

以上音频技术来自：讯飞配音

投资小红书—第97期

过去30年复合收益率超过20%的投资大师塞斯·卡拉曼在2008年次贷危机爆发初期曾如是说。

贵州茅台本周股价再度收上了2000元，而2020年度的大牛股——英科医疗距离其2021年的最高点跌幅已经超过80%，值得注意的是，英科医疗曾是一只40倍大牛股，总市值超过1000亿元，被称为A股“手套茅”。同样，十倍牛股中远海控距离近期高点调整幅度已接近40%。

长期以来，包括机构在内的众多投资人对上市公司短期业绩波动反应剧烈。2018年三季度贵州茅台业绩不及机构预期，季报出台当天，贵州茅台罕见被打至跌停，股价探至509元低点。2021年的半年报发布之后，贵州茅台一个月内跌幅超过10%，股价跌至2021年初调整以来的最低点1525元。

而十倍牛股英科医疗和中远海控都是业绩暴增股。2020年英科医疗业绩暴增38倍，2021年中远海控业绩暴增8倍。

短期业绩动人心魄，但以短期业绩作为买入基础，具有极大误导性。正如是巴菲特老师格雷厄姆所建议的，“我们从针对投资者的两条建议开始，这两条建议是矛盾的。第一条建议是：不要看重某一年的收益；第二条是，如果你确实关注短期收益，请当心每股收益中的陷阱。”

对于理性投资者来说，不看重短期业绩，没有长期跟踪不轻言拐点来临：好公司、差年景、深度下跌恰是迎来好买点；而差公司（包括资质一般公司）、好年景、巨幅上涨恰是好卖点。不过能够做到这一点，不仅需要长期跟踪和穿透的眼光，更需要坚忍不拔的毅力，才能不从众迎风逆行。

此类大涨可能让投资者亏大钱

企业经营不是真空之中进行，业绩起伏是常态，经营环境有时顺风顺水，有时也会遭遇逆境。就如同理性对待市场先生一样，理性对待企业的短期业绩波动也是价值投资的重要组成部分。

然而真正的价值投资者并不太在意某一年度或者某一季度的短期业绩变动。真正价值投资者评估的是企业内在价值：如果好企业只是面临暂时性的可以渡过的难关，短期业绩的下降并无损害企业内在价值，反而是逢低买入的机会，巴菲特所买的苹

果、运通、盖克保险均在企业逆境时出手。

好企业逆风时买入的原则，同样在A股适用。就如在贵州茅台、万华化学、海螺水泥等公司短期业绩不及分析师一致预期时，市场高呼暴雷时出手，投资者往往会收获不错的长期收益。

反之，资质一般的企业面临好年景的大丰收，投资者对此不宜过分线性外推。如果投资者以短期暴增的业绩为估值基础，常常会支付过高的价格。资质不佳的企业如果仅仅是因为行业景气度上升或者正面“黑天鹅”事件在某一年取得好业绩，未来几年往往业绩令人失望，因为企业的长期竞争力和内在价值并没有改变。

而让投资者亏大钱的往往是短期业绩暴增但长期竞争力并未提升的资质不佳企业。格雷厄姆曾说过，付太高价格买优质股的风险（尽管是存在的），并不是普通的证券购买者面对的主要风险。

“多年的投资结果告诉我们，投资者的主要亏损来自经济状况有利时期所购买的劣质证券。证券购买者把当期较高的利润当成了‘盈利能力’，并且认为业务兴旺就等同安全边际。正是这样的年代，质量较差的债券和优先股才能按平价出售给公众。”格雷厄姆说。

格雷厄姆曾举了一个例子：美国钢铁公司1937年3月涨至126美元，因为投资者仅依据一年的优异业绩来评价该公司，而其后6年内该公司的业绩都普普通通甚至不好。在12个月内，美国钢铁公司股价跌到了每股42美元，跌去了2/3。

理性对待短期业绩波动

投资者看到一家公司的年度经营业绩暴增十倍或者几十倍时，请一定要安奈住激动情绪，其中可能存在陷阱。中外股市中都存在财务“大洗澡”的恶劣做法：就是从不好的年份中尽量加大扣除，从而使得随后年份的数据显得非常可观。

经过财务“大洗澡”之后，很多公司次年的年报业绩或者季报业绩通常会出现暴增，但这种暴增并不意味着上市公司的竞争力增强或内在价值增加。

事实上，当一家公司采取过“大洗澡”等可疑的会计政策时，投资者就应该避免购买该公司的股票。对待不诚信的公司，尽管业绩暴增后的股价看起来很便宜，充满吸引力。但投资者无法通过量化的方式来消除不诚信的影响，唯一解决方法是远离这类公司。当厨房里发现一只蟑螂时，应该不会只有一只蟑螂。

A股投资者有爆炒“扭亏股”或“预增股”的惯例，但这种不问个股长期竞争力，

轻信短期业绩可以持续的做法，很容易落入别有用心者的陷阱。部分沦落为壳的极差公司存在的价值就是成为控制人的炒股工具，它们在做两年亏损业绩之后，再做一年扭亏为盈的业绩，通过资金配合爆炒股价来收割韭菜。

事实上，对于内在价值没有改变的上市公司来说，短期业绩波动无损公司的投资价值。正如《巴菲特之道》中所说，“周期性变化会损害公司的短期利润，但并不影响公司的内在价值；根本性变化则既会减少公司利润，也会影响内在价值。”

如果以买股票就是买公司的眼光来看，真正的企业主并不会因为企业业绩的短期波动而决定自己的买卖行为。正如格雷厄姆所言，“很明显，根据当前收益而相应改变某家公司的估值，是很不理性的。一家企业在业绩好的年度可以轻易赚取业绩差的年度的两倍的利润，但是其所有者可能从未想过要相应地增减公司的价值。”

格雷厄姆教导道：普通股的市价更易受公司当前收益的影响，而不是长期平均收益，这在很大程度上导致了普通股的股价波动，且这一波动与业绩好坏变化相对应。

理性投资者恰利用了优质公司短期业绩不景气的时候进行布局。格雷厄姆认为，大众在这一点所采取的态度明显是错误的，而且他们的错误可能会给更理性的投资者以获利的机会，因为后者会在股价因当前收益减少而下跌时买入股票，并在市场异常繁荣使得股价大涨后卖出。

责编：战术恒