

# 入門價值投資 李祿：先熟識企業

芒格投資法則外篇

李祿是查理·芒格旗下家族基金的唯一管理人，顯示其投資理念獲得芒格認可。深受巴菲特及芒格影響的李祿相信，價值投資能夠帶來巨大回報，而前提是需要付出努力去調研分析。要踏入價值投資大門，李祿認為必須掌握四個基本概念，包括以企業股東身份持有一家公司的股份，而買入價要具備安全邊際；知易行難，持守價值投資，必須克服兩大挑戰：市場先生，以及認識自己的能力圈。

大公報記者 周寶森

李祿早年負笈美國升學，當時一窮二白，只有大筆貸款債務。求財若渴的他，聽聞大學內有一個「教人搵錢」的講座，而講員正正是股神巴菲特。李祿並不知道巴菲特的投資成績有多了得，但知道他外貌平實，講解的投資理念絕不難明。李祿覺得股票投資或許可助他脫窮，所以在一年時間內，細閱巴菲特所有公開資料，然後才開始踏入股海。在1996年從哥倫比亞大學畢業時，他成功通過股票投資獲取可觀回報。

## 與保安閒聊 了解公司情況

李祿直言，只有價值投資才能夠為投資者提供遠高於市場的回報。甲說的是，儘管巴菲特和芒格的投資成績突出，並獲得許多基金經理認同接受，可是在落場操作時，他們買賣手法卻與價值投資理念南轅北轍。李祿認為，實踐價值投資有兩難，第一個難是所有交易對手與你對着幹，你開始懷疑自己犯錯。第二個難是認識自己的能力圈（circle of competence）的界限。

在解難前，李祿指出，價值投資有4個門檻：第1個門檻：當買入股票的一刻開始，便要把自己想像為企業的經營者，以擁有者身份深度認識公司營運情況。認識深度要有多深？首先，能夠預測企業未來10年潛在發展情況。雖然無人準確預測未來，但投資者至少有90%信心，企業業務發展會如預測般實現。其次，因為深度認識，當公司股價急瀉50%、60%、70%，投資者不但沒有倉皇沽貨離場，反而逆市增持股票。

為認識投資的公司，李祿可以去到幾盡？他曾經在一個周末到訪所投資的公司，可惜遭到公司保安人員擋在門外。有謂跌落地要抓一把沙，李祿趁機與這位保安人員閒聊一個小時，從這位職員身上了解公司情況。又以投資Timberland股票為例。1998年爆發亞洲金融危機，Timberland在亞洲地區營業額一落千丈，股價低迷。李祿翻閱該公司的資訊之餘，更親自前往Timberland家族所住的社區，了解他們處事為人。調查結果發現，管理公司的Timberland父子二人都是有職業道德的人，李祿遂在低位買入Timberland；兩年後，公司業績增長，股價暴升700%。

李祿稱，成為好的投資者一定要成為好的分析師；好的分析師具備兩個特點：第一，掌握全面準確的訊息，若訊息不全面，很難在公司股價直線下滑時，在別人嘲笑時，仍然保持自信心。第二，通過好奇心和努力研究，獲得自己見解。價值投資者絕大多數時間是學術型研究員，或者是記者，有無窮盡的好奇心，總想把事情來龍去脈弄得一清二楚；掌握任何影響公司所處行業的因素，包括政治、科技，甚至文學藝術作品，這往往看到別人沒有看到的事情。

為要學習企業經營，李祿通過投資數十家初創公司，藉此了解平庸公司為何平庸，優秀公司為何優秀。李祿沿着相同的思路訓練他公司的分析員。首先要讓這些分析員把準備研究的公司，設定為屬於失散多年的叔叔，可是這位叔叔突然去世，整間公司的擁有權100%交由他們管理。這個時候，他們應該思考如何開始認識那間公司。

## 買入價須具安全邊際

第2個價值投資門檻：安全邊際（Margin of Safety）。李祿表示，哪管投資者對所投資的企業有多深認識，但始終不是企業經營者，所以買入股票價格必須具備安全邊際：即買入價低於企業內含價值（Intrinsic Value）。這樣一來，即使對公司未來業務發展預測錯誤，也不至於造成重大損失。若果預測無誤，投資回報就非常可觀。買入價與企業內含價值需要多少差幅？李祿稱，一般而言應該要有70%至80%差幅。

在個別個案，李祿要求安全邊際會更大。舉例說，上世紀90年代初，俄羅斯國有石油企業的股份在交易所掛牌買賣，當時股價大幅低於公司價值。李祿直言，這是千載難逢機會，可是對俄羅斯的認識不多，貿然押注當地石油公司是一項不智的決定。最終結論是，這項投資必須具備99%的安全邊際。

股神巴菲特曾經解釋安全邊際。當你駕着一輛9800磅的貨車，駛到一條負重量只有1萬磅的橋；如果橋與地面相差半呎，你就毋須考慮太多，駕着大貨車在橋上行駛。若果這條橋橫跨大峽谷，橋與地面相差千呎，你應該改用一輛4000磅的貨車。巴菲特稱，安全邊際的多寡要視乎潛在風險而定，倘若你完全了解所投資企業的情況，要求的安全邊際就不需要太多。（持續）



價值投資精髓是不受市場影響而能夠獨立決策，同時在一定安全邊際、能力圈範圍內投資，獲得相對確定的回報。



李祿

來源：ValueWalk

## 價值投資四大概念

- 把自己當成企業經營者
- 投資買入價要有安全邊際
- 與市場先生保持距離
- 認識自己的能力圈



▲李祿（左）是查理·芒格旗下家族基金的唯一管理人。網絡圖片

## 美股市場買賣 標普500指數ETF

產品名稱	管理資產 (億美元)	費用率
SPDR S&P 500 ETF Trust (SPY)	3612.0	0.09%
iShares Core S&P 500 ETF (IVV)	2798.7	0.03%
Vanguard S&P 500 ETF (VOO)	2255.4	0.03%
SPDR Portfolio S&P 500 ETF (SPLG)	102.8	0.03%

## 專家推介美股指數ETF

### 產業分布廣 VOO最啱求穩散户



張玉峰

惠峰國際發展董事

投資者如有興趣投資美股ETF，可考慮先鋒集團（Vanguard）的Vanguard 500 Index Fund ETF（VOO）。Vanguard是全球第二大的基金管理公司，VOO於2010年9月成立，追蹤標普500指數，其成份股都是美國市場的大型藍籌股，總數約500隻，包含谷歌（GOOG）、蘋果（AAPL）、Amazon（AMZN）、Facebook（FB）、微軟（MSFT）、巴郡（BRK）、Johnson & Johnson（JNJ）等，被認為是最著名、最賺錢、相當安全的大型公司股票。惟這些股票規模已相當大，所以獲利也不太可能大幅增長，較適合想穩定的投資人選擇。

VOO的產業分布中，佔最大比例的行業為資訊科技類股，其次是醫療保健、非必需消費品、通訊、金融等產業。而且產業分布相當廣泛，沒有集中在某一特定產業，分散投資效果顯著。而VOO的15大持股中，前10大持股佔比約27%左右，最大的成份股是APPLE蘋果公司，但持股佔比亦僅約5.8%，並不算非常集中，因此受單一股票影響問題較小，具有分散風險的優勢。

### VB聚焦小型股 10個月升逾倍



陳俊業

晉裕集團資產管理策略師

若投資美股，美國小型股可能是更好的選擇。在2020年10月初的美國大選後，美國小型股的升勢進一步加速，而美國大型股的升幅則落後於小型股。這或與美國新任總統拜登的政策有關，因為小型股相對較少國際業務，更能受惠美國本土經濟增長；其次，拜登的加稅政策將對大型或跨國企業更為不利，所以在拜登新政策下，預期小型股表現更佳。

若果看好美國小型股表現的話，可以考慮以追蹤美國小型股指數的ETF—Vanguard Small-Cap Index Fund ETF Shares（VB）作為環球資產配置的其中一個選擇，這ETF採用被動式追蹤CRSP US Small Cap Index指數的表現，目前ETF持有超過1400間美國中型或小型企業股票。這ETF從去年4月1日至今年6月7日計，累積上升108.06%，較同期標普500指數的71.08%為高。

然而，美股仍在持續創新高的高背景下，累計升幅已經不算少，而前方也存在盈利轉向與提前收緊流動性的風險，因此，可考慮以環球地區分散的形式作資產配置，不應全押在美股之上。

## 沒時間研究企業 可考慮指數基金

深度認識企業經營情況，對大部分人而言，絕對不是容易辦到的事情，既欠缺時間，財務會計知識也不足夠。就此，李祿認為投資股票指數基金不失為一個可接受的選項，但前提是哪一個指數能夠反映整體經濟增長狀況。他續稱，一般而言，已發展國家每年經濟實質增長率約2%至3%，計及通脹率，名義經濟增長率可達4%至5%。得益於經營規模效應，大型企業平均年度盈利增長率可達6%至7%。每年6%、7%盈利增長率看起來並不算太高，但在複合增長效應下，便會有非常可觀回報。

儘管李祿並無推薦心水股票指數基金，但股神巴菲特近年三番四次提及追蹤標普500指數的被動基金，可以作為選股參考。在今年巴郡股東會上，巴菲特被小股東問及投資意見時表示，對股票缺乏認識的人，投資標普500指數是非常好選項。他稱，個人對巴郡絕對有信心，但不見得每人都持有該公司股份；現時許多人持有標普500指數，建議小股東考慮投資標普500指數。

標普500指數回報表現有多好？翻查資料，於1965年至2020年間，標普500指數年均複合增長10.2%；換言之，在1965年每投入1000元，到2020年本利和達到23萬元。現時在美股市場不乏追蹤標普500指數的ETF產品，其間以SPDR S&P 500 ETF Trust（SPY）、iShares Core S&P 500 ETF（IVV）、Vanguard S&P 500 ETF（VOO）、SPDR Portfolio S&P 500 ETF（SPLG）等產品最受市場歡迎。基於追蹤同一指數，所以4隻產品每年回報相差不大。

補充一點，SPY與SPLG的發行商同樣是道富環球顧問，兩者主要差別是費用率，前者0.09%，後者低至0.03%，對管理逾億資產的基金而言，投資後者可節省不少費用支出。

## 退休後必須平衡財富增值和保障

富足家庭教與練



林昶恒 (Alvin)

今次以個案形式分享，說明退休後理財規劃，個案由《富足家庭認證導師》許金鈴（Maggie）提供，她的客戶黃太剛退休，孩子已經成長及有自己家庭，而她與丈夫的財政獨立，各自應付退休生活需要，不用在金錢上照顧對方，所以今次只會為黃太分析。

黃太有些儲蓄保單剛剛期滿，大約有50萬元，而下半年也有110萬儲蓄保險到期，所以她相約Maggie討論應該

如何運用。

現時黃太和丈夫居住在已經完成供款的私人物業，因為希望有更多資金用作增值，所以她利用資產作為抵押品向銀行申請保費融資，增加購買儲蓄保單的本金。除此之外，她亦考慮是否應該再次申請按揭，這樣便可以進一步增加本錢，運用得宜的話，期望未來十年後可以有更多儲備。

Maggie和黃太討論她積極追求資產增值的原因，原來是因為擔心身體健康，加上人均壽命繼續延長的話，將來可能會不夠錢用到終老，這想法導致她時刻想着怎樣能夠儲多些錢。

黃太告訴Maggie她現時還有兼職

工作，每月有收入4000至5000元，而她每月支出約1萬元，加上借貸償付每月利息約1800元，共約1.2萬，換句話說，她要運用現有資產每月製造收益約8000元才能應付目前的生活需要，到將來沒有兼職的時候，需要的金額將會更高。

黃太現時持有不同的資產，包括股票、基金、60萬年金儲蓄、100萬現金，剛開始的一份110萬保險儲蓄，還有是今年將會從期滿儲蓄保單收到的160萬元，扣除借貸後，淨值約400萬元。

而保險保障上，黃太一向都不着重，危疾保障都有不足20萬元，還是

數年前才購買。由於已66歲，她明白要降低風險，但又想增加更多財富，所以感覺困擾。

面對很多不明確因素，感到困擾在所難免，但黃太擁有的資金及資產實在不止400萬元，還有現正居住價值700萬的單位，Maggie亦已向她解釋可以透過安老按揭計劃製造收入。假設物業是由夫婦二人聯名持有，若他們選擇15年年金年期，每月便能得到收入21700元，黃太佔50%，有10850元，已能夠滿足她現時的生活需要。

所以現有的資金沒有迫切性運用，可考慮投資在一些10年至15年的儲蓄保險計劃，到將來安老按揭停止提供收益

後，便能夠由這些儲蓄計劃接力提供利息。

不過，年紀大，醫療支出相對會增加，但黃太並沒有做足醫療保險保障，不足20萬的危疾也不足夠，所以她需要增加流動現金儲備用作應付不時之需，估計保存50萬元為存款已經足夠，其餘資金便可用作中長線穩健增長用途。之後當場要定期檢討，確保計劃能按預算進行。

（作者為家庭理財教育學會會長及認可理財教練，許金鈴（Maggie）是《富足家庭認證導師》，任何查詢可發電郵到alvinlam@ffe.com.hk）