

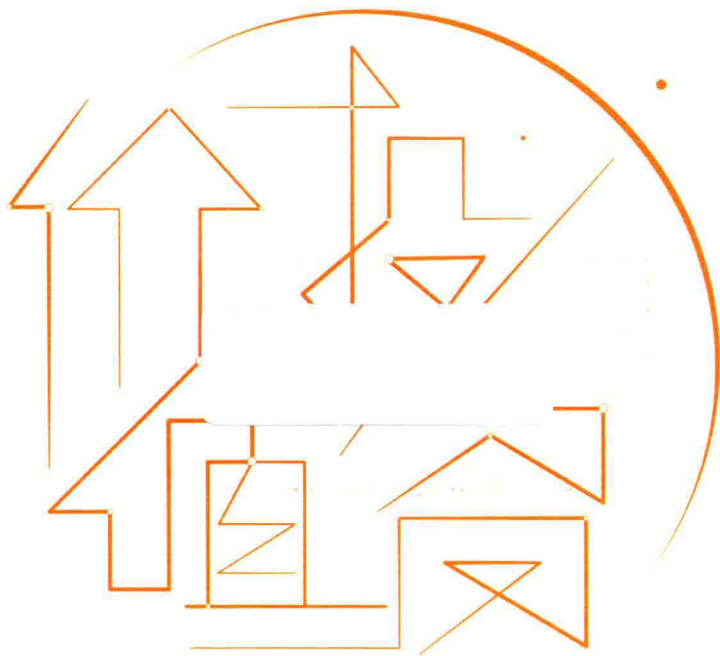
A ROADMAP TO VALUE INVESTMENT

价值投资路线图

格雷厄姆智慧家族的制胜之道

邹志峰 著

为什么 格雷厄姆、巴菲特、林奇 等一众投资大师能长期战胜市场？ 为什么 巴菲特、芒格 说，中国的投资环境比美国更适合价值投资？ 为什么市场极度恐慌暴跌时，一张神奇的藏宝图可以让投资者从容应对？
巴曙松、任泽平、水皮 联袂推荐——



山西出版传媒集团

 山西人民出版社

价值投资路线图

——格雷厄姆智慧家族的制胜之道

邹志峰 著

山西出版传媒集团



山西人民出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

价值投资路线图：格雷厄姆智慧家族的制胜之道 /
邹志峰著. — 太原：山西人民出版社，2016.4
ISBN 978-7-203-09563-7

I. ①价… II. ①邹… III. ①投资经济学—研究
IV. ① F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 086956 号

价值投资路线图：格雷厄姆智慧家族的制胜之道

著 者：邹志峰
责任编辑：赵晓丽

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：sxsxcb@163.com 发行部
 sxsxcb@126.com 总编室
网 址：www.sxsxcb.com

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

开 本：710mm×1000mm 1/16
印 张：14.5
字 数：240 千字
印 数：1-5000 册
版 次：2016 年 6 月第 1 版
印 次：2016 年 6 月第 1 次印刷
书 号：ISBN 978-7-203-09563-7
定 价：39.90 元

如有印装质量问题请与本社联系调换

目录

C CONTENTS

» 引言

通往自由之路

- 001 · 2008, 遭遇“地震”
- 003 · 第一次投资启蒙
- 006 · 平生第一次买到一只五倍股
- 006 · 开始对自由的追求
- 010 · 自由的基础
- 012 · 寻找更高层次的自由
- 014 · 找到一条通往自由之路
- 017 · 格雷厄姆智慧家族的大家庭
- 019 · 价值投资是一种信仰

» 第一章

智慧家族祖训：《国富论》中揭示的投资法则

- 029 · 自然率：自然价格（代表价值）是中心价格
- 041 · 专注、能力圈和长期投资



» 第二章

智慧家族家规：格雷厄姆的知识体系

056 · 一张图表搞懂“家长”的知识体系

072 · 普通股投资的新准则：安全边际

081 · 家长的训诫：方法、技术及其他

» 第三章

笑傲江湖的巨擘：巴菲特的守正与出奇

107 · 在定量分析的前提下，更侧重于定性分析

113 · 放弃对前景不好企业的收购，只买入优质企业

127 · 聚焦估值方法：现金，现金，还是现金

140 · 两个流行的谬误

» 第四章

投资群星闪耀时：巴菲特的兄弟们

147 · 夜大学生：沃尔特·施洛斯

152 · 杂货店里的淘宝客：特维迪-布朗

155 · 投资哲学家：查理·芒格

» 第五章

一本万殊：智慧家族的亲友团

169 · 费雪：专注于好公司的标准研究

184 · 林奇：从身边小事发现十倍股

196 · 邓普顿：坚持逆向投资策略

» 第六章

星火不息：智慧家族的中国面孔

206 · 与巴菲特最神似的华裔投资人：段永平

211 · 最上镜的中国价值投资者：赵丹阳

213 · 巴菲特见到的第一个北京股东：杨天南

217 · 尾声



引言

INTRODUCTION

通往自由之路

士之读书治学，盖将以脱心志于俗谛之桎梏，真理因得以发扬。思想而不自由，毋宁死耳。斯古今仁圣所同殉之精义，夫岂庸鄙之敢望。先生以一死见其独立自由之意志，非所论于一人之恩怨，一姓之兴亡。呜呼！树兹石于讲舍，系哀思而不忘。表哲人之奇节，诉真宰之茫茫。来世不可知者也，先生之著述，或有时而不章。先生之学说，或有时而可商。惟此独立之精神，自由之思想，历千万祀，与天壤而同久，共三光而永光。

——陈寅恪《清华大学王观堂先生纪念碑铭》

2008，遭遇“地震”

2008年5月12日，8级地震突袭四川。彼时，中国股市也正在飞流直下。5·12当天，沪指低开于3548.61点，收盘微涨，收于3626.98点。那时，距离2007年最高的6124点，已是腰斩近半。当时更无法预见的是，在随后

不到半年的时间里，股指竟会跌到 1600 多点。

对于一个 1996 年就进入股市的老股民来说，经历过太多的起起伏伏，但饶是如此，这一次也实在是让人沮丧。更何况自己还曾经是财经类媒体的主编，身边围绕着一群财经专业人士。他们有着各种各样的消息渠道，神算子一样的 K 线分析能力，在牛市之中，好像可以点石成金。

有一次，一个证券编辑（当时这家伙对我来说，就像是神一样的存在）在我办公室门口大叫一声：“快买 XX 股票！”于是，办公室里一帮人马上打开电脑，纷纷下单。我甚至对他说的这只股票所代表的公司一无所知！

但就在确信沪指已剑指万点大关时，就在自己时时提醒一定记住随时跑路时，就在一再告诫自己这一次不可太贪时，我的账户资产也已然缩水一半。当时除了悔恨和迷惘之外，似乎已经没有其他记忆了。

多年以后，读到巴菲特对于**网络股泡沫破灭**的描述，我不禁拍案叫绝。在 2000 年度致股东的信中，他讲述了一则灰姑娘的故事：

投资与投机的分界，历来就不会明朗和清晰，尤其是当大多数市场参与者享受着最近的胜利时，更是如此。毫不费力地得到一大笔钱，会使人们无法理性地思考。在那种令人陶醉的经历之后，通常情况下，即便是敏感的人们，也会像舞会上的灰姑娘那样，开始飘飘然起来。他们知道，在这场盛宴中待得太久，漂亮马车和马就会变成南瓜车和老鼠。但不管怎样，他们不愿在这样一场盛大的晚会中少待哪怕一分钟。因此，有点头晕目眩的参与者，都计划在午夜到来之前的几秒钟内离开。但是，有一个问题：舞厅墙壁上的挂钟根本没有指针！

小贴士

美国网络股泡沫：互联网泡沫（又称科网泡沫或dot泡沫）指自1995年至2001年间在欧美及亚洲多个国家股票市场中的投机泡沫，与科技及新兴的互联网相关企业股价高速上升的事件。2000年3月10日，NASDAQ指数到达5048.62点最高点时达到顶峰。在此期间，西方国家股票市场的市值在互联网板块及相关领域带动下快速增长。这一时期的标志是成立了一批大部分最终投资失败，通常被称为“COM”的互联网公司。

回想自己当时的表现，不就是这样一个个时时盯着没有指针的挂钟的“灰姑娘”吗？

第一次投资启蒙

在整个投资生涯中，直到“偶遇”彼得·林奇后，我才获得了第一次投资启蒙。

之前我很少看投资类书籍，总觉得那些都是骗人的玩意儿。比如写巴菲特书就很多，我也买了几本来看，总感觉不得要领。很多理念固然好，

但仿佛离自己很远，根本无法应用。

一天闲来无事，到家门口的小书店随便转转，架子上有一本书。黑色的封面上是一个白发苍苍的“老人”，书名也和许多“骗人”的投资类书很像，叫《彼得·林奇的成功投资》。反正无事，于是抽出来顺手一翻。但还没有看完前言，我已经被它征服。平实诙谐的文笔，加上新颖的投资观点，让我立刻把它买了下来。

通读过后，感觉就像黑暗的夜空中划过一道闪电，照亮了我的投资人生。后来，发现很多服膺于价值投资的人都有如此感受：一种如梦初醒的感觉和激动。

就连巴菲特描述他看到刚出版的格雷厄姆的新书《聪明的投资者》时的感受也是如此：“就像看到了一道光！”^[1]

而《巴菲特之道》的作者罗伯特·哈格斯特朗，在前言中描述他第一次读到伯克希尔年报时的感受：“接下来发生的事情用言语难以形容，一夜之间，我的整个投资观被颠覆了……接下来的日子里，我充满了目标感。”

中国的投资人杨天南在描述他首次读到《巴菲特之道》时的感受也说：“一本有关巴菲特投资思想的书首次出现在我的生命中，如同黑屋中忽然射进一道灿烂日光，又如茫茫暗夜中的航船发现了指路明灯，令我懂得了投资的真正意义。”^[2]

这是不是很奇妙？这样的感受从格雷厄姆提炼出价值投资体系后，就

[1] 哈格斯特朗：《巴菲特之道》，机械工业出版社，2015，第10页。

[2] 哈格斯特朗：《巴菲特之道》，机械工业出版社，2015，译者序。

一代代薪火相传，有这样被瞬间电击般感觉的人一定还有很多很多。

也许正如巴菲特在《格雷厄姆-多德式的超级投资者》一文中所描述的：“让我感到非常奇怪的是，人们要么会瞬间接受以 40 美分买进 1 美元的东西这一理念，要么永远也不会接受这一理念。这就像向某人灌输某种思想一样，如果这一理念不能立刻俘获他，即使你再跟他说上几年，拿出历史记录给他看，也无济于事。他们就是不能掌握这一概念，尽管它是如此简单明了。像里克格林这种人，虽然没有受过正式的商业教育，却能马上理解这种价值投资法，并在 5 分钟后将其应用于自己的实战。我从来没见过什么人是在 10 年间逐渐接受这一理念的。这种事情与人的智商或教育背景无关，你要么马上理解它，要么一辈子也不会懂。”^[1]

是的，这是一种奇怪的电闪雷鸣般的力量。

林奇那本书中的很多观点，对我就像当头棒喝，如狮吼一般（对此后文详述）。我开始形成自己的一些投资观点和方法，正如林奇所言“你最好在投资之前确定你的投资目标，弄清楚自己的投资态度。因为如果不能事先确定好你的投资目标，又不能坚持自己的投资信念的话，你将会成为一个潜在的股票市场牺牲品”。

我第一次清了仓，要知道，这在以前是不可能的。我决心用林奇提供的投资导航仪来重新寻找自己的目标。

[1] 格雷厄姆：《聪明的投资者》，人民邮电出版社，2011，附录。



平生第一次买到一只五倍股

在和成都一家知名装修公司老板闲聊时，他提到一家叫金螳螂的公装公司（公共建筑装饰装修公司）。金螳螂在上市前想收购这个老板的公司，以补充自己的家装业务线，但是他没有同意，现在很后悔。因为这家公司上市后呈现出飞速发展的良好态势，他失去了一次搭快车的机会。

回家后，我立刻查阅了金螳螂的资料。这是我第一次单独研究一家上市公司，而不是随便听什么消息。我发现这家公司名字虽古怪，但每年的净利润均稳定增长，而它的分红策略也非常规律，这在当时的 A 股中并不多见。

同时，金螳螂是公装行业龙头，连续多年拿到鲁班奖，加上闲聊中听来的管理团队的执行高效敬业，我发现这是一家不可多得的好公司。我试着慢慢买入。

当时，我对自己的判断还没有信心。但就是这样一只在林奇理念指导下选择的股票，让我的总资产很快回到并超过了 6000 点时的规模。平生第一次买到了一只五倍股！

开始对自由的追求

但这不过就是一个新啼初试，我并没有在投资的道路上进一步深入

下去。随后的几年中，我又重回樊笼，被乱七八糟的琐事缠身。

投资，对我始终不过就是业余爱好，更不用说逐步形成一套完整的投资体系了。对于价值投资而言，最宝贵的是时间以及随时间而产生的复利。但是，宝贵的时间就这样轻易被挥霍了。

小贴士

复利：复利是指在每经过一个计息期后，都要将所生利息加入本金，以计算下期的利息。这样，在每一个计息期，上一个计息期的利息都将成为生息的本金，即以利生利，也就是俗称的“利滚利”。

金融学上有所谓的“72法则”，用72除以增长率估出投资倍增或减半所需的时间，反映出的是复利的结果。举例来说，假设最初投资金额为100元，年利率9%，要想计算本金翻倍的时间，使金额滚存至200元，就利用“72法则”，用72除以9（增长率）得8，即需约8年时间。虽然利用“72法则”不像查表计算那么精确，但也已经十分接近了，因此当你手中缺少一份复利表时，记住简单的“72法则”，或许能够帮你不少的忙。

爱因斯坦曾说过“复利的威力比原子弹还可怕”。对于一个刚刚起步、拥有良好基础素质和条件的年轻人，复利型的职业规划，是成长之路中最直接、最有效的方法，不但对年轻人自身，更对他的家庭以及他将工作的企业都非常有价值、有意义。

2014年，我遇到了人生中第二次更大的风波。这一次挫折，让我更清楚地看到人的消极面：一些人为了一点蝇头小利，可以不择手段；而

身边一些所谓的朋友，也可以为了利益，完全不讲任何道义。

但是，我却要感谢这样一次变故，因为它让我对人生有了更深的体悟；同时，再一次从琐事中脱身出来，认真考虑人生的意义和投资的价值，那就是——对自由的追求。

是的，仿佛绕了很大一圈，才回到人生正途——对自由的渴求。

学生时代，在读殷海光的书时，接触到了哈耶克的思想，更加深了我对自由的向往。哈耶克在其划时代的著作《通往奴役之路》中说：“在竞争的社会里，穷人的机会比富人的机会所受到的限制要多得多。这一

小贴士

哈耶克：弗里德里奇·哈耶克（1899—1992）Friedrich August Hayek，奥地利裔英国经济学家，新自由主义的代表人物，1974年诺贝尔经济学奖得主。其代表作品有《致命的自负》《通往奴役之路》《货币理论和经济周期理论》《物价与生产》《自由秩序原理》等。

自由是哈耶克永恒的理想。他继承了18世纪启蒙思想家的思想，从个人主义出发，强调维护人的自由。这种自由包括政治自由、思想自由和经济自由。其中，经济自由是自由的基础。实现经济自由的途径是实行市场经济，让市场机制充分发挥调节作用，让人们在市场中进行自由竞争。因此，市场经济就是一种由个人主义出发而形成的、能保证人的自由的“自然秩序”，是一种最符合人性的经济制度。



事实丝毫也不影响另一事实的存在，那就是在这种社会里的穷人，比在另一不同类型的社会里拥有很大的物质享受的人要自由得多。虽然在竞争制度下，穷人致富的可能性比拥有遗产的人致富的可能性要小得多，但前者不但可能致富，而且他只有在竞争制度之下，才能够单靠自由，而不靠有势力者的恩惠获得成功。只有在竞争制度下，才没有任何人能够阻挠他谋求致富的努力。只是因为我们忘记了不自由意味着什么，所以我们常常会忽略这个明显的事实，即在这个国家里，一个待遇很差的非技术工人，比德国的许多小厂主，或俄国待遇很高的工程师或经理，享有更多的自由去计划自己的生活，无论是改变工作或住处的问题，公开发表见解的问题，或者以特定的方法消磨闲暇的问题。尽管为了遵从自己的意愿，他所必须付出的代价有时是很高的，并且对很多人来说，似乎是过高的，但都没有绝对的阻力，不存在对人身安全与自由的危险，来粗暴地把一个人局限于上级为他指定的工作和环境里。”^[1]

可见，为自己做主，把握自己的命运，而不是事事由上级为你安排，对于一个有自由理想的人是多么重要。而一个相对公平的竞争环境，对实现自由尤为重要。

[1] 哈耶克：《通往奴役之路》，中国社会科学出版社，1997，第100页。



自由的基础

那么，自由的基础是什么呢？在该书第七章《经济控制与极权主义》中，哈耶克说：“如果我们力求获得金钱，那是因为金钱能提供给我们最广泛的选择机会，去享受我们努力的成果。因为在现代社会里，我们是通过货币收入的限制，才感到那种由于相对的贫困而仍然强加在我们身上的束缚。许多人因此憎恨作为这种束缚的符号的货币，但这是错把人们感到一种力量存在的媒介当作原因了。更正确地说，钱是人们所发明的最伟大的自由工具之一。”^[1]

拥有足够的财富，实现财务自由当然是其他一切自由的前提。但是有钱就自由了吗？难道赚足够的钱就是人生的目的吗？

我看到的是许多有钱的人，却过着提心吊胆的生活。有些人终日算计别人，把一切竞争对手视为敌人，必欲除之而后快；有些官二代、富二代穷奢极欲，糜烂的生活难掩其空虚的心灵黑洞。这样的人生，不管他们多么有钱多么有权，难道是幸福的吗？

那么，人生的自由，在财务自由的基础之上，就应该有第二个境界。正如英国人约翰·密尔在《论自由》中所说：“（人类自由的适当领域）包括：

第一，意识的内向境地，要求着最广义的良心的自由；要求着思想和感想的自由；要求着在不论是实践的或思考的，是科学的、道德的或神学

[1] 哈耶克：《通往奴役之路》，中国社会科学出版社，1997，第88页

的等等一切题目上的意见和情操的绝对自由。说到发表和刊发意见的自由，因为它属于个人涉及他人那部分行为，看来像是归在另一原则之下；但是由于它和思想自由本身几乎同样重要，所依据的理由又大部分相同，所以在实践上是和思想自由分不开的。

第二，这个原则还要求趣味和志趣的自由；要求有自由制定自己的生活计划以顺应自己的性格；要求有自由照自己所喜欢的去做，当然也不规避会随之而来的后果。这种自由，只要我们的所作所为并无害于我们的同胞，就不应遭到妨碍，即使他们认为我们的行为是愚蠢、悖谬，或错误的。

第三，随着单个人的这种自由而来的，在同样的限度之内，还有个人之间的相互联合的自由；这就是说，人们有自由为着任何无害于他人的目的而彼此联合。只要参加联合的人们已经成年，又不是出于被迫或受骗。”^[1]

这种思想自由和讨论的自由，是一种良心自由，也是在更高层面上获得的精神自由。

“人类历史上最丑恶的一段的特点是专制的泛用和受强有力政府的控制。如果要自由出现并存在，就必须把政府限于其立法与道德的工作……有证据表明，个人有更大的自由度的地方，繁荣和财富积累水平也越高。但应该把繁荣和财富作为自由附带的利益。在道德上自由优先，而首要的利益在于尊重个人。”^[2]

[1] 约翰·密尔：《论自由》，商务印书馆，1959，第12页。

[2] 迈克尔·帕金在访问经济学教授沃尔特·威廉姆斯时，提问“哪些重要思想在你自己的思想中被证明是至关重要的”，威廉姆斯教授如是回答。《走近经济学大师》，华夏出版社，2001，第92页。