

做聪明的投资者

[美] 珍妮特·洛尔◎著  
邓雁◎译

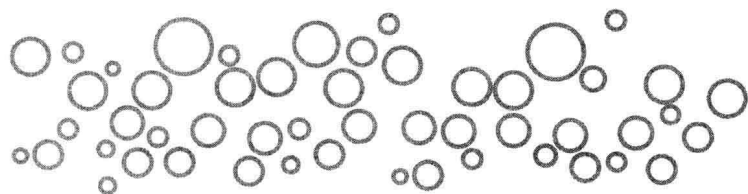
# 跟格雷厄姆学价值投资

THE TRIUMPH OF VALUE INVESTING



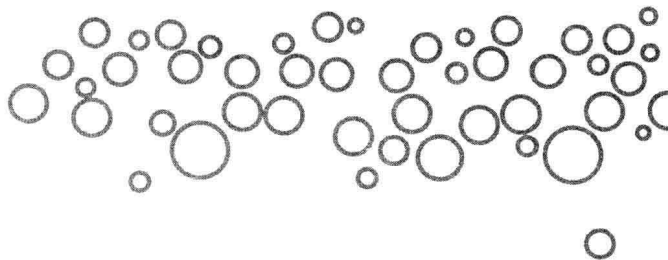
中信出版社·CHINACITICPRESS

THE TRIUMPH OF  
VALUE INVESTING



跟格雷厄姆学价值投资

[美] 珍妮特·洛尔◎著 邓雁◎译



## 图书在版编目 (CIP) 数据

跟格雷厄姆学价值投资 / (美) 洛尔著; 邓雁译. —北京: 中信出版社, 2011.7

书名原文: The Triumph of Value Investing

ISBN 978-7-5086-2777-9

I. 跟… II. ①洛… ②邓… III. 股票投资—基本知识 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 076154 号

The Triumph of Value Investing by Janet Lowe

Copyright © 2010 by Janet Lowe

Simplified Chinese translation edition © 2011 by China CITIC Press

All rights reserved including the right of reproduction in whole or in part in any form.

This edition published by arrangement with Portfolio, a member of Penguin Group (USA) Inc.

本书仅限于中国大陆地区发行销售

## 跟格雷厄姆学价值投资

GEN GELEI EMU XUE JIAZHITOUZI

---

著 者: [美] 珍妮特·洛尔

译 者: 邓 雁

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司 (北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承 印 者: 北京通州皇家印刷厂

开 本: 787mm × 1092mm 1/16 印 张: 14 字 数: 150 千字

版 次: 2011 年 7 月第 1 版 印 次: 2011 年 7 月第 1 次印刷

京权图字: 01-2010-5951

书 号: ISBN 978-7-5086-2777-9 / F · 2318

定 价: 38.00 元

---

### 版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84849283

<http://www.publish.citic.com>

服务传真: 010-84849000

E-mail: [sales@citicpub.com](mailto:sales@citicpub.com)

[author@citicpub.com](mailto:author@citicpub.com)

对于投资者来说，过去 10 年充满艰辛和收获：首先是 2000~2002 年间网络泡沫的崩溃，紧接着是 2007~2008 年间全球股市的暴跌。不管他们的投资理念如何，几乎所有的投资者都难逃此劫。以保守和沉着著称的价值投资者也受到了这场风暴的影响。

在发现持有的股票迅速反弹前，价值投资者或许曾质疑价值投资的原则在当今是否还适用。

在 21 世纪头几年的大牛市中，巴菲特以价值投资原则进行经营的控股公司——伯克希尔·哈撒韦公司，并不是股市上的佼佼者，只有忠实的老股东们把它视为宠儿。每年，超过 3 万名热情洋溢的追随者参加公司年会，这是对巴菲特巨大的鼓励，最终证明他们成功了。这个有着 45 年历史的公司 在 2009 年再创佳绩，公司净值增长了 218 亿美元，每股账面价值上升 19.8%。

另一位价值投资者——塞思·卡拉曼，在没有使用杠杆和卖空的情况下，长期以来的业绩仍然超过市场水平。在过去 25 年里，他的公司波

士顿私人投资合伙企业行为分析集团每年的复利收益率达 20%，位居阿尔法对冲基金排行榜的第 49 位。在后面的篇幅中，我们将会提及这些内容，还会谈及更多在艰难的市场条件下保存本金或获得成功的价值投资者。

在瞬息万变的形势下，我们应该经常审视自己的想法是否依然正确。过去 10 年发生的市场崩溃以及每个投资者所遭遇的困惑和挫败，让我们有机会重新学习本杰明·格雷厄姆的价值投资原则，学会如何运用这些原则面对新的挑战。

这是研究这些投资原则如何被运用，在科技主导、无国界、快速变化的世界如何被完善的最佳时机。

作为报纸投资专栏作家，我在 20 世纪 80 年代开始撰写关于格雷厄姆教授的文章，我关于投资的第一本书，即《格雷厄姆论价值投资》，于 1994 年出版。1996 年我出版了第二本书《价值投资胜经》。这引发了人们对价值投资和价值投资者的兴趣。我对有些人把价值投资称为“公式”的看法不敢苟同。格雷厄姆不断求知，不断实验，总是在寻求运用价值投资原则更新和更好的方法。

《跟格雷厄姆学价值投资》又回到了价值投资这个熟悉的领域。本书将引领投资者确定企业的内在价值、寻求安全边际，以及运用价值投资的其他原则。该书肯定了格雷厄姆投资理念的合理性和可靠性。

无论读者是否熟悉价值投资，还是刚发现超级投资家巴菲特所称的“格雷厄姆和多德”，这些在本书中都会有全新诠释。本书还涉及市场上最新的理念和代表人物，谈到过去 10 年中出现的新观点——产业的发展和经验，以及公司的经历等。书中还谈及了对高科技行业，生物科技行业和外国公司的投资，并解释了指数型基金和交易所交易基金等产品

的运用。另外，本书还引导投资者运用网络资源收集信息进行分析，支持投资决策，实现购买操作和管理投资组合。最重要的是，本书还指出财务顾问和政府监管者根本无法保证你的财产安全。尽管他们在投资中都非常重要，也有保护我们的义务，我们仍然必须学会保护好自己。最好的防御方法就是运用知识。

本书是写给个人投资者的，不管他们是出于管理好自己财富的目的，还是更想了解他们的财富如何被他人管理。

本书包括了对当今顶级价值投资者沃伦·巴菲特、威廉·欧奈尔、戴维·伊本、查尔士·布兰帝和艾伦·布拉德福德等的采访。我衷心感谢他们接受采访，对他们投资的激情也致以深深的敬意。同时，也非常感谢我的经纪人艾丽斯·马特利，企鹅出版社编辑考特尼·扬，马修·博埃齐和阿利萨·阿米尔，正是他们的辛勤努力让这本书的出版成为可能。

最重要的，是希望大家喜欢这本书。投资是很具吸引力的事情，应该充满乐趣。

珍妮特·洛尔

写于新墨西哥州圣菲

序 言	→ XI
第一章	<b>经济衰退期的价值投资 → 1</b>
	经济海啸席卷华尔街 → 4
	“经济时代”的致命冲击 → 4
	投资者的金融责任 → 6
	重建财务堡垒 → 7
	格雷厄姆对当今的影响 → 8
	向大师学投资 → 8
	格雷厄姆的核心原则 → 10
	经济变革的最佳时机 → 12
	经济的方向在哪里? → 12
第二章	<b>21 世纪的价值投资 → 17</b>
	价值投资和技术分析 → 20
	投资无关运气 → 21
	投资的内在价值 → 22
	安全边际 → 23
	投资的机会在哪里? → 24

第三章

**格雷厄姆的投资理论→ 27**

容易掌握的投资原则→ 30

无须过度迷信数学模型→ 31

价值投资的心智训练→ 32

长期持有的投资组合→ 33

稳定和持久的收益→ 34

第四章

**金融市场的反应→ 37**

市场周期→ 40

变幻莫测的股市→ 41

市场时机和价格→ 42

股票的定价方法→ 43

对市场时机的预测是无效的→ 43

当日交易→ 44

短线交易→ 46

观察牛市的发展→ 47

牛市的巅峰→ 47

回到正常区域→ 48

寻找好的投资机会→ 49

熊市特征→ 50

股息收益率→ 50

投资的时机再次到来→ 52

市场低迷时，不要泄气→ 53



第五章

**风险和回报→ 57**

平衡风险→ 59

对风险的了解→ 60

风险和收益的相关性→ 62

了解投机→ 63

贝塔系数→ 63

贝塔系数和风险→ 65

明白自己是哪类投资者→ 67

被动型投资者的投资选择→ 67

指数型基金→ 68

交易所交易基金→ 71

程式交易是敌人吗? → 71

金融衍生品→ 72

融资融券→ 73

价值投资要点→ 75

第六章

**资产负债表→ 79**

投资安全性的迹象→ 82

发现投资的内在价值→ 83

资产负债表的构成→ 84

资产的性质→ 84

计算账面价值→ 85

账面价值的魅力→ 86

账面价值的缺点→ 87

市净率→ 88

债务陷阱 → 88  
债务评级 → 89  
债务股本比率 → 91  
营运资金 → 91  
安全边际的局限 → 92  
流动比率 → 93  
速动比率 → 93  
净资产价值 → 94  
财务欺诈的高额成本 → 95  
《萨班斯法案》 → 96  
价值投资的基本原则 → 97

## 第七章

### **唯一重要的增长率 → 99**

损益表的秘密 → 102  
收入的实际情况 → 102  
诚实的报表调整 → 103  
收益的观点 → 104  
增长的指标 → 105  
销售量 → 105  
收入和利润 → 106  
息税前利润 → 107  
留存收益 → 108  
自由现金流 → 109  
贴现现金流模型 → 110  
市盈率 → 111

第八章

股票价格的范围 → 112

成长型股票 → 113

**对管理层的评价 → 117**

诚信是重要的 → 120

过度信贷的恶果 → 121

利益相关方 → 121

谁在管理公司? → 122

像所有权人一样管理 → 123

好的经理人不能做什么? → 124

永远不需要太多信息 → 124

管理层的远见 → 125

股东的权利 → 126

股东的责任 → 129

政府监管的利弊 → 132

高管的薪酬水平 → 133

隐藏的经营信息 → 135

第九章

**挑选股票 → 137**

建立股票的筛选标准 → 141

筛选成本较低的股票 → 143

可能被高估的股票 → 144

对冲交易 → 145

防守型股票 → 146

第十章

**投资组合的要求→ 149**

- 投资目标→ 152
- 收益率超过通货膨胀率→ 153
- 保守的投资策略→ 154
- 定期投资策略→ 155
- 投资多样化→ 157
- 投资多样化的第一准则→ 158
- 现金是垃圾吗? → 159
- 投资多样化的第二准则→ 161
- 产业集团→ 162
- 投资全球化→ 163
- 金砖四国→ 164
- “欧洲五国” → 165
- 黄金投资→ 165
- 共同基金→ 167
- 追踪收益→ 168
- 最佳的卖出时机→ 169
- 卖出股票时放慢行动→ 170
- 卖出股票的比重→ 171
- 为收益而投资→ 171
- 股息再投资→ 173
- 最佳的投资战略→ 174

第十一章

**投资中的特殊情况→ 175**

- 首次公开发行→ 178
- 谷歌的首次公开发行→ 181
- 并购业务→ 183
- 全球化趋势的反思→ 184
- 优先股→ 187
- 可转换证券→ 188
- 权证→ 190
- 破产处理→ 190

第十二章

**期望做得更好→ 195**

- 原则一：保持端正的态度→ 199
- 原则二：不要理会预测→ 199
- 原则三：坚持实事求是→ 200
- 原则四：寻找和市场情况不一致的投资机会→ 200
- 原则五：远离债务→ 201
- 原则六：迎接市场的波动→ 202
- 原则七：倾听“船员”建议→ 202
- 原则八：在市场过热时保持镇定→ 203
- 原则九：多样化投资→ 204
- 原则十：通货膨胀不会消失→ 204
- 原则十一：坦然面对投资中的失误→ 205
- 原则十二：享受投资的过程→ 205
- 投资中的失误→ 206

# THE TRIUMPH OF VALUE INVESTING

---

## 第一章

## 经济衰退期的价值投资





在任何年纪，我都不愿意靠在火炉边对周遭的一切冷眼旁观。生活需要去经历，应该永保我们的好奇心。

埃莉诺·罗斯福

**踏**入 21 世纪的人们比任何时候都更加乐观、智慧和从容，尤其是美国人。随着近几年来经济的稳步增长，美国人的收入水平、生活水平和财富水平都有很大的提高。对于投资者来说，21 世纪的投资道路布满荆棘。这一切随着新千年的到来，如约而至。

网络公司如雨后春笋般涌现，高新技术得以飞速发展，网络泡沫在 2000~2001 年破灭，产生的影响极具毁灭性。新公司在公司名称前加上“e-”或在公司名称后加上“.com”以寻求股价的上涨，这导致了所谓的“代号投资”的泛滥。

这些美丽的梦想在 2000 年 3 月 10 日被彻底粉碎，当时科技股占比重较大的纳斯达克综合指数已高达 5 048.62，比一年前涨了一倍还多。



紧接着的那个周一，数万亿美元的抛售袭击了证券交易所，涉及思科、IBM、戴尔等行业领军企业。这引发了一系列连锁反应，投资者、共同基金和机构投资者都纷纷抛售手中的股票。6天中，纳斯达克综合指数损失近9%，2000年3月15日降到4580点。到2002年10月，被网络泡沫吞噬的科技股市值达5万亿美元，引发了轻微的经济衰退。

## 经济海啸席卷华尔街

绝大多数投资者似乎都没有听到拉响的警报，在短短几年中，Web2.0让新一轮的风险投资、首发投资和投机活动卷土重来。

不仅如此，投资者在其他地方也遭遇了沉重的打击。21世纪初期，由于财务报表的欺诈行为，安然、泰科、阿德菲亚和世界通讯公司等大型上市公司的股东们损失惨重。为了应对严重的公司欺诈和财务欺诈行为，美国国会通过了2002年的《萨班斯法案》，但新法案未能完全阻止由来已久的财务欺诈，也未能阻止财务欺诈在形式上的花样翻新。那时，出现了很多给银行造成巨大损失，臭名昭著的“银行抢劫犯”；可不久，人们将会领教“抢劫犯银行”的厉害。

## “经济时代”的致命冲击

股票市场在10年中就翻了一番，从1997年2月的7022点上涨到2007年10月的14164点，人们对自己的智慧和投资安全十分满意。而那恰恰是股市的最高点位。仅17个月后，在2009年3月，1997年2