

与财富有约系列

# 价值投资—— 从格雷厄姆到巴菲特



From Graham to

Buffett and Beyond



布鲁斯·C·N·格林威尔  
(美) 贾德·卡恩  
保罗·D·索金  
迈克尔·范·比埃玛  
李瑞光 张建文

著  
译

与财富有约系列

# 价值投资

——从格雷厄姆到巴菲特

Value Investing: From Graham  
to Buffett and Beyond

布鲁斯·C·N·格林威尔  
贾德·卡恩  
(美) 保罗·D·索金 著  
迈克尔·范·比埃玛  
李瑶光 张建文 译



机械工业出版社

Value Investing: From Graham to Buffett and Beyond by Bruce C.N. Greenwald, Judd Kahn, Paul D. Sonkin and Michael Van Biema

Copyright © 2001 by Bruce C.N. Greenwald and Judd Kahn.

Authorized Translation from English Language Edition Published by John Wiley & Sons.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 John Wiley & Sons. 授权机械工业出版社在全球独家出版发行, 未经出版者许可, 不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

版权所有, 侵权必究。

本书版权登记号: 图字: 01-2002-0515

## 图书在版编目(CIP)数据

价值投资: 从格雷厄姆到巴菲特/(美)格林威尔等著; 李瑶光, 张建文译. —北京: 机械工业出版社, 2002.7

(与财富有约系列)

ISBN 7-111-10509-5

I. 价… II. ①格… ②李… ③张… III. 证券投资 - 基本知识 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 046232 号

机械工业出版社(北京市百万庄大街 22 号 邮政编码 100037)

责任编辑: 常淑茶 版式设计: 霍永明 责任校对: 王欣

封面设计: 陈沛 责任印制: 付方敏

北京铭成印刷有限公司印刷·新华书店北京发行所发行

2002 年 8 月第 1 版·第 1 次印刷

890mm × 1240mm A5·9.75 印张·212 千字

0 001—5 000 册

定价: 25.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

本社购书热线电话(010)68993821、68326677 - 2527

封面无防伪标均为盗版

# 译者序

初见原著，仅仅是扉页上的名字就已令我激动不已：本杰明·格雷厄姆，被誉为华尔街教父；沃伦·巴菲特，世界第二大富豪，享有天才投资者的美称；马里奥·加比利，逾 200 亿美元资金的管理者，在媒体股票投资方面有着过人的天赋；格伦·格林伯格，一位马克·吐温在其著作中曾提及的优秀价值投资者；塞斯·科拉曼，十几岁时就开始投资股票，对“安全边际”这一概念有着独到的领悟；迈克尔·普瑞斯，他所管理的基金曾实现过每年 50% 的增长率；斯克劳斯父子，他们 45 年投资的年均复利回报率高出标准普尔指数 3.8 个百分点；保罗·D·索金，蜂鸟价值基金的总裁，擅长于对小型和微型公司进行分析和投资……再细读，我为能够翻译这样一本理论阐述精辟、实例详实生动、文笔雅致流畅的好书而兴奋，同时也备感忐忑——我深恐自己水平有限，不能正确传达原著之意，而有负作者，无以飨读者。

价值投资作为一种资产投资理论，其精髓在于“价值”二字——如何寻找价值及评估价值；价值投资者恒守不变的原则是——只投资于市场价格远低于内在价值的资产。由此，价值投资者从不仅仅根据某一项资产的历史价格资料来预测趋势而进行“炒作”，也

#### IV

不会仅凭某一宏观局势的变化而对一家公司的股票或债券等资产的价格轻下评断。价值投资，与被称为“现代投资理论”的正统投资学说在理论基础和应用方法上也有很大的区别。例如，价值投资理论并不赞同“市场有效性”假说，并不认为“风险与收益成正比”，而价值投资者的投资实践也证明了他们对这些假说的质疑并非毫无道理。又如，几乎每一种投资理论都以定价为核心，“现代投资理论”将大量复杂的预测技术和数学公式引入对投资资产的定价过程，而价值投资者始终坚守从资产负债表出发，结合公司发展趋势和宏观环境等因素，通过分析资产价值、盈利价值及成长性价值来计算投资对象内在价值的定价方法。另一方面，价值投资者的观念似乎与当今受网络技术、生物技术等高新技术推动的经济形势也格格不入。价值投资者始终是“现实主义者”，在分析处理预期收益和未来自现金流时慎之又慎；而新经济里最时髦的、20世纪末最为投资者看重的恰恰就是“未来成长性”。在这一方面，价值投资理论的忠实追随者们又一次依靠事实征服了投资界：即使是在持续了近4年的牛市行情中，价值投资者们仍然保持了超出市场平均收益水平的业绩；同时，新千年里“网络泡沫”的破灭也使许多原本狂热的投资者痛定思痛，开始更实际、更理性地判断被投资资产的价值。

2001年下半年中国的股市经历了一段痛苦的历程，如今在这马年的春天里，上证指数、深证指数仍然在跌宕起伏，而中国的投资者，在历经这场喜喜悲悲的洗礼后，似乎变得更沉着，多了几分冷静，少了几许浮躁。国际“炒家”索罗斯曾评论中国股市为一“赌场”，理由正是中国股市里的散户居多，不懂投资理论、只会跟庄的散户居多。他们将自己手中的资金投在被庄家上下翻腾的股票上，依靠猜测“庄家”的行为而获利，这与将钱押在被庄家上下摇晃的

骰子上的确差别不大。但是，随着我国市场经济建设的深入进行，我深信，中国的股票市场及其他投资市场会逐步走上正轨，而经历过风雨后的中国投资者也会日趋成熟。他们会将目光逐步投向公司的业绩、市场的环境，而不是“庄家”的异动。他们也许会将资金托付给那些专业管理者代为进行更合理的投资……无论如何，他们都需要一些成熟的理论作指导，以成功的投资者为楷模。价值投资正是一个体系完善、可操作性强的投资理论，自1934年正式诞生以来，已经历了68年的发展沿革和考验，而价值投资者，正是那些善于在萧条中发现价值、在“垃圾”中寻得珍珠的人。

与其他讲述价值投资理念，乃至与其他投资类书籍不同的是，本书不仅把握了传统价值投资理论及其新发展的内容，透彻系统地阐明了该理论，而且通过清晰扼要地介绍巴菲特等投资大师运用价值投资的实例，多角度地介绍了该理论的真实操作过程，真正做到了理论与实践相结合。因此，本书不仅适合专业投资研究者作为一本理论实务兼顾的课堂教材或日常读物来阅读学习，也适合普通投资者及其他对投资感兴趣的人士阅读，它能使读者获得对价值投资理性和感性的全面认识。全书共16章，前八章从界定价值投资的概念和范围开始，逐步深入介绍如何确定搜索有价值的投资对象、如何正确估价等问题。文中的第3章总体介绍了格雷厄姆和多德等人发明的一些价值评估方法，第4章具体分析了如何评估资产价值，第5章提出了一种评估盈利价值的方法，第6章则将前三章陈述的方法应用于一公司的实例分析，第7章分析了对成长性价值进行评估的问题，第8章探讨的是如何构造低风险但收益并不低的投资组合问题。本书后八章分别介绍了八位知名投资者一两个成功的事例，既包括了对股票债券的投资案例，也包括了公司收购兼并案例。

## VI

掩卷之时，译者脑海里似乎出现了一群人的形象，他们冷峻执著、言谨行慎，踏实细致地在报表里寻找着蛛丝马迹，沉着地游弋于那些外表千疮百孔的资产中……渐渐地，这些形象变成了一些名字，一些代表着成功和财富的名字。在这些名字背后，资产规模或许不一，投资领域也许迥异，但却有着同一根支柱——价值投资理论。正是源于对这一理论的深刻理解和阐释发扬，这些人的名字也被载入世界投资史册，刻在每一位追求成功的投资人心中。在此，我想以一句话与读者们共勉，相信这句话也是价值投资者所深信的：

在逆境中蓄势，定有飞龙在天时！

此外，在本书的译校过程中，张蕴涛、胡新茜、刘超然、王颖、石艳华、姚莲英、李晨光、姚鑫明等同志也付出了辛勤的劳动，在此一并表示感谢。

译者

2002年6月

# 前 言

在充斥着投机和内幕消息的投资领域里，人们通常认为是本杰明·格雷厄姆确立了证券分析原则。他和大卫·多德在1934年出版的《证券分析》一书标志着证券分析业的诞生。格雷厄姆在1949年出版的《聪明的投资者》中向专业人士和业余爱好者更详细地阐述了他的理念和技巧。这两本书都已经多次再版。《证券分析》既有原始的经典版本，也有纯粹主义者认为只保留了少量的格雷厄姆思想在内的第五版本。纽约证券分析协会（格雷厄姆创立的一个组织）强调格雷厄姆“对于投资的意义就像欧几里得对几何学、达尔文对生物进化论一样重要”。虽然这种赞誉超过了他本人对自己的评价，但是他对投资所起的重大作用是毋庸置疑的。

格雷厄姆不仅为投资奠定了理论基础，而且在他的学生和追随者的头脑里输入了现被称为“价值投资”的思想。用最简单的话来说，价值投资者力求用最便宜的价格购买证券，也就像谚语中所说的“用五十美分买一美元的东西”。正如本书所要证明的那样，价值投资的内容远比此丰富。虽然在20世纪20年代以后投资领域发生了翻天覆地的变化，格雷厄姆仍然创造了一种至今依旧非常重要的投资方法。在本书中，我们尽量阐述格雷厄姆和其追随者的成果，并



将之与价值投资在过去三四十年的新发展融合在一起。

从 1928 年开始，格雷厄姆开始在他的母校哥伦比亚大学教授证券分析课。他与多德合写的《证券分析》就是从这门课程发展而来的。哥伦比亚大学的证券分析课在格雷厄姆和多德之后又经过了几代，最后传到罗杰·默里手中，罗杰·默里是《证券分析》第五版的作者之一。从 1978 年默里退休以后，这门课程和这个惯例从哥伦比亚大学正规的学术课程中消失了。在哥伦比亚校外，由于沃伦·巴菲特的努力（他在读《聪明的投资者》之前，曾经于 1950 年上过格雷厄姆和多德的课），证券分析在投资实践领域的生命力依旧旺盛。他在蜜月期间阅读了《证券分析》第五版。巴菲特和沃尔特·斯克劳斯还有其他格雷厄姆的学生一起创立了一系列成功的投资记录，它将越来越多人的注意力引向价值投资。

前期学员，包括马里奥·加比里，他曾经上过罗杰·默里的课，继续修正和扩展了基本的价值分析方法。1992 年，加比里说服默里为他的分析师们讲授价值投资，他们在以前的 MBA 课程中从未接触过这门课程。作为海布伦新任的“资产管理和金融”教授，我出于好奇也参加了这些课程。像在我之前的投资者一样，我被格雷厄姆投资理论雄辩的逻辑深深吸引。所以在 1993 我让罗杰·默里和我一起教授改进过的价值投资课程。这门课程继续吸引着大量的 MBA 学员和专业学员，这也是我们编写本书的出发点之一。

同时，在 20 世纪 50 ~ 60 年代，一种新的投资分析方法诞生了，它是由当时经过经济学和统计学培训的学者们创造的。这种投资方法有时被称为“现代投资理论”，主要包括以下几方面内容：

- 市场是有效率的，除非偶然，否则人们不可能跑赢大盘。
- 风险是用单个股票对多元化投资组合波动性的贡献率来衡量

的，而不像传统理论那样把风险看作是永久性的资本损失。

- 对于投资者来说，最好的投资策略就是买入大量股票构成指数，通过把指数投资组合与无风险资产例如现金的结合来将风险调整到理想的水平。

总是有投资专家不认同这一理论，特别是当他们的生计有赖于客户不能或很难理解该理论时更是如此。但是在过去 20 年里，一些经济研究成果开始挑战市场有效假说。在这些研究中，价值投资的机械变量理论(例如,低市盈率,低市净率)和动能投资理论(例如在股价上涨的时候买入股票,在股价下跌的时候卖出股票)都优化了指数投资组合。这些研究成果即使没有摧毁有效市场正统学说,至少也使之黯然失色,同时提高了格雷厄姆投资理论的价值。

在纯粹统计学方法对现代投资理论提出挑战的同时,一个名为“行为金融学”的理论以心理学为研究基础批判了把投资者看作是无情的计算机器的想法。它提出,投资者和其他人一样,对事件的反映会带有一些明显的倾向性。新信息是被理解的,而不是简单地被摄入,而且并非所有的理解都是理性的。一组强有力的倾向性将会使人更注重最近的消息(无论好坏)。有着高增长率的公司的股票很快就会触顶。这些有关过度反应的发现验证了自格雷厄姆以来所有价值投资者的信念:从长期来看,公司和股票的表现都会趋向均值。第一版的《证券分析》引用贺瑞斯诗集中的一句话“许多现在已然衰朽的,将来可能重放异彩;许多倍受青睐的,将来却可能日渐衰朽”作为卷首语。如果价值投资者也有倾向性,那么贺瑞斯已经捕捉到了这一点。此外,现代学术研究使得金融市场行为理论沿着格雷厄姆和多德的方向前进。

最令人奇怪的是,格雷厄姆和多德的公司定价法能成功地预测

了业内的发展趋势。定价是大多数投资理论的核心，它是估计公司实际价值或内在价值的一项技术。大多数投资者希望购买那些真实价值还没有体现在现行市场价格上的股票。人们一般认为公司的价值是公司为消费者创造的现金流量的现值之和。但是在很多情况下，这种方法要求投资者预测公司遥远的未来的现金流，这远远超出了投资者的能力。自格雷厄姆以来的价值投资者更偏好于“已经到手的东西”——银行里的现金及等价物。因此，价值投资者并不相信那些需要对遥远未来的事件和条件进行假设的技术，他们更喜欢通过首先评估公司的资产价值、然后评估公司的盈利能力价值来计算公司的内在价值。只有在个别情况下，他们才愿意把成长性作为定价的一个因素。

这种怀疑的态度并不是源于对未来的偏见，而是因为他们认为成长性在很多情况下并不值钱。对于自由竞争市场经济中的大部分公司来说，成长性价值已经被追加的资本投资消化掉了。惟一能给投资者带来利润的成长是那些资本回报超过资本成本的增长。就像我们将要在本书详细讨论的那样，能够带来超额利润的公司是那些进入受壁垒保护（否则竞争对手的大量进入会降低超额利润）的公司。只有具备特许经营权的成长性才是有价值的。很少有公司能够在不受特许经营权保护的情况下扩张并依旧保持盈利性。当价值投资者想要为成长性赋值的时候，他们更关心公司的战略地位和特许经营权的可持续性。在这种情况下，应主要采取怀疑的态度；问题的关键是谁能够证明公司的特许经营权能够继续下去。现在，这种将分析公司的战略地位作为评估核心的观点在成熟投资者中很常见，这种观点也是格雷厄姆和多德投资方法固有的特性。

价值投资法——首先评估资产，然后评估盈利能力价值，最后

在极少的情形下才加入成长性价值——的另一个优势是它更注重可靠信息。资产价值取决于公司情况的有形方面。盈利能力价值评估的是公司今天的收益。确定土地的现行市场价值和公司部门的现行盈利能力要比预测公司 20 年后的市场份额、利润率、资本成本率可靠得多。当然未来是很重要的，但是把我们今天能够确信的东西与未来不确定的东西区分开也是很重要的。这就是格雷厄姆和多德投资理论的优势之一。此外，价值投资法允许公司的资产价值和盈利能力价值出现差异。这个差异是公司管理不善的标志，有些价值投资者会积极地鼓励管理层采取正确的行动、卖出公司或者放弃它。

格雷厄姆喜欢他的“实净法”，他买的股票的价格都远低于公司流动资产减负债后的余额。谁不想这样呢？但是在当代的投资世界里，实净法只是极少出现的一种例外情况。现代价值投资者不得不发明新的方法来发现和评估资产价值，他们把现金、应收账款和存货以外的资产也包括进来，但是他们仍然是以今天的资产价值基础来作出决策，而不依赖未来的预期收益率和现金流。

在 20 世纪的最后几年里，价值投资者看上去几乎成了“珍稀物种”。以数字技术和生物技术为基础的“新经济”给公司带来了销售和收入无限增长的美好期望。现在看来，其中至少有一些前提假设已经证明是错误的。我们没有必要回顾那段首次发行价是 20 美元、上市后飞到 120 美元，最后又跌回地价的神奇历史。新经济假设最核心的部分就是要证明一些基本的经济原则（例如竞争者被吸引向盈利行业，最终迫使利润率回复到正常范围）已经过时。

这种学术环境，再加上连续三四年的强劲牛市行情，给价值投资者带来严峻的挑战。即使是那些有着传奇式的、长期优秀业绩的公司也比不过那些理解了新经济含义或者知道其他投资者对预期有

何反应的公司。在新千年即将到来的时候，两者的争论依然很激烈。现在这种争论已经停止了，至少从现在看来是这样的，因为千禧年提醒投资者：过去上涨的东西不会永远涨上去。像大多数价值投资者一样，我们不过分信任对市场的预测。但是我们相信经济规律不可能废止，在市场经济中，如果没有进入壁垒，竞争最终将使利润的增长受到限制。在以市场经济为特点的世界里，本书要推介的格雷厄姆和多德投资理论的升级版本不会过时。

本书乃为投资爱好者所著。我们假设读者愿意支持我们的观点，并且愿意用一些图表进行检验。本书有一些反复提到的观点；我们的理由是：啰唆一下要比翻回去寻找前面介绍过的概念容易得多。虽然我们这里介绍的许多内容对于经验丰富的资金经理和学者来说非常熟悉，但是我们相信本书提供的许多新观点和对现有理论的巧妙应用会让所有人满意。

**布鲁斯·格林威尔**

# 目 录

---

译者序

前言

第一部分 价值投资简介..... 1

## 第 1 章 价值投资

定义、特点、结果、风险和原理 ..... 3

1.1 什么是价值投资 ..... 3

1.2 什么不是价值投资 ..... 4

1.3 价值投资是否有效 ..... 8

1.4 超额利润是否为超额风险带来的回报 ..... 11

1.5 寻找价值 ..... 12

1.6 本书其他章节的内容 ..... 14

## 第 2 章 寻找价值

临渊而渔 ..... 17

2.1 用于揭示价值的行业分析法 ..... 17

2.2 价值异常 ..... 20

2.3 其他狩猎场 ..... 26

第二部分 价值的三种源泉 ..... 29

<b>第3章 原则价值与实际价值</b> .....	31
3.1 现在及未来现金流的现值 .....	31
3.2 三要素定价方法：资产、盈利能力和利润增长率 .....	34
3.3 格雷厄姆和多德理论中要素定价法 与战略定价法的结合 .....	43
3.4 附录：未来现金流的现值 .....	47
<b>第4章 资产评估</b>	
<b>从账面价值到重置成本</b> .....	50
4.1 待售资产：清算价值 .....	51
4.2 营业中企业的资产：进入行业需要多少资产？ .....	54
4.3 隐藏的价值：复杂的结构与隐藏的价值 .....	65
<b>第5章 盈利能力价值</b>	
<b>资产加特许经营权</b> .....	71
5.1 “烤”出来的收益 .....	71
5.2 汽车：名牌价值 .....	74
5.3 特许经营权的性质 .....	75
5.4 附录：品牌的价值——没有看到的那样多 .....	85
<b>第6章 奇妙的特许经营权</b>	
<b>WD—40 盈利能力</b> .....	88
6.1 盈利能力价值 .....	92
6.2 资产价值 .....	98
6.3 特许经营权价值 .....	101
6.4 缓慢地增长比不增长好 .....	103

<b>第7章 走进英特尔</b>	
<b>特许经营权下的成长性的价值</b> .....	105
7.1 收购“好”公司 .....	105
7.2 建在沙地里的城堡 .....	106
7.3 英特尔的历史 .....	108
7.4 定价一：资产重组成本 .....	112
7.5 定价二：盈利能力价值 .....	120
7.6 定价三：何为成长性价值 .....	130
7.7 附录 .....	136
<b>第8章 构造投资组合</b>	
<b>风险、分散投资与默认策略</b> .....	143
<b>第三部分 价值投资实践 八位价值投资者简介</b> .....	151
<b>第9章 沃伦·巴菲特</b>	
<b>投资就是配置资金</b> .....	156
9.1 一般准则 .....	158
9.2 能力范围：巴菲特具有专业知识的领域 .....	175
<b>第10章 马里奥·加比利</b>	
<b>发现并揭示自由市场的价值</b> .....	193
10.1 自由市场价值 .....	194
10.2 自由市场价值实例：General Housewares 公司 .....	199
10.3 自由市场价值实例：电话和数据系统 .....	204
<b>第11章 格伦·格林伯格</b>	



<b>调研、集中投资并且“留心这个篮子”</b> .....	207
11.1 精选股票构成集中性证券组合 .....	209
11.2 集中性投资组合中的股票定价 .....	215
<b>第 12 章 罗伯特·H·海布伦</b>	
<b>对投资者进行投资</b> .....	222
<b>第 13 章 塞斯·科拉曼</b>	
<b>低价而沽的卖方 为数寥寥的买方</b> .....	229
13.1 安全边际 .....	229
13.2 科拉曼原则 .....	231
13.3 德克萨斯石油公司债券和德克萨斯的法律： 破产如何带来收益 .....	241
<b>第 14 章 迈克尔·普瑞斯</b>	
<b>原则、耐心、专注和能力</b> .....	244
14.1 风险一旦降下来，高额回报就会到来 .....	246
14.2 构造与投资策略相匹配的投资组合 .....	246
14.3 把握市场并采取明智的市场策略 .....	247
14.4 定价：公司到底价值几何 .....	252
14.5 寻找廉价股票 .....	253
14.6 破产投资就是价值投资，只会更好 .....	254
14.7 鼓励公司去做正确的事情 .....	257
14.8 完成你的家庭作业，并且尽早下手 .....	259
<b>第 15 章 沃尔特和埃德温·斯克劳斯</b>	
<b>简单化，低廉化</b> .....	261