

HZ BOOKS
华章经管

Mc
Graw
Hill
Education

《巴菲特致股东的信》作者
巴菲特的合著者**劳伦斯 A. 坎宁安**

对价值投资的系统解读

精炼**格雷厄姆、巴菲特、彼得·林奇、约翰·邓普顿**等
价值投资者的投资理念

What Is Value Investing?

价值投资

原理与实战

[美] 劳伦斯 A. 坎宁安 著
Lawrence A. Cunningham
王勇 董方鹏 译



机械工业出版社
China Machine Press

014005653

F830.59
678

What Is Value Investing?

价值投资

原理与实战

[美] 劳伦斯 A. 坎宁安 著
Lawrence A. Cunningham
王勇 董方鹏 译



F830.59
678



北航

C1692375



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

价值投资 / (美) 坎宁安 (Cunningham, L. A.) 著; 王勇, 董方鹏译. —北京: 机械工业出版社, 2013.11
书名原文: What Is Value Investing?

ISBN 978-7-111-44749-8

I. 价… II. ①坎… ②王… ③董… III. 投资经济学 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 269701 号

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

本书版权登记号: 图字: 01-2012-7787

Lawrence A. Cunningham. What Is Value Investing?

ISBN 0-07-142955-7

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

This authorized Chinese translation edition is jointly published by McGraw-Hill Education (Asia) and China Machine Press. This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan.

No part of this publication may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including without limitation photocopying, recording, taping, or any database, information or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字翻译版由机械工业出版社和麦格劳-希尔(亚洲)教育出版公司合作出版。

版权 © 2004 由麦格劳-希尔(亚洲)教育出版公司与机械工业出版社所有。

此版本经授权仅限在中华人民共和国境内(不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾地区)销售。未经出版人事先书面许可, 对本出版物的任何部分不得以任何方式或途径复制或传播, 包括但不限于复印、录制、录音, 或通过任何数据库、信息或可检索的系统。

本书封底贴有 McGraw-Hill Education 公司防伪标签, 无标签者不得销售。

机械工业出版社(北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码 100037)

责任编辑: 岳小月 版式设计: 刘永青

北京瑞德印刷有限公司印刷

2014 年 1 月第 1 版第 1 次印刷

170mm × 242mm · 10 印张

标准书号: ISBN 978-7-111-44749-8

定 价: 40.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com



伴随着中国向中等收入国家行列迈进，越来越多的普通家庭拥有了财富积累。“旧时王谢堂前燕，飞入寻常百姓家”，投资理财不再是富豪和金融专业人士的专美；格雷厄姆、巴菲特这些名字对普通中国百姓也变得耳熟能详。在股市的跌宕起伏中，我们往往对成功者的故事津津乐道，但对故事背后隐藏的投资理念以及大师们成功的深层次原因却只有似是而非的概念。

有感于 21 世纪初高科技泡沫破灭给美国股市带来的灾难性损失和由此带来的深刻教训，劳伦斯·坎宁安撰写了本书，意在澄清价值投资的关键概念，引导投资者正确认识自己的能力，养成分析资产价值和价格之间关系的习惯，培养投资纪律并对可能存在不良行为的企业保持警觉。作者坎宁安教授曾任教于美国波士顿学院和乔治·华盛顿大学，是美国公司法和投资领域的著名学者。他是价值投资名著《巴菲特致股东的信》的编纂者，还著有有关投资、会计和商法的多部畅销书。

在本书中，作者深入浅出地剖析了各种投资策略的异同，解释了价值投资策略的核心特征和构成要素，并结合 20 世纪末和 21 世纪初美国股市特别是一些高科技企业的兴衰，揭示了价值投

资策略历久弥新、长盛不衰的魅力所在。本书语言平实，没有故弄玄虚的词藻，娓娓道来，读来让人爱不释手。

本书成书于 2004 年，自那时以来，美国经济又经历一个从极度繁荣到萎缩再到缓慢复苏的过程。虽然整体上还没有完全走出 2008 年次贷危机的阴影，但是美国股市在接连不断的政策刺激下，最近已经屡次冲上历史新高。与此同时，过去的 10 年，是以房地产为代表的中国资产价格飙升的 10 年。在此期间，中国股市经历了大起大落，最终重回了原先的起点，目前又面临着经济增长放缓带来的挑战。当前，无论是国内还是国际，资本市场的不确定性都是历史上少见的。在这个时间点上，重温成功的价值投资者的信条，显得尤为重要。更为难得的是，作者在 2004 年提出的警示和对一些金融产品发展轨迹的预测，很多都在接下来的几年中得以应验。

本书没有晦涩深奥的理论和公式，概念的呈现往往辅以简洁直观的例子，适合非专业人士厘清价值投资和其他投资策略的核心观点、把握投资基本原则、正确认识自己的能力和识别投资风险。希望本书能帮助有志在资本市场一试身手的投资新手选择适当的投资方法和渠道。

王勇（博士）、董方鹏（博士）

2013 年 7 月于加拿大多伦多市



译者序

第 1 章	当前常见的投资风格	1
第 2 章	价值投资的信条	10
第 3 章	能力范围	23
第 4 章	财务分析	33
第 5 章	复利原则	42
第 6 章	价值的度量手段	50
第 7 章	折现率	67
第 8 章	市场价格	76
第 9 章	欺骗和假象	84
第 10 章	财务报告中的慢性病	100
第 11 章	关于前景的报告中存在的问题	112
第 12 章	购买股票的方法	121
第 13 章	非股票投资途径	131
第 14 章	要点总结	146



当前常见的投资风格

价值投资目前又在市场上受到青睐。在 20 世纪 90 年代末的股市狂热中，仅有少数投资者能够习惯性地寻找价值被低估的股票，大多数试图在市场上冒险的投机客蒙受了巨大损失，而价值投资者却得以幸免。虽然在短期内，冒险投机者似乎赢得了不错的收益，但长期来看，价值投资者还是更能占得先机。尽管价值投资的理念正在复苏，但是还有很多人对其缺乏清晰的理解。希望本书能厘清这一概念，对投资者有所助益。

目前流行的投资风格有五种：

- ▶ **价值型投资者 (value investor)** 依赖对公司财务表现的基本面进行分析，进而识别市场价格低于其内在价值 (intrinsic value, 即公司未来现金流的当前价值，我们会在后继章节中详细讨论) 的股票。这一策略的历史可以追溯到 20 世纪 30 年代，由本杰明·格雷厄姆 (Benjamin Graham) 和哥伦比亚大学的戴维·多德 (David L. Dodd) 率先提出。因为伯克希尔-哈撒韦公司 (Berkshire Hathaway) 的 CEO 兼总裁沃伦·巴菲特对其推崇备至，该策略自 20 世纪七八十年代以来风靡一时。
- ▶ **成长型投资者 (growth investor)** 力图寻找那些营收具有很大大潜力、可迅速扩张其内在价值的公司的股票。投资人兼作家菲利普·费雪 (Philip A. Fisher) 在 20 世纪 50 年代首创了这一价值投资策略的变体，而麦哲伦基金 (Magellan Fund) 的基金经理彼得·林奇 (Peter Lynch) 则在 80 年代将它发扬光大。

- ▶ **指数型投资者 (index investor)** 买入能够复制较大的细分市场 (如标准普尔 500 指数) 的股票。格雷厄姆认为这种选择股票的策略适合防守型的投资者。20 世纪 80 年代, 先锋基金 (Vanguard Fund) 的创始人约翰·博格 (John C. Bogle) 使这一策略流行起来。
- ▶ **技术型投资者 (technical investor)** 使用图表收集那些标示涨跌预期的市场行为信息、市场走势和其他动态指标。技术分析的大师是《投资者商业日报》(*Investor's Business Daily*) 的创始人威廉·奥尼尔 (William J. O'Neil)。这一策略在 20 世纪 90 年代晚期被广泛应用。
- ▶ **组合型投资者 (portfolio investor)** 首先明确自己的投资风险偏好 (risk appetite), 然后构建一个具有相应风险的分散化的证券组合。投资组合理论最初出现在 20 世纪 50 年代, 并在 70 年代经过了多位诺贝尔经济学奖获得者的优化。该策略在 70 年代早期经由普林斯顿大学经济学家伯顿·马尔基尔 (Burton G. Malkiel) 的名著《漫步华尔街》(*A Random Walk Down Wall Street*) 一书介绍后一直广受欢迎。

所有投资哲学的核心问题都是关于价格和价值的关系。价值型投资者和成长型投资者认为价格和价值是不同的; 指数型投资者对自己能否搞清楚两者之间的关系持怀疑态度; 技术型投资者只对价格而不是价值感兴趣; 组合型投资者认为价格就

是价值。

这些不同的理念也催生了不同的交易策略：

- ▶ 价值型投资者搜寻那些价格低于价值的公司的股票。
- ▶ 成长型投资者寻找那些在短期内的成长将揭示公司应有的价值并引发当前股价调整的股票。
- ▶ 指数型投资者认为最安全的策略是买入能很大程度上代表整个市场的那些股票。
- ▶ 技术型投资者寻找那些能快速以高价卖出的股票。
- ▶ 组合型投资者相信因为价格和价值是相同的，所以价格的变化反映了风险，而投资者应当选择一个自己认为合理风险水平的证券组合。

表 1-1 列出了这五类投资风格的要点。

表 1-1 投资风格

风格	代表人物	价格—价值关系	要点
价值型	格雷厄姆 / 多德 / 巴菲特	变化但可知	专注于价值，寻找价值高于当前价格的股票
成长型	费雪 / 林奇	变化但可知	专注于成长，寻找价值上升速度比价格上升速度快的股票
指数型	博格	不确定和不可知	忽略价值和价格的关系，在市场上随波逐流
技术型	奥尼尔	可能存在一定关系，但无关紧要	专注于价格走势
组合型	马尔基尔	相等	以价格—价值为风险尺度，确定相应的风险偏好

为了做进一步的说明，假设昨天纽约证券交易所闭市时 IBM 公司的股价是每股 50 美元。是否买入该股票取决于每种投资策略中的不同因素（是否要卖出该股票在概念上基本是反其道而行之，我们将在第 8 章中进一步讨论）。

- ▶ 价值型投资者：(a) 对 IBM 的未来现金流做出预期，计算其当前的价值，并判断是高于还是低于每股 50 美元；(b) 只有当现金流的当前价值高于每股 60 美元时，才会买入股票 [价值和价格之间 10 美元的差额意味着 20% ($\$10/\50) 的“安全边际” (margin of safety)]。更加保守的投资者会要求更大的边际厚度。
- ▶ 成长型投资者：(a) 强调 IBM 销售、营收和现金流的相对可能增长；(b) 如果确信 IBM 的价值和股价在不远的将来会增长到 60 美元，则买入股票。
- ▶ 指数型投资者：(a) 认为自己在确认单独一只股票的价值和价格方面无能为力；(b) 于是他们会买入一只包含 IBM 和很多其他公司股票的资金。
- ▶ 技术型投资者会：(a) 高度关注市场上那些与 IBM 股价走势有关的线索，以判断股价在 50 美元附近上行或下行的可能性；(b) 如果有迹象表明股价有上涨的趋势，则买入股票（如果这些投资者认为股价会下跌，他们也很有可能会卖空股票，以锁定当前 50 美元的价格，并希望将来以更低的价格将股票购回）。



- ▶ 组合型投资者：(a) 认为以上这些完全是在浪费时间，因为 50 美元的股价已经反映了 IBM 当前的价值；(b) 重要的问题是 IBM 的风险（以其股价相对于市场整体的历史波动来衡量）是否适合某投资者的风险偏好。

价值型投资和成长型投资在策略上有重合之处，它们对价格—价值的关系持有相同的观点，但在看待未来的角度上侧重点不同。价值型投资强调已知的价值，并将其和价格作比较；成长型投资强调成长所带来的价值增长，并将其与价格作比较。从这个意义上说，成长型投资和价值型投资如同一对表兄弟，它们的追随者均认为，投资分析师是能够得出股票的价值并将其与价格进行比较的。

指数型投资策略是为那些不能或不愿做上述工作的投资者所准备的。采用这种策略无需专业的分析能力或做额外的功课，投资的回报是整个指数的表现而不是遴选出的某一股票。价值型和成长型策略的拥趸认为该策略适用于那些缺乏分析技能或精力的投资者。我们在第 12 章将会看到，了解价值投资的基本理念对被动型的投资者其实也是有益的，因为这可以帮助他们理解是什么力量在操纵他们原本的投资。

价值型投资者把技术型交易看做投机，而不是投资。技术型投资策略试图预测投资者对股市前景的预期，并通过探究股价历史数据中的模式来建立这种预测。从某种意义上说，这并不是—种投资策略，而且它的时限也太短，不能构成真正的投

资，所以这种策略对那些富于理性的分析师来说并没有吸引力，它会在股市持续走高时使人沉醉其中，从而丧失应该有的判断。20世纪90年代就是人们在股市中酩酊大醉的时候。

有一类被称做“动量交易”(momentum trading)的技术型交易在20世纪90年代很普遍。当最受瞩目的股票上涨时，其吸引力会进一步加大，采用这种策略的投资者会错误地认为自己是英明的炒家。很多人在弹冠相庆时，甚至都不清楚自己买入的公司是干什么的，是不是在盈利，更不要说去看一下这些公司的财报。在大概5年的时间内，大部分股票都在上涨，即使是那些已经摇摇欲坠的公司；沾沾自喜的情绪到处蔓延。

这期间，很多新的投资者被股市吸引而下海，尽管他们还读不懂企业财报，更不知其中的基本要素，即便是投资的老手也禁不住随波逐流，去相信传言和错误的主观判断，而不是基于事实和数据的分析。菜鸟投资者从来没有听说过价值投资的概念，而很多有经验的投资者又迷信地认为所谓的“新经济”已经使这一概念变得如化石般古老。其实我们不难发现，历史上有很多类似的时期，其中最广为人知的是20世纪20年代，其顶峰就是1929年的股市大崩盘。

正是这次经济大萧条催生了本杰明·格雷厄姆和戴维·多德的价值投资理念。20世纪20年代后期，由内部消息和主观判断驱动的组合管理技巧构成了当时投资圈的主要特点，而格雷厄姆通过宣扬一种理智的投资策略框架，提高了投资者的



自制力。虽然他的价值投资理论蓝本仍然处处依赖投资者的个人判断，但是却给他们提供了一个坚实的基础。

组合型投资策略则在提供这种理性的投资策略框架方面走得更远。这种策略的一个基本假设是价格和价值是相等的。如果这一“有效市场假说”是正确的，则价值型投资策略就毫无用武之地了。通过买入一只价格远低于其内在价值（未来现金流的当前值）的股票来获取超出平均水平的投资收益变得没有可能。

在有效市场理论中，一个公司的业务风险反映在其股价相对于其他公司股价的历史波动中。这一组合型投资策略的关键指标被该策略的拥护者称做股票的 β (beta) 系数，并被频繁地监测。投资顾问使用 β 风险测度来指导组合型投资者建立符合自己风险偏好的投资组合，我们将在第 7 章中介绍其中的细节。

在此基础上，组合型投资策略又前进了一大步。其认为存在这样的可能性，即通过组合一揽子分散化的证券，可以消除与其中任何一只证券有关的特定风险。一只证券的风险可以被其他证券的收益所抵消。组合型投资策略将问题简化为分析 β 系数和构造最优的分散化投资组合，对于这两种工具，已有大量的数学和计量经济学方面的研究成果。有些证据支持这一理论，而另外一些则让人对其存有疑问。

价值型投资者对有效市场理论、该理论所宣称的价值和价格的同一性，以及 β 系数作为风险度量手段的适用性表示怀疑。价值型投资者的投资记录本身就是组合型投资理论存在薄

弱点的重要实证。因为有太多成功的价值投资者，有效理论的支持者无法忽视他们的存在，而且市场上有太多的股票，其价格明显高于或低于其价值，这也使得有效理论难以变得完备。另外，尽管 β 系数可以或多或少地衡量与价格起伏有关的风险，但它却不能反映业务表现或真正的价值^①。

市场泡沫的产生并不是偶然的，而是一种以快速的技术革新和过度的兴奋为典型特征的商业环境下的症状。非理性的繁荣会螺旋式地上升，其蔓延的深度和宽度往往超出人们的理解。在这种情况下，大量的普通人开始错误地认为自己了解公司的业务和股票市场，而有经验的投资者则会去追求超出自己理解能力的投资机会。

市场萧条同样不是偶发的，而是一股与上述情况相反的力量作用下的症状——新手从市场上逃离，而老手则恐慌过了头。这就如同一场散去的宴席，相比席上短暂的快乐，令人印象更加深刻的是宿醉带来的痛苦。

价值型投资者认为股市是不可预测的，不管是短期还是长期。基于过往的表现和现有的信息，人们能够较为合理预测的最多不过是较长时期内公司业务的大致表现。价值投资者要做的就是分析这些信息以确定价值，并将其与股价相联系。

① 对这一观点，组合理论的支持者显然会不以为然。他们认为既然价格和价值是一回事，公司的业务表现和价值已经反映在价格中，进而也可以用 β 系数测量。——译者注



价值投资的信条

从某种程度上说，价值投资是一种心态，其特征是能够习惯性地将股票的价格和其背后企业的价值联系起来，基本面分析的基本原则是其常用的工具。价值投资策略源自三个信条。

第一个信条是本杰明·格雷厄姆的“安全边际”原则。该原则要求保证将要买入股票的价格显著低于其大致的价值。要明确这一点，投资者需对公司的业务进行全面的分析。首先，价值型投资者要做的是筛选潜在的投资对象，筛选的大致原则是投资者能够理解公司业务运作并能对其做出评估[通常我们把筛选后的范围称做“能力范围”(circle of competence)]。

约翰·波尔·威廉姆斯(John Burr Williams)提炼了价值投资的第二个核心信条。这一定量化的信条要求按照现有数据，保守地估计出公司未来的现金流，并计算出当前的价值，即公司的内在价值。这一原则把握了一个直观的逻辑，即今天投资者手中握着的一元钱在将来的价值应该高于一元。我们将在第5、6、7章论述其中的细节。

菲利普·费雪贡献了价值投资的第三个信条。该定性化的信条要求投资者孜孜不倦地寻找那些展示了良好长期前景的公司。具备良好前景的特征是公司建立起某种业务特许权(business franchise)[⊖]，如拥有忠诚的客户群、令对手难以匹敌的品牌认知度和令人敬畏的市场营销能力等。与此相关联的，还

⊖ franchise 的字面意思是特许权，在这里的含义似乎更接近我们现在所说的“软实力”，或者说企业的综合实力。——译者注