

跟 投大师 学

著 刘建位 徐晓杰

SUCCESSFUL
VALUE INVESTING

格雷厄姆、费雪、巴菲特、彼得·林奇长期战胜市场的价值投资智慧

格雷厄姆
巴菲特

证券投资之父、价值投资之父
当代最伟大的投资人、世界第二富翁

费雪

成长股价值投资策略之父

最成功的基金经理

民主与建设出版社

跟大师学 投资

编 徐晓杰

SUCCESSFUL —
VALUE INVESTING

格雷厄姆、费雪、巴菲特、彼得·林奇长期战胜市场的价值投资智慧

格雷厄姆

证券投资之父、价值投资之父

巴菲特

当代最伟大的投资人、世界第二富翁

费雪

成长股价值投资策略之父

彼得·林奇

有史以来最成功的基金经理

民主与建设出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

跟大师学投资 / 刘建位, 徐晓杰著. —2 版. —北京: 民主
与建设出版社, 2010. 12

ISBN 978 - 7 - 5139 - 0081 - 2

I. ①跟… II. ①刘… ②徐… III. ①投资—经验—美国
IV. ①F837. 124. 8

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 261975 号

©民主与建设出版社, 2010

责任编辑	程 旭
封面设计	柏平工作室
排 版	金若龙文化公司
出版发行	民主与建设出版社
电 话	(010)85698040 85698062
社 址	北京市朝阳区朝外大街吉祥里 208 号
邮 编	100020
印 刷	北京明月印务有限责任公司
成品尺寸	170mm × 240mm
印 张	19
字 数	242 千字
版 次	2011 年 1 月第 2 版 2011 年 1 月第 2 次印刷
书 号	ISBN 978 - 7 - 5139 - 0081 - 2
定 价	33.00 元

注: 如有印、装质量问题, 请与出版社联系。

序（一）

自1934年格雷厄姆的《证券分析》出版以来，价值投资策略已经成为证券投资的主流，70年来几乎所有持续战胜市场的基金经理与投资人都是价值投资策略的信奉者与追随者，涌现出了像巴菲特、彼得·林奇等一批伟大的投资大师，他们类似于NBA赛场上伟大的乔丹，甚至比乔丹的成绩更优秀，尽管其在公众中的知名度远远不如乔丹，但其在投资界的影响之深远却超过乔丹对篮球运动发展的影响。

虽然价值投资策略70年来取得了持续战胜市场的优秀业绩，但大部分投资机构采取的仍然是现代资本理论指导下的投资组合管理策略，真正追随价值投资策略的还为数不多。对此，巴菲特深表遗憾：“使我们困惑的是，知道格雷厄姆的人那么多，但追随他的人却那么少。我们无私地介绍我们的投资原理，并把它们大量写入我们的年度报告中。它们很容易学，也不难运用。但每一个人都只想知道，‘你们今天买了什么？’像格雷厄姆一样，我们被广泛地认可，却很少有人追随。”

更有意思的是，价值投资的基本策略对想长期战胜市场的投资人来说是必备的利器，却很少有人对其进行系统的学术研究。几乎所有院校的投资学教科书都在讲解现代投资组合理论，却根本不讲格雷厄姆、费雪、巴菲特、彼得·林奇的价值投资策略。

1984年，在哥伦比亚大学纪念格雷厄姆与多德合著的《证券分析》出版50周年的庆祝活动中，巴菲特作为格雷厄姆最出色的学生发表了演讲，他在演讲中回顾了50年来格雷厄姆的追随者们采用

价值投资策略持续战胜市场的无可争议的事实,总结归纳了价值投资策略的精髓,在投资界具有非常大的影响力。

本书作者正是深受巴菲特这篇演讲的启迪,以巴菲特在演讲中所阐述的价值投资的本质和内涵为核心,认真研究了最近70年来价值投资相关理论和实务研究的最新成果,通过系统分析格雷厄姆、费雪、巴菲特、彼得·林奇关于价值投资策略的发展和 innovation,归纳价值投资的基本原理、基本操作、具体实践。本书系统完整地阐述了70多年来价值投资策略的发展,对于目前价值投资已经成为主导的中国证券市场是非常需要的,也是渴求已久的。

其实早在1934年价值投资之父格雷厄姆就开始致力于将价值投资提升为一门科学理论,他在《证券分析》第一版前言中提出:“我们关心的主要是概念、方法、标准、原理以及最重要的逻辑推理能力。我们强调理论的重要性并不因为理念本身而在它在实践中的价值”。1952年,格雷厄姆在金融分析师协会全美联合会第五届年会上发表了“通往证券分析科学之路”演讲,首次提出了价值投资策略的科学性这一概念,探索如何把科学的观念运用于证券分析本身的过程和结果之中:“时至今日,价值低估的起源得到较为充分的理解,并无疑可以确定为一项普遍接受的科学研究。然而,我们对价值被低估的解决办法了解不是很多。在多大比例的情形中,被低估的价值得以修正?修正是怎样或因何发生的?这个过程需多长时间?这些问题提醒我们关注那些我们一开始就提出的关于心理分析的问题。但是,我们知道的重要的一点就是,在分散化的基础上购买价值被低估的证券的确可以产生持续获利的结果,这一发现赋予了我们一片值得进一步科学化的沃土。在这片沃土上,集中所有聪明才智进行系统地探索研究,几乎可以肯定会获得丰厚的回报。”

但当前大部分的价值投资书籍都是关于某个大师的投资艺术,而本书的主要目的是总结四位最杰出的大师的投资策略的共同之处,归纳他们将价值投资基本原理和基本操作的科学性与具体应用的艺术性完美结合的投资智慧,总结价值投资的基本规律。

第一,价值投资的基本原理是科学的。

本书的研究目的不是要找出一个放之四海而皆准、用之万年而保盈不亏的价值投资策略,这种投资策略是根本不存在的。价值投资策略“寻找安全边际”的核心原则是一个科学原理,而不是定律,所以不存在所谓的“步骤一、步骤二、步骤三”的绝招。我们系统分析格雷厄姆等价值大师对价值投资的经典论述,总结价值投资策略长盛不衰、不断发展的后面隐藏的基本原理,是利用股票市场中的价值规律:股票价格围绕价值波动。价值投资人利用股价与价值的偏离,低价买入,然后利用价格向价值的回归来获取盈利。可见,价值投资的基本原理与经济学的价值规律是完全吻合的,所以是科学的。

第二,价值投资策略的有效性是科学的,即其有效性是经过实践和严格实证研究证明的。

在价值投资实践上,巴菲特等众多价值投资大师70多年以来以很大优势持续战胜市场的稳定业绩,证明了价值投资策略的长期有效性。同时最近30多年来许多实证研究结果也证明,基于安全边际的价值投资能够取得超出市场平均水平的投资业绩,而且这种超额收益并非来自于高风险,相反价值投资策略的相对风险更小,价值投资策略是一种收益更高而且风险更小的投资策略。

第三,价值投资的基本操作也是科学的。

总结格雷厄姆、巴菲特等众多价值投资大师在投资实践中对价值投资策略的重要发展和创新,结合近几十年来金融学研究的最新成果,我们从投资人、市场、上市公司三个角度系统总结整理出股票分析的主要操作技术。一是在投资人方面,根据价值投资大师的经验,结合行为金融学的最新研究成果表明,最重要的是培养理性自制的性格。二是在市场方面,根据股票市场发展的长期历史经验和股市长期波动的实证研究成果表明,战胜市场的关键在于认识市场波动的规律从而利用波动带来的投资机会,而试图预测市场、追随市场的结果只能是失败。三是在公司价值评估方面,根据价值投资大师的经验与公司财务研究成果,从资产、盈利能力、成长性三个方

面对公司价值进行系统分析和评估。

第四,价值投资的基本原理与基本操作是科学的,但其具体运用却是艺术的。

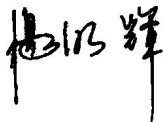
价值投资的科学性在价值投资大师的实践中表现在他们运用的是同样的价值投资基本规律,依靠的是共同的价值投资原理和原则。价值投资的艺术性体现在价值投资大师各自不同的投资风格,他们根据自身的特长、对不同公司的了解选择不同的股票,管理不同的投资组合,却同样实现了持续战胜市场的优秀投资业绩。价值投资的科学性与艺术性的完美结合,正是四位投资大师数十年持续战胜市场的根本原因。

国际证券市场的投资大师们几乎都是价值投资理念的提倡者与实践者。格雷厄姆在《证券分析》中对价值投资的定义是:“投资是基于详尽的分析,本金的安全和满意回报有保证的操作。不符合这一标准的操作就是投机。”巴菲特则将其投资策略概括为:“以合理的价格买入几家最优秀公司的股票。”所有长期持续战胜市场的投资大师都是基于详尽的分析,选择可能提供满意回报的、价格合理的优秀企业股票,这与价值投资理念是完全符合的。

本书作者刘建位结合多年证券投资行业工作经验,潜心研究四位投资大师格雷厄姆、费雪、巴菲特、彼得·林奇的投资智慧,在本书中总结分析了价值投资的基本原理和基本操作。阅读本书将有助于投资者更简单却更深入地学习和理解价值投资,进一步改善投资业绩。

中国建银投资证券有限责任公司

董事、首席执行官



2005年11月1日

序（二）

在牛市期间，股价普涨，人们纷纷追涨买入，这时没有人谈价值投资。

在熊市期间，股价普跌，人们纷纷抱怨亏损，这时许多人抱怨价值投资。

因为熊市期间差的公司股价会大跌，一些好的公司股价也会大跌，人们不解地质问：为什么好的公司股价也会大跌，价值投资怎么会失灵呢？

其实不是价值投资失灵了，而是人们在牛市期间高价买入时，根本没有考虑他们买入股票的价格是否高于其价值。那种想以高价买入然后以更高的价格卖出股票的人们，根本不是价值投资，也根本不是投资，而是投机。

真正的价值投资是在一家公司股票价格显著低于其内在价值时，也就是说具有较大的安全边际，这家公司股票就具有较大的投资价值，投资者低价买入就会取得合理的投资回报，如果遇上大牛市，甚至会有很高的回报。巴菲特将价值投资形象地比喻为：“用40美分的价格买入1美元的股票。”

对于好的公司在熊市大跌时，巴菲特也早有回答：“投资者需要清醒地认识到，在一个过热的市场中买入股票，即便是一家特别优秀的公司股票，他可能也要等待一段更长的时间后，公司所能实现的价值才能增长到与投资者支付的股价相当的水平。”

投资者应该牢记的是：价值投资永远不会失灵。那些怀疑价值

投资的人应该怀疑的不是价值投资理念,而应该怀疑的是自己是否正确地应用和实践正确的价值投资。

那么,什么才是真正的价值投资呢?如何正确地进行价值投资呢?

我想最有资格回答这两个问题的,不是研究投资的教授和学者,也不是那些只是偶尔取得好的业绩的投资者,而应该是那些持续多年应用价值投资取得良好业绩并且结合多年投资经验对价值投资进行了深入思考和总结的投资大师们。从1934年格雷厄姆提出价值投资策略至今70多年来,人们公认最杰出的四位价值投资大师是:格雷厄姆、费雪、巴菲特、彼得·林奇。

本书正是系统收集整理这四位大师关于价值投资的论述,总结归纳价值投资的基本概念、基本原理、基本规律、基本操作,使我们有幸站在四位投资大师的肩膀上,在更高的高度上对价值投资有更清楚的认识和更深入的了解。

6

我认为本书根据四位大师的长期投资经验,回答了关于价值投资最重要的三个问题:

第一个问题:价值投资能够长期战胜市场吗?本书用众多价值投资大师多年的投资业绩和大量关于价值投资的实证研究,有力地证明了价值投资能够持续战胜市场。而至今为止,我们还没有看到除了价值投资之外还有什么策略能够持续战胜市场。

第二个问题:价值投资为什么能够持续战胜市场?本文基于格雷厄姆、巴菲特关于短期内股市是一台投票机但长期内是一台称重机的著名论断,根据大量实证研究成果,总结归纳价值投资持续战胜市场的根本原因在于合理利用股票市场中的价值规律:股票价格围绕价值波动。价值投资人利用短期内股价与价值的偏离低价买入,然后利用价格长期内向价值的回归来获取盈利。

第三个问题:如何正确地进行价值投资?本书基于价值投资大师多年的投资经验,总结出正确进行价值投资的三个基本要素:一是要培养理性自制的性格;二是树立正确看待市场波动的态度;三

是学会正确的大致评估公司股票价值。

向成功者学习是人生成功的捷径,向投资大师学习是投资成功的捷径。巴菲特学习了格雷厄姆的价值投资策略之后投资业绩明显改善,他由衷地感叹:“在大师门下学习几个小时的效果远远胜过我自己过去十年里自以为是的天真思考。”但巴菲特并没有局限于格雷厄姆的投资策略,他进一步吸收了费雪的投资策略,将二者完美地融合在一起而形成了自己成功的投资策略,他称自己是“85%的格雷厄姆和15%的费雪”。“如果我只学习格雷厄姆一个人的思想,就不会像今天这么富有”。有史以来最成功的基金经理彼得·林奇则称巴菲特是他最敬佩的投资大师,他认为他们俩人选择企业的类型几乎完全相同。

孔子曰:三人行必有我师。这四位大师之所以能够取得巨大的成功,其中一个共同的关键因素在于他们都努力向其他大师学习真正的投资成功之道。本书对四位最成功的大师价值投资成功之道的总结归纳,使读者能够同时向四位大师学习价值投资始终不变的基本规律。

博时基金管理公司坚信万物皆有规律可循,我们将自身定位为一个相信并且尊重规律的品牌,是一个信守投资规律的中国基金业民族品牌。我们相信通过进行专业化投资管理,逐步发现证券市场的规律,并且长期信守和实践这些规律,必将赢得更高的回报。根据市场分析和公司基础,博时基金致力于“价值的发现”,不断完善和掌握价值投资的理论和方法。投资人必须要有自己明确的理念,要敢于持有具有投资价值的企业。压力和诱惑容易让人偏离目标,但是正确的投资理念要坚持而不能抛弃,不要使自己的投资理念混乱,失去方向性。作为追求专业化投资的机构投资者,博时仍然坚持一贯的价值投资理念,坚持投资于具有内在价值和良好发展前景的企业,不会为短期的市场现象所左右。我认为,当前我国证券市场基本面的变化使价值投资迎来了历史性机遇,只要投资者始终秉承价值投资理念,通过积累经验和总结教训不断进步,深入挖

据我国经济发展所蕴涵的巨大投资机会,肯定也能取得长期稳定甚至可能比大师们更高的回报。在此我特别推荐本书,期望本书能够帮助我国投资者更加系统地向真正的投资大师们学习价值投资的基本规律,使价值投资理念在我国证券市场更加普及和成熟。

博时基金管理有限公司董事长

吴雄伟

2005年12月18日

目 录

序(一)	/1
序(二)	/5
巴菲特最著名的演讲:价值投资为什么能够持续战胜市场	/1

第一篇 价值投资原理:安全边际与价值规律

第1章 价值投资是什么	/30
1.1 价值投资的本质:寻找价值与价格的差异	/32
1.2 价值投资的基石:安全边际	/38
1.3 价值投资与其他投资流派的比较	/45
第2章 价值投资能够持续战胜市场吗	/59
2.1 实践证据:价值投资大师70年持续战胜市场的超级业绩	/60
2.2 实证研究:价值投资以高收益和低风险持续战胜市场	/66
第3章 价值投资为什么能够持续战胜市场	/76
3.1 股票市场中的价值规律	/78
3.2 股票市场中的价值规律的实证研究	/85

第二篇 价值投资实务:投资人、市场公司

第4章 如何分析自己	/95
4.1 行为金融学的启示:战胜市场之前先要战胜自己	/96
4.2 林奇战胜市场的根本:知识经验才能改变投资命运	/107
4.3 巴菲特战胜自己的秘诀:自制是成功第一原则	/121
第5章 如何分析市场	/128
5.1 格雷厄姆与巴菲特的忠告:跟随市场永远无法战胜市场	/129

5.2	巴菲特与林奇的警告:股市永远无法准确预测	/139
5.3	巴菲特战胜市场的秘诀:态度决定一切	/148
5.4	四位大师的理论批判:有效市场理论荒唐透顶	/155
第6章	如何评估公司价值	/167
6.1	格雷厄姆:最基本、最简单的资产价值评估方法	/171
6.2	林奇:最常用却最常误用的市盈率价值评估方法	/178
6.3	巴菲特:不精确但正确的现金流量价值评估方法	/188
6.4	三重价值分析:资产、盈利能力、成长性	/197

第三篇 价值投资实践:大师的投资艺术

第7章	格雷厄姆:廉价股价值投资策略之父	/210
7.1	格雷厄姆的投资成就:华尔街教父	/212
7.2	格雷厄姆的投资策略:寻找廉价股	/219
第8章	费雪:成长股价值投资策略之父	/226
8.1	费雪的投资成就:著作比本人更出名的投资大师	/227
8.2	费雪的投资策略:寻找成长股	/228
第9章	沃伦·巴菲特:最伟大的投资人	/239
9.1	巴菲特的投资业绩:40年投资盈利2595倍	/240
9.2	巴菲特投资策略的演化:从格雷厄姆、费雪到巴菲特	/247
9.3	巴菲特的投资策略:寻找超级明星股	/259
第10章	彼得·林奇:最成功的基金经理	/266
10.1	彼得·林奇的投资业绩:13年29倍	/267
10.2	彼得·林奇的投资策略:寻找10倍股	/271
	主要参考文献	/284
	致谢	/289

巴菲特最著名的演讲： 价值投资为什么能够持续战胜市场

每个价值投资人的投资业绩都来自于利用企业
股票市场价格与其内在价值之间的差异。

——巴菲特

所有价值投资策略最终要归根于本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）的思想。1934年底，他与戴维·多德（David Dodd）合著完成了他酝酿已久的《证券分析》（《Security Analysis》）^①。这部划时代的著作标志着证券分析业和价值投资思想的诞生。这本巨著在过去长达70年间共发行了五版，被誉为投资者的“圣经”。

纽约证券分析协会强调，格雷厄姆“对于投资的意义就像欧几里得对于几何学、达尔文对于生物进化论一样重要”。格雷厄姆“给这座令人惊叹而为之却步的城市——股票市场绘制了第一张可以依赖的地图，他为价值投资奠定了方法论的基础，而在此之前，股票投资与赌博几乎毫无差别。价值投资没有格雷厄姆就如同共产主义没有马克思——原则性将不复存在”^②。人们通常认为是格雷厄姆确立了证券分析的原则，所以格雷厄姆被尊称为“现代证券分析之父”。

① [美] 本杰明·格雷厄姆，戴维·多德：《证券分析》，海南出版社，1999年。

② [美] 罗杰·洛文斯坦：《一个美国资本家的成长——世界首富沃伦·巴菲特传》，海南出版社，1997年，第44页。

1984年，在哥伦比亚大学纪念格雷厄姆与多德合著的《证券分析》出版50周年的庆祝活动中，巴菲特这位格雷厄姆在哥伦比亚大学的投资课上惟一给了“A+”的最优秀的学生发表了演讲，他在演讲中回顾了50年来格雷厄姆的追随者们采用价值投资策略持续战胜市场的无可争议的事实，总结归纳了价值投资策略的精髓，在投资界具有非常大的影响力。

可以这样说，读懂了巴菲特的这篇演讲，就能够抓住价值投资的本质，弄清价值的内涵。本书所有内容都围绕这篇演讲中的价值投资策略来进行阐述，结合最近70多年来格雷厄姆、费雪、彼得·林奇等最著名的投资大师运用价值投资策略持续战胜市场的经验和智慧并进一步加以解释和剖析价值投资策略的基本概念、基本原则和基本应用技术。

让我们一起来聆听巴菲特这位当代最伟大的价值投资大师的演讲吧。^①

2

价值投资过时了吗

难道格雷厄姆和多德“寻找价值相对于价格具有一个显著的安全边际”的证券分析方法已经过时了吗？许多教授在他们编写的大部头教科书中都做出这一论断。他们口口声声宣称股票市场是有效的，也就是说股价反映了所有关于公司发展前景和经济状况的所有信息。这些理论家们声称，由于聪明的股票分析师利用了所有可获取的信息进行分析判断，从而使股价总是正确无误地保持在合理的水平，因此，根本不存在价值被市场低估的股票。至于那些年复一年击败市场的投资者只不过是类似连续彩票中奖的少数幸运儿。一位教授在他编写的当今十分流行的教科书中写

^① Warren E. Buffett, 1984, "The Super-investors of Graham-and-Doddsville", the Columbia Business School magazine (Fall 1984): 4-15. 文中小标题为译者所加。

道：“如果股价完全反映了所有可获取的信息，这些投资技巧将一无是处。”

哈哈，也许如此。但我想向大家介绍一群年复一年击败标准普尔 500 股票指数的投资者。那种认为他们持续战胜市场只是偶然事件的简单看法很难成立，我们必须深入探究其根本原因。之所以如此的一个关键事实是，这些股市大赢家们我都非常熟悉，并很早就被公认为超级投资者，其中成名最晚的那位也在 15 年前就名扬一时。如果事实并非如此，我只是最近搜索了成千上万的投资记录，从中选出几个业绩优秀的人在此介绍给各位，那么你听到此处就可以把我赶走了。我要补充说明的是，他们的投资业绩记录都已经过严格的审计。另外，我还要补充说明一下，我还认识许多选择这些投资管理人的客户们，他们这些年来获得的投资收益与这些投资管理人公开的投资业绩记录完全相符。

全美抛硬币猜正反面大赛

在我们开始探究这些投资大师持续战胜市场之谜之前，我想先请在座各位跟我一起来观赏一场想像中的全美抛硬币猜正反面大赛。假设我们动员全美国 2.25 亿人明天早上出来每人赌 1 美元，猜抛出一个硬币落到地上是正面还是反面，赢家则可以从输家手中赢得 1 美元。每一天输家被淘汰出局，赢家则把所赢得的钱全部投入作为第二天的赌注。经过 10 个早上的比赛，将大约有 22 万美国人连续获胜，他们每人可赢得略微超过 1 000 美元的钱。

人类的虚荣心本性会使这群赢家们开始有些洋洋得意。尽管他们想尽量表现得十分谦虚，但在鸡尾酒会上，为了吸引异性的好感，他们会吹嘘自己在抛硬币上如何技术高超、如何天才过人。

如果赢家从输家手里得到相应的赌注，再过 10 天内将会有 215 位连续猜对 20 次硬币的正反面，那么通过这一系列较量，他们每个人用 1 美元赢得 100 万美元。这 215 个赢家总共赢得了

2.25 亿美元，也就意味着其他输家输掉了 2.25 亿美元。

这群刚刚成为百万富翁的大赢家们肯定会高兴到发昏。他们可能会写一本书“我如何每天只需工作 30 秒就 20 天用 1 美元赚到 100 万美元”。更有甚之，他们可能在全国飞来飞去，参加抛硬币神奇技巧的研讨会，借机嘲笑那些满脸疑问的大学教授们：“如果这种事根本不可能发生，那么，我们这 215 个大赢家是天下掉下来的吗？”

对此一些工商管理学院的教授可能恼羞成怒，不屑一顾地指出：即使是 2.25 亿只大猩猩参加同样的抛硬币比赛，结果也毫无二致，不过赢家是连续猜对 20 次的 215 只狂妄自大的大猩猩。

但我却对此不敢苟同，在我下面所说的案例中的赢家们确实有一些显著的与众不同之处。我所说的案例如下：（1）参加比赛的 2.25 亿只猩猩大致像美国人口一样分布在全国各地；（2）经过 20 天比赛后只剩下 215 位赢家；（3）你发现其中 40 位赢家全部来自奥马哈的一家十分独特的动物园。那么，你肯定会前往这家动物园找个饲养员问个究竟：他们给猩猩喂什么食物，他们是否对这些猩猩进行特殊的训练，这些猩猩读什么书，以及其他种种你认为可能的原因。换句话说，如果那些成功的赢家不同寻常地集中，你就会想弄明白到底是什么不同寻常的因素导致赢家不同寻常地集中。

科学探索一般遵循完全相同的模式。如果你试图分析一种罕见的癌症的致病原因，比如每年在美国有 1 500 起病例，你发现其中 400 起发生在蒙大拿（Montana）的几个矿区小镇上，那么，你会非常仔细地研究当地的水质、感染病人的职业特征或者其他因素。因为你很清楚一个面积很小的地区发生 400 起病例绝不可能是偶然的。你并不需要一开始就知道什么是致病原因，但你必须知道如何去寻找可能致病的原因。