

投资经典

怎样选择

get

成长股

菲利普·A·费舍 / 著

罗耀宗 / 译



Common Stocks and Uncommon Profits



海南出版社 三环出版社

COMMON STOCKS AND UNCOMMON PROFITS

by Philip A. Fisher

Copyright © 1998 by Philip A. Fisher

中文简体字版权© 1999 海南出版社 三环出版社

本书由 Jhon Wiley&Sons,Inc. 授权出版

版权所有 不得翻印

版权合同登记号: 图字: 30-1999-23 号

图书在版编目 (CIP) 数据

怎样选择成长股 / (美) 费舍 (Fisher, P.A.) 著;

罗耀宗 译。- 海口: 海南出版社, 三环出版社, 1999

书名原文: Common Stocks and Uncommon Profits

ISBN 7-80564-932-4

I. 怎… II. ①费… ②罗… III. 股票 - 基本知识 IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (1999) 第 63324 号

怎样选择成长股

(美) 菲利普·费舍 / 著

罗耀宗 / 译

责任编辑: 孙忠

※

海南出版社 三环出版社 出版发行

(570216 海口市金盘开发区建设三横路 2 号)

全国新华书店经销

北京印刷厂印刷

1999 年 10 月第 1 版

1999 年 10 月第 1 次印刷

开本: 850 × 1168 毫米 1/32 印张: 10

字数: 180 千字 印数: 8000 册

ISBN 7-80564-932-4/F·37

定价: 19.80 元

引言

我从家父的文章中学到什么

肯内斯·L·费雪

Kenneth L. Fisher

我花了约十五年的时间，才了解《怎样选择成长股》(Common Stocks and Uncommon Profits)一书在写些什么。第一次看这本书，实在不懂它到底在讲什么，那时我才八岁。我用了一个暑假才将它读完。里面有太多艰深的字眼——非查字典不可。说到机灵，我不属于这一类学生，这也就是为什么我的成绩在班里总要倒数的原因。不过，那是父亲写的书，我引以为豪。我在学校、左邻右舍听到，在当地报纸看到，晓得这本书大获好评。它应该是《纽约时报》(New York Times)有史以来，跻身畅销书排行榜的第一本投资著作。我有责任去看它。于是我看了。事实上，我很高兴终于看完全书，可暑假结束了。

谁又能想到我后来会着手创立一家大型投资管理公司；自己写书，在《福布斯》(Forbes)杂志79年的历史中，我是第十位任职较长的专栏作家，十多年内撰写数百篇专栏，包括一年一度的“年度最佳”投资著作书评

呢？是的，这可能得益于我八岁时看的第一本投资方面的书。

再下来，这本书令我正眼相看的那一年，是20岁大学快毕业时。父亲有个想法，希望我和他、哥哥一起工作。这件事让我有点举棋不定，毕竟那是一份工作。我满怀焦虑，也不免怀疑，希望“验证一下”，看这份工作是不是好机会。于是我重读了《怎样选择成长股》。这一次，只有几个字看不懂。看了应留意一支股票的“15要点”，我心里琢磨着，想知道能不能如法炮制，应用到一支地方性股票上。如果可以，便表示和父亲一起工作有好处。

噢，不管用。在本地公开上市交易的一支木材股，叫做太平洋木材（Pacific Lumber），看起来获利机会很大。我找了几个人，但他们对我这位年轻小伙子查探细节的侦探游戏爱理不理，因为我显然一窍不通，没做好分析前的准备工作，也不晓得怎么去分析。我甚至不知道怎么问问题。一开始便有好几个人趁我以闭门羹之后，我终于知难而退，但因此认清，还需要好好自我充实。

在父亲底下工作很辛苦，有点像我第一次以专业身分买进股票——买到反“十倍股”——从十元跌到只剩一元。说了这么多，是要让你知道，连20岁的小伙子，没那么聪明、犯了许多错误，还是办得到，只要几年工夫，也能学会如何善用本书的原则。我做到了，任何人也做得到，你当然不例外。

运用《怎样选择成长股》一书所说“15要点”，等于

在现实生活中，一而再，再而三，找人“闲聊”——目的是在这里研究某支股票，在那里研究另一支股票。它真的管用。我不打算在此重述早年的事业生涯中，它如何帮助我成功。我的确因为发现一些股票，事业才能突飞猛进，这些股票，只能靠闲聊和“15要点”找到。我可以大致研判一家公司能在这个世界的哪个地方取得一席之地，以及它会不会繁荣壮大。如果不能，可能的病因在哪里？我马上便知道，为什么我的同事试用“15要点”会失败。个中窍门在于找人闲聊，而且和所有的窍门一样，得花时间去学习。能看出符合“15要点”的股票是门艺术。两者的差别，有如学习弹奏钢琴（窍门），然后编曲（艺术）。你可能不愿还没弹得很好就学作曲。几乎任何领域中，你只能靠反复练习学得窍门，别无他法。你可以只管欣赏艺术，不必有能力创作艺术，或者在娴熟窍门之后，才摇身一变而成艺术家。

家父和我的目标一直不是很相同。但这本书对他和我都管用。他是成长型股票投资人，过去是这种人，现在也是。我则一直是价值型股票投资人。两人可说道不相同。他想找的是能够成长、再成长的公司股票，而且以合理的价格买到后，几乎不卖出。我要的是价格便宜得要命的股票，因为那比它的坏形象要好。

我要说的是：闲聊法和“15要点”对成长型和价值型股票都管用。以第四点来说：对一家背后没有杰出自然销售动能的价值型公司来说，销售组织优于一般水准，和顺风扬帆一样重要，甚至有过之而无不及。在第五点

谈高利润率，道理也是一样。比方说，在欠缺自然成长率的商品式企业中，市场占有率、相对生产成本和长期利润率的确全部紧密相依。管理得当可以提高市场占有率和降低相对生产成本，做法通常是引进改良式的生产技术（运用技术，而不是自行发展技术）。管理不彰，将使利润率降低，最后消失。因此，1976年，我发现了纽可公司（Nucor）。这是一家小型钢制品销售商——管理阶层优异、技术创新、生产成本较低、在小小的钢制品领域中市场占有率相对偏高，我从价值型投资的观点买它；家父也立即从成长型投资的观点买进纽可。我们运用的都是“15要点”。

本书问世时，家父51岁，有点像是兼容并蓄的天才，而且已经非常成功。我认为他没有想到一位新手需要花不少时间才能了解这个窍门。这么多年来，他凭直觉本能慢慢发觉到这个窍门。闲聊那一章只有约三页，却是全书最重要的精华之一。事后回想起来，很清楚可以看出：家父漏掉了该纳入的窍门部分。他可能认为那是想当然耳，大家都会的事。

这么多年来，我运用这个方法观察许多个股，得到十分深入的看法。关键在何处？重点摆在客户、竞争对手和供应商上面。我的第一本书《超级强势股》（Super Stocks, Dow - Jones Irwin 1984）里面所说的窍门，包括如何运用这个方法，并举出几个实例。但是同样的，所谈全是窍门。只要你开口问，就会得到答案。关键是问更多的问题——问正确的问题，并从中获得较多的答案。

我看过有人一成不变地拿着标准问题清单问问题，而不管得到什么样的回答。这不是艺术。你问了问题之后，他或她会回答。从那样的回答中，能再问出什么样的好问题？依此类推。如你能当机立断，马上提出好问题，你就会是作曲家、艺术家、富有创意和好地探究的投资人。

1972年到1982年间，我和父亲不知拜访过多少家企业。我只在他那里工作一年，但此后合作做过很多事。观察企业时，他总是事先准备好问题，打在黄色纸张上，行间留空，好做笔记。他总是希望做好准备，并让接受拜访的公司晓得他有备而来，欣赏他的做为。同时，他用问题做为描述谈话主题的大纲。事先准备好的问题，也可做为很好的后勤支援，以防谈话内容岔离主题。万一发生那样的事，他会利用一个问题，立即把谈话方向拉回正题。但是他最好的问题，总是在毫无准备的情况下，直接从脑中蹦出，而不是事先写下的，因为听到某个较不重要问题的答案之后，心有所感，立即而发。提出富有创意的问题，这便是艺术。我打从心底觉得，这些问题令他的发问精彩万分。

我的公司运用“15要点”和闲聊法于各式各样的企业；大部分公司规模较小，而且惨遭痛击。零售商、各种形式的科技、服务公司、水泥、钢铁、特殊化学品、消费性产品、赌博，只要你说得出来的行业，我们都曾注意过。它不见得是说服我或公司下最后决定的因素，但能在这个过程中添加价值。从广泛的层面思考的同时，

每年为了选取数百支股票，我的公司把这个过程大量制成我们称之为“电话访问 12 招”（Twelve - Call）的方法，发行一本作业手册，使员工在以电话访问客户、竞争同业和供应商时参考。这不如你自己亲手研究一支股票那么有效果，但引导我们注意很多事实。我的意思是说，不管照家父原始的设计目的去做，还是仅止于较表层的研究，“15 要点”和闲聊法都有价值。

不过，请不要以为《怎样选择成长股》一书只有闲聊法和“15 要点”有价值。我认为它们是珠宝，但书中也穿插了一些较小的光芒、智慧的火花。比方说，1990 年，我专业操作股票已有 18 年历史，而且做得相当成功。我在《福布斯》杂志写专栏已六年。接着，萨达姆·侯赛因（Saddam Hussein，伊拉克总统）来了。随着战争的威胁日浓，投资人变得胆怯。市场惊惶不安。我钻研过历史，并写了两本金融史方面的书。历史经验告诉我要“买进”。但毕竟我没经历过那么多历史。一个周末，我翻阅第八章“投资人五不原则”和第九章“投资人另五不原则”，加深了我的决心。我晓得，战争恐惧必然是市场买进良机。除此之外，加上我自己的一些经济预测，1990 年年底我发表的专栏鼓吹买进，时机恰到好处。在其他大部分人看空之际，我提出的买进时机正确，有助于稳固我在《福布斯》杂志的长期地位；长久以来，我对《福布斯》杂志一直心怀感激。

你会在字里行间发现其他很多属于你的珠宝，对你的助益可能不下于对我的助益。但是关于《怎样选择成

长股》一书，我们有个重要的结论，那就是它全然从基本面出发。这本著作谈的就是基本面。它不只教我们什么是真正的投资基本面，也是许多顶尖投资专业人士在学校念书时的基本教材。多年来，它是斯坦福大学商学院研究所投资课程使用的教材。各式各样的学生修得斯坦福大学的学位之前，看过这本书，其中一些人后来成了全国知名的投资人。这本书的广度不止于此。例如，沃伦·巴菲特（Warren Buffett）长久以来推崇家父和《怎样选择成长股》，是他的投资哲学形成的基础。想看看它有什么魅力？不妨翻开第九章，看“另五不”里的第一不：“不要过度强调分散投资”。巴菲特有个很重要的投资哲学，它的根源，于此一目了然。你看到的这段文字，正是巴菲特当年看到的同一段文字。

从家父第一本书撰稿到“保守型投资人夜夜安枕”（Conservative Investors Sleep Well）脱稿，市场基本面的重要性没改变多少。但是桥下河水翻滚不已。1958年到1974年间，有一个巨大的多头市场和一个巨大的空头市场——无数一时的狂热和幻想来了又去。在我看来，菲利浦·费雪（Philip A. Fisher）再次告诉全世界什么事情才重要，正逢其时。不是我自夸，若非我从旁推促，他不会写成“保守型投资人夜夜安枕”那一篇。那时我只是无足轻重的毛头小伙子，但我很难缠，几乎比其他任何人更能推促他做某些事情。在他的引言中，你会看到他说名称是我取的，并“贡献其他很多事情，包括这里所提一些基本概念”。

但他没告诉你，为免我难堪，其实原先的计划不是那个样子。他和我讨论了内容，为了让他轻松些，本来我们打算合写这一篇。我应该照两人同意的内容，撰写初稿，由他润饰。这么做才不会占用他太多时间，而且才能说服他百忙中抽空出来。错了。初稿我写得很差，他不得不全部舍弃，从头来过，一人独挑大梁，为你写出比我的初稿要好很多的内容。我写的文字只会浪费你的时间，并让他蒙羞。

我认为，第二篇第六章谈摩托罗拉公司（Motorola）的部分，正是典型的飞利浦·费雪的风格。他在文内提到，为什么那时人们不太喜欢的摩托罗拉，其实是家很棒的公司。这一部分很难读，也不容易看懂它真的是家优良公司。但是不妨看看后来的事实。这支股票的价格后来上涨为 20 倍。也就是，21 年内，一美元变成 20 美元；不计股利，年回报率超过 15%——而且全部的钱放在一家安全、管理良好的公司，不用每年负担经纪商的进出手续费，也不用烦恼共同基金的营运费用比率，而且对信心坚定的人来说，不必伤什么脑筋。真的有人抱牢一支股票 21 年？我可以很肯定地告诉你，飞利浦·费雪就是这么做的，而且摩托罗拉是他个人持有最多的股票。这段期间内，标准普尔 500 种股价指数只涨为七倍。飞利浦·费雪以前是，现在也是这样的人。找到他知之甚详的出色公司之后，抱牢很长的时间，让股价大幅增值。“保守型投资人夜夜安枕”正是我所知最好的一篇论著，告诉我们如何买进并抱牢成长型股票，但不冒太大的风险。

人们常问到我和家父的关系。由于他个性怪异，我也怪异，而且他们往往也很怪异，有时我会给他们怪异的答案。例如，他们常问，就我记忆所及，和父亲在一起的哪段经验我最喜欢。我总是这么回答：“下一个经验。”他们可能逼我答复这个问题：“喔，难道小时候没有你喜欢的时光？”我立即承认的确是有。他是世界上最好的床边故事高手，但他的故事和股票市场绝对扯不上边。我喜爱孩童时期的每一段光阴——人数愈来愈多的巴菲特追随者讨厌这样的答案。他们希望我从小便研究股票，但父子之间的确没有太多这样的事情。那只是工作。因此，泄气之余，他们常问我：“那么，如果你能把令尊的金玉良言浓缩成一句话，那是什么？”我会说：“去看他写的东西，并且设法看完。”这正是本书能为你做的事。

怎样选择成长股

**COMMON STOCKS AND
UNCOMMON PROFITS**

目 录

引 言 我从家父的文章中学到什么	(1)
------------------------	-------

怎样选择成长股

序	(1)
第一章 过去提供的线索	(4)
第二章 “闲聊”有妙处	(15)
第三章 买进哪支股票——寻找优良普通股的 15 个 要点	(19)
第四章 要买什么——应用所学选取所需	(57)
第五章 何时买进	(68)
第六章 何时卖出——以及何时不要卖出	(87)
第七章 股利杂音	(98)
第八章 投资人“五不”原则	(109)
第九章 投资人“另五不”原则	(123)
第十章 如何找到成长股	(156)
第十一章 汇总与结论	(169)

保守型投资人夜夜安枕

引 言	(171)
-----------	---------

第一章	保守型投资的第一个要素——生产、 行销、研究和财务	(175)
第二章	第二个要素——人的因素	(183)
第三章	第三个要素——若干企业的投资特征	(196)
第四章	第四个要素——保守型投资的价格	(207)
第五章	再论第四个要素	(215)
第六章	三论第四个要素	(221)

发展投资哲学

第一章	哲学的起源	(231)
第二章	从经验中学习	(245)
第三章	哲学成熟	(262)
第四章	市场效率真的很高?	(279)
附 录	(295)

序

在投资领域出版一本新书，很可能需要作者有所说明。因此以下的文字是个人的感想，用以说明为什么要再就这一个主题，写书供投资大众参考。

在那时新设的斯坦福大学企业管理研究所待了一年之后，1928年5月我踏进商业世界。我到现在的旧金山国安盎格鲁国民银行（Crocker - Anglo National Bank）一个重要单位的统计部门故事，20个月后当上那个部门的主管。以今天的用语来说，我应叫做证券分析师。

我在这里就近看到难以置信的金融纵欲游戏，高潮止于1929年秋，以及接下来的困顿期。根据个人的观察，我相信西岸有大好机会，可以经营专业投资顾问公司，与古老但无人尊敬的若干证券经纪商——晓得每一样东西的价格，但对价值一无所知——截然不同。

1931年3月1日，我创立费雪公司（Fisher & Co.），那时是个投资顾问咨询公司，服务一般大众，但注意重点主要放在几家成长型公司。业务蒸蒸日上。接上来碰到二次世界大战。前后三年半，我在陆军航空兵团做各式各样的工作，利用公余之暇，检讨个人曾经做过的成功投资行动，特别是不成功的投资行动，以及以往十年我见到别人成功和不成功的投资行动。检讨过程中，若

干投资原则开始浮现，而这些投资原则和金融圈普遍奉为圭臬的一些原则有异。

复员后，我决定把这些原则实际应用到尽可能不受周遭问题干扰的企业环境中。费雪公司并没有服务一般大众，因为十多年来，费雪公司从来不曾同时拥有十来位客户。这段期间内，这些客户大多保持原状。费雪公司以前主要的兴趣，放在资本大幅增值上，现在所有的作为，则把这件事当做唯一的目标。我注意到过去11年，股价普遍上扬，任何人只要这么做，都能赚到钱。不过，虽然在某种程度内，这些资金获得的报酬一直领先投资人普遍观察的整体市场指数，我发现战后时期遵循这些原则，比战前十年我局部运用这些原则更有所获。或许更重要的是，在整体市场静止不动或下跌的年头，运用这些原则，所获报酬不比市场急剧上扬时差。

研究我自己和别人的投资纪录之后，两件重要的事促成本书完成。其中之一我在其他地方提过几次，也就是**投资想赚大钱，必须有耐性**。换句话说，预测股价会到达什么水准，往往比预测多久才会到达那种水准容易。另一件事是股票市场本质上具有欺骗投资人的特性。跟随其他每个人当时在做的事去做，或者自己内心不可抗拒的呐喊去做，事后往往证明是错的。

这些年来，我发现自己必须不厌其详地向个人所管理的基金投资人，解释我采取的某种行动背后的原则。只有如此，他们才能了解何以我要买一些他们完全没听过的证券，因此不致一时冲动弃基金而去，好让我有充

裕的时间让它在市场的报价上开始证明买得有理。

慢慢的，我兴起了一个念头，想把这些投资原则汇集成篇，印成文字，留下纪录，以便查考。于是我开始摸索这本书的组织架构。接下来我想到许多人，其中大部分都买了基金，但规模远不如我，只属于少数人的基金。这些年来，他们来找我，问到身为小额投资人的他们，如何踏出正确的一步。

我想到无数小额投资人处境之艰困，因为他们无意中吸收了各式各样的想法和投资观念，但多年下来，已证明代价太过昂贵，可能的原因是他们从来没有面对更根本性的观念挑战。最后我想到和另一群人的许多对话，他们对这些事情也很感兴趣，只是出发点不同。他们是股票公开发行公司的总裁、财务副总裁、出纳员，许多人渴望尽可能了解这些事情。

我得到的结论是，有必要写一本这样的书。我希望这种书能以非正式的写法，把我想讲的事情以第一人称的方式，告诉身为读者的你。书内用到的大部分语言、许多例子和比喻，和我把这些观念亲口告诉买我基金的人一样。希望我的坦诚，有时是直言不讳，不致冒犯任何人。特别希望书内所提观念的价值，或能掩盖文笔之拙劣。

菲利普·A·费雪

加州圣马特奥 (San Mateo)

1957年9月