

第 1 章

技 巧

具体技巧

每个人都要存钱以备后用，这就是说需要投资。投资有两种形式：一种是拥有资产，以期获得稳定的可预见到的收入，如购买公司股份或不动产；另一种是将钱存入银行或购买债券。从长远来看，股票的收益要比银行存款或购买债券的收益高得多，小公司的股票收益则比大公司的又要高。（投机是指买进回报无法预测而你却期望其价格上涨的某种资产的行为。）本书主要介绍通过买卖上市证券，即投资股票来获取个人回报的有关知识与技巧。

在以后的章节中将介绍两个基本的技巧。我相信，对大多数投资者来说，只要掌握了这两个技巧定会有较好的回报。

第一，在股市大跌的时候买进成长股，持有这些股票直到其成长趋慢。

第二，买那些价格严重低估的普通股票，待这些公司股价回升时再卖出。

掌握以上两个技巧中的任何一个都需要具备一定的知

识和对事物的敏感判断，同时还需要一定的分析问题的能力

表 1.1 几种不同类型投资的收益对比 (1926—1993)^①

	总收益 (%)	实际收益 (%)
股票	10.3	7.0
小公司股票	12.4	8.9
公司债券	5.6	2.4
政府债券	5.0	1.8
短期国库券	3.7	0.5
通货膨胀	3.1	0

资料来源 伊博森协会。

力在以后的章节里 我会介绍一些新的技巧 但这些技巧更难掌握)对职业投资专家来说 要了解的东西很多 而对个人投资者来说，只要了解其中最基本的内容就行了。抓住一年乃至几年当中才有的一个较好的买点就足以使你盈利丰厚。

随着你的投资胜率的提高，你的风险也会相应的降低，对所买的股票了解得越多，你对其市场运行就越是了如指掌。想要做到这一点，要么是通过你对某种特定的投资对象所具有的独特知识 就像购物者寻购便宜货那样 要么是你了解证券市场的总体运行情况，在其最不受欢迎的时候买进一些。例如，20世纪 80 年代的墨西哥公司，从那时起到现在 按美元折算 这些公司已升值几十倍。总之 投资机遇就是现实和认知两者之间的综合。所有成功的投资

平均复利率。

者都是与众不同的。任何一个大众广泛参与的交易市场都有波峰浪谷，人们一会儿狂喜一会儿绝望。假如你能抓住要害，以独特的眼光买进一些不太流行的有投资价值的好股票，那么你将获利匪浅。

投资与投机不一样，它有许多具体的技巧。它的独特性在于人们要花许多时间去了解那些未知的东西。市场是在上升还是下跌？经济是否在复苏？政府打算干什么？众所周知，在军事方面那些不上前线的战略家总是空谈伟大的战略，而专家们考虑的则是补用品。假如军队弹尽粮绝了，那么战略再完美也将失败。同样，在投资行业里，基本的概念也非常简单。你需要了解的是 A 公司是否优于 B 公司，其价格是否如实地反映了该差别。

对一种股票 当人们不知其价值时 便对其短期的走向进行主观的猜测，但这种猜测是不可知的，甚至是无用的。做长期分析既十分重要，且比较容易：当某公司的盈余和内在价值逐年增长，则其股票价格也将跟随上涨。不言而喻，短期走势有时也是十分有趣的，你也可以从图表上看出，如果能够抓住短线走势的波峰和波谷，你会做得比大盘好得多，的确如此！可是，这种走势像布朗运动那样是不可预见的，由于交易成本较高，所以要想抓住这些短线机会，代价也是非常高的。

长期拥有美国股票其总的收益率大约是 9.5%—10%，这其中也包括了市场崩溃。进仓的最好时机通常是股票价格从底部弹升时，但股票在市场低谷时往往交易清淡。假如你错过了每 10 年里的最好那几个月的进货时机，

你的收益将会减半！

如果像往常一样总是把目光盯着股价显示牌，那么你则是在浪费时间。因为你总是为那些短期的市场波动而担忧，偏离了关注该公司目前的经营状况这个能够让你投资成功的主要方面，其结果必定是丢了西瓜拣了芝麻。

总之 你应对短期因素视而不见 不必担心经济和市场的趋向。而以你买房的方式买进一个公司的股份：因为你对它的情况非常了解，愿意以该价格长期地持有其股份。事实上 你应该只买进那些你有兴趣拥有的股票 而不要过多地考虑市场波动对它的影响。

要点

在投资运作时 切勿分散精力。要想盈利 你就必须对你所投资的公司比市场有尽可能多的了解。但是，你想详尽地全面地了解所有上市公司的情况 那么 你对所投资的特定公司的了解或许反而比市场了解的更少了。你所需要做的决定之一是要明确投资重点。大多数投资者对此往往较少思考。投资的方向及关注重点有许多，例如：成长性、价值、新兴市场、古董、廉价证券、高科技、小型或地方公司、不动产、高等级债券、低等级债券 或任何一种有助于你成功的投资。要把你自己当作一个公司：如果一个公司制造一系列毫不相关的产品（其产品包括从建筑材料到口香糖）那么这个公司几乎从不会成功。相反地，公司应当最终确认一个可供发展的领域 设法在该领域获得成功 并由此发达起来。风险资本的情况也是如此。在创业初期，雄

心勃勃的风险投资者总想坐在办公室里考虑着送上门的交易。然后他们或者是亏了钱；或者是转向专门研究某一特殊的领域，经过长期的研究，他们在这一特殊的领域中取得了丰富的经验，从而使他们能在数百个不适用的提议中，筛选出一个难得的有用的提议。

正像我将阐述的那样，通常你都可以作出判断有哪些领域任何价格水平，任何时间都值得去投资，如成长性、价值、高科技、某一国外市场等等。只是该等因素应该慎重考虑，因为错误的价格判断所产生的不利影响通常在几年之内都一直存在。因此，投资者必须既现实又灵活，因为变化是必须考虑的一个因素。公司在变化，经济在变化，社会在变化，国家在变化，市场的结构也在变化。

对股票进行分析有两种方法。一是像评估一所房屋那样，你可以把整个公司当作一个整体来评估。最近出售的公司有什么共同特点？其重置成本是多少？扣除折旧其原始成本是多少？其商业盈利能力如何？正如房屋评估者那样，也有投资银行家对整个公司进行评估并参与交易。同样，公司收购部门的经理也就其本行业的其他公司进行评估。对某些行业来说，有专家专门提供这一服务，因为计算被兼并公司的接管价值非常重要。这些专家常常能十分准确地了解某企业在市场上的价值。例如，一个石油公司拥有售价为 20 美金一股的 2000 万股股票，这就意味着其市场价值是 4 亿美金。假如你的专家告诉你，有一个精明的买主可能出 8 亿美金全部买下，也就是 40 美金一股，你就会觉得这是个值得下的赌注，这就是手腕高明的投机商买

进一个公司的做法，而实际上其价值又如何呢？

如果你不具备上述那些系统的专业知识，这就需要第二种分析技巧，即证券分析。这些内容在教科书和商业学校都教过，该技巧也很有用。在本书中，我将介绍一些简单而有效的方法，来帮助你进行分析。这并不是想使你能成为公司财务分析的行家，这有专门的教材教你如何实现这一目标。但希望你能运用该分析方法找到为数不多的好股票，并对此胸有成竹，或者学会去评判你的专业指导者的工作效果。

投资就好像一场比赛，需要参与的人具备赢得任何比赛都应该有的品质，你必须喜欢它，并且要有获胜的强烈愿望。无论你采用什么样的策略，你都应该遵循三个原则：严谨、坚强和灵活。对你所要买进的公司非常了解，并且只当该公司在市场上被低估的时候买进。

关于第一个原则，无论你是否天生具备，你自己不必费心去做到，雇一个专家去做就可以了。至于第二个原则，只要你有基本的会计知识和商业才能，以及美国工业结构的知识，你自己就可很容易地做许多工作。否则的话，你仅是在议论着流行的概念，这是一个容易招致失败的策略。该书着重阐述第三点，买进一个被低估的公司，这对你也许更容易些。

成长性投资 棘手的领域

在以下的章节里，我将论及几种投资方法。对于每一种投资方法，其操作技巧均有所不同。对大部分投资者而言，第一种也就是最基本的方法就是要在成长企业里拥有股份，这就好像法国的波尔多红葡萄酒是酒窖里不可缺少的基本品种一样。这也好像是买一块播了种子的地，可以看着种子长成大树。假如你年复一年的拥有一些成长很快的企业，你最终一定会很富有。当我碰到一些做股票投资发了财的人时，我发现他们总是在一些成长公司里买了股份并持有其股份 10—15 年，他对这些公司慢慢熟悉起来，看到其中的一些公司在这期间涨了 10 倍。我的客户无一例外的都是这么做的。要在利润和股息开始增加的时候拥有股份并继续持股。成长性投资的一大弊端就是初始收益率较低。但使人感到吃惊的是，那些股息上升快的成长股与那些股息上升不那么快的“收益型股票”比起来，前者最后所获得的收益率要高得多。另一弊端就是不稳定性。正如我在这本书里多次提到，你不得不接受这个事实。成

长型股票的跌幅经常在 20% 以上。尽管如此，你也只得渡过低谷，依靠盈余让你解套。

许多优秀公司的发展过程就像人的成长过程一样经历着各个不同的阶段：婴儿期、青年期、成熟期和衰老期。整个工业也是如此。铁路、钢铁公司、公用事业公司、汽车和计算机都曾是热门的高成长领域，但当其商业特许权受到削弱时，它们也就成了利润率较低的竞争性的领域了。成长性投资的关键是参与一个公司的高成长阶段，或一个行业的高成长阶段，或两者兼而有之。

高成长公司的一个明显的优良指标是其资本再投资的收益率。通常它可以使现金快速流转，并可获得 15%—20% 乃至更多的收益率。对职业投资者来说，与按应税股息所得相比，这是一个明显合算的交易。事实上，当一种成长股有较高的收益率并不断产生复利收益时，长期拥有该成长股正是有价证券投资组合的巨大吸引力所在。

在实际操作中人们是否能真正选择到成长股呢？回答是肯定的（参见附录“杰出的成长股”）。选择成长股可用以下两种方法：第一，挑选一个前景非常好的行业，买进几个在该行业中有很强优势的公司的股票。第二，或者采取完全不同的办法，即挑选特殊的成长公司，而不管它属于什么行业，甚至是前景暗淡的行业。下面分别叙述这两个技巧。

一、成长行业里的领先公司

近几十年来人们不难发现计算机的潜力，也知道半导体、油田服务公司、垄断性的报纸、电视台、信息软件、纤维

镜片、有线电视和移动电话等行业的潜在优势。今天，还有游戏软件、无线通讯、多媒体公司、CASE 软件、RISC 微处理器、计算机网络、生物基因工程等领域。判别这样的行业不需要工商管理硕士学位和高等数学方面的技能，而需要一种时代感。在每个领域买几个领头公司的股票，把最成功的留在手里。只要对你所购买的股票价格控制较好、能继续持有它们，你就会成功。你就像在一条水流很急的河里漂浮，你也许能幸运地遇上一两个扭转乾坤的公司。

二、有鲜明特点的公司

有鲜明特点的公司是指在某一方面做得特别好的公司，也就是它有某种特别的“商业特许专营权”。有时候处于不景气行业的公司获得了非常的成功，致使其本身就成为该行业一个新兴部门。以美国烟草公司为例，该公司是美国香烟的主要制造商^①。在我 15 年前所撰写的《福布斯》专栏及第一本书里介绍过该公司，以后又多次提及该公司。在过去的 15 年中，该公司一直在稳步的上升。不久前沃伦·巴菲特还买进了该公司股份。烟草在国内是一个非成长性的行业，但湿鼻烟却是一种非常优雅的嚼烟，它是一个靠自身成长的领域。1964 年美国卫生局的医务主任公布了一个报告以后，在电视上就禁止做香烟的广告了。

当我在《福布斯》杂志中第一次提及该公司时，我把投资大众对这个想法的反应称为“哈一哈效应”。当投资者对某一投资概念感到吃惊时，这就是一个好的迹象。

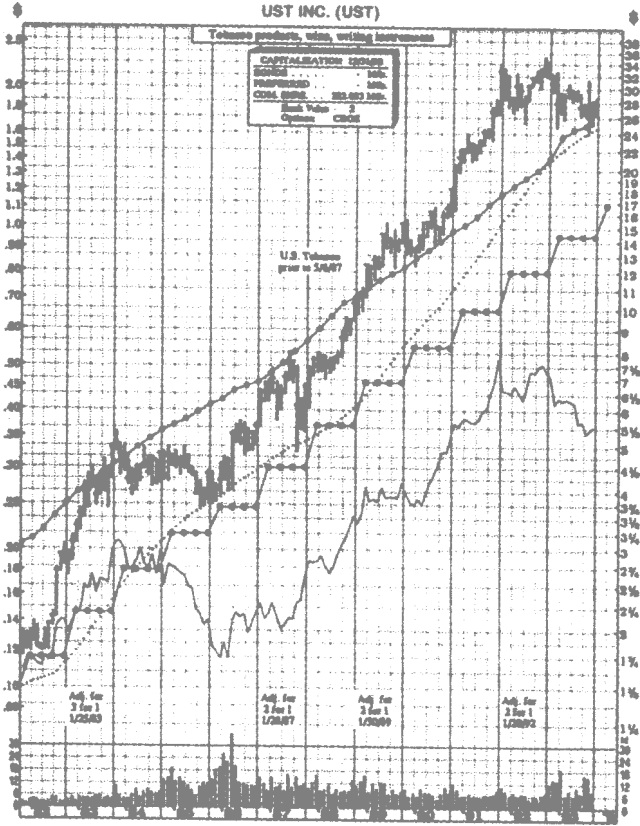


图 1.1 美国烟草公司 (UST)

资料来源 证券研究公司

但美国烟草公司的哥本哈根和斯戈尔牌是为数不多的仍然可以做电视广告进行推销的烟草制品。该公司利用这个有利条件迅速发展，这就是所谓“人为操纵的繁荣”的实例。因为该湿鼻烟存放时间不宜过长，该公司享有这种准垄断，而潜在的竞争者没有能力支付及时组织生产并收回所有未出售烟的费用，从而使得其股东权益报酬率高达 50% 以上，这在整个食品、饮料和烟草行业中是最高的。同样的例子是溴的主要生产厂家大湖化工厂，国际共同基金的主要管理机构波士顿州府银行和在世界得到广泛应用的石油有线探测仪的生产厂家所罗门，这些公司均专注于各自的领域并在其中独占鳌头。不难发现，一个成长公司总是在开拓自己的市场。

与处于激烈竞争中的行业相比，在不景气行业中的杰出公司反而是一个更安全的投资。你可发现不景气行业中无能的经营者的无所适从，而该行业中的杰出公司及其经营者则可以随心所欲。需要注意的是，你的成长股票不需要无止尽地圈钱来保住市场，否则极易落入庞氏圈套^①！刚刚开始发展的地区的主导银行往往资金短缺，而且还可能陷进了不良贷款的泥淖，因此，在不起眼的地方选择三流银行反而是可取的。

^① Ponzi：指新的投资者被一种因首次购买某种股票而得到迅速回报的假像所诱惑并继续投资于此种股票，结果导致其陷入极大的风险之中。因 1919 ~ 1920 年间美国一位名叫 Charles Ponzi 的人经常策划组织此种圈套而得名 参见华尔街词典第 127 条。

购买

确认一种成长股票的合理定价决不是轻而易举的事情。当价格低时，人们总是不相信这一股票是否的确具有发展潜力。而当这一股票能证明其自身的价值时，股票价格很可能已高估了。一个十分浅显而又特别重要的判别原则是股票的价格收益比不应超过持续的百分比增长率，最好低些。换句话说，15%的增长率的股票以 15 倍的本益比定价是合理的。这个行之有效的规则是该投资方式之父特·罗普赖斯提出的。我在《金融大师》一书中对该理论做了详细的论述。你可以根据高于近期市场周期中最低的本益比的 1/3 左右的标准，来制定一个预期的本益比。我发现，查看一个公司较长时间以来的收益、分红和股票价格图是有必要的。通过查阅，你常常可发现一个比较吸引人的价格收益比值。

假如条件许可，你应该做一个内部资本投资收益率的贴现计算。大体上是把收益按几年分配，设想增长率到时将递减到与经济总体增长率一致，也即“递减到平均值”。然后用计算机算出能将未来收益流量折现为当今市场的价格的贴现率。在将贴现率稍加调整后，你就可找到能够接受的收益率。就成长股而言，我认为这种方法比股息贴现模式好，因为成长公司急需现金，这样所付的股息就可能很低。

评估某成长股有投资价值的区域，一个适用的指标是参照特·罗普赖斯新地平线基金股票与标准普尔氏公司

500 种股票平均指数两者的市盈率做比较所得到的比值 (参看下页的比值图表) 一般来说, 这个比值经常上下波动, 幅度在 1 倍至 2 倍之间, 其波动周期一般是 3 年左右, 在底部大约停留 3 年。

以下给读者提供两种有用的方法来考察成长股:

1. 下游的受益者。

谁因汽车的发明而受益? 几十年来, 大部分的汽车制造商大都破产了。以几十家美国的汽车公司倒闭为代价, 造就了为数不多的几家幸存生产厂商。但其本身经营也仅是一般。然而, 因汽车生产而产生的产业链, 使城市郊区不动产、购物中心, 汽车旅馆等其他行业成为巨大的受益者。

同样, 计算机的芯片导致了美国和日本的最初生产厂商之间的一场激烈的耗费巨大的竞争。这使得他们中的许多厂商不得不放弃这个领域。当计算机的操作系统瞬间变得便宜的时候, 需要处理大量资料的行业开始繁荣了。其中的一些实例是令人吃惊的。例如《读者文摘》, 这本杂志是该公司最为著名的一部分, 但公司赚钱却主要依靠书籍和磁带等的零售。该公司在其资料库里有上千万个家庭, 每当有了新顾客, 其资料库就及时调整, 因此, 在发放调查信时就更加有效率。因计算机的存在而兴起的商业计算机软件的热销, 其利润往往比计算机本身更好。电子数据系统使 H·罗斯·佩罗特赚了 10 个亿, 他本身并不经营计算机, 但他的资本回报率要比大部分经营计算机的公司高得多。该电子数据系统可为有关公司承担计算业务, 办理全国健康保险业务。该系统位于达拉斯城外, 巨大的有线网

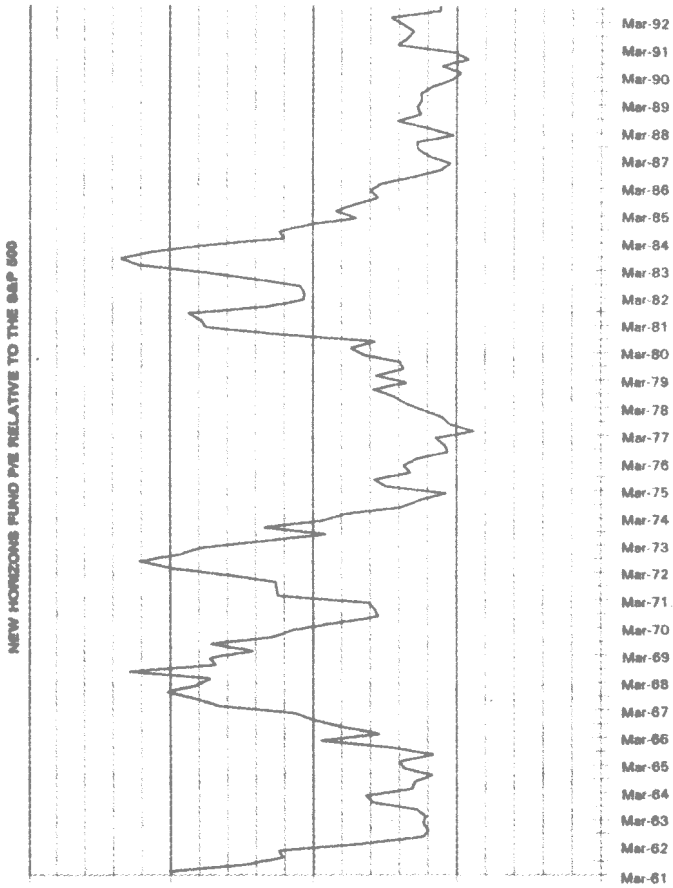


图 1.2 新地平线基金股份的 P/E 值与标准及普尔氏公司 500 种股票平均指数的 P/E 值的比较值

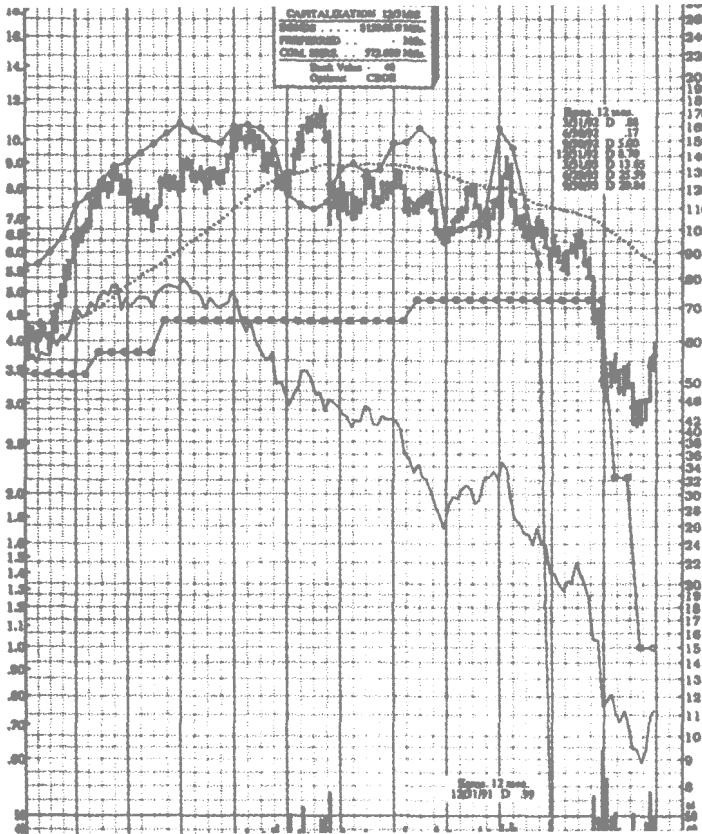


图 1.3 国际商用机器公司 (IBM)

1. “IBM 只可能上涨”享有特权的“宗教股票”的下跌情况。
2. 主营计算机 印刷机 复印机 打字机 软件。
3. 资料来源：证券研究公司。