

站在巴菲特和晨星公司的肩膀上投资

股市真规则

〔美〕帕特·多尔西 著

世界顶级评级机构的投资真经

The Five Rules
For
Successful Stock Investing



中信出版社
China CITIC Press

股市真规则

世界顶级评级机构的投资真经

Five^{The} Rules *For* *Successful Stock Investing*

[美] 帕特·多尔西 著
司福连 刘 静 译

中 信 出 版 社
China CITIC Press

图书在版编目 (CIP) 数据

股市真规则/[美] 多尔西著; 司福连等译.—北京: 中信出版社, 2006.01

书名原文: The Five Rules for Successful Stock Investing

ISBN 7-5086-0558-6

I. 股… II. ①多… ②司… III. 股票—证券投资 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 150145 号

The Five Rules for Successful Stock Investing by Pat Dorsey

Original edition copyright © 2004 by Morningstar, Inc.

Simplified Chinese edition copyright © 2006 by CHINA CITIC PRESS (CITIC Publishing House).

This edition published by arrangement with John Wiley & Sons International Rights, Inc.

ALL RIGHTS RESERVED.

股市真规则

GUSHI ZHEN GUIZE

著 者: [美] 帕特·多尔西

译 者: 司福连 刘 静

责任编辑: 李 耀

出版发行: 中信出版社 (北京市朝阳区东外大街亮马河南路 14 号塔园外交办公大楼 邮编 100600)

经 销 者: 中信联合发行有限责任公司

承 印 者: 北京诚信伟业印刷有限公司

开 本: 880mm×1230mm 1/16 印 张: 21.5 字 数: 276 千字

版 次: 2006 年 1 月第 1 版 印 次: 2006 年 5 月第 4 次印刷

京权图字: 01-2005-5543

书 号: ISBN 7-5086-0558-6/F·980

定 价: 38.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-85322521

<http://www.publish.citic.com>

010-85322522

E-mail: sales@citicpub.com

author@citicpub.com

Foreword

序

我是晨星公司的创始人，你可能会认为我投资的资产大部分是共同基金，其实我很少买共同基金，我的全部资产几乎都投资在股票上。尽管我喜欢基金，但我对股票更有热情。基金对那些不想自己花时间做研究的人是很好，但是如果你喜欢分析公司，情况就不一样了。我认为分析公司是一件极有趣的事情，只要你愿意，你自己就能在股票投资上做得相当完美。

我在股票分析方面的兴趣始于芝加哥大学商学院。毕业之后，我偶然发现约翰·特雷恩的大作《股市大亨》（*The Money Masters*），读后我了解了沃伦·巴菲特。

真是激动人心！我能很快掌握巴菲特使用的方法，它向我显示了投资是多么有趣，这是对投资智慧的一种挑战。此外，巴菲特的业绩记录

和其在大学商学院里的学业档案告诉我们，他的投资哲学的确是第一流的。我回去阅读了伯克夏-哈萨维公司（Berkshire Hathaway）所有的年报。这一切使我的生活随之改变。

我到芝加哥的哈里斯合伙公司（Harris Associates）做了一名股票分析师。我选择哈里斯合伙公司是因为我钦佩它的价值导向，很像巴菲特的方法（我喜欢巴菲特）。这是一份非常好的工作，我与一些非常优秀的金融大师（如克莱德·麦格雷戈、查克·麦奎德、比尔·尼格伦、拉尔夫·万格、舍温·朱克曼，还有几位也是能叫得上名字的人物）共同工作。他们全都以严格的自下而上的风格投资，这种投资风格潜心于寻找那些低于真实价值出售的公司股票。我花费了许多时间阅读年报，与公司管理人员谈话，并向同行学习，而且我是拿工资做这些事情的。

创办晨星公司的想法源于我试图自己做股票分析。我定期给我所敬佩的基金经理打电话，来索取共同基金的报告，这些基金经理包括库尔特·林德（林德基金）、乔治·麦可利斯（资源资本基金）、迈克尔·普赖斯（共同股票基金）、比尔·鲁安（Sequoia基金）、约翰·坦普顿（坦普顿基金）和拉尔夫·温格（Acorn基金）。我核查过他们持有股票的情况，想弄明白他们买入什么股票，以及为什么现在买入。

一天，当我把所有这些报告全都摊在餐厅桌子上时，我想，如果某人把这些有价值的信息汇编在一起，一定是非常有用的。这个非常有价值的灯泡终于被点亮了，我开始研究共同基金行业。我看到共同基金的成长性很好，然而没有什么资料可以帮助投资者做出理性的基金投资决策。于是，晨星公司诞生了。

我辞去了在哈里斯的股票分析师工作，彻底清理了我公寓里的起居室，买了几台电脑，公司就开业了。我写信给所有的基金公司要它们的材料，把所有的东西都录入到数据库中，6个月以后，一份400页的《共同基金原始资料集》摆在了我的办公桌上。在1984年，像这种深度的基金信息报告很难得到，即使没什么用的也要32.50美元一份。《共同基金原始资料集》提供了完整的基金投资组合等信息，比如，其中用了5页的篇幅列出了彼得·林奇管理的麦哲伦基金所持有的800种股票。我的这个资料集第一版卖了700份，晨星公司开始上路了。

带着分析股票的眼光进入共同基金的世界，我们开始定义晨星公司基金投资的方法。现在很难相信，但是那个时候投资基金就是基于其最近的收益而没有更多的东西。晨星公司把严格的基本面分析带入了这个行业。我们认识到通过认真研究基金公司持有的股票，我们可以把基金经理的投资策略理解得更清晰。所以，我们开发出我们自己股票分析的专门技术，作为能把基金分析做得更好的一条路径。

晨星公司开始为基金投资者服务。经过一段时间，我们把服务对象扩大到所有投资者，当然也包括所有股票投资者。这不是无原则的公司扩张，合乎逻辑的成长基于对股票分析的热情。我们看到有更多的信息适合股票投资者，我们意识到我们的确有一些创新的、有用的、独特的东西可以奉献给投资者。在股票分析领域几乎没有新东西，而且很多业已存在的产品似乎已经过时并且不那么有用了。我们认为我们可以做得更好。

我们的股票分析方法建立在本杰明·格雷厄姆和沃伦·巴菲特学派的基础上。他们是难得的两位好导师，我以感恩的心情对他们以及他们为投资者所做的一切表示感谢。你可能发现他们一些关键的经验，如“安全边际”和“竞争优势”的概念，已经在我们的建议里了。我们通过系统化地解释和扩展他们的方法，在其中注入了新的价值，以期能为你在做自己的投资决策时提供一个稳固的架构。

我们的建议并不只限于市场领域。在投资方面没有很多巨著，所以你应当有能力掌握它们中的大部分。如果你不想现在就这么做，我建议你可以从有规律地阅读一些商业性杂志和报纸开始，比如《巴伦周刊》、《商业周刊》、《福布斯》、《财富》，还有《华尔街日报》等。你会惊讶地发现很多投资者都忽视了做这些基本的事情。在我们的公开出版物里，你会发现《晨星股票投资者》（*Morningstar Stock Investor*），还有我们的每月时事通讯，以及晨星公司的网站，都是很有帮助的。我还要推荐伯克夏-哈萨维公司全部的年报，以及《杰出投资者文摘》杂志，那里有对顶尖基金经理的长篇访谈文章。

你需要广泛阅读，以建立像伯克夏-哈萨维公司经理查理·芒格所说的“心理模型框架”。通过近距离考察很多公司，你将发现导致它们成

功或失败的许多共同的课题。之后，你将逐步建立应用于公司分析的模型。最后你要思考一些问题：这个世界正在发生怎样的变化？这些变化是怎样影响公司前景的？你会看到投资中富含的挑战和乐趣。

本书是晨星公司股票研究部负责人帕特·多尔西的成果，帕特能够以一种清晰动人的方式与人沟通，而且他具有一种罕见的、能以某种形式解读复杂问题并使答案显而易见的的能力。帕特与晨星公司首席分析师兼晨星公司网站总编辑海伍德·凯利，以及晨星公司证券分析部总裁兼零售业务负责人凯瑟琳·吉尔斯·奥德伯一起紧密合作，指导我们公司的股票分析。我们以感恩的心情感谢他们三位在晨星公司所做的创造性工作，以及他们为确立本书投资哲学的架构所付出的艰辛努力。

成功投资者的共同品质是拥有坚定的独立思考能力，不要受专家的影响，即使对我们也一样。格雷厄姆和巴菲特常常指出，如果你认为你的投资理由是对的，那正是你需要当心的地方。我希望你带着好问的精神阅读本书，我希望你挑战我们的思想，我希望你学习这些原则以建立你个人的投资哲学。虽然没有人能保证你成功，但如果你学会应用本书的这些原则并自己独立思考，我相信你会在这条路上做得很好。

乔·曼索托

Acknowledgments

致谢

虽然只有一个作者名字出现在封面上，但我要说明的是，这本书很大程度上是一个团队的成果。埃里卡·莫尔负责跟踪项目进度、文字编排、图表、截止时间和最后提交手稿的进度表等事项，与此同时，艾米·阿诺特不知疲倦地工作使得最初有些杂乱的文稿成为了有价值的出版物。她们二人应受到赞誉。John Wiley & Sons出版公司的戴夫·皮尤也贡献了有价值的编辑工作和基于这些材料的新鲜观点。晨星公司的设计师詹森·阿克莱把复杂的概念转换成明晰的图表，分析师桑吉·艾尔收集了支撑图表的数据。

我很幸运与这样一些有才华和献身精神的分析师一起共事，而且掌声要归于晨星公司整个股票分析师团队。他们贡献了本书第二部分的大部分内容，如果没有他们在行业研究上积累的专门经验，本书是无法写成的。我也同样感谢马克·塞勒斯对开发晨星公司投资哲学提供的帮助，

还有迈克·波特、詹森·斯蒂普、里奇·麦卡弗雷提供的有价值的编辑反馈意见。虽然这本书由我完成，但迈克为本书承担的很多工作也应当得到赞誉。特别感谢海伍德·凯利，他不仅是世界上最有耐心的老板，还是一位好编辑、导师和朋友。我同样要感谢我们证券分析部兼零售业务部总裁凯瑟琳·吉尔斯·奥德伯，感谢她对这个项目及对晨星股票研究成果的支持。感谢晨星公司的创始人乔·曼索托，他以超凡的先见之明，冒着风险创立了晨星公司。乔一直坚持独立客观的立场，为整个公司树立了很好的榜样。

就我个人方面，我已故的祖父E·V·帕特里克应当受到赞誉，在我还很年轻的时候，他把投资介绍给我。还有我的父母赫伯和卡尔罗，他们在我的事业上给了我巨大的支持。我最应当感谢的是我的妻子凯瑟琳，她的理解和无比的耐心是我最宝贵的财富，没有她的支持本书难以付梓出版。

帕特·多尔西

Introduction Picking Great Stocks Is Tough

简介

挑选好股票是艰难的

成功的投资是简单的，但实现起来并不容易。

20世纪90年代大牛市中的神话，在本质上也只不过相当于一个年收益率15%的储蓄账户。当你挑选一本致富的书，看一看CNBC（美国国家广播公司电视台），再开立一个在线账户，你就已经走在了通往财富的路上。不幸的是，当泡沫破裂的时候，很多投资者发现，事情看上去太好通常都不是真的。

个股的选择需要大量艰苦的工作、训练和时间的投入（和金钱的投入一样）。希望以很少的付出赚取大量的金钱，就如同希望第一次拿起球杆的人就能打出一轮精彩的高尔夫球赛一样不现实。

这是一个坏消息。但好消息是，成功选股的基本原则，并不依靠那些难以理解的选股工具，也不是昂贵的软件和高价的咨询报告。任何人都可以以很低的成本获得并在股市里做得很好的全部要求，就是耐心、

对会计学的基本理解、投资哲学和适度的怀疑，这些都不超过一般人的能力范围。

基本的投资过程很简单，就是公司分析和股票估值。如果你避免了把一个好公司和一只好股票两个概念相混淆的错误（因为二者有很大的不同），你就已经比很多市场参与者领先了。（想一想思科公司在2000年100倍的市盈率，这是一家好公司，但它的股票却是糟糕的股票。）

记住，买一只股票意味着你要成为一个公司的合伙人。对待你的股票要像对待你的生意一样。你会发现，你要关注重要的事情，比如现金流量；而在另一些事情上就要较少关注，比如在某一特定日子股票是涨还是跌。

作为一个投资者，你要努力的目标应该是发现优秀的公司股票并在合理的价格买入。好的公司可以创造财富，伴随着公司价值的增长，股票价格也会有所反应。而在短期内，市场可能是反复无常的。有些优秀的公司可能会卖出一个火暴的高价，因为人们对公司美好前景的预期使风险投机被认为是有价值的。但在一个长时间段中，股价会趋向上市公司本身的价值。

—— 重要的是公司 ——

在这本书中，我想展示给你的是怎样分析一个公司的基本财务表现。分析师不断升级图表的样式，这对华尔街的交易者来说可能是个好用的工具，但是对真正想在股票市场上创造财富的投资者是毫无用处的。如果你希望成为一个成功的长期投资者，你必须亲自动手弄清楚你手中股票所代表的上市公司。

当一家公司做得好时，它的股票往往也跟着上涨；当公司处于困境时，它的股票也会表现不佳。

举个例子，在20世纪90年代中期，当沃尔玛的成长速度开始下降时，它的股价在此期间也是乏力的。而高露洁公司在90年代后期由于宣布公司对供应链瘦身，向市场投放了一种创新型的牙膏并扩大了市场份额，其结果使公司的股票戏剧性地上涨。这些清楚地表明：公司的基本面对股价有直接的影响。

这些原理只适用于长期的投资。在短期内，股票价格受到大量与公

司潜在价值毫无关系的因素影响而摇摆。我们坚定地提倡关注公司的长期表现，因为短期的价格运动是完全不可预测的。

回想20世纪90年代后期的网络狂潮，优秀公司（当时也令人烦心）像保险公司、银行和房地产公司的股票，以低得令人难以置信的价格交易，即使这些股票的内在价值没有变化。而与此同时，那些没有盈利转机的公司却正在以数十亿美元的估值交易。

—— 长期的路径 ——

即使市场有短暂疯狂后触顶回落的趋势，我们也相信，预测市场的行为是不值得的。在这点上我们并不是特立独行。在过去的大约15年时间里，我们仔细研究了成千上万的基金管理人的谈话，发现没有一个资金管理人花费时间思考市场短期走势。相反，他们把目光盯在他们能够长期持有的被低估的股票上。

这样做的理由是，在短期价格走势上下赌注，意味着要做大量的交易，短线交易提高了税赋的负担和交易成本。短期资本利得税率几乎是长期资本利得税率的两倍，并且持续交易意味着你要更频繁的支付佣金。就像我们在第一章讨论的那样，像这样的交易成本会大大拖累你的投资组合，让税赋和交易成本最小化是你扩大长期投资回报的最简单也是最重要的方法。

我们在对共同基金回报的长期研究中已经证实，高换手率的基金通常比它们深思熟虑的同行们回报率低，相差的幅度在超过10年的时间里，大约平均为每年1.5个百分点。事实上并不只有这么多，因为年收益率10%和年收益率11.5%，对于一个1万美元的投资来说，10年后几乎差了3 800美元。这就是烦躁不安的代价。

—— 要有确信的勇气 ——

最后，成功的股票选择意味着你要有与众不同的勇气。任何公司的投资价值都永远存在着互相冲突的看法和见解，做出最好投资的公司往往选择的是冲突最厉害的意见。因而，作为一个投资者，你应该建立起你自己的股票估值原则和投资哲学。而且你不会因为读到一则负面消息或者电视上一些煽风的名嘴一离开，你就轻易改变你的观点。投资成功

依赖个人的原则，不管别人是否同意你的投资观点。

让我们开始吧

我写本书的目的，就是要告诉你怎样独立思考，忽视周围的噪声，做出有利可图的长期投资的决定。

第一，你需要发展一套你的投资哲学，这一点我将在第一章讨论。成功的投资建立在五个核心原则基础上：

1. 做好你的功课；
2. 寻找具有强大竞争优势的公司；
3. 有一个安全边际；
4. 长期持有；
5. 知道何时卖出。

建立一个可靠的投资组合应该以这五个原则为核心。一旦你了解了这些原则，你就可以开始学习怎样考察上市公司了。

第二，我要讲到什么不该做，因为规避错误是全部策略中最有用的策略。在第二章，我将回顾投资者最容易犯的错误。如果你能绕开这些错误，你就可以整装出发了。

在第三章，我将告诉你怎样通过分析竞争优势，把一个知名的好公司从普普通通的公司中区别出来。我将解释竞争优势是怎样帮助知名公司保持它们的顶级地位的、为什么竞争优势能把长期的胜利者和一闪而过的企业区别开来等问题。了解一个公司的竞争优势的来源，是透彻分析一家公司的关键所在。

第四章至第七章将要告诉你怎样通过阅读公司的财务报表分析上市公司。首先，我要描述财务报表是怎样表达财务信息的——报表的科目意味着什么，不同的报表是怎样结合在一起的，等等。一旦你知道如何阅读资产负债表和损益表，我将告诉你五个步骤，我们把所有数字按照上下文关系放在一起，会发现一家公司真实一致的情况。我也将告诉你如何评估一家公司的管理。

在第八章，我们关注怎样发现激进的账户。我将告诉你如何观察危

险信号，让你把投资组合发生崩溃的可能性降到最小。

在第九章至第十章，我要告诉你的是股票估值。你将学习投资估值的基本理论，像市盈率这样的比率在何时是有用的，如何算出股票是在内在价值以上还是以下交易。最便宜的股票常常不是最好的投资，而看起来贵的股票，当我们换个角度看时又往往是便宜的。

第十一章提供了两个研究的个案。我将应用前面各章展示的分析工具，分析两个真实的公司，你能看到实际进行分析工作的基本过程。

第十二章，我将解释10分钟测试。一个快餐式的清单能帮助你把不值得花时间去研究的公司，从值得彻底深入研究的公司中剔除出来。

第十三章至第二十六章，我将依靠晨星公司的股票分析师团队，给出你分析股票市场不同行业的提示。对于半导体、制药、银行等行业，我们将准确告诉你什么是你分析市场每一个上市公司所需要的。你将学到把好公司从落败的公司中区别开来的行业特征是什么，行业的术语意味着什么，哪个行业是提供更多（或更少）的投资创意的肥沃土壤。

这本书的结构和我们倡导的基本投资过程是一致的：发展一套投资哲学，弄清楚公司的竞争环境，分析公司和股票估值。如果你按照这个过程去操作，你就可以避免大错误，你也将成为一个好的投资者。

序	
致 谢	
简 介	挑选好股票是艰难的

第一章	成功投资股市的五项原则
	做好你的功课 / 2
	寻找具有强大竞争优势的公司 / 3
	拥有安全边际 / 3
	长期持有 / 5
	知道何时卖出 / 7
	投资者清单：成功投资股市的五项原则 / 10

第二章	七个应当避免的错误
	虚幻的目标 / 12
	相信这次与以往不同 / 13
	陷入对公司产品的偏爱 / 13
	在市场下跌时惊慌失措 / 14
	试图选择市场时机 / 14
	忽视估值 / 15
	依赖盈利数据做分析 / 16
	投资者清单：七个应当避免的错误 / 16

第三章	竞争优势
	评估收益性 / 20
	建立竞争优势 / 22
	它能持续多久 / 29
	行业分析 / 30
	投资者清单：竞争优势 / 34

第四章	投资语言
	财务报表基础 / 36
	钱去哪里了 / 37
	报表的实际应用 / 38

	投资者清单：投资语言 / 44
第五章	财务报表讲解
	资产负债表 / 46
	损益表 / 54
	现金流量表 / 61
	结论 / 70
	投资者清单：财务报表讲解 / 71
第六章	公司分析——基础
	成长性 / 74
	收益性 / 79
	财务健康状况 / 87
	空头情形 / 91
	结论 / 92
	投资者清单：公司分析——基础 / 93
第七章	公司分析——管理
	报酬 / 96
	绩效奖励 / 96
	其他的危险信号 / 98
	性格 / 99
	公司运作 / 101
	投资者清单：公司分析——管理 / 103
第八章	揭开财务伪装
	六个危险信号 / 106
	要密切注意的七个其他缺陷 / 109
	投资者清单：揭开财务伪装 / 114
第九章	估值——基础
	按估值全价买入很难投资成功 / 116
	使用多种估值方法更明智 / 118
	对收益说“是” / 124
	投资者清单：估值——基础 / 126
第十章	估值——内在价值
	现金流、现值和折现率 / 128
	计算现值 / 131

	折现率 / 132
	计算永续年金价值 / 134
	安全边际 / 138
	结论 / 140
	投资者清单：估值——内在价值 / 140
第十一章	综合运用
	AMD公司 / 141
	Biomet公司 / 150
	结论 / 160
第十二章	十分钟测试
	公司能否通过一个最小的质量考验 / 162
	公司一直不断地赚取营业利润吗 / 162
	公司能从经营活动中持续不断地产生现金流吗 / 163
	净资产收益率能保持10%以上，并且有合理的财务杠杆吗 / 163
	盈利增长是协调一致还是飘忽不定 / 163
	资产负债表有多清白 / 163
	这家公司产生自由现金流吗 / 164
	还有多少“其他” / 164
	发行在外的股票数量在过去几年明显增长了吗 / 165
	超越这10分钟 / 165
第十三章	股票市场遨游指南
	注意哪些行业 / 170
	结论 / 171
第十四章	医疗保健行业
	医疗保健行业的竞争优势 / 174
	医药行业 / 175
	仿制药品公司 / 181
	生物技术行业 / 182
	医疗器材公司 / 184
	医疗保险与管理医疗组织 / 187