      | 26  |
| 税前利润率    | 24  |
| 所得税      | 12  |
|          | -   |
| 净利润率     | 12% |

这份损益表使得公司有更大的空间，可以增加支出，促进未来的成长；同时目前的利润可以支持未来所需。虽然这是很不错的目标，数据不见得如此美好。

很遗憾，会计处理不够完美。一家公司视为销货成本的项目，另一公司可能列为营销费用或行政管理费用。有些费用，管理层很难决定列入何种会计项目。在许多公司，服务单位可能是很有效的销售工具。某些服务支出该视为销货成本，和服务收入前后并列，或者应视为营销费

用，也就是用于说服顾客购买更多数量？

同样，产品销售需要技术安装，业务员、技术员和生产人员往往必须携手合作。估计每个人有多少时间用在每种职能上，可以确定财务报表的构成。销货成本、毛利率、销售费用、研究和行政管理成本，有很大一部分是依管理层的假设而分摊。

### 必须做一些独特的事情

\*\*\*\*\*

由于管理层做出的假设各不相同，因此对一公司损益表中任一项目的合适金额，所持过份追求精确的心理，是不对的。那毋宁说是更像艺术，而非科学。不要吹毛求疵，浪费时间争论营销费用是占 8% 或 9%。总体毛利率目标是 39% 或 41% 并不重要。整个利润率改善计划是否合理才重要——如果想达到目标，目标非合理不可。想达成高利润率目标，非做一些独特的事情不可。

能够取得高利润率，是因为：

产品规划（营销）正确地掌握到顾客的未来需求和竞争的特性，因此而能做出正确的产品定价和销售量估计值。

产品经工程部门设计后，使用的原材料和制作工艺成本相对于未来的价格偏低。产品应设计得能以很低的成本大量生产，同时满足顾客的需求。

制造成本很低，效率高，不断注意每一生产步骤的细节。

投资人应留意公司的经营计划中，有哪些地方，对顾客提供的服务，别人很难模仿。这件事不见得和独特的技术有关，更有可能源于公司对顾客有独到的了解。如果管理层没有很清楚自己拥有“别人所无的优势”，它就不会是一家超级公司。

问管理层如何达到其利润率目标。答案通常很有趣。你不妨把这些答案分类为真正富有创意的行为，或者是管理层早就该做的事。减少存货、提高生产效率、缩短应收账款账龄、减少广告费用，以及其他“锁紧螺丝”的动作，都很好，但很难借此取得别人所无的优势。这些事情，竞争对手也很容易做到。它们都该做，但光做这些还不够。

一家公司计划通过减少开销的行动达到利润率目标时，等于承认以

前没经营得很好。如果管理层还是同一班人马，则未来也不可能经营得很好。为什么他们必须改变一些做法？睡狗型的管理层宣称他们将要锁紧螺丝，实际上绝不会锁得太紧。换了新管理层的睡狗型公司，或许有能力把螺丝锁紧一点。

如为新人主政，不难探听到他们以前的纪录。他们以前都在做些什么事？已经做了些什么？有没有能力把螺丝锁紧？

如果新人也只做旧事，那就很难期望他们有杰出的表现。根据教科书照本宣科，是可以获得比一般水准要好的成绩，但不会是很好的成绩。如有人宣称，能够很快把很差的利润率提高，对这样的说法应存疑问。这种事很难办到，除非景气刚从普遍衰退中翻扬。要使利润率持续长期大幅改善，必须全面改革经营特征。超级公司拥有竞争对手所无的优势，因此有很高的利润率。

## 这一生我最想要的是别人没有的优势

\*\*\*\*\*

“别人所无的优势”有很多形式，通常可分为三类——营销优势，生产优势，研究优势。以前，研究不仅仅是商品的时代，特有的技术往往形成一种别人所无我独有的优势。今天则较难看到这种情形。不过有些时候，独特的技术还是能提供优势。

营销上的竞争优势有多种形式。其中一种很简单，只要比别人更懂如何说动顾客掏腰包就可以。这种优势相当常见。乔·布洛（Joe Blow）事业生涯的早期在储蓄贷款协会（S&Ls）做事，后来离开储蓄贷款协会（S&Ls），销售产品和服务给它们。再也没有比这简单的事了。当他想了解一些新事情，只要找以前的老朋友问一声就知道。他马上晓得市场就要出现什么事，而其他业务员可能还卡在采购员那个关卡。其他业务员通常找不到举足轻重的高层决策人员。布洛轻而易举就跨过这个门槛，其中原因不只在他认识他们，也因为他的思考模式和他们很像。

知名的信息服务咨询公司（Dataquest），早年的半导体业资讯服务业务做得很成功，主要是因为这项服务由吉姆·赖里（Jim Reilly）主持和做营销工作。赖里曾在 Signetics、Intersil 和 Fairchild 等公司工作过，在半导体业度过很长的营销事业生涯，而且做得很成功。他向半导体业的



大人物推销咨询公司的服务时，总能直驱入门，吸引到的注意力为其他业务员望尘莫及。短短一段时间内，半导体信息服务业务迅速开展，成了咨询公司的最大部门。

别人所无的竞争优势，包括：

**营销优势，以及有能力在不同的市场布建生产基地、成本基地或技术基地。**

关联性很强的产品搭配在一起做广告，形成规模经济。

商业秘密。

前置作业时间很长。

生产技术的成本较低。

高品质的形象，顾客愿意多花钱购买。

这份清单还可以拉得更长，但要点是找到一个别人没有的优势，让自己在未来获得高于平均水平的利润率。务必确定是否有充分的理由，可以相信这家公司能一直维持相对于竞争对手的优势。

### 高市场占有率可以是一种竞争优势

**THE UNIVERSITY OF CHICAGO**

长久以来，高市场占有率一直被视为别人所没有的竞争优势。波士顿顾问集团（*Boston Consulting Group*）把这个观念带进现代的利润率分析中，企业因此盛行使用，视为决定未来获利潜力的关键因素。

数十年前，人们凭直觉本能就了解这个观念，并最终导致舍曼和克莱顿反托拉斯法（*Sherman and Clayton Antitrust Acts*）实施。政府认为过高的市场占有率形成不公平竞争，因此立法视之为非法行为。在商学院的理论研究中，市场占有率的观念一直屹立不摇，被认为是了解未来利润率的关键工具。分析未来的利润率时，市场占有率何以那么重要，不言而喻。

这个问题和鸡生蛋，蛋又生鸡很像。超级公司经长时间的耕耘，取得某种程度的市场占有率，终而支配整体行业。接着，由于它的市场占有率高，因此能够：（1）维持很高的利润率。从而（2）有钱支付研究发展费用，进一步加强其主宰市场的力量。

## 相对市场占有率更为重要

#####

这里说明何以如此。大致来说，30% 的市场占有率是很高的水准。市场占有率真的那么重要吗？市场占有率的确重要，但相对市场占有率最重要。下表列出不同行业三家公司的各种相关数字，每一家都有 30% 的市场占有率：

|              | A 公司 | B 公司 | C 公司 |
|--------------|------|------|------|
| 市场占有率        | 30%  | 30%  | 30%  |
| 最强竞争对手的市场占有率 | 50%  | 30%  | 12%  |
| 次强竞争对手的市场占有率 | 20%  | 15%  | 7%   |
| 竞争对手总数       | 3    | 9    | 18   |

虽然 3 家公司都有 30% 的市场占有率，但相对占有率不同，因此未来的获利潜力各不相同。C 公司可能处于最好的地位，因为它是行业的龙头老大，举足轻重。它的单位生产成本可能最低，因为成本被较多的生产单位所吸收。由于销售量大，它有能力花钱进行研究发展和做市场调查；规模较小的竞争对手，只能忘掉这些事情存在。经济疲软时，它的降价促销幅度可以高于其他业者。

C 公司的高市场占有率对自己不利的惟一时刻，是生产技术快速变迁。例如，庞大的厂房设备固定资产投资，加上老式的制作工艺，可能对市场占有率领导厂商不利。20 世纪 60 年代和 70 年代，高市场占有率无法保护美国钢铁业者不受外国钢铁和本国小型炼钢厂伤害。日本和其他国外钢铁制造商兴建采用新技术的工厂，和美国老旧的钢厂竞争。当时许多美国钢厂还在使用老式的平炉技术。

美国小型炼钢厂带来的伤害更大，但较不为人知。仅仅 10 年内，国内小型炼钢厂采用连续铸造和其他新技术，从大钢厂手中抢走无数钢品市场。这是大卫宰掉歌利亚的实例。

另一方面，如果消费者偏好改变，而 C 公司没有积极响应，则可能失去市场。通用汽车公司和福特汽车公司因为未能认识到 20 世纪 60 年代和 70 年代美国人的偏好转向小型车，而失去市场占有率。理论上，市场占有率的领导厂商必须有能力花远比竞争对手高的钱，研究市场和了解消费者偏好的转变。企业或许无法一直善用高市场占有率带来的竞

争优势潜力。管理层可能没有对市场的转变有所反应，或者只是没有提高效率。不过，高市场占有率的竞争优势潜力仍然很大。

B 公司的处境较糟，但在业内仍处于相对强势的地位，拥有 C 公司在业内享有的力量。但是很遗憾，对 B 公司来说，主要竞争对手拥有的力量和他一样强，两家公司都有自然的潜力，能够重创对方。这有点像穆罕默德·阿里（*Muhammad Ali*）和乔·弗雷泽（*Joe Frazier*），两人显然都是重量级拳击冠军的料子，经过 15 回合的比赛，两人都精疲力竭。没有明显的理由可以说某方一定做得比另一方要好；结果通常和人的因素有关。

A 公司的市场占有率是很高，但与竞争对手比较相对偏低，不如行业内领导厂商。A 公司显然未居强势地位—规模较大、力量更强的竞争对手一有动作，便有危险。它所处的行业，只有少数几家业者，而且每一家都有相当大的市场占有率。这样的行业中，经济出现繁荣时，很可能每一家业者都有不错的利润率，因为大家都时刻在追求高利润率。业者因此有可能非正式会晤，商讨如何避免激烈的价格竞争，情形就像 70 年代初道氏化学（*Dow Chemical*）所说的“政治家式的定价”。经济欣欣向荣时，可能大家都有政治家风范，等到经济环境较差，这些公司可能竭尽全力，大打价格战。A 公司因此很可能感到较强竞争对手的全面压力，因为后者和 C 公司一样，相对于其他竞争对手，拥有领先同业的优势。

使事情更为复杂的另一因素是成长。一种行业的产品或服务的需求十分强劲—也就是大家都处于成长的环境—比需求萎缩，更能让每一家公司发现自己处于相当不同的状况。凭直觉本能，应能明显看出这种情形。如果 C 公司所处的行业，普遍被视为将迅速成长，则它可能发现规模较小的同行多了起来，而且竞争趋于激烈，因为后者易于增资或发行债券筹措资金。

相反，如果某行业正在萎缩，规模较小的公司便难以筹得资金以供成长之用。请注意两种状况的差别。首先，你看到很多高科技公司成立，创业资金乐于投入，企业也以很高的价格营业额比率公开发行新股。接着你会看到和汽车及相关工业一样的情形：多年来在经济体系中的相对重要性一路滑落。成长绝不会使高市场占有率的好处消失，但会稍微改变整个态势。



## 第十一章

# 利润率分析（续）—— 公式和准则

### 利润率分析的预测公式

~~~~~

几年前，我提出了一个简单的利润率分析预测公式，以计量的方式做利润率分析。这个公式的目的不在于实用性，而更强调引人深思。没有一套公式能解释影响利润率的所有不同变数，我的公式当然也不例外。它不能让你准确预测利润率，可是它很有用，因为对一家公司未来的利润潜力提出很多问题。

这套公式最简单的形式如下：

$$\text{平均长期潜在利润率} = \frac{0.13 (\text{市场占有率})^2 (1 + \text{同业成长率})}{\text{最大竞争对手的市场占有率}}$$

这套公式的效用可能不是一目了然，但它功能很强，使用容易。它考虑了市场占有率、相对市场占有率以及成长率。虽然乍看之下不易理解，但计算很简单。

知道市场占有率和成长率，就能用电子计算器在几秒内根据公式算出数值。这套公式忽视业内总企业家数，因为如果企业家数多，则大部分都很小。如果只有少数几家企业，则其经济意义在公式之中。这套公式假设税率固定为 50%。

请注意，这套公式不允许有一家公司的市场占有率高达 100%。市场占有率达 100%，表示没有其他竞争对手。现实世界中，独占不存在，除非政府创造出独占企业或对独占企业加以管理。如果是这个样子，则正如公用事业公司，通常不会有很高的利润率。

如果你的竞争对手有 100% 的市场占有率，会出现什么事？你一定

没有生意可做，因此不可能赚到任何利润。如果你的公司有 100% 的市场占有率，这样的独占地位应能让你享有无限高的利润率。根据理论，是有可能出现这样的情形，但经济学家会说不可能。

我的公式能考虑各种不同的市场占有率，以及很高的成长率或成长率为负值的情形。系数 0.13 是经过长时间的实验决定出来的，主要的变数是一定公司所处的确切市场和行业。这事很难决定。联邦快递（*Federal Express*）置身其中的市场到底是哪种市场？它的市场占有率有多少？对跨行业公司或混业企业来说，也可能一样相当混淆。单一行业往往有许多不同的市场。举例来说，市场可从货运成本的地域性（如水泥业）或社会性（如大部分名牌消费品）来定义。凯普罗电脑公司（*Kaypro Computer*）就像汽车业中的福斯汽车，不和宾士车及价格 6 倍高的格利德系统电脑公司（*Grid System Computer*）竞争。它们针对的市场并不同。

一些例子

~~~~~

为测试这套公式的理论，我们来看一些例子。假设一家公司在某一行业中占有 30% 的市场，而你相信这个行业未来 5 年会成长 40%。最强的竞争对手占有 12% 的市场。根据公式，这家公司有赚取 13.7% 利润率的潜力。

$$\text{潜在利润率} = \frac{0.13 (0.30) (0.30) (1 + 0.40)}{0.12} = 0.137$$

这家公司所处地位，是我们能够想像得到的最理想状况。它在成长迅速的市场中，有居于主宰地位的高市场占有率，而最强的竞争对手，规模只有它的一半不到。根据普通常识也知道它有很美好的未来。（幸好我的公式也这么说。）如果这家公司赚到的利润率不及此数，则表示它在某些方面松懈下来，原因可能是它没有制定良好的策略，或者没有好好地执行。这套公式没有说这家公司会赚到 13.7% 的利润率，而是说它有“潜力”赚到这么高的利润率，但前提是它得好好照顾自己的事业（这个例子中的公司正如前章所述的 C 公司，不过加上本行业快速成长的假设）。

再拿同一例子中的 B 公司来说明。B 公司和最强的竞争对手一样，有 30% 的市场占有率。如果你认为整个行业会有 5% 的增长率，则公式指出它的潜在利润率只有 4.1%。低度和缓慢增长的行业，利用这套公式计算出来的数值会偏低，即使该行业中的企业占有相当高的市场也一样。

$$\text{潜在利润率} = \frac{0.13 (0.30) (0.30) (1 + 0.05)}{0.30} = 0.041$$

一家公司处于低度增长或正在萎缩的行业中，想要获得高于平均水准的利润会比较困难。它最好拥有别人望尘莫及的强大竞争优势。近几年来，钢铁工业中各企业的平均利润率很差，连市场占有率很高的企业也不例外。纽可公司（*Nucor Corporation*）生产的大宗钢品，几无成长预期。70 年代初，纽可的市场占有率很低。虽然处于这样的劣势，它掌握别人没有的若干优势，取得高于平均水准的利润率和增长率。

这就是本公式的要点：让投资人把注意焦点放在一公司需要有更多突出的竞争优势，才能达到它的利润率目标。在纽可的例子中，公式告诉我们，低利润率是有可能达成到的。观察纽可时，强调的重点放在它的竞争优势的多寡和品质，其他所有事情都属次要。

请注意这套公式不会产生负值。每一家企业都有获利的潜力——不管市场占有率、增长率高和竞争情况如何。潜力和能不能实现是两回事。有些企业因为不能发挥潜力而赔钱，并不是因为它们没有潜力。

不管潜力如何，企业都必须掌握每个机会，寻找优势。当然，竞争对手也会这么做。考虑竞争对手的利润率也很重要。它们的利润率为多少？这样的利润率透露什么样的信息？竞争对手有没有一些贵公司所没有的优势？几乎没有一家公司会承认竞争对手拥有显著的优势。与顾客、供应商、竞争对手一谈，可以在这方面得到明确的答案。这种“闲话家常”法，是获悉相对竞争情势的必要步骤。闲话家常法在《普通股但利润不普通》（*Common Stocks and Uncommon Profits*, New York: Harper & Row, 1958）一书中有提及：

竞争对手有怎么样的利润率，以及为什么得到这样的利润率？如果竞争对手有很高的利润率，你考虑投资的公司是不是也应该有不错的利润率？为什么？也许竞争对手拥有“别人没有的优势”。

在决定股票价值的过程中，这一点很重要。谈完这一点，接下来一些简单的准则，可以帮助你估算未来的利润率。

## 利润率分析准则

\*\*\*\*\*

以下是一些实用的准则，可以帮助你分析利润率：

**准则 1：**如果根据预测公式，你心目中的超级公司有很高的潜在利润率（而且看起来没有一家竞争对手拥有它所没有的优势），则实际的利润率会因为缺乏一般性的营运管理能力，而代替潜力。

观察公司中重要人物过去的表现，用以判断管理层的营运能力，这一点很重要。这些重要人物中，尤其要注意首席营运官（COO）（*chief operating officer*, COO）过去的表现，而不是看首席执行官（*chief executive officer*, CEO）。如果首席营运官过去在公司的营运上有很杰出的表现，就都没理由认为该公司不能达到它的潜在利润率。如果首席营运官（COO）过去的营运绩效不彰，那么这家公司就不算超级公司，应该避免投资。评估完营运长的能力后，再往下调整该公司的利润率潜力。

**准则 2：**如果根据预测公式，一家公司有很高的潜在利润率，但竞争对手看起来有可能拥有该公司所没有的优势，那么这种竞争优势应等于把公式中所提整个行业的增长率估计值调低。

我们不可能做得很精确。如果竞争对手拥有重要的优势，则考虑投资的公司就不能视为超级公司——未来整个行业如有成长，竞争对手将抢得先机。据此推论，除了拥有优势的公司外，其他企业享有的同业成长率，将不如表面上看到的那么高。估计竞争对手带来的影响，便可以估计潜在利润率。经过这个因素调整后，准则 1 可以应用得很好。

**准则 3：**如果公式显示一家公司的潜在利润率低，则需要额外注意这家公司有没有别人所无的优势。如果这家公司相对于竞争对手没有明显的优势，赚到的利润率就不可能比它本来就低的潜力要高，而且不可能成为超级公司。

大部分制造业公司属于这种例子。它们的潜在利润率低，相对于竞争对手没有别人所无的优势。虽然它们可能很努力，还是不可能得到较



高的利润率，只有极其幸运者才有可能。（或许一场地震能把竞争对手震垮。）由于它们不是超级公司，所以较无法控制自己的命运。运气不好，它们可能受到重创，好运一来，则大有助益。

**准则4：**如果公式显示一家公司的潜在利润率低，则需要额外注意这家公司有没有别人所无的优势。如果这家公司相对于竞争对手拥有明显的优势，就相当于同业成长率估计值调升。

这是最难估计的情况。我们往往很难估计某种优势到底有多大的经济利益。探讨管理层的想法，了解他们心里所谓利润率改善，是不是完全基于做出一些和以前不同的事情。他们的逻辑有没有道理？评估管理层的基本营运能力，以及过去的表现纪录。如果评价不错，则在“理发”后，可以接受管理阶层的利润率目标。

“理发”是必要的，因为管理阶层往往对自己做得到的事情稍微乐观一些。他们几乎非得如此不可，因为那是他们的生命。有些公司能够很漂亮地达到目标。我在一次去拜访纽可公司时，肯·艾佛森（Ken Iverson）并没有达到适当的财务成绩，可是后来发现他很能善用自己的优势，实现长期的获利潜力。了解管理层的能力，几乎可说是一种艺术。这就好比看一位年轻的拳击手，猜测他是不是块好料，终有一天夺得拳王宝座。

**准则5：**如果一家公司多年来有相同的管理层，利润率不错，但目前获利转差，则检查长期的业界情况是否已经改变。业界的变化是变得更好，还是变得更差？如果业界的情况不比以往差，则这家公司的获利有可能回复以前的水准。且等3年观察后续发展。

成长快速的年轻公司，往往犯下错误。最好的公司会从中学习。（参考第一章和第二章。）如果业界长期的情势不比它在利润率很好的时期差，则管理层（以前已经展示获得好成绩的决心和能力）会再次赚到不错的利润。做利润率分析时，保守一点比较安全。同样，把以前的利润率纪录“理个发”，是比较保险的方法。优良的管理层会努力对抗困境，并终而胜利成功。加州微波公司（California Microwave）的年轻管理层1979年犯过营销上的错误，财务状况大受损伤（见第十五章）。慢慢地，公司经营的业务性质有所调整，利润率终于回升，虽然没有升高到以往的水准，但显然已达到超级公司的标准。

## 没人十全十美——你也不必

#####

这五个准则虽然不够周全，却构成未来利润率的估计基础。没人能估计得十分完美，也没必要估计得十分完美。它的艺术成分多于科学成分。如果再和合适的价值分析技巧合用，已够让投资人不断获取利润。但我们不是说，你能预测XYZ公司1987年的利润率是5.7%。那种准确是不可能做到的。但我们能够相当确定某家公司长期内将赚得高于或低于一般水准的利润率。长期盈利高于平均水准的公司，可能是超级公司，买进的时机正确，则可以成为超级强势股。

知道一家公司未来的利润率接近5%或10%，很重要。也许它的利润率会比较接近1%。知道这件事可以让人赚钱，不知道则可能赔钱。把注意焦点放在长期的利润率上，你就不会在意短期的波动起伏。它可以让你从长线投资人的角度思考。

精明的股票投资人绝不会因为1天、1周、1月、1季，甚至1年的盈利变化，就卖出所持有的股票。成功的投资人会把眼光放长到1年以上，观察一家企业长期能有多少盈利。即使你晓得明年的盈利真的会很差，把注意力放在长期的展望上，还是会得到较好的成果。能不能赚钱，差别就在这里。（罗马不是一天盖起来的）

利润率分析真的十分重要，绝不会被过分强调。（针对这个主题，可以写一部书）各种行业和各个公司的利润率分析稍有不同，但基本原理相近。

你必须了解企业的基本营运状况，并探究它拥有什么竞争优势。利润率分析没有那么精确，不必达到证券分析师所作的过份精确的分析类型，或者像单季每股盈利数字那么明确。不过利润率分析也相当精确，它是确定一家企业是不是超级公司的最后一步。

利润率分析也是价值分析过程的第一步，可用以确定一家超级公司是不是超级强势股。假设你已确定某家企业是超级公司，而且研究过它的潜力后甚感满意，那它就符合我们的利润率要求。你愿意支付多高的价格去买它的股票？

晓得一家企业是超级公司，以及它能赚到不错的长期平均利润率，

但不知道应以什么价格去买它的股票，一点好处也没有。同样，知道你持有多年的股票是超级公司的股票，但不知道何时应当卖出，一点好处也没有。

下一章谈投资方法，把利润率分析，以及价格营业额比率和价格研究支出比率结合起来讨论。



## 第四篇

# 动 态 过 程

## 第十二章

# 采取行动—— 狂亦有道

神奇的钥匙在哪里？

#####

现

在我们要讨论超级强势股的分析和定价方法。许多读者既没时间，也没兴趣做完所有的基本步骤，以确保投资成功。不过每一部分都是很重要的成分，必须都研究，才能取得优异的整体成果。

到目前为止，我们几乎没有讨论整体股市（只有第六章某一段谈到）。这里要讨论的就是整体股市。股市会涨还是会跌？通常这事不是很重要，重要的是找到超级公司，以低价买进它们的股票，也就是找到超级强势股。在跌势严重的空头市场，超级强势股可以逆势上扬（参考第十四章的佛贝提姆个案研究）。

投资人把太多时间倾注于研判股市走向上。各式各样的因素交杂在一起后，引导投资人做出结论，相信股市会往哪个方向走。投资人据此拟定自己的投资策略。如果他们认为市场会强势上涨，则买进并把焦点放在哪些股票在“这个”市场中会有好表现。如果他们认为市场已露疲态，则会卖出，甚至放空。这样的做法有点愚蠢。投资人绝不会比股市聪明，总是猜对它要往哪里走。大多数投资人大部分时候都猜错。那么，为什么要玩这种输多赢少的游戏？你是不是见过某人不断准确预测股市的趋势？我没听过有人做得到。不过，不妨想想，假使你做得到，情况会如何？

暂时假设你能十分准确地预测道·琼斯 30 种工业股价指数涨跌 100 点以上的大波动。再进一步假设每次下跌 100 点以上，你都能成功地放

空，每次上涨 100 点以上，你也都能成功地买进。更好的是，假设你不必负担买卖手续费或缴税。

你能赚到多少？你可以赚到不少钱，但不会比超级强势股赚到的多。表 12-1 列出 1982 年 12 月 31 日结束的 5 年内，道·琼斯指数涨跌 100 点以上的每一段期间，以及你能从这些波动中实现的投资报酬率。

表 12-1 1982 年 12 月 31 日结束的 5 年内，每次都抓准道·琼斯 30 种工业股价指数 100 点以上涨跌走势的操作成绩

| 变动期间          | 道·琼斯指数的<br>头部和底部 | 道·琼斯指数<br>的涨跌点 | 涨 跌<br>百分率 | 复利计算<br>1 美元价值 |
|---------------|------------------|----------------|------------|----------------|
| 1/78          | n/a*             | 0              | 0          | 1.000          |
| 3/78 - 9/78   | 737/917          | 180            | 24.4       | 1.244          |
| 9/78 - 11/78  | 917/780          | -137           | -14.9      | 1.430          |
| 11/78 - 10/79 | 780/903          | 123            | 15.8       | 1.656          |
| 10/79 - 11/79 | 903/795          | -108           | -12.0      | 1.854          |
| 11/79 - 2/80  | 795/918          | 123            | 15.5       | 2.140          |
| 2/80 - 3/80   | 918/730          | -188           | -20.5      | 2.579          |
| 3/80 - 11/80  | 730/1,009        | 279            | 38.2       | 3.564          |
| 11/80 - 12/80 | 1009/895         | -114           | -11.3      | 3.967          |
| 12/80 - 4/81  | 895/1,031        | 136            | 15.2       | 4.570          |
| 4/81 - 8/82   | 1031/772         | -259           | -25.1      | 5.718          |
| 8/82 - 12/82  | 772/1078         | 306            | 39.6       | 7.984          |

\* 不适用。

上表所列示的投资报酬率不差！5 年内你的钱滚成近 8 倍——以复利计算的报酬率是 51.5%。虽然报酬率惊人，但没人敢预期自己能每次都猜对——大部分人在这场游戏中都赔了钱。在现实世界中，你必须定期缴交所得税（但长期资本利得享有税收优惠），而投资组合变动 11 次，每次要付约 1% ~ 10% 不等的经纪手续费（视何时调整而定，并换算为现值）。

许多人得到了股市预言家的美名，但是那些头伸出去最远的人，往往弄得满脸蛋花。不过很多人仍然前仆后继，试图找到预测股市走向的神奇之钥匙。

他们试用过：

电脑。

星相。

人口统计研究。

太阳黑子。

经济学。

技术分析。

茶叶。

日落时迎风而吹干蜥蜴皮。

政治分析。

任何你说得出来的名称。

没有一种办法管用。(干蜥蜴是我的最爱——“薄片”，但至少曾有生命在那里面)

最好的情况下，一个人顶多只能期待一半的时间猜对股市走势。最糟的情况则是大部分时候都错。股市预言家炙手可热几年之后，一样自取其辱。

近来最富戏剧性的例子，也许当属乔·格兰维尔 (Joe Granville)。1979年~1981年，每个市场的反转折点，格兰维尔的预测神准异常，以致追随者日众，到了后来，他的预测更为大胆。他一定对自己的预测准确度怀有很大的信心，才敢公告周知。可是当市场走向抵触他的意志时，他一定很痛苦。(市场可能是上帝最好的法宝之一，目的是教育人类保持谦虚谨慎。)别玩赢不了的游戏，你的时间还可以做更好的事情。即使你发现一把神奇之钥匙，能够打开市场的所有秘密，也还是超不过超级强势股带来的报酬率。

投资人是买股票，不是买整个股票市场，因此，最好把注意力放在个别股票和企业上，不是放在市场上。把注意焦点放在可以做到的事情上。你可以找到并买进超级强势股。有了超级强势股，赚到的报酬率可以和拥有渴望已久的市场神奇之钥匙一样——而且适用较低的资本利得税率。

把注意焦点放在你做得到的事上——不是放在你做不到的事上。你最好依市场的原始目的去利用市场；市场的原始目的是作为买进企业部分所有权的地方。把注意焦点放在企业上。在价格便宜时，买进好股票。忘掉市场的其他部分。



## 机会很少有标示

\*\*\*\*\*

一位客户送给我一块小匾额，我把它放在黑板旁，便于经常看到。上面写着：

### 机会很少有标示

不管是股票，还是生命中很多地方，都是如此。如果某样东西大受推崇，它通常已无价值。如果有人建议你去买某种东西，那么一定有人想卖，你才买得到。人们口中保证赚钱的东西，往往变成保证赔钱的东西。伯纳德·巴鲁克（*Bernard Baruch*）在他的自传中说：“乞丐和擦鞋童、理发师和美容师能够告诉你如何致富时，你就该提醒自己，没有什么幻想比不劳而获的信念还危险。”

零售商的广告总是向你大声疾呼“来这里省钱”，其实是要你“来这里花钱”。有人运气不错，拣到没人要的小“宝石”时，其他人总是大吃一惊。它会是“没人要”的宝石，是因为还没人晓得那是宝石。机会很少有标示。

华尔街的美妙之处，在于有若干标示存在。问题是在看到这些标示时，应避免混淆困惑。那些标示不够完美，但许多还不算太模糊。寻找潜在投资对象时，我通常把注意焦点放在三类标示上：

- 在我熟悉的行业中，某些公司的价格营业额比率（PSR）和价格研究支出比率（PRR）偏低。
- 我还不熟悉的赔钱公司。
- 从别人的定性评估中，寻找未来展望很好的杰出企业。

## 寻找价格营业额比率偏低的股票

\*\*\*\*\*

做这件事相当容易。首先，找一台个人电脑，几乎任何厂牌都可以，不管那是苹果或国际商业机器公司（*IBM*）的电脑。很多人都有电脑，因为能帮助我们做很多事。有两台磁碟机更好。然后找来数据机和通讯软件。

利用一般的按键式电话和数据机，电脑可以从很多资料库服务公司那里提取资料进来。你可以找整个行业的资料，也可以只找特定的个股资料。

很快，你会找到一堆低 PSR 值的股票，把它们视为潜在的超级公司。所有的信息不妨存软盘中，以备将来使用。

从这些股票里面，挑出 PSR 值值得进一步考虑的公司。这种方法可以节省时间。个人电脑是小额投资人相对于大部分专业人士而言拥有优势的地方。

整理出一份低 PSR 值的股票清单，作为可供考虑的超级公司。很明显，其中大部分都不够格。最后挑出的少数超级公司，正是超级强势股。关键在于确认它们是不是超级公司。公司素质的评估很要紧，但不容易。（从电脑中找到的股票，我把它放入个人的“待研究档案”中。）

## 寻找赔钱公司

|||||

为什么找赔钱公司？赔钱公司通常不受金融界垂青。极少数受华尔街垂青的公司，如生物科技股票，虽然经常赔钱，但魅力不减。它们是例外。

大部分公司一赔钱，即使只是短期内发生亏损，也会被打入金融冷宫。每天我都看《华尔街日报》的“盈利汇总表”，寻找赔钱公司。我对自己不熟悉的股票特别感兴趣。这样的公司很多，不可能认识其中大部分。每个人都知道大型股的名称。许多人晓得表现突出的股票。但是没人认识所有的股票。公开上市企业家数很多，很难一一认识。多年来，我一直在看盈利汇总表，从没听过的公司不虞匮乏。

我用蓝笔把不熟悉但赔钱的公司圈起来，接着把盈利汇总表交给助理，她会去找每一家公司的资料，在一张纸上，简短列出这些公司在做什么，以及一些简单的财务资料，其中包括 PSR 值。如果 PSR 值高于 0.75， she 就把那张纸丢掉。如果 PSR 值低于 0.75，则把那张纸交给我。我收到之后，不是丢掉，就是纳入个人的“待研究档案”中。我丢掉一些公司，因为我对它们不感兴趣，或者自认为对那个行业了解不多。我

敢说，一定错失很多好机会。（生命太短暂，不能花太多时间在你不感兴趣或无知的地方。只挑你了解的东西。）

## 寻找定性评估突出的公司

~~~~~

这个地方可能比前两者有用，但由此获得的概念，不见得能马上采用。（我的大部分投资构想，都来自这里。）这里发现的信息，可能在多年以后，当你了解某些事情之后，才变得有用。这些年来，阅读业界期刊、参加金融和技术会议、找业界和华尔街人士谈话，我晓得哪家公司“在什么地方做什么事做得很好，以及为什么做得那么好”。让我再说一次：谁在什么地方做什么事做得很好，以及为什么做得那么好。

这里有个例子：多年来，我听过和读过有关一般微波技术的报道，特别是加州微波公司（*California Microwave*，参考第十五章）一些令人振奋的故事。我是从会议上和金融界一些人那里听到这些事情。我相当肯定这家公司值得密切注意，因为它可能是超级公司。我还没有详细研究过这家公司。1980年公司发生阵痛时，股价下跌——这时更应该密切注意。有关加州微波的定性信息累积了好多年，我才准备去用它们。

华尔街垂青的公司，你总能听到和它有关的种种美好事情。第一章和第二章谈过，这些事情很多可能是真的。但我们也知道，一家公司出现阵痛后，金融界内人往往弃之而去。因此，从这个定性的扫描过程中，有可能获悉谁在什么地方做什么事做得很好，以及为什么做得那么好——接下来（可能）几年后，价格偏低，就有机会投资那家公司。阅读业界期刊，可以帮助我们掌握业内最新动态。刊物内的广告往往和文章一样有趣，因为它们用简单易懂的方式，说明了谁正在做什么。文章则从简短的新闻，到针对特定产品线的深入分析都有。有意思的东西应该建档。

除了订阅报刊，我每个月到图书馆走一趟，专门找贸易期刊。旧金山有一家出色的商业图书馆，该图书馆有我常看得到的专业期刊。这些杂志能够使投资者熟悉各领域中根基已经稳固的从业者。谁生产品质一流的产品？谁是别人口中的“大笨狗”？谁得到技术或商业奖？

参加金融和技术会议，不只有助于获悉谁在哪里做些什么，也能回

答很重要的“做得好不好”以及“为什么”等问题。经纪公司和业界团体都会举办金融会议，由各企业公开说明投资和商业方面的问题。从这些说明会和出席会议的人士身上，可以了解很多东西。参加这种会议时，不妨带着许多“反面意见”^①去，因为会场内的听众可能一边倒，相信某些事情，只有你头脑清醒，晓得某些问题存在。

与会者包括业界和投资圈人士。这两种人都应找他们谈一谈。从头到尾，跟着他们把会议开完。某位证券分析师不见得是优秀的投资人，但他（她）对负责追踪的行业了如指掌。如果你想要特定的信息，或只想知道别人对某个行业有什么样的看法，谁比他们是更合适的询问对象？这些人很擅长评估正在发生的事情。请记住，这些人中，有很多无法对你想投资的公司做出正确的结论，但不能据此否定他们懂很多事情的事实。

证券分析师所以有用，因为他们懂很多事情。我了解的“谁在什么地方做什么事做得很好，以及为什么做得那么好”的问题，有些是从他们那里得到答案的。我不要他们做出投资结论，只问他们对X产品相对于Y产品好在哪里的看法。我问他们：谁生产的产品最好；A公司是不是真的在开发一种新产品。许多优秀的分析师喜欢这种问法。

相当遗憾，很多投资人接触不到分析师——因为公司老板给他们薪水，希望他们对经纪业务做出重大贡献。但即使你不是投资大户，还是能在各项会议、展览等场所碰到他们，吸引他们的注意。只要你以正确的态度接受他们，大部分人都很友善，也乐于交谈。最重要的是注意接近他们的时机和方式，才不会妨碍他们忙碌的工作时间表。

其他专业投资人也可能有相当丰富的知识。事实上，有些专业投资人对某个行业领域的了解，可能多于证券分析师。找到他们，有助于建立个人的资料库，提供反向思考的素材。想起以前的谈话内容，可作为与他人看法不同的依据。想法要和别人背道而驰，必须先知道群众正往哪个方向走。

^① “反面意见”似乎是密苏里拓荒者的精神遗物——持“示给我看”的态度。反面意见者相信，如果大部分人都说某只股票会上涨，则实际上那只股票会下跌，反之亦然。他们认为，不管群众相信什么事情，都是错的。虽然这样的看法往往对，但我们通常很难断定群众正在想些什么。

业界人士有帮助，因为他们日复一日，都站在火线上。他们的生活、吃、睡和呼吸，都和自己的行业息息相关。同样，他们有很强烈的感觉，晓得哪家公司把事情做得很好。他们对某家公司的看法，态度往往不如华尔街许多投资人和分析师那么偏颇，因为他们的注意焦点放在营运层次上。这些人在会议中通常很友善，乐于交换意见、无论是“战争故事”还是心里害怕的事物。尽可能从这些人身上多了解一些事情，将来可能很有用。

最棒的研究设施不需花钱

各种线索慢慢地搜集起来——有些来自寻找低 PSR 值的结果，有些来自华尔街日报的“盈利汇总表”，找到一些自己不熟悉的赔钱公司。其他则来自阅读各种报道和分析、听取别人的意见。哪些意见值得深入探讨？哪些意见最好别在上面浪费时间？

现在，可以花少许力气，决定是不是值得做更多的事。这时适合到图书馆去。图书馆是很棒的地方，因为有那么多信息集中在一个地方，只需使用者投入时间就可以。这时也应该自制，两眼盯着目标不放。不要分心，一下子觉得这个有趣，那个也有意思，结果一事无成，徒然浪费时间。我曾在图书馆找到一些有趣的新闻，但对我的财富没有帮助。把你的时间节省下来——在确定超级公司的时候，你会用到这些时间。

先从标准普尔（Standard & Poor's）或穆迪（Moody's）的报告查起。我个人习惯上喜欢使用标准普尔的资料。里面每一家公司的资料可以很快吸收消化，通常你能马上确定，有些公司多花时间研究也不会有结果，可能的原因是违反第八章或第九章所说超级公司的一两个原则。愈早决定某家公司不值得再研究下去，愈能快速把时间腾出来，转移到其他可能值得进一步研究的公司身上。

分出一些时间研究时间因素

这里，我想引进一个观念。这个观念乍看无关紧要，但对我帮助很

大。时间是稀有资源，绝对没有足够时间做我想做的每一样事情。我需要决定时间最好花在哪里。

1天之内我有多少时间可用？1天有1440分钟。假设你每天睡8小时，则醒着的时间约1000分钟。花1小时在某件事情上，则用掉你1天的6%：

$$1 \text{ 小时} = 60 \text{ 分钟} \quad \frac{60}{1000} = .06 = 6\%$$

30分钟是你1天的3%，20分钟是2%，两小时—120分钟—是12%。有人邀我共进午餐时，我会想：见他们花掉我1天的12%，值不值得？可能值得，也可能不值得。也许我们不用见面，在电话上聊20分钟就可以（占我1天的2%）。如果真是这样，我就可以省下1天的10%时间，做其他更有效益的工作。

企业努力节省小钱，有什么不对？我没有太多可以浪费的时间。我有没有两个小时可以浪费在图书馆，找一些将来不会再进一步探究的公司和想法？如果那要花掉我1天的12%，就没那么多时间可浪费。我有没有两个小时的时间花在图书馆，了解我想投资一家企业？当然有！我会做一切可以节省筛选时间的事。我需要知道的事，是我需要什么东西，用以决定一只股票值不值得多花时间在上面。

阅读一些奇特和少为人知的刊物

如果一家公司到这个时候还显得不错，我会做两件事。首先，找到它的地址，写信去要最新的年报及几份最近的季报、向证券交易委员会（SEC）申报的10-K和10-Q报表、委托书。研究过这些资料，不是顿失兴趣，就是可作为进一步探讨的基础。如果我发现它违反了第八、九、十或十一章设定的基本原则，这家公司就不值得再花时间去探究。

若非如此，我会拿《F&S索引》来参考。这是一份很有用的刊物，我很熟悉。遗憾的是，研究人士外很少有人知道有这么一本刊物。它就像期刊文献读者指南，专门提供工商业的信息。在这一刊物中，有可能查到任何公司最近任何1年或1季，甚至最近几个星期的资料，以及一般刊物上有关它的报道。《F&S》除了一般性的信息来源，如《商业周

刊》(*Business Week*)、《电子新闻》(*Electronic News*)、《雷射焦点》(*Laser Focus*)、《造纸同业期刊》(*Paper Trade Journal*)、《华尔街日报》(*The Wall Street Journal*)，也收录了一些很奇特和鲜为人知的刊物，以及几乎每一种业界或金融期刊。除了国内刊物，也有很多国外刊物，用起来很容易。比较大的问题，是如何取得那些较没名气的期刊。

我搜集所有公开发表的企业信息。除此之外，也有经纪公司的报告。我会定期浏览《华尔街手记》(*Wall Street Transcript*)，因为里面有很丰富的评论，可以看到金融界内不同人的各种想法、结论，而且往往有经纪公司的研究报告。这些报告可以提供有关一家公司更多的信息，洞悉华尔街对某只股票的态度。我希望看到很少（或没有）经纪公司针对某家公司发表研究报告，因为这表示那只股票还没有普遍受到华尔街的垂青。

避免华尔街的竞争

超级公司的股价开始上涨之前，通常很少获得华尔街注意（见第一章和第二章）。避免来自华尔街的竞争，可以降低风险。

有多少经纪公司针对这只股票撰写评论或报告？如果这家公司设有负责投资人关系的单位，你不妨打电话过去，询问有多少分析师造访过该公司，并针对该公司撰写报告，以及他们是谁。投资人关系单位马上就能提供这些信息，因为这样工作起来比较轻松愉快。如果该公司没有负责投资人关系的单位，不妨找总裁的秘书一谈（这是交朋友的好机会——以后可能需要那个人帮忙）。

如果只有少数几位分析师写过那只股票的报告，那就表示金融界对它不是很感兴趣。要是写过该公司报告的分析师超过6位，则表示金融界有相当大的兴趣。如果有超过15位投资专业人士拜访过该公司，并经常保持电话连系，则表示获得金融界很大的关注。

表12-2是一般性（并非一成不变）的准则，显示股票广获金融界垂爱而大涨之前，有多少分析师追踪各种规模的超级公司。

表12-2是根据费希尔投资公司（*Fisher Investments*）的经验。所谓“大约”一词，表示表中数字仅供参考。从这张表，可以大略了解不同

规模的公司，金融界有多大的兴趣。经纪公司发表报告相对于投资专业人士拜访次数的比率，在规模最小和最大的公司比其他规模的公司要高。原因有二。小公司的比率高，是因为愿意外出拜访遭冷落小型股的极少数专业人士，往往乐于写报告。如果他们喜欢一家没什么名气，但很叫人振奋的小公司，就会定期去拜访。由于对自己的看法深信不疑，所以会尽量撰写报告，以引起更多人支持。

表 12-2 一家超级公司的股票广获金融界垂爱而大涨之前，专业人士定期追踪研究的最多人数估计值

公司营业收入 大约金额 (百万美元)	经纪公司 发表报告 大约数目	投资专业人士 拜访公司 大约总次数
0 ~ 20	2	5
21 ~ 50	3	10
51 ~ 100	4	15
100 ~ 200	5	20
200 ~ 500	8	30
500 ~ 1000	20	60

随着公司的规模变大，营业额到了 5000 万 ~ 2 亿美元，喜欢针对它们大作文章的人便少了，所以报告数相对于拜访数的比率降低。等到超级公司变得很大，营业额升至 2 亿美元到 10 亿美元，公司经营成功才有那么高的营业额，于是吸引金融界广泛注意。愈来愈多机构投资者把它们纳入投资组合中。

你一定希望在考虑购买某只股票时，华尔街对它几乎没兴趣。请注意表中所列数字是“最多”的意思。许多公司没有专业投资人（或只有一两位）定期追踪它的营运情况——从买方的观点来说，愈少愈好。

相反，成为金融界注目焦点的公司，会有很多人追踪。如你考虑购买的股票有很多追逐者，别再多浪费时间在它上面。生命太短暂。（如果该公司设有如上所述的投资人关系单位，那更是坏兆头。想买的公司，应该没有太多的投资人关系要做，所以不必设立那样的单位。）

拜访公司

#####

吸收消化所有的书面资料之后，你对某家公司可能知道得相当清楚。但知道和了解之间可能有缺口存在。把一些问题列出来。有些可能属于事实性的问题，如管理层人数以及营销组织的业务员人数。其他问题可能和管理层怎么想有关。列出问题清单是必做的事。它会强迫你去思考个人可能还不知道的事：“我知道什么？不知道什么？”一有问题浮上心头，我就把它记下来。稍后，则根据我计划使用的方式，重新整理这些问题。

附录一列出最常问的问题—被人一问再问的问题。许多特定问题，必须视企业的性质稍加修改。由于时间很宝贵，可以从别的地方轻易获得的信息，就不需要浪费管理层的时间。（如果管理层答说：“这个问题在10-K表的第几页讲到。”我会很窘。占用管理层的时间之前，我应知道10-K表里面写了什么，以及没写什么。）准备好一份不错的清单后，我就可以上路去那家公司看看了。

有些时候，很难说服管理层见你。尽可能找熟悉那家公司的某个人介绍你去见高层管理人员。我有没有认识那家公司的董事，或会计审核人员、法律顾问、银行行员、投资银行家？通常没有。

多年来，我在电话中设法解释我的意图，希望管理层见我。通常我过不了秘书那一关。有些秘书认为他们的工作是保护上司，不受外界干扰。（可能也有一些上司这么认为）她会问我要什么，我加以解释。她会说，将向某某先生（她的上司）报告这件事。

几个星期过去了，我没接到任何回音。于是再打电话过去，还是同一个秘书接听，但记不起有我这样一个人—最后说了声抱歉，原来是你，但她的上司和其他重要干部都太忙，几个月内没时间见我。在我百折不挠努力下，我终于“做好楼梯”，通向管理层，说服他们见我。“结交”几个朋友后，我做到这件事。我会找一些人见面，把他们当作一级级的“阶梯”。我认识哪些人，他们认识某些人，而这些人又认识那家公司里面的人？可能是那家公司的客户？一位熟悉的朋友，和那家公司有生意往来？业界和金融会议是结交“阶梯”的好地方。这个过程往往

涉及很多人，最后一事无成。有些时候我还是必须这么做—但不经常。

伸脚进门

在那之后，我发现写信还容易些。我想见管理层人员时，会写信给首席执行官。在前几行，说明为什么要见他。我解释了个人潜在的财务利益，而且已付出相当大的心血，研究他的公司。我详细说明我可能有意购买哪些股票，接着简短介绍自己和我的公司。我通常会提到我投资的某些公司名称（以备他需要和这些公司联络，确认我到底是谁）。我会再提一些可以查证的人士姓名。我会指出，如果他认为有更合适的人选，或者他要“出城”，则不妨介绍其他人和我见面。（如此他才不致完全拒绝我的要求）

最后，我提出约五个日期，在那些时间我有空到他的公司总部去拜访。我请他挑个最方便的日子和时间。如果这些日子都不适当，则请他另外挑日期，我尽量配合。如此，我让他晓得我对这件事有多认真，以及这件事对我有多重要。接着，我请他叫秘书打电话给我，确定日期和时间，并感谢他百忙中看这封信。

这样的信获得答复的机率有 95%—对于这类信件来说，比率可说高得惊人。他的秘书打电话来时，晓得何时要见面，而且总是答复得很干脆、有礼、尽可能帮忙。我强烈建议写这种毛遂自荐的信函。

在约定好的那一天，我会回头查阅我的问题和档案中所有的资讯。把这些资讯重新记到脑子里，手上带着问题和笔记，出发去看约见的人。第一次见面很少超过两个小时。我问的问题都有完整的答案，但少数还不是很清楚。接下来 24 个小时内，刚了解的事情又引发新的问题到脑海里。

接触顾客、竞争对手、供应商和投资专业人士

认识企业的一个目的，是对这家企业多了解一点，另一个目的是知道金融界对这家公司有什么样的看法，最终的目的则是从顾客、竞争对

手和供应商口中听到这家公司很棒的说法，同时听到华尔街说，投资人对这家公司兴趣不大。

到目前为止的调查过程，应已了解哪些公司和这家公司有生意往来，或者和这家公司处于竞争状态。至少列出几位顾客、竞争对手、供应商的名单。这些事应该很容易。问问他们对这家公司有什么看法。这些人对这家公司的印象，经整理之后，会十分鲜活生动，饶有意味。通常可以打电话找到这些人。同样，如果遇到困难，我会写封信过去，解释为什么我要和他们一谈，并请对方腾出一些时间和我通电话。很令人惊讶的是，大部分人都很合作，因为大家都喜欢有人征询他们的意见。

问题自然而然浮上心头。你可以问某位顾客：他只向这家公司采购，或者也向这家公司的竞争对手采购？为什么要向这些公司采购？对这家公司持续性的印象如何？这家公司销售产品的服务做得好不好？还会再向这家公司采购吗？和竞争对手比较，这家公司好在哪里？这家供应商，最强的地方在哪里？最弱的地方在哪里？这些年来，该公司是变得愈来愈好，还是愈来愈差？如果由他经营这家公司，他会有什么不一样的做法？这项产品的市场会有什么样的改变？顾客通常喜欢谈这类问题，因为你正好问到他们自己的感受。做些笔记，以备日后查考。

供应商也是很好的信息来源，但有些时候难免有所顾忌。供应商会担心万一讲得不得体，以后不要再想做生意。供应商不会有话直讲，因为大部分人往往对顾客抱有好感。（“没错，XYZ公司正在成长。我已做好准备，因为估计明年向我采购的数量会是今年的两倍。”）不过你还是能得到有用的信息。

供应商可能乐于比较不同的顾客。他们可能指出，卖给不同的顾客各卖了多少。如果最近没从你正在调查的公司接到订单，他们可能问你，你知道不知道那家公司发生了什么事——这是他们和你一谈的重要理由。毕竟，你已研究过他们的顾客。他们只从好的一面看他们的顾客，对你提供的更广泛的观点可能有兴趣。帮助他们了解顾客，等于帮助他们销售产品。

要竞争对手畅谈这家公司可能不容易。为什么他们应和你一谈？毕竟，你正考虑把钱投资在他们的竞争对手身上！谁要帮助投资竞争对手的人？会议又是解决这个问题的很好场合。竞争对手可能出席会议，而且等着陌生人问一些业务上的问题。它会尽量把自己美好的一面呈现出

来。问一些竞争对手的经营问题。讨论过程中，把话题带到你正在研究的公司。以诱导性的问题，获得你正在研究的公司信息。

竞争对手可能大谈他们相对于这家公司的“优异性”。非常仔细地倾听。他们所提优异性可能没错。要做笔记，比较你从每家竞争对手听到的事情，从中发觉有无出入。不同的竞争对手有哪些共同的想法？问每一家公司，他们认为谁是最难缠的竞争对手？哪两三家竞争对手的技术最好？哪家公司有最好的营销组织？为什么？

假设顾客、竞争对手、供应商全都强化你对这家公司是超级公司的看法，但金融人士告诉你这是家烂公司，那再好不过了。企业管理阶层会不假思索，告诉你有哪些投资专业人士经常密切掌握该公司的动态。他们也会透露，以前有谁很感兴趣，但现在似乎没兴趣。把后面那些人找出来。比较他们对该公司的看法，和目前还在拜访该公司的人，以及你自己的看法，有什么不一样的地方。

比较金融人士告诉你的事情，以及顾客、竞争对手和供应商告诉你的事情之间的异同。投资专业人士手上的“旧”信息，要特别留意。哪些信息已经过时了呢？观察投资专业人士是不是真的了解自己在讲些什么，或者只是根据传言、依据过去的不良印象而信口开河？

做结论的时候到了

=====

搜集到的信息，应再检查一次，很快地重新获得整体看法。最后的判断应使用利润率分析。能不能相当肯定这家公司可以快速成长？是不是不用再向外筹措资金就做得得到这一点？长期而言，它应有什么样的利润率？它必须克服什么问题，才能以这样的水准成长？有哪三件最大的风险，可能使全盘展望丧失殆尽？

PSR 值和 PRR 值必须偏低，否则我们不会已经花那么多时间去做调查。但即使相信这家企业未来有很好的展望，够格当超级公司，我还需要克己自制，针对价格做分析。我会做“买前估价—预测单”。一页资料就有我做最后结论需要的所有信息。最上面列出这只股票的价格，以及完全稀释后的发行在外股数，以及购买地点（纽约证券交易所、美国证券交易所、店头市场—列出店头市场创造者的名单）。接下来计算

PSR 和 PSRR 值。再下来是结论，内容包括：

1. 有什么因素可能使这只股票价格下跌？
2. 我预测未来 5 年的营业额成长率为何？
3. 这家公司未来能达成哪种合理水准的利润率目标？
4. 未来几年当它达成这种利润率水平时，市场应给它的合理和保守价位各为多少？
5. 3~5 年内，这件事会使市盈率大致成为多少？
6. 要买进我想买的所有股票数目，需要多少钱，以及买到这家企业多少百分率的股份？

在这张纸的中间，我画一个图，显示我的营业额预测值，以及市值可能出现什么样的变化。市值的预测是假定未来某个时候，价格营业额比率上升，然后回跌，稍后再上扬。这可以给我一种感觉，比较：价格营业额比率如向上升，能让我获得什么；如果只是单纯的成长，又能让我获得什么？我尽量写得简单，不考虑未来股票公开上市或增资发行新股，或其他任何太新奇的东西，导致股票稀释。

图 12-1 是“买前估价-预测单”的样张。我在中间所画的图形，比较了股价达到我所预测的未来营业额和 PSR 值时的两个高点的价格。从股价达到这些高点的估计时间，我就有参考点，可据以计算报酬率。把“未来的价值”打进电子计算器，计算出这只股票的“预估”报酬率（假定股价走势符合我估测的时间）。

超级强势股的长期报酬率必须（依定义）超过 25%—很有可能更高。我绝对需要很大的“滑落”空间，因此总是要求最低预估报酬率超过 40%。如果经过所有的研究之后，我能得到这样的报酬率，买进股票的时机就到了。接下来关心的问题，当然是何时卖出，这是第十三章的主题。

图 12-1

目前日期

XYZ 公司买前
估价 - 预测单

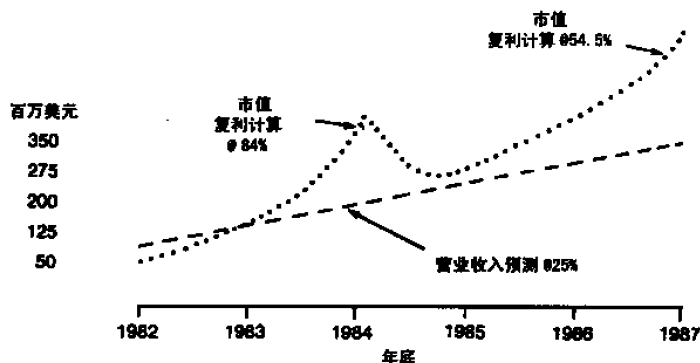
通过：
h&g, jfr, mri,
dno, mg
买进

1. 公司有 490 万股完全稀释发行在外股票，在店头市场交易，每股市价 12 美元。
市值 = 5,900 万美元。
2. 最近 12 个月的营业收入 = 8400 万美元
PSR 值 = 0.70 可
最近 2 个月的研究发展支出 = 500 万美元
PSR 值 = 11.8 可

结论

1. 未来 12 个月除非公司开始赚进一些利润，否则股票可能下跌若干。市场认为可能出现某种幅度的止涨回跌走势。
2. 未来 5 年，营业收入平均成长率很容易达到 25%。
3. 36 个月后，平均净利润率应能达到 7%。

预估值



4. 未来某个时点，股价应能达到营业额的两倍。可能发生在 1983 ~ 1984 年或 1987 年。
5. 如果利润率为 7%，PSR 值为 2，则市盈率为 29。
6. 如果我要买 100 万美元的股票，而在整个过程中，股价涨到 15 美元，则我买进的平均每股价格约为 13.5 美元。这表示我会买进 7.4 万股，占总股数的 1.5%。

第十三章

把钱带回家—— 何时卖出

玫瑰花何时凋谢？

何时是卖出超级强势股的“正确”时机？几乎永远不要卖出。卖出时机是在以下两件事情发生时：

价格营业额比率（PSR）高得不像话。

这家公司开始失去称为超级公司的特征。

除非一只股票的价值以很高的速度——即使不规则也没关系——增值，否则拥有这只股票一点用处也没有。除非股价与时俱涨，否则最好持有地方公债或其他的安全资产。一家公司的内在特征恶化后，很少人认为卖出为不智之举。

如果一家公司的基本经营层面不再指向能靠内部资金用于成长，公司前景会加倍坎坷。习惯于成长环境的管理阶层，心理上可能很难适应没有成长的环境。这个世界上多的是本来叫做成长股的股票，却早已失去成长动力。一家好公司转坏时，股价跟着快速下跌。

要时时了解最新动态，必须经常观察那家企业。张开双眼看那家公司——像个反面意见者那样对它品头论足。基本经营层面改变了吗？管理层换人了吗？他们是不是因为经营太成功而有点自满或僵化？市场改变了吗？也许竞争对手或不同的行业已制造出新产品，正取代原来稳坐宝座的旧产品？技术改变了吗？竞争对手改变了吗？也许有强大的新竞争对手进入这个行业。

我们很难用真正客观的眼光看待手中持有的股票，甚至可以说几乎

不可能做到这件事。如果投资人买进的股票表现很差，则可能以嫌恶的眼光看它。如果一家公司多年来表现很好，投资人赚了500%、1000%、2000%，甚至更高，可以肯定管理层居功至伟。

创造出这么高的投资报酬率，在投资人心目中，管理层逐渐成为超人。公司的成功有目共睹，超人的形象慢慢形成，而且好几年内可能真实无误。这样的形象愈来愈强，更为根深蒂固后，就愈来愈难以苛责管理层。错误发生时，投资人很容易原谅他们。（没有人是完美的。）

务必保持客观态度。这一方面，但愿我个人做得很好，不过实际上并非如此。在整个投资过程中，这是最难做的事情之一。如果以前的经验告诉我，某家企业的管理层十分能干，则我愿意继续相信他们。我不认为个人在这一点与别人不同。晓得玫瑰花何时凋谢十分困难。

高处小心提防

|||||

另一个卖出股票的绝佳时机，是超级强势股的PSR值高得不像话。比较你投资的公司的PSR值，以及规模类似的其他公司的PSR值。研究PSR值有助于培养一种感觉，晓得多高才算“太高”。一只股票的价格如为营业额的5倍，则相当于利润率10%的公司，市盈率达50倍（见表4-1）。价格为营业额的10倍，相当于利润率10%的公司，市盈率为100倍。附录二是1983年2月和1983年5月“汉奎公司统计汇总资料中价格营业额比率 and 公司规模的关系。”（格式和表4-3相同。）

许多公司的价格营业额比率高达5、10、15、20，甚至30（29.67），实在叫人惊讶。价格为营业额30倍，就相当于税后利润率10%的公司，本益比高达300倍。不要忘了，1978年时，最高PSR值不过2.5。这次多头市场带来的转变十分惊人。1982年11月，清单上的公司只有8家PSR值超过6，到了1983年5月，则有16家。

我个人认为，PSR值超过3就很值得担心，超过5则很可怕。我不敢想像，长期持有PSR值在5~30间的股票会有什么样的下场。它们是多头市场的产物。

长期抱牢好股才正点

~~~~~

如果超级强势股买进的时点和价格都正确，而且从基本面观察，能够继续确保优于平均水准的成长率，同时 *PSR* 值低得合理，那我会抱牢不放。随着公司成长，规模扩大会在股价底下形成支撑，使得股价的上涨幅度和成长率大致相同。*PSR* 值为 0.6，每年营业收入成长 25%（或以上）的超级强势股，会带来很可观的报酬率。如果 *PSR* 值一直没超过 0.6，则股价可能平均每年成长 25%（成长率可能不规则）。25% 是超级强势股的最低门槛。5 年结束时，价值可能是原来的 3 倍。利上滚利的效果就是这么大。10 年结束时，价值可能是原来的多倍，20 年后，可能是原始成本的 85 倍以上。

另一方面，随着金融界发现到这只超级强势股的投资人日众，它的价格营业额比率可能上升。要是 5 年结束时，*PSR* 值上升到 3，则价值已经增加约 15 倍。如果 20 年后 *PSR* 值上升到 3，则价值是原始成本的 400 倍以上——不过这事不可能，因为到时这家公司已经是十分庞大的公司，*PSR* 值会降低。

因此，为什么要卖超级强势股？买进之后永远抱牢，赚进很多钱，不是很好吗？没错，如果 *PSR* 值没有涨得太高的话。请记住，随着公司成长壮大，*PSR* 值有下降压力（见第四章）。我们很少看到营业额达 10 亿美元的巨型公司，*PSR* 值仍高于 1。

对大部分投资人来说，大公司的投机意味不如题材丰富的小公司。每个人都认为国际商业机器公司（*IBM*）会传出佳音，但很少人期待这么大的公司有惊天动地的出色业绩。

对于小公司，投资人可以尽情幻想。如果一家公司的营业收入是 2 亿美元，*PSR* 值为 6，则市值为 12 亿美元。营业收入成长到 10 亿美元后，市值往往不会增加——至少不会大幅增加。营业收入达到 20 亿美元时，市值仍有可能不增加。高 *PSR* 值可能已提前反映未来几十年大部分（如果不是全部）的成长。这正是 *PSR* 值过高时宜卖出股票的理由。营业额高达 10 亿美元时，我们的超级强势股，*PSR* 值比较有可能是 0.75——约和我们当初买进时一样。

PSR 值高不高，只和公司的规模以及未来的展望有关。营业额 10 亿美元的公司，PSR 值为 3 算很高。营业额 300 万美元的公司，而且即将爆炸性成长，则 PSR 为 3 可能算很低。对大部分超级强势股来说，PSR 值升抵 2 到 5 之间，便开始显得太高。少数公司（新创阶段或许例外）PSR 值虽较高，但长期而言，可能还算可以。抱牢的股票如 PSR 值极高，许多人终将大尝苦头。

## 卖出之后便抵终点

!!!!!!!!!!!!!!!!!!!!!!!!!!!!

你终于做完了一件事——解剖超级强势股。我们强调的重点是企业的基本面分析——是什么因素使得一家企业显得与众不同——以及用便宜的价格买进。

其余都属修正性质。超级强势股应长期抱牢，直到 PSR 值变得过高，或者直到它失去超级公司的基本经营特征。少注意整体股市的价格水准和走向，多注意各企业的营运细节。接下来的两章以实例说明。

## 第十四章

# 佛贝提姆公司—— 迪斯可宝宝

### 早期历史

\*\*\*\*\*

1969年佛贝提姆公司 (Verbatim Corporation) 在加利福尼亚州硅谷创立时, 叫做信息终端机公司 (Information Terminals Corporation), 1978年11月更名为佛贝提姆公司。创办人是丁·里德安德森 (J. Reid Anderson), 公司产销电脑相关工业用的便携式储存装置。安德森是高科技业中经验丰富的创业家—曾经创立安德森雅各布森公司 (Anderson-Jacobsen), 是一家经营很成功的电子终端机制造商 (参考附录三《福布斯》[Forbes] 1983年1月31日的报道)。

今天, 佛贝提姆是软盘全球领导厂商。软盘用在个人电脑、小型电脑和文字处理系统, 是一种永久的记忆储存媒体, 但是便于携带。(本书就是在小型电脑上编纂, 使用佛贝提姆的5¼吋软盘储存资讯。) 8吋软盘是老产品, 成长较为缓慢。3½吋的“微型”软盘新市场正快速成形。

佛贝提姆创立时, 软盘的技术还没有开发出来。佛贝提姆早年的营业收入主要来自销售便携式磁带资料匣。便携式资料匣是一种电脑使用的磁带, 有一个塑胶盒里有两个转轴 (和一般收录音机的卡带类似)。信息匣储存资料的速度慢, 容量小, 但成本低, 可用在终端机、销售点终端机、小型电脑和电信设备。1974年资料匣占佛贝提姆营业额的95%。

软盘的技术是国际商业机器公司 (IBM) 发展出来的, 1974年推出。1978年6月30日结束的1年内, 软盘只占佛贝提姆2200万美元营

营业额的一半多一点。它们的成长速度比资料匣快得多—那一年下半年，占营业额的 $\frac{1}{3}$ 。

### 佛贝提姆公司

1978年6月30日止5年内的营业额和利润 (单位为千美元，但每股资料除外)

|      | 1974 | 1975 | 1976  | 1977  | 1978  |
|------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业额  | 4327 | 6761 | 12261 | 15462 | 22485 |
| 净利   | 390  | 520  | 787   | 887   | 1,464 |
| 每股净利 | 0.18 | 0.33 | 0.48  | 0.52  | 0.83  |

资料来源：佛贝提姆股票首次公开发行说明书，1978年2月15日第13页。

这时，佛贝提姆约占全球资料匣市场的一半，软盘市场则占 $\frac{1}{3}$ 。有这种佳绩，佛贝提姆股票公开上市顺利。1979年2月15日股票首次公开发行价格是17 $\frac{1}{4}$ 美元，那1年在17 $\frac{1}{4}$ 美元~29美元之间波动。股票发行后，安德森仍拥有总股数的30%以上。他在公司的参与逐步减少。当时他62岁，总裁兼首席营运官(COO)。彼得·A·麦丘恩(Peter A. McCuen)博士负责日常决策。

1979年的年报附注，暗示公司有可能出问题。第四季的利润据说因为标准8吋磁盘产品生产欠缺效率而受影响。不过金融界对公司的看法仍然乐观。比方说，佛贝提姆的股票共同承销商之一汉奎公司(Hambrecht & Quist)，1979年9月5日发表14页的报告，建议买进它的股票。长期而言，这项建议确实赚到钱—短期内则非如此。

经过7个好年头，没有一季业绩“下降”之后，佛贝提姆在股票公开发行的第二季摔了一跤。公司没有控制好软件的生产过程。磁碟片内套的衬垫材料改变了，但没经过充分测试。新的衬垫吸收太多的润滑剂，造成磁盘损坏。磁盘上的化学涂料改变，也使得产品寿命缩短。

质量问题在1979年6月首次出现，少数品质不良的磁盘遭到退货。到1979年12月止，生产出来的不良产品数量增加，但公司还没发现问题何在。1980年春，问题十分严重，1980年12月，问题已找出来并加以纠正。

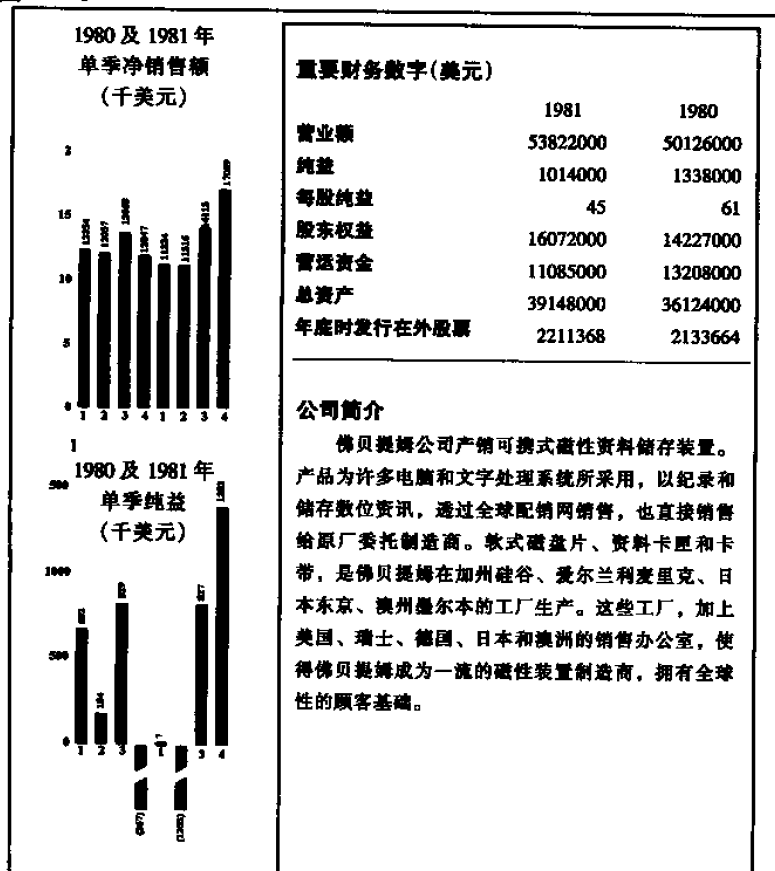
问题主要出在8吋磁盘生产线，市场占有率从45%降为15%。公司必须回收不良产品，同时营业额下降。5 $\frac{1}{4}$ 吋磁盘市场刚在起步，因此受影响较轻。1980年计年度初，佛贝提姆也冲销了硬盘(非软盘，温契斯特式)装置的大笔开发经费。1980会计年度第四季度(1980年6月30日结束)，公司发表了股票公开发行以来首次亏损。

## 总裁走了

\*\*\*\*\*

总裁麦丘恩下台。局势失去控制，而且比 1980 年年报所说的要糟。管理层没有看出问题的严重性，因为相关问题被淡化。股价从 1979 年 29 美元的高价，跌到 1980 年年中的 10 美元以下。

图 14-1



公司继续发生亏损。随着产品合格率下降，销货成本的绝对金额，以及占营业额的百分率同步上升。1980年12月31日结束的一季，营业额为11316万美元，亏损达1203万美元。亏损包括存货冲销150万美元。雇用人数从1538人降为1242人。图14-1是佛贝提姆1981年年报的封里，列出单季业绩数字。亏损、冲销和股价下跌引起我的好奇。

## 与竞争对手比较

#####

在此同时，戴山公司（*Dysan Corporation*）踏进软盘市场，进入时机非常完美——正好在佛贝提姆的问题开始发生之际。戴山自称是高品质市场中高级品的制造商，被佛贝提姆的品质问题吓走的顾客，令它受益匪浅。它的公共关系做得很好，将自己描绘成技术领导者。它通过知名的创业基金，和华尔街紧密连系在一起，投资人很快就热烈称许戴山是真正的技术领导者，马上就会凌驾佛贝提姆之上。

金融界的支持消失。佛贝提姆的承销商汉奎公司仅仅数月前还推荐买它的股票，现在，股票跌到低点后几个星期，汉奎公司写道：“我们相信这只股票会继续承受压力，直至解决若干问题。”汉奎向下修正1980和1981年的营业额和盈余估计值。我找不到其他投资公司针对佛贝提姆发表评论。那时佛贝提姆告诉我，他们晓得只有另一家公司，叫葛朗泰公司（*Gruntal & Co.*），写过有关该公司股票的评论。

问到佛贝提姆有没有可能否极泰来时，华尔街人答道：“否极泰来又怎么样？长期而言，戴山会把它的午餐给吃掉。”戴山会如何？华尔街上的看法认为，戴山有比较好的技术、比较好的管理阶层、比较好的产品。但一个大问题是：“长期而言，戴山对佛贝提姆会有什么样的影响？”这时，我请一位独立顾问师，从戴山和佛贝提姆生产的磁碟片中随机选样，做寿命周期测试。结果显示品质没有显著差异。

戴山当时每股股价17美元，发行在外股数1360万股，市值达2.31亿美元。营业额只有7100万美元，因此价格营业额比率（*PSR*）是3.26——约为佛贝提姆的七倍半——显然是华尔街的新宠。

戴山如此受金融界宠爱，我却怀疑戴山各方面都优异之说。许多投资人早有成见，相信戴山的确优异——不管实际是真是假。

我曾在一场金融界的会议上见过戴山创办人兼总裁诺姆·戴恩(Norm Dion)，后来也见过几次面。从那些短暂的接触中，我怀疑他是否善于倾听别人讲话一个人感觉，他太爱优秀。经理人必须是优秀的倾听者，好从部属讲的话中获益。我怀疑戴山会做得和金融界想的那么好。群众的乐观情绪太强了。

到1981年初，佛贝提姆的股票还没人提出更多看法。汉奎后来说，它“适合愿意把这段不确定期纳入，肯冒险犯难的投资人”。业绩“低于我们的预期”。

在非正式的场合中，有些人谈到佛贝提姆更显非观。我随便找投资人士一聊，他们的说法包括：

- 佛贝提姆的管理阶层很差。
- 那家公司的诚信有问题。
- 戴山会从佛贝提姆手中抢走很大的市场占有率。
- 能力更强的公司(戴山、明尼苏达矿业制造[3M]、IBM、Kidex、日本厂商)主控市场之后，佛贝提姆可能被逐出。

关于诚信的问题很有趣。有几个人指出，他们觉得财务副总裁卡特(Wiley Carter)在问题浮现时误导他们。一位分析师很明显把他对这支股票的失望之情，和他对卡特个人品德的评估混为一谈——以私人理由抨击卡特(包括长相和举止)。但我后来找卡特一谈，发现他的看法全然无稽(参考第二章有关这种事情背后的心理层面)。人们怀疑品质问题和1979年股票公开发行时间两者间的关连。一些人士暗示，管理阶层可能早在股票发行前就知道有问题存在。换句话说，他们有欺瞒大众之嫌。

我随便找了廿几位投资专家谈佛贝提姆，面对每一个人时，我假装什么事都不知道。

我建立了一个档案，搜集1979年以后有关佛贝提姆的标准财务报告和新闻剪报。我没去拜访该公司，因为觉得没有特别的理由那么仓促行事。1981年1月，《电子新闻》(Electronics News)和《华尔街日报》发表文章(见图14-2和14-3)，立即改变所有的事情。佛贝提姆换上新总裁和首席执行官(CEO)，从罗克威尔公司(Rockwell)的电子装置事业部找来弥科姆·诺斯拉普(Malcom Northrup)。我不了解他的能力，但至少这是个迹象，显示佛贝提姆可能不是条睡狗(见第十章)。如果



这个人能给金融界留下强烈的印象，事情可能急速转变。我马上开始研究。

图 14-2

*Verbatim Corp. Picks  
Northrup of Rockwell  
As New Chief Executive*

By a WALL STREET JOURNAL Staff Reporter

SUNNYVALE, Calif. — Verbatim Corp. named Malcolm B. Northrup, executive vice president of Rockwell International Corp.'s electronic devices division, as president and chief executive officer, effective Jan. 21.

Mr. Northrup, 41 years old, will succeed J. Reid Anderson, the magnetic data storage products company's founder, who remains chairman. Mr. Anderson assumed the presidency last July when Peter McCuen was dismissed after the company ran into operating problems. In its fiscal first quarter, ended Sept. 30, Verbatim had net income of \$7,000, compared with \$692,000, or 31 cents a share, a year earlier.

\* \* \*

资料来源: The Wall Street Journal, January 13, 1981. Reprinted by permission of The Wall Street Journal, © Dow Jones & Company, Inc., 1981. All rights reserved.

很快访问过磁碟片的制造商和买主之后，我订好行程，在1981年1月19日首次拜访佛贝提姆。我见了营销和研究发展部门的主管，和他们简短交谈。大部分时间都和佛贝提姆的财务副总裁卡特谈话。

我访问了新总裁到佛贝提姆之前，曾经在他底下做过事、卖过东西给他，以及向他买过东西的人，甚至找了被他炒鱿鱼的人一谈，留下几点印象：

1. 新总裁（那时还没上任）有很好的纪录。不是每个人都喜欢他，但即使不喜欢他的人也都很尊敬他。
2. 希望破灭的投资人对新总裁上任不关心。他们仍未完全从先前的失望情绪中回复过来。
3. 佛贝提姆的财务状况可以承受进一步的重大亏损，不影响营运活动。

图 14-3

## Northrup Exits Rockwell for Verbatim

By DENNY MOSIER

ANAHEIM, Calif. - Malcolm B.

Northrup, executive vice - president of Rockwell's Electronic Devices division, has resigned after 18 years with the company to become president of a northern California disk media manufacturer.

effective this week, Mr. Northrup assumes the post of president and chief executive at Verbatim Corp., Sunnyvale, Calif.

At Rockwell, Mr. Northrup leaves a position he has held for 14 months. Sharing the office of the president with Howard D. Walrath, EDD president, Mr. Northrup helped run an operation with annual sales of more than \$ 200 million and about 4,100 employees.

The Rockwell division, which makes microprocessors and related circuits, bubble memories, microcomputer systems and interconnect systems, has been profitable since 1978, Mr. Northrup claimed.

Responsibilities for Mr. Northrup included running day - to - day operations for EDD on the West Coast, site of most of its MPU and related parts efforts. The division headquarters and Mr. Walrath are in Dallas.

"Positions like becoming chief executive officer of Verbatim don't come along very often," said Mr. Northrup. "That's literally it. It wasn't something I was anticipating. I thought about it a long time. It (Verbatim) is a good company ... that's something every professional manager wants to be, a chief executive."

Mr. Northrup said he wasn't dissatisfied with Rockwell and scoffed at reports that his path to higher positions at Rockwell was blocked.

"I've never had (that) problem at Rockwell. I have a chance to run a public company. It's as big as what I'm running now. The challenges are different," he said, adding "Rockwell was pleasant."

Mr. Northrup said at least for the time being he doesn't expect Rockwell to

replace him. Mr. Walrath is expected to assume Mr. Northrup's duties.

The Rockwell division Mr. Northrup helped run has agreed to second - source Motorola in making the 68000 16 - bit microprocessor. Rockwell originally planned to start sampling the 68000 last summer, but missed that date (Antenna, June 30). Latest reports indicate EDD expects to sample the 68000 sometime this quarter.

Asked if the delay on the 68000 was part of his reason for leaving. Mr. Northrup said "Not a bit. Shortly, we'll be able to handle the 68000. I think it's in that range (first - quarter samples.)"

Mr. Northrup is the latest of several EDD managers to have left in recent months. Earlier, several EDD sales managers departed (EN, Aug. 11, Sept. 22). Asked if his departure is connected with those, Mr. Northrup said "Not a bit."

Also in recent months, Charles V. Kovac, a one - time general manager of EDD's Microelectronic Devices unit, was named marketing vicepresident for EDD (En, Aug. 18). Asked if Mr. Kovac's reassignment of a key management post within EDD was connected with his decision to leave EDD, Mr. Northrup said "There has never been a clash with Charles Kovac. He's an outstanding marketing executive. I was the instigator in centralizing marketing to provide for expanding."

One source familiar with Mr. Northrup's situation pointed out "It is interesting that he is going from bubble memories to a floppy disk manufacturer. That should tell you something."

In going to Verbatim, Mr. Northrup takes over duties from J. Reid Anderson, founder, who remains chairman. Noting his peripherals and semiconductor background, Mr. Northrup said he's been involved with semiconductors for the past 5 years but previously was in communications and computers, including designing tape and disk drives.

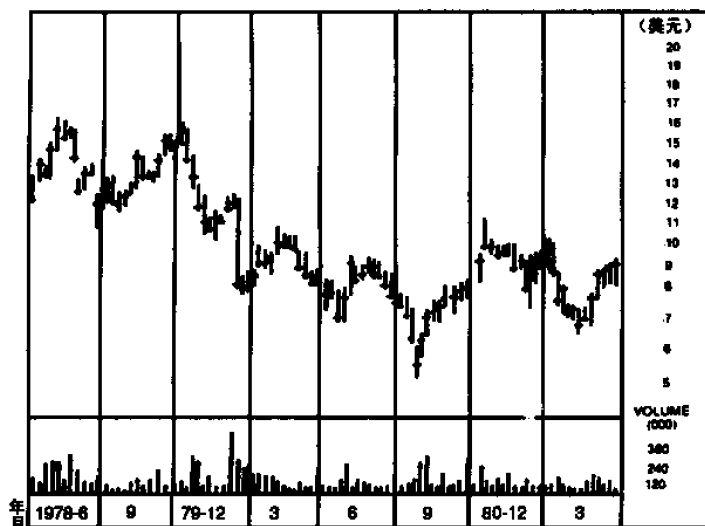
4. 佛贝提姆在 5 1/4 吋软式磁碟片市场占有 35% (相当高); 这个市场普遍视为电子工业中成长最快的领域。佛贝提姆其余的业务将没有成长, 或只温和成长。(8 吋磁碟片—温和成长; 资料匣和卡带—没有成长。)

5. 佛贝提姆很早就把注意焦点放在未来几年行销机能将如何转变。他们已在规划, 因为终有一天, 制造厂商(原厂委托制造商)的配销路控制力量会减低, 大型零售连锁店和配销商的控制力量则会加强。

佛贝提姆对自己刚出现品质问题, 戴山就进入市场的这种好运气, 特别不服气。卡特很高兴地告诉我, 佛贝提姆刚从戴山那里拉回苹果电脑这家大客户。


1981 年由于体积较小的 5 1/4 吋磁碟片市场的冲击, 软式磁碟片市场加速成长。个人和小型电脑系统刚在市场真正起飞。这对佛贝提姆是好消息。另一方面, 1981 年初, 佛贝提姆股价回升, 佛贝提姆 1981 年第二季度(1980 年 12 月 31 日结束)的股东报告都透露好消息(图 14-4 和 14-5)。

图 14-4 佛贝提姆公司



资料来源: Long Term Values, Robert M. Drislane 11915 La Grange Avenue, Los Angeles, CA 90025. A division of William O'Neil & Incorporated.

图 14-5

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |                                                                                                                                                                                      |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>Verbatim received a major contract from Hewlett Packard during the quarter for mini computers from a new H-P product, as well as significant orders for mini notebooks from Apple Computer, Lanier Business Products and Tandy Corporation. Additionally, I am pleased to report that our DataLife product in production mentioned in last quarter's report has been very enthusiastically received in the marketplace, a recent development being the selection by Xerox of these products for sale in its retail stores.</p> <p>Last July we embarked upon an extensive search for a new President and Chief Executive Officer. We were most fortunate in having our top choice, Malcolm Neuhoff, accept our offer and agree to join us on January 21st. Mal is an experienced professional who will be an important contributor to the Company's stature and its growth in quality of people, products, in profits, and in sales and service to our customers. During the past quarter we also greatly strengthened our technical staff with the addition of Dr. Bill Brock who has had over 20 years experience in the magnetic recording field.</p> <p>We have committed to the future growth of Verbatim with our purchase on January 6th of 30 acres of land in the University Research park near Cheshire, North Carolina. We expect to commence construction at this site within three years, making it our first U.S. tape coating and manufacturing plant outside of California.</p> <p>Sincerely,<br/> <br/>       Chairman of the Board<br/>       January 26, 1981</p> | <p><b>More About Verbatim and Its People...</b></p> <p>Our new President and Chief Executive Officer, Malcolm Neuhoff, brings to Verbatim an extensive knowledge of our technology. Mal has been with Rockwell International Corp. for the past 18 years, most recently an Executive Vice President of its Electronic Division, a major multinational business area of Rockwell. Earlier, he held engineering management positions in its computer peripherals and communications divisions and general management component businesses. Mal has a B.S. degree in Physics from Southern Methodist University and began his career as a designer of disc and tape drives at Ampex Corporation.</p> <p>Dr. George W. ("Bill") Brock has joined Verbatim Corporation as manager of its advanced technology department. Bill, who has a Ph. D. in Applied Mechanics from the University of Illinois, will be directing the work of our engineers and technicians who provide the technological foundations for Verbatim's product improvements and new product developments. Prior to joining Verbatim he was with IBM Corporation for 20 years where he worked on the development of disc and tape drives and was issued 17 U.S. patents. Bill's technical expertise and capabilities will help keep us at the forefront of technology in our industry.</p> <p>Verbatim Corporation<br/>       Corporate Headquarters<br/>       323 Soquel Way<br/>       Sunnyvale, CA 94086<br/>       (408) 245-4400</p> | <p><b>Verbatim Corporation</b><br/> <i>removable magnetic media</i></p> <p><b>Second Quarter Report</b></p> <p><b>2</b></p> <p><b>For the Six months ended December 31, 1980</b></p> |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

公司的财务状况很重要。佛贝提姆的流动比率相当高,达 2.1<sup>①</sup>。这一季的亏损是 120 万美元。股东权益是 1300 万美元;以 120 万美元的亏损来说,至少可以承受 10 季的亏损。因此这家公司有充裕的时间把该解决的问题解决掉。现金流量为正值。高额折旧给了佛贝提姆很强的现金流量,在电子业中属偏高水准。1980 会计年度,盈余只有 130 万美元,但从折旧只获 200 万美元现金,改善了资产负债表的流动性。

市场占有率很重要。在 5 1/4 吋磁碟片市场,没有一家竞争同业的占有率达佛贝提姆的一半。在 8 吋磁碟片市场,佛贝提姆因为生产问题而致市场占有率下降,但仍和 IBM 一样,同以 15% 的占有率居第一。由于绝对和相对市场占有率很高,很明显的即使问题没解决,这家公司还是很

① 流动比率的算法很简单,只要拿资产负债表中的流动资产除以流动负债即得。依大部分投资人使用的标准准则,流动比率应超过 2.0。但也有例外情形。

容易卖给别人。但由于市场占有率这么高,他们应有能力自行解决问题(见第十章的市场占有率部分)。

图 14-5(续)

| To Our Shareholders:                     | Verbatim Corporation and Subsidiaries             |                   |                          |                   |
|------------------------------------------|---------------------------------------------------|-------------------|--------------------------|-------------------|
|                                          | Consolidated statements of Income (Unaudited)     |                   |                          |                   |
|                                          | For the three months ended                        |                   | For the six months ended |                   |
|                                          | December 31 1980                                  | December 31 1979* | December 31 1980         | December 31 1979* |
| Sales                                    | \$ 11,346,000                                     | \$ 12,087,000     | 422,650,000              | 424,411,000       |
| Costs and Expenses                       |                                                   |                   |                          |                   |
| Cost of Products Sold                    | 80,308,000                                        | 8,784,000         | 18,689,000               | 16,713,000        |
| Research & Development                   | 519,000                                           | 582,000           | 968,000                  | 1,146,000         |
| Selling, General & Administrative        | 2,270,000                                         | 2,083,000         | 4,464,000                | 4,366,000         |
| Discontinued Product Development Program |                                                   | 203,000           | -                        | 260,000           |
| Interest                                 | 445,000                                           | 286,000           | 794,000                  | 289,000           |
| Total Costs and Expenses                 | 13,542,000                                        | 11,788,000        | 24,855,000               | 22,774,000        |
| Income (Loss) Before Taxes               | (2,226,000)                                       | 269,000           | (2,215,000)              | 1,637,000         |
| Provision for Income Taxes               | (1,023,000)                                       | 85,000            | 1,019,000                | 761,000           |
| Net Income (Loss)                        | \$ (1,203,000)                                    | \$ 184,000        | \$ (1,196,000)           | \$ 876,000        |
| Net Income (Loss) Per Share              | \$ (.36)                                          | \$ .08            | \$ (.36)                 | \$ .40            |
|                                          | Consolidated Balance Sheet Highlights (Unaudited) |                   |                          |                   |
|                                          | December 31 1980                                  | December 31 1979* |                          |                   |
| Total Current Assets                     | \$ 18,594,000                                     | \$ 18,429,000     |                          |                   |
| Total Current Liabilities                | 4,917,000                                         | 411,079,000       |                          |                   |
| Working Capital                          | \$ 9,823,000                                      | 47,350,000        |                          |                   |
| Total Assets                             | \$ 36,136,000                                     | \$ 30,244,000     |                          |                   |
| Long Term Debt, Less Current Portion     | \$ 11,744,000                                     | \$ 4,438,000      |                          |                   |
| Shareholders' Equity                     | \$ 13,256,000                                     | \$ 13,267,000     |                          |                   |
| Shares Outstanding                       | 2,160,000                                         | 2,112,000         |                          |                   |

\* Restated to give effect to capitalization of interest costs in accordance with IAS No. 34 which increased net income and net income per share, respectively, by \$47,000 and \$ .02 for the three month period and \$73,000 and \$ .04 for the six month period from amounts shown in the second quarter report for the period ended December 31, 1979.

由于问题的严重性,佛贝提姆在质量控制上变得极其小心谨慎,交货前每张磁盘一定经过百分之百的认证(即测试之意)。成本和亏损因此增加,但品质改善也克服了品质不良的形象。品质改善之后,订单增加了。

我拜访该公司之前,也就是新总裁诺斯拉普上任之前,生产问题已经解决。安德森把棘手的工作做完了。生产流程经过清理,产品优良率上升,公司的营运业绩改善。

我的结论是,佛贝提姆显然是家超级公司一度过典型的成长阵痛期的超级公司。高层管理人员素质优良,具备所有重要特征,能够孕育和控制

成长（见第八章），在快速成长的市场中取得绝对和相对偏高的占有率，同时拥有出色的营销能力。但它的股票有什么样的表现？

## 股票和 PSR 值

\*\*\*\*\*

我们来谈它的价格营业额比率（PSR）。佛贝提姆股票首次公开发行时，价格是 17 3/4 美元，PSR 值是 1.70。股价升抵 1981 年的高价 29 美元时，PSR 值为 2.71。1980 年仲夏的低点，营业额上升，股价下跌，

图 14-6

### 佛贝提姆公司买前 估价—预测单

1981 年 2 月 15 日

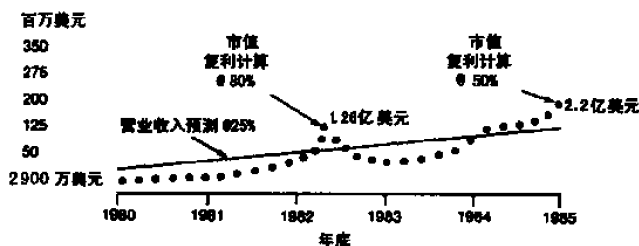
通过  
OCT: H&Q, GLD,  
Paine, BEHR, DW  
Kidder, Merrill

1. 佛贝提姆有 216 万股股票，每股价格 13.5 美元。市值 = 2900 万美元。 买进
2. 最近 12 个月的营业收入 = 4800 万美元  
PSR 值 = 0.60 可以  
最近 12 个月的研究发展支出 = 213.2 万美元  
PRR 值 = 13.6 勉强可以

### 结论

1. 如果进一步冲销成本，股价可能下跌。下一季的亏损如果比本季高，股价可能下跌。
2. 未来五年，营业收入平均成长率很容易达到 25%。
3. 36 个月后，佛贝提姆的平均净利润率应能达到 7.5%。

### 预估值



4. 总有一天这只股票的价格应能为营业额的 1.5 倍，也许等到 1983~1984 年，或 1985 年。
5. 如果利润率为 7.5%，PSR 值为 1.5，则本益比为 20，是相当合理的价格。
6. 如果我要买 50 万美元的股票，而在整个过程中，股价涨到 18 美元，则我买进的平均每股价格约为 15.75 美元。这表示我会买到 3.17 万股，占总股数的 1.47%。

PSR 值是 0.43 (210 万股乘以每股 10 美元, 除以 1980 年会计年度 5010 万美元的营业额)。1981 年 1 月, PSR 值略微升高。股价为 10 美元时, 价格研究支出比率 (Price Research Ratio, PRR) 是 10.4 (市值除以一年的研究支出)。

## 一头投入

#####

如果戴山没有做得很好, PSR 值会从很高的 3.25 跌下来。只要佛贝提姆能够维持生存, 也许能找到一家大“玩家”公司, 以研究支出 10 倍和营业额一半的价格把它买下。质量控制的问题解决了, 眼前没有太大的风险。图 14-6 是 1981 年 2 月我针对佛贝提姆所做的买前估价计划。上面有全部的相关信息, 可以作出最后的结论——买进。

接下来几个月, 我买进的股数略多于 2.2 万股, 比佛贝提姆发行在外股数的 1% 稍高一些 (稍后我再以略高的价格买进 1.2 万股)。这只股票的价格因为我买进而上扬——通常是个好兆头 (表示没人大量卖出), 每股价格从 12 美元涨到 17 美元。

接下来是令人极其陶醉的事情。仅仅两年内, 佛贝提姆的股价涨了 10~15 倍。仅第一年, 涨幅便在 175%~290% 之间, 而这一年整体股市大跌。表 14-1 是 1981 年《罗森电子快报》(The Rosen Electronics Letter) 研究的 100 种电子股涨跌情况。其中 72 种下跌, 上涨的 28 种股票中, 佛贝提姆涨幅最高。

第一波涨势起于投资人开始看到佛贝提姆否极泰来的具体成果。1981 会计年度第三季和第四季, 佛贝提姆的盈利回升, 订单稳定增加。1981 会计年度第四季, 每股盈利是 61 美分, 合一年 2.44 美元。由于每股股价 15 美元, 所以市盈率只有 6 倍 ( $\$15 / \$2.44 = 6.2$ )。

表 14-1 罗森 100 只股票的表现排行榜, 1981 全年

| 排名 | 公司名称                       | 1980 年     | 1981 年     | 涨跌幅     |
|----|----------------------------|------------|------------|---------|
|    |                            | 12 月 31 日  | 12 月 31 日  |         |
| 1  | Verbatim                   | (美元) 17.00 | (美元) 46.75 | 175.00% |
| 2  | MCI Communications         | 13.25      | 34.00      | 156.60  |
| 3  | Tadco                      | 16.00      | 28.50      | 78.12   |
| 4  | Northern Telecom           | 28.75      | 48.50      | 68.69   |
| 5  | Unitrode                   | 19.50      | 30.50      | 56.41   |
| 6  | Computer & Comm Technology | 16.00      | 25.00      | 56.25   |
| 7  | Scientific - Atlanta       | 18.62      | 27.00      | 44.96   |
| 8  | General Instrument         | 31.00      | 44.25      | 42.74   |
| 9  | Intelligent Systems        | 16.00      | 22.50      | 40.62   |
| 10 | Johnson, E F               | 17.50      | 24.00      | 37.14   |
| 11 | Tandy                      | 24.68      | 33.75      | 36.70   |
| 12 | Dynan                      | 13.50      | 18.37      | 36.11   |
| 13 | Communications Industries  | 25.00      | 33.00      | 32.00   |
| 14 | comsat                     | 48.12      | 63.50      | 31.94   |
| 15 | CTS                        | 22.00      | 28.75      | 30.68   |
| 16 | Beckman Instruments        | 36.87      | 46.00      | 24.74   |
| 17 | Ducommun                   | 20.41      | 24.12      | 18.16   |
| 18 | General Tel & Electronics  | 27.25      | 32.00      | 17.43   |
| 19 | California Microwave       | 10.50      | 12.12      | 15.47   |
| 20 | Sony                       | 15.50      | 17.50      | 12.90   |
| 21 | Intersec Data Systems      | 22.50      | 24.62      | 9.44    |
| 22 | Kyoto Ceramic              | 31.25      | 34.12      | 9.20    |
| 23 | Toscor                     | 24.83      | 26.87      | 8.22    |
| 24 | Varian                     | 28.12      | 30.25      | 7.55    |
| 25 | Siliconix                  | 20.00      | 21.25      | 6.25    |
| 26 | Alpha Industries           | 26.62      | 28.00      | 5.16    |
| 27 | Avantek                    | 16.25      | 17.00      | 4.61    |
| 28 | E - systems                | 50.00      | 50.12      | .24     |
| 29 | AVNET                      | 46.36      | 46.12      | -.51    |
| 30 | ITT                        | 30.00      | 29.75      | -.83    |
| 31 | AMP                        | 51.87      | 50.87      | -1.92   |
| 32 | Haskins                    | 27.75      | 26.50      | -4.50   |
| 33 | Angst                      | 27.16      | 25.25      | -7.05   |
| 34 | Superscope                 | 3.50       | 3.25       | -7.14   |
| 35 | Dynacore                   | 7.28       | 6.75       | -7.29   |
| 36 | Commodore International    | 49.75      | 46.00      | -7.53   |
| 37 | Dexter Technology          | 12.50      | 11.50      | -8.00   |
| 38 | Tektronix                  | 61.12      | 55.00      | -10.02  |
| 39 | American Microsystems      | 29.25      | 26.00      | -11.11  |
| 40 | Hewlett - Packard          | 44.75      | 39.62      | -11.45  |
| 41 | Corning Glass              | 59.62      | 51.87      | -12.99  |
| 42 | Kollmorgen                 | 24.83      | 21.37      | -13.92  |
| 43 | Fluke, John                | 23.57      | 19.25      | -18.32  |
| 44 | Computervision             | 40.25      | 32.50      | -19.25  |
| 45 | Analogic                   | 32.00      | 25.75      | -19.53  |
| 46 | Motomola                   | 73.00      | 57.75      | -20.89  |
| 47 | Harris                     | 52.12      | 41.12      | -21.10  |
| 48 | M/A - COM                  | 32.12      | 25.25      | -21.40  |
| 49 | Varo                       | 10.25      | 8.00       | -21.95  |
| 50 | Parkin - Elmer             | 34.75      | 27.00      | -22.30  |



(續表)

|     |                            |        |       |         |
|-----|----------------------------|--------|-------|---------|
| 51  | Analog Electronics         | 20.62  | 16.00 | 22.42   |
| 52  | Local                      | 43.25  | 33.50 | 22.54   |
| 53  | Vishay Intertechnology     | 12.85  | 9.87  | 23.19   |
| 54  | Plastics                   | 21.75  | 16.25 | 25.28   |
| 55  | Pioneer Standard           | 16.50  | 12.25 | 25.75   |
| 56  | Sundram Associates         | 62.50  | 45.87 | 26.60   |
| 57  | Regency Electronics        | 14.50  | 10.62 | 26.72   |
| 58  | Watkins - Johnson          | 40.00  | 29.00 | 27.50   |
| 59  | Toradyne                   | 48.37  | 35.00 | 27.64   |
| 60  | Wyle Laboratories          | 11.25  | 8.12  | 27.77   |
| 61  | Energy Conversion Devices  | 16.75  | 11.75 | 29.85   |
| 62  | Anthem Electronics         | 19.50  | 13.50 | 30.76   |
| 63  | Rohm                       | 46.75  | 32.00 | 31.55   |
| 64  | Raytheon                   | 55.00  | 37.37 | - 32.04 |
| 65  | Western Digital            | 9.87   | 6.62  | 32.91   |
| 66  | Cherry Electrical Products | 16.50  | 11.00 | 33.33   |
| 67  | Texas Instruments          | 120.75 | 80.50 | - 33.33 |
| 68  | International Rectifier    | 18.75  | 12.37 | - 34.00 |
| 69  | Apple computer             | 34.12  | 22.12 | 35.16   |
| 70  | Silicon systems            | 11.00  | 6.87  | 37.30   |
| 71  | RCA                        | 29.37  | 18.25 | 37.87   |
| 72  | Analog Devices             | 28.20  | 17.50 | 37.94   |
| 73  | SEE Technologies           | 23.18  | 14.25 | 38.52   |
| 74  | Cado Systems               | 25.00  | 14.75 | - 41.00 |
| 75  | KLA Instruments            | 32.00  | 18.50 | 42.18   |
| 76  | Comrad                     | 24.00  | 13.87 | 42.18   |
| 77  | Standard Microsystems      | 10.87  | 6.25  | - 42.52 |
| 78  | Zenith Radio               | 19.50  | 11.12 | 42.94   |
| 79  | Intel                      | 40.25  | 22.50 | 44.09   |
| 80  | OCA                        | 51.16  | 27.37 | 46.49   |
| 81  | Wavetek                    | 19.50  | 10.25 | 47.43   |
| 82  | Vecco Instruments          | 27.41  | 14.25 | 48.02   |
| 83  | coherent                   | 29.50  | 15.25 | 48.30   |
| 84  | Advanced Micro Devices     | 34.50  | 17.62 | 48.91   |
| 85  | Applied Materials          | 27.66  | 14.00 | - 49.38 |
| 86  | Nicolet Instrument         | 21.62  | 10.75 | 50.28   |
| 87  | firmigen                   | 15.62  | 7.50  | - 52.00 |
| 88  | National Semiconductor     | 40.25  | 19.12 | 52.48   |
| 89  | Materials Research         | 33.93  | 15.75 | 53.59   |
| 90  | Marshall Industries        | 23.57  | 10.87 | 53.86   |
| 91  | Eeco                       | 16.62  | 7.62  | - 54.13 |
| 92  | AVX                        | 30.50  | 13.87 | - 54.50 |
| 93  | Kratco                     | 20.25  | 9.00  | 55.55   |
| 94  | Micon Mask                 | 17.00  | 7.50  | - 55.88 |
| 95  | E - H International        | 5.25   | 2.12  | - 59.52 |
| 96  | Spectra - Physics          | 53.75  | 21.25 | - 60.46 |
| 97  | Harvey Group               | 7.75   | 3.00  | - 61.29 |
| 98  | Kufich & Soffa             | 32.00  | 12.25 | - 61.71 |
| 99  | Solid State Scientific     | 19.25  | 6.50  | - 66.23 |
| 100 | Threshold Technology       | 18.75  | 3.75  | - 80.00 |

資料來源：Reprinted with permission from RELease 1.0, formerly Ther Rosen Electronics Letter,  
January 15, 1982.

## 打盹的竞争高手醒了过来

////////////////////////////////////

金融界还在沉睡中，没发现这件事。有少数在注意的人，如汉奎公司，对佛贝提姆表现之好大吃一惊：

第三季的业绩超过我们的预期。(1981年4月20日)

发表年底业绩的同时，佛贝提姆申请在美国证券交易所上市。  
(1981年8月5日)

第一季度的业绩超过我们的预期。……我们正提高营业收入……以及盈利的估计值。……我们建议长线投资人在目前的价位买进。  
(1981年10月21日，当时股价为35美元)

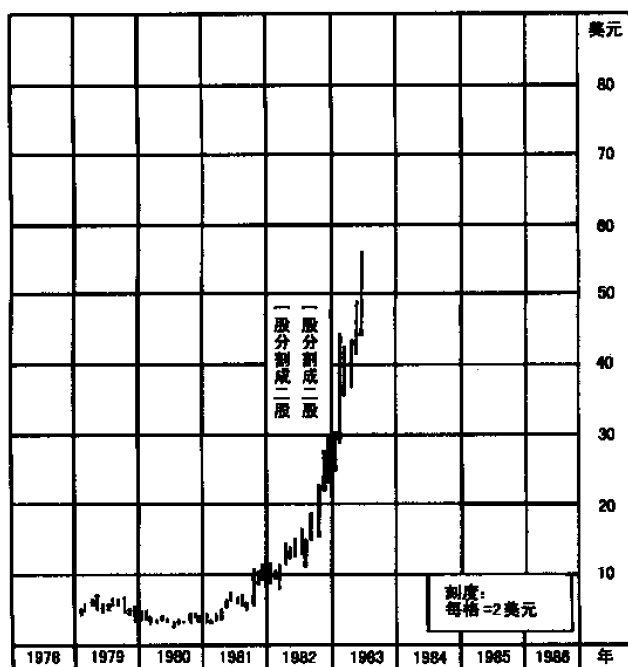
这一季的新资本设备和研究发展支出，减低了随后各季度与前一季度比较的利润率涨幅。不过，即使1983年会计年度下半年计划进一步大手笔支出，未来获利还是可能提升。(1982年1月19日)

汉奎公司把事情做得很好。他们从头到尾提供了这只股票的投资观点。它是第一家建议买进的公司。但在汉奎建议买进佛贝提姆的股票时，股价已从底部涨了一倍以上(见图14-7)。这段涨势所以出现，原因很简单：1980年下半年和1981年上半年股价被压得太低——就像弹簧紧压后弹开(见第二章)。1981会计年度的营业额只比1980会计年度高7.4%。不过第四季的盈利是1383万美元，而一年前有367万美元的亏损。营业额远比盈利稳定(因此，分析这只股票时，PSR值有其用处)。

营运既已转危为安，佛贝提姆宣布发行股票以筹措资金。(为防意外，现金绝对有其必要。)金融界对最近发生亏损的公司不是很有信心，因此股票发行不顺利。

股票发行前数个星期(可能是投资人对股票发行感到忧虑，以及对公司缺乏信心)，股价下跌。1981年9月3日，佛贝提姆以每股23 2/3美元公开发售35万股新股。股票发行结束，而且手上有了一笔随时可以动用的安全资金，股价立即回升到35美元左右，此后每季度都激涨。

图 14-7 佛贝提姆公司



资料来源: M. C. Horsey & company, Inc., P. O. Box H, Salisbury, Md. 21801。

图 14-8 佛贝提姆1982会计年度第一季股东报告中的各季业绩图

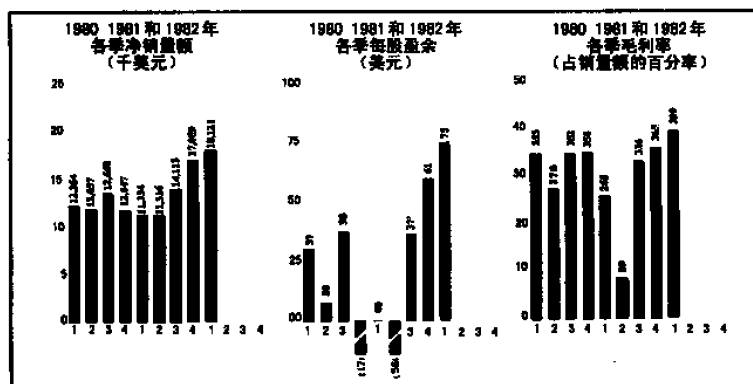


图 14-8 是佛贝提姆公司 1982 会计年度第一季度股东报告列出的各季度业绩状况。从这些图可以看出,营业额和研究支出相对于佛贝提姆财务报表中的其他变数显得较为稳定。拿这些图和 1983 年会计年度第二季度(1982 年 12 月 31 日结束)股东报告中的图(图 14-9)比较,发现业绩稳定改善,应能说服金融界很多人把钱投入它身上。佛贝提姆的股价继续上扬。

图 14-8 (续)

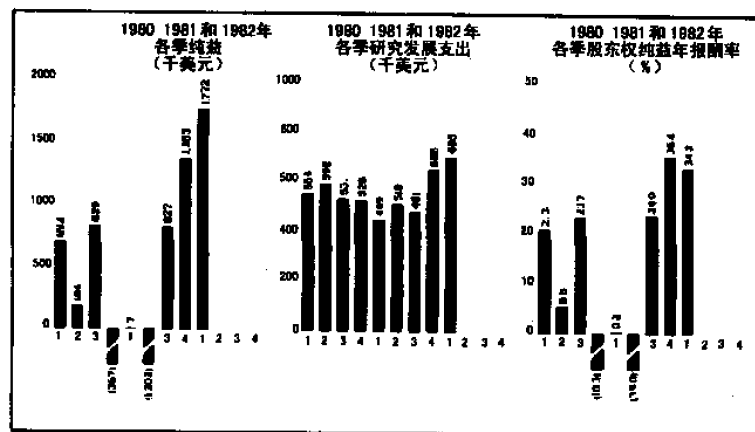


图 14-9 佛贝提姆1983会计年度第二季股东报告中的各季业绩图

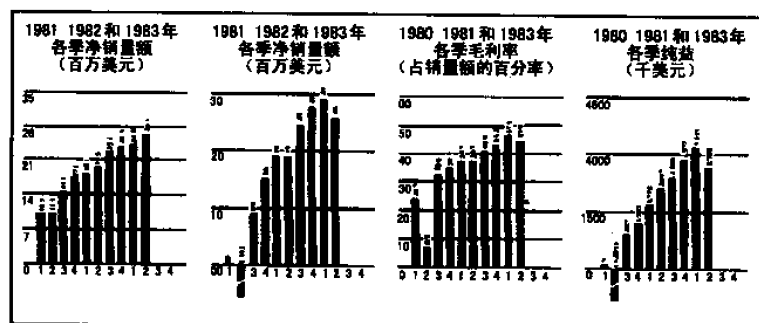
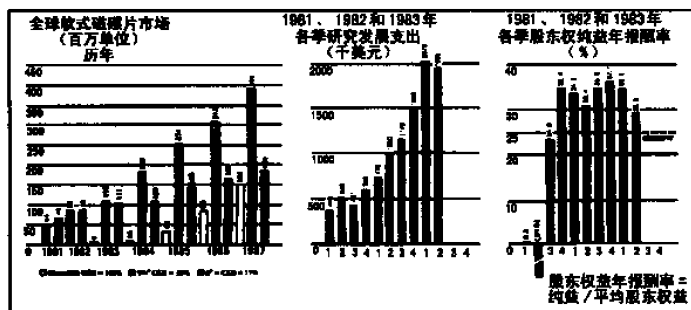


图 14-9 (续)



## 一路笑到银行

+++++

在两次股票分割和另一次股票发行之后，1983 年春佛贝提姆发行在外股数有 1200 万股。与上一季度比较，佛贝提姆报告的业绩很漂亮。利润率超过 10%，营业额换算成一年突破 1 亿美元。由于高的利润率，股价介于 35 美元和 55 美元间时市盈率才显得“高”（不要忘了股票分割过）。不过 PSR 值略高于 6.0，则显得太高。（1200 万股乘以每股 55 美元 = 市值 6.6 亿美元，除以 1 亿余美元营业额，得出 PSR 值为 6。）

1983 年我卖出手上所有的佛贝提姆股票。1979 年股市低迷时公开发行的股票不多，佛贝提姆是其一，因此，走完了整个周期。它曾大受投资人喜爱，PSR 值升抵 2.75，后来失宠，PSR 值掉到 0.5 以下，接着重获垂青，PSR 值升抵 6.0。这只股票从高点掉到低点，再到很高的价位，前后只有几年。佛贝提姆本身曾只是个小“迪斯科宝宝”，却长大成为营业额达 1 亿美元，资产负债表满是黄金的超级公司。我想起诺斯洛普和卡特的世界，但愿他们继续有很好的表现。他们不需要靠运气，因为本身就是很有才干的人才。我很高兴有机会把个人的财富货车接在他们的车子后面，也很高兴我们有自由企业体制，让我能在 PSR 值变得太高时脱身而出。

## 第十五章

# 加州微波公司—— 乘风破浪

### 早期历史

\*\*\*\*\*

加利福尼亚州微波公司 (*California Microwave*) 是戴维·利森 (*David Leeson*) 博士 1968 年在加州硅谷创立, 设计、产销以微波技术为基础和相关的电子设备。

加州微波率先研制创微波信号源零组件, 应用在特殊的继电器和空中雷达上, 接着开发信号源零组件, 用在无线电现代化系统, 以扩增频道容量, 并降低维修成本, 同时让设备拥有合理的经济寿命。加州微波开发出 CM41 微波产生器之后, 马上成为全美最大的微波现代化系统供应商。

今天, 它的产品用在电信和国防工业上, 包括地面和卫星语音及电脑资料传输、电视和无线电广播网、雷达和军事电子反制系统。顾客包括贝尔系统 (*Bell System*)、其他一般电信业者、美国政府部门和机构、雷达广播和电讯传输网、卫星一般传讯业者和外国政府。

近几年来, 电子科技中微波所占份额迅速扩增。联邦通讯委员会 20 世纪 70 年代做了一些决定, 扩大电信市场的潜力。由于电脑科技齐步并进, 需要更大的数据通讯能力, 微波前景大为看好。

加州微波的股票在 1972 年首次公开发行, 此后便在店頭市场交易。这家公司成长迅速, 70 年代股价表现出色。下表是 1979 年 6 月 30 日止 5 个会计年度的营业额和盈利。

| 年        | 1979  | 1978  | 1977  | 1976  | 1975  |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业额 (美元) | 40036 | 33167 | 26061 | 18062 | 10753 |
| 盈利       | 2368  | 1889  | 1496  | 829   | 526   |
| 每股盈利     | 1.17  | 0.96  | 0.78  | 0.46  | 0.29  |

注：除每股盈利，所有的数字以千美元为单位。后来发放股利时未再调整。

70年代末，华尔街上许多人大谈“滞胀”（*stagflation*）时，加州微波的营业额和盈利却分别成长30%和35%，相当惊人。1979年大部分时候，股价介于15美元~18美元之间，PSR值因此在0.92和1.10之间——当然不算很高。它的市盈率在15.6和18.75间，依大部分的标准，同样不是太高。由于这只股票的价格没有过高，而且公司不断成长，因此，获得机构投资人和经纪公司的支持和推荐。图15-1是一份典型的经纪公司“总结”报告中的主要部分，由I. F. 罗思柴尔德公司，翁图15-1

1979年10月24日

### 加州微波公司 CMIC (BID 17 1/4)

California Microwave recently reported 1st quarter earnings for the period ending September 30. Revenues increased 24 percent to \$9.9 million, net income increased 25 percent to \$608,000, and E. P. S. rose 21 percent to 29 cents versus 24 cents. Of greater importance than this report was the decision by the FCC on October 18 to de-regulate a portion of the satellite communications earth terminal market for broadcast and CATV transmission. While the decision was expected, its timing had been somewhat uncertain. The company had received three contracts totaling \$9.6 million for single-source procurement for receive-only earth station (small-dish six-foot antennas) from Associated Press, Mutual Broadcasting Systems, and Muzak. The inclusion of these contracts boosts backlog to a record \$34.2 million. Additional contracts from these three customers plus other potential contracts in the satellite programming and transmission market are expected over the next year.

We are maintaining our E. P. S. estimate for the current June fiscal year of \$1.40 versus \$1.17 and are using a preliminary fiscal 1981 estimate of \$1.75. We believe the company represents a very attractive small situation in the telecommunications equipment and satellite communications market.

Bruce S. Seltzer

ADDITIONAL INFORMATION AVAILABLE UPON REQUEST

资料来源：By permission of L. F. Rothschild, Unterberg, Towbin.

特贝格公司，托宾公司（*I. F. Rothschild, Unterberg, Towbin*）提供，推荐加州微波公司股票。

1979年11月，加州微波宣布该会计年度第二季度（1979年12月31日止）的盈利会低于前一年同期的水准，整个会计年度的盈利也可能下降。盈利下降的原因在于卫星通讯的生产开办费高于预期，加上CM41微波无线电视现代化产品的连续式生产线出乎意料停止。

这只股票“开盘跳空”重挫——从 18 美元跌为 13 美元。昔日风光已失。在营业额上升和股价下跌的情况下，PSR 值大幅下降为 0.64 (206.3 万股乘以股价 13 美元 = 市值 2680 万美元，过去 12 个月的营业额为 4190 万美元，2680 万美元除以 4190 万美元 = 0.64)。

这家公司值得进一步研究

**THE UNIVERSITY OF CHICAGO**

加州微波多年来受到金融界和工程师很高的评价。11 月间，我研究过自己档案中的资料，并向该公司索取更多资料，对方也寄来了，同时我到图书馆去查阅相关资料（见第十二章）。

我找出四家微波公司，并和他们的高层主管见面。这四家公司是：阿万泰克（Avantek）、弗雷康·苏尔斯（Frequency Sources）、公共光谱（Omni Spectra）、泽塔·拉布斯（Zeta Labs. Omni Spectra）的业绩时好时坏。我注意到Frequency Sources出价买下Omni Spectra的所有股票，当时的PSR值为0.76（124万股乘以每股16美元=1,980万美元市值，营业额为2600万美元，PSR值=1980万美元除以2600万美元=0.76）。我四处打听，得到印象，发现加州微波的创办人、总裁、董事长、首席执行官（CEO）利森有点像是狂人—独身、花花公子型，而且有爱开跑车的奇特癖好。（我后来晓得，大部分只是根据一时观察而得的印象。没错，他是单身、爱开跑车。不过，狂野、花花公子？不对。）我也和加州微波的两家供应商谈过，两家公司都觉得加州微波的采购不是很固定。采购数量没有减少，但内容似乎有所变化（CM41淡出，CA-42和卫星买卖则开始起飞）。

从那些人的谈话中，我得到的印象是，利森如想做得很好，则能力很突出。大部分人觉得利森变得很自满——他已经足够富有，没有尽全力



注意加州微波的内部事务。

1979年12月7日，我和加州微波的执行副总裁兼首席财务官（CFO）菲利普·奥托（Philip Otto）第一次见面。奥托向我解释，公司宣布盈利降低，是因为CM41无线电现代化产品的订单减少，加上卫星地面终端机产品的开办费高于预期。公司预期CM41还会有订单，但不如以往。

贝尔系统的TD-2微波无线电有约43万个“插槽”，可以使用CM41—到目前为止，加州微波已用了约30万个插槽。数年来，贝尔系统快速淘汰插槽，但是突然之间，仅剩约13万个插槽之际，订单从大量萎缩成涓涓细流。贝尔系统会汰换其他的插槽，但来不及让加州微波继续正常生产CM41。但他们预期这只是暂时性问题，强势新产品能够补其不足而有余。

我告诉奥托，有人担心利森没有尽全力照顾他的企业。奥托不愿评论利森是不是该投入更多心血，但很明确指出，托森目前十分专注在事业上。他一再强调，将来人们不必担心这一点。

会谈完毕，我很高兴自己亲眼看到的事情。还有另外4.3万个插槽有待使用，所以新产品CA-42有其出路（和CM41进入的市场相同，由此可知这家公司很了解自己的市场），而且卫星地面终端机产品线的销路可能比其他所有产品加起来还大。因此即使短期内有问题，我仍相信他们的产品线有很好的未来。不过我还是想见见利森本人，以消除他是否十分投入的疑虑。

到了1980年2月，管理层还是声称第三季度的业绩（1980年3月31日结束）会“略低于去年第三季度，但是1980年6月30日结束的第四季度和1979会计年度同一季度比较，盈利将增加”。在这种背景下，股价开始稍微回升，1月平均约16美元。

我开始变得紧张起来，担心这只股票可能从我手中飞走（我的第一项错误：绝不要冲动）。1980年1月11日，我的脚指头伸入水中。为了化解个人的紧张情绪，我以15¼美元买进第一张股票。这犯了错误，因为我还没做好准备，而且PSR值不够低。（到目前为止，以本个案中的资料，你应能算出PSR值为何。）紧张压过了自制。1月稍后，我又买一点。

图15-2是我仓促间做成的买前估价单—1980年1月所做的预测。

手上有了一些股票，我理当觉得放心，而减慢调查研究脚步。情形并非如此，有了少数股票，我还是一样紧张，因为这只股票我认识得还不够彻底，不晓得它是不是超级公司/超级强势股。

图 15-2

### 加州微波公司买前 估价 - 预测单

1980年1月11日

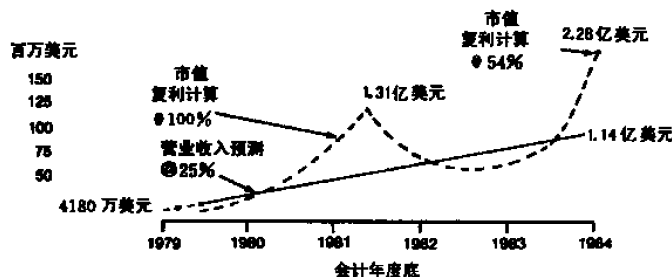
通过  
OTE: H&Q, LFR  
买进

1. 加州微波有 206 万 3000 股股票，每股价格 15.75 美元。市值 = 3, 250 万美元。
2. 最近 12 个月的营业收入 = 4, 180 万美元  
PSR 值 = 0.78 - 勉强可以  
最近 12 个月的研究开发费用 = 260 万美元  
PRR 值 = 12.5 - 勉强可以

### 结论

1. 除非第四季卫星事和 CA-42 取代 CA41 的颓势，股价可能下跌。第三季的盈余如果比预期要糟，股价可能下跌。
2. 未来五年，营业收入平均成长率可能达到 25% ????
3. 36 个月，加州微波的平均净利润率应能达到 5% ???

### 预估值



4. 有一天这只股票的价格应能为营业额的 2.0 倍，也许等到 1981~1982 年，或 1984 年。
5. 如果利润率为 5%，PSR 值为 2.0，则市盈率为 40，相当高，但在多头市场不无可能。
6. 买一点就好——只把脚指头伸进水中。以后再多买些——价格可能高些，也可能低些。

我继续到图书馆研究，对于微波应用涉及的技术和商业成本有了更多了解。我向电子业和金融界熟悉相关知识的人士请教。1980 年 2 月 15 日，我终于见到利森，留下深刻的印象。关于公司的问题，他开诚

布公，无所不谈。他坦诚，如果我不说，他还不晓得自己的确不够专注在事业上。他说，最近有所自省，深思是否终其一生继续为经营事业而忙。答案为是。

看过利森，他的外表你绝对忘不了一矮小而结实，精力无穷，留长发。他以充沛的活力、敏锐的感触、为人正直弥补外表上的缺憾。他善于倾听别人所讲的话，而且能赢得部属的赞赏和尊敬，很令我放心。他的事业经营问题很单纯和常见，许多单一核心产品技术的公司，也都有同样的问题。这家公司正受困于成长期的阵痛。他以典型的方式（见第二章）做道：

高估 CM41 产品的生命周期。

低估下一代产品上线需花的时间（特别是卫星地面终端机产品 CA-42 和 CM41 的市场相同。）

虽然他高估了 CM41 产品的生命周期，却不晓得到底高估多少。当然，我也不知道。和他见过面后，我对利森这个人觉得很放心，而且确定他能解决问题。我相信下一季的盈利可能很差，甚至毫无盈利（我不晓得会差到什么地步）。我认为，接下来一季度的盈利也不好，但股价欲跌不易。毕竟，他已在股东季报中把盈利将下降的信息传达出来。我不认为股价即将重跌，因此在 15 美元处再买了一些。虽然如此，我还没全力投资，因为自认仍在了解这家公司。

1980 年 3 月 13 日，我有机会和劳伦斯·蒂伦（Lawrence Thielen）见面。蒂伦当时是阿万泰克公司的董事长兼首席执行官（CEO）。阿万泰克公司是华尔街在微波事业中的宠儿——可能没看走眼。这是一家很出色的公司——超级公司。PSR 值高于 2.5，在那时算是很高。（参考第四章关于这段期间的科技公司 PSR 值。）

阿万泰克公司为了股票公开发行事宜，举行一次非正式的午餐会。我很幸运，这次午餐会除了公司职员的座位有安排外，其余出席人士都没指定座位。宴席安排至少 6 桌，每桌 8 个座位。我鼓起勇气，立即向蒂伦先生自我介绍，并问是不是可以和他坐在一起。

用餐期间，他谈到自己的公司和整个行业的情况，我很用心倾听。同桌的人争相发问，蒂伦一一回答。我留下很深刻的印象。他显然很有才干。问到他觉得加州微波何时，他笑了起来，并说阿万泰克打算踏进微波无线电现代化市场。“要是利森没更加注意他的事业，他没办法

立足其中。”同桌的人跟着笑出来，大家都对阿万泰克怀有无比的信心，对加州微波毫无信心。

## 哇！另一只鞋掉了

#####

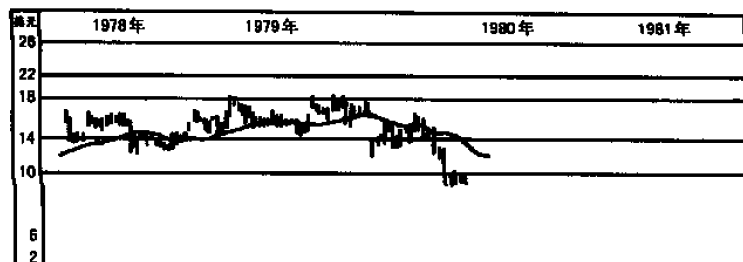
1980年3月19日，加州微波宣布，约100万美元的存货可能冲销CM41产品线导致本会计年度第三季度发生亏损，全年的盈利会“远低于”前1年。该公司指出，上个月CM41产品的接单量进一步恶化。从宣布内容的遣词用字来看，到底冲销多少似乎还不确定。

另一只鞋子也掉了。这只股票“开盘跳空”下跌，从13美元跌到9美元，几天后跌到8½美元的低点。接下来几个星期，股价在8½美元~10½美元间游移。利益攸关的投资人，似乎很紧张，因为该公司指出，正在评估问题的严重性，而且还不晓得存货冲销的确切金额。（参考第二章有关企业在这种时候的典型处理程序。）100万美元的数字只是估计值。

同期内，管理阶层人事调整。公司促请两位高层主管辞职，两位现任执行副总裁赋予额外的责任（第二章谈过这种过程）。吉尔伯特·约翰逊（Gilbert Johnson）获任命为营运执行副总裁，这是新设的职位，霍华德·欧林格（Howard Oringer）获任命为电信事业部新总裁。

图15-3是1980年3月底止几年内的股价走势，表现不怎么好。

图15-3 加州微波公司



资料来源：Manfield Stock Chart Service, Jersey City, N. J. 07306。

我感到泄气。我不喜欢刚买的股票跌破买价，而且还一路下跌。股

价走软，很容易把所有的责任推到加州微波的管理层身上。和利森见面之后才1个月，该公司就宣布出了一些重大问题。一般人很容易认为“如果他们及早发现问题，一定是蹩脚的经理人。或许他们也不晓得目前出了什么问题”。（第二章谈到这种荒谬的心态。）不过在股价下跌的此刻，不妨试着原谅管理层的错误（同样请参考第二章）。

下一个月大部分时间，我慢慢咀嚼思索近几个月来获悉的事情。我该怎么办？它可能是处于成长阵痛期的超级公司，所以应买进这家公司更多的股票？或者因为管理层不晓得到底发生了什么事，而卖掉手上已有的少数股票？

就我所知的大部分事情来说，加州微波是家超级公司。微波市场由几个“份额”（niches）构成，各有不同的供应商。大部分份额的成长相当快速。加州微波在自己的份额，拥有很高的绝对和相对市场占有率。加州微波的长期成长率优于平均水准的展望似乎相当好。

高层管理人员能力很强。没错，20世纪70年代末，利森稍微脱轨，也许是因为公司经营十分成功，但现在已完全回到正轨。最近业内和金融界许多人的负面评论，不能扫除我心中记得的，他们许多年前的看法，以及我个人对利森和奥托的评价。

在十分重要的利润率方面，长期以来公司表现很好。他们以前赚到不错的利润率。这家公司显然不是睡狗。他们已经明白表示，要再取得等量齐观的利润率。以他们的市场占有率和市场的前景来看，没有理由说他们做不到。经过利润率分析，和把他们所说的利润率目标“理发”，我相信终有一天，他们可以得到5%的利润率。

加州微波似乎度过了考验（虽然很勉强），合格迈进超级公司的利润率门槛。加上强劲的成长预期，以及管理层得到的评价很高，这家公司实际上似乎是家超级公司，只是以它的经验来说，成长得太快，以致于受困在成长阵痛期。那么这只股票的前景如何？

以每股9美元的价格来说，这只股票的PSR值只有0.44（206.3万股×每股9美元=市值1860万美元。市值1860万美元除以过去12个月的营业额4180万美元，PSR值=0.44）。它的价格研究支出比率（Price Research Ratio, PRR）是7.2（市值1860万美元除以证券交易委员会10-K报表中查得的研究支出，包括第三资助的研究，计260万美元，PRR值=7.2）。现在似乎适合大力投资这支股票，但什么时候最合适？

## 一头投入

\*\*\*\*\*

1980年4月29日，我参加为期一周的，为投资人举办的科技会议，主办单位是旧金山一家经纪公司。利森也出席该会说明加州微波的经营情形。听众对加州微波的疑虑很深。利森上台时，脸上挂着笑容，但没因此说服一半以上的听众留在位子上。他们堂而皇之站起来，一走了之。留下来的人虽然坐着，却两眼无神。有些人抽空看报纸。

先前我曾和几个人谈过。过去6个月，投资人听到的坏消息太多了。有个人拿利森的身材开玩笑：“利森身体不够大到坐在他的位子上。”曾被视为拥有杰出管理层的这家杰出公司，投资人已弃如敝屣。

利森的样子和我在太阳谷他的办公室见到的一样——真诚无伪、触觉敏锐。他说，很高兴宣布，在“不稀释股份”的情形下，将收购纽约的卫星传输系统公司（Satellite Transmission Systems）。这家公司产销整套的数位卫星地面站。加州微波已拥有它的少数股份。

我一听到“不稀释股份”一词，就知道该做什么事。我让录音机继续转动，起身离开会场，看起来一定像先前走出会场的人。我过了一条街，找到电话，下了一张委托单（向筹办该次会议的经纪公司下单），买进加州微波的股票。之后，回到会场。买进的动作，绝非一时冲动。前1周，我已修改过加州微波的买前估价—预测单（见图15-4）。

几个星期内，我一直买股票。1980年5月8日，加州微波宣布本会计年度第三季度冲销210万美元存货，亏损为95.8万美元，同时指出这一季度的手头订单和新接订单都下降。股价继续到9月10 1/2美元间浮沉。

到了5月31日，我已为客户，接着为自己买了2.7万股以上，成本只有29.5万美元左右，占发行在外总股数的1.3%以上——PSR值低的股票，不需要太多钱就能买到很多。（接下来几年，有几次我又逢低承接。）

图 15-4

### 加州微波公司买前 估价—预测单

1980年4月23日

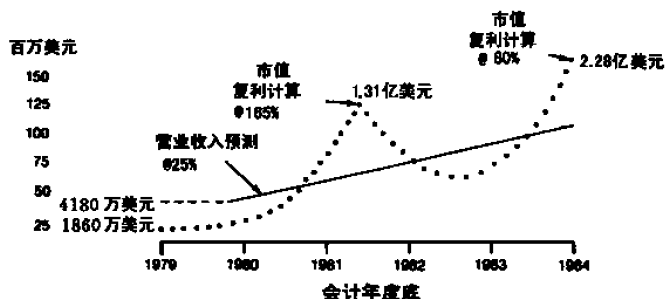
通过  
OTC: H&Q, LFR  
买进

1. 加州微波有 206.3 万股股票，每股价格 9 美元。市值 = 1,860 万美元。
2. 最近 12 个月的营业收入 = 4,180 万美元  
PSR 值 = 0.44 可以  
最近 12 个月的研究开发费用 = 260 万美元  
PRR 值 = 7.2 可以

### 结论

1. 除非第四季卫星事业和 CA-42 取代 CM41 的颓势，股价可能下跌。1981 会计年度前两季如果续有亏损，股价可能下跌。
2. 未来五年，营业收入平均成长率很容易达到 25%。
3. 36 个月，加州微波的平均净利润率应能达到 5%。

### 预估值



4. 有一天这只股票的价格应为营业额的 2.0 倍，也许等到 1981—1982 年，或 1984 年。
5. 如果利润率为 5%，PSR 值为 2.0，则市盈率率为 40，相当高，但在多头市场不无可能。
6. 如果我要买 30 万美元，而在买进的过程中，股价涨到 12 美元，则我的平均成本是 10.5 美元左右。因此我会买加州微波约 28,500 股，占总股数的 1.4%。

### 乘浪而行

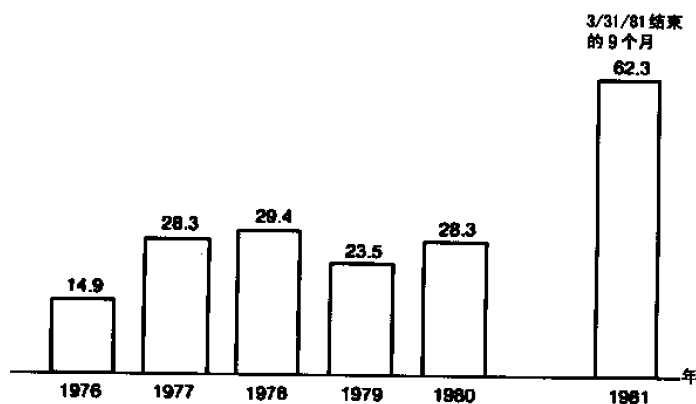
\*\*\*\*\*

从 1980 年 5 月起，股价愈来愈高，每一季度都比前一季度高，涨势整整 1 年没有停歇。加州微波的营运状况稳定改善。我最后一次大量

买进之后一年，股价已达 32 美元——约是我的买进成本的 3 倍。这只股票为什么有那么好的表现？首先，因为价格太低，所以上涨。加州微波是家杰出公司——超级公司。任何超级公司的 PSR 值只要低于 0.75，都算很便宜。本来喜爱这只股票的华尔街，对它不屑一顾，但他们终于了解这家公司没有那么差——接下来又发现它相当好。这种态度上的转变，需要时间。是什么因素使得投资人的态度转变？

一个重要的影响因素是加州微波的可交货手头订单增加。图 15-5 是 1980 年 6 月 30 日止 5 个会计年度，每年年底的手头订单，以及 1981 年 3 月 31 日止 9 个月的手头订单。很明显的可以看出利森又再关注他的事业。接单率大增。整个 1981 会计年度，新接订单和手头订单逐季稳定增加。华尔街对加州微波的期望本来没有那么高。

图 15-5 加州微波公司的手头订单（百万美元）



公司宣布手头订单大增的日子在 6 月 4 日 (490 万)、8 月 29 日 (820 万)、9 月 12 日 (310 万)、10 月 15 日 (660 万)、10 月 16 日 (150 万)、10 月 20 日 (130 万)、11 月 7 日 (690 万)、12 月 16 日 (1,550 万)。不到 6 个月内，手头订单从 2830 万美元增加到 6800 万美元。对 1 年营业额约 4000 万美元的公司来说，这是相当大的增幅。

所有这些好消息出人意料之外，股价只有上涨一途。在一段时间落差之后，营业额随着订单而成长，盈利跟着水涨船高（参考第一章和第二章有关这个过程的解释）。图 15-6 和 15-7 显示营业额和盈利的成长情形。



图 15-5 加州微波公司的手头订单内容 (百万美元)

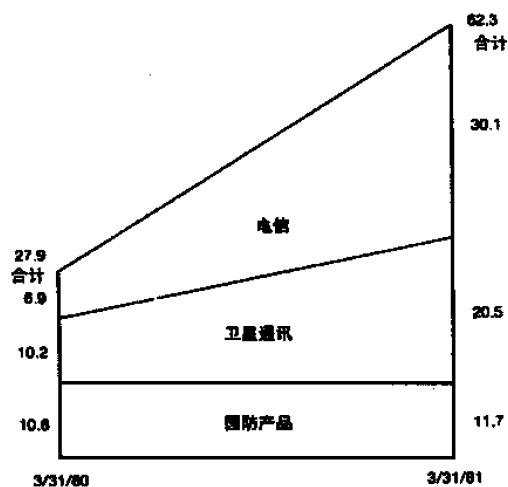


图 15-6 加州微波公司的营业额 (百万美元)

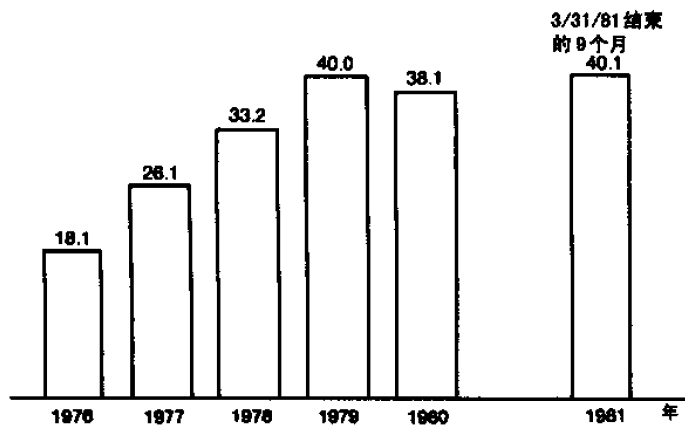
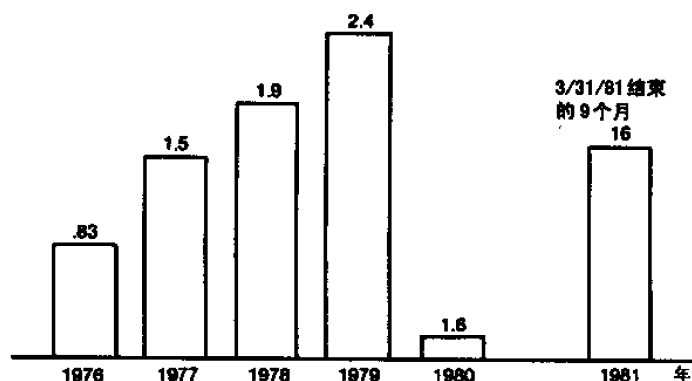


图 15-7 加州微波公司的纯益 (百万美元)



## 新 血

|||||

1980 年秋，加州微波再聘进两位高层经理人：弗雷德·斯托克 (Fred Storke) 任新设的工程副总裁兼首席技术官 (CTO)，乔治·斯皮兰 (George Spillane) 接任财务副总裁兼首席财务官 (CFO)。斯皮兰是新面孔，“因失望而怪罪公司”型的投资人，可以找他，因为他和“使他们大失所望的过去”没有关系。

1981 会计年度初的利润率，不合超级公司的标准。不过那是因为新产品的利润率一向较低的缘故；任何产品生命周期的早期阶段，常有这种情形（见第一章和第二章）。许多产品线的利润率偏低同时出现，卫星地面站和 CA-42 产品尤其如此。但是股价劲扬，因为华尔街本来预期公司不会有盈利。

1981 年 1 月 19 日，加州微波公开发行股票，卖出 44 万股，每股 20.25 美元，筹措到 820 万美元资金。盈利阵痛发生之后不久发行股票，在超级公司中相当常见。（第十四章佛贝提姆的个案有类似例子。）管理层视筹措资金的机会如一鸟在手。他们晓得，稍后再发行股票或许可以筹得更多资金（一鸟在林），但宁可立即取得资金注入公司。由于以前的问题拖了很长的时间，公司备受痛苦，亟需保有资金，增加安全感。

他们本身也不敢肯定将来不会再有更多问题发生。

接下来几年，公司业绩稳定提升。以下是 1983 年 6 月 30 日止 5 个会计年度的营业额和盈利。

| 年        | 1983   | 1982  | 1981  | 1980  | 1979  |
|----------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业额 (美元) | 101209 | 88615 | 56971 | 38066 | 40036 |
| 盈利       | 5375   | 4154  | 2521  | 158   | 2368  |
| 每股盈利     | .65    | .52   | .35   | .02   | .39   |

注：除每股盈利外，所有的数字均以千美元为单位。

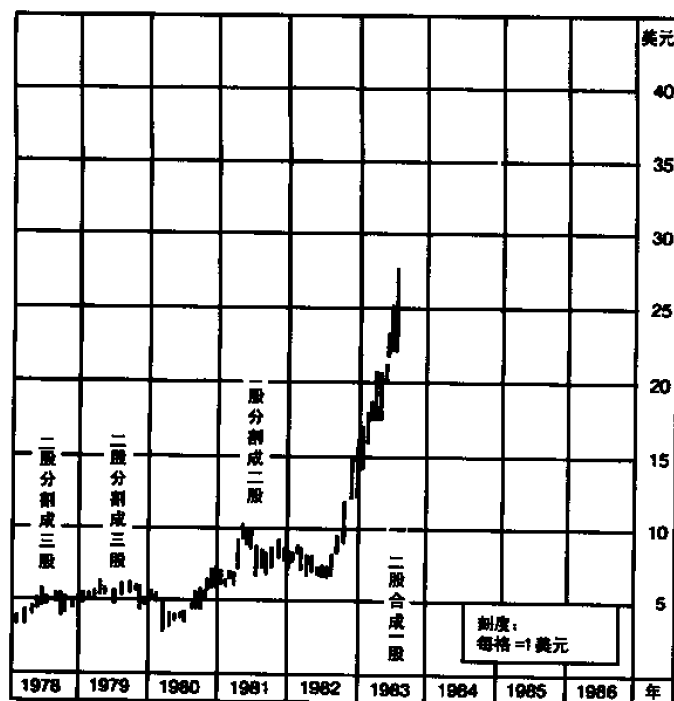
1980 年以后的改善情形十分显著。拿些数字和 1975 年到 1979 年的数字比较，1980 年似乎是加州微波从 1000 万美元的小公司成长为 1 亿美元以上的大公司，整个过程中的典型阵痛期。

1979 年 12 月 ~ 1980 年 9 月，经纪公司有关这家公司的报告少之又少。此后，盈利回升，加州微波股票渐获华尔街注意。正常的回档过程结束后，1982 年大部分时候，股价踟蹰不前，在大空头市场的环境中略微走软。但这时公司继续成长。

1982 年夏，公司股票市值达 6600 万美元，是 1980 年春市值的三倍半以上，但和 9000 万美元的营业额相比，PSR 值仍只有 0.74。这是另一个买进良机。

1982 年 8 月多头市场开始时，加州微波的股价激增。图 15-8 显示股价从 3 美元（后来股票分割，这个价格经过调整）涨到 27 美元的过程——前后 3 年又一季，股价涨了 8 倍——经复利计算，每年报酬率高达 97%。这是低价超级公司——超级强势股——的典型故事。

图 15-8 加州微波公司



资料来源: M. C. Horsey & Company, Inc., P. O. Box H, Salisbury, MD. 21801。

## 每个人都喜欢结局圆满

+++++

这个个案的最后几页(图 15-9)是《电子商业月刊》(Electronics Business)的一篇文章,说明了加州微波亮丽的未来。正如前述,加州微波的历史并非一直明亮。站在加州岸边的每个小伙子都知道,各种条件都正确时才能冲浪。要乘加州微波的浪前行,PSR 值必须偏低才行。

## 圖 15-9

## Future Looking Brighter at California Microwave

After a rocky fiscal 1980, revenues and profits have rebounded and a single-sideband radio could become a major new line.

Life in the fast lane isn't without its bumps and detours. Since its founding in 1968, California Microwave Inc., based in Sunnyvale, Calif., had set a rapid growth pace, piling up 25 percent compounded annual growth of both sales and earnings. The company seemed likely to continue growing at that rate—until it collided with its 1980 fiscal year.

A pre-tax inventory writedown of \$2 million, accelerated production startup costs in its satellite-communication business, and a drop in sales stemming from completion of continuous production of its CMI-41 microwave-radio-modernization product combined to shrink 1980's profits to \$158,000 on sales of \$38.1 million from the prior year's net income of \$2.4 million on \$40 million gross.

Those figures forced a period of self-assessment. The problem, the company determined, was strictly internal: What was needed was a tightening of management and operations. CMI hit that bullet, and its finances appear to be improving. For fiscal 1981, sales reached nearly \$37 million and net income shot up to \$2.5 million.

In fiscal 1981, CMI also booked orders at a record rate, acquired a satellite supplier in which it had been a venture investor, raised through a stock offering \$8.2 million used to trim bank debt by \$6 million and provide working capital to fund future growth, and distributed a 100 percent stock dividend in the fourth quarter.

Further signs that the recovery is complete come from results midway through fiscal 1982: Earnings jumped 106 percent in the second quarter on an 83 percent gain in sales. For the half, net income increased 92 percent 59 \$1.8 million, net per share advanced 55 percent to 34 cents, and volume was up 65 percent to just under \$41 million—greater than total sales for any prior fiscal year.

## Keeping a Rein on Expectations

As hounded as he has reason to be, David Leeson, a company founder and CMI's president, chief executive, and chairman since it opened its doors 14 years ago, keeps a tight rein on his enthusiasm, seasoning it with the caution painfully learned through the trials of 1980. "I remember the nasty lesson of letting expectations get out of hand," he says.

Tough as things were in 1980, however, Leeson says the company was not in danger of going under. "Psycholog-

ically we were severely dented, but our balance sheet was never at risk," he states. "There never was a point when going down for the third time was an issue. The key issue was stiffening our backbone and turning this thing around."

Because it supplies the same technology to different kinds of customers, CMI is decentralized on a market basis. Thus "each of our groups was put in a position [of having] less good news to report than we had convinced ourselves was possible, so there was tremendous pressure to look at the most optimistic side," Leeson recalls. "That inevitably gets you into trouble, and that's the bottom line of what we did to ourselves."

He puts no blame on outside influences or factors. "We got ourselves in trouble on our own," he says, "and we got ourselves out of trouble." Analysis of the setback and what caused it prompted creation of an environment in which "everybody could be cheerfully honest, so the bad news and the good news both could come out and we could sort out where we are and go on from there," Leeson says.

One remedy was to separate operational and financial controls. Leeson says, nothing that the former tends to be a critical discipline, the latter a nurturing one. "It's difficult for one person to do both, so we separated those functions," he explains. CMI also reduced expenses, made organizational expenses, made organizational changes to beef up management, and strengthened financial controls, particularly at the division level.

In letting expectations get out of hand, the company made what Leeson calls short-term mistakes "that centered on an eagerness to rush ahead when our markets weren't quite ready to provide us with that kind of business growth."

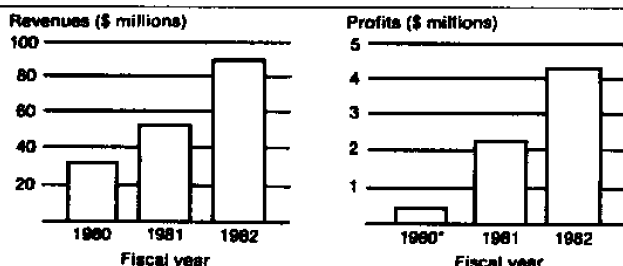
Nevertheless, he stresses, "our basic strategy was and is very sound. The business we were in, we're still in. If I had it to do over again, I'd make sure we put less pressure on ourselves so that internally bad news could flow as easily as the good news, and problem areas could be pinpointed to prevent them from being killers when finally brought to light."

## At Technology's Forefront

Still small, with sales of less than \$100 million expected for the year ending June 30, CMI is "really in the forefront of the technology in the radio-microwave business," says James McCabe, first vice president for research at Dean Witter Reynolds Inc., in New York. The company is working on upgrading the microwave equipment of the Bell System—CMI's biggest customer and for which it also supplies satellite earth terminals. CMI is one of the few outside suppliers to American Telephone & Telegraph Co.'s Long Lines Department.

AT&T has done two major rebuilds of its microwave system over the past five years. For the first rebuild, CMI received 90 percent of the business, with AT&T's own Western Electric the standby supplier, McCabe notes. "That indicates the degree to which AT&T depends on CMI," he says.

图 15-9 (续)



Note: Chart updated to reflect full-year results.

\* 1980 profits were affected adversely by a proven withdrawal of \$2 million and accelerated production startup—costs for a new product line.

Source: California Microwave Inc.

"The next stage will be AT&T putting in single-sideband radio, and my bet is that CMI will end up putting in most of it," McCabe continues. "That's going to drag on for six or seven years, and CMI's outlook is quite good for that part of its business."

Through its defense products, CMI also has a close working relationship with the U.S. government, another major customer. "CMI's good at what it does, and it's still a small company with it's still a small company with a lot of growth ahead," McCabe believes. "It's selling products to those pipelines now, and the trick is to develop new products to sell through existing pipelines and new products for new pipelines."

Analyst Bruce Schatz of San Francisco investment firm Hambrecht & Quist considers CMI "an important innovator" in microwave—telecommunications equipment for both commercial and defense markets. He emphasizes the company's successful expansion of its capabilities from its core signal processing business into new, related microwave—product areas.

These include analog microwave—radio—modemization systems, commercial and defense satellite communications, digital earth terminals, digital (or T—carrier) telecommunications instrumentation, defense radar instrumentation, and electronic intelligence equipment.

CMI's sales strategy centers on a dedicated marketing approach to customers requiring large volumes in dollars and a close working relationship to develop products for their needs. In CMI's three product areas—telecommunications, satellite communications, and government electronics—that strategy lays on customers such as AT&T and various departments and agencies of the U.S. government, with emphasis on the sale of systems rather than components or subsystems.

Until last year, telecommunications was CMI's largest sales sector. In fiscal 1981, it accounted for 33 percent of CMI's revenues, down from 47 percent the year before and 54 percent in 1979. Schatz foresees telecommunications bouncing back to a 48 percent share of sales in the current year.

Surpassing telecommunications to become CMI's top revenue producer in fiscal 1981 was satellite communications. It accounted for 43 percent of last year's sales, up from 15 percent in 1980 and in 1979. Behind the segment's performance was CMI's 1980 acquisition of the remaining interest in Satellite Transmission Systems Inc. (STS), a supplier of turnkey digital satellite earth stations, and increased sales of sat-

ellite receiver-only earth stations and two-way voice terminals. This year, satellite—communications revenue's probably will make up 32 percent of CMI's total.

Government defense communications, CMI's third product area, accounted for 24 percent of 1981 sales, compared with 38 percent the prior year, 31 percent in 1979, and an expected 20 percent this year. In CMI's earlier years, its government business was as much as 60 percent to 80 percent of the total. Lescon would like it to settle at 35 percent. He says CMI stands to gain from the Reagan Administration's proposed major increases in U.S. defense spending: "The parts of the defense budget we relate to are the communications and intelligence sectors, and those areas' not subject to the wild variations you see, for example, in weapons systems," Lescon says.

#### Expanding the Customer Base

Last October, STS was picked by Citibank to supply the major satellite earth stations for its corporate satellite—transmission network. Completion of the first four Citibank earth stations is set for September. Communications services will include voice, message record, data and teleconferencing.

Lescon foresees CMI expanding its business in corporate satellite networks similar to the one being set up for Citibank and for other companies with enough capital to install their own equipment. He also foresees selling to AT&T competitors, such as MCI, and looks to a pickup in business from cable and network TV program origination by supplying satellite terminals. Over the past year, CMI's sales to the cable TV industry were only 5 percent to 10 percent of the total. But the Associated Press is a big customer for small satellite terminals, and Lescon predicts that eventually "just about every newspaper will have one of ours."

McCabe of Dean Witter sees CMI earning around 83 cents a share this year on sales of about \$90 million, rising to a net of \$1.10 a share and sales of \$110 million in fiscal 1983. Lescon doesn't agree with those projections, but he doesn't offer his own forecasts either. The outlook for the communications industry is healthy, and although it's holding its own through economic recession, Lescon is cautious and restrains his optimism. He doesn't intend to let expectations get out of hand again.

Arthur Garcia

资料来源: Reprinted from *Electronics business*, August 1982.





# 附 录



## 附录一

# 访问企业管理人员应问的 35 个标准问题

以下所列问题并没有把所有问题穷尽,而只是访问企业管理人员通常需问的问题。其他和公司有关更为特定性的问题,几乎非问不可。访问途中,浮上心头的其他问题以及一时心血来潮想问的问题,都可以问。

### 引 言

\*\*\*\*\*

1. 金融界内有哪些人追踪注意贵公司,你觉得他们对贵公司所持的态度为何?
2. 请画一张基本的组织图,让我了解贵公司的组织结构,以及各重要主管所负的职责。

### 营 销

\*\*\*\*\*

3. 请依产品类别把贵公司的市场分类。
4. 为什么顾客买贵公司的产品,而不买竞争同业的产品?
5. 贵公司产品的技术层次为何—贵公司使用什么样的技术?
6. 贵公司如何执行销售业务—产品如何卖出去?
7. 从找到潜在顾客,到最后成交,需花多长时间?
8. 贵公司的市场中,是不是有重要的区域未打进?
9. 依产品细分,贵公司的市场占有率如何?最主要的竞争同业的占有率又如何?你认为谁是最强的竞争对手?
10. 贵公司目前的市场占有率和几年前相比如何?
11. 过去两年,是不是有新的业者打进贵公司的市场?

12. 各类产品如何定价——以前,削价竞销是不是重要的因素?
13. 除了损益表列示的顾客群,是不是有相当大的营业收入来自其他顾客群?
14. 以往各季度新接订单和手头订单的情形如何(只在公开发表的信息未披露时才问)?
15. 除了新接订单和手头订单反映的季节性之外,贵公司的业务是不是有其他的季节性?
16. 贵公司有经营业务的5个最大海外国家和5位最大客户的购买金额,请说明大略水准。
17. 海外的营销工作是否与国内不同?
18. 请说明贵公司中产品构想从最初孕育到开始交货的过程。
19. 贵公司一般业务员大约领多少钱?其中又有多少来自销售佣金。
20. 贵公司一般业务员的年资多长?进入贵公司之前在哪里服务?你如何雇用到这些人?

## 整体/策略

\*\*\*\*\*

21. 贵公司的长期目标是什么?
22. 贵公司的长期利润率目标是什么?计划如何达到这些目标?
23. 未来几年,你希望损益表中的各项目间有什么样的相对变化?
24. 未来几年,贵公司的经营计划中,会不会有重大的收购或撤资行动?
25. 你是否预期高层管理幕僚群中将增添重要的职能?
26. 请讲讲每位高层管理人员,说明他们最强和最弱的地方。比方说,总裁最擅长的是不是营销,次强的领域以及弱点在哪里。
27. 未来几年,贵公司有什么样的资本支出计划,以及计划强调哪些特定产品领域?
28. 过去几年,是不是有高级主管离开公司(拿10-K报表相互对照)?离职的理由?离职后去哪里?
29. 董事会中哪些董事最活跃,哪些最不活跃?(你可能认为管理

层不太愿意回答这个问题，我却发现很少如此。)

30. (只在公开发表的信息中找不到时，才问这个问题。)

请回顾每个职能领域中的员工数：

今年                  去年

研究发展

营销

外勤销售

服务

生产

财务

其他

### 琐碎但重要的问题

\*\*\*\*\*

31. 未来几季度和几年，研究开发支出占营业额的比率会提高还是降低？
32. 目前的研究开发经费用在哪些领域？
33. 销货成本中有多少属于制成品的采购，有多少来自内部的生产 and 组装？
34. 是否有任何重要零部件只有一两家供应商，而这些供应商可能缺货？
35. 是不是有什么问题我应问而未问？(如果他们不能提出一两项，则不是不够聪明，就是不够坦率。)



## 附录二

表 A2-1 汉查公司 1983 年 2 月统计汇总资料中价格营业额比率和公司规模的关系

| 过去 12 个月的<br>年营业收入<br>(百万美元) | 介于以下价格营业额比率的公司数目 |        |        |        |        |        |        |       |     |  | 总数  |
|------------------------------|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-----|--|-----|
|                              | 0-0.99           | 1-1.99 | 2-2.99 | 3-3.99 | 4-4.99 | 5-5.99 | 6-9.99 | 10-20 | 20+ |  |     |
| 0-50                         | 4                | 4      | 10     | 4      | 0      | 2      | 9      | 3*    | 1+  |  | 37  |
| 50-100                       | 1                | 6      | 6      | 5      | 1      | 1      | 3      | 0     | 0   |  | 23  |
| 100-200                      | 4                | 6      | 5      | 1      | 3      | 1§     | 0      | 0     | 0   |  | 20  |
| 200-300                      | 1                | 3      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0     | 0   |  | 4   |
| 300-400                      | 1                | 1      | 1      | 3      | 0      | 0      | 0      | 0     | 0   |  | 6   |
| 400-500                      | 1                | 3      | 1      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0     | 0   |  | 5   |
| 500-600                      | 1                | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0     | 0   |  | 3   |
| 600-1000                     | 1                | 1      | 1      | 1#     | 1*     | 0      | 0      | 0     | 0   |  | 16  |
| 1000 以上                      | 8                | 5      | 2++    | 1++    | 0      | 0      | 0      | 0     | 0   |  | 16  |
| 总 数                          | 22               | 29     | 26     | 15     | 5      | 4      | 12     | 3     | 1   |  | 120 |

\* Genesetech、Home Health Care、Intecom  
 + Centacor  
 † Cullinet、Seagate、convergent Tech  
 § Tandem  
 || Intel  
 # Apple  
 \*\* MCI  
 ++ HP、AMP  
 ++ Wang

表 A2-2 汉查公司 1983 年 5 月统计汇总资料中价格营业额比率和公司规模的关系

| 过去 12 个月的<br>年营业收入<br>(百万美元) | 介于以下价格营业额比率的公司数目 |        |        |        |        |        |        |       |     |  | 总数  |
|------------------------------|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-----|--|-----|
|                              | 0-0.99           | 1-1.99 | 2-2.99 | 3-3.99 | 4-4.99 | 5-5.99 | 6-9.99 | 10-20 | 20+ |  |     |
| 0-50                         | 2                | 6      | 9      | 3      | 2      | 2      | 8      | 9     | 2*  |  | 43  |
| 50-100                       | 0                | 8      | 3      | 6      | 1      | 0      | 5      | 1+    | 0   |  | 24  |
| 100-200                      | 2                | 5      | 5      | 4      | 3      | 1+     | 1§     | 0     | 0   |  | 21  |
| 200-300                      | 1                | 3      | 2      | 0      | 0      | 1      | 0      | 0     | 0   |  | 7   |
| 300-400                      | 1                | 3      | 1      | 2      | 0      | 0      | 0      | 0     | 0   |  | 7   |
| 400-500                      | 0                | 1      | 2      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0     | 0   |  | 3   |
| 500-600                      | 1                | 2      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0     | 0   |  | 3   |
| 600-1000                     | 1                | 2      | 1#     | 0      | 1*     | 0      | 1++    | 0     | 0   |  | 6   |
| 1000 以上                      | 3                | 9      | 2++    | 1§     | 0      | 0      | 0      | 0     | 0   |  | 15  |
| 总 数                          | 11               | 39     | 25     | 16     | 7      | 4      | 15     | 10    | 2   |  | 129 |

\* Centacor、Apollo Computer  
 + Convergent Tech  
 + Intergraph  
 § Diamond  
 || Tandem  
 # Intel  
 \*\* Apple  
 ++ MCI  
 ++ HP、AMP  
 || Wang



## 附录三

### The one that Almost Got Away

By Kathleen K. Wiegner

Verbatim is a classic example of how quickly a promising company can outgrow its founders. Moral: An imaginative scientist can be a lousy executive.

For five years prior to 1979, Reid Anderson's Verbatim Corp. turned in the kind of dazzling performance that makes small, high-tech companies so sexy. Sales grew from \$4.3 million to \$36 million, earnings from \$260,000 to \$2.3 million. Return on equity averaged well over 30 percent, with debt a mere 6 percent of total capital. No wonder that when Verbatim went public in 1979 the stock quickly rose from 17 to 29, a hefty 23 times earnings.

But then, suddenly, the magic went away. By 1981 net had dropped to \$1 million, return on equity was only 6.6 percent, debt was 45 percent of total capital, and the stock sold for just \$12. What went wrong with Verbatim? It's a familiar story. Founder Anderson says success made him complacent.

Verbatim makes flexible computer storage disks, floppies as they are called in the trade. Floppies resemble thin plastic 45 rpm records. Inside a small computer, however, these shiny black "records" play very sophisticated tunes, since a floppy's magnetized surface can be encoded with instructions. While the smaller floppies cannot store as much information as magnetic tape reels, they are cheaper, quicker and easier to use, and thus they make ideal storage units for desk-top computers and word processors.

Some \$500 million worth of floppies were sold last year, and that figure is expected to double by 1985. Customers range from small software companies and personal computer makers, like Apple and Tandy, all the way up to big mainframe manufacturers like IBM, Burroughs, and Digital Equipment. Kids even buy floppies to copy a friend's video game, since a blank disk goes for only around \$5 at retail, versus, say, \$30 for a prerecorded game. Of the more than 20 companies that sell floppies—including 3M, Memorex, Dyan, and, to a limited degree, IBM—Verbatim, with over 23 percent market share, is the largest.

Reid Anderson started Verbatim when he was 51 and had spent 24 years working for others in corporate research laboratories. Seventeen of those years were at Bell Laboratories, the ivoriest of towers, working on electronic switching and storage devices. He also spent two years at NCR and five more at Stanford Research Institute developing new products. His credentials as an electronic engineer were impeccable, but he was an unlikely entrepreneur.

It was at SRI that Anderson then 46, got bitten by the start-your-own-company bug. "We were developing products, essentially starting new businesses for various companies, so I decided to do it myself. I'd thought about it back when I was at Bell Labs and then at NCR, but when you're in a big company like that you kind of get comfortable and don't take risks." Smaller, more entrepreneurial SRI shook him out of his lethargy, however. All of which shows that it's never too late.

An amateur musician who plays the clarinet, Anderson had designed a transistorized metronome/tuner. Inspired by what others had been able to do with the products he developed at SRI, he decided to go into business for himself making metronomes for fellow musicians. After being in business just three years, however, he discovered that he had saturated his tiny market. After that he went into partnership with Ray Jacobson, a business consultant, making acoustic data couplers, devices that permit computer data to be transmitted over dial telephone lines. Meanwhile, Anderson, remembering the work he had done at Bell Labs, decided that magnetized tape in cassettes would replace paper tapes. His partner didn't go along, so Anderson left Anderson-Jacobson. He took out a loan, and with money from several relatives and friends, he started making data cassettes as Information Terminals (later renamed Verbatim).

But Anderson soon discovered that he was in the wrong product. Data cassettes themselves would soon be replaced by faster 8-inch floppy disks, introduced by IBM in 1973, just four years after Verbatim's founding. Anderson asked IBM if he could license the new floppy disk technology. IBM, more interested in selling million-dollar computers than \$5 disks, said yes. Verbatim was off and running.

By 1979, at age 62, Anderson was worth \$14.7 million on paper.

But then came the almost fatal complacency. By 1981, Anderson was in trouble. Verbatim's problems started with a small oversight. Every floppy disk comes in a black plastic jacket, lined with a soft lubricated cloth—like liner that protects the disk and keeps it flexible. Verbatim changed the liner material for the jackets without doing proper testing. The new liner caused disks to fail after a short period of use because they absorbed too much lubricant, causing the disks to dry out.

Then the mistake was compounded when the company changed the chemical coating on the disks' magnetic surface. That caused Verbatim floppies to eat out even faster. The only solution was a massive recall. In 1980 and 1981, the company was forced to establish a \$1.5 million reserve against returns.

Fortunately, the problems were concentrated in Verbatim's slower-growing line of 8-inch floppies. Its newer 5¼-inch line was unaffected. But market share in 8-inch floppies dropped from around 45 percent to 15 percent and has never recovered.

Clearly there was something seriously wrong. Anderson had not installed adequate controls. New designs had been rushed into production without adequate testing. Customers' orders got mixed up. Some delivery schedules were missed altogether. Anderson's penchant for straying off into new technologies had the company heavily committed to an expensive development program. That involved the more costly rigid disk that can store larger amounts of information in equivalent space. Trouble was, the computer makers themselves decided to make rigid disks. So did the Japanese.

In fiscal 1980 (ended June 30) the company took a \$2.3 million write-off on rigid disks. Earnings dropped 43 percent for that year alone. Verbatim's board finally acted. They brought in Malcolm Northrup, a seasoned technology manager from Rockwell International's semiconductor division, as chief executive in January 1981. Anderson, who still owns over 20 percent of the stock, was left with only his chairman's title. Says Northrup: "The company needed leadership, new controls, a management structure."

To provide that, Northrup brought in a new vice president of marketing from Memorex, one of Verbatim's competitors. Verbatim's

manufacturing and testing procedures were automated. A new high-quality disk brand named Datalife was introduced with a five-year warranty, a first for the industry. The medicine worked. Once known as a low-cost volume producer of disks, Verbatim began to acquire a reputation even among its formerly disenchanted customers as a top-quality producer. Soon Northrup had the company back on track. Verbatim closed out its 1982 fiscal year with sales of \$85 million, up from \$54 million the previous year, and with income at a healthy \$9 million, up from \$1 million.

The founder is gone now, and Northrup, at 43, is running the company. His job is no sinecure. Verbatim has its hands full staying on top of fast-changing technology. At the moment, the small computer industry is all about another downward-size shift—to 3-inch or 3½-inch disks. Northrup thinks that the most serious threat in this potential market will come from the Japanese. Companies like Hitachi Maxell, TDK, Sony, and Fuji Photo Film, which are all experienced in making magnetic tape, have been talking about getting into the floppy business as a logical extension of their product line. If they were to grab significant market share during the downshift to smaller disks, Verbatim could be stranded with dominance only in older lines.

So Northrup, while keeping a sharp eye on costs, is committing 6 percent of sales this year to R&D, increasing to 9 percent of sales over the next five years, and spending in excess of \$10 million for a fully automated plant in North Carolina, which will eventually make these new microdisks. To finance all this, Northrup will have to keep his debt up and may have to make a fresh trip to the equity markets.

And what of Anderson, the man who started it all? He is spending most of his time with several start-up companies he has invested in. "If I saw something really exciting, I might do another company," he says a bit wistfully. But perhaps next time he will be smart enough to let someone else run it for him.

Reprinted by permission of *Forbes Magazine*, January 31, 1983. © *Forbes Inc.*, 1983.



## 附录四

# 让物料有进展

我个人的经验是强化营销的重要性高于研究发展。物料进展公司 (*Material Progress Corporation, MPC*, 位于加州圣罗莎) 在一次激烈的董事会议后, 总裁挂冠而去。我在这家公司一直有很大的投资。现有员工中, 没有接替空缺、经营公司的当然人选。大部分董事都非当地人。董事会希望通过正式渠道, 从外面找到一位总裁、董事长兼执行长。可是这事要花好几个月时间, 于是他们请我暂时兼任董事长和执行长。

我的首要任务是找到接替人选。高层主管的甄选, 你永远不知道需花多少时间, 甚至能不能找到合适人选, 都在未定之中。我必须做最坏的打算——我可能必须掌舵一段很长、很长的时间。我所做的第一件事, 是请西岸的高层主管猎头公司戴维·鲍威尔公司 (*David Powell, Inc.*) 代劳, 接下来开始审视我必须其中工作的公司环境。

*MPC* 失血很严重。营业额减退, 亏损如滚雪球般, 每个月超过 8 万美元。公司也没有新产品即将推出, 以挽颓势, 而且没有正式的研究或工程单位。公司有做工程方面的工作, 但只到某种程度, 毫无组织可言。*MPC* 生产精密电子原物料, 希望扩展现有技术到新市场领域 (有些已有定义, 有些还没想出来)。现有产品生产线所用的技术不错, 但不突出。

现任技术副总裁很能干, 所以我的工作轻松许多。我给了他一些很明确的目标, 并稍微指导一下如何处理若干人际关系, 因此, 我们能在两个月内创立一个正式的工程单位, 负责三件重大的开发案。我们以相当快的速度改良一些很好的技术, 用在现有市场。再下来几个月, 我们又加了几件专案。但是这些专案的潜力都不够——我们的市场太小了。公司所选的市场一开始就没有彻底想清楚。这家公司需要做更多的事情。

公司自认为是“水晶成长”公司, 供应精密晶状电子原物料, 生产一些

很特殊的发声产品。水晶是在高温炉中培养,然后依顾客的要求制成精确的形式。制造过程使用 MPC 独家发展出来的技术,叫做“双面抛光”——把小面板抛光成非常扁平的平行面。它们必须有很好的表面品质。允许误差很小——以微米计算。虽然公司培养水晶的工作做得不错,我发现它的声誉有赖于高品质的制程。

水晶如果做得不怎么样,但加上高超的制造过程,在顾客眼中,比很好的水晶用普通的制造技术生产要好。这有点像生产钢制零件:钢品中的含碳量稍微有点出入,重要性不如零件必须完美套进另一个部件。我看到我们的制程很出色,因此想到不应划地为牢于水晶市场,也不应视自己为水晶培养商。

相反,我们必须寻找需要抛光的产品。把这个信息传达给整个公司之后,有人马上想到可以抛光 5¼ 吋的温契斯特式磁盘。单单这个市场,就比公司其他所有的市场加起来还大。而且这一方面,我们还有独家技术。磁盘的抛光不是我想出来的,我只是把如何以己所长用于开拓新市场的观念灌输下去,其余由员工去做。

那个构想产生之后,只花了一年左右的时间便打进新市场——因此,技术开发显然不是那么困难。那一年大部分时间,都用在确保大家深入了解那个市场。通过客户的评估——这是一种直接的信息反馈——我们确定自己的产品的确很独特。只有与潜在顾客互动,我们才能确定那个市场和我们的所想的一样大,而且确实知晓如何定价。

戴维·鲍威尔公司的猎头专家,终于替我们找到一位理想的总裁,我因此脱身而出。5¼ 吋磁盘的抛光现在是 MPC 的主要业务。我们需要的是从市场和营销的角度,正确看出自己能够做些什么。要不是当初有那种思考上的转变, MPC 很可能到现在还在花研究开发经费,设法开拓旧有的水晶市场,而且一事无成。了解市场机会何在,研究经费就能用在刀刃上。成功的钥匙在于营销,不是技术。

## 附录五

### 还没发生的个案

我有个渴望——一种幻想，甚至可说是噩梦。渴望着找到一家高级格营业额比率(PSR)的小型科技好股。它的股票市值是营业额的10倍以上。或许那是 *Convergent Technology*，也或许是 *Digital Switch* 或 *Intecom* 公司。在那家公司的总部，有一位急着成功的首席执行官坐镇指挥。

他叫大条先生，孜孜不倦，勤学敬业——在研究所读了好几年书，取得商学和电机工程学位。进入国家商务机械公司(*Integrated Bogus Makers, IBM*)之后，力争上游，在这家公司的全球王国各地做过事。最后，他自创公司，取名为迪吉康公司(*Digicom Consuitchronics*)，替生物基因学家编写电脑软件；这些生物学家想要复制抗体到网络中，提供智慧给未来的人工电脑。这个市场很小，但《高科技》(*High Technology*)杂志说，这是切片面包问世以来最热门的东西。

这家公司去年的营业额只有5000万美元，但股市投资人一定看过《高科技》的报道，使得它的股票市值高达6亿美元(PSR值=12)。账面上，大条先生的身价很高，但实际上，他晓得，如果他卖掉持股，价格一定暴跌。毕竟，连总裁都不想持有股票，谁想持有？大条先生知道他拥有未来。有一天，迪吉康会是巨型公司。但为什么得等到那一天？他想要全世界，现在就要。

在商学院，他和中庸先生是好朋友。中庸先生还在国家商务机械公司做事。事实上，中庸先生是公司里顶尖问题解决高手。国家商务机械公司的某事业部一有问题，总是派中庸先生前去解决，速度之快，快到你还没说完“IBM”三个字，所有的问题都已迎刃而解。大条先生一直对中庸先生有很高的评价。其实，他很希望挖墙角把中庸先生挖到迪吉康公司。他想要全世界，现在就要。

大条先生突然想到一个点子,拟好计划,取名“空袭作战”(Operation Blitz)。他请来中庸先生,答应让他当副总裁,其他好处不胜枚举。有了中庸先生首肯,他的“空袭作战”准备就绪。他请西岸一家小型投资管理公司,找出符合以下条件的所有股票上市制造商:

营业额介于 5000 万到 1.5 亿美元之间。

PSR 值介于 0.0 到 0.15 之间。

目前没有任何股东团体拥有过半数股权。

拿到名单之后,大条先生挑出十个目标,每家公司看起来都有点像睡狗,目前都处于亏损状态,而且都有相当大的债务。整个合起来,大条先生认为搭配得很好。他带着这 10 家公司的名单,去见他的企业法律顾问干净先生,宣布想把这些公司买下来,而且是买整家公司。干净先生说“很好”,并问要先买哪一家,以及收购行动的资金从哪里来。(大条先生一直对干净先生有点不放心。)大条先生慢条斯理但语气坚定地说,全部买下来,而且是 7 天后同一天买,以股票交换的方式收购。

干净先生心脏病立即发作。葬礼举行完毕,大条先生另请法律顾问。星期二,他采取了行动。太平洋标准时间上午 9 时,迪吉康宣布出价同时收购 10 家公司,它们将是新的工业事业部的核心,由新的副总裁中庸先生掌舵(中庸先生宣布辞去国家商务机械公司的职务)。

整个加起来,这 10 家公司的营业额达 10 亿美元,股票市值是 1 亿美元。迪吉康提议以新发行(正是为了这件事而发行)的 1.5 亿美元股票和它们交换,使它们的市值增加 50%。这些公司的许多股东做梦也没想到能摆脱这些睡狗。10 家公司的股东反应强烈——虽然 10 家公司的经理人不高兴。

一夜之间,大条先生成了一家营业额高达 10 亿美元的企业王国的首席执行官。一夜之间,证券交易委员会(SEC)的执法主管心脏病发作,此后没人再听过他的名字。大条先生终于得偿宿愿,请到老友中庸先生效力。中庸先生下了出击令——整顿这些睡狗。大条先生完成所有这些事,拿出去的迪吉康股票占总股数的 25% 不到。他心里想着:“小小一项作战计划,成果不差。”迪吉康的营业额立即成为 10.5 亿美元,市值达 7.5 亿美元,PSR 值为 0.75,和其他许多营业额达 10 亿美元的公司一样。

两年后,中庸先生整顿完毕工业事业部。此后这些公司为迪吉康赚到的税后利润率一直是 5%,利润加起来比迪吉康以前的总营业额还多。

此后迪吉康的 PSR 值一直是 0.75。每个人的处境都变得更好,没人受到伤害。每个人都忘了迪吉康原来复制的小小“抗体”。6年后,公司名称从迪吉康(*Digicom Consuitchronics*)改成 DC 实业(*DC Industries*)。数十年后,大条先生在他的退休晚宴上,谈到他如何运用成长规划的创业哲学,管理 DC 实业公司。晚宴后,每个人领了股利,驱车驶入落日余晖,此后过着快乐幸福的日子。

这样的事不可能发生?你说呢?过去数十年有类似的例子,只是没那么戏剧性。20 世纪 60 年代展翅高飞的混业企业,曾大举试图从许多猪耳朵做出丝钱袋(译者注:喻不可能之事)。被丢在股市垃圾堆中的那些猪耳朵,不乏有朝一日成为咸鱼翻生的好货,只等识货人去捡。它们可能被并购艺术家捡去,或在股市上涨时,金融界终于认清它们毕竟没那么差。不管哪一种情形,聪明的买者将愈来愈重视低价格营业额比率,视之为沃土,从中寻找潜在的获利机会。



## 附录六

### 修 完

到目前为止,《超级强势股》一书于1983年9月脱稿。此后科技板块重挫。在此同时,费雪投资公司仍继续全力研究 *PSR* 值,特别是研究非科技板块。这份附录是作为更新之用,让你了解最近的发现,而且应能进一步说服你相信价格营业额比率(*PSR*)有其价值。在这里,你可以看到本书首次付梓后我们发现到的一些有趣的事实。

#### 人气监视指标

#####

我们发现,有必要把注意力放在比第六章所说的还低的 *PSR* 量尺底部。这和第七章的发现一致。在这个过程中,一些有趣的事情蹦出来了。由于 *PSR* 值是一种近乎完美的人气监视指标,我们提出下表,用以显示各种不同 *PSR* 值股票的受欢迎水准。这张表把股票分成三类。第一类是小型科技/成长取向公司,比如我们所谈的超级强势股。其次是营业额数10亿美元的大型公司和各种行业中没有成长特征、规模较小的公司——这两类公司的 *PSR* 值合在一起计算。最后,应投资人的建议,我们把利润率极低公司的 *PSR* 值也加进来;这些公司的基本产品线,本质上就是低利润率的产品,如超级市场或配销商。

## 人气监视指标

属于下述股票:

|                  | 很不受欢迎<br>PSR 值低于 | 可以接受<br>PSR 值高于 | 很受欢迎<br>PSR 值高于 |
|------------------|------------------|-----------------|-----------------|
| 如果公司属于:          |                  |                 |                 |
| 小型、成长取向或科技类      | 0.75             | 1.50            | 3.00            |
| 营业额达数十亿美元或没有成长特征 | 0.20             | 0.40            | 0.80            |
| 本质上利润率极低,如超级市场   | 0.03             | 0.06            | 0.12            |

这些数字是根据经验得出的。有趣的是,随着股票受欢迎程度往前推进,PSR 值都在倍增。PSR 值/受欢迎程度的绝对比例似乎一致—股票从遭人冷落到备受推崇,呈现两次两倍式增加。对于这个现象,我没有办法解释,只能说是我们观察到的一件很有趣的事实,值得进一步研讨。

## 1983 年 9 月 30 日止一季度 10 大赢家 and 输家

\*\*\*\*\*

1983 年 10 月 4 日,《华尔街日报》的“华尔街听闻”(Heard on the Street)专栏报道了 1983 年 9 月 30 日结束的一季,10 大涨幅和 10 大跌幅股票。我们观察了那一季度的第一天,也就是 1983 年 7 月 1 日它们的 PSR 值。PSR 值的计算是根据已发表的前 12 个月营业额,以及 1983 年 7 月 1 日的股价和发行在外股数。所有的信息都取向标准普尔公司(Standard & Poor's)和穆迪公司(Moody's)的报告。结果很有意思,列示如表 A6-1。

请注意,在这段期间之初,大部分公司都发生亏损,因此,市盈率毫无意义。其余许多公司的市盈率相当高。在此同时,10 大涨幅股票一开始的 PSR 值介于 0.16 到 1.86 之间,平均是 0.60。10 大跌幅股票的 PSR 值介于 0.88 到 158.01 之间,平均是 3.61。我们本来期望年底还有一张类似的涨跌表,但“华尔街听闻”没刊。



表 A6-1 1983 年第三季股票表现

|                                       | 变动百分率 | 1983年6月30日价格 | 股数(百万) | 1983年6月30日市值(百万美元) | 1983年6月30日营业收入(百万美元) | 1983年6月30日价格营业收入比率 | 1983年6月30日市盈率 |
|---------------------------------------|-------|--------------|--------|--------------------|----------------------|--------------------|---------------|
| <b>十大涨幅股票</b>                         |       |              |        |                    |                      |                    |               |
| O Mexican Petroleum                   | 89    | \$ 32.75     | 6,679  | 428.74             | 439.00               | 0.57               | 6.92*         |
| A Designcraft Jewel Industries        | 84    | 6.25         | 1,149  | 7.18               | 13.79                | 0.52               | 19.00         |
| O Shipworth                           | 68    | 9.50         | 1,398  | 13.00              | 72.02                | 0.18               | (亏损)          |
| O American Diagnostics                | 67    | 3.75         | 1,451  | 5.44               | 2.98                 | 1.85               | (亏损)*         |
| N Kyser Industrial                    | 66    | 13.13        | 2,888  | 38.04              | 122.52               | 0.31               | (亏损)          |
| O Advance Circuits                    | 59    | 4.65         | 3,008  | 13.91              | 22.43                | 0.62               | (亏损)          |
| O Louisiana Land Offshore Exploration | 59    | 6.38         | 9,696  | 61.81              | 50.58                | 1.22               | 10.00         |
| N Carols Development                  | 54    | 13.00        | 3,103  | 40.34              | 85.17                | 0.47               | 16.00         |
| N G. Heileman Brewing                 | 50    | 26.50        | 26,510 | 702.62             | 894.80               | 0.79               | 14.00         |
| N Houston                             | 48    | 11.38        | 3,388  | 38.54              | 243.65               | 0.16               | (亏损)          |
| 合计                                    |       |              |        | \$ 1,139.61        | \$ 1,888.89          | 0.60               |               |
| <b>十大跌幅股票</b>                         |       |              |        |                    |                      |                    |               |
| O National Data Communications        | 76    | \$ 5.75      | 2,433  | \$ 13.99           | \$ 14.88             | 0.94               | 24.00         |
| O Concor                              | 75    | 50.25        | 1,339  | 67.28              | 76.40                | 0.88               | 27.00         |
| O Unidata Systems                     | 71    | 5.25         | 3,702  | 19.44              | .12                  | 158.01             | (亏损)*         |
| O Victor Technology                   | 70    | 14.25        | 16,270 | 231.78             | 116.82               | 1.98               | (亏损)          |
| O Computer Devices                    | 70    | 12.38        | 2,798  | 34.63              | 20.74                | 1.67               | (亏损)          |
| O Tocom                               | 69    | 10.00        | 7,023  | 80.23              | 25.47                | 2.76               | (亏损)          |
| O Carmel                              | 67    | 5.75         | 9,199  | 52.89              | .44                  | 120.21             | (亏损)*         |
| A Telephane International             | 66    | 20.75        | 9,699  | 201.25             | 20.49                | 9.82               | 182.96*       |
| O Wicat Systems                       | 64    | 18.00        | 20,340 | 366.19             | 25.30                | 14.47              | (亏损)*         |
| A American Medical Buildings          | 63    | 24.50        | 4,419  | 108.27             | 21.95                | 4.93               | (亏损)          |
| 合计                                    |       |              |        | \$ 1,185.95        | \$ 322.60            | 3.61               |               |

\* 市盈率根据原始资料计算。其他所有资料取自史坦普公司的股票指南(Stock Guide)。

## 《福布斯》杂志的研究

+++++

1984年1月,《福布斯》(Forbes)杂志在统计焦点刊登了一篇报道,题为“股市中谁在哪里”。我们从里面选了1979年到1983年5年内20支表现最好的制造业股票,并回头去计算1979年1月PSR值。这些公司1979年的营业额全高于5000万美元。很遗憾,其中多家公司我们没办法找到1979年的季度资料。因此,必要时我们假设每年营业额增加或减少平均分布在各季,据以推算每季度的营业额。实情当然并非如此,却是很好的估计方式,而且比其他方法更接近事实。

假设某公司的会计年度结束于1月31日,1978年1月31日止1年内的营业额是1亿美元,1979年1月31日止一年的营业额是1.2亿美元。假设最新的年底资料是1978年10月31日止的第三季度业绩。由

于没有实际的数字,所以我们假设一年增加 2000 万美元的营业额,平均分散到全年。因此,1978 年 10 月 31 日止的 12 个月内营业额视为 1.15 亿美元。表 A6-2 列出其结果。

表 A6-2

| 股票名称                    | 5 年涨幅<br>百分率 | 1979 年 1 月<br>PSR | 1983 年 12 月<br>PSR | 1978 年<br>营业额<br>(百万美元) |
|-------------------------|--------------|-------------------|--------------------|-------------------------|
| Pulte Home              | 2,885%       | 0.079             | 0.829              | \$ 271                  |
| Subaru of America       | 1,637        | 0.058             | 0.536              | 441                     |
| Toys R Us               | 1,522        | 0.303             | 1.981              | 394                     |
| MCI Communications      | 1,433        | 0.601             | 3.044              | 120                     |
| Wal - Mart Stores       | 1,386        | 0.292             | 0.466              | 1,161                   |
| Limited                 | 1,307        | 0.466             | 1.715              | 212                     |
| Coleco Industries       | 1,236        | 0.167             | 0.499              | 129                     |
| Zayre                   | 993          | 0.033             | 0.373              | 1,511                   |
| Anixter Brothers        | 881          | 0.136             | 0.845              | 215                     |
| Wang Labs               | 838          | 1.562             | 2.910              | 229                     |
| Chicago & Northwestern  | 830          | 0.094             | 0.945              | 723                     |
| Bergen Brunswig         | 821          | 0.045             | 0.243              | 456                     |
| Rose's Stores           | 800          | 0.048             | 0.352              | 491                     |
| Oxford Industries       | 796          | 0.112             | 0.482              | 238                     |
| Stop & Shop             | 740          | 0.035             | 0.243              | 1,850                   |
| Benshire Hathaway       | 729          | 0.663             | 5.786              | 245                     |
| G. Heileman Brewing     | 728          | 0.200             | 0.746              | 500                     |
| Varian Associates       | 726          | 0.247             | 1.646              | 401                     |
| Electronic Data Systems | 724          | 1.090             | 3.405              | 224                     |
| VF Corporation          | 697          | 0.315             | 1.048              | 530                     |

请注意,这 20 只表现最好的股票中,有 11 只 1979 年一开始的 PSR 值为 0.20 或更低,4 只的 PSR 值介于 0.20 到 0.35 之间,只有 2 只的 PSR 值高于 0.75,另外 3 只相当平均地介于 0.35 到 0.75 之间。20 只股票中有 8 只,包括最前两名,1 年内 PSR 值增为 700% 以上。例如, *Pulte Home* 的 PSR 值从 0.079 增为 0.829,为原来的 1,050%,约 10 倍。20 只股票中的 12 只,包括前四名,PSR 值增为 500% 以上。有些股票,如 *Zayer*, PSR 的增幅比股价的增幅还高。这是因为 PSR 值反映市值,如有发行新股,将使股数稀释,必须完全加以调整。

很明显,如果一只股票的 PSR 值扩增为 500% ~ 1000%,则不是一开始时 PSR 值偏低,就是最后的 PSR 值相当高。除了两只股票外,其余股票的 PSR 值都增为 300% 以上。*Wang Labs* 是其中一家,在这张名单上,一开始时 PSR 值最高。由此可见股价上涨和愈来愈受欢迎有关系。如果一开始受冷落,要愈来愈受欢迎就比较容易。这是相当矛盾的事。

## 1983 年的道·琼斯 30 种工业股价指数成份股

\*\*\*\*\*

1984 年初,投资人对受冷落的股票很感兴趣。一般投资人视低市盈率和受冷落为同义词。我不反对低市盈率学派的想法,并认为低市盈率是一种可行的方式,可以找到风险低于平均水平,但报酬高于平均水平的股票。不过低市盈率仍不是确定受欢迎程度的很好指标。市盈率的弹性太大。我们来看道·琼斯 30 种工业股价指数成份股的情形;这些股票都是知名的大型公司。

表 A6-3 显示 1983 年道·琼斯 30 种工业股价指数每一只成份股的涨跌幅。从表中可以年出, *International Harvester* 在 1983 年 1 月 1 日 ~ 1983 年 12 月 31 日上涨了 177%, *Goodyear Tire* 跌了 14%。我也把它们 1983 年 1 月的市盈率列出来,这个资料取自标准普尔公司的股票指南 (*Stock Guide*)。用以计算 1983 年 1 月 PSR 值的营业额数字,则取自价值线 (*Value Line*) 的单季资料——同样的,以那时报告的最近 12 个月数字为准。百分率尾数化为最接近的整数,例如 *U.S. Steel* 的数字略高于 *DuPont*。

我们想比较 PSR 值和市盈率最低的四分之一股票。但是市盈率低于 8 的股票太多,无法从中找到只剩 7 只股票。因此,只好拿 PSR 值最低的 7 只股票和市盈率最低的 9 只股票相比,或者拿市盈率最低的 9 只股票和 PSR 值最低的 9 只股票相比。为让读者一目了然,我在表 A6-3 以星号 (\*) 标示 7 只 PSR 值最低的股票和 9 只市盈率最低的股票。

7 只 PSR 值最低的股票平均涨幅是 63.57%。

9 只 PSR 值最低的股票平均涨幅是 56.11%。

9 只市盈率最低的股票平均涨幅是 28.67%。

道·琼斯 30 种工业股价指数平均涨幅是 20.3%。

不管怎么算,PSR 值低的股票涨幅都高于市盈率低的股票——而且相差很大。不过低市盈率股票的涨幅的确高于道·琼斯 30 种工业股价指数的涨幅。

表 A6-3 道·琼斯 30 种工业股价指数成份股 1983 年的涨跌幅、PSR 值和市盈率

|                            | 1983 年<br>涨跌幅 | 1983 年 1 月<br>1 日 PSR 值 | 1983 年 1 月<br>1 日市盈率 |
|----------------------------|---------------|-------------------------|----------------------|
| 1. International Harvester | 177%          | 0.03*                   | 亏损                   |
| 2. Allied Corporation      | 72            | 0.17*                   | 5*                   |
| 3. American Can            | 52            | 0.13*                   | 25                   |
| 4. Bethlehem Steel         | 47            | 0.14*                   | 亏损                   |
| 5. U.S. Steel              | 45            | 0.12*                   | 亏损                   |
| 6. DuPont (E.I.)           | 45            | 0.25                    | 9                    |
| 7. Aluminum Co. of America | 45            | 0.52                    | 亏损                   |
| 8. Westinghouse            | 41            | 0.35                    | 8*                   |
| 9. Woolworth               | 36            | 0.14*                   | 10                   |
| 10. Owens-Illinois         | 32            | 0.21                    | 8*                   |
| 11. General Foods          | 30            | 0.24                    | 8*                   |
| 12. American Brands        | 29            | 0.39                    | 7*                   |
| 13. United Technologies    | 28            | 0.23                    | 9                    |
| 14. IBM                    | 27            | 1.79                    | 13                   |
| 15. Exxon                  | 26            | 0.25                    | 6*                   |
| 16. Inco                   | 26            | 0.76                    | 亏损                   |
| 17. General Electric       | 24            | 0.81                    | 12                   |
| 18. Sears Roebuck          | 23            | 0.36                    | 13                   |
| 19. International Paper    | 22            | 0.59                    | 16                   |
| 20. General Motors         | 19            | 0.31                    | 18                   |
| 21. Union Carbide          | 19            | 0.40                    | 12                   |
| 22. Texaco                 | 16            | 0.15*                   | 7*                   |
| 23. 3M                     | 10            | 1.33                    | 14                   |
| 24. Merck                  | 9             | 2.07                    | 15                   |
| 25. SOCAL                  | 9             | 0.29                    | 8*                   |
| 26. AT&T                   | 3             | 0.81                    | 7*                   |
| 27. American Express       | 1             | 0.79                    | 11                   |
| 28. Procter & Gamble       | -4            | 0.81                    | 12                   |
| 29. Eastman Kodak          | -11           | 1.39                    | 12                   |
| 30. Goodyear Tire          | -14           | 0.29                    | 11                   |
| N/A 平均                     |               | 20                      | 0.54                 |

\* 7 只 PSR 值最低的股票和 9 只市盈率最低的股票

观察整张名单时, 请注意:

|        | PSR 值的范围    | 平均 PSR 值 |
|--------|-------------|----------|
| 最高     |             |          |
| 5 只股票  | 0.03 ~ 0.17 | 0.12     |
| 10 只股票 | 0.03 ~ 0.53 | 0.21     |
| 最低     |             |          |
| 5 只股票  | 0.29 ~ 1.39 | 0.82     |
| 10 只股票 | 0.15 ~ 2.07 | 0.83     |

## 价值线综合股价指数和 PSR 值

\*\*\*\*\*

从本书可以看出,我很怀疑捕捉整体市场进出时机的效果。不过,一再有人要求衡量整体市场的 PSR 值。于是我们回顾价值线 15 年来的资料,在市场的主要高点和低点处计算 PSR 值。我们一如其他地方,也是利用当时报告的最近 12 个月营业额为计算基础,不足之处以年度资料推算(见《福布斯》杂志的例子)。下表列出价值线综合股价指数十个主要高点和低点,以及相对应的 PSR 值。

很明显,从这些资料可以看出 1968~1972 年间发生的事情和以后不一样。1974 年后,价值线综合指数到达高点时,PSR 值为 0.50~0.55。在这 10 年内,指数到达低点时,PSR 值介于 0.29 到 0.36 之间。1984 年初,投资人激烈争辩市场是不是在 3 月初触底。如果前 10 年的历史有镜可鉴,则市场还没触底。但是 1974~1984 年和 1968~1972 年间的差异,显示 PSR 值的研究应再往前推进更多年,才能得到更明确的结论。

| 高/低点 | 年    | 综合指数 | PSR 值 |
|------|------|------|-------|
| 高点   | 1968 | 23.4 | 1.07  |
| 低点   | 1970 | 14.3 | 0.63  |
| 高点   | 1972 | 28.7 | 1.07  |
| 低点   | 1974 | 13.2 | 0.36  |
| 高点   | 1976 | 24.5 | 0.55  |
| 低点   | 1978 | 18.7 | 0.36  |
| 低点   | 1980 | 22.5 | 0.33  |
| 高点   | 1980 | 37.0 | 0.50  |
| 低点   | 1982 | 23.1 | 0.29  |
| 高点   | 1983 | 42.0 | 0.53  |
| 第一季  | 1984 | 35.6 | 0.42  |

## 更新版汉奎清单

\*\*\*\*\*

在本书和前面的附录中,我编了几张表,显示汉奎公司统计汇总资料中价格营业额比率和公司规模的关系。1984 年 2 月两者间的最近关系

再列示于表 A6-4 中,反映了 1983~1984 年的市场跌势,和 1983 年 5 月的市场高点状况不一样。相比之下, *Eagle computer*、*Network Systems*、*Intecom*、*Micom Systems*、*AMD*、*Tandem*、*Wang*、*Intel*、*Glaxo* 等股票表现突出,进入对角右方的梦想国度。以它们的规模对应的 *PSR* 值来看,它们受到最高的评价。1983 年 5 月的清单中处于类似地位的股票,后来都大跌。

表 A6-4 汉查公司 1984 年 2 月统计汇总资料中价格营业额比率和公司规模的关系

| 过去 12 个月<br>的年营业收入<br>(百万美元) | 介于以下价格营业额比率的公司数目 |        |        |        |        |        |        |        |     |  | 总数  |
|------------------------------|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----|--|-----|
|                              | 0-0.99           | 1-1.99 | 2-2.99 | 3-3.99 | 4-4.99 | 5-5.99 | 6-6.99 | 7-9.99 | 10+ |  |     |
| 0~50                         | 7                | 10     | 11     | 5      | 5      | 2      | 1      | 5      | 9   |  | 55  |
| 50~100                       | 3                | 8      | 7      | 3      | 0      | 1      | 1*     | 1+     | 1±  |  | 25  |
| 100~200                      | 4                | 9      | 3      | 4      | 4      | 1§     | 0      | 0      | 0   |  | 25  |
| 200~300                      | 3                | 2      | 3      | 4      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0   |  | 12  |
| 300~400                      | 1                | 2      | 2      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0   |  | 5   |
| 400~500                      | 1                | 1      | 0      | 2      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0   |  | 4   |
| 500~600                      | 1                | 3      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0   |  | 4   |
| 600~1000                     | 2                | 4      | 1      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0   |  | 7   |
| 1000 以上                      | 7                | 8      | 2      | 3#     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0   |  | 20  |
| 总数                           | 29               | 47     | 29     | 21     | 9      | 4      | 2      | 6      | 10  |  | 157 |

\* *Intecom*

+ *Network Systems*

± *Eagle Computer*

§ *Micom Systems*

|| *AMD, Tandem*

# *Wang, Intel, Glaxo*

## 结论

《超级强势股》一书完稿后,费雪投资公司所做的研究,得出以下的结论:

1. 投资人应避免开高 *PSR* 值股票。
2. 投资人应在受冷落、*PSR* 值偏低到中等的股票中寻找好公司的投资机会。
3. 有关 *PSR* 值,应再进一步研究。

# 《超级强势股》

版式设计

■ 代小卫

技术编辑

■ 陈淑娟

图字：01-2000-0531号

Original English Language Edition Published  
by McGraw-Hill Inc.

Copyright © 1984 by Kenneth L. Fisher

All Right Reserved Authorized Translation

From The English Language Edition Published  
by McGraw-Hill Inc.

ISBN 007-1166491

© 2000 中文简体字版由 McGraw-Hill Inc 授权  
经济科学出版社出版

版权所有 翻印必究





以國際標準為目標，對建築設計進行全面、系統及系統化的、跨及國際化交流，可以為建築界人士開拓視野，為學術研究提供新動向，為學術界和公眾提供新的資訊。本書(Harrell's Primer)獲得建築界人士和學術界的極高評價，被譽為「學術界」的「標準讀物」，為建築界人士和學術界人士提供了一個新的、跨及國際化的學術交流平台。



1992年 10月 10日 星期一 晴