

WILEY

最佳
价值投资
实用手册

发现黑马

[美] 约翰·米哈杰维奇 (John Mihaljevic) 著

王苏生 于永端 樊司乔 等译

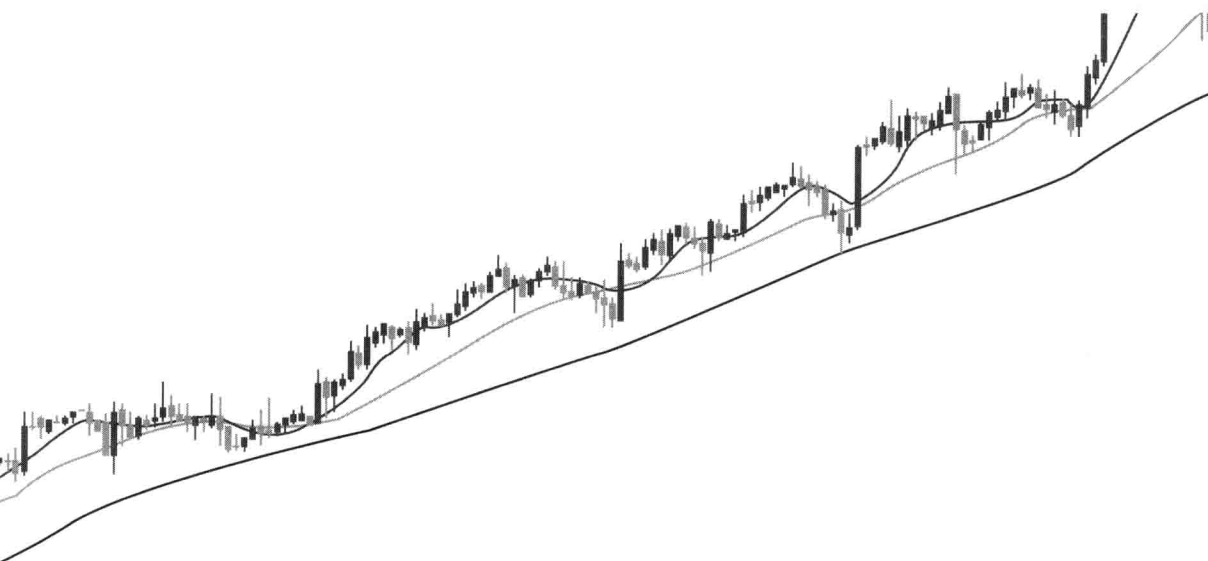


美国特许
金融分析师

让每位股票投资者都能获得财富
揭开投资理念的神秘面纱
解密价值投资的制胜之道

透彻讲解最实用最有效的选股方法

巴曙松 | 向松祚 | 李善民 | 赵纯均 | 熊政平 隆重推荐



发现黑马

[美]约翰·米哈杰维奇◎著
王苏生 于永瑞 樊司乔◎等译

電子工業出版社

Publishing House of Electronics Industry

北京·BEIJING

内 容 简 介

这本书汇集了全球顶尖的基金经理和投资经理的投资理念。全书从理念、模型和方法三大方面系统地讲解了投资的框架。同时,作者从实战的角度真实地介绍了那些优秀投资者的行事方法,解析他们行事背后的逻辑所在,并在每一章都给出了详细的案例解析。作者运用轻松明快的语言,深入浅出地将时下最流行的赚钱手法和筛选股票的方法呈现在读者面前,帮助投资者做出明智的决策,避免进入投资的误区。

Copyright 2013 © by John Mihaljevic

All Rights Reserved. This translation published under license. Authorized translation from the English language edition, entitled The manual of ideas: the proven framework for finding the best value investments, ISBN 978-1-118-08365-9, by John Mihaljevic, Published by John Wiley & Sons. 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.

本书中文简体中文字版专有翻译出版权由美国John Wiley & Sons, Inc.公司授予电子工业出版社。未经许可,不得以任何手段和形式复制或抄袭本书内容。

本书贴有John Wiley & Sons, Inc.公司激光防伪标签,无标签者不得销售。

版权贸易合同登记号 图字:01-2014-1978

图书在版编目(CIP)数据

发现黑马/(美)米哈杰维奇(Mihaljevic, J.)著;王苏生等译.一北京:电子工业出版社,2015.3

书名原文:The manual of ideas: the proven framework for finding the best value investments

ISBN 978-7-121-24702-6

I. ①发… II. ①米…②王… III. ①股票市场—市场分析 IV. ①F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字(2014)第257737号

责任编辑:杨 雯

印 刷:三河市鑫金马印装有限公司

装 订:三河市鑫金马印装有限公司

出版发行:电子工业出版社

北京市海淀区万寿路173信箱 邮编:100036

开 本:720×1000 1/16 印张:19 字数:291千字

版 次:2015年3月第1版

印 次:2015年3月第1次印刷

定 价:45.00元



凡所购买电子工业出版社图书有缺损问题,请向购买书店调换。若书店售缺,请与本社发行部联系,联系及邮购电话:(010)88254888。

质量投诉请发邮件至zllts@phei.com.cn, 盗版侵权举报请发邮件至dbqq@phei.com.cn。

服务热线:(010)88258888。

推荐序

建立属于自己的投资逻辑

我很荣幸可以给读者们推荐约翰·米哈杰维奇的这本书。感谢作者为完成本书付出的辛劳，更加感谢反复阅读之后，这本书在理念上带给我的新的思考。

约翰·米哈杰维奇是本书的作者，也是一名经验丰富的价值投资者。他是在线价值投资会议（Value Conference）的管理总监，他也是米哈杰维奇资本管理公司（Mihaljevic Capital Management）的高级合伙人，同时，他还是顶尖投资者聚集的“价值投资者俱乐部”的成员，并且他还获得过“最佳投资理念奖”。米哈杰维奇还是一位训练有素的投资者。作为耶鲁大学经济学的高材生，作者师从于诺贝尔经济学奖获得者詹姆士·托宾教授。1996年—1998年，米哈杰维奇是托宾教授的研究助理，并协助完成著名的“托宾Q值”的研究工作，同时，他还参与了考尔斯基基金会（Cowles Foundation）的研究项目，具体研究托宾教授关于宏观经济学的专著《货币、信用和资本》。

本书展现了约翰在他本职工作上的探究精神，以及他对于成为一名更好的投资者的强烈渴望。更难能可贵的是，作者把他的所思所得都通过本书分享给了大家而不仅仅是据为己有。通过与许多优秀投资者之间访谈的成果，作者掌握了大量一流投资者的案例，并且着重向读者们介绍了这些投资实践背后的原理和逻辑。阅读这本书不光能够看到作者是如何思考的，更重要的是，本书也会教导那些立志于投资事业的人该如何去思考。

本书也是作者的一份心灵独白，他会像朋友一样跟你分享他的职业成长故事。在你阅读过这些部分之后，我相信你会更加深刻理解——对于知识和学习的求索以及时刻准备对常理的突破精神才是真正定义一个优秀人才的标准。



本书还体现了作者作为学者的一种谦卑精神。作者会很公正地看待不同的投资理念，并且会很清醒地认识到这些方法在变幻莫测的市场中也会有方法自身的调整 and 改变。作者也在不断提醒读者，对于不同的时间、不同的市场、不同的投资规模，书中提到的方法要因时而动。

作为一个投资者，我认为唯一最重要的事情就是如饥似渴的阅读。在父母的要求下，我从小就养成了读书的习惯，并且这个习惯伴随我的一生。正像查理·芒格曾经说过的一样：你要做的最正确的投资就是买一本书。因为你只是花费了很少的金钱就获得了作者人生很多年的体悟和思考。我太赞成这样的观点了。

我认为这本书最值得推荐的理由是全书从理念、模型和方法三大方面系统地讲解了投资的框架。尽管每一位立志成为价值投资者的人都会采用不同的工具和方法，但是我们不要忘了，我们需要利用书中的理念，在不同的市场环境中不断地修正并且提高我们的投资方法和策略。

这也是本书的价值所在——从实战的角度帮助我们提高投资能力。本书的每一章都有详细的案例，并且真实地介绍那些优秀投资者的行事方法，解析他们行事方法背后的逻辑所在。坦白讲，投资仍旧会是一件艰难并且需要你独自思考的事情，因为你所能接触到的这些经验和故事都已经成为了过去。尽管如此，未来你将要获得的收益现在仍潜伏在复杂的市场中，从这个角度来看，未来和过去也没有什么本质的区别。

作为投资者最大的挑战是区分“什么是什么”这样简单又深奥的概念。读书、学习并且思考作者在书中提到的观点和方法会帮助你更好的面对挑战。同时，我也期待每一位读者都可以在完成这样的挑战中找到乐趣，成为一位更好的投资者。

哈尔滨工业大学深圳研究生院教授、博士生导师 王苏生

目录

第一章 投资分析的必要性.....	1
1.1 因何而努力 / 2	
1.2 让巴菲特代你投资，还是你亲自操刀 / 3	
1.3 资产配置 / 8	
1.4 股票持有者的心态 / 15	
1.5 选股框架 / 18	
1.6 本章要点 / 20	
1.7 参考文献 / 21	
第二章 “烟屁股” 投资策略.....	23
2.1 利润可观的“烟屁股” 投资策略 / 24	
2.2 因何奏效 / 25	
2.3 格雷厄姆式投资运用的正与误 / 34	
2.4 格雷厄姆式廉价交易的筛选 / 41	
2.5 为格雷厄姆式议价提出合适的问题 / 49	
2.6 本章要点 / 53	
2.7 参考文献 / 54	
第三章 寻找资产被忽视的公司.....	56
3.1 投资那些持有过量资产或隐藏资产的公司 / 57	
3.2 因何奏效 / 57	
3.3 该方法的使用和滥用 / 60	
3.4 筛选有多个资产的公司 / 63	



3.5	被实践检验过的寻找隐藏资产的有效方法 / 68
3.6	进行正确的提问 / 76
3.7	本章要点 / 78
3.8	参考文献 / 79
第四章	优廉股的魔幻搜索..... 81
4.1	因何奏效 / 83
4.2	优廉投资法的正与误 / 90
4.3	优廉公司的筛选 / 97
4.4	超越筛选：追求绩效永不止息 / 101
4.5	相宜的提问 / 104
4.6	本章要点 / 111
4.7	参考文献 / 112
第五章	骑士股票..... 114
5.1	骑士股票：和卓越的企业管理者并肩挣钱 / 115
5.2	因何奏效 / 116
5.3	投资骑士股票的方法及误区 / 119
5.4	筛选骑士股票 / 128
5.5	筛选之外：对卓越管理者进行归类 / 139
5.6	对管理者进行正确的提问 / 141
5.7	本章要点 / 148
5.8	参考文献 / 149
第六章	跟随型投资策略..... 151
6.1	在优秀投资者的组合中找到机会 / 152
6.2	优秀投资者优秀的理由 / 153

6.3	该方法的使用和滥用 / 156
6.4	寻找那些被优秀投资者持有的公司的股票 / 158
6.5	巴菲特式的优秀投资者 / 160
6.6	跳出筛选：是什么使一个公司吸引了优秀投资者？ / 171
6.7	本章要点 / 175
6.8	参考文献 / 176

第七章 小盘股..... 177

7.1	藏于尚未充分释放价值的小微股票中的机会 / 178
7.2	因何奏效 / 179
7.3	投资小公司的正与误 / 184
7.4	筛选未来之星 / 188
7.5	独辟蹊径的遴选 / 196
7.6	相宜的提问 / 206
7.7	本章要点 / 210
7.8	参考文献 / 212

第八章 事件驱动型投资..... 213

8.1	特情股票——在事件驱动型投资中寻找机会 / 214
8.2	因何奏效 / 215
8.3	特情股票投资方法的使用和滥用 / 218
8.4	发现特情股票 / 225
8.5	提出正确的问题 / 229
8.6	本章要点 / 233



8.7 参考文献 / 234

第九章 股票凭证..... 235

- 9.1 股票凭证：投资有财务杠杆的公司 / 236
- 9.2 因何奏效 / 238
- 9.3 投资股票凭证的方法及误区 / 239
- 9.4 寻找股票凭证 / 248
- 9.5 在寻找股票凭证公司之外的讨论：一种劳而无获的方法 / 250
- 9.6 对股票凭证进行正确的提问 / 254
- 9.7 本章要点 / 261
- 9.8 参考文献 / 262

第十章 国际化投资..... 264

- 10.1 国际化投资——走出国门寻找有价值的投资机会 / 265
- 10.2 因何奏效 / 267
- 10.3 国际化股权投资的方法和误区 / 270
- 10.4 挑选国际股权投资机会 / 276
- 10.5 挑选之外：脱掉区域专家们的外衣 / 280
- 10.6 对于国际化股权投资正确的提问 / 282
- 10.7 本章要点 / 287
- 10.8 参考文献 / 288

Chapter One

第一章

投资分析的必要性



1.1 因何而努力

人是有生命力的且具有创造力的动物，这一点比任何已存的模式和系统都重要。

——国际功夫巨星 李小龙

股票市场是一个有趣的地方，因为参与其中的人都只对一件事感兴趣——赚钱。但是，条条大路通罗马，为了达到赚钱这个相同的目标，人们采用的方法各不相同。你可能自从买了那本畅销书《沃伦·巴菲特之路》¹之后，在股市的操作就大幅减少了，可是事实上只有巴菲特本人才真正走过那条路。在投资这方面，即使是使用自己原创的方法获利都很困难，更何况是使用山寨的方法，更不可能获利。为了在投资上成功，我们每个人都必须创造出一套自己的方法，即使专业的投资者也不例外。

即便如此，一些投资学大师，像本杰明·格雷厄姆（Ben Graham）、塞斯·格拉汉姆（Seth Klarman）和沃伦·巴菲特（Warren Buffett）等，他们还是有很多方面值得我们学习的。这些大师的一个既简单又重要的关键教诲是：记住，你拥有一只股票代表着你对该公司有一份所有权。在股票交易所里，你能很方便地把你的股权换成现金。如果没有股票交易所，你对公司的所有权不会改变，但是你的股权变现的能力将会受到影响。如果你想卖掉你的股权的

话，你仍然可以卖掉它，就像你决定要卖你的房子或者车一样，你肯定可以卖掉它们。

毫无疑问，当我们实际投资股市时，很多信息和事情都会干扰我们，我们很容易忘记股票所代表的所有权的本质。这些干扰包括，在美国财经频道（CNBC）播出的股票报道，看似无所不知的名嘴的评论，光鲜的公司新闻稿：技术图上看股价上涨或者已跌到低谷，分析师预期达到，股价再创新高。这情形与《好奇的乔治》一样，乔治是一直可爱的猴子，他总是很容易忘记朋友的善意劝导。我儿子很喜欢这个故事，因为当乔治遇到困难时，他总是能解决它。但是，股市中的投资者并不经常这样，他们一旦遇到麻烦，往往难以脱身。

1.2 让巴菲特代你投资，还是你亲自操刀

我仍然记得我的储蓄达到10万美金的那一天。我在托马斯·弗朗西斯投资银行托马斯·维塞尔合伙人公司做了几年的研究员，2003年，我开始考虑我必须赚足够的钱来实现我的财务自由。我认为，如果一个人不需要为生存而工作，那么他就实现了自由。否则，他将成为一个用时间来换取食物和房子的奴隶。有了这10万美金，我想辞掉工作，搬到泰国去住，并靠利息收入生活。但是，我很明智，并没有跟随我的自由，我仍然得为我的这些钱找点儿投资项目。

我很快拒绝了一些共同基金的投资，因为我深知，已经有研究表明大部分共同基金的税后收益比市场指数还要差。² 投资者经常喜欢追涨杀跌，这是一个经常被忽视但同样重要的事实，对于这一点我很清楚。这导致投资组合的实际表现与共同基金业绩报告之间产生严重的滞后性。招股书上标明基金是计算时间加权收益，但投资者经常得到的是更低的资本加权收益。一个典型的例子就是Munder NetNet基金，一家互联网基金公司，它在1997年到2002年给投资



者造成了几十亿美金的损失。尽管损失惨重，该基金在管理期间居然还报出了一个正的2.15%收益。原因何在？因为在20世纪90年代末，这个基金管理的资金很少，而当时它做得非常好。然后，上百亿的资金涌了进来，从此这个基金就走上了一条为期三年的暴跌之路³。虽然我对追涨杀跌的诱惑已经具有免疫力，但是我认为，如果我们对我们持有什么，以及为什么持有它们这个问题考虑得很清楚的话，抵制追涨杀跌的诱惑将会变得更容易。购买基金份额意味着我们信任该基金经理，相信他能做出正确的投资。但是在经历亏损后，信任通常会趋于崩溃。

共同基金和低成本指数基金有它存在的理由，不能完全取缔它们，因为，对于那些希望把投资决策委托给其他人的人来说，共同基金和指数基金可以提供一个可供选择的机会。合法的共同基金，像布鲁斯·贝尔科维奇·费尔霍姆基金、马尔松霍金斯长叶基金，对于投资者而言，都是不错的选择。高净值投资者和机构投资者热衷于投资对冲基金，但是很少有对冲基金能配得上它们那高昂的管理费和业绩报酬的。2006年，沃伦·巴菲特在他致股东的一封信中，对对冲基金的费用结构进行了批评：“这是一个不平等的体系，首先对冲基金经理会从你的本金中扣除2%，即使他没有任何收益。就是因为这个，就会让你大大地损失一笔钱。而且，如果基金经理成功的话，你收益的20%将会支付给他，即使他的成功仅仅是因为大势上涨。例如，一个对冲基金经理一年获得了10%的总收益，那么3.6%将会支付给经理（直接扣除的2%+（10% - 2%）× 20%），剩下的6.4%将会留给他的投资者。”⁴

在费用问题上，少量的基于价值投资的对冲基金经理选择支持巴菲特的观点。他们给投资者提供一种费用结构，这种费用结构与巴菲特在20世纪60年代管理他的有限合伙企业时提供给投资者的费用结构相似。巴菲特不收取任何管理费，而且业绩报酬在超过一定的收益率之后才收取。这些少量但在逐渐增多的基金先驱包括苏黎世的盖伊斯·皮尔（Guy Spier），瑞士的海蓝宝石资本管理公司和莫尼斯·帕波莱欧文（Mohnish Pabrai of Irvine），加利福尼亚的帕波莱投资基金公司。这类对冲基金公司，在其他条件相同的情况下对长期投资者的吸引有着决定性的优势。表1.1展示了对投资者有利的费用结构的优势。

表1.1 费用对于对冲基金投资者未来财富的影响

	一般对冲基金费率结构		巴菲特合伙制公司费率结构	
	管理费：2%		管理费：0%	
	业绩报酬：20%		业绩报酬：20%	
	业绩报酬收取门槛：0%		业绩报酬收取门槛：6%	
假定总收益	5.0%	10.0%	5.0%	10.0%
最终净收益	2.4%	6.4%	5.0%	9.2%
1百万美元总价值				
10年后	\$1,628,895	\$2,593,742	\$1,628,895	\$2,593,742
20年后	2,653,298	6,727,500	2,653,298	6,727,500
30年后	4,321,942	17,449,402	4,321,942	17,449,402
1百万美元净值				
10年后	\$1,267,651	\$1,859,586	\$1,628,895	\$2,411,162
20年后	1,606,938	3,458,060	2,653,298	5,813,702
30年后	2,037,036	6,430,561	4,321,942	14,017,777
费用导致的价值损失				
10年后	\$361,244	\$734,156	\$0	\$182,580
20年后	1,046,360	3,269,440	0	913,798
30年后	2,284,906	11,018,842	0	3,431,625

我也考虑过将我的储蓄投资于一些高质量低成本的上市公司。伯克希尔哈萨维公司（Berkshire Hathaway）每年支付给巴菲特10万美金的薪资，作为对他优秀资产配置能力的报酬。巴菲特没有奖金，没有股票期权，没有限制股，更不用说对冲基金式的业绩报酬。⁵ 这样看来，如果投资者要投资于一个表现极佳的对冲基金，他们应该让自己相信：他们卓有远见的基金经理能够击败巴菲特。但现实情况是，即使基金经理们不收取任何费用，想击败巴菲特也非常



难。扣除费用后，机会就变得更小了。当然了，买一些私密的对冲基金需要一些特权和专属权，但买一份伯克希尔股票却不用这样。

伯克希尔不是唯一的具有优秀的管理能力和对股东友善的公众持股公司。其他一些类似的公司包括：布鲁克菲尔德资产管理公司、费尔法克斯金融公司、卢卡帝亚国际公司、洛伊斯公司、马克尔公司和白山保险。当这些公司在模仿巴菲特式的费用标准时，一些公共投资工具却将对冲基金的费用标准与价值投资方法结合起来。这样的公司包括绿光资本公司和巴克莱控股公司，这些对冲基金声称，最后可能会给普通股股东一个满意的回报，但是它们在扣除费率后的长期回报远远不如一个像玛克尔这样的一个公司。玛克尔公司不仅资金管理能力强，而且费率很低。

鉴于伯克希尔和马克尔这样一类长期超额收益和低费用的公司，一些长期投资者们还需要亲自管理股票组合，这似乎不太理智。伯克希尔的超额收益和低费用与专业的基金经理们存在利益冲突。这些专业的基金经理的生活，直接依赖于使他们的客户相信一个事实：伯克希尔或者马克尔公司的过去表现与未来收益关系不大，过去不能代表未来。幸运的是，监管者也同意这个观点，因此他们也鼓励新人源源不断地涌入赚钱的基金管理业务。

请尽管放心，对于那些自己选择管理股票投资的人，我不会过多的评价他们。毕竟，在2003年的时候，我也是那样做的，而且直到现在还是如此。你可能认为我的决定相当愚蠢，但是，对于那些自己管理股票投资的人来说，还是存在一些正当理由的。第一，像伯克希尔和马克尔这样的公众持股公司，投资者们通常都不可能按照它们的净资产价格买到它们，这意味着一些辨别能力已经在它们的市场价格中体现了出来。而且随着时间的推移，股东回报率会逐渐收敛到内部资产回报率。但是，对于短期投资者或者是以净资产发放大量的股利时，收益率之间的差距就会变得比较大。即使是伯克希尔这样的公司，有时候市场价格也并不是那么吸引人。

除此之外，投资成功的陷阱之一就是管理过程中资产的增长。很少有基金经理限制他们的资产规模，靠公共投资工具限制资产规模更不可能。60年前，巴菲特的投资本金少于100万美金。今天，他管理着一个市值超过2000亿

美金的公司。20亿美金，仅仅是伯克希尔市价的1%。如果巴菲特想要将这么多钱投资给一个公司，他不可能挑选一个市场价值为2亿的公司。他将有可能寻找一个市价为200亿美金的大公司来投资，他不会投资于一个小公司，除非他经过谈判能掌控整个公司。巴菲特是世界上少有的几个大型资产配置者之一，他承认，规模损害业绩，公司大了有时候并不好。很多人，当他们的资产在管理过程中增长的时候，他们支持这一观点，这一点并不奇怪。反对的观点包括：资产规模大能进行更好的管理；有能力进行私下交易；由于资产基数大，资金成本也能得到有效分散。由于资产规模大，可供选择的投资工具也急剧减少，在这一劣势面前，其他优势都显得苍白无力，因此我们还是相信巴菲特的观点。如果你管理着100万或者是1亿资金，投资那些对超级投资者而言的小公司，你将会得到一个赚取超额收益的机会。巴菲特赞成道：“如果我现在管理着100万或者1000万，我将全部用来投资。那些说规模不损害业绩的人只是在推销而已。我曾经获得的最高收益率是在20世纪50年代，我击败了道琼斯指数，那些数据你应该可以看到。但是当时我投资的都是小公司，规模少确实是一个巨大的结构性优势。我想，如果给我100万元的话，我一年能保证给你50%的收益。不相信，我知道我可以的，我保证。”⁶ 推论是：当小投资者投资于超高市值股票，比如埃克森美孚公司或者是苹果公司，他们将会丧失一个关键的结构性优势：投资小公司的机会。

在小市值资产的独特优势方面，埃里克·克罗姆与巴菲特形成了共鸣。埃里克·克罗姆是Khrom资产管理公司的合伙人，他认为投资小公司完全合理，早期他曾向他的合伙人清楚地表示：“我们的公司刚起步，它是如此的小，这个事实允许我去那些大渔民不愿意去的小池塘里捕鱼。我是一个人在商店，因此你根本不用担心一些大的商会和我竞争。因为我关注的东西，他们无论如何也不会关注。我们将会调研一些小型股，而这些小型股公司中很多都效率低下…”⁷

最后一个支持我们自己挑选股票的观点，是从资产配置角度出发来考虑的。有观点认为，股市就是一个豪华的赌场。这一观点越来越流行，与这一观点相反，有人认为，在资本主义经济里，股市应该促进资产的高效配置。那

些能增加消费者的价值同时能给投资者带来可观回报的企业，能够在市场上筹集到用于扩张的资金，而那些资本回报率不高的企业则难以吸引资金。因此，市场的功能就是促进财富的创造，加速储蓄、投资和GDP的增长。如果市场的功能是有有效配置资金，那么很明显仅仅依靠少数几个顶尖的投资者是难以实现这一功能的。因为市场上有太多的企业需要进行重新估值。在对公司进行估值时，超级投资者因为精力有限，不得不放弃一些公司，这时我们就可以继续这一工作并且赚取比较好的投资回报率。这种资产配置的观点与前面提到的投资于小公司的观点相对应。我们可以假定巴菲特和其他一些超级投资者，会将资金配置在一些值得投资的大盘股上，例如可口可乐。另一方面，像斯特雷耶教育（Strayer Education）和自然资源收获公司（Harvest Natural Resources）这样一类公司，即使它们能够高效地利用资金，可能也得不到资金。只要小投资者能进行正确的资产配置和做出合理的判断，他们就能够填补这一空白并且赚钱。

1.3 资产配置

奇怪的是，世界上最富有的投资者竟然是资产配置者，而不是趋势跟随者、主题投资者和日内交易者。巴菲特因他的买入持有策略而闻名中外，这个策略是伯克希尔组合投资和买断交易业务的标志。为了能长期产生极高的资本复利率，巴菲特会寻找潜在的公司业务，他并不怎么关注股票本身。以低价购买股票并不能产生他的长期回报率，这样做只是放大了长期回报率。

很多年前，巴菲特以十几倍的市盈率买下可口可乐，消息一出，投资界一片哗然。大部分价值投资者无法理解，为什么巴菲特认为可口可乐是一个便宜货。而巴菲特此时正在以一个公平的价格将他的资金配置给一个优秀的企业。他知道在未来很长一段时间里，可口可乐将高效地利用资金，使他的资本以一个极高的利率复利增长。在可口可乐的交易中，巴菲特并不需要依据P/E的迅速增大来做出投资决策。

同样地，著名的价值投资者乔尔·格林布拉特（Joel Greenblatt），2000