

股市 超級戰將

下



THE SUPER ANALYST



Andrew Leeming／著

何喻方／譯

作者簡介

Andrew Leeming

荷蘭國際霸菱公司
(ING Barings) 常務
董事也是亞洲地區
(日本除外) 銀行業
研究單位主管，並擁
有雪梨新南威爾斯大
學榮譽商務碩士學
位。著有《銀行股分
析解密》(Bank Equity
Analysis Demystified)
由 John Wiley and Son's
公司於2001年出版。

 寰宇財金 166

股市超級戰將（下）

The Super Analysts

**Conversations with the World's Leading
Stock Market Investors and Analysts**

Andrew Leeming 著

何 喻 方 譯



JOHN WILEY & SONS, INC.

New York • Chichester • Weinheim • Brisbane • Singapore • Toronto

166 量加字詞

(下) 證券市場

The Super Analysts

Conversations with the World's Leading
Stock Market Investors and Analysts

The Super Analysts

Published by John Wiley & Sons, Inc.

AUTHORIZED TRANSLATION OF THE EDITION
PUBLISHED BY JOHN WILEY & SONS, New York,
Chichester, Brisbane, Singapore AND Toronto. No part
of this Book may be reproduced in any form without the
written permission of John Wiley & Sons, Inc.

Copyright © 2000 by John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd.
All Rights Reserved.

目 錄

上 冊

謝 辭	iii
前 言	v
第 一 章 史都華・貝克 不是只有黃金才發亮	1
第 二 章 馬克・莫比爾斯 真正的信徒	61
第 三 章 布萊恩・強森 冠軍團隊一定打敗由冠軍組成的團隊	83
第 四 章 大衛・費雪 全盤著眼	119
第 五 章 莉哲・拜兒 張大眼睛，能看到什麼就看什麼	141
第 六 章 提姆・簡森 世界上沒有永遠的對錯	175

下 冊

第 七 章	皮爾·普連提斯 耐性是一種美德	205
第 八 章	梅鐸·莫奇森 悲觀時買，樂觀時賣	243
第 九 章	邁可·毛波辛 世事無常	277
第 十 章	喬·裴奇 亞洲價值觀	323
第 十 一 章	高登·霍爾 第一美德	347
第 十 二 章	威廉·羅與艾利斯泰·韋奇 加權的遊戲	379

AUTHORIZED TRANSLATION OF THE EDITION

PUBLISHED BY JOHN WILEY & SONS, INC.

Chichester, Brisbane, Singapore and Toronto. No part
of this book may be reproduced, stored in a retrieval system, or
transmitted in any form or by any means, without the
written permission of John Wiley & Sons, Inc.

Copyright © 2000 by 聯發證券(香港)有限公司 Pte Ltd.
All Rights Reserved

第七章

皮爾·普連提斯： 耐性是一種美德

「心靈的富有是慢慢建立起來的。」

皮爾·普連提斯（Pierre Prentice）是澳洲最受推崇和經驗最豐富的工業分析師之一。他在澳洲信孚公司（Bankers Trust Australia Limited）當了十二年的證券經紀分析師，後來擔任工業研究部門主管和執行副總裁，最近在怡富資本合夥人（Jardine Fleming Capital Partners；JFCP）任職於買方工作。普連提斯在JFCP管理金融預測和分析職能，這個職能是公司選股和計價程序的一部分。普連提斯原來是公認合格會計師，曾經分別在安達信（Arthur Andersen）和KPMG的稽核／商業諮詢事業部當經理人和合夥人，並就此結束會計事業生涯。普連提斯當了十二年的賣方分析師，績效紀錄非凡，連續九年內，評等排名不曾落到他涉足部門——他的三大核心部門——的前五名之後。由於堅忍不拔和始終如一，普連提斯的績效紀錄，別人難以望其項背。他擅長閱讀財務報表，極其注重細節，公認為「分析師中的分析師」，因為他能夠結合策略性分析和出色的分析、預測及計價技巧。普連提斯的技術長才，從「澳洲每股

盈餘會計標準」的草擬過程中，被廣泛徵詢意見可見一斑。剛展開事業生涯的賣方分析師，應該會對普連提斯的經驗和觀點特別感興趣。

你是如何踏進這一行的？

那是因為我從海外回澳洲時，重回以前任職過的會計事務所。那不是特別愉快的經驗，因為他們在許多新工作的壓力下，沒辦法分出我們已經談妥的新職位。於是我決定離職。由於我已經在一家國際會計事務所升抵合夥人的階層，我有機會把兩種事業生涯合而為一種終身事業。我找的是完全不一樣的事情。最後我必須選擇到米爾杜拉（Mildura，在墨爾本北方三百四十哩，內人金的老家在那裡）當水果乾合作社的財務管制員，或者從事證券經紀業務。

你為什麼選了證券經紀？

我覺得另一種選擇沒辦法讓我盡情發揮所長。我掂量了自己的優缺點，認為要當優秀的財務分析師，必須先是個優秀的會計師。踏進證券經紀這一行後，我發現很少人擁有會計知識，倒是挺有趣的一件事。

現在還是這樣嗎？

在很大的程度內是如此，但這一行擁有財務會計背景的人遠比從前多。不過在我剛進這一行時，情形不是這個樣子，所以很長的時間內，我享有相當大的競爭優勢，特別是1987年崩盤來襲後，人們都搶著回歸基本面，分析財務報表。我覺得——或

許那時太天真——你必須是個優秀的會計師，好好瞭解財務報告。我的另一個優點是口語溝通能力，尤其是書面溝通能力，而在證券經紀這一行，它們非常重要——我認為主要內容是撰寫報告。我的另一個標準是找到個人感興趣的工作。

這麼說，證券經紀是明顯的選擇？

對，那時是這樣沒錯。多年來，我也一直在市場上投資。記得我曾坐在大學的階梯上，仔細研究股票報價、買盤和賣盤，也進場玩股票。所以說，這是我一直在做的事，而我的目標是領薪水做自己喜好的工作。早年的情形真的如此。初進信孚的日子真的很棒。

在你投入更多後，對這一行的認知和現實比較如何？

實際上經過很長的時間，才面對面正視當證券營業員的現實。

那是？

當營業員的現實，是必須承受創造業務的龐大壓力。

手續費。

對，手續費——或如果你樂意的話，不妨稱之為經紀費用收入。我們必須承受創造股票周轉率和手續費收入的壓力。我說的是龐大的壓力，但我想你能夠忍受。我的看法一直是——我也試著灌輸給其他團隊成員——你是當投資人的代理人。畢竟它有時稱做代理業。

當企業股東的專業顧問？

對，當他們的專業顧問。你必須試著在他們的投資目標架構中，找出什麼事情對他們有好處。這應該是任何專業關係的基礎。我便是如此經營這一部分的業務——當專業顧問。證券經紀被稱做專門職業。它可能是其中之一，但其實我不認為如此。

為什麼？

因為對客戶的目標和利益，努力得不夠多。我想，現實狀況是經紀公司不夠多，沒辦法支援一對一的專業關係。結果他們變得同質化，經紀分析師往往被一般客戶所要的東西牽著鼻子走。

先前你提到1987年的崩盤。你在崩盤時的經驗為何？

真是令人難以置信。那可能是你在事業生涯中能夠獲得的最便宜教訓。我在1987年5月進入這一行，五個月後股市崩盤。因此這件事發生在我的事業生涯很早的時候。這是很棒的例子，提醒我們非理性的市場短期內會變成什麼樣子。而且我正好在非常不理性的階段之初投入這一行。至於我的經驗，我因此提高警覺，留意市場會不會變得不理性，以及隨之而來出現了什麼機會。由此可見我們需要時時回歸基本面，不管目前的股價為何，並問你自己：「不管股價的表現如何，這家公司，或者更明確地說，這家公司的管理階層，是不是增添了任何價值？」

你支付的是價格，得到的是價值？

說得好。

你如何定義基本面？比方說，是指人們所爭論的價值部分？

基本面和股價完全無關。它們問的問題其實是這家公司是不是做了該做的事。所有的公司，或者明確地說，公司的管理階層扮演的一種角色，是管理股東託付給他們的資金，設法擴大原始資金，從而增添價值。但儘管有一些基本教條，期間愈短，股價的表現——稱做附加市場價值——和附加經濟價值¹間的關係愈薄弱。當然了，長期而言，它們應會趨於一致。但是身為分析師，我們必須瞭解的是，受投資人氣和資金流動的影響，短期內它們可能往不同的方向走，但最後應會趨於一致。所以分析時注重基本面，重視的是附加經濟價值，或者股東的價值創造，因為它才能真正確保公司站穩腳步，有助於公司尋找機會，賺取多於股票投資人把資金投入股市所能期望的報酬率。

就價值方法來說，一種方法不見得能夠時時建功。你喜歡用什麼方法觀察價值？

近年來，在我的證券經紀分析師事業生涯近尾聲時，我愈來愈相信折現現金流量或附加經濟價值的優點。兩者其實是同一件事，但用不同的方法呈現相同的資訊。我想，如果我必須從中擇一而用，我會選附加經濟價值，因為它比較透明，而且資本報酬率相對於資金成本看得比較清楚。你能夠更快做出判斷——特別是在你判斷自己所做的預測結果有多務實時。

你是否認為本益比（price/earnings ratios）²和價格對帳面價值比（price-to-book ratios）³在今天仍然有用？

就非金融股來說，價格對帳面價值比有如垃圾。但我認為PERs⁴和EBIT⁵等倍數比率是證券經紀分析師實用的捷徑。它們是我們所用語彙的一部分，因為許多人仍在使用。

可以說那是更多人使用的文法和句法？

一點沒錯。我剛進入這一行時，PERs炙手可熱，EBIT根本不存在。但十年後，EBIT倍數當道。現在EBITDA⁶病正在生根。我把它說成是「病」，因為從計算公式中剔除折舊後，以EBITDA為分母算出的倍數，意指比較不同的股票時，它們的資本密集度相同，但在許多情況中，其實並非如此。因此用它很危險，容易產生錯誤。

所以價值方法論和價值方法並非一成不變——它們會演進，你也必須瞭解它們的缺點？

當然。

在你當證券營業員時，工作上最困難的部分是什麼——計價或行銷？

最困難的部分是忍受工作上的要求，因為無所不包。身為證券經紀分析師，你必須包裝很多東西。它是個完整的行業——你是個自力更生的業務單位。你必須自己去找資料，處理自己找到的資料，而且其中包括財務預測。做了計價分析之後，你必

須做成結論，然後以書面形式傳送你的結論。那是你的產品。我想，你有兩種產品：計算價值，以及比較股票價格和計算出來的價值之後做成結論。另一項產品是報告，說明你如何得出那個價值和結論。接下來有行銷工作要做，也就是拿報告去和客戶溝通。因此你的角色涵蓋許多活動。不過，現在回頭談你前面的問題，關於我對工作的認知和後來實際情形的差距。對我來說，花在行銷上的時間極多。我本來以為這個工作是寫報告，接下來馬上再寫下一份報告。從許多方面來說，在你做行銷之前，工作根本還沒開始。我的團隊夥伴馬丁·尤爾（Martin Yule，現在在雪梨的摩根士丹利〔Morgan Stanley〕服務）和我有句座右銘：「寫了報告沒做行銷，等於沒寫報告。」身為證券營業員，從商業的角度來看，向市場推銷很重要。

平凡普通的報告有可能透過良好的行銷，而成為好報告嗎？

沒有什麼事情能救一份壞報告，但沒有用處的報告，只要靠行銷，也能成為有用的報告。外人不曉得你的客戶飽受多少書面資料轟炸。想要卓然出眾，讓你的訊息被人聽到，唯一的方法是找到他們的耳朵。而這表示必須靠電話行銷，更好的做法是面對面行銷。

這會不會製造問題，因為研究報告的供給不斷增加，但需求實際上正在下降，部分原因是把更多的努力用在行銷上，而不是用在撰寫好研究報告上，導致研究報告的品質日益低落。

對。那樣的事情正在浮現，但我不認為失去控制。最後應能找

到平衡點，因為如果行銷的需求太高，客戶到頭來只能拿到空殼報告，什麼內容也沒有。因此必須在兩者間找到平衡點。箇中關鍵在於業界參與者的合理化行爲。我們已經見到不少證券營業員找到合理化的藉口，退出這一行，而這絕對有助於解決你所說的失衡問題。現在證券營業員的數目已經減少，而基金經理人的數目增加。

你做過最糟的股票投資研判是什麼，以及從中學到什麼教訓？

從某些角度來說，沒有所謂錯誤那回事——除非你沒有從中學習。有了這層認識，我想，我最糟的研判發生在布雷希⁷。

布雷希控股公司？

對，布雷希控股。

願聞其詳。

這是一支零售股，銷售錄音音樂、樂器、音響設備，也開始踏進家電產品。我已經研究零售業相當長的時間，市場上的零售股不是很多。伍爾渥斯（Woolworth's）正要上市，而且我認為，由於我見到零售類股的一些發展，或許我能在零售業稍微運用所長。布雷希那時遭人冷落，我也知道它身處險境，因為它正經歷艱難的考驗，不過我覺得股票超賣且基本面價值低估。在慢慢走回頭路之後，它出現了穩定的跡象，但突然之間，它發布了很糟的業績。我想，那是1993會計年度下半年的事，記得我做了完整的重新評估——大費周章探討我們的處境——並給了我機會收回先前的正面看法。我得出的結論是，這