

Mc  
Graw  
Hill  
Education

舵手经典 63  
www.duoshou108.com

揭示沃伦·巴菲特成为世界上最成功投资者的秘诀

# 价值投资入门

## All About Value Investing

[美] 埃斯梅·法尔博 (Esmé Faerber) 著

吴婵琼 邹乐凯 译

舵手经典



智引投资


寻找被低估的股票，以低于内在价值的价格买入，在价格高于内在价值时卖出，便可大获其利，这就是价值投资，也是沃伦·巴菲特、本杰明·格雷厄姆和大卫·多德等“投资神人”致富的原因。

山西出版传媒集团  
山西人民出版社

# 价值投资入门

(美) 埃斯梅·法尔博 著

吴婵琼 邹乐凯 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

价值投资入门 / (美) 埃斯梅·法尔博著; 吴婵琼, 邹乐凯译.

--太原: 山西人民出版社, 2016. 6

ISBN 978-7-203-09630-6

I. ①价… II. ①埃… ②吴… ③邹… III. ①投资经济学 IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 148979 号

Esmé Faerber

All About Value Investing

0-07-181112-5

Copyright©[2010] 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©[2016] 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©[2016]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:04-2016-008

## 价值投资入门

著 者: (美) 埃斯梅·法尔博

译 者: 吴婵琼 邹乐凯

责任编辑: 崔人杰

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](mailto:sxskcb@163.com) 发行部

[sxskcb@126.com](mailto:sxskcb@126.com) 总编室

网 址: [www.sxskcb.com](http://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: 17.75

字 数: 245 千字

印 数: 1-8000 册

版 次: 2016 年 9 月 第 1 版

印 次: 2016 年 9 月 第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-203-09630-6

定 价: 46.00 元

如有印装质量问题请与本社联系调换

## 译者序

能够成为埃斯梅·法尔博女士《价值投资入门》一书的中文译者，我感到十分荣幸。在对金融行业萌生兴趣时，我曾有幸阅读了由丁宁博士翻译的埃斯梅·法尔博女士的另一大作《债券市场入门》，受该书的影响，才有了自己的职业规划，开始了如今的金融从业之旅。

本书延续了作者一贯的由浅入深的撰写方式，首章以价值投资与非价值投资之间的区别带领读者了解何为价值投资者，后面又采用“你是不是一个价值投资者”的询问方式，使读者结合自身的情况来阅读此书。第二部分作者则向读者介绍了作为一个价值投资者需要懂得的必备知识——财务三大报表及基本面分析的方法。第三部分作者着重阐述了目前市场上一些主流的价值投资标的，包括共同基金、封闭式基金、交易型开放式指数基金、债券、优先股、期权的基本概念和具体运用方式。零基础的读者也可以在阅读过程中熟悉原本高深的金融产品运作理念，即便是已在金融行业中从业多年的译者，也在阅读、翻译本书的过程中受益——重新梳理了一遍各个价值投资标的之间的优缺点。在本书的最后，作者强调了一个价值投资者应当根据自己的投资偏好，合理运用各个投资标的之间的关系，形成属于自己的价值投资组合，只有如此才能获得资产的增值。

本书中作者所有的创作素材，都紧跟当今金融行业格局，尤其是贴近美国的最新金融环境。中国金融投资事业方兴未艾，但国民对于整个金融

行业的知识储备比较薄弱，这也导致社会上近两年金融诈骗案的多发。阅读本书，正是投资新手们提高投资水平的好方法。从译者的角度来看，本书更大的价值在于作者一直强调“价值投资只属于那些具有金融能力的专业人才，国民的财富增值，应该交给这些有能力的基金经理去操作，价值投资者只需要去选择优秀的基金经理”的概念。我很希望读者能改变自己原本的投资习惯，也改变中国目前投资散户化的局面。

如书名所示，本书十分适合对价值投资毫无了解的零基础读者阅读。我相信，阅读本书一定能使读者加深对于金融行业、金融工具的认识——即便未来不从事金融相关行业，也可以让自己的金融投资活动更加富有成效！

邹乐凯

2016年4月9日

# 前 言

买，怕产生遗憾；  
卖，怕日后后悔；  
拿着，整日担心；  
啥都不做，觉得心烦。

——来自交易者的哀叹

以上来自交易者的哀叹，很好地总结了每一个投资者在做投资决策时的痛苦。

从以上交易者的哀叹，可以看出，人们总是到事后才会知道当初做什么决定才是正确的。如果没有看透未来的“千里眼”，那么投资者的投资决策就存在错误的可能。

本书的主要目的，是帮助投资者避开典型的投资失误。投资者在做投资决策时，不可能时时做到 100% 准确，但我们知道，昂贵的投资相对于低廉的投资会降低投资者的错误率。价值投资的本质在于寻找价格偏低的股票，并在价格高于内在价值时卖出，从而获得收益，这也意味着价值投资者需要有足够的耐心，等待那些不受青睐的股票得到广大投资者认可的一天。本书将举例说明不同价值投资的风格。

深度价值投资致力于寻找那些被低估的股票，这些股票可能由于一个

或多个不同的原因而使价格受到重击，但标的公司拥有雄厚的资产负债表，并且随着时间的推移具有恢复估价的足够优势。

并非所有的价值投资者都是深度价值投资者。成长股也有价格低于内在价值的时候，同样地，价值投资者也会在某种情况下投资股息股。如果你是一位价值投资者，且认为经济环境不会迅速增长，那么投资股息股是一个很好的选择。如果你认为经济增速会加快，投资成长股则是明智的选择。

本书还将对不同的投资风格进行描述。读过本书，相信投资者在进行投资组合配置时会对价值投资有更好的理解。

# 目 录

- 第 1 章 价值投资与非价值投资 / 1
- 第 2 章 你是一个价值投资者吗? / 11
- 第 3 章 价值投资历史 / 27
- 第 4 章 信息来源 / 39
- 第 5 章 资产负债表 / 55
- 第 6 章 利润表 / 81
- 第 7 章 现金流量表 / 95
- 第 8 章 基本面分析 / 109
- 第 9 章 选择一个价值股票组合 / 135
- 第 10 章 共同基金的运用 / 149
- 第 11 章 封闭式基金的运用 / 177
- 第 12 章 交易型开放式指数基金 / 187
- 第 13 章 债券 / 197
- 第 14 章 优先股 / 225
- 第 15 章 期权、认股权以及认股权证 / 235
- 第 16 章 投资组合管理和评估 / 263



# 第 1 章 价值投资与非价值投资

每一笔证券交易都会涉及两个对手方——买方和卖方，听起来这两方似乎处于“不是你死，就是我活”的对立局面，两方之间只有一方能够实现盈利。其实未必，在特定情况和时间节点下，双方都获利的情况也会出现。例如，在某一个时间点上，卖方认为证券价格已经到达最低点，或想要锁定利润，其会卖出股票；另一方面，买方认为证券价格还会继续上涨，因此选择继续持有，等待价格上涨后再获利离场。在这种情况下，买卖双方都能实现获利。

在这个例子中，价值投资者扮演什么样的角色呢？价值投资者根据证券的基本面来判断证券的价格是否被高估或者低估，并据此来交易获利。价值投资者在证券价格低于潜在价值时买入证券，在证券价格高于潜在价值时卖出证券。因此，价值投资者可以定义为寻找基本面很强（比如盈利高、现金流强）但物美价廉的股票的投资者。价值投资就是寻找在市场上定价偏离，在市场调整之后价格会提高的标的。细心的读者会立即质疑以上的说法，因为这与有效市场假说是相悖的。

## 有效市场假说

有效市场假说认为，股票市场总是处于公平定价的状态，企业的相关

信息会有效并快速地传递到市场，因此任何股票的价格都不会被低估；换句话说，股票的价格一旦被低估，投资者就会买入股票，直到其达到公允价值为止，而股票价格一旦被高估，投资者便会卖出股票，直到其达到公允价值或内在价值（指企业在余下寿命产生的现金流折现值——译者注）为止。因此，很少甚至没有股票的价格会被低估或者高估。

问题是，如果有效市场假说行得通，像沃伦·巴菲特这样的价值投资者是如何跑赢市场的？归根结底，如果有效市场假说理论是正确的，那么市场上就不会存在被低估的股票，世界上所有的财务分析都无法找到能够实现盈利的股票。然而，另一方面，沃伦·巴菲特的例子却真实存在，他的回报率超过了市场平均水平，他的例子有力地证明，价值投资是存在且行得通的。

导致市场效率不高、股票偏离内在价值的原因有很多。从历史上看，许多股票都曾偏离内在价值。例如，在1997年4月到2002年3月长达5年的互联网泡沫中，纳斯达克指数暴涨317%，市场呈现出“非理性的繁荣景象”。互联网公司具有好的经营思路，收入也有保障，但利润不佳，互联网股票价格被过分高估。然而，股价持续上涨，直到泡沫破灭，市场才开始醒悟。许多价值投资者，比如巴菲特，明智地避免投资互联网股票，从1997年开始的5年期间，纳斯达克经历了互联网泡沫，又从中艰难恢复，价值投资者轻松跑赢市场。

从这个例子的教训中可以看出，研究股票的价值是非常重要的。对于灵活、交易频率高、能够准确把握时间点的投资者来说，购买受到追捧的市盈率很高的股票，是有利可图的。然而，对于普通投资者和短线交易者来说，时间节点的准确把握往往很难。根据美国普信集团（T. Rowe Price）在1987年的一项研究，假设投资者在做投资决策的准确率为50%，其最终盈利将低于买入并持有的投资者。夏普指数和资产定价模型（CAPM）的鼻祖威廉·夏普的另一项研究表明，市场时机捕捉者在股票市场和债券市场来回切换，只有达到70%以上的准确率，才能和买入持有者的投资收

益相当。

事后看来，在互联网泡沫期间买入互联网股票的投资者，如果他们在时机选择的准确率上达到100%，也就是说，如果他们在2000年3月份大跌之前卖出股票，那么他们就能够获利。然而，对于大部分投资者来说，依靠所谓的“千里眼”投资决策获利并不现实。

当股票价格由于炒作或买盘增多而上涨，它们开始与内在价值出现偏离，这表明市场对这些股票的价值呈现不足。那么怎么评估市场的有效性呢？我们知道，市场并非一直100%有效，因为有些投资者会非理性地买入那些涨幅已经相当大的股票，当价格下跌时，有些投资者又会在低于内在价值的价格点位上卖出。这个例子给我们的教训就是，在任何时候都不要随波逐流。

市场给价值投资者创造了机会：当随波逐流的投资者低价卖出股票时，价值投资者便取得买入的机会；同样，当随波逐流的投资者以高于内在价值的价格买入股票时，正是价值投资者获利离场的时候。

## 价值投资定义

价值投资的概念最早源于本杰明·格雷厄姆和大卫·多得关于寻找股票价格低于内在价值的公司的研究。人们对于价值投资这个基本概念有一些常见的误解。举一个简单的例子，一只本来是100美元/股的股票，现在的交易价格却为50美元/股，这是价值型股票吗？答案是，不一定。判断一只股票是否是价值型股票，关键在于研究公司的内在价值。股票价值下跌了一半并不能证明这只股票是价值型股票：当年，安然公司的股票跌了一半，看起来挺像是价值型股票，但是，如果在这个点位买入，只能迎来亏损，因为安然破产，股票最终跌至零。股票的交易价格有时候并不能反映公司价值。例如，尽管英特尔公司的业绩评价值比较乐观，甚至超出分析师的预期，但其股价仍从2011年5月份的23.88美元，跌到了2011年8

月份的 19.19 美元，跌幅为 20%。

纵观英特尔公司的基本面，就可以明白股价被低估的原因：英特尔公司是世界上计算机芯片生产量最大的生产商，由于其生产的芯片不能满足移动处理器所需的低功耗需求，股价大幅下挫；另外，2011 年度个人电脑的出货量涨幅仅为 14.8%，相比之下，智能手机的出货量涨幅达到 63%，这也进一步给股价带来不利影响。

但是，除了以上不利因素，也应看到英特尔公司基本面较好的因素。比如，尽管个人电脑的销售市场非常低迷，英特尔公司希望通过开拓巴西和中国等新兴国家的个人电脑市场来提高市场份额。维佛卡就指出，英特尔公司在制造工艺技术保持 4 年领先，这使得其在超级本、平板电脑和智能手机市场取得成果，也给公司的未来发展带来优势。

根据价值动量基金的投资组合经理托德·罗温斯坦的分析，2012 年 7 月 12 日当天，英特尔的股价为 26 美元/股，他认为在接下去的两年内，股价将会涨到 38—40 美元/股，他认为当前公司的股价并不能反映公司在新兴国家个人电脑市场、云计算以及移动通讯业务等方面的发展优势。

深入研究英特尔的财务报表，进一步证实了这一乐观预测。自 2002 年以来英特尔公司的收入持续增长（除了 2006 年和 2009 年），2012 年的毛利率超过 2011 年，1995 年—2009 年的 14 年间，公司的毛利率在 50%—60% 范围内波动，2010 年—2011 年的毛利率上涨至 65%，2012 年维持同等水平。2009 年至 2011 年，公司的每股利润呈现上升状态。英特尔公司目前的 PE 值为 11，过去 5 年在 9.27 到 47.73 范围内波动，平均值为 18。因此可以看出，英特尔的股价目前正处于底部，随着收入的增加，其股价也会上涨。

此外，英特尔的股息为 0.84 美元/股，股息率为 3.1%，而 2012 年 7 月，10 年期国债的收益率为 1.45%。因此，股息率上涨的潜力较大，下跌的可能性非常小。根据以上判断，投资者可以把英特尔公司的股票评估为价值型股票。

## 市盈率

在定义价值型股票之前，有必要更充分地解释市盈率这个概念。市盈率是衡量公司股票价格和每股收益关系最常用的指标，用股票的市场价格除以每股盈利得到。因此，市盈率表示投资者获得公司一元收益而愿意支付的价格，换句话说，市盈率代表股票交易价格除以其收益的倍数，而股票价格一直处在波动中，所以市盈率也在变化。市盈率与股票价格相联系。例如，英特尔公司在2012年7月的市盈率为11，假设2013年该公司的每股收益为2.51美元，那么公司的股价将达到27.61美元。假设市盈率提高到13，每股收益也提高，那么股票价格也将提高。市盈率也是检测股票价格是否偏离内在价值的重要指标。

一般来说，价值型股票的市盈率较低，成长型股票的市盈率较高。价值投资者寻求那些具有良好经营思路、股价却低迷，或者当前经营不善、但长期向好的公司，在适当的时机逢低买入，一个很好的例子便是弗里波特—麦克莫兰铜金公司（股票代码FCX），这个公司的市盈率偏低，但未来前景向好。当前，该公司的市盈率为8，股价为32.18美元/股，由于新兴经济体及发达国家的经济增速放缓，该公司的铜、钼及黄金等产品的需求减少，公司股价处于下行趋势。

因此，当发达国家及新兴经济体经济回暖，铜、钼及黄金的需求随之上升时，公司的股票价格具有上涨潜力。进一步比较该公司与其竞争对手的基本面指标，证实了这个预测。作为世界上最大的矿业公司之一，尽管FCX公司的股票已经从56美元的高点下跌到28.85美元低点，其在股东回报率上仍具有骄人战绩，其投资回报率为19%，净资产收益率为26%，在采矿业保持领先水平。在股价有待反弹的背景下，FCX公司的股息率为4%。

股票市盈率可以根据过去4个季度的往期业绩计算，也可以用预期盈利来计算预测值。对于价值投资者来说，预期市盈率是一个重要的指标，

因为这对于未来股价预测具有重要作用。

不过，投资者也不能仅仅根据市盈率来做投资决策，公司所处行业及资本结构类型也会影响市盈率。某些行业的市盈率相对较高，所以，不同行业的市盈率之间的比较并无意义。例如，经济衰退导致工业企业市盈率下降，因此制药和公共事业行业的市盈率相对工业企业偏高，所以，将著名医药公司默克公司和著名工业企业伊顿公司的市盈率加以比较，根本毫无意义。此外，有些行业对物业、厂房和设备等的投资较多，这将导致其资产负债表上负债的数额较大。

综上，市盈率是一个相对指标，价值投资者在考察公司是否为价值型公司时，在关注市盈率之前，还应关注其他基本面指标。市盈率主要用于对同一行业的不同企业的考察。2013年医疗行业的平均市盈率为7.9，医药行业的平均市盈率为11.7，医疗设备制造行业的平均市盈率为12.5。

### 价值型股票的定义

价值投资通过基本面分析确定某只股票的当前价格是否低于内在价值，投资风格与成长型投资相反。成长型投资者寻求那些价格已经上涨的股票，价值投资者则寻求那些目前表现不好，但长期向好的股票。2006年，由于房地产泡沫开始破裂，家居建材企业股价急剧下降，这些公司的市盈率下降到4。到了2012年，住宅建筑企业的市盈率开始从低点反弹，但仍然低于十年前的平均水平。对于价值投资者来说，这类股票就是典型的价值型股票，他们愿意等待家具建材企业的复苏。

当某一个行业的股价长期低于其他行业，其差距将会渐渐缩小，并回归平均水平，这个概念被称为均值回归。这个概念的另外一方面也说明，跑赢市场的股票，价格也会最终慢慢回归。

因此，价值投资者总是在寻找那些市盈率低于长期盈利增长率的股票。有人认为，价值型股票是指那些市盈率低于盈利增长率的股票。例如，2012年苹果公司的预计增长率为69%，市盈率为12；根据预测，2013

年的增长率为16%，市盈率为10。因此，根据上面的定义，苹果公司的股票为价值型股票，而市盈率超过盈利增长率的股票，则一般不会被认为是价值型股票。

价值型股票并没有确定的定义。有人认为市盈率偏低或者低于行业市盈率的股票为价值型股票，有人则比较关注现金流和市净率（指标每股股价与每股净资产的比率——译者注）。最为保守的定义则是那些股息收益率高于平均水平的股票。优势得不到投资者青睐的股票也被归类为价值型股票。例如，英特尔和思科一般被归类为成长型股票，但在2006年股价下降时，很多基金经理将他们归类为价值型股票并且买入。根据不同的定义，投资者所界定的价值型股票各不相同。本书将对价值股票的定义进行更为详细的讨论。

## 非价值投资

在定义了价值投资之后，了解什么不是价值投资也非常重要，这有助于避免进入价值投资的误区。

### 价值陷阱：要当心

并不是所有价格下跌的股票都是价值型股票。例如，诺基亚公司曾是全球手机市场占领份额最大的公司，随着市场份额的下降，其股票价格也快速下跌。2011年10月27日，其股价为7.38美元/股，2012年7月18日，其股价跌到了2.04美元/股，跌幅高达三分之二。许多华尔街投资者在当时将诺基亚视为价值型股票，但诺基亚推出的高端智能手机最终未能获得市场青睐，没能挽回市场份额，诺基亚股票也成了一个价值陷阱（前景不好的公司），并且，由于低端手机的利润率较低，诺基亚公司难以冲出重围。在这种情况下，诺基亚公司对于如何扩大销售额和盈利额已无计可施。

当一只股票的价值出现下跌，投资者需要分析公司的业务及财务报表，确定未来销售和利润增长的可能性。如果可能性很低，那么这类股票就是典型的价值陷阱。根据分析，诺基亚公司也不太可能被收购，因为诺基亚当时是芬兰最大的公司之一，芬兰当局不太可能允许将诺基亚卖给境外公司。因此，对于投资者来说，如果要等待诺基亚通过自身的发展实现复苏的话，这一过程将太过漫长，甚至遥遥无期。

### 股票价格变动并非一直反映公司的经营情况

股票市场并不稳定，股价可能在数天内波动巨大，但这并不意味着公司的繁荣或者衰落；换句话说，公司的业务或者收益情况可能并没有变化，股价是由于股票市场的原因而产生了波动，因为股价的波动除了与公司基本面情况有关，也与很多其他原因相关。例如，一个基本面良好的公司股价仍然可能出现下跌，这可能是长期投资者卖出股票实现利润导致。另外，基金经理有时候会出于筹集资金的需要而卖出股票，这也会导致基本面向好的公司股价反而下跌。因此，投资者应更多地关注公司的基本面盈利情况，来预测长期的趋势，而不是只关注股价——仅仅股票价格低迷这个理由，并不能说明任何问题。

### MBA 或 CPA 才能成为价值投资者吗

另外一个常见的误解是，具备挑选价值型股票的能力需要经过多年的经营分析和财务培训。其实不然，即使你不懂得财务报表，你仍然可以通过财务报表的某些指标挑出价值型股票，这和你用 5 美元买到在别的超市标价 10 美元的商品的道理是一样的。

投资者都希望自己投资的标的公司财务状况健康良好。我们在财务报表这一章简单概括了评价公司财务状况的方法。学会看财务报表有助于筛选价值型股票。

### 价值型投资寻找的是发展停滞的股票吗

价值型股票并不是成长型股票的反义词。成长型股票反映了公司的销



售额或者收入正在快速增长，其股价也快速上涨。两者的区别在于，价值型投资者不会追涨。经常有误解认为，价值型股票与成长性股票处于对立面，更有认为价值型公司销售及盈利增长率很低，甚至停滞不前，其实不然。

价值型投资者最具耐心，他们愿意进行漫长时间的等待。价值型股票和价值陷阱之间最大的区别，在于对公司基本面及所在行业的分析。关于价值型股票和成长型股票的对比，我们将在第2章做进一步的讨论，通过学习第2章，你可以选择最适合你的投资风格。