

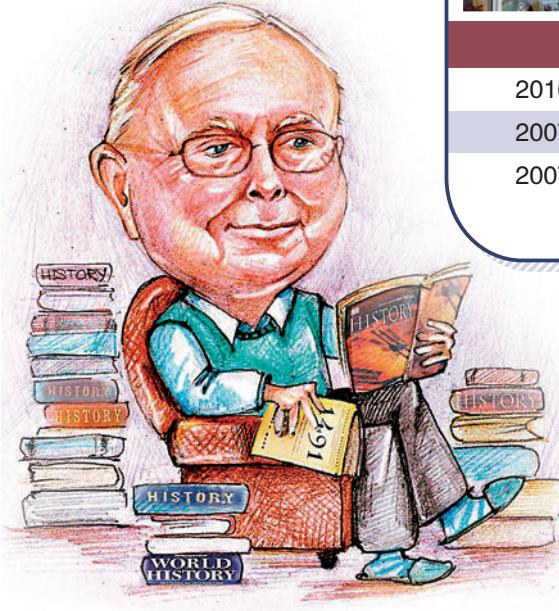
# 股神搭檔投資哲學：要「做得少」

組合內股份  
股價回報

附表一

年期	標指	巴郡	Daily Journal	Costco
2016–2020年	↑83.7%	↑75.8%	↑100.0%	↑162.3%
2007–2020年	↑155.8%	↑145.6%	↑879.3%	↑637.7%
2007–2018年	↑70.7%	↑116.1%	↑467.2	↑281.6%

註：標指及Costco均為扣除股息後的股價回報，若計及股息，回報率會更高。



▲芒格持股耐性非常強。

網絡圖片

附表二：組合持股近年每股盈利／（虧損）

股份	2016	2017	2018	2019	2020
巴郡	1.46	2.73	0.24	4.98	2.66
Daily Journal	( 0.76 )	( 0.66 )	5.94	( 18.26 )	2.93
Costco	5.33	6.08	7.09	8.26	9.02

註：巴郡每股盈利單位為萬美元，其餘為美元單位

芒  
格  
投  
資  
法  
則  
下

大公報記者 周寶森

「股神」巴菲特的最佳拍檔查理·芒格指出，巴郡（BRK）及Daily Journal（DJCO）投資表現跑贏大市，主要原因是「做得少（to do less）」。芒格在其個人股票組合也貫徹「做得少」理念，僅僅持有4項股權投資：巴郡、DJCO、Costco（COST），及對沖基金喜馬拉雅資本（Himalaya Capital）掌舵人李祿管理的基金；這個精選組合回報斐然，DJCO、Costco過去5年股價有逾倍漲幅，跑贏大市。本周探討芒格「做得少」背後的投資哲學。

這兩個年度，回溯2007年至2018年（第3個時段），巴郡股價錄得116%升幅，跑贏標指的70%漲幅。

對於巴郡股價跑輸大市，如果簡單把背後原因解釋為科技股近年大漲，導致巴郡等傳統股份相對落後，這似乎未能說明事實。

【附表一】所見，零售商Costco股價在上列3個時段皆倍數漲幅。報紙及軟件企業DJCO股價同樣在該3個時段也能夠跑贏大市。巴郡股價會否繼續跑輸標指？暫時言之尚早，巴郡今年首季股價累升10.8%，標指同期漲幅5.7%。

總結：價值投資者所追求的生活，就是擁有時間做自己喜歡的事情。芒格「做得少」，所以擁有時間享受人生：閱讀大量書籍。許多人因此而戲稱他是一本有腳的書。



▲芒格（右）是「股神」巴菲特（左）的最佳拍檔。

資料圖片

沽出股份的機會，只希望繼續持有股份。對他而言，短炒無發達，長線持有賺大錢，長期持有才是投資正道。芒格稱，豐厚利潤是「等」出來，而不是買賣間所能獲得的。（The big money is not in the buying or selling, but in the waiting.）

## 頻繁買賣股票猶如吸毒

芒格批評現今世代鼓勵投資者頻繁買賣股票，這猶如引誘青少年吸食可卡因。芒格認為，好的投資（good investing）需要融合「耐心」與「進取（aggression）」。

這體現在DJCO今年首季大手掃入16.5萬股阿里巴巴（09988）股份。作為DJCO主席的芒格稱，DJCO有一個策略，就是保留公司資本，然後10年1次投入大量資金。DJCO對上一次這樣做是在2008年買入富國銀行的股票。靜候超過10年時間，DJCO才再度出手，建倉阿里巴巴。芒格稱，這說明對阿里巴巴的信心水平很高。

芒格的投資操作手法崇尚「貴精不貴多」，實實在能夠為個人投資組合帶來超額回報。以下通過3個時段觀察巴郡、Costco、DJCO與標普500指數（下稱標指）表現（見【附表一】）。

## 價值投資追求自己生活

在第1個時段2016年至2020年，巴郡股價累升75%，標指升幅為83%；第2個時段拉長到2007年底（即金融海嘯爆發前）至2020年底，巴郡股價上升145%，標普累升155%。

綜合以上所見，即使有「股神」巴菲特坐鎮，巴郡股價依然失色；箇中關鍵位在於巴郡股價2019年、2020年股輸大市。撇除

好大國擔當，以及對內促進國內產業升級，對外參與全球合作的必由之路，很明顯這也是中長線確定性的機會之一。

有了國策支持，一些受益碳中和的細分行業就不怕買，愈跌愈要買。比如

垃圾發電、擁有豐富鋰資源的龍頭公司。

相比於碳中和，還有一個更為確定性的趨勢性機會，就是人口結構逐漸進入老年化，所帶來的老年化紅利。

根據上周公布的第七次人口普查數

據，去年中國人口平均年齡上升至38.8

歲，撫養比由2010年的34.2%，急速

上升至2020年的45.9%，65歲及以上

人口佔比為13.5%，接近深度老齡化社

會的標準。人口結構的變化帶來消費結構的改變，最大的影響可能是倒逼中國經濟由勞動密集型轉向資本密集型。

老齡化的加速到來，首先帶來的是

跟老年人相關的產業繁榮。可以想像，

伴隨着老齡化，休閒旅遊、醫藥醫療、

智能家居、人壽保險等方面的需求會大

幅增加。政策層面，亦有望推出更多變

革以配合社區醫療、民辦醫療和綜合醫

院等多種醫護需求增加。

與此同時，老齡化對部分行業可能

造成衝擊。比如出生率下降和「少子化」趨勢，則為母嬰產品和部分教育產

業的中長期前景帶來挑戰。還有就是對

住房的需求會出現結構性下降，只有人口仍有增長的城市，可以免疫。

過去10年，內地人口淨流入的地

區主要集中在珠三角、長三角、成渝城

市群，及西安、合肥、武漢等城市。東

北、西北等地區面臨持續人口淨流出，

人口數量變遷導致住房需求及價格兩極

分化，未來這種分化會愈來愈明顯。

整體而言，老齡化將導致醫療服務

需求大增，房產需求分化，而經濟結

構也不得不向資本密集型等創新行業

轉變。所以，應趁着市場調整，低吸

醫藥各細分行業的龍頭，尤其是研發

新藥管道較為齊全的創新藥龍頭。

## 揀優質股 全靠逆向思維

證券分析師為評估上市公司的價值，往往通過估算企業未來數年的盈利及現金流，從而測算現今的價值。查理·芒格對此不以為然。芒格曾被問及如何對企業前景進行測算（projections），他回應稱，許多人信奉測算模式這種「玩意」，可是他不會採用正規（formal）的測算模式，因為在他看來這是愚人愚己。

這位殿堂級價值投資者有什麼選股方法呢？就是逆向（invert）思維。芒格認為，投資者不要問想要什麼，而是要問應該避開什麼。就這種逆向思維，李祿在《窮查理寶典》的中文版序言中有很好的闡述：

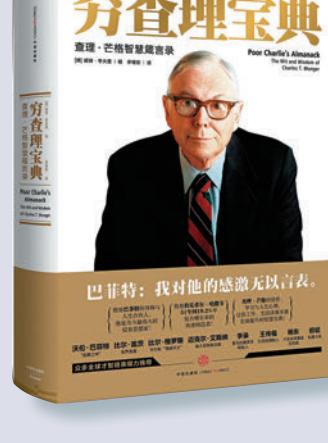
查理思考問題總是從逆向開始。如果要明白人生如何才能得到幸福，查理首先會研究人生如何才能變得痛苦；要研究企業如何做強做大，查理首先研究企業是如何衰敗的；大部分人更關心如何在股市投資上成功，查理最關心的卻是為什麼在股市投資上大部分人都失敗了……查理在他漫長的一生中，持續不斷地收集並研究關於各種各樣的人物、各行各業的企業，以及政府管治、學術研究等各領域中的著名失敗案例，並把那些失敗的原因排列成作出正確決策前的檢查清單，這使他在人生、事業的決策上幾乎從不犯重大錯誤。

## 最佳策略 構建股份組合

芒格選股了得，下面觀察他個人組合內的3家上市公司經營表現（見【附表二】）。首先是巴郡（BRK.A），於2016年至2020年間，該公司每股盈利為1.46萬、2.73萬、0.24萬、4.98萬、2.66萬美元，盈利表現飄忽，主要因為在最新會計準則，巴郡持有股份的價格變動，被視為盈利或虧損，故參考意義不大。

再看Daily Journal（DJCO），過去5年每股盈利分別為-0.76、-0.66、5.94、-18.26、2.93美元，業績同樣受到持有股份的賬面盈虧所影響。因此，通過毛利去看，分別為0.41億、0.41億、0.4億、0.48億、0.49億美元，發現DJCO都算不上的優質企業。最後是芒格讚不絕口的Costco（Cost），不管股價抑或經營表現都不讓股東失望，過去5年每股盈利5.33、6.08、7.09、8.26、9.02美元。

總結，即使是富有選股能力的芒格，也未必百發百中找尋到優質股，因為始終不是神，難免會有缺欠的地方。對於普羅投資者而言，在能力圈所及的範圍內，構成一個股份組合，是最佳投資策略。



《窮查理寶典》介紹了芒格的選股方法。

## 疫後瞄準消費股 Costco值得關注



陳俊業

裕裕集團資產

管理策略師

伴隨環球各國市民陸續接種疫苗，新冠肺炎疫情出現好轉的跡象，再加上美國政府大量派錢，令市民消費能力大增，其中一個投資契機的是線下零售業Costco（COST好市多）。Costco是美國第一大的連鎖倉儲式售貨店，銷售策略是用低價提供高質量的產品，大受美國普羅大眾的歡迎。因為服務業佔美國GDP約80%，所以在強勁經濟增長下，美國人民的消費能力上升，而內需增加、供不應求的現象都反映在消費者物價指數之上，這也表明零售行業的定價能力更高。

事實上，市場分析Costco的預測股本回報率達到25%，比Walmart（WMT沃爾瑪）的約12%還要高，盈利能力較強。此外，由於Costco的長期增長率達10%，相對Walmart的5%為高，所以預測市盈率較高一點，約36倍。隨着疫情減退、消費力提升的前提下，Costco的股價存在進一步上行空間。

要注意的是，Costco股價從今年3月低位已經累積一定反彈幅度，不排除回調的可能性，相信200天平均移動線的位置，約360美元水平位置的支持力度較大，但長線看仍然是值得吸納。

## 人口老齡化 利好醫療服務股

滄海桑田

倪相仁

周四周期股、比

特幣大幅下跌，再次

提醒大家今年的短期

交易難以捕捉，當市

場興高采烈的時候一定要轉身而退。相

對而言，中長期的行業趨勢較短線的追

漲殺跌可能更宜把握。今年以來，至少

有兩個板塊出現了趨勢性機會，分別是

醫美和碳中和。

看好醫美板塊的邏輯較易明白，隨

着經濟收入的增長和消費升級，內地醫

美市場開始進入高速增長期。根據業內

研究，今年醫美市場規模約1975億元

人民幣，同比增長11.6%，到2023年

有望達到3115億元人民幣，2019至

2023年複合增長率更超過15%。港股

有一家原本從事醫藥研發的公司，受制

於新藥研發需求時，仿利藥又受到集採政

策拖累，股價沉淪了好幾年。年初宣布

引進韓國一著名肉毒素品牌的代理，股

價暴升兩倍，成為醫美新趨勢的受益者。

另一個板塊是碳中和，涉及的行業

眾多，像垃圾發電、光伏和新能源汽車等。

除了垃圾發電公司走勢較穩定，大

部分公司均呈現大起大落，令短線客難

以把握。不過如果考慮到碳中和已成為

國策，是政府為應對全球氣候變化，做

好大國擔當，以及對內促進國內