

价值投资之父本杰明·格雷厄姆真传弟子
价值投资圣经《证券分析》《聪明的投资者》续

拒当赌徒，
做聪明的
价值投资者

〔美〕克里斯托弗·布朗◎著
刘冀龙◎译

投资
①
头号
法则

作为当今世界上最杰出的价值投资大师之一，克里斯托弗·布朗的话绝对值得我们洗耳恭听。

——巴顿·比格斯
《对冲基金风云录》作者

The little book of
Value
Investing

中信出版社
广东新华书店



拒当赌徒，做聪明的价值投资者

(美) 克里斯托弗·布朗
(Christopher H. Browne) 著
刘寅龙 译

投资的 头号法则

The little book of
Value
Investing

英 美 著
广 东 译
东 方 出 版 社

图书在版编目(CIP)数据

投资的头号法则 / [美] 布朗; 刘寅龙译. —广州: 广东经济出版社, 2007.12
ISBN 978-7-80728-748-3

I. 投… II. ①布…②刘… III. 投资学 IV .F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 160346 号

版权登记号 图字:19-2007-051 号

The little Book of Value Investing

Copyright © 2007 by Christopher H. Browne.

This edition published by arrangement with John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey

Simplified Chinese translation copyright © 2008 by **Grand China Publishing House**

All rights reserved.

No part of this book may be used or reproduced in any manner whatever without written permission except in the case of brief quotations embodied in critical articles or reviews.

本书中文简体字版通过 **Grand China Publishing House(中资出版社)** 授权广东经济出版社在中国内地出版并独家发行。未经出版者许可, 不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分内容。

出版发行	广东经济出版社(广州市环市东路水荫路11号11楼)
经销	广东新华发行集团
印刷	深圳大公印刷有限公司
开本	787毫米×1092毫米 1/16
印张	16印张
字数	179千字
版次	2008年3月第1版
印次	2008年3月第1次
书号	ISBN 978-7-80728-748-3
定价	39.80元

如发现印装质量问题, 影响阅读, 请与承印厂联系调换。

发行部地址: 广州市水荫路11号11楼

电话: (020)83780718 83790316 邮政编码: 510075

邮购地址: 广州市水荫路11号11楼直销部

电话: (020)37601950 37601509 邮编: 510075

图书网站: <http://www.gebook.com>

广东经济出版社常年法律顾问: 廖蔚峰律师、刘红丽律师

· 版权所有 翻印必究 ·

封底无“短信中奖防伪标”均为盗版
短信查询中奖方法见本书最后一页

名人推荐 | THE LITTLE BOOK OF VALUE INVESTING

克里斯托弗·布朗是当今世界最杰出的价值投资专家之一。

——巴顿·比格斯 (Barton M. Biggs)

摩根士丹利全球首席投资策略师

价值投资者对收益的欲望是无止境的。克里斯托弗·布朗为我们剖析了其中的原因，并且教导我们怎样让美梦成真。这本短小精悍而又趣味横生的小册子，总能让投资者财源不断。

——查尔斯·艾利斯 (Charles Ellis)

《资本》(Capital) 一书的作者

克里斯托弗·布朗以迷人的视角向世人展示了使其成为业内不朽传奇的投资原则和技巧。对任何投资者，无论他们有着何种经历和出身，这都是一本不可不读的好书。

——刘易斯·桑德斯 (Lewis Sanders)

安联基金管理公司 (AllianceBernstein) 董事长兼首席执行官

克里斯托弗·布朗是财富创造领域中一位出类拔萃的实践者。

——布鲁斯·格林沃德 (Bruce Greenwald)

哥伦比亚商学院 (Columbia Business School)

本书充满了投资的大智慧。对任何一位投资者而言，这本书都是不可不看的。它以最简洁、最清晰、最基础的语言诠释了价值投资的真谛。我把这本书指定为所有公司股东的必读书。

——查尔斯·罗伊斯 (Charles Royce)
罗伊斯基基金 (Royce Funds) 总裁

克里斯托弗·布朗是价值投资领域的一位国际级巨人，这本书更是一本值得珍藏的传世经典。

——马丁·惠特曼 (Martin Whitman)
第三大道基金 (Third Avenue Funds)

知名媒体推荐 | THE LITTLE BOOK OF VALUE INVESTING

对任何有志于采用价值投资这一独特投资策略的投资者来说，这本深入浅出、简洁明晰的投资指南绝对是首选。

——摘自《华尔街日报》(*The Wall Street Journal*)

如果你想保护你的退休金和养老金，并且让其不断增值，本书将是最好的指南之一。这本来自于价值投资领域大师级人物的最新作品，因其充实的内容和深入浅出的语言，必将成为新世纪价值投资者们的指导性纲领。

——摘自《福布斯》(*Forbes*)

这是目前世界上第一流的论述价值投资艺术的书藉。

——摘自《金融时报》(*Financial Times*)

这是价值投资大师克里斯托弗·布朗在这个秋季里的最新力作，如果你天生是一名价值投资者，你将在本书中找到大量极具说服力和启发性的价值投资方法……只要你遵循这些技术，并且能妥善处理因采用与大多数人都不同的投资方案所带来的心理压力，你的长期投资必将获得成功。

——摘自《独立报》(*The Independent*)

锐利的笔调……让你心中燃烧起购买股票的渴望。

——摘自《今日美国》(USA Today)

愚人金的所有用户将非常乐于将《投资的头号法则》一书列为假日必买书目。

——摘自愚人金网站 (www.fools.com)

布朗长达 37 年坚持不懈地遵循本杰明·格雷厄姆所倡导的价值投资信条。现在，他将这些信条以最简洁和让人信服的语言传递给每一位投资者。

——摘自《彭博财经》(www.Bloomberg.com)

11 推荐序 I 无与伦比的投资头号法则

17 推荐序 II 投资者不可多得的财富

19 前 言 写在“头号法则”之前

25 第 1 章 从买牛排中发现投资的第一法则

看到打折的牛排，你会怦然心动，看到“打折”的股票呢？过去一年里，你所追逐的热门股，让你获利了吗？过去十年里呢？

你知道吗？以股神沃伦·巴菲特为首的 8 位超级投资大师从不理会热门股！他们只青睐“打折”的股票。

37 第 2 章 价值投资第一法则

你了解你所持股票的内在价值吗？

很多个人和机构投资者都很少关注股票的内在价值，结果却是灾难性的。

当你所持股票的价格低于其内在价值时，这将是漂亮的投资机会！

49 第 3 章 给你的股票套上“安全带”

你知道吗？本杰明·格雷厄姆和沃伦·巴菲特选股票都遵循“安全边际”公式。

遵照“安全边际”公式选择股票，就如同给股票系上了“安全带”。

神奇的“安全边际”到底指什么？两位大师的“安全边际”公式又是什么？

低市盈率，买进

怎样才能牛市熊市里都游刃有余？——低市盈率买进！

本杰明·格雷厄姆的制胜之道——低市盈率投资法！

大量研究表明，强调贱买贵卖的价值投资，是手里储蓄不断升值的最稳妥方法。

第4章 59

如果美元打折 1/3

如果你发现一只股票的交易价格低于其账面价值，那么，盯住它！

从摩根士丹利全球首席策略师巴顿·比格斯到诺贝尔奖获得者都指出，在任何一个国家，价值股的市场收益能力都远远高于成长股。

第5章 71

全球股票 Top80

为什么要到全球去搜索价值股？

你知道吗？目前，全球的价值投资机会，已经和美国股市上的价值投资机会相当了。

到全球去搜索，就能成倍放大进行价值型投资的机会。

第6章 79

全球股票寻宝之旅

怎样才能越过各国会计系统的雷区，找出暗藏的宝藏？

为什么说欧洲、日本和瑞士的会计系统充满宝藏？

又为什么说俄罗斯和墨西哥的会计制度充满陷阱？

第7章 89

密切关注股票的内部人士

为什么说内部人士的举动是股价变动的信号？其秘密何在？

如果内部人士抛出所持公司股票，要注意！而如果内部人士买入公司股票，则要高度注意！！

为什么说内部人士举动是引起市场关注的催化剂？

第8章 101

股市大跌时请瞪大眼睛

股价下跌的时候，本来是投资者要瞪大眼睛，全神贯注的时候，但大部分投资者只会惊慌失措。

华尔街经典：“试图握住正在下落的刀子是非常危险的。”但是，如果握住的是刀柄，你将在股市里无坚不摧。

安全边际？还是股市双刃剑？

第9章 109

119 第10章

在市场上掘金的利器

要有所发现，先从阅读上市公司的年报开始。

在美国，可以在《华尔街日报》《投资者商业日报》《金融时代》上寻找打折的股票。

当市场发生“企业”并购时，请瞪大眼睛！

129 第11章

剔除劣质“牛排”

在低市盈率股票中，哪些应该纳入囊中，哪些应该敬而远之？本章将会为你解决。

请远离存在如下问题的股票：债务过多，业绩低于预期，劳资协议纠纷，竞争加剧，过时，会计舞弊。

哪种企业发行的低市盈率股票最安全？——你自己了解，同时又有市场需求的企业。

141 第12章

给企业体检I：资产负债表

要给企业体检，先从“病例记录”入手——资产负债表分析。

你知道吗？流动性是资产负债表的最重要特征。什么是流动资产？流动负债？长期资产？长期负债？

请记住，稳健的资产负债表就是一家公司的生命力。

151 第13章

给企业体检II：损益表

要给企业体检，还要给企业照“X光片”——损益表。

损益表应该如何分析？什么是销售额？销售成本？毛利润？最终收益？每股收益？本章为你轻松解答。

资本收益率和净利润率的秘密何在？

损益表中最能说明问题的，是各项指标在未来5到10年内的变化趋势。

161 第14章

股票终极大检查

细致入微，庖丁解牛——解剖企业真实状况的16个问题！

通过这些问题，我们可以发现：

哪个公司有可能通过扩大业务和控制费用提高其股价？公司管理层对公司未来的信心如何？

.....

全球股票游乐场

第15章 173

你知道吗？各国会计制度上的差异，既可能是陷阱，也有可能是机遇。

你了解美国和非美地区会计制度的差异吗？

为什么美国公司更喜欢把自己最风光的一面展现在股东的面前？

为什么一个稳健强大的资产负债表如此重要？

如何规避汇率波动带来的风险

第16章 181

你知道吗？购买外国股票，就算股价上涨，你依然有可能亏损。

善用套期保值，可以让你有效避免这种情况发生。

有研究表明，就长期而言，可以对汇率的变动置之不理。

投资是马拉松比赛

第17章 187

你倾向于哪一种：短线交易还是长线投资？为什么？获利情况如何？

你可以挑一条在100码内开得最快的车道，但这条车道却不一定是能让你一直保持最快的车道。

价值投资大师认为，预测短期股票市场的走势不仅是愚人的游戏，还是对投资大众的一种欺骗和虐待。

精选投资组合：选对鸡蛋，放对篮子

第18章 197

股票和债券，你选择哪种投资方式？

为什么还有人会买债券呢？最重要的两个因素在于你的年纪以及你维持预期生活水平所必需的资金量。

如何选择股票和债券的投资组合？

精选基金经理：把篮子交给正确的人

第19章 209

你有投资基金吗？你知道如何去选择一名优秀的基金经理吗？

一名优秀的基金经理，必须要有自己的投资方法，必须经营业绩和投资业绩同样出众。

如果基金经理也有投资于同一基金，那就放心去买吧！

217 第20章

价值投资大师们最后的叮嘱

为什么能够坚持价值投资原则的人总是寥寥无几？为什么如此之多的投资者，依然陷入低劣愚蠢的投资决策中难以自拔？

价值投资要取得成功，我们还需要有：耐心、勇气、自律。为什么说战胜市场永远都是一项无比艰巨的任务？

231 第21章

紧握手里的制胜法宝

只要能坚持价值投资的基本原则，我们定能有所斩获！

任何一种方法和标准都要随着时间的推移而演化，但价值投资的基本原则从没变过。

很多时候，耐心是价值投资最难做到的，你准备好了吗？

241 后记

当之无愧的投资头号法则

以上所说，并不是成功价值投资常胜将军的至理名言。

在本章你将看到大量最新的研究资料，证明了价值投资确实是股票市场的常胜之道。

无与伦比的投资头号法则

《华尔街日报》资深记者
罗杰·洛温斯坦 (Roger Lowenstein)^①

我投资的第一只股票 Poloron Products 绝对物超所值。早在 20 世纪 60 年代初，父亲就为我买了 400 股。我从来就没有想过这些股票能给我带来什么，或是表现如何。但我还是养成了每天早晨看一下股价的习惯（也许你不信，在我年轻时，股票市场还处于一个和技术几乎毫不相干的时代，在那个时候，要了解前一天的市场表现，人们还只能依赖于报纸。）。但是让我感到百思不得其解的是，股价上涨 1/8 就可以给我带来 50 美元的收益，这真是一颗硕大无比的宝石。尽管股票下跌和上涨都是常有的事，但我还是习惯于对下跌视而不见，尽情享受财富增长带来的刺激（这些股票只不过是一些纸片而已，对吧！）。我记得自己曾经问父亲是什么让股价上涨。虽然他的回答很有启发意义，但却很有限：因为 Poloron 还在做生意，这就是我的理解。企业的赢利水平越高，投资者就需要支付更高的股价。但有一点却是我所不能理解的——利润并不能“归属”于股票：它们只能归属于公司。我在《时代》(Times) 晨报上搜寻的报价和公司保险箱里的收入毫不相干，而我对此却笃信不已。那么，股价为什么会上涨呢？我父亲的看法是企业利润，也就是说，股价的上涨源于公司向股东发放股利的能力。但是在这个问题上，Poloron 似乎

依然是不折不扣的主宰者，他们根本没有必要向我们支付股利。我猜想，所有股东大概都和我一样，对此一无所知，而且又无能为力，只能听任他们的摆布。至于说股价的上涨完全服从于企业的增长（正如我父亲所说的），我认为这正是市场的特性。在我看来，枯燥乏味的金融学教条让股价沉浮显得更令人振奋，而那个决定我这400股股票价格的人，显然是不折不扣地依照Poloron的赢利状况作出决策的，尽管我和其他股东也许永远都看不见他们。

我不记得父亲什么时候卖掉了我的股票，但这肯定是事实，因为我恍惚之间觉得那400股股票已经不再属于“我”了，于是，我也就不再关注Poloron。但它也让我牢牢地记住了一个颠扑不灭的真理。虽然没有得到利润，但是，我却因此而在研究或是购买股票时养成了一个根深蒂固的好习惯。

华尔街总是在告诉我们：股票变动的诱因是无穷无尽的，比如说战争与和平、政治、经济、市场趋势，等等。但是让我坚信不移的却是这样一个信条：股价的依托就是企业的基本收益。

在看到克里斯托弗·布朗的价值投资创作提纲时，我立刻想到了这一点。也许每个人在年轻时都曾有过这样的经历：在参加体育比赛的时候，父母的鼓励总会让我们激情四射，动力无穷。同样，他们对待经济问题的看法也会塑造了我们的经济意识。毋庸置疑，我们的第一堂财务课也总是源自生活中的耳濡目染，而影响力最大的自然是长辈（对我而言则是父母）。年轻人总是以崇敬的心情去倾听长者的教诲，他们的一字一句都将深深地扎根于我们的思想深处，坚实牢固，不可动摇。

对布朗来说，父辈的亲身经历和引导让他受益无穷。在他的身上，让我们深刻地体会到血脉相承的经济意识。他的父亲——霍华德·布朗（Howard Bronme）曾经是一名股票经纪人，1945年，老布朗和几位合伙人共同创建了特维迪-布朗-雷利公司（Tweedy, Browne and Reilly），而本书的作者又子承父业，一直担任着该公司

的负责人。把这些创始人称做“经纪人”显然过于轻率，在华尔街，他们绝对是某个特殊领域的专家：这些与众不同的经纪人把目光盯在那些极少交易的股票上，由于这类股票基本不存在真正的市场公开性，他们的业务核心，就是把这些股票的买方和卖方撮合到一起。因此，从定义上看，他们的顾客自然是那些依从市场趋势，对股票基本价值情有独钟的投资者（至于这些股票，需要提醒的是，它们根本就不存在活跃的市场交易）。事实上，公司最早，同时也是最积极的客户就是本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham），一位曾经创造历史的金融学教授、声名显赫的财经作家和业绩斐然的基金经理。

可以说，**本杰明·格雷厄姆是价值投资的鼻祖，更是价值投资基本原则的缔造者，而他的信徒则是价值投资的第一批实践者。在这些先行者当中，特维迪-布朗很快就脱颖而出，成为其中的领军者，并得到业界的推崇。**特维迪-布朗-雷利公司位于华尔街52号，与本杰明·格雷厄姆的办公室比肩而邻（也许是为了能得到这位大师更多的生意，当然还有他的教诲）。最终，公司业务也从单纯的股票经纪发展到基金管理。也就是说，投资已经成为公司生存的基石，于是，他们也就自然而然地秉承了格雷厄姆的投资理念和经营方式。

介绍价值投资的基本含义并不困难，但是要在实践中真正运用价值投资的策略却绝非易事。实际上，价值投资的原理无非是按照股票的商业价值，买入市场价格低于内在价值的股票，这一点与传统意义上的股票市场截然不同。（还记得那些神秘兮兮、凭着收益能力大肆哄抬 Polaron 股票价格的家伙吧？他们肯定别有用心。）

既然游戏的主题是价格和价值——换句话说，一切都是为了寻找物超所值的便宜货，那么，价值投资者总是费尽心机地搜罗那些一跌再跌的股票，这一点自然也就不足为奇了。他们不过是大势投资者（Momentum Investor）^①的翻版而已，股票的上涨必然会让他们的激昂振奋。正如克里斯托弗·布朗所述：“购买股票就像在杂货店里买家当——一定要趁打折的时候去买。”

但父辈的传奇还远未终结。老布朗选择的股票之一就是一家每况愈下的纺织厂——位于新英格兰的伯克希尔·哈撒韦公司(Berkshire Hathaway Inc)。早在20世纪50年代末，格雷厄姆就几乎要买下这家企业，但最终还是与之擦肩而过。但他的年轻合伙人，同时也是他在哥伦比亚商学院时的弟子——沃伦·巴菲特(Warren Buffett)对此却兴趣盎然。由于纺织业深陷危机，股票价格也因此一跌再跌。

到了20世纪60年代初期，格雷厄姆急流勇退，而巴菲特却有了属于自己的公司。当然，我们现在都知道，巴菲特全盘买下了伯克希尔纺织厂。年轻的布朗指出，他的父亲，当时还在从事股票经纪交易的老布朗，购买了伯克希尔·哈撒韦公司的绝大部分股票，也就是说，巴菲特今天所拥有的绝大部分伯克希尔·哈撒韦公司股份，都曾经属于老布朗。这些股票大多一蹶不振，巴菲特开始以每股不到8美元的价格买入。几年之后，巴菲特解除了原来的管理层，开始对公司进行重组，此时，股价已经上涨到18美元。时至今日，伯克希尔的股票价格已高达9万美元。所以说，布朗家族的世系不仅与格雷厄姆有着千丝万缕的联系，更与他那最出名的弟子巴菲特有很深的渊源。在价值投资这个问题上，任何人都不可能超越他们。

从格雷厄姆、巴菲特及其众多门徒(当然包括特维迪·布朗)的成功，我们可以窥见价值投资的一个与众不同之处，这就是：在实践中，它的基本原则很少为人们所遵从。是什么让投资者对这些纵横驰骋七十载的投资方法视而不见呢？投资者永远都不可能做到镇定自若，淡泊名利。在这个问题上，我想，他们的焦虑可能与最初涉足投资时那些曾经让我百思不得其解的问题有关吧。比如说：有一种股票的价格非常便宜，但谁能想到以后是不是还会这样呢？换句话说，企业层次的收益何以驱动二级市场上交易的股票价格呢？20世纪50年代中期，美国议员威廉·富布赖特(William Fulbright)在格雷厄姆对股票市场进行检验的时候，就曾经向他提出过这个问