

Mc
Graw
Hill
Education

舵手经典 68

www.duoshou108.com

引领投资者股市中出奇制胜的实用技术

价值投资策略

Strategic Value Investing

斯蒂芬·霍兰
[美] 罗伯特·约翰逊 著
托马斯·罗宾逊

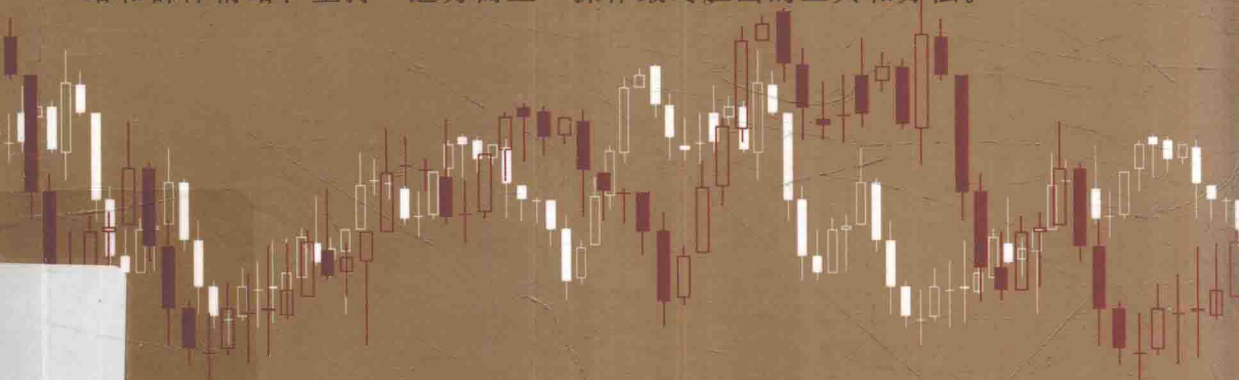
贾素清 马彦蕾 译

舵手经典



智引投资

先于大众介入，当价格恢复正常时及时脱身，价值投资教会你不带偏见地建立一个投资理念，来满足自己的特殊需求，也为你提供不理睬自己情绪和群体情绪、坚持“逆势而上”操作最终胜出的工具和方法。



山西出版传媒集团



山西人民出版社

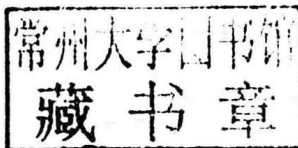
价值投资策略

斯蒂芬·霍兰

罗伯特·约翰逊 著

托马斯·罗宾逊

贾素清 马彦蕾 译



山西出版传媒集团
 山西人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

价值投资策略 / (美) 斯蒂芬·霍兰, (美) 罗伯特·约翰逊, (美) 托马斯·罗宾逊著 ; 贾素清, 马彦蕾译. --太原 : 山西人民出版社, 2017. 10
ISBN 978-7-203-09684-9

I. ①价… II. ①斯… ②罗… ③托… ④贾… ⑤马 III. ①投资经济学 IV. ①F830. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 184620 号

Stephen M. Horan
Robert R. Johnson
Thomas R. Robinson
Strategic Value Investing
0-07-178166-8

Copyright©[2014] by McGraw-Hill Education.
All Rights reserved. No part of this publication may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including without limitation photocopying, recording, taping, or any database, information or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.
This authorized Chinese translation edition is jointly published by McGraw-Hill Education and SHANXI PEOPLE'S PUBLISHING HOUSE. This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan.
Copyright©[2017] by McGraw-Hill Education and SHANXI PEOPLE'S PUBLISHING HOUSE.
版权所有。未经出版人事先书面许可, 对本出版物的任何部分不得以任何方式或途径复制或传播, 包括但不限于复印、录制、录音, 或通过任何数据库、信息或可检索的系统。
本授权中文简体字翻译版由麦格劳-希尔(亚洲)教育出版公司和山西人民出版社合作出版。此版本经授权仅限在中华人民共和国境内(不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)销售。
版权©[2017]由麦格劳-希尔(亚洲)教育出版公司与山西人民出版社所有。
本书封面贴有 McGraw-Hill Education 公司防伪标签, 无标签者不得销售。

著作权合同登记号 图字:04-2016-016

价值投资策略

著 者: (美) 斯蒂芬·霍兰 罗伯特·约翰逊 托马斯·罗宾逊
译 者: 贾素清 马彦蕾
责任编辑: 孙 琳
复 审: 贺 权
终 审: 员荣亮

出 版 者: 山西出版传媒集团·山西人民出版社
地 址: 太原市建设南路 21 号
邮 编: 030012
发行营销: 0351-4922220 4955996 4956039 4922127(传真)
天猫官网: <http://sxrmcbs.tmall.com> 电话: 0351-4922159
E-mail : sxskcb@163.com 发行部
sxskcb@126.com 总编室
网 址: www.sxskcb.com

经 销 者: 山西出版传媒集团·山西人民出版社
承 印 者: 大厂回族自治县德诚印务有限公司

开 本: 710mm×1000mm 1/16
印 张: 22. 5
字 数: 340 千字
印 数: 1—4100 册
版 次: 2017 年 10 月 第 1 版
印 次: 2017 年 10 月 第 1 次印刷
书 号: ISBN 978-7-203-09684-9
定 价: 68. 00 元

如有印装质量问题请与本社联系调换

“舵手经典证券图书” 开篇序

20 个世纪末，随着中国证券投资市场的兴起，我们怀揣梦想与激情，开创了“舵手证券图书”品牌，为中国投资者分享最有价值的投资思想与技术。

世界经济风云变幻，资本市场牛熊交替，我们始终秉承“一流作者创一流作品”方针，与约翰 & 威立、培生教育、麦格-劳希尔、哈里曼、哈珀 & 科林斯等世界著名出版机构合作，引进了一批畅销全球的金融投资著作，涵盖了股票、期货、外汇、基金等主要投资领域。

时光荏苒，初心不改，我们将一如既往地与您分享专业而丰富的投资类作品。我们以书交友，与天南海北的读者成为朋友，收获信任、支持。许许多多投资者成为我们的老师、知己，给予我们真诚的赞许、批评、建议。更有一些资深人士由此成为我们的编辑、翻译、评审，这一切我们感念于心。

我们希望与每位投资者走得更近，我们希望以“舵手投资学院”的方式，给每位读者一个反馈和深化学习的家园，一个交流探索的新平台。我们邀请作者进驻我们的投资交流论坛（www.duoshou108.com），为读者答

疑解惑，交流切磋。在这里，您可以与华尔街投资大师亲密接触；在这里，您可以与全国最聪明投资者同台炫技；在这里，您可以体验全球最新投资技术课程；在这里，必将因为有您而伟大！

目 录

第一篇 导论 / 1

第 1 章 什么是价值投资 / 3

第 2 章 我们为什么
要进行价值投资策略分析 / 15

第 3 章 成功价值投资的障碍 / 37

第 4 章 选择公司的策略：
经济分析、行业分析和筛选 / 63

第 5 章 公司分析 / 91

第二篇 衡量价值 / 131

第 6 章 价值的概念 / 133

第 7 章 股利贴现模型 / 157

第 8 章 自由现金流模型 / 179

第 9 章 资产基础法 / 201

第 10 章 剩余收益模型 / 223

第 11 章 相对估值 / 237

第三篇 价值投资风格与应用 / 261

第 12 章 主题变奏曲：价值投资风格 / 263

第 13 章 选择合适的风格和估值模型 / 285

第 14 章 不良资产投资 / 309

第 15 章 价值投资的市场应用 / 335

第一篇 导论



第1章 什么是价值投资

聪明的投资都是价值投资——投入的少，获得的多。投资就是先找到为数不多的几个优秀企业，然后安安稳稳地坐等收益。

——查理·芒格

本杰明·格雷厄姆、巴菲特、沃利·韦茨、塞思·卡拉曼这些投资大师都有什么共同点呢？他们都是价值投资者。那何为价值投资呢？价值投资就像“美”的定义一样，“情人眼里出西施”，其定义因人而异。一些人认为价值投资意味着廉价购买价值被低估的公司股票，也就是该公司相对于其他投资公司不受市场青睐时买进其股票；而另外一些人则认为价值投资是相对其他投资类型而言的，是和成长型投资相对而言的。股票指数往往分为价值和增长两部分，股票指数往往是由价值指数和成长指数组成，因此，一只股票或归属价值型范畴或归属增长型范畴，但不可能同时具有两种属性。然而，在实践中，价值投资的含义并不是那么狭隘。

价值投资可能涉及任何类型的担保或投资，但通常与购买一家公司的股票相关。价值投资涉及购买价格合理的股票，这些股票的价格反映了公司基本面及其未来增长的前景，最理想的情况是这些股票的交易价格低于其内在价值，因此被认为是价值型股票投资。价值型投资者其实是在寻找购买有价值的商品或服务。我们一般喜欢购买打折销售商品，而不会选择

在商品溢价时消费。

那么价格与价值有何区别？在任何时候，资产价格都是反映供求经济规律的主体。短期内，如果一项资产的需求超过该资产的供应，则该资产的价格就会上升并可能超过该资产的长期价值。当市场上似乎每个人都想购买同一个资产时（记住 20 世纪 90 年代末互联网的泡沫和最近的房地产泡沫），该资产价格就会大幅飙升。在这种情况下，市场价格超过了资产的长期内在价值。当投资人停止购买该资产股票，股票价格会大幅下跌（在某些情况下或许低于其内在价值）。

在任何时候，一个资产如果有大量供应，却少有买家（需求低），那么价格可能会下降，或许会低于其长期内在价值。如果投资者意识到这一价值投资机会，并开始购买该资产，相对于供给需求增加，价格应该上升（有时高于内在价值）。价值投资的特点就是低买高卖，当股票的内在价值超过其目前市场价格时，购买该公司股票；当目前市场价格超过其内在价值时，抛出该公司股票。一些价值投资者的观点更为极端：几乎所有人都在卖好公司股票的时候，他们买这些公司的股票；而几乎所有人都在买好公司股票的时候，他们便卖这些公司的股票。价值投资核心就是其逆势操作本质，这一点确实有别于其他类型的投资。然而，价值投资也涉及购买其他投资者购买的成长型股票，当然，这些股票的价格须位于相对于其增长前景的合理区间内。稍后我们会在本章更详细地讨论这个问题。

内在价值与账面价值和市场价格

到目前为止我们已经提到了价格和内在价值，在继续讨论之前，我们仔细看看这些术语。价格和市场价值是一样的。价格是资产目前在市场上（在这种情况下指股票市场）出售的价格，换句话说，价格是当前市场赋予资产的价值。价格或市场价值可能会随每一个交易改变。如果最近没有发生交易，我们可通过查看买价和卖价来得到一个关于市场价值的概念，

即买家和卖家各自愿意购买和出售股票的价格。

内在价值是根据资产当前基本面及其前景，我们所愿意为其支付的价格。内在价值是用估值方法和驱动价值的评估因素来确定的。此外，股票内在价值的确定是独立于股票目前市场价格的，尽管这可能会使用相似股票的市场价格作比对，这一点我们以后可以了解到。理想情况是，有大家都认同的单一衡量内在价值的标准。然而，事实是，内在价值的标准是仁者见仁，智者见智。当然，不同的价值投资者会采用不同的模型和不同的信息来评估内在价值，因此，在目前股票是低估还是高估这一点上，他们不可能达成一致意见。除了事后诸葛亮，内在价值很难得到一个唯一标准，甚至始终不为人所知（除非这家公司破产变卖）。价值投资者是否以一个好价钱买入了好股票，只有随着时间的流逝才能得以确认。

账面价值是会计计量标准，它反映公司持有的资产价值。从前，一家公司持有的大部分资产在资产负债表上被列为历史成本，因此账面价值与历史成本相关。历史成本是指资产在不同时期支付的价格，而不大可能与资产当前的价值有多少关联。今天，全球会计规则要求各种资产在一定程度上需记录其当前值，而其他资产则记录其历史成本或调整的历史成本。因此，资产负债表或账面价值不是对公司所拥有的资产当前价值的好的衡量标准。此外，并非所有的资产都反映在公司资产负债表上（例如公司员工的价值），因此，账面价值甚至可以从公司的价值中全部删除。有时，价值投资者可能会以账面价值来大概计算，可能需要花费多少来替换和重建这一公司，或者在组织清算该公司中可能获得多少。然而，我们一般不用账面价值来衡量运营中公司的真实价值。账面价值可以当做有用的参照，通过它来衡量股票是否可以被称为价值型股票。

投资与投机

对股票投资持怀疑态度的人声称股票投资就是赌博，就像去拉斯维加

斯碰运气，但事实远非如此。一方面，赌博或投机的经济学基础与投资金融市场不同；另一方面，投机与投资金融市场的经济学基础理念也不同。我们去拉斯维加斯玩一个相对公平的赌博游戏，不可能期望自己长时间持续赢或输。而我们做投资，希望获得积极回报来弥补延期消费或所承担的风险。投资强调时限长，回报来源于收入和资本收益。而赌博，或投机倾向时限短，特别是其回报与收入和资本收益无关。

投机在市场受到很多诟病，时常被大众媒体妖魔化，但我们不同意此种观点。因为，根据某些参数，我们可以看出投机者在资本市场中发挥了重要的经济作用，如提供流动性。尽管如此，本书的重点是关于投资的讨论。投资涉及：

1. 目前经济形势分析及其将来的轨道趋势；
2. 评估当前经济形势下预期向好的行业；
3. 考虑到经济形势、行业状况、公司基本面（盈利、现金流、资产、负债等条件），在行业内评估出价格低于其内在价值的公司。

如此定义，人们争论说所有投资都可以确认为价值投资。然而，我们所谓的投资也仅仅是投机。人们购买了股票，希望随后的交易者愿意以更高的价格买进（或许因为股票价格会沿着过去的运行趋势继续上扬），这种交易属于投机，而非投资。

投机短时期可能获得成功，但股票价格最终会回归其内在价值。在某一时期，随后的交易者可能不愿出比最后一位买家更高的价格购买股票。当然，这种情况下，你也不想成为最后的交易者，并最终手握烫手的山芋。从17世纪投机郁金香，20世纪90年代美国网络股泡沫、房地产危机再到2007年美国的次贷危机，投机者以艰苦的历程获得了深刻教训。

让我们以荷兰郁金香事件（有时称为“郁金香狂热”）为例，进一步探索投机行为。从1633年到1637年这段时间，荷兰商人和普通市民都沉迷于郁金香球茎的猖獗投机活动。郁金香球茎价格上升到前所未有的

的水平，买家出价购得郁金香球茎，希望转身卖给他入，以差价获利（高需求伴随有限供给）。在郁金香狂热达到巅峰之际，一些郁金香球茎价格飙升，最高涨到荷兰商人年收入的3倍甚至更多。到了1637年初，郁金香市场流动性枯竭，市场上买家不愿再以如此高价购买郁金香球茎，自此郁金香球茎价格开始下滑，然后由于投机者的极度恐慌，价格迅速下跌。在短期内，郁金香球茎以不到10%的峰值价出售。郁金香狂热的关键问题，是买家购得郁金香球茎不是为了种植，而是希望转卖给他入以期获利。

这就是投机，也是你应该避免的事情。再次说明，投机不是本书讨论的主题。本书主要介绍价值投资策略：发现好价格的好公司并做出战略倾向的投资。

有效市场与非理性市场

许多金融理论都基于这样一种观点，即市场是“有效的”。市场效率是指市场价格充分反映所有可获得的信息的程度，更准确地说，有效市场能快速、合理评估并通过市场价格充分反映任何新的信息。举例来说，在强有效市场中价格能反映公司过去的价格和价值的历史，有关公司、行业和经济的基本数据以及任何有关该公司的内部信息，市场就可以被认为是强有效的，这意味着当前市场价格是正确的，任何数量或类型的分析都不能导致更好的投资回报。在半强有效市场中，市场价格反映了除了内部信息外的所有信息，基本面和技术分析将不能导致更好的投资回报。弱有效市场仅仅反映之前的技术数据，但不是基本数据，所以基本面分析可以获得较高的回报。

整个金融市场的有效性，以及各个公司股票的具体市场会受到大量因素的影响。例如，股票市场参与者或活跃投资者的数量，信息的可用性和披露信息的程度，包括收集和处理信息的成本，交易限制（卖空或内幕交

易)和交易成本。然而,最重要的是,我们必须认识到参与股票市场做出投资决定的大部分都是独立个体(不管他们是散户还是专业的投资组合经理),这对价格有很大的影响。个人的行为不总是理性的,所以信息并不总是能够迅速、理性地反映到价格上。个人有时会表现出偏见、贪婪和恐惧的情绪,并陷入投机狂热,如前所述郁金香球茎狂热、互联网股票泡沫和房地产投资泡沫。股票市场需要理性的经济行为,而市场参与者往往缺乏这一点。

行为金融学在市场表现“异常”或偏离效率的程度方面,以及个人或群体影响价格行为的程度方面进行了大量研究,研究表明,有相当多的证据证实这些异常现象存在,投资者并不像理性的经济单位那样行动。一些市场肯定比另一些更有效。例如,有大量的股票分析师们积极跟踪某只股票,并评估其价值,那么这只股票可能被更有效地定价。有效性有一个比较宽的取值范围。我们不应该期望市场中每一个实例在任何时候都是有效的,事实上,我们更希望市场不具有有效性。市场无效性为价格和价值的背离创造机会,而这恰恰是价值投资者能够利用的机会。

价值型投资与成长型投资

如前所述,股票类型通常分为价值型或成长型两类。价值型股票是指那些相对于一些潜在的基本因素(如收益)来说,低价卖出的股票;成长型股票的价格则反映出对公司未来成长的预期。相对于成长型股票目前的收益,我们为什么愿意为其预期收益支付更多?如果预计收益在未来会增长,那么在其他都不变的情况下,股票价格应该会升高。然而,这种二分法是主观的。事实上,投资可以同时具有“价值型”和“成长型”的特质(你可能听说过“合理价格成长”这个术语),虽然许多市场专家以这种对立的方式使用它们,但这些术语并不是相互排斥的。一个公司营业收入、利润和经营现金流可能会增长,而当前的市场价格并没有充分反映当前的

这些增长以及未来的增长潜力。内在价值将可能高于当前市场价格，这就为价值投资者创造了投资的机会：低于股票内在价值的市场价格为价值投资创造了机会。

逆向投资与顺势投资

如前所述，价值投资是逆向投资。价值投资者认为公司股票的内在价值与当前的市场价格不一致，或许是因为短期的供求失衡，市场的低效，或者投资者的不理性行为。价值投资者从不单凭股票价格做出决定。价格总是和内在价值相对，内在价值是根据经济情况、行业特点、公司的基本数据来衡量的。相反，顺势投资者（不能与成长型投资相混淆，虽然两者经常被市场参与者和专家混淆）在购买股票或其他债券时只买那些价格表现出强劲上涨的，本质上，就是跟随大众投资，随大流。顺势投资明显不同于价值投资。价值投资者不会因最近股价波动的诱惑而投资。价值投资者拥有的股票得到大众的认可，价格强劲上涨，这种情况当然可喜。然而，在这种情况下，对价值投资者来说，关键是根据目前所掌握的信息来判断，当前价格是否已达到或超过公允价值，是否决定退出投资。决定何时卖出是投资最难的一部分，更不要说战略价值投资。

好公司与好投资

好公司不一定是好的投资选择。一个公司可能有品质优良的产品、一流的管理、一个恰当的品牌名称、健康的成长前景、一个稳健的资产负债表，并可能具有非凡的盈利和现金流量条款，但要想成为一个好的投资标的，它还必须有一个诱人的价格。如果价格反映了公司所有这些属性，或更糟的是，如果价格高过这些属性，那么这个投资本身不能提供足够回

报，达不到投资者的收益预期。

沃伦·巴菲特有句名言：投资就像玩曲棍球，玩家不是冰球在哪儿就去哪儿，而是冰球要去哪他就去哪儿。玩家不去冰球在的地方，他们去冰球将要去的地方。同样，战略价值投资者通过识别公司价格和基本面之间的差异来预测价格变化。战略价值投资者寻找以良好价格出售的好公司，或者寻找那些基本面不太好，但有一定向好动力的公司（如管理层变更或前景看好的经济和产业趋势）。

简短的价值投资历史

本杰明·格雷厄姆通常被称为价值投资之父或“华尔街教父”。为了更好地从事证券分析，格雷厄姆成为最早的一批金融分析师认证倡导者之一。1914年，格雷厄姆在纽伯格-亨德森-劳伯事务所开始了他的华尔街职业生涯。最初，他在那里总结公司提供给客户的债券细节，同时接受债券推销员培训。据格雷厄姆说，债券是当时唯一的真正的投资，而普通股票投资被认为是“投机”。投资者刚开始获得普通股票的财务信息，但这些信息在很大程度上只是表面上的。

当时，人们只能获得普通股票一些表面上的财务信息。1920年，格雷厄姆成为事务所的合伙人，在当时被称为“统计”部门——我们今天称为投资研究部的部门工作。1923年，格雷厄姆接受了朋友的建议，帮其管理其家族大部分资产的投资。于是，格雷厄姆离开纽伯格-亨德森-劳伯事务所，与朋友家族成立了一家新的投资公司——格雷厄姆公司。在接下来的几年里，公司改变结构，成为格雷厄姆-纽曼公司。这家公司贯穿了格雷厄姆的大半个职业生涯。在纽伯格-格雷厄姆公司和格雷厄姆-纽曼公司，格雷厄姆磨炼了自己金融分析师的实践技能。

不光是向别人学习，格雷厄姆还发明了用于评估债券，包括普通股票的工具和技术。格雷厄姆没有独自享用这些知识，而是让别人免费分享这