

## 价值投资三大神

来自： 刘备和朋友们



刘备教授

2019年03月24日 19:03



## 1、格雷厄姆

本杰明·格雷厄姆（1894-1976）是巴菲特的老师，价值投资思想的开创者。在他之前，美国股市也是一个几乎纯粹投机的市场，人们依靠各种消息来对股票进行炒作，追涨杀跌。吴敬琏曾经说过中国股市是一个赌场，但如果我们回头去看格雷厄姆时代的美股，毫无疑问那才是一个真正的赌场。

1925年，格雷厄姆仔细研究了北部管道公司的年报，发现该公司的股价为65美元，但拥有大量的高等级债券，折合到每股是80美元。因此他大量买入该公司股票，并敦促公司提高分红率，3年后以110美元的价格卖出。

这次交易被认为是“安全边际”思想的最早体现。这个词的含义在未来会不断进化，但在格雷格姆时代非常简单，就是一家公司的现金或者现金等价物之和大于市值。所谓现金等价物，就是可以迅速变成现金的各类资产，如企业持有的短期债券等。

假设有一家上市公司，市值是1亿，但在银行里有8000万存款，此外还持有5000万国债，由于 $1\text{亿} < 8000\text{万} + 5000\text{万} = 1.3\text{亿}$ ，就具备了安全边际。

安全的原因就在于投资人可以把这家公司大部分的股票买下来，成为控股股东，然后要求公司把所有现金进行分红。这样仅分红所得就超过了购买股票的成本，自然一定会赚钱。

可能有人会质疑，既然公司股价这么便宜，那么为什么其他人不去买呢，难道他们都是傻子么？

原因主要有三条。

1、当时所有的上市公司报表都是以纸质的形式撰写和保存，并不易获得。只有像格雷汉姆这样的少数人才有耐心和毅力去系统性查阅、分析，并发现机会。

2、当时还未产生电子股市交易系统，股票仍是一张张的纸质凭证。这就意味着，即便发现了一些具备“安全边际”的股票，也必须找到持有这些股票的人才有可能完成交易。

3、大萧条时期，整体股价大跌，的确出现了一批市值极低的公司。但经历大萧条的投资者们心有余悸，根本不敢买入股票。1948年在美国曾经有一项调查，90%以上的人认为股市就是赌场。

总结一下就是，在今天看起来很容易的事情，在格雷汉姆时代却不容易。



上图是道琼斯指数从1900年以来的走势。在1929年10月，道琼斯指数来到了381点，然后遇到大萧条急剧下跌，到了1932年只剩下41点，整体股价几乎只剩下高点时的十

分之一。在这一阶段，格雷厄姆也遭受到了重大损失，1929年亏损20%，1930年亏损50%，1931年亏损16%，1932年亏损3%。一直到1953年，经历了24年道琼斯指数才重回381点。在1956年，道琼斯指数到达500点的时候，格雷厄姆选择退休。从1932年到1956年，格雷厄姆打理的基金平均年化收益达到了15%左右，这当然是一个非常辉煌的成绩。

很多人将格雷厄姆的战法比作“捡烟蒂”，就是找到那些价格特别便宜、有残存价值、但却无人理会的股票，就像在马路上被丢掉的烟蒂，捡起来还能吸上几口。

但实际上格雷厄姆应该被称为“财报流”。他可能是第一个系统性关注上市公司财报，并通过强大的财务分析能力来识别真伪的人。捡烟蒂谁都会，但重要的在于捡起来的这个烟蒂是不是有毒。

当然，在任何股市中都避免不了财务造假的情况，光看财报免不了有中招的时候。但由于美国的法律体系比较完备，格雷厄姆在遭遇造假的情况下，可以通过诉讼来挽回损失。

随着道琼斯指数的走高，想要找到符合格雷厄姆“安全边际”要求的企业越来越难。根据格雷厄姆自己的说法，在1949年还能找到大约200家符合要求的企业，但进入20世纪50年代以后就比较困难了。这可能也是他在1956年选择退休的一个重要原因。

值得一提的是，作为学者的格雷厄姆出版过《证券分析》和《聪明的投资者》两部著作，并多次改版，正是这两本书奠定了他的地位。毕竟赚钱的交易员到处都是，但系统性阐述思想的却很少。

作为一名股票交易手，格雷厄姆还可以；但是作为一名投资思想大师，却当之无愧。虽然格雷厄姆“捡烟蒂”的战法在今天只有在特定的少数时期有用，但其归纳出来的价值投资三重境界却始终适用。

境界一：做些傻事，防御型做分散投资。

境界二：做些趣事，在安全边际的保护下进行进攻型的价值投资。

境界三：做些好事，帮助别人，成就自己。

后文会再对这三层境界进行详细讨论。

## 2、巴菲特

巴菲特（1930-）是当代最伟大的投资者，多次位列全球首富。但更值得钦佩的是，巴菲特生活简朴，又将绝大部分的财产都完全捐赠了出去。这里所说的完全捐赠，指的是一分钱不留，有别于大部分富豪将钱放在慈善基金中每年只捐出去一小部分，籍以避税而已。

巴菲特在中学时就拜读了《证券分析》一书，所以考入哥伦比亚大学，成为了格雷厄姆的学生。后来巴菲特又在格雷厄姆的投资公司工作了一段时间，1957年开始独立从事投资。早期巴菲特的投资战法和格雷厄姆如出一辙，但随着美股上涨，符合格雷厄姆“安全边际”标准的股票越来越少，这就倒逼巴菲特改进战法。

巴菲特仍然坚持“安全边际”原则，但加以扩充，从格雷厄姆时代的纯粹财务标准变成了四条，如下：

- 1、能力圈原则，看得懂的生意；
- 2、护城河原则，良好的经营前景；
- 3、船长原则，靠谱（德才兼备）的管理层；
- 4、逆向投资原则，非常（注意，不是一般而是非常）吸引人的价格。

逆向投资原则是最好理解和操作的。股市总是牛熊交替，很多优秀的股票会出现难以理解的低价。以A股为例，2013年，贵州茅台曾经跌到100元左右，2018年涨到800

多。2015年股灾后万科A曾经跌到10元左右，2018年涨到42元。

能力圈原则是绝大部分人无法进行价值投资的根本原因。所谓能力圈，指的是深刻理解一部分行业和企业的能力，核心是理解他们如何赚钱（盈利模式）。而大部分散户的知识结构不支持这一点。

护城河原则指的是企业必须要具备某种垄断地位来防御竞争对手。否则即便某几年赚了很多钱，以后市场也会被别的公司抢占。

船长原则指企业的管理层非常优秀，不仅能长期保持高水准的经验管理水平，而且非常诚实，愿意和股东来分享企业的利润。无论是在美股、港股还是A股，都存在一些非常鸡贼的企业。这些企业经营还不错，但管理层总是想出各种方法来占据大部分的利润，而不给股东分红。这就属于不诚实。

以上四条原则，从本质上来说都是为了防范企业发展中可能遇到的风险，是属于防守的范畴。

而在对企业具体估值的时候，巴菲特则强调“内在价值”的概念。

巴菲特说过：“上市公司的内在价值就是该企业在其未来生涯中所能产生的现金流量的折现值”，以上叫做“自由现金流折现法（DCF）”，是巴菲特认为唯一正确的估值方法。

计算所有者权益价值的逐级折现现金流模型	
简单的 10 年估值模型	
第一步：预测下一个 10 年的自由现金流（FCF）	
第二步：把这些未来自由现金流（FCF）折现成现值（每年逐一折现） 折现 FCF=那一年的 FCF / (1+R) ^N (这里的 R=折现率，N=被折现的年份数)	
第三步：计算永续年金价值并把它折现成现值 永续年金价值=FCF10 × (1+g) ÷ (R-g) 折现永续年金价值=永续年金价值 ÷ (1+R) ^10	
第四步：10 年折现现金流之和加上永续年金折现现金价值来计算全部所有者权益价值 所有者权益价值合计=永续年金折现价值+10 年折现现金流	
第五步：所有者权益价值合计数除以股份数计算每股价值 每股价值=所有者权益价值合计 ÷ 股份数	

上图是折现现金流的具体计算方法，但在本节中不准备细讲。“内在价值”思想是有价值的，但是具体算法是无意义的。因为对一家企业来说，估算其未来一两年的现金流也许还有可能，超过三年以上绝对不现实。巴菲特自己也不可能傻乎乎的去精确计算这个数值。

但巴菲特的确改进了格雷汉姆对于价值的定义。格雷汉姆关注的是现在上市公司手上已经有多少钱，而巴菲特则增加了公司未来可能赚到的钱。

从逻辑上来讲，为了尽可能准确估算企业内在价值，巴菲特肯定是更喜欢那些业务变化不大、发展处于平稳期的公司。事实也是如此，可口可乐、喜诗糖果、华盛顿邮报这些公司都符合这一标准。近年来巴菲特买入的苹果公司虽然是一家高科技公司，但现金流特别好，又深受消费者欢迎，实际上也可以算是一个消费股。

### 3、林奇

彼得·林奇（1944-）是投资界的一个传奇。他之所以名气没有巴菲特那么大，是因为他在1990年46岁的时候就选择退休，独立管理麦哲伦基金只有13年，而巴菲特独立执掌产品则超过50年。

但林奇在这13年中，实现了平均年化收益率29%。作为比较，同期巴菲特的平均收益率是28.1%，而格雷汉姆在1932-1956年的平均年化收益率是15%左右。

有意思的是，国内许多资深投资者更加推崇林奇甚于巴菲特。因为巴菲特往往是一个股票拿几十年，一生中买入的股票数量也不多。而林奇一生中买入过15000个股票，平均持股周期只有几个月。如果巴菲特是长线投资的话，林奇最多算是中线投资。

**相对来说，林奇的战法可能更加适合A股，具体原因后面再解释。**

林奇出生于一个富裕家庭，但10岁的时候父亲就去世了，从此他开始打工赚取学费。有意思的是，一开始林奇去做报童，但很快就发现做高尔夫球童的收入远高于报童。就在做球童期间，林奇认识了一大批证券机构从业人员和投资者，从而最终走上了投资之路。

和格雷汉姆和巴菲特相比，林奇相对来说并没有那么看重财务报表，而是更强调企业调研。他曾说：“买股票时不对这只股票背后的上市公司进行调查研究，就像打扑克不看牌一样危险。”

在执掌麦哲伦基金的时候，林奇一年要亲自走访500家企业，通过其他方式调研的企业则更多。除了掌握企业的第一手情况之外，林奇特别看重两方面的信息：

- 1、同行对公司的评价，特别是同行是否在近期增持了该公司的股票。
- 2、与竞争对手的情况比较，是否具备明显的竞争优势。

林奇并不是趋势投资者，因为他是根据企业的基本面而非K线的走势来决定交易。但林奇所关注的基本面和巴菲特又明显的不同。

巴菲特的核心理念是“现金流折现”，也就是在可见的未来企业到底能给股东创造多少收益。而林奇并不关注那么长远，强调的是两个相对：

- 1、上市公司相对于竞争对手的优势；
- 2、上市公司相对于自己过去的变化。即便是一家很差的公司，如果相对于自己原来的情况有改善，也是可以购买的。

打个比方，如果巴菲特和林奇都是老师的话，巴菲特是班主任，喜欢班里前几名的学生，而且希望他们成绩还很稳定。林奇则是补课老师，喜欢短期内成绩进步特别大的学生，从20分进步到40分，还是从60分进步到80分，都是可以的，至于成绩以后还会不会掉下去这就和他无关了——反正已经卖出了。

如果更深入来分析巴菲特和林奇的区别，巴菲特往往会以股东的身份来参与到所投资企业的管理，甚至就直接成为大股东；而林奇就是纯粹的投资，从来不和自己手里的股票谈恋爱。

**所以，巴菲特是一个假装是股神的企业家，林奇才是纯粹的投资人。**

所以，对投资者来说，巴菲特学不来，而林奇学的来。