

价值投资的实质所在，就是用远低于
内在价值的价格购买股票。

VALUE INVESTING
TODAY 今日
价值投资

(第三版)

[美] 查尔斯·布兰帝
Charles H. Brandes

Mc
Graw
Hill

在实践中，价值投资理念的应用是非常简单直接的。首先找到价值可以准确衡量的公司，当其股票以低于价值的价格出售时，就买入该股票。随着时间的推移，人们开始注意这些价值被低估的股票，那么股票的价格就可能上涨，上涨到一定的程度时，抛出这只股票。然后寻找其他被低估的公司，重复这样的投资过程。

☆ **投资三要素：通过分析、本金安全、收益足量。不能满足这三要素的市场行为都属于投机而非投资。**

☆ **要达到超出平均水平的收益，就要有不同于一般市场参与者的思维和行为。**

☆ **有一定市场经验的投资者更能从本书获益。**

查尔斯·布兰帝是证券分析之父本杰明·格雷厄姆的传人之一，他创立布兰帝投资伙伴公司，最开始为投资人管理的资产只有1.3亿美元，到2001年，旗下管理资产总额已达750亿美元以上，被尼尔森公司选为2000年最佳基金经理人第一名。

全国各省市新华书店、大书城

网上书店 www.dangdang.com

www.joyo.com

www.bol.com.cn

www.99read.com 均有售

Mc
Graw
Hill

Education

F830.91/186

2008

VALUE INVESTING
TODAY 今日
价值投资

(第三版)

[美] 查尔斯·布兰帝
Charles H. Brandes

中国青年出版社
CHINA YOUTH PRESS

图书在版编目(CIP)数据

今日价值投资/(美)布兰帝著;徐艳芳译.

—北京:中国青年出版社,2008

ISBN 978-7-5006-8210-3

I.今... II.①布... ②徐... III.股票—证券投资—基本知识

IV.F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字(2008)第 067295 号

Value Investing Today

Chinese translation Copyright © 2008 by China Youth Press

Copyright © 2004 by Charles H. Brandes

Published by The McGraw-Hill Companies

All Rights Reserved.

This translation published under licence.

今日价值投资

作 者:[美]查尔斯·布兰帝

译 者:徐艳芳

责任编辑:葛建亭

美术编辑:朱 健

出 版:中国青年出版社

发 行:北京中青文图书有限公司

电 话:010-65516875/65516873

网 址:www.cyb.com.cn www.antguy.com

制 作:中青文制作中心

印 刷:北京凌奇印刷有限责任公司印刷

版 次:2008年6月第1版

印 次:2008年6月第1次印刷

开 本:710×1060 1/16

字 数:170千字

印 张:12.5

书 号:ISBN 978-7-5006-8210-3

定 价:32.00元

我社将与版权执法机关配合严厉打击盗印、盗版活动,敬请广大读者协助举报,经查实将给予举报者重奖。

举报电话:

北京市版权局版权执法处

010-64081804

中国青年出版社

010-65516875

010-65516873

中青版图书,版权所有,盗版必究

C 目录

o n t e n t s

序言

引言

第一部分 价值投资及其原理

- | | | |
|-------|--------------|----|
| 第 1 章 | 何谓价值投资 | 11 |
| 第 2 章 | 行为偏好:价值投资的原理 | 23 |
| 第 3 章 | 价值来源和价值投资收益 | 35 |

第二部分 如何发现价值公司

- | | | |
|-------|------------|----|
| 第 4 章 | 价值特征 | 51 |
| 第 5 章 | 收窄注意力 | 61 |
| 第 6 章 | 收集公司信息 | 71 |
| 第 7 章 | 公司治理和价值投资者 | 77 |

第三部分 学会全球化思维

- | | | |
|--------|----------------|-----|
| 第 8 章 | 为何走向海外 | 93 |
| 第 9 章 | 如何对全球的各家公司进行投资 | 113 |
| 第 10 章 | 全球性投资的独特视角 | 131 |

第四部分	价值投资与投资者	
第 11 章	管理风险及价值投资组合	149
第 12 章	股票是不是一项明智的投资	161
第 13 章	坚持如下投资过程	171
第 14 章	请务必耐心	187
结语		

序 言

“明智地投资。”

与 1989 年我写本书第一版时的情况相比，全球投资概况在各方面都有了极大的差别。目前的投资环境与 1998 年本书第二版出版时的环境相比也大大不同。无论是技术、医学以及通讯的进步，还是自由企业行为和自由贸易协议的进一步推广，这些都反映出当今社会的机会之多，简直是前所未有的，当然随之而来的还有巨大的风险。不过，尽管有了这么大的变化，我始终相信成功投资的基本原理是不变的。

《今日价值投资》第三版更新了部分章节和案例，力求展示理性基本面分析在非理性股市价格下是如何为勤奋的价值投资者们创造投资机会的。

我在本书全篇不时引用本杰明·格雷厄姆的理念和观点。格雷厄姆和大卫·都德一起完成了投资类奠基著作——《证券分析》。他还写了《聪明的投资者》，这本书被沃伦·巴菲特称为“有史以来最佳投资类作品”。我有幸能结识格雷厄姆，并向这位证券分析和价值投资之父学习。我真的非常感激我的这位导师——本杰明·格雷厄姆先生。他理论的基本原理为我全球投资的成功打下了坚实的基础。

我深深感谢布兰帝投资伙伴公司的同事们给本书的编撰提供的帮助。由于这些专业人士每天的无私奉献和辛勤工作，我们才能建立起布兰帝这家备受尊敬的投资管理公司。

本书是为这样一批投资者而作：他们相信人生中最美好的东西是需要

努力争取的,他们知道容易得来的东西也很容易失去。在后续章节中,我将介绍价值投资的定义,然后说明价值投资之所以重要的原因及其作用原理,如何在全世界的市场中针对单家企业应用这种投资方式,最后我将说明为何价值投资可被称作“明智的投资”。

引言

读本书时请关注如下两个理念。第一、作为投资者，你必须牢记，若要在股票买卖中赚大钱，耐心是必不可少的。第二、大部分投资者的思想经常会被误导，而股市本身就具有误导性。因此，做别人都做的事情通常是错误的。被人们称作价值投资之父的本杰明·格雷厄姆先生，在其著作《聪明的投资者》第一章就阐述了他的核心观点：投资者们是如何能实现超出平均水平的收益的。格雷厄姆先生建议投资者遵循那些具有内在可靠性和潜力的策略，而不是追逐华尔街的流行观点。这也正是《今日价值投资》一书的价值所在。因为要发现本身可靠而有潜力的股票非常困难，而要坚持买卖华尔街非流行股则更是难上加难。在后续章节中，我将尽量提供成功投资的指引。

格雷厄姆先生本人也意识到仅有深度研究和分析是不够的。他相信投资者们必须有足够的勇气去相信自己的信念，有勇气去实施与流行观点不同的策略。本质上说，要达到超出平均水平的收益，就要有不同于一般市场参与者的思维和行为。价值投资者们相信，他们所投资的对象的低价格是由于该投资对象的公允价值与当前市场价值之间存在暂时性的差异。他们相信这种差异最终会消除，从而为他们的投资提供盈利的机会。

我也相信本书非常重要，因为当今的投资者们拥有大量可供选择的金融工具，这些都是格雷厄姆生活的年代（1894—1976）所不能提供的。因此，我们可在格雷厄姆先生的各个投资原理下讨论这些新鲜话题。

我认为，这样一部分读者尤其能从本书收益，即有了一定的市场经验的投资者。也就是说，《今日价值投资》既不是新手的入门读物，也不是技巧纯

熟的专业人士们的教材。当然,本书也能为起步的投资者们提供有价值的帮助。不过,我在与这类投资者交谈后发现,他们中的有一些人因为生搬硬套了各式各样的投资理念和方法,结果弄得疲惫不堪、损失惨重。

因此,《今日价值投资》所提供的理念和策略正是为了帮助个人投资者取得更大的成功。在阅读本书时,你将发现一些信息收集和解读的实用方法,这样你就会逐渐发现方法和耐心的必要性。

同时还要注意:在和投资者们的交谈中我发现,有些投资者在没有投资理念这个航海图的指导时就轻易开始了金融海洋的远征。在本书中,你将找到方法来制定稳定有效的投资理念并加以实施。我在此强调,本书提供的是一种理念,这种理念已经被证明是积累财富、保持资本的成功策略。

阅读本书的收获

本版《今日价值投资》已经得以更新,其中加入了一些最新的实践经验,以保护长期投资者们免受巨额亏损,并帮助他们培养方法和耐心来积累高额财富。本书包含了我在投资领域 30 多年的经验,书中收录的最新资料证明了价值投资的益处。

除了事实和数据外,本版《今日价值投资》还探讨了自 1930 年代本杰明·格雷厄姆先生首次引进价值方法以来,该方法在货币管理方面如此成功的原因。我在书中也论述了“聪明的”投资者们如何能将人类行为理论应用到全球金融市场上去。格雷厄姆说过:“投资者最主要的麻烦和最大的敌人可能都是他自己。”本书就此提供了一些实用的建议,帮助投资者培养进行成功的价值投资所需的个人耐性和方法。此外,我还将与读者们分享结识格雷厄姆后,我从他那里采集到的真知灼见。

本书的写作目的在于:为你提供过去 70 年中最成功的投资方法——价值投资的基本原理,帮助你更好地利用真正的投资机会。我承认自己是该方法的一个皈依者,我同其他很多人一样坚定不移地信奉着它。而且我也看到了价值投资的成绩,它确实相当有效。我坚信,应用该方法的人能积累起可观的财富。

第一部分

价值投资及其原理

PART 1

What Is Value Investing and Why It
Makes Dollars and Sense

第一部分旨在提出价值投资的定义,然后清楚地阐述在非理性市场价格下的理性基本面分析为何能为价值投资者提供机会。第一部分的主要内容包括价值投资原理、价值投资运作方式以及历史相关证明。

5 美元每股和 25 美元每股的股票,哪只更有价值?如果你不能立即得出答案,那么请小心了。正确的答案既不是 5 美元每股的股票,也不是 25 美元每股的股票。

正确的答案是:还不能确定。唯一能确定的是,哪一只股票“价格较低”。但是“价格较低”并不意味着“更有价值”。因为我对这两只股票提供的信息太有限,你根本无法在完全不了解事实的情况下判断哪个价值较高。在投资股票时,股票价格是一个很重要的参考因素,但也只是估值参考的两大因素之一。另一大关键因素是标的公司价值。

如果我到杂货店去买两样商品,其中一个需要 5 美元,另一个需要 25 美元,然后我问你哪一个更有价值,你估计会回答说:“我还不确定。你到底买了什么?”

如果我告诉你,我花 5 美元买了一个洋葱,花 25 美元买了一盒 50 磅的牛排,那么你就能很快判断出,我在洋葱上的花费过高,而在牛排上却占了很大一个便宜。

因此,你为物品——无论是洋葱、牛排还是股票——所支付的价格仅与其内在价值有关。这就是价值投资的实质所在,即用远低于标的公司内在价值的价钱购买该公司的股票。

有人认为股票价格和公司价值间没有差别,因此如果用每股 30 美元的

价格购买了一个公司的股票,那么这些股票每股就会值 30 美元。我不同意这个观点。我认为价格是投资者的支出,而价值是投资者的所得,这同在杂货店讨价还价时所用到的逻辑是一样的。

在实践中,价值投资理念的应用是非常简单直接的。首先找到价值可以准确衡量的公司。当其股票以低于价值的价格出售时,就买入该股票。随着时间的推移,人们开始注意这些价值被低估的股票,那么股票的价格就可能上涨,上涨到一定的程度时抛出。然后找到其他被低估的公司,重复这样的投资过程。

许多长期投资者通过应用这样的价值投资策略获得了丰厚的回报。我将在第三章详细介绍该策略的成功案例。在本书中,我还将基于前面段落叙述的核心原理探讨一些相关的概念。让我们先看看“安全区间”这个概念。

安全区间

通常被人们视作价值投资先驱的本杰明·格雷厄姆,在写作《聪明的投资者》一书时,将“优质投资的秘密浓缩为两个词”。他选择的这两个词就是“安全”“区间”。那么这到底是什么意思呢?

对于价值投资者而言,安全区间就是指公司的股票价格和通常称为“内在价值”的该公司业务潜在价值之间的差别。对于交易价格仅“稍低于”内在价值的这类股票,价值投资者们通常是不会感兴趣的。他们要的是交易价格“明显低于”内在价值的股票。为什么呢?因为他们所寻找的是这样一类优质公司,和公司业务的内在价值相比这些公司的股价根本不在一个数量级,后者要远低于前者。价值投资者们认为,安全区间的幅度越大,长期投资的潜在收益就越高,这项投资也就越安全。

格雷厄姆认为,所购股票折扣较大时,投资者们就可能不会遭受长期亏损,而且他们也无须精确预测这些股票的未来走势。关于其中的原理,在下文分析价值和增长型投资时我会更详细地加以讨论。

在此之前,我首先用两幅图来展示“内在价值”的概念。图 1-1 中的水平线代表了一家虚拟公司的内在价值,即业务的潜在价值。在下文中,我将进一步解释该价值是如何得来的。现在只需要知道,公司的内在价值通常比

较稳定,根本不像股票价格那样每时每刻都在频繁变动。

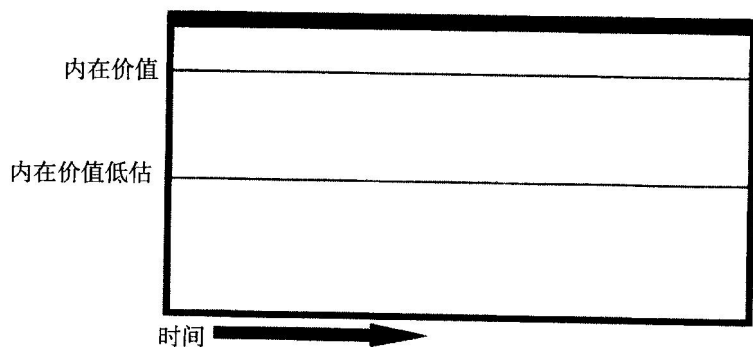


图 1-1 安全区间概念

图 1-1 除描述公司的内在价值外,还描述了价值投资者所要求的内在价值的低估幅度。换句话说,该低估幅度就是指公司的内在价值和该公司的股票买入价格之间的差额。请记住,在购买股票时,我会尽量使股价大幅低于内在价值,也就是追求较大的安全区间。

图 1-2 增加了公司股票价格随时间波动的曲线。可以看到,股票价格时而超出公司的内在价值,时而又低于该内在价值。这样的价格波动为价值投资者提供了很好的投资机会。当公司的股价大幅低于内在价值时,这为投资者提供了购买股票的机会。在图中,公司股价低于内在价值的阴影区间就是投资者要考虑购买股票的区域。

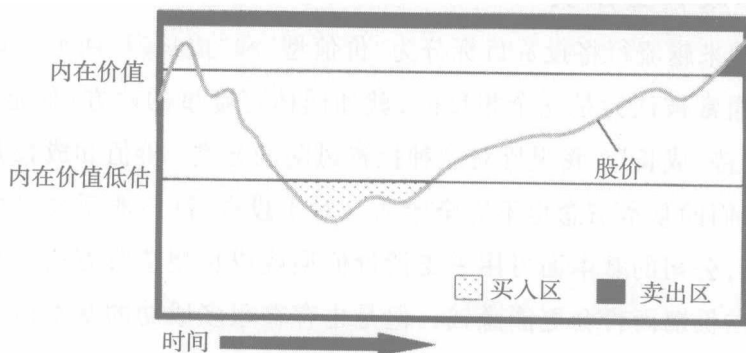


图 1-2 安全区间概念

价值投资者们预期,随着时间的推移,其他投资者会发现公司的真正价值,公司的股价最终会趋向其内在价值。这样,一旦股价上涨,安全区间就会收窄。当股票价格等于或超过公司的内在价值时,安全区间就会消失,股票

就到了该出手的时候了。

我希望以上图形能清楚地展示价值投资理念的应用方法。在书本上,该方法的逻辑似乎很清晰:低价时买入股票,然后高价时卖出股票。但是,投资行为并不是在理论环境中进行的,我们投资的环境总是瞬息万变,我们的理智可能被情感所蒙蔽。在后文中我将进一步讨论这个问题,并为投资者提供指导,帮助他们严格坚持价值投资原则,保护他们不遭受投资损失。

坚持价值投资原则通常需要顽强的信念,尤其在买入的股票价格出现下跌的时候。对于只关注价格的人来说,股价下跌会使情绪极其糟糕,甚至会导致错误的决策,例如仅仅是由于股价下跌就卖出股票。而另一些市场参与者则仅关注股价的短期跌幅。对长期投资者而言,由于他们是在业务价值的基础上对股票进行估值,因此价格下挫就提供了巨大的投资机会。

我所认为的投资者是有信心和勇气持有股票五年甚至以上的这批人。如果你在寻求一种能在股市赚钱的快捷途径,那么本书并不适合你。价值投资者并不关注股价的每日波动,他们只需要持续采用规范的方法来评估业务价值。这些投资者对自己的研究和分析非常有信心,而且在实施自己选定的策略时也相当有耐性。

价值型和成长型投资

近年越来越流行将投资目标分为“价值型”和“成长型”两类。这两种类型的投资通常被认为是完全相反的,就如同体育赛事的两方:你是支持“价值”还是支持“成长”?我很反对这种投资风险的分类。价值和成长并不是对头,而且它们的基本信念也不完全矛盾。对于投资者(而非下文将提到的投机者)而言,公司的基本面可用来支持价值型或成长型选股方法。我认为价值型投资在长期而言会更能赚钱,但是也存在很多成功的基本面成长型投资人。不过,大部分的投机者都会认为自己是“成长型投资者”,而我发现这群人的投资失败率很高。

即使仅就股票而言,我认为也不能将其分为价值股和成长股两类。这种概括仅能反映指数投资人的基本投资方针,但是对单家公司的基本面分析一点用处都没有。在过去 30 多年的投资生涯里,我研究过全世界各个行业