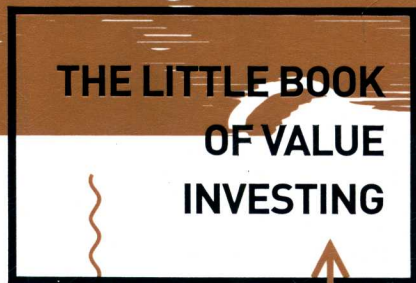




GRAND CHINA

在价值投资领域，能和克里斯托弗·布朗相提并论的人寥寥无几。

罗杰·洛温斯坦《巴菲特传》作者



四川人民出版社

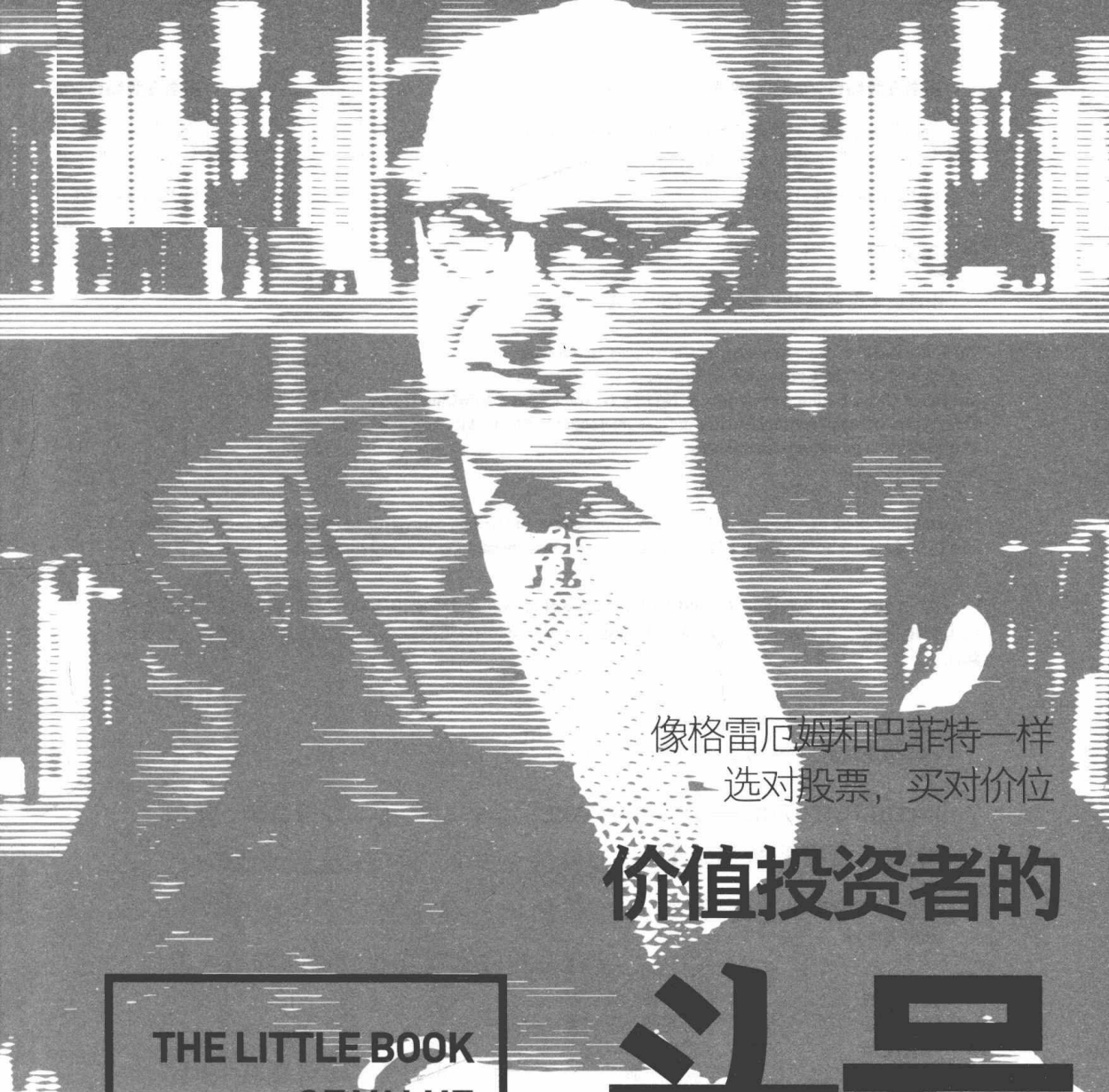
像格雷厄姆和巴菲特一样
选对股票，买对价位

价值投资者的 头号法则

〔美〕克里斯托弗·布朗

(CHRISTOPHER H. BROWNE) 著

刘寅龙 译



像格雷厄姆和巴菲特一样
选对股票，买对价位

价值投资者的

头号法则

THE LITTLE BOOK
OF VALUE
INVESTING



四川人民出版社

〔美〕克里斯托弗·布朗

(CHRISTOPHER H. BROWNE) 著

刘寅龙 译

图书在版编目 (CIP) 数据

价值投资者的头号法则 / (美) 克里斯托弗·布朗著;
刘寅龙译. —成都: 四川人民出版社, 2019.4

ISBN 978-7-220-11163-1

I. ①价… II. ①克…③刘… III. ①股票投资
IV. ① F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 289527 号

The Little Book of Value Investing by Christopher H. Browne

Copyright © 2007 by Christopher H. Browne

Simplified Chinese edition Copyright © 2019 by **Grand China Publishing House**

This edition arranged with John Wiley & Sons International Rights, Inc., Hoboken, New Jersey

This translation published under license

All rights reserved.

No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the original copyrights holder.
Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.

本书中文简体字版通过 **Grand China Publishing House** (中资出版社) 授权四川人民出版社在中國大陸地区出版并独家发行。未经出版者书面许可, 本书的任何部分不得以任何方式抄袭、节录或翻印。

四川省版权局著作权登记 [图进] 21-2018-523

JIAZHI TOUZIZHE DE TOUHAO FAZE

价值投资者的头号法则

[美] 克里斯托弗·布朗 著

刘寅龙 译

执行策划
责任编辑
内文设计
封面设计
责任校对
特约编辑
责任印制

桂林 黄河
何朝霞 王莹
胡小瑜
安宁书装
吴玥
闵耀洋
胡小瑜

出版发行
网 址
E-mail
新浪微博
发行部业务电话
防盗版举报电话
印 刷
成品尺寸
印 张
字 数
版 次
印 次
书 号
定 价

四川人民出版社 (成都槐树街 2 号)
<http://www.scpph.com>
sichuanrmcbs@sina.com
@ 四川人民出版社官博
(028) 86259457 85259453
(028) 86259457
深圳市精彩印联合印务有限公司
787mm × 1092mm 1/16
16
222 千字
2019 年 4 月第 1 版
2019 年 4 月第 1 次印刷
ISBN 978-7-220-11163-1
52.00 元

■ 版权所有·侵权必究

本书若出现印装质量问题, 请与我社发行部联系调换
电话: (028) 86259453

罗杰·洛温斯坦 (Roger Lowenstein)

《巴菲特传》作者

在价值投资领域，能和克里斯托弗·布朗相提并论的人寥寥无几。

巴顿·比格斯 (Barton M. Biggs)

Traxis合伙基金发起人、摩根士丹利前全球首席战略官

作为当今世界上最杰出的价值投资大师之一，克里斯托弗·布朗的话绝对值得我们洗耳恭听。

拜伦·威恩 (Byron R. Wien)

摩根士丹利添惠前董事经理兼投资总监

价值投资大师克里斯托弗·布朗的投资理念融合了本杰明·格雷厄姆和沃伦·巴菲特的精华。这本充满平凡意识和不平凡思想的巨著，融合了他四十多年的投资经历和毕生的智慧，是一本能让所有投资者受益匪浅的投资指南。

查尔斯·埃利斯 (Charles Ellis)

哈佛商学院和耶鲁大学投资委员会主席

价值投资者对收益的欲望是无止境的。克里斯托弗·布朗为我

们剖析了其中的原因，并且教导我们怎样让美梦成真。这部简洁清晰而又趣味横生的作品，能让投资者财源不断。

马丁·怀特曼 (Martin Whiteman)

第三大道价值基金创始人

克里斯托弗·布朗是价值投资领域的一位国际级巨人，这本书更是一本值得珍藏的传世经典。

刘易斯·桑德斯 (Lewis Sanders)

联博基金管理公司董事长兼首席执行官

克里斯托弗·布朗以迷人的视角向世人展示了使其成为业内不朽传奇的投资原则和技巧。对任何投资者，无论他们有着何种经历，这都是一本不可不读的好书。

格伦·哈伯德 (Glenn Hubbard)

哥伦比亚大学商学院院长兼金融经济学教授

克里斯托弗·布朗是一位才华横溢的价值投资者，这部精彩绝伦的作品剖析了价值投资的运作方式，告诉我们如何认识一只股票的内在价值，如何让国内外的会计信息为我所用以及如何根据市场走势建立股票组合，实现财富增值。

查尔斯·罗伊斯 (Charles Royce)

罗伊斯基金总裁

本书充满了投资的大智慧。对任何一位投资者而言，这本书都是不可不看的。它以最简洁、最清晰、最基础的语言诠释了价值投资的真谛。我把这本书指定为所有公司股东的必读书。

布鲁斯·格林沃尔德 (Bruce Greenwald)

哥伦比亚大学商学院教授

克里斯托弗·布朗是财富创造领域中一位出类拔萃的实践者。

《华尔街日报》(*The Wall Street Journal*)

对任何有志于采用价值投资这一独特投资策略的投资者来说，这本深入浅出、简洁明晰的投资指南绝对是首选。

《福布斯》(*Forbes*)

如果你想保护你的退休金和养老金，并且让其不断增值，本书将是最好的指南之一。这本来自于价值投资领域大师级人物的最新作品，因其充实的内容和深入浅出的语言，必将成为新世纪价值投资者们的指导性纲领。

《金融时报》(*Financial Times*)

这是目前世界上第一流的论述价值投资艺术的书籍。

彭博财经网站 (www.Bloomberg.com)

布朗长年坚持遵循本杰明·格雷厄姆所倡导的价值投资信条。现在，他将这些投资信条以最简洁和让人信服的语言传递给每一位投资者。

《出版商周刊》(*Publishers Weekly*)

克里斯托弗·布朗长年管理特威迪－布朗基金公司的经验，为他的价值投资课程提供了大量精彩无比的例子。布朗以史上最伟大的价值投资大师(包括本杰明·格雷厄姆、沃伦·巴菲特、沃尔特·施洛斯)的例子，证明了价值投资法是使投资利润

最大化的最好的方法。布朗先生极善于使用比喻和隐喻，也很善于从奇闻逸事中寻找灵感，使得全书既充满知识性，也充满趣味性和可读性，这从书中生动有趣的章节名称可见一斑。同时，凭借细致入微的投资建议和透彻的论述，本书必将成为专业和业余投资者不可多得的财富。

《独立报》(*The Independent*)

这是价值投资大师克里斯托弗·布朗的全新力作，如果你天生是一名价值投资者，你将在本书中找到大量极具说服力和启发性的价值投资方法……只要你遵循这些技术，并且能妥善处理因采用与大多数人都不同的投资方案所带来的心理压力，你的长期投资必将获得成功。

《今日美国》(*USA Today*)

锐利的笔调……让你心中燃烧起购买股票的渴望。

价值投资的梵蒂冈教皇

特威迪－布朗基金公司总裁
克里斯托弗·布朗

克里斯托弗·布朗是全美顶级的特威迪－布朗基金公司总裁，也是著名投资公司特威迪－布朗有限责任公司（Tweedy Browne Company LLC）^①的经营主管，同时还是特威迪－布朗信托基金会主席，具有丰富的投资经验。

特威迪－布朗公司创建于20世纪20年代，主要从事买卖股票和债券经纪业务。本杰明·格雷厄姆在20世纪30年代和40年代就曾是特威迪－布朗的客户之一。巴菲特评价道：特威迪－布朗投资团队是格雷厄姆－多德式（Graham-Dodd Type）的超级投资者，是一个使用格雷厄姆投资方法的典型价值型基金公司。

作为特威迪－布朗公司的管理者之一，克里斯托弗·布朗于1969年加入特威迪－布朗公司，1974年成为该公司董事，2009年去世。布朗曾经管理过特威迪－布朗公司旗下投资于美国国内股票的

^①特威迪－布朗公司创立之初，名为Tweedy&CO.。——译者注（下文如无特别说明，均为译者注）

价值基金，该基金自 1993 年成立，至 2009 年，年均收益率为 8.53%，同时期的标准普尔 500 指数年均收益率为 7.59%。另外一只全球价值基金自 1993 年成立，至 2009 年，年均收益率为 10.29%，同期的基准指数 MSCI EAFE 年均收益率为 5.29%。

他毕业于宾夕法尼亚大学并作为特许受托人服务于该校。他拥有多种头衔，是多家美国名牌大学的名誉理事和委员，还是哈佛大学约翰·肯尼迪政府学院“投资决策及行为金融学”学术咨询委员会委员，此外，他还是洛克菲勒大学投资管理委员会委员。他还是个伟大的慈善家。他创立了布朗国际政治中心，同时在宾州大学捐献 2500 万美元创立了“布朗杰出教授奖”。

克里斯托弗·布朗是本杰明·格雷厄姆门下最优秀的学生之一，作为格雷厄姆的真传弟子，克里斯托弗·布朗长年坚持遵循格雷厄姆所倡导的价值投资信条。他被誉为“价值投资领域的一位国际级巨人”“当今世界最杰出的价值投资专家之一”“财富创造领域中一位出类拔萃的实践者”。巴菲特说：“如果像克里斯托弗·布朗形容的那样，特威迪－布朗是‘价值投资的梵蒂冈城’，那么布朗就是‘梵蒂冈的教皇’。”

20 世纪 60 年代，他曾经帮助巴菲特收购了伯克希尔·哈撒韦的控制权。因此，布朗家族既与格雷厄姆有千丝万缕的联系，又与巴菲特有着很深的渊源。

回报就是价值投资最好的证明

《巴菲特传》作者
罗杰·洛温斯坦

我投资的第一只股票 Poloron Products 绝对物超所值。早在 20 世纪 60 年代初，父亲就为我买了 400 股。我从来就没有想过这些股票能给我带来什么，或是表现如何，但我还是养成了每天早晨看一下股价的习惯。（也许你不信，在我年轻时，股票市场还处于一个和技术几乎毫不相干的时代，在那个时候，要了解前一天市场表现，人们还只能依赖于报纸。）让我感到百思不得其解的是，股价上涨 $\frac{1}{8}$ 就可以给我带来 50 美元的收益，这真是一颗硕大无比的宝石。尽管股票下跌和上涨都是常有的事，但我还是习惯于对下跌视而不见，尽情享受财富增长带来的刺激。（这些股票只不过是一些纸片，对吧！）我记得自己曾经问父亲是什么让股价上涨。虽然他的回答很有启发意义，但却很有限：因为 Poloron 还在做生意，这就是我的理解。

企业的赢利水平越高，投资者就需要支付更高的股价。但有一点却是我所不能理解的：利润并不能“归属”于股票，它们只能归属于公司。我在《时代》(Times) 上搜寻的报价和公司保险箱里的收入

毫不相干，而我对此却笃信不已。那么，股价为什么会上涨呢？我父亲的看法是企业利润，也就是说，股价的上涨源于公司向股东发放股利的能力。但是在这个问题上，Poloron 似乎依然是不折不扣的主宰者，他们根本没有必要向我们支付股利。

我猜想，所有股东大概都和我一样，对此一无所知，而且又无能为力，只能听任他们的摆布。至于说股价的上涨完全服从于企业的增长（正如我父亲所说的），我认为这正是市场的特性。在我看来，枯燥乏味的金融学教条让股价沉浮显得更令人振奋，而那个决定我这 400 股股票价格的人，显然是不折不扣地依照 Poloron 的赢利状况作出决策的，尽管我和其他股东也许永远都看不见他们。

我不记得父亲什么时候卖掉了我的股票，但这肯定是事实，因为我恍惚之间觉得那 400 股股票已经不再属于“我”了，于是，我也就不再关注 Poloron。但它也让我牢牢地记住了一个颠扑不灭的真理。华尔街总是在告诉我们：股票变动的诱因是无穷无尽的，比如说战争与和平、政治、经济、市场趋势，等等。但是让我坚信不疑的却是这样一个信条：股价依托的就是企业的基本收益。

在看到克里斯托弗·布朗的《价值投资者的头号法则》创作提纲时，我立刻想到了这一点。也许每个人在年轻时都曾经有过这样的经历：在参加体育比赛的时候，父母的鼓励总会让我们激情四射，动力无穷。同样，他们对待经济问题的看法也会塑造我们的经济意识。毋庸置疑，我们的第一堂财务课也总是源自生活中的耳濡目染，而影响力最大的自然是长辈（对我而言则是父母）。年轻人总是以崇敬的心情去倾听长者的教诲，他们的一字一句都将深深地扎根于我们的思想深处，坚实牢固，不可动摇。

对布朗来说，父辈的经历和引导让他受益无穷。在他的身上，让我们深刻地体会到血脉相承的经济意识。他的父亲霍华德·布朗 (Howard Browne) 曾经是一名股票经纪人。1945 年，老布朗和几位合伙人共同创建了特威迪 - 布朗 - 赖利公司 (Tweedy, Browne and Reilly)，而本书的作者又子承父业，一直担任着该公司的负责人。把这些创始人称作“经纪人”显然过于轻率，在华尔街，他们绝对是某个特殊领域的专家：他们把目光盯在那些极少交易的股票上，由于这类股票基本不存在真正的市场公开性，其业务核心，就是把这些股票的买方和卖方撮合到一起。因此，从定义上看，他们的顾客就是那些依从市场趋势，对股票基本价值情有独钟的投资者（需要提醒的是，这些股票根本就不存在活跃的市场交易）。事实上，公司最早同时也是最积极的客户就是本杰明·格雷厄姆 (Benjamin Graham)，一位曾创造历史的金融学教授、声名显赫的财经作家和业绩斐然的基金经理。

可以说，本杰明·格雷厄姆是价值投资的鼻祖，更是价值投资基本原则的缔造者，而他的信徒则是价值投资的第一批实践者。在这些先行者当中，特威迪 - 布朗很快就脱颖而出，成为其中的领军者，并得到业界的推崇。特威迪 - 布朗 - 赖利公司位于华尔街 52 号，与格雷厄姆的办公室比肩而邻（也许是为了能得到这位大师更多的生意，当然还有他的教诲）。最终，公司业务也从单纯的股票经纪发展到基金管理。也就是说，投资已经成为公司生存的基石。于是，他们也就自然而然地秉承了格雷厄姆的投资理念和经营方式。

介绍价值投资的基本含义并不困难，但是要在实践中真正运用价值投资的策略却绝非易事。实际上，价值投资的原理无非是按照股票的商业价值，买入市场价格低于内在价值的股票，这一点与传统意

义上的股票市场截然不同。还记得那些神秘兮兮、凭着收益能力大肆哄抬 Poloron 股票价格的家伙吧？他们肯定别有用心。

既然游戏的主题是价格和价值，换句话说，一切都是为了寻找物超所值的便宜货，那么，价值投资者总是费尽心机地搜罗那些一跌再跌的股票，这一点自然也就不足为奇了。他们不过是大势投资 (Momentum Invest)^① 者的翻版而已，股票的上涨必然会让他们激昂振奋。正如布朗所述：“购买股票就像在杂货店里买家当，一定要趁打折的时候去买。”

但是父辈的传奇还远未终结。老布朗选择的股票之一，就是一家每况愈下的纺织厂——位于新英格兰的伯克希尔·哈撒韦公司 (Berkshire Hathaway Inc.)。早在 20 世纪 50 年代末，格雷厄姆就几乎要买下这家企业，可惜最终还是与之擦肩而过。但他的年轻合伙人，同时也是他在哥伦比亚大学商学院时的弟子沃伦·巴菲特 (Warren Buffett) 对此兴趣盎然。由于纺织业深陷危机，股票价格也一跌再跌。

到了 20 世纪 60 年代初期，格雷厄姆急流勇退，而巴菲特却有了属于自己的公司。当然，我们现在都知道，巴菲特全盘买下了伯克希尔纺织厂。年轻的布朗指出，他的父亲，当时还在从事股票经纪交易的老布朗，购买了伯克希尔·哈撒韦公司的绝大部分股票，也就是说，巴菲特今天所拥有的绝大部分伯克希尔·哈撒韦公司股份，都曾经属于老布朗。这些股票大多一蹶不振，巴菲特开始以每股不到 8 美元的价格买入。几年后，巴菲特解散了原来的管理层，

^①又称动量交易，指早期收益率较高的股票仍会在接下来的表现超过早期收益率低的股票。实证研究也表明动量交易策略在市场中并不可行。其中蕴涵的指导意义是趋势性投资：买进超跌股票依然有较大风险，及时调整投资品种，顺应市场变化或许会有更大的投资收益。

开始对公司进行重组，此时，股价已经上涨到 18 美元。时至今日，伯克希尔的股票价格已高达 9 万美元。所以说，布朗家族不仅与格雷厄姆有着千丝万缕的联系，更与他那最出名的弟子巴菲特有很深的渊源。在价值投资这个问题上，任何人都不可能超越他们。

从格雷厄姆、巴菲特及其众多门徒（当然包括特威迪－布朗）的成功，我们可以窥见价值投资的一个与众不同之处，就是在实践中，它的基本原则很少为人们所遵从。是什么让投资者对这些纵横驰骋 70 年的投资方法视而不见呢？投资者永远都不可能做到镇定自若、淡泊名利。在这个问题上，我想，他们的焦虑可能与最初涉足投资时那些曾经让我百思不得其解的问题有关吧。比如说：有一种股票的价格非常便宜，但谁能想到以后是不是还会这样呢？换句话说，企业层次的收益何以驱动二级市场上交易的股票价格呢？20 世纪 50 年代中期，美国议员威廉·富布赖特 (William Fulbright) 在格雷厄姆对股票市场进行检验的时候，就曾经向他提出这个问题，即便是格雷厄姆本人也承认：“无论是对于我自己还是其他人，这都是个深不可测的奥秘。”但是，他接着说：“以往的经验告诉我们，股票的市场价格终将与价值趋于一致。”

本书将会详细地为你剖析这个问题，因此，通过这本书，一切都将不再神秘。在股票投资这个行业里，凭借销售额、利润、现金流或是其他指标去推算股票价值的人比比皆是（笔者也不例外）。如果一只股票长期处于折价状态，基于这样的利润预期，那些目光敏锐的投资者自然不会袖手旁观。由此可见，商业价值是股票价值的基石，也正因为如此，价值投资者才能如此信心百倍。

既然如此，价值投资为什么依然会显得不同寻常呢？布朗认为，

这是一个秉性和耐力的问题。在反复无常的市场面前，他既不知道也不可能知道：要真正再现股票的真实价值到底需要一周、一月、一年还是更长的时间。很多人都没有这样的耐心，他们只是急于得到眼前的满足或是同行的认同。

在这个问题上，我们也没有必要浪费口舌，因为很少有人具备这样的耐心，因此，成功的机会也只属于少数人。对于那些真正既有远见又有耐心的人，回报就是最好的证明。而本书则是为数不多，告诉我们应该怎样做的专著之一。至于其他的事情，亲爱的读者们，那就全凭你自己了。

前 言 成为聪明的投资者 1

第 1 章 价值投资 7

买入物美价廉的股票

牛排、牛仔裤、汽车大减价让人们蜂拥而上，股票打折时为何无人问津？

如果赌博中胜出的 215 只大猩猩来自同一家动物园并非巧合，那么 8 位超级富翁均采用价值投资会是天意？

买股如购物，物美价廉是首选 9

宁买打折股，不买热门股 10

百万富翁诞生于价值投资而不是运气 11

第 2 章 价值 VS 价格 17

猎取低估值股票

20 世纪末购入微软的投资者既然已拥有了一家伟大的公司，为何还要等上很多年才收回老本？

21 世纪初金融危机中幸免于难的 10 只基金让它们的客户大赚一笔，它们用了什么投资秘诀？

高估股票价值可能导致“永久性资本损失” 19

用模型法和评估法确定股票内在价值 22

充分利用市场心理特征挖掘低估值股票 24

第 3 章 安全边际 29

为你的股票系条“安全带”

保险公司不能保证仅有的一张保单不索赔，你为何还指望靠唯一的一只股票稳赚呢？

赚钱的关键是在股票打折时买进，那么到底打几折才算“物美价廉”呢？

寻找购买股票的安全边际 31

按等于或低于其内在价值 2/3 的价格购入股票 32

远离高负债率企业 33

建立多样化投资组合 34

在大多数人买入时抛出 35

第 4 章 低市盈率 39

给投资者带来贱买贵卖的惊喜

“9·11”事件后人们不敢乘飞机，运输业陷入危机，为何还要买入美国运通的股票？

希拉里实施“医疗卫生国有化”改革，医疗股一蹶不振，为何还可选择强生股票？

用市盈率衡量收益 40

不管牛市熊市，认准低市盈率就是“好市” 43