



汇添富基金·世界资本经典译丛

StreetSmart Guide to Valuing a Stock: The Savvy Investor's Key to Beating the Market



股票估值实用指南

(第二版)

加里·格雷
(Gary Gray)

派崔克·J. 库萨蒂斯
(Patrick J. Cusatis)

J. 兰朵·伍尔里奇
(J. Randall Woolridge)

[美]

著

上海财经大学出版社



Education





汇添富基金·世界资本经典译丛

股票估值实用指南

(第二版)

加里·格雷

(Gary Gray)

[美] 派崔克·J. 库萨蒂斯 著

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

股票估值实用指南(第二版)/(美)格雷(Gray, G.), 库萨蒂斯(Cusatis, P. J.), 伍尔里奇(Woolridge, J. R.)著. 张甦伟, 杨南超译. —上海: 上海财经大学出版社, 2009. 8

(世界资本经典译丛)

书名原文: StreetSmart Guide to Valuing a Stock: The Savvy Investor's Key to Beating the Market, Second Edition

ISBN 978-7-5642-0543-0/F · 0543

I. 股… II. ①格…②库…③伍…④张…⑤杨… III. 股票-价值-评估-指南 IV. F830.91-62

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 107403 号

□ 责任编辑 吴晓群

□ 封面设计 张克瑶

□ 版式设计 孙国义

GUPIAO GUZHI SHIYONG ZHINAN

股票估值实用指南

(第二版)

加里·格雷

(Gary Gray)

[美] 派崔克·J. 库萨蒂斯 著
(Patrick J. Cusatis)

J. 兰朵·伍尔里奇

(J. Randall Woolridge)

张甦伟 杨南超 译

上海财经大学出版社出版发行

(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海市印刷七厂印刷

上海远大印务发展有限公司装订

2009 年 8 月第 1 版 2009 年 8 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 15.5 印张(插页:3) 238 千字

印数:0 001—4 000 定价:36.00 元

Gary Gray, Patrick J. Cusatis and J. Randall Woolridge

***StreetSmart Guide to Valuing a Stock: The Savvy Investor's Key to Beating the Market*, Second Edition**

ISBN: 0-07-141666-8

Copyright © 2004 by The McGraw-Hill Companies, Inc.

Original language published by The McGraw-Hill Companies, Inc. All Rights reserved. No part of this publication may be reproduced or distributed by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

Simplified Chinese translation edition jointly published by McGraw-Hill Education (Asia) Co. and Shanghai University of Finance & Economics Press.

本书中文简体字翻译版由上海财经大学出版社和美国麦格劳-希尔教育(亚洲)出版公司合作出版。未经出版者预先书面许可,不得以任何方式复制或抄袭本书的任何部分。

本书封面贴有 McGraw-Hill 公司激光防伪标签,无标签者不得销售。

上海市版权局著作权合同登记号:09-2008-397 号。

汇添富基金·世界资本经典译丛

编辑委员会

编委会主任

丛树海

编委会执行主任

张 晖 于东升

编 委

黄 磊	袁 敏
韩贤旺	钱 慧
于凌波	刘劲文
魏小君	王 波
曹翊君	郭 君
金德环	田晓军
柳永明	骆玉鼎
周继忠	崔世春

策 划

黄 磊 于凌波

总序

“世有非常之功，必待非常之人。”中国正在经历一个前所未有的投资大时代，无数投资人渴望着有机会感悟和学习顶尖投资大师的智慧。

有史以来最伟大的投资家，素有“股神”之称的巴菲特有句名言：成功的捷径是与成功者为伍！（It's simple to be a winner, work with winners!）

向成功者学习是成功的捷径，向投资大师学习则是投资成功的捷径。

巴菲特原来做了十年股票，当初的他也曾经到处打听消息，进行技术分析，买进卖出做短线，可结果却业绩平平。后来他学习了格雷厄姆的价值投资策略，投资业绩很快有了明显改善，他由衷地感叹道：“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。”

巴菲特不但学习了格雷厄姆的投资策略，还进一步吸收了费雪的投资策略，将两者完美地融合在一起。他称自己是“85%的格雷厄姆和15%的费雪”，他认为这正是自己成功的原因——“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。”

可见，要想投资成功很简单，那就是：向成功的投资人学投资，而且要向尽可能多的杰出投资专家学投资。

源于这个想法，汇添富基金管理公司携手上海财经大学出版社，共同推出这套“汇添富基金·世界资本经典译丛”。开卷有益，本套丛书上及1644年的华尔街、1873年的伦巴第街，下至20世纪华尔街顶级基金经理

人和当代“股神”巴菲特，时间跨度长达 300 余年，汇添富基金希望能够藉此套丛书，向您展示投资专家的大师风采，让您领略投资世界中的卓绝风景。

在本套丛书的第一、二、三辑里，我们为读者奉献了《伦巴第街》、《华尔街传奇》、《攻守兼备》、《价值平均策略》、《尖峰时刻》、《标准普尔选股指南》、《伟大的事业》、《投资存亡战》、《黄金简史》、《华尔街的扑克牌》、《华尔街五十年》、《铁血并购》、《先知先觉》、《战胜标准普尔》、《共同基金必胜法则》、《大熊市》等 22 本讲述国外金融市场历史风云与投资大师深邃睿智的经典之作。而在此次推出的第四辑中，我们还将向读者推荐六本同样具有震撼阅读效应的经典投资著作。

漫漫投资路，经典诚可贵。在本辑中，《证券分析》一书堪称投资经典中的经典。《证券分析》已经连续不断地出版、销售了 70 多年，售出了 100 余万册。该书的作者格雷厄姆和多德在《证券分析》最早的两个版本中所展示的富有先见之明的真知灼见，在这一版《证券分析》中，达到了新的高度。50 年以前，他们就像今天那样用驾轻就熟的语言，详细地描述了作为个人投资者获得成功所必备的技巧和策略，以及公司决策者们为投资者创造股东价值和增加透明度的责任。这部经典书籍把焦点集中在作为个人投资者可靠的投资选择的普通股上，突出地介绍了：股东与公司管理层关系；理解损益表和资产负债表以及它们与未来股价上涨直接关系的循序渐进步骤；得到历史证实的指导原则，利用这些原则就可能识别和利用鲜为人知的次要证券中存在的赚钱机会。在寻找未来有可能战胜市场的股票的过程中，这些基本技巧和策略依然是最有效的。

我们正处于全球化的伟大时代，并且可以在全球范围内进行投资。《策略——决胜全球股市》内容涉及投资海外股市的基本问题和要点。本书的采访对象都是各自领域中的投资大师，包括吉姆·罗杰斯、保罗·梅尔顿、彼得·艾弗里顿、马克·墨比尔斯、阿尔弗雷德·施泰因赫尔、迪恩·利巴朗、麦嘉华、罗伯特·普莱切特。他们妙语连珠，毫无保留地与我们分享他们眼中全球股市的潮起潮落……本书将通过展示投资大师们对股市投资的独到理解，为读者充分诠释这些问题的答案，并帮助您成为一名既懂得投资又懂得生活的投资者。

正如最近发生的事件已经证明的那样，使用了错误的估值方法的结



果,可能会是灾难性的。《股票估值实用指南》向读者介绍了一个简单而强大的估值模式,它能够帮助投资人采用定量分析的方法,评估一只股票真正的价值。书中还详细介绍了美国几家著名上市公司股票价值的实例分析,相信对于读者将书中所学运用于股票市场的投资实践,会有很大的帮助。

美国商界向来以狂乱竞争和高风险著称,只有极少数不遗余力的人才有望登上成功顶峰。本辑从书中的《福布斯英雄》所述的五位杰出人物分别是:安德鲁·格鲁夫——英特尔公司精力旺盛的首脑;弗雷德·史密斯——联邦快递公司的拥有者;彼得·林奇——投资巨人;普莱森特·罗兰——普莱森特公司和美国女孩收藏品公司的发起人;保罗·沃克——美联储无可争议、极具影响力的前任主席。他们分别与《福布斯》杂志的资深编辑和记者格蕾琴·摩根森交流了各自的成功体验,该书记录了这些精彩无比的对话。这些各怀绝技、韧性极大,且具强烈责任感的商业巨子们,都在各自领域里创造了难以逾越的成功典范。他们引导了巨大的变革,改变了商业的运营模式。本书告诉我们,在今天的商业世界里如果想成功,必须具备什么样的素质。

《点津——来自大师的精彩篇章》是一本文选,其中包含的文章来自于经济与投资领域的大师们,例如,约翰·梅纳德·凯恩斯、本杰明·格雷厄姆、菲利普·费雪、沃伦·巴菲特、鲍伯·柯比、罗伊·纽伯格、克劳德·罗森博格、戴维·贝伯森、西德尼·霍默,以及罗·普莱斯等。该书以类似系列个人讲座的形式让读者分享大师在市场中的毕生经验。这些伟大投资者的基础理念,如此朴素,甚至简单,却闪耀着无上的智慧火花;如此贴近目前纷繁复杂的世界,有效针对当下的投资实践。阅读这一富有创见的关于投资艺术和实践的精选文集,无疑将有助于读者避免重蹈过去的错误。

为什么美国证券市场会在 20 世纪 90 年代经历如此一场大泡沫?为什么格林斯潘会允许泡沫的存在?为什么投资者面对如此疯狂的投机环境,仍然毫无理性地一味沉湎? 20 世纪 90 年代及 21 世纪初,是美国证券业发展史上的一段辉煌时期。《泡沫·膨胀·破裂——美国股票市场》的作者通过其深厚的历史学基础和严谨的统计分析,再现了美国股票市场神秘面纱背后的危险实质。读者既可以从中获得有益于学术研究和投资分析的相关知识,也能够从中寻找到对世界经济强国因何陷入衰退历程的客



观真实答案。在如今因为美国次贷危机而引发席卷全球、百年一遇的金融海啸背景下细读此作，不免感慨作者对于一国金融乃至一国经济发展的洞察睿智；对于我们分析身边经济现象，进而作出投资理财的理性判断，无疑同样具有重大的指导意义。

投资者也许会问：我们向投资大师、投资历史学习投资真知后，又如何在中国股市实践中应用大师们的价值投资理念？

事实永远胜于雄辩。中国基金行业从创立至今，始终坚持和实践价值投资与有效风险控制策略，相信我们十余年来的追求探索已经在一定程度上回答了这个问题：

首先，中国基金行业成立十余年来的投资业绩充分表明，在中国股市运用长期价值投资策略同样是非常有效的，同样能够显著地战胜市场。几年来，我们旗下基金的优秀业绩，就是最好的证明之一。价值投资最基本的安全边际原则是永恒不变的，坚守基于深入基本面分析的长期价值投资，必定会有良好的长期回报。其次，我们的经历还表明，在中国股市运用价值投资策略，必须结合中国股市以及中国上市公司的实际情况，做到理论与实践相结合，勇于创新。事实上，作为价值型基金经理人典范，彼得·林奇也是在总结和反思传统价值投资分析方法的基础上，推陈出新，取得了超越前人的业绩。

最后，需要强调的是，我们比巴菲特、彼得·林奇等人更加幸运，我们有中国持续快速稳定发展这样一个良好的经济环境，有一个经过改革后基本面发生巨大变化的证券市场，有一批快速成长的优秀上市公司，这一切将使我们拥有更多、更好的投资机会。

我们有理由坚信，只要坚持深入基本面分析的价值投资理念，不断积累经验和总结教训，不断完善和提高自己，中国基金行业必将能为投资者创造长期稳定的较好投资回报。

“他山之石，可以攻玉。”十余年前，当我在上海财经大学读书的时候，也曾经阅读过大量海外经典投资书籍，获益匪浅。今天，我们和上海财经大学出版社一起，精挑细选了上述这些书籍，力求使投资人能够对几个世纪以来的西方资本市场发展窥斑见豹，有所感悟；而其中的正反两方面的经验与教训，亦可为我们所鉴，或成为成功投资的指南，或成为风险教育的反面教材。

“辉煌源于价值,艰巨在于漫长。”对于投资者来说,注重投资内在价值,精心挑选稳健的投资品种,进行长期投资,将会比花心思去预测市场走向、揣测指数高低更为务实和有意义得多。当今中国正处在一个高速发展的黄金时期,站在东方大国崛起的高度,不妨看淡指数,让自己的心态从容超越股市指数的短期涨跌,让我们一起从容分享中国资本市场的美好未来。在此,汇添富基金期待着与广大投资者一起,伴随着中国证券市场和中国基金业的不断发展,迎来更加辉煌灿烂的明天!

张 晖

汇添富基金管理有限公司投资总监

2009年4月18日

致 谢

最初的《股票估值实用指南》是在一次去西班牙旅行时构思成形的。正当生猛的牛群(6头斗牛和8头肉牛)沿着帕普罗纳狭窄拥挤的街道朝我们冲过来时,股票估值的基础概念在脑海中清晰浮现。

写作过程中,我们在纳瓦拉的朋友们多次借着享用美餐的时候讨论这本书的结构,力求让它适用于全球。安娜·比斯凯(Ana Vizcay)、艾都阿多·伊利索(Eduardo Iriso)、玛丽亚·约瑟斯·瑞斯·赛尔迪亚(Maria Jesus Ruiz Ciordia)、艾米利奥·吉奥索切(Emilio Goicoechea)、路易斯·阿古勒斯(Luis Arguelles)、莫彻·阿梅加盖雷(Merche Amezaray)、乔斯·玛丽·玛可(Jose Mari Marco)、卡梅拉·加拉莱塔(Carmela Garralenta)、费法·比斯凯(Fefa Vizcay)、赫克特·奥蒂茨(Hector Ortiz)、玛诺罗·阿斯艾因(Manolo Asiain),感谢你们多年来的盛情款待和真挚友谊。

有不少人审阅过本书不同的篇章。我们感谢金融学教授罗斯·伊泽尔(Russ Ezzel)和管理学教授查尔斯·斯诺(Charles Snow)仔细地阅读了本书并提出有益的建议。感谢布雷克·霍里南(Blake Hallinan)的研究。感谢华克维资本合伙人公司(Wachovia Capital Partners)的斯科特·珀泼(Scott Perper)和维圣公司(Verisign)的拉斯迪·路易斯(Rusty Lewis)这两位银行家,嘉瑞资本公司(Calibre Capital)的派崔克·穆尼(Patrick Mooney)和纽曼金融服务公司的马克·哈迪尔(Mark Hattier)和IMAGE的戴夫·艾克查(Dave Eckhart)这三位衍生工具专家,摩根大通的两位投



资银行家格里·法伦(Gerry Fallon,已退休)和巴克·兰德里(Buck Landry),库塔克·罗克(Kutak Rock)的证券法律专家史蒂夫·哈弗(Steve Huff)和智能数据管理公司(Intelligent Data Management)的网络高手乔(Joe)和简·库萨蒂斯(Jen Cusatis)以及华府知名官员大卫·塞尔彻(David Seltzer),感谢他们认真阅读本书后提供的专业支持。

尤其珍贵的是我们在投资俱乐部和普通投资大众中的朋友们的审阅和帮助,他们是:拉斯·迈克唐纳德(Lassie MacDonald),安·巴顿(Ann Barton),萨拉·艾兹尔(Sarah Ezzell),芭芭拉·斯诺(Barbara Snow),约翰·尼克斯(John Nichols)。

同样感谢 Spruce Creek Rod & Investment 俱乐部的约翰·威尔森(John Wilson),尼克·罗思曼(Nick Rozsman),曼尼·布尔洛(Manny Puello),尼克·西门森(Rick Simonsen),凯文·邓菲(Kevin Dunphy),康斯坦丁·尼尔森(Constantin Nelson),查理·巴克曼(Charlie Barkman),比尔·库萨蒂斯(Bill Cusatis),加里·艾文斯(Gary Evans),迪恩·尼尔森(Dean Nelson)以及后来鲍伯叔叔的努力。

如往常一样,阿斯潘滑雪学院的成员们提供了有益的协助。感谢约翰·福特·维(John H. Foote V.),汤姆·卡洛斯(Tom Carroll),鲍伯·琼斯(Bob Jones),埃里克·阿拉德(Alec Arader),比尔·迈克卢卡斯(Bill McLucas),以及其他成员。

本书的出版得益于麦格劳—希尔出版公司的工作人员。尤其感谢责任编辑史蒂芬·伊萨科斯(Stephen Isaacs),高级编辑主任萨里·格洛佛(Sally Glover)和发行主任鲁斯·曼尼诺(Ruth Mannino)。

特别感谢德·库萨蒂斯(Deb Cusatis)和凯蒂·奥图勒(Katie O'Toole)的写作和编辑工作。

前言

《股票估值实用指南》是一本向你提供股市挣钱工具的操作指南。本书重点在于股票的估值——很多投资者觉得其中乐趣无穷,但却鲜有人对此真正了如指掌。

读完这本上手迅速、运用便捷的指南,你将掌握:

- 评估诸如微软和思科这种普通股或者高科技板块的价值;
- 评估诸如花旗集团、美林、伯克希尔·哈撒韦和华盛顿房地产投资信托这些金融和房地产投资信托公司的价值;
- 找出被低估的股票并选择买入,或者发现被高估的股票及时卖出;
- 测算增长、经营边际和资金成本这些重要的估值数据;
- 在互联网上找到免费的估值数据;
- 开发出一个电子数据表来评估一只股票的价值;
- 挑选股票来组成一个高效的投资组合;
- 管理风险;
- 运用 10 大金融原则为自己创造优势。

这本书是对 1999 年版《股票估值实用指南》的全面更新。距上一版出版已经有 4 年,这 4 年里股市曾经崩盘,一些公司如安然(Enron)、世通公司(World Com)和阿德菲亚公司(Adelphia)的经理们被揭造假,一些华尔街的分析师名誉扫地,地位还不如过去的汽车推销员。我们感觉现在该把股票估值置于金融理论的核心原理和概念之中。这本书用简明的语言解释 10 大金融原则,介绍了如何运用它们更好地做出投资决策和估算股票的价值。



这本书写给那些误以为自己必须成为一个股市高手后,才能评估股票价值的人们。我们给出了评估股票价值所需要的所有工具。你要做的只是多一点耐心、实践和坚持。

掌握这本书里的概念和 10 大原则,你并不需要先去学完工商管理硕士(MBA)课程。本书的目的是提供一个简单的量化分析方法去评估股票的价值。这个方法适用于各种客户,无论是股市的普通散户、投资俱乐部成员、股票经纪人、证券公司员工、公司经理、公司董事,还是想学习股票估值的普通人。我们的模型会帮助你正确适当地评估股票的价值,增加投资利润。

我们给你演示如何运用 Excel 去编写一个只需要很少几个数据的股票估值电子数据表程序。如果你不想编写这种程序,我们已开发出这样的计算机软件并在这本书中加以使用,我们将告诉你在哪里及怎样可购买到它。最后,我们提供免费的网上股票估值服务,网址是 www.valuepro.net。

如果你觉得技术上有困难,别担心。用贴现现金流方法估算一只股票的价值,并不需要计算机或互联网服务器。本书的第五章和第六章介绍了怎样去简单计算和测算一个公司的自由现金流和资本成本——这些是股票估值的核心要素。第七章告诉你怎样和在哪里能找到认真评估股票价值所需要的信息。在第八章,我们对 4 家公司的股票进行估值。即便是电子数据表和计算机这些东西很不对你的胃口,这本书仍将帮助你学到很多股票估值的知识。

我们的目标是教授给你一个简单却威力强大的股票估值模型。阅读本书,将有助于你成为一个更有知识、更专业、更能赚钱的投资人。这本书会帮你理解为什么思科一股只卖 14.45 美元,而伯克希尔·哈撒韦一股却要卖 72 000 美元。我们的估值方法只需要通过简单的加减乘除就能完成,不需要具备微积分、微分方程知识或者高等数学能力。那么,让我们开始这次股票估值之旅吧。

祝你好运,收获丰厚,估值快乐!

加里·格雷

(Gary Gray)

派崔克·J. 库萨蒂斯

(Patrick J. Cusatis)

J. 兰朵·伍尔里奇

(J. Randall Woolridge)

目 录

总序	1
致谢	1
前言	1
第一章 简介与概述	1
金融火灾	1
好公司—炙手可热的股票—荒谬的价格	2
投资决策	4
10 大金融原则	5
本书概述	7
第二章 10 大金融原则及其运用	14
原则 1: 收益越高, 风险越大	15
原则 2: 有效资本市场是很难超越的	21
原则 3: 理智的投资人会规避风险	28
原则 4: 供求关系驱动股票的短期价格	29
原则 5: 在分析收益时, 简单平均值永远不简单	32



原则 6:交易成本、税赋和通货膨胀是投资者的敌人	34
原则 7:时间与资金的价值紧密相关	37
原则 8:资产配置是一项重要决策	40
原则 9:资产多元化会降低风险	44
原则 10:使用资产定价模型来估算投资价值	49
小结	51

第三章 股票估值:前期准备	54
估值简介	54
贴现现金流股票估值法	55
我们制造了高科技泡沫	60
股东的收益	63
股价——过高? 过低? 刚好?	67
股票估值——艺术、科学还是魔法?	71
股票估值方法:基本面分析、技术分析和现代投资组合模型	72
股票价值、股票价格和冲动	76
股票价值、股价与分析家的建议	78
买卖的时机:我们的建议	79
接下来我们要去向何方?	81

第四章 怎样给股票估值	83
与现金流有关的一些定义	83
公司自由现金流方法	87
为什么选贴现现金流而不是每股收益?	92
贴现公司自由现金流估值方法	93
微软——一个简单的贴现现金流估值案例	97
估值——增长对阵价值,大公司对阵小公司	104
估值——下一步	105

第五章 预测预期现金流	106
中国五兄弟	106
增长率和超额收益期	107

营业净利率和营业净利	115
所得税率和调整税赋	118
净投资	120
营业资本增加	124
公司自由现金流	128
估值练习:测算思科的自由现金流	129
 第六章 测算资本成本	 133
贴现之后才算数	133
加权平均资本成本和总市值	136
测算统一爱迪生的加权平均资本成本	140
普通股的成本和发行量	142
税后债务成本和总债务	147
优先股的成本和发行量	150
计算加权平均资本成本——统一爱迪生	151
计算加权平均资本成本——思科	151
估值中的资产负债表项目:我们的建议	152
估值练习:思科	154
计算资本成本之后——下一个步骤	156
 第七章 找到估值信息	 157
节省纸张、保护林木——使用互联网	157
互联网和投资信息	158
现金流估值数据——易于查找的信息	164
需测算的现金流估值数据	169
资本成本估值数据	170
自定义估值——下一个步骤	173
估值练习:思科	173
 第八章 股票估值——融会贯通	 175
概述	175
给花旗集团估值(2002年12月17日)	178