

它们勾勒出了一幅投资路线图，而我已经在其指引之下行走了57个年头。我想不出寻找另一种指引的理由。

——巴菲特

BENJAMIN GRAHAM ON INVESTING



来自价值投资之父的不朽教诲

格雷厄姆 谈投资

[美] 罗德尼·克莱因 戴维·达斯特◎著

张 岩 李红梅◎译



中信出版社 CHINACITICPRESS



格雷厄姆 谈投资

[美] 罗德尼·克莱因 戴维·达斯特◎著

张 岩 李红梅◎译

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

格雷厄姆谈投资/ (美) 克莱因, 达斯特著; 张岩, 李红梅译. —北京: 中信出版社, 2010. 8

书名原文: Benjamin Graham on Investing

ISBN 978-7-5086-2257-6

I. 格… II. ①克… ②达… ③张… ④李… III. 证券投资-基本知识 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 147666 号

Benjamin Graham on Investing by Rodney Klein and David Darst

Copyright © 2009 by The McGraw-Hill Companies, Inc.

Simplified Chinese translation copyright © 2010 by China CITIC Press

All rights reserved

本书仅限于中国大陆地区发行销售。

格雷厄姆谈投资

GELEI'EMU TAN TOUZI

著 者: [美] 罗德尼·克莱因 戴维·达斯特

译 者: 张 岩 李红梅

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司 (北京市朝阳区和平街十三区 35 号煤炭大厦 邮编 100013)

(CITIC Publishing Group)

承印者: 中国电影出版社印刷厂

开 本: 787mm × 1092mm 1/16 印 张: 24.25 字 数: 332 千字

版 次: 2010 年 8 月第 1 版 印 次: 2010 年 8 月第 1 次印刷

京权图字: 01-2009-4631

书 号: ISBN 978-7-5086-2257-6/F·2054

定 价: 62.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

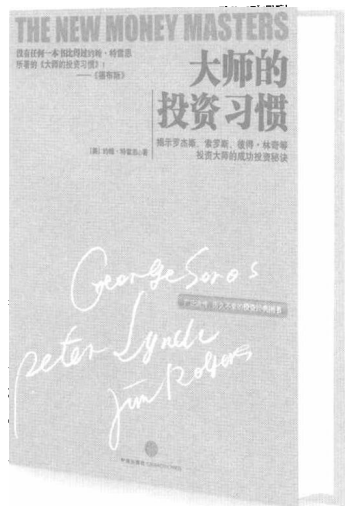
服务热线: 010-84264000

<http://www.publish.citic.com>

服务传真: 010-84264033

E-mail: sales@citicpub.com

author@citicpub.com



[美]约翰·特雷恩◎著

定价：36.00元

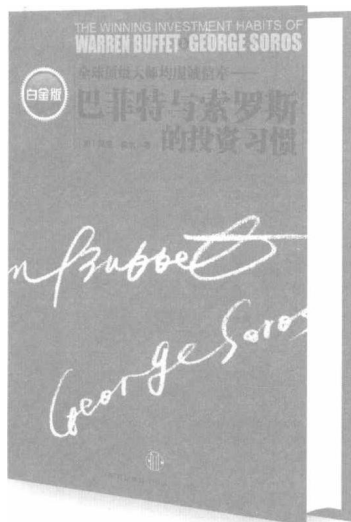
ISBN 978-7-5086-1722-0/F.1771

《大师的投资习惯》

历久不衰的投资经典
证券业100本最有影响力的图书之一
历史上销量最广的投资书之一

揭示罗杰斯、索罗斯、彼得·林奇等大师的
投资秘诀

投资大师的宝贵秘诀
无数投资者急切期望读到的投资指南



[澳]马克·泰尔◎著

定价：35.00元

ISBN 978-7-5086-1476-2/F.1571

《巴菲特与索罗斯的投资习惯》

决定成败的不是你投资什么，而是你的
投资理念！

中文版上市以来，连续加印23次。

全世界最伟大的两位投资大师的思想碰撞，你又怎么能忽视呢？

致玛丽

27 年来，你一直是我灵感的源泉。

——罗德尼

序言/Preface

本书成书的渊源可以追溯到1983年，当时我刚刚开始对收集有关证券市场的旧书感兴趣。这主要是为了增加我对华尔街历史的了解。尽管当时我还没有达到今天这种痴迷的程度，但每到一个地方，我都会去那些可能找到这类书籍的场所，比如书店、跳蚤市场、收藏品展示会以及古董商店四处寻觅。卖旧书的书店是最重要的来源，不过在上面提到的这些地方能够找到的关于证券市场的旧书都不多，因为大部分商店都对这类图书不屑一顾，认为它们毫无价值。1983年7月的一天，我来到了俄亥俄州阿克伦城的一家古董商店，那家店里有许多古旧而又乏味的书籍，同时还有一大摞早期的《华尔街杂志》（*Magazine of Wall Street*）。我知道那个时期该杂志的总编和出版人是理查德·威科夫（Richard Wyckoff），不过，当我浏览杂志上的文章时，我惊讶地发现许多文章署着本杰明·格雷厄姆（1894—1976年）的名字。

1960年我曾经有幸在加利福尼亚大学洛杉矶分校（UCLA）当过格雷厄姆的学生，此前的1959年我在哥伦比亚大学攻读MBA时遗憾地错过了师从于他的机会，因为他当时已经搬到了洛杉矶。虽然我曾经拜读过他的投资学著作，但并不知道他早年曾经撰写过大量的财经文章。从此，我开始搜集早期收录格雷厄姆文章的《华尔街杂志》，后来又扩展为搜集所有理查德·威科夫出版的杂志。

格雷厄姆1914年6月从哥伦比亚大学数学系毕业。虽然读本科时他并没有对经济学特别感兴趣，但由于偶遇一位纽约证券交易所上市公司合伙人，最终促使他加入了纽伯格-亨德森-劳伯公司（Newburger, Henderson & Loeb）。格

格雷厄姆在华尔街的事业是从最基础的工作开始的，他做这些工作的目的是从最底层开始学习并最终从事债券发行工作。毕竟，人们通常认为债券才是值得投资的证券，而股票则是纯投机性的。在毫无金融教育背景的情况下，格雷厄姆认真研究了关于债券投资和铁路证券的文章与报告。尽管这并非他的职责所在，他还是起草了一份关于某铁路公司的报告，指出该公司的财务状况非常糟糕，不值得投资。他的报告得到了公司的赏识，而且他还主动承担了公司的统计调查工作。

1916年之前，格雷厄姆已经成功地进行了几次证券操作，其中包括他的首次套利操作。不过，很快他就遭遇了第一次挫折。他在与别人合伙进行证券投资时，由于没能按时缴纳保证金而造成了损失，因为他的资金都被一个留声机商店占用了，而这个留声机商店是他和哥哥合伙投资的。合伙投资继续进行，格雷厄姆强迫自己每个月投入一点钱来弥补投资账户的损失，后来投资状况逐渐好转，并开始有了稳定的收益。

由于收入微薄，格雷厄姆曾经一度通过在夜校讲课和辅导学生来补贴生活，后来还偶尔为《Vogue》时尚杂志撰写社论，这份兼职一直持续到杂志社聘请了一名专职编辑来写社论。于是，他开始尝试向《华尔街杂志》投稿，第一篇文章《债券价格中的怪现象》（*Curiosities of the Bond List*）被采用，并刊登在1917年9月1日的那期杂志上。然后，格雷厄姆很快就在接下来的一期杂志上发表了第二篇文章。出版商很欣赏他的文章，从此以后，他就经常在该杂志上发表文章，而当时这本杂志是美国发行量最大的财经杂志。事实上，《华尔街杂志》在次年就提出要聘请他做杂志的主编，并提供高薪和利润分成。在他的回忆录中，格雷厄姆写道：“我从小就很喜欢写作，而这是一个将文学与金融结合起来的機會。”虽然格雷厄姆对这份工作很感兴趣，但他供职的纽伯格-亨德森-劳伯公司却为他提供了一个更好的工作机会。1920年1月1日的《纽约时报》上刊登了纽伯格-亨德森-劳伯公司的声明，宣布接纳格雷厄姆“成为本公司的持股合作伙伴”。

3年后，格雷厄姆离开了纽伯格-亨德森-劳伯公司，并创办了自己的投资公司，这家新的投资公司是他在华尔街闯荡期间先后建立的多家公司之一。

格雷厄姆曾经写道，他非常喜欢《华尔街杂志》的出版人理查德·威科夫和他的妻子。事实上，格雷厄姆的哥哥维克多（Victor）从1920年开始就供职于该杂志的广告部，并且后来成为负责广告业务的副总。尽管威科夫是位著名的市场分析师，崇尚看盘哲学，格雷厄姆却不认同这些理念，而是另起炉灶发展自己的证券分析方法。

格雷厄姆在《华尔街杂志》上的最后一篇文章发表于1927年1月。之所以停止写作，可能是因为他要为当年秋天哥伦比亚大学的证券分析课程备课。正是在教授该课程的过程中，他遇到了后来与他合著《证券分析》（*Security Analysis*）一书的戴维·多德（David Dodd）。

罗德尼·克莱因

序 言 /IX

01
第一部分

1917 年 9 月至 1918 年 9 月

- 导读 / 3
- 1 债券价格中的怪现象 / 10
市场价格不合逻辑的债券——投资者理念误区——某些外国债券的不合理价格
- 2 大北方铁矿产物公司股票估价 / 16
从财务报表到利润表——矿井寿命——分析公司获利能力——对目前市场价格的想法
- 3 灵感铜业公司 1917 年的困难与成就 / 24
矿石估价与战时税——成本和利润——股票投资价值
- 4 内华达铜矿联合公司——矿业不死鸟 / 32
拒绝咽气的“垂死矿井”——不断变化的资产负债表——内华达铜矿联合公司股票的投资价值
- 5 计算已投资本 / 38
通过战时税纳税准备金了解有形资本状况——实际价值与账面价值
- 6 钢铁巨头的税务 / 46
美国钢铁公司各个阶段的纳税情况——其他钢铁及设备行业股票——纳税准备金过高以及不足

02
第二部分

1918 年 9 月至 1919 年 1 月

导读 / 57

7 美国农用化工公司和弗吉尼亚 - 卡罗来纳化工公司 / 62

它们的股价正常吗? ——美国农用化工公司股票价格遥遥领先的原因——作为战时及平时必备物资的化肥

8 高收益低风险的投资选择 / 72

投资机遇——安全稳妥, 且收益很可能达到 10% 的 6% 债券——债券、优先股以及普通股推荐清单

9 联合天然气公司的隐形资产 / 81

它还能再卖到 150 美元吗? ——对该联合组织收益和资产价值的确定性评价——重要债券分析

10 寻找价廉物美的债券 / 90

价格诱人的金边铁路债券——一些便宜的工业债券——皮尔斯利卡车 - 汽车公司的 6% 债券——投资的奥秘

03
第三部分

1919 年 4 月至 1924 年 9 月

导读 / 101

11 有吸引力的工业企业优先股 / 118

正税减免的重要意义——新近得以改善的投资地位——价值判断的各种影响因素——绩优优先股推荐

12 北太平洋铁路公司超越大北方铁路公司 / 126

两家公司的拉锯战——实体及财务特性分析——北太平洋铁路公司的隐形资产——名义上的优先股

13 被忽视的连锁商店证券 / 135

麦克罗里公司难以察觉的优点——麦克罗里公司股票的低价吸引力——同地位更显赫的竞争对手比较

- 14 **风险对冲的艺术 / 143**
利润最大化，损失最小化——利用可转换债券作为投资中介——金融
市场危机四伏，投资操作安全第一
- 15 **哪家糖业公司的股票最好 / 150**
商品糖的强势市场地位——5 种挂牌股票的对比分析——资本化结构
以及经营效率的重要性
- 16 **美国国际公司的“崩溃” / 158**
被残酷打破的巨大期待——目前 42 美元的价格低吗？——该公司及
其下属公司的相关事实及数据
- 17 **固特异轮胎橡胶公司重组 / 167**
在错误的时机过度扩张从而导致无偿债能力状况——灾难紧随繁荣
的脚步突然降临——重组计划细节以及关于公司前景的讨论
- 18 **联合药业公司股票便宜吗 / 176**
股价从 83 美元开始一路狂泻的诸多原因
- 19 **铁路公司股票的投资机遇 / 185**
影响铁路公司股票价值的条件——尝试估计未来赢利能力——对 6
种股票的细致分析
- 20 **算术与股票价值 / 193**
影响赢利能力的资本化结构——一点小花招的神奇效果——用保证
金购买一家公司
- 21 **小投资者必读 / 202**
- 22 **解读“雷丁”分割案 / 210**
股东面临的问题——分割前后的赢利能力——煤矿资产的秘密
- 23 **证券转换理论的实际应用 / 219**
对当前市场上比较活跃的一些证券的相对优势进行切合实际的细致比较
- 24 **价廉物美却乏人问津的股票 / 231**
以现金和设备为主要后盾的股票——前面没有债券或者优先股——
一组有趣的股票
- 25 **具有长线投资价值的低价股票 / 246**
- 26 **价格低廉却支付股利的股票 / 259**
适合商界人士的可获利投资选择

- 27 | 雷丁铁路公司——证券市场的“睡美人” / 267
被具有误导性的比较所掩盖的出色表现——投资相关事实以及投机操作的可能性
- 28 | 评估铁路公司优先股价值的简单方法 / 273
投资者应该知道的——推荐和提醒

04
第四部分

1925 年 1 月至 1927 年 1 月

- 导读 / 285
- 29 | 低价股票汇总 / 295
7 种价格低于 25 美元且支付股利的股票
- 30 | 切萨皮克 - 俄亥俄铁路公司股东的不公正待遇 / 302
对范·斯韦林根合并案进行分析——各家公司的赢利能力与其收购价格的比较
- 31 | 铁路公司合并对证券价值的影响 / 312
合并问题是如何解决的
- 32 | 淘到便宜股票 / 323
虽不激动人心，却能马上获利——当前证券市场上的一些便宜股票
- 33 | 小股东的胜利 / 334
范·斯韦林根计划的致命缺陷——对合并局面的影响——切萨皮克 - 俄亥俄铁路公司、伊利铁路公司以及佩尔·马凯特铁路公司的价值
- 34 | 美国钢铁公司账面价值之谜 / 343
普通股值每股 280 美元吗？——资产与赢利状况对比——钢铁工业的本质特点
- 35 | 定期股票股利何时有利，何时又会有害 / 354
- 36 | 证券选择的新甄别时代 / 363
1926 年证券市场表现对 1927 年证券操作的启示

BENJAMIN
GRAHAM
on INVESTING



1917 年 9 月至 1918 年 9 月

戴维·达斯特

根据沃伦·巴菲特的说法，本杰明·格雷厄姆曾经表示，他希望自己可以每天都“做一些傻事、一些有创意的事和一些慷慨的事”。不过，在本书收录的文章中完全没有“傻事”的影子，而是充分展示了后两点！1914年，20岁的格雷厄姆从哥伦比亚大学毕业。3年后，在为纽约证券交易所的成员纽伯格-亨德森-劳伯公司工作期间，格雷厄姆在《华尔街杂志》上发表了你即将在本书中读到的这些文章。

我在第一部分中选择的6篇文章发表于1917年9月11日至1918年9月28日。当时，欧洲战事正酣（即第一次世界大战，4000万军民在这场始于1914年8月的战争中丧生，它因此被称为“大战”），美国商船豪萨托尼克号（Housatonic）于1917年2月3日被德国潜艇击沉，美国国会于当年4月宣布参战，12月，美国政府接管了全国的铁路系统。受到高额税收、限价措施和原材料缺乏等因素的挤压，企业利润大幅缩水。道琼斯工业平均指数显示，1917年交易量急剧萎缩，股指大幅下跌21.70%，某些个股，尤其是铁路股的情况则更为糟糕。

1918年，股市的走向几乎完全被战局左右。当年7月，美国邮政部正式接手了美国电话电报公司的运营（该公司在1919年又重新私有化）。9月底，一半以上的美国成年人在第四波也是最后一波自由债券^①风潮中认购了

① 自由债券指第一次世界大战期间，美国为支持同盟国作战而发行的债券。当时，购买这种债券被认为是爱国的表现。——译者注

格雷厄姆谈投资

债券，他们中的许多人是第一次涉足证券市场。11月11日停战协议签署之后，几家一度领跑股市的公司股票遭到抛售，由于战备物资订单取消以及美国经济陷入衰退，这些公司的整体业务萎缩了，这次衰退于1919年年初结束。1918年一整年，道琼斯工业平均指数上涨了10.50%，但是股指比起10月18日的最高点下挫了8%。

因此，这6篇格雷厄姆从23岁开始写作的文章其实是在一个经济、金融和地缘政治形势错综复杂的背景下构思完成的。除了极少数矿业、铁路、公共事业、工业（皮革、烟草以及罐头公司）、零售业（小杂货和邮购公司）以及公共运输事业（有轨电车）公司发行的普通股、优先股，以及（一般而言）有抵押留置权保障的高级或者次级债券之外，投资者可以选择的工业股票和金融票据种类非常有限。当时的人们可能连做梦都没有想到会有共同基金、交易所买卖的看跌及看涨期权，以及通货膨胀指数化债券，也从来没有听说过技术股、医药股，以及保险、银行、航空股，更不用说广播、广告、房地产、住宅建筑、有线电视和博彩股了。

痴迷于投资的读者也许还会对距今差不多一个世纪之前的初出茅庐的投资新手所写的文章感兴趣。然而，今天的普通读者读这些文章除了能了解一下当时的历史、研究一下作者的写作风格，还能有什么别的收获呢？

首先，这些文字和图表当中蕴涵着严肃、深刻而且全面的证券分析。在格雷厄姆早期的文章中，我们已经能够看到他极力推崇的证券分析原则——自下而上、以事实为依据，根据基本价值来评价一家企业的股票和债券的优劣。格雷厄姆公开发表的第三句话或者第四句话就已经阐明了他后来所有投资研究所遵循的基本原则：“人们经常认为是价格决定价值而不是价值决定价格。但是，即便市场已经具备了相当的准确性，它们也不是绝对可靠的。”

作为一位坚定且坦诚的现实主义者，格雷厄姆指出价格与价值是两码事。格雷厄姆认为，市场是由人构成的，因此市场变幻莫测、反复无常、危机四伏，狂热和绝望并存，而价格正是由市场的这些特性决定的。通过严格的、有选择的和章法有致的分析，格雷厄姆不断尝试揭示价值的决定因素。他认为，价值是由产生现金流的能力以及现金流产生的时机、持续时间、数量和可靠性决定的。在这些早期的作品中，格雷厄姆已经开始根据事实和现实而不是愿望和期待来进行分析了。

20世纪初，作为证券分析师的格雷厄姆整合了三类因素来评价一家公司的优劣，时至今日，这样的分析方法非但没有过时，而且还非常有效。这些因素包括利润表因素、资产负债表因素以及质量因素。利润表因素影响一家公司的持续经营价值，包括：销售增长、赢利能力以及现金流。资产负债表因素影响一家公司的清算价值，包括：库存、应收账款、

固定资产、折旧、资本需求以及负债结构。质量因素影响一家公司生存和发展的能力，包括：对现有经营内容的理解、行业准入门槛、技术是否落后、与客户和供应商（包括劳方）的力量对比，以及竞争状况。

这些文章之所以能够启发灵感、增进理解，还有另外一个原因：我们可以通过它们了解本杰明·格雷厄姆思想发展的进程。在研究格雷厄姆作品的过程中，读者们可以领略到他思想之开明、遣词造句之灵活以及判断力之精准。在有条不紊地对某种股票或者某个行业的价值进行评判的同时，格雷厄姆一再表现出这样一种倾向——他会审慎地作出自己的结论，并投资那些别人通常会回避或者忽视的领域。

然而，格雷厄姆进行反向投资并不是为了显得与众不同或者特立独行。格雷厄姆的方法融合了精心选择、耐心和谨慎（而且他经常督促投资者这样做）。他总是在行文中对读者提出警告，对与事实相悖的情况进行论述，并给出委婉的指示。通过这些方式，他不断提醒读者，任何投资操作都存在风险，证券价格总是有可能下跌。他不断发出警示：“如果我们错了，会有什么后果？”（今天，这称为“压力测试”。）

因为注重避免损失，格雷厄姆一向重视保住本金，在投资时总是寻求确保一定的安全性。弗吉尼亚·伍尔夫（Virginia Woolf）曾发出别出心裁的宏愿：“爱因斯坦、普朗克、玻尔用量子论做到的，我要用我笔下的文字做到！”格雷厄姆也不甘人后，他的成就不但可以与伍尔夫和新物理学大师们比肩，而且完全可以与玛丽·居里、詹姆斯·乔伊斯、达达派、立体派和未来派画家，以及音乐家德彪西、萨蒂和拉威尔这些与他同时代的激动人心的先锋一起被载入史册。在最初略显稚嫩以及此后不断成熟的作品中，格雷厄姆指出，我们根本无法给某种特定的债券、优先股或者普通股估算出一个确定的价值。同样，也没有任何一个神奇的计算公式可以准确无误地计算出证券的内在价值。

格雷厄姆一步一步引领读者学会如何对一种股票的内在价值进行评估和归类，而不是试图准确地加以确定。根据获利能力、现金流、股息、息票、资本结构以及对未来的现实性评估，格雷厄姆得出他的结论——最好还是致力于找出内在价值的可能区间。

在格雷厄姆看来，长期投资成功的关键在于能够在某种资产的市场价格远低于其内在价值时出手购买。这样，只要该证券的市场价格开始反映其内在价值，投资者就能够获利。或者不妨这样说：可能会出现一种或者几种因素，提醒投资者价值 100 美元的票据正在以 50 美元的价格出售。

受到强烈的学术求知欲的驱使，再加上一位天生的布道者对于点亮他人智慧明灯的热衷，从一开始，格雷厄姆就致力于发现、确立并完善概念、标准和逻辑推理的过程以及评