

McGraw-Hill



投資
理財

價值

How to *How to Be A Value Investor*



投資



精華指南

最重要的價值投資技巧、
建構全勝投資組合的訣竅，
以及頂尖經理人的致勝策略，
完整呈現華爾街最安全的賺錢法則，
讓你實現買低賣高的理財目標。

by Lisa Holton

麗莎·荷頓 著

褚耐安 譯

投資
理財

價值投資法的輕鬆入口！

由華爾街院長葛拉漢所建立的價值投資法一直保有「市場上最安全投資法」的稱譽，但是葛拉漢的聖經級巨著《智慧投資人》卻常常令人望而卻步。其實比起大部頭的名著，投資生手其實更需要能一次讀懂、立即活用的快捷指南，好在最短的時間內，在市場中站穩腳步，更上一層樓。

本書作者以報社理財專欄作家經驗，替價值投資新鮮人整理出最精要的價值投資法則，包括何謂價值股、如何尋找價值股，以及實用價值投資人工具箱，幫助投資人在最短的時間內釐清價值投資的策略。

另一方面，本書在闡述葛拉漢、巴菲特的理財概念外，更蒐羅了當今多位知名基金經理人的操作原則與選股祕訣，並列出多檔當紅科技股的分析講解，幫助投資人現學現用，即刻上手。

從工業世紀到資訊科技新經濟，再從科技世代邁入生物世紀，流行風潮永遠在變，但重視基本面的價值投資法將是你在紛擾股市中穩健獲利的終南捷徑。

McGraw-Hill
全球智慧中文文化

ISBN 957-493-274-5



9 789574 932740

HK \$ 66

NT \$ 199

建議陳列類別：投資理財



價值投資精華指南

How to Be A Value Investor



美商麥格羅·希爾國際股份有限公司
台灣分公司 (McGraw-Hill Taiwan)

▼第一篇 起步

名家推薦

「麗莎·荷頓以兼具藝術和科學的手法，深入淺出地介紹運用價值投資致富的策略。」

艾瑞克·馬基沙(Eric McKissack)

證券分析師協會副主席

「架構良好、說理清晰，尤其是訪談專家的實際投資經驗，最是值得投資人一讀。」

威廉·修曼(William Hummer)

修曼投資公司總裁

▼第一篇 起步

1. 基本觀念：什麼是價值股？.....1

不必買到最低價，賣到最高價；但是，務必買進經理人操守、能力俱佳的公司。如果你買進的股票個個物超所值，且經營團隊優秀，你的投資組合必然會獲利。——華倫·巴菲特(Warren Buffet)

2. 特點何在？專家的選擇.....13

不可賭博：拿出所有的積蓄買進幾檔好股票長抱，等它上漲之後獲利入袋。不會上漲的股票，不要買進。——威爾·羅傑斯(Will Rogers)

▼第二篇 價值投資人的工具

3. 藏寶圖：尋找低風險潛力股的要訣.....39

一項真正的投資傑作，標的價格必須比買進價格高出 50% 以上。——班傑明·葛拉漢

4. 登堂入室：瞭解資產負債表、損益表、營運計畫書.....53

經營團隊想要隱混公司營運實情，可以在會計準則允許的範圍內達到目的。

有些產業虛飾財務報表的技術，並不違反會計準則。如果投資人不能明察秋毫，最好不要貿然加入選股投資的行列。——華倫·巴菲特

5. 存貨週轉率.....75

以及其他選股小秘訣

6. 買進時機：運用價值投資建構多元投資組合.....81

「攻擊型」投資人與「防守型」投資人的基本投資原則是一樣的，都必須分別建立高評等債券和高評等股票部位，而將高評等特別股留給機構投資人。

債信評等不佳的債券和特別股，只有在

價位低於原價值 30% 時，才值得買進。等級愈差的證券，

必須有更大的折扣差。——班傑明·葛拉漢

7. 投資人的良師益友.....91

認清真正的專家

▼ 第三篇 付諸實施

8. 出售時機.....99

調整投資組合

9. 電腦襄助人腦.....105

信任電腦的整合能力

10. 上網專家.....115

價值投資人的實用網路

11. 組合拼圖.....123

年齡、生活水準和風險承受度決定資金配置比例

12. 放眼未來.....131

再次強調重視基本面的重要性

附錄A.....135

附錄B.....147

附錄C.....153



導 讀

常有許多投資人抱怨，在瞬息萬變的股票市場中，如何能篩選出價值股？十餘年來，華爾街歷史無前例的大多頭市場，更加深這項疑慮。

事實上，挑選物超所值的股票與市場走向無關。不論是多头市場、空頭市場或盤整市場，投資人都可以在股海中掏出金沙。問題只在於是否能獲得正確資訊、具有專業知識，以及冷靜客觀處理辛苦血汗錢的態度。

簡單地說，你必須了解自己的風險承受度。

如果隨便在街上攔住一個人，請教他什麼叫做價值投資？他很可能會聳聳肩、一派輕鬆地說：「買低賣高。」這句話一點也沒錯，因為這是任何一種投資策略的最終目的。

價值投資與成長投資不同，它有自成一格的邏輯，且必須確實遵守操作規範。成長投資人會觀察標的公司的產品、經營能力、財務狀況，然後決定是否要為這家公司的獲利潛力放手一搏。價值投資人也會考量上述因素，再加上一點——尋找滄海遺珠的能力。

也就是說，超越目前的營收和營利數字，預判標的公司的未來潛能，而不要拘泥於目前的狀況。

有時候，價值投資的標的是營運不振或股價低迷的公司。或許這家公司目前經營不善，但是狀況將改善；或許一樁購併案即將敲定，股價也將水漲船高。

目前的環境傾向讓個別投資人精明地打理自己的錢財。

網際網路及其他媒體提供大量資訊，內容正確、及時，而且費用低廉。問題只在於如何善加運用。

本書的目的，在於指導投資人如何選取價值股，並說明價值基金經理人的操作策略。或許你這一輩子一張股票也不買，但是瞭解價值投資的真義將使你在任何投資領域都受用不盡。

知識就是力量，本書將幫助你獲取正確的知識，並教你如何聰明活用。

第一篇

起步

1. 基本觀念：什麼是價值股？

不必買到最低價，賣到最高價；但是，務必買進經理人操守、能力俱佳的公司。如果你買進的股票個個物超所值，而且你也對其經營團隊有信心，你的投資組合必然會獲利。

——華倫·巴菲特 (Warren Buffet)

價值的定義是什麼？是特殊的湛藍光芒？還是一個隱而未顯的機會，遠觀似乎不起眼，近看卻覺得珍奇？

我們採用後面一種說法，比較符合本書的意旨。尋找價值股不同於在打折時血拚，偶而你得付出比原先意想稍高的價格。投資價值股必須有獨具慧眼的功夫，靠一點直覺和勤勉地作功課，才能掌握獲利的機會，創造財富。

價值投資人的投資決策非常嚴謹，不論買進數股或數百股，都秉持買進整家公司的謹慎心態，務必使買進價格低於公司目前的價值。也就是說，不論你買進的股數是個位數、

價值投資

精華指南

百位數甚或價值千萬美元，都必須依循同樣的決策過程。

投資價值股的決策過程相當繁複而且耗費時間，但是你的努力終將獲得償報。

價值投資的決策過程包括：

- ▼ 仔細研讀財務報表，由數字瞭解標的公司狀況。
- ▼ 閱讀所有你能獲取的標的公司資訊，以搜羅正面與負面的消息和評斷。
- ▼ 就如同買房子或攻讀學位之前，問自己一個最基本的問題：這件事物目前價值多少？未來是否有增值潛力？

這些步驟與富商巨賈研究購併案的過程並無二致。大亨永遠在搜尋購買對象，而且他們在下手前，絕不吝惜花費時間研究標的物。

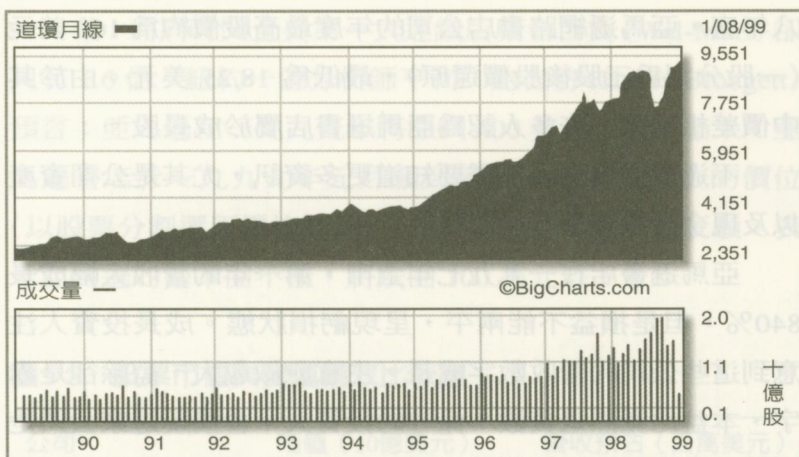
既然如此，為什麼你不依樣畫葫蘆呢？買車子或買房子之前，你從不仔細檢視嗎？

價值投資的另一種說法是，投資人不必隨著市場的漲跌聲起舞。市場大漲 500 點或大跌 300 點，投資人都毋需擔心（圖 1-1）。

「無視於市場波動，確實不容易，尤其是波動幅度很大的時候。」芝加哥肯伍集團（Kenwood Group）創辦人兼首席投資經理芭芭拉·鮑勒絲（Barbara Bowles）說。她負責操作肯伍成長收益基金，這是一檔投資中型股的價值基金。她每天必須為 250 萬美元資金尋找投資標的。她說：「挑選價值股必須近觀一家公司，不能在乎大盤或類股的漲跌。」



圖1-1 1989至1999年道瓊月線圖（資料來源：大圖表公司）



富達投資公司（Fidelity Investments）的超級大師彼得·林區（Peter Lynch），向來主張以個別、近觀的態度來評估上市公司。他說：「我們只需問：『為什麼這家公司具有這個價值？為什麼它明天會比今天更有價值？』每一派專家都有一套自己的理論。對我而言，卻只有盈餘和資產兩項，尤其盈餘至為重要。」

簡單地說，價值投資是一種深思熟慮的賭博，長期獲利豐厚。而且，不論資金多寡都可以參與。

價值投資和成長投資有什麼不同？

這幾乎是個語意學的問題。大體來說，價值投資與成長

價值投資

精華指南

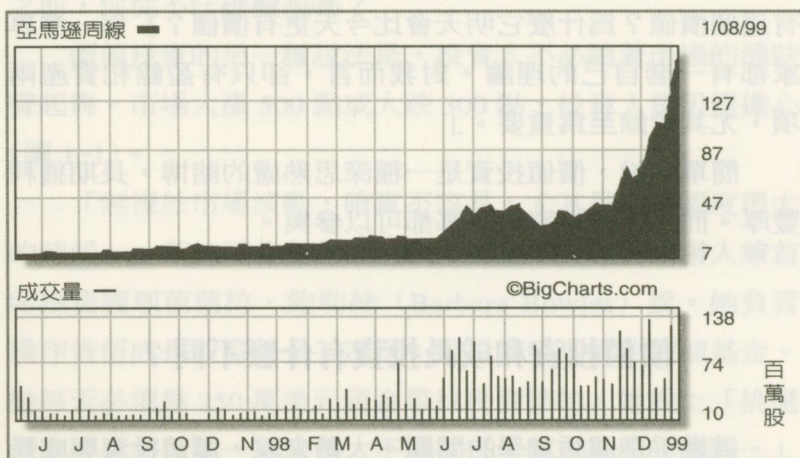
投資的差別在於，價值投資人必須獲取更多資訊。迄一九九八年底，亞馬遜網路書店公司的年度最高股價約為 160 美元（一股分割為三股後股價還原），最低為 18.25 美元。由於其中價差相當大，許多人認為亞馬遜書店屬於成長股。

不過價值投資人卻需要知道更多資訊，尤其是公司資產以及現金盈餘流量。

亞馬遜書店在一九九七年上市，第一年的營收大幅成長 840%，但是損益不能兩平，呈現虧損狀態。成長投資人注意到這些公司的營收數字成長，生意愈做愈大，盈餘卻是赤字，本益比竟然是負數；保守的投資人，會懷疑這家公司是否真有股價所顯示的價值（圖 1-2）。

一九九八年底，華爾街的分析師對亞馬遜書店的股價展

圖1-2 1997至1999年亞馬遜走勢圖（資料來源：大圖表公司）





開激烈論戰。當時亞馬遜書店的市價總值，高達年度營收的 97.4 倍；而同時間全美第一大連鎖店威名百貨 (Wal-Mart) 卻只有 1.6 倍。紐約一位分析師亨利·鮑吉特 (Henry Blodgett) 預言：亞馬遜在一九九九年將漲到 400 美元一股，結果，亞馬遜書店於一九九九年元月漲到每股 400 美元以上的價位 (以股票分割還原價格計算)。但其他分析師卻群起反駁，表示亞馬遜的基本面不佳，將跌回 100 美元以下。

圖1-3 股票市值與營運績效比較圖

公司	市值 (10億美元)	營收預估 (百萬美元)
亞馬遜	\$11.1	\$0.542
美妥	10.1	5.2
菲德瑞	8.5	15.8
達美航空	7.9	14.6
賀喜食品	7.6	4.5
凱瑪百貨	7.5	33.7
希爾頓	5.6	5.5
玩具反斗城	5.2	11.4
梅塔	4.9	4.2
蘋果電腦	4.6	6.9
電城	3.7	9.3
邦諾書店	2.2	3.1
市值以1998年12月1日為準 資料來源：《商業週刊》1998年12月14日，取材自彭博資訊 (Bloomberg)		

價值投資

精華指南

許多分析師都以「鬱金香狂潮」的老故事，詮釋亞馬遜書店的股價飆漲現象。一六三四年，荷蘭花商曾炒作鬱金香花苞價格，看著她直上雲霄，然後一瀉千里。有些分析師則認為，亞馬遜書店將步上眾多網路股的後塵——高高舉起重重摔下——因為公司的基本面不足以支撐高股價。

基本面永遠是價值投資的決策重心。

觀念領導者

如果你是個初入門的投資人，或是還記得一些大學時代修習的理財投資課程，那麼你可能記得班傑明·葛拉漢（Benjamin Graham, 1894-1976）的大名。每一派學說都有一個開山宗師，葛拉漢就是價值投資法的開山始祖。

葛拉漢寫過兩本投資學的經典著作——《證券分析》（*Security Analysis*）以及《智慧投資人》（*The Intelligent Investor*）。這兩本書都不容易讀，葛拉漢在書中提出每個投資人都應該瞭解的基本命題：砸下鈔票之前，你是否清楚投資標的的價值？

葛拉漢一絲不苟地評估標的公司的資產，在他的年代，這項工作相對容易，只需計算公司的土地、建物、生產設備等等。但是，他可不是只會點數磚塊和水泥的管理員：

一檔股票的價格，接近公司的淨值，不代表就是好



的投資標的。投資人還必須計算股價與盈餘的比值（本益比），並預估往後數年的數字。或許就低價股而言，這項要求太嚴苛。但是在考量市場的高風險性後，仍然值得這麼做。

這段話其實老生常談，每個人都早已了然在胸，為什麼葛拉漢能藉此揚名立萬？

因為葛拉漢和他的大弟子——柏克夏·哈薩威公司（Berkshire Hathaway）的華倫·巴菲特合作創造一套「數字會說話」的方法，運用各項比值研判標的公司的股價將如火箭升空或潛沈海底。由於本書的主要討論內容為股票，我們列舉葛拉漢針對個別公司股票提出的幾個問題：

- ▼ 暫時把股價擺在一邊，先問這家公司的產品是什麼？若是現在出售公司的資產，能得到多少現金？換句話說，公司的淨值是多少？
- ▼ 公司的負債多少？是否有一大堆債主？還是低負債，現金準備充足？
- ▼ 標的公司是不是業者翹楚？哪一個人說的？公司的競爭者現況如何？
- ▼ 公司的盈餘狀況如何？如果最近盈餘滑落，原因是什麼？是否耗時曠日才能恢復正常？還是永遠無法翻身？

每個人都懂得提出這些問題，不過想要找出解答，就得遵循特定的方法。