

BEYOND THE ZULU PRINCIPLE
EXTRAORDINARY PROFITS FROM GROWTH SHARES

超越祖魯法則

瞄準成長股的超人利潤，散戶選股策略經典

This is Jim Slater's best book to date.

He explains in simple terms complex techniques of quantitative analysis such as applying sieves to find cheap and good shares.

—— Terry Smith, *Daily Express*

JIM SLATER

作者——吉姆·史萊特

譯者——陳鴻晏



歷久彌新的選股策略經典

投資人無不希望賺取最大潛在利潤。

《超越祖魯法則》指出如何靠聚焦成長股完成此一目標。

JIM SLATER

作者 | 吉姆·史萊特 | 英國傳奇投資人，主張雷射光束強過散彈槍，投資選股策略聚焦小型成長股，因而創造遠高於大盤漲幅的投資報酬率。

24歲取得會計師資格，任職AEC公司商業部門期間，以筆名「資本家」(Capitalist)於《週日電訊報》(Sunday Telegraph)撰寫專欄。1963年至1965年，所推薦的投資組合報酬率達68.9%，而同期英國股市只上漲3.6%。

1964年至1974年，創立金融企業集團史萊特·渥克證券(Slater Walker Securities)，以併購方式快速成長而成為金融集團，但在1975年因金融風暴及過度槓桿而破產，當時46歲的史萊特由億萬富翁變成「負百萬富翁」(英鎊)，從此退出市場長達17年之久。期間史萊特轉而撰寫童書，由10歲兒子做插畫，在美、英、日大賣三百萬冊，經營自己的事業之餘，也改善股市投資技巧。

1992年史萊特63歲，重出江湖、投身股市，出版《祖魯法則》，震撼英國金融界。

史萊特提出本益成長比(PEG)的觀念，深得美國投資大師彼得·林區(Peter Lynch)的推崇並推廣之。

著有：

- 《祖魯法則》(The Zulu Principle)
- 《簡單投資不求人》(Investment Made Easy)
- 《超越祖魯法則》(Beyond the Zulu Principle)
- 《重新出發》(Return to Go)

個人網站：<http://www.jimslater.org.uk/>

譯者 | 陳鴻晏 | 台灣大學經濟系畢業，元智大學財務金融學系碩士。現專事翻譯。

Contents

推薦序 聚焦、重壓、安全防護，散戶兵法祖魯法則	5
前言 專精，賺到一桶金	9
第一篇 成長股是絕佳的聚焦投資主力	
1. 你的投資方法	15
凌駕大盤非夢事 / 散戶的三項優勢 / 三人行必有我師 / 活用祖魯法則 / 書中自有黃金屋 / 何謂「Company REFS」	
2. 成長股的優點	25
投資的三條途徑 / 出色的投資典範 / 成長股應為投資主力 / 大盤的憂慮之牆 / 選股比擇時關鍵	
3. 貨真價實的成長股要件	33
選對類股帶你上天堂 / 經營面之重要性 / 每股盈餘成長 / 成長股的條件	
4. 本益成長比	43
一碼歸一碼 / 十二個月移動窗口 / 檢查預測效度 / 法人共同預測	
5. 本益成長比的優勢	59
低本益成長比如何凌駕大盤 / 避免本益比特別高的個股	

第二篇 掌握選股的關鍵要訣

- 6. 現金流量** 71
現金流量強的好處 / 張設現金流量的濾網 / 從資本支出洞悉企業營運
- 7. 相對強弱** 81
第三道濾網 / 更多證據 / 多空交戰的相對強弱守策 / 技術分析之我見
- 8. 公司經營面** 93
檢驗公司經營面的方法 / 執行長異動 / 董事持股異動
- 9. 競爭優勢** 105
慎選投資類股 / 五大關鍵數據 / 何謂資本使用回報率 / 剔除無形資產 / 投資報酬率 / 營業毛利
- 10. 衡量企業財務實力** 121
何謂槓桿比率 / 四個投資工具
- 11. 每股盈餘增長** 131
檢視法人共同預測異動 / 複製活動的能耐
- 12. 其他投資基準** 141
小本個股 / 另類投資市場 / 微型指數 / 富時小型股指數 / 中型 250 指數 / 富時 100 指數 / 非指數 / 誘人的股利收益 / 買回庫藏股 / 推陳出新 / 股價營收比

第三篇 凌駕大盤的附帶條件

13. 如何選擇券商 157
14. 全盤考量選股 161
必要條件 / 高度誘人 / 加分因子 / 射出手中的子彈
15. 投資組合管理 181
巴菲特的持股理念 / 賣股的主要考量 / 搭配相對強弱 / 徹夜難眠就停損 / 個人持股計畫 / 記錄過去投資明細
16. 多空市場 191
空頭的訊號 / 四個多空訊號
17. 科技股 199
網際網路 / 五種科技股 / 因材評價 / 判斷毛利的關鍵指標 / 必要功課
18. 景氣循環股 217
選股方針 / 其他財務數據 / 消息面的影響 / 董事買股是利多
19. 投資的自我提升之道 227
投資讀物
- 後記 投資，種瓜得瓜，種豆得豆 237
- 附錄 243

推薦序

聚焦、重壓、安全防護， 散戶兵法祖魯法則

呂張投資團隊總監 呂宗耀

吉姆·史萊特是我相當尊敬與推崇的一位投資大師，其投資準則「祖魯法則」被譽為散戶投資兵法，他主張「聚焦」、「重壓成長型中小股」及「建立安全防護網」的三大策略，一直以來亦為敝團隊於台股投資作戰中奉為圭臬。

史萊特更不斷強調，投資人要找出自我投資屬性與方法、鑽研某一板塊直到成為行家，才具超越他人的優勢。他亦點出市場波動瞬息萬變，投資成功之道沒有捷徑，唯有專注、深入及全力以赴，方能出手擊中目標，成就自我投資之路。

當我知道史萊特另一本經典著作《超越祖魯法則》即將推出中文版時，我內心感到非常興奮與期待，尤其在現今各國央行競相實行貨幣寬鬆政策、經濟成長不均衡，以及中國步入大調整階段，進而引發兩岸政經情勢鉅變的情況下，投資環境與內容更形複雜並多變，投資大眾也更容易受到市場表面喧囂與紛亂，而不知所措及被誤導，此時正需要一盞明燈給予指引與鼓勵，堅定信念、打開眼界與思考，才能在亂局中站穩腳步、續向前邁進。

《超越祖魯法則》深入說明祖魯法則的內涵，更加強對成長股的要求與新思維。史萊特並以其過往親身投資經歷，配合實例佐證，雖然時空背景相距二十年，但投資核心內涵亙古不變，這樣的心法與經驗傳承彌足珍貴，相信本書對於欲進入台股作戰，或早已深耕其中的投資人必定有極大啟發與幫助。

台股投資的格局已質變了，從2014年11月17日，中國股票市場開放的重點政策「滬港通」正式開通以來，密集且利多的國家政策陸續推出，並逐一規畫與執行，包括多次降息降準、一帶一路與亞投行的大戰略、人民幣國際化／利率自由化／跨境資本帳戶開放等金融國際化進程，皆證明中國官方引導資金從房市轉入股市的明顯企圖，至今（2015年）上證指數大漲61%，直逼4,200點，深圳指數也同步上漲61%，兩市合計成交量倍增至1.5兆人民幣，與融資餘額均頻創歷史新高，也帶動港股上漲直逼28,000點、日成交量倍增，港股與陸股雙創2008年金融海嘯以來新高，市場多頭氣氛火熱。

相較之下，台股交易情況持續低迷，過往動輒1,400、1,500億元大量的日子早已不復見，如今千億元反倒成了台股日成交的天花板，讓人不得不警惕台股邊緣化的危機。台股投資要贏，從來就非台灣能左右變化，台灣僅5,000億美元GDP，影響力微，四面環海，優秀人才一定是跨海能征戰的英雄，投資也一樣，要贏，思緒也要跨海。

從長期與總體角度觀察，大中華區資本市場儼然成形，目前香港、滬深二市與台股上市櫃合計總市值達14兆美元，全球排名

第三，規模僅次美、歐。而2014年，中國GDP突破10兆美元全球占比13%，但陸股在MSCI全球指數中權重僅2.2%，比例相當不平衡。隨著中國金融市場逐漸開放，大中華區重要性也日益增加，國際資金配置比例將不斷提升，兩岸三地都會同享利益，台股也會隨之連動，這是台灣長線價值的喜。

但台股與產業壓力所在，是來自中國產業近幾年來拼量殺價的狠勁，它擁有龐大人口與內需市場，有錢買得到技術，因此低技術含量產業，已非台灣玩得起的內容，高技術層次、品質、彈性與服務等利基型、客製化產業，依靠的是靈巧彈性及即時性服務，這是台灣企業特長。跳過中國量化產業內容，台灣企業若要再勝出全球，得將從此出發。對應到台股，台灣1,520家上市櫃公司中，股本低於30億的中小型公司占比超過七成，台灣中小型公司以靈活與彈性征戰全球，大中國公司學不來，利基型、競爭力領先的中小型股對比中國公司的量化優勢，更突顯台灣公司的差異與優勢，未來亦將成為台股投資主軸、獲得大中華區資金配置者的青睞。

因此，《超越祖魯法則》非常適合台股投資人用心研讀與學習，除了祖魯法則本即針對散戶投資人所用，相較於美國、中國等大陸型經濟體，史萊特身處的英國股市，為四面環海的島國，及以外擴經貿為主的特徵與背景，與台灣更為相似，投資法則的運用也更為適當，而且聚焦於成長型中小型股的策略亦符合台股未來投資趨勢，此時出版本書真是投資人一大福音。

本書詳列史萊特所有投資精髓，從選股邏輯、方法與標準，

至如何篩選、善用工具與參考資料等一應俱全，從可量化的本益成長比、本益比、成長率、每股現金流量、槓桿率等，到非量化的閱讀股東大會報告、出席股東大會、經營團隊是否異動、檢視董監事持股、經營者公開發言與後續發展是否符合等檢驗標準，大致已囊括選股的根本條件，運用在台股上，其參考數據可隨不同市場或各投資人要求不同而有所調整，也未必需要完全符合所有條件。

若藉由史萊特的選股法則觀察台股，以大家耳熟能詳的現任股王大立光為例，2012年以來，其股價從不到500元大漲近5倍，至今（2015）年最高的2,820元。若從過去預測數據及歷年財報看，2007年以來，該公司無論在連續年度營收獲利持續成長、高於同業的毛利率與股東權益報酬率、資產報酬率表現、每股現金流量高於每股盈餘，以及極低槓桿比率等量化表現，到在手機鏡頭用光學產業領域中，從萌芽到蓬勃成長、高技術層次居全球寡占地位、大股東持股穩定等質化內容，都足以說明其股價長線走揚背後的紮實基礎。以此個案，望投資人均能善用所學，建立出自己一套勝利模式及方法，尋找到下個漲倍股。

最後，投資要贏，難的並不在於以「祖魯法則」挖掘潛力股，而是我們在瑣碎與忙碌的日常生活中，能否不斷地持之以恆；能否跳脫股市每日價格波動、喧囂與資訊爆炸的情況，靜心、專注地執行自我投資修煉，追尋真正成長內容，而非如造夢般的喧嘩。股市投資勝出方式百百種，最終決戰都在於克服人性與努力貫徹，藉著《超越祖魯法則》的出版，期與所有台灣投資人共勉之。

前言

專精，賺到一桶金

錯的時間入手錯的類股，註定是要賠錢的；對的時間揀對了類股，不賺一筆都很難。

《祖魯法則》跟續作——本書——都在說明「聚焦」對投資多麼重要。什麼都做、什麼都不放過不是好主意，相反地，專精在局部領域，成為當中的佼佼者比較好。

我向來偏好中小型股票，箇中道理相當明顯。首先，中小型股乏人研究，所以有便宜好貨；其次，平均績效遠優於大型股。事實上，過去五十年來微型股表現豈只勝過市場八倍。

本書中會提到我在1992年運用的投資方法，之後方法雖略經修正，但基本上是一致的。

第一，我專挑軟柿子吃。這裡的意思是專注在前景極佳的領域或部門。錯的時間入手錯的類股，註定是要賠錢的；對的時間揀對了類股，不賺一筆都很難。

有個保障可以選對邊的辦法，就是確認看上的股票和類股，其上一年度的相對強弱指數（RSI）是極大正數。我在這方面總會下功夫檢查，確認沒有差錯，而且沒有尚未公諸於世的勁爆消息。

我的祖魯法則有部分是專注在成長股。我說過自己相當偏愛市值小的公司，為了解釋這件事，我用了「大象不會跳舞」來比喻；我也挑選便宜的好貨下手，這決定於預估本益比和成長預測。理想的情況下，預估本益比要落後成長率一大截。例如，本益比15倍的公司，年成長率如果有30%，便可說極為誘人；但如果只有5%，就相當倒人胃口。若15倍本益比搭配30%年成長率，本益成長比（price earnings growth, PEG）便是賞心悅目的0.5；但同樣的本益比搭配5%年成長率，本益成長比則變成大而不當的3.0。

我寫《祖魯法則》那時候，本益成長比是剛為人所知的投資工具，如今已成為眾人朗朗上口的投資方法，且為多數金融機構採用。

不過，單單光看一年的成長不是好事，公司應交代不錯的成長數據，才是重點中的重點。最低標準是提供過去二年加上未來二年預估，前三年加未來一年也可以，達不到的話就不足以判斷成長為真，抑或只是谷底反彈。

另一個非常重要的原則，是每股現金流量務必要超過盈餘。太多外強中乾的企業一著手分析，就看得出盈餘收不到錢。也就是說獲利看得到吃不到。確認每股現金流量穩穩地超出盈餘，能

避免踩到類似安隆案（Enron）的地雷。

第三個要訣是確認董事沒賣出自家股票。即使數據多麼輝煌，如果出現不只一位董事賣股的情形，就足以讓我打消念頭。相反地，若好幾位董事買入自家股票，後市就十分讓人看好。執行長跟財務長買入自家股票，尤其值得關注。公司的內情此二人當然一清二楚，既然如此，他們還願意把錢壓在吃飯的勾當，我向來樂觀其成。

總結一下，腦袋對理想的成長股要件若要有紮實的看法，我自己覺得好用的特徵有：

- 強勁的成長數據
- 樂觀的前景和預測數字
- 本益比相對低於預測成長率
- 每股的現金流量比盈餘高出一截
- 適度而非過度槓桿
- 上一年度相對強弱為正
- 董事買股

本書付印之際，前景猶是風雨飄搖。不過，儘管把心臟放大大顆吧——靠著本書的方法，還有Company REFS¹的幫助，讀者應

1. 簡稱 REFS，提供一切資料給認真的投資人或專業投資家，做為選股判斷，在英國受歡迎的程度媲美美國投資大眾訂閱的《價值線》（Value Line）。

有能力打敗、甚至傲視大盤。

願原力與你同在！

你的投資方法

第一篇 成長股是絕佳的 聚焦投資主力

多數散戶，我建議入門（或從一而終）領域，理所當然首選成長股。它們報酬最豐厚，上漲機會無窮，選對股票可以放很多年，持有期間更可能價錢翻上數倍。

1 你的投資方法

散戶的第一項優勢，頒給「口袋淺」；第二項要頒給「集中持股」；第三項優勢是散戶的「能力圈」。

一筆好的投資，往往給人一種「自己怎麼想不到」的感覺。所以話說在前頭，抱著何種思維的人，不是我的目標讀者：買了年金或人壽保單，或者一、二支基金，報酬比利息好一點就滿足；還有，風險低讓你心安理得，認為報酬大致跟大盤趨同，沒什麼大不了，不太想花很多時間在部位上面斤斤計較，上述這些人，本書可能無法激起你的熱忱。

別誤會我的態度；我不認為這樣的思維有什麼不好——每個人都需要提供自己還有家屬安全無虞的財務基礎，挪出好一部分空閒時間來計較投資報酬，不是一項「全民活動」。

不過，假如你的眼光不只放在ETF或基金之流的被動投資的平均報酬；或者假如你有打算每個星期撥出幾個鐘頭多賺一點回