

现代证券分析

Modern Security Analysis

Understanding Wall Street Fundamentals

华 章 经 典 · 金 融 投 资

MARTIN J. WHITMAN FERNANDO DIZ

[美] 马丁 J. 惠特曼 著
费尔南多·迪兹

郑磊 龚荻涵 译

Martin J. Whitman
Fernando Diz



机械工业出版社
China Machine Press

现代证券分析

Modern Security Analysis

Understanding Wall Street Fundamentals

华 章 经 典 · 金 融 投 资

MARTIN J. WHITMAN FERNANDO DIZ

[美] 马丁 J. 惠特曼 著
费尔南多·迪兹

郑磊 龚荻涵 译



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目(CIP)数据

现代证券分析 / (美) 惠特曼 (Whitman, M. J.), (美) 迪兹 (Diz, F.) 著; 郑磊, 龚荻涵译. —北京: 机械工业出版社, 2015.4

(华章经典·金融投资)

书名原文: Modern Security Analysis: Understanding Wall Street Fundamentals

ISBN 978-7-111-49893-3

I. 现… II. ①惠… ②迪… ③郑… ④龚… III. 证券投资-投资分析 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 070272 号

本书版权登记号: 图字: 01-2013-8069

Martin J. Whitman, Fernando Diz. Modern Security Analysis: Understanding Wall Street Fundamentals.

Copyright © 2013 by Martin J. Whitman and Fernando Diz.

This translation published under license. Simplified Chinese translation copyright © 2015 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 John Wiley & Sons 公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行。

未经出版者书面许可, 不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有 John Wiley & Sons 公司防伪标签, 无标签者不得销售。

现代证券分析

出版发行: 机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码: 100037)

责任编辑: 赵艳君

印 刷: 北京诚信伟业印刷有限公司

版 次: 2015 年 6 月第 1 版第 1 次印刷

开 本: 170mm×242mm 1/16

印 张: 30.25

书 号: ISBN 978-7-111-49893-3

定 价: 80.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问: 北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

一本写给中小投资者看的证券分析指南

所谓小投资者，在这本书里有个特定的名词 **OPMI**，意思是不占控股地位，对上市公司基本没有影响力，也无法准确、及时了解到上市公司真实信息的投资者，而且他们也一定是需要法律提供保护的一个弱势投资群体。从这个意义上说，相信大部分国内股票投资者都会感同身受。所谓 **OPMI**，不就是国内所说的小散户吗？答案部分正确。其实作者所指的是那些不占控制地位的投资者，其中大多数是散户，当然那些持股较少的机构投资者也属于此类。从这个角度来看，本书就是指导股票投资小散户和非控股机构小股东如何在波涛汹涌的股市上生存发展的一本专业书。虽然书中写的是美国的小散股票投资者，但译者认为其中许多内容与中国股市情况近似，因而国内读者也可从中获得收益。

本书的另一个维度则非常高大上。相信很少有投资者没听说过格雷厄姆和多德的大名，而他们二人合作的那部鸿篇巨制《证券分析》更是声名远播，几乎是证券投资者手中的必备读物。本书作者的立意也在此，不同的是，书名加上了与时俱进的“现代”两字，以示对前书的致敬和拓展。

这本书所提到的企业，既有美国本土企业，也有中资股案例，既有长江实业、会德丰、九龙仓这样的传统中资蓝筹股，也有丽新制衣，还有日本、澳大利亚、欧洲的股票。作者是想说，本书的价值投资理论是广泛适用的。这本书给出的投资方法的特色就是“进行既便宜又安全”的价值投资。我将其概括为稳健价值投资法。

稳健价值投资与格雷厄姆和多德的价值投资不同之处，贯穿于本书的每个章节。简单地说，作者分析的视角更为细致，分析的面也更宽广。比如入手点就是将有控制权的普通股与被动持有普通股做出区分。本书重点放在说明为何有控制权的普通股实际上和非控制普通股是完全不同的商品。然后将基础金融投资的各个部分整合成安全、廉价的价值投资方法。在公司基本面分析和长期价值投资方面，作者提出关注 NAV 而非账面利润，这是一个与传统价值投资分析不同的立足点（在第 6 章做了详细的论述）。作者得出的投资铁律，就是只投资那些有强大财务实力的公司发行的普通股。这一点几乎和所有传统的市场参与者相反，几乎所有其他 OPMI 都忽略了企业财务实力的重要性。

作者强调的是长期投资。事实上，他们也明白证券市场的效率非常高，而投资者不太可能以有吸引力的价格找到一只好股票，除非该股票近期的前景非常糟糕。作者指出对于产业的独立分析非常重要，如果依赖于整体性的普遍共识，则很难发现既便宜又安全的投资标的。例如，在过去的几年中，半导体设备企业会加入很多互联网和电信产业中去，仅仅是因为互联网和电信产业无法轻易地完全实现其升值空间，除非半导体产业中突然出现了戏剧化的需求增加。那时，即使是华尔街也无法对这些事实进行普适性的总结。如果当时投资者购买了财务情况良好的半导体设备公司的普通股，比如应用材料公司或英特尔，购入价格应该低于初级风投家将这些企业作为起步公司进行投资时注入的资金。而投资收益已经是有目共睹的

事实了。

任何价值投资方法都建立在基本面分析之上，稳健价值投资法尤其如此。这是难点，但好处是基本上不需要关注股票市场的价格浮动，也无需预测不久的将来的股价走势。作者认为，在价值投资中，风险在大多数情况下都意味着投资风险，即在不考虑其他证券市场价格的情况下，业务以及发行的证券会发生什么变化。价值投资者基本上都是通过衡量如果业务发生意外，那么需要为购买并持有的证券付出多少代价来计算风险的。对使用基础金融方法购买证券的消极投资者来说，在分析证券的时候有 4 个步骤，以重要性为排列顺序依次为：

1. 以私营企业或收购价值作为参考，进行价格比较。
2. 从投资的角度——与市场不同，思考如果业务出现意外，最有可能发生什么情况。
3. 从投机者的角度看，在未来 3 年、5 年或 7 年是否存在合适的退出战略。
4. 普通股票市场的考量因素。

作者指出，第一，投资者几乎或者根本不用浪费任何时间去预测普通市场、检查有偿证券市场状况，或者预测商业周期。简单而言，当投资者认为股价到了底价的时候就可以毫不犹豫地购买之。然而，购买的主要动机是有足够好的价值。第二，虽然比较分析永远是一个有效的工具，但是其重要性远不如其他形式的基础性分析。当然，原因是 OPMI 的投资目标是要求实际价值的最大化，而不是可能价值的最大化。作为价值投资者，我们的分析技术与格雷厄姆和多德所用的不同，采用的是与控制型投资者、不良资产投资者和债权人同样的方法。把重点放在自下而上、深入理解企业及其发行的证券上，同时还有企业管理层的特性与动机、其他控制实体，以及其他高于普通股的投资项目，从商业银行的担保贷款到应付款项，从

次级债券持有人再到优先股的持有人。在没有控制权更迭或没有华尔街促进（由于为管理层和证券销售人员提供了高额酬金所导致的）的情况下，OPMI 市场中的价格可能会持续不断地表现出不合理的状况。通常顶尖企业公开交易的普通股在没有催化因素的情况下，都会以低于 NAV 的价格销售。有时普通股的售价会低于 NAV 的 60% 甚至更多。

稳健价值投资方法的另一个不同点在于看待企业和管理层的视角更广，而不是像传统价值投资那样只把企业当作持续经营主体进行风险把控。企业还应该是资源转换主体，也就是通过投融资行为实现价值的主体。这就要求企业管理者并不能只满足于成为好的经营者，还应该是投资者、融资者和资源整合者。

由于投资者能够将持续经营与企业资产转换两大因素相结合进行考察，因此企业创造财富的途径就不仅仅局限于企业运营了，而是有多个，所以分析重点也会发生相应变化。分析重点会发生实质性改变的方面包括以下几方面：①在分析时不会首先去看收入账户，因为财富创造同时受到持续经营和资源转换两方面的影响。分析时，不同的情况有不同的侧重点，没有通用法则。作者在第 5 ~ 7 章和第 19 章做了说明。②分析财务数字的时候要重意义、轻数字，重点放在整个会计周期，而不是个别数字上。这一点在第 19 章中做了详细讨论。③公司的资源数量与质量成为了分析的重要因素。这样的资源具有很强的财务实力，而强大的财务实力则为 OPMI 的投资提供了最佳保障（投资风险最小化），给管理层提供了把握机会的能力。这部分在第 6 章和第 7 章中进行了说明。④管理者的能力不仅体现在运营方面，还存在于投资和融资上，在第 11 章中详述。⑤稳健价值投资方法的重点是规避投资风险而非市场风险，在第 8 章和第 12 章中讨论了这个问题。⑥投资者必须认清证券的实际特征，这一特征在第 4 章中说明。⑦证券投资组合应该更集中还是更分散。第 13 章中就这一问题进行了讨

论。这些基本上就是本书前两个部分的重点内容。

本书的第三部分和第四部分，讨论了更多的操作性细节，特别是美国证券和税务相关法律对于稳健价值投资的影响，以及不良资产投资和杠杆收购（LBO），用丰富的案例让读者了解企业的资源转换活动是如何丰富多彩和博大精深。最后一部分，即第五部分的两章，分别详细解剖了兼并收购和利用金融方法为控股股东创造价值的两个案例。

译者长期从事证券投资各流派研究，对作者提出的稳健价值投资命题，一开始也非常疑惑。要购买一只又便宜又安全的证券，谈何容易？这个命题其实已经超出了常识的边界。只要对资本市场有初步了解的人，无不知道风险和收益之间的正相关性，以及市场具有较高的效率，译者本人也是带着怀疑的态度看完这本书的。

译者相信市场的非有效性相当突出，好的企业未必能够在市场上反映出价值。因此确实有机会不为那些有出色管理层的企业所发行的证券支付高溢价。通常也存在一些不错的企业，既有杰出的管理层，而其股价却没有反映出这种卓越性。但是要想分辨管理层是否尽职尽责，已经很不容易，尽管糟糕的管理层比良好的管理层更容易判断。糟糕的管理者会假公济私，除了在保护自身利益方面，在其他所有方面的做法都很荒谬。其实外部投资者或者作者所说的 OPMI 是很难发现确凿证据，判断和分析管理层的。这就是所有价值投资方法的一个核心缺点，就和价值投资者反对市场效率支持者一样，同样因为信息不对称的原因，价值投资者其实也无法真正了解企业管理层的活动。本书作者并没有解决这个难题，他最后无奈地承认，在没有内部消息的情况下你很难知道企业下一步会怎么做。换句话说，你得有内部人脉关系。

如果作为价值投资者的你，实在没有内部人脉的话，这就引出这些投资者所遇到的另一个做法：在证券的投资组合中进行多样化。作者也承认

尽管在投资者没有内部消息的时候进行多样化处理是非常明智的，但是倘若投资者有渠道获取内部消息，其正确的做法就是集中化。

总之，掌握任何一种价值投资方法都非常困难，同样结论适用于其他分析方法，投资组合理论者除外。这就是市场现实的复杂性，只要是人的行为，目前还没有任何整齐划一的模型方法可以一套即灵，放之四海而皆准。作者的方法经过了他自己几十年的检验，应该有其成立的理由和坚实基础。对于价值投资爱好者或者研究者，值得对此进行深入的研究。相信这本书会给你一个完全不同的、更广阔的资本和信用市场视角，而这是格雷厄姆和多德的那本经典证券分析著作中所缺乏的。

本书重点

本书与其他有关证券投资、证券交易的书籍不同，也不同于现代资本理论（MCT）等金融学术专著。对于我们来说，其他投资和金融学术专著，从布雷利和迈尔斯（Brealey, Myers）的《公司财务原理》^①（*Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, 2002 年），格雷厄姆、多德和科特尔（Graham, Dodd, Cottle）的《证券分析：原理和技术》（*Security Analysis: Principles and Technique*, 简称《证券分析》）（America Media International, reprinted 2003），到那些讨论交易技术的书，都把重点放在了预测和解释短期市场价格上，特别是解释了在由外部被动型少数股权投资者（outside passive minority investor, OPMI）^②为主的市场上交易证券的价格。

① 本书已由机械工业出版社出版。

② 外部被动型少数股权投资者即指小投资者，OPMI 的意思是不占控股地位，对上市公司基本没有影响力，也无法准确及时了解上市公司真实信息的投资者，而且他们也是需要法律提供保护的投资群体。本书后面出现的 OPMI 或者少数股权投资者或小投资者，都指同一个意思。需要指出的是小投资者是与控制性股东相对的概念，因此一些不具备控制性地位的机构投资者也归入此类。——译者注

与上述书籍形成了鲜明对比，本书更侧重于对商业企业及其发行的证券方面的解释和理解。对于我们而言，OPMI 市场上的短期价格变动就是所谓的随机游走（运动），但不包括那些会“突然死亡”的证券，例如期权、权证、某些可转债，以及一些风险对冲手段，它们在一个相对确定的时间范围内会中止。

在经历了 2008 ~ 2009 年金融危机的背景下，我们的方法看上去会更有针对性，现代资本理论和格雷厄姆的价值投资法反而并不那么有效。

这本书的重点放在企业的信用度，而不是利润和现金流上。对管理层的评价也不只是将他们看作企业运营者，同时也从投资者和金融家角度做出评估。本书还阐述了激励和权益保护行为。

信用度

我们在整部书中都强调信用度的重要性。从可操作性的角度看，有 3 个要素用于确定信用度：

1. 债务数额；
2. 债务条款；
3. 贷款是否合理使用。

在这 3 项之中，我们认为第 3 项最为重要。

对于偿债能力的测试也有 3 种方法，大多数企业无须全部通过测试以证明自身的偿付能力：

1. 资产的公平价值是否超过了资产索偿要求（资产负债表测试）；
2. 企业在债务到期时，有无足够资金偿付（收入测试）；
3. 临时出现资金紧张时，企业能否从资本市场获得融资（流动性测试）。

管理层评估

与其他把管理层仅当成业务运营的人不同，我们对管理层的评估，要

看其在运营、投资、金融 3 个方面是否有竞争力。最近我们买入了丽新制衣 (Lai Sun Garment) 的股票, 这是一家成长速度较快、财务状况良好、资产 (大部分是房地产) 在中国的上市公司。写作这本书时, 其普通股以资产净值 (NAV) 的 8 折交易, 低于其 2012 年 6 月 30 日财年结束时收益的 2 倍。我们对于该公司管理层有一个金融方面的疑问。就目前股价来说, 公司为何不回购自己的股票, 或者收购其持股 47% 的下属公司丽新发展 (Lai Sun Development) 的股份? 这只股票的价格正在以类似的 NAV 折扣率和市盈率在交易。如果该公司的业务目标就是做大每股 NAV, 那么在这样的价格下, 看不到有比回购普通股 (而不是扩张资产或支付现金分红) 更好的对富余现金的使用方式了。

在检查 NAV 的时候, 重要的是从动态角度对其进行分析, 而不是只把它看作一个静态概念。对于大多数公司而言, NAV 基本上会逐年增长。NAV 的质量要比数量更重要。账面上的一些资产反映出的费用不大可能用利润或现金流对冲掉。我们应该尽力回避具有这种 NAV 的股票。

与用富余现金去扩大资产规模或降低负债的做法相比, 在大多数情况下, 不如将其作为分红或用于回购股票。当然, 从企业角度看, 支付不断提高的大额分红也是有道理的, 因为这样做会受到资本市场的欢迎。同时, OPMI 希望公司能大笔分红也是一个原因。

对接资本市场与财富创造

本书的另一个深入探讨而被其他同类书所忽略的内容是: 公司对接资本市场的重要性, 这里指的是信贷市场和股权市场。正如本书所述, 资本市场极其变化无常: 时而完全没有融资能力 (2008 年信用崩溃), 时而不计成本地向企业撒钱 (1999 年 IPO 爆棚)。

绝大多数企业和 OPMI (并非全部) 的目标是创造财富。应该指出的是,

创造财富的路径有 4 条，而不是现代资本理论（MCT）和格雷厄姆－多德所说的 2 条。MCT 和格雷厄姆－多德信奉收入账户的重要性（例如，通过资金流——无论是现金流还是收益流创造财富；收益（earnings）被定义为通过花费现金所创造的财富）。对于我们来说，创造财富的途径，无论对于企业还是个人而言，都是以下 4 种：

1. 运营中产生的现金流
2. 运营中产生的收益
3. 资源转化（例如，大量资产的调配、收购合并、债务重组、控制权变更、分拆、清算）
4. 和资本市场有效对接

常规的证券分析看上去过度强调了 4 个方面的因素，降低了其方法在帮助理解商业业务上的用处。这 4 个被过度关注的方面是：

1. 收入的重要性（不包括资产负债表和财务头寸的考量）
2. 只重视眼前利益的短期行为
3. 重视自上而下的分析，忽视自下而上的分析
4. 价格平衡（例如，任何时点的价格代表了有效市场，当市场在消化了新信息后，价格也将随之变化）

格雷厄姆－多德对前 3 项负有责任，而 MCT 对所有 4 项都有责任。

控制的重要性

和其他专家不同，我们认为与控制相关的事项和变更是关键的考量方面，而这方面在很大程度上被格雷厄姆－多德和 MCT 忽略了。对于我们而言，有控制权的普通股与被动持有普通股在形式上是相同的。但是本书重点放在说明为何有控制权的普通股实际上和无控制权的普通股是完全不同的商品，因此它们在市场上的价格也相应有所不同。在重组问题公司时，控制权着实重要。我们推测，在 2008～2009 年经济崩溃之后，通过再资

本化、资产出售和对陷于困境中的上市公司的资本注入所导致的发生控制权变更的比例，要比通过收购普通股或者采用代理机制而对健康的上市公司进行控制权变更的比例要高。

本书包括了 3 个故事，讲述了使用创新金融为各参与方创造极其有吸引力的回报的案例：

1. 2005 年赫兹全球控股的杠杆收购 (LBO)。
2. Leasco 公司收购信诚保险——未支付现金，通过巧妙推高普通股的价格获得控制权。
3. Schaefer 酿造公司——允许控股股东从公司抽走大额现金的同时，仍使其保持控制权。

避免投资风险

在《证券分析》中，格雷厄姆和多德提出了投资和投机之间的区别。“投资操作是通过全面分析，保证本金安全和满意回报的活动。不满足这些要求的即为投机。”我们完全同意他们两位的观点。在本书中，我们尝试说服读者，一个安全和廉价的方式是投资而不是投机，其中心在于避免投资风险。

投资风险有以下 3 大类：

- 发行人的质素
- 发行条件
- 发行价格

对于我们而言，分散多元化只是一个替代物，相对于知识、控制和价格意识来说，通常是可有可无的差劲替代物。

小投资者的价值投资活动是基础金融 (FF) 的一部分，FF 包括以下领域：

- 价值投资
- 不良资产投资
- 控制型投资
- 信用分析
- 首轮和次轮风险投资

最有天分的价值投资者似乎来自不良资产投资和控制型投资。这类投资者包括沃伦·巴菲特、山姆·塞尔 (Sam Zell)、卡尔·伊坎 (Carl Icahn)、比尔·阿克曼 (Bill Ackman) 和戴维·埃因霍恩 (David Einhorn)。

我们发现价值投资者都是有竞争力的对手。但就我们所知，没有一个人像我们在这本书中如此强调强健的财务状况。

安全廉价的投资基本是把重点放在避免投资风险的买入-持有方法上，以较低的价格买入成长性。只有当证券价格过高，分析师估计错误，企业情况发生改变，或者出于投资组合调整的需要时，才会将其出售。

关于市场的有效性

对于其他人来说，MCT 理论无须说明的假设是市场是有效的，价格总是合适的。对于我们而言，正相反，大多数时间里，大多数价格都是错的。

常规思维认为一个人只有承担大的风险才能获得大的回报。在本书中，我们不同意这个观点。对我们而言，通向富裕的康庄大道不是承担投资风险，而是把投资风险留给别人去承担。巨大的财富正是那些把投资风险成功转移给其他人的人创造的。这些故事的成功人士包括：

- 企业经理人
- 对冲基金操盘人
- 原告人的律师
- 破产官司的律师

- 投资银行家
- 证券经纪人
- 风险投资人

我们进一步说明了对于小投资者最佳但并非唯一的排除投资风险的方式是持有既安全又廉价的证券。普通股的安全廉价投资包括以下因素：

- 发行人必须有超级强健的财务状况
- 普通股的价格必须至少比已经确认的资产净值 (NAV) 便宜 20%
- 公司应该提供全面的披露，包括完整的审计结果，而且是在司法提供强大的投资者保护的市場（如美国、加拿大等）挂牌和交易
- 在全面分析后，结果显示在未来 3 ~ 7 年里，公司将能够在加回分红的情况下，以不低于 10% 的年化率提高资产净值

我们确实注意到了我们的安全连接投资方法存在一些缺点。强健的财务状况，特别是在 2012 年低利率环境下，意味着 OPMI 要和期望牺牲 ROE 和 ROA 来换取保障的管理层做交易，要抗拒强健财务状况带来的不利和公司的机会主义行为。而且 OPMI 市场看上去足够有效率，以 NAV 为基础的大幅折让几乎必然缺乏让价格马上上涨的催化剂。例如，我们在第 6 章推荐的股票清单上，没有一只看上去会在可见的未来出现控制权变化。

破解神话

本书所讲的内容，彻底否定了一些惯常的理念，包括“大到不能倒”的概念；企业失败的定义；资信可靠的法律实体；企业或政府偿债；政府机构为私营企业注资，事实上是救助而非投资的理念。

对于我们来说，这些理念是完全错误的：

- “大到不能倒”是没有意义的。标准应该是“太过重要以至于无法迅速有效重组”。2008 年之后对通用汽车、克莱斯勒、CIT 集团、

花旗和美国国际集团的重组和 / 或资本注入，是对重要企业的有效和快速重组。

- 我们将企业失败定义为重组过程里，小股东被清除或差不多被清除。第 11 章重组没有定义失败。继续留下不意味着成功。2008 年以后，美国国际集团和花旗都不符合我们定义的失败，尽管这两家公司申请了《美国破产法》第十一章破产保护。
- 总体上说，债务几乎从未被实体偿还，不能被视为有信用。但是，债务获得了再融资和延期，法律实体，无论是企业或者政府机构扩大了其借贷能力（比如变得更有信用）。按第 6 章上市的公司的普通股，与四五年前相比，在 2012 年获得了更大的借贷能力。为企业或政府设置债务限制要小心。

救助和投资之间的区别在于，救助指的是没有任何回报希望的资金注入，不管从哪个回报角度计算都是如此。如果有可能获得回报，以及拿回本金，这种资金注入就是投资。2008 年问题资产救助计划（TARP）对美国银行的救助，属于政府的一项投资，不是救助。

伟大的经济学家凯恩斯、弗里德曼、哈耶克、莫迪利亚尼和米勒可能从价值投资者身上学到了很多東西。

学习我们的方法需要更多知识

学术界的金融学和我们采用的方法的差别，可以在布雷利和迈尔斯所写的《公司财务原理》前言中找到。这本书是领先的金融学教材，其作者声称：“阅读这本书无须严格的前提条件，代数和英语已经足够，当然如果具备会计学、统计学和宏观经济学基础知识则更有帮助。”为了从这本书里得到尽可能多的收获，读者应该努力在一些领域里学到更多知识以成为一名有知识的投资者。作为前提条件的知识领域包括：

- 证券法律和法规