

格雷厄姆之道

如何在中国实践价值投资

姜开舰（Passion 启航）著

轻松版的《证券分析》
结合中国投资市场实践，易懂易学
九位投资大师联手教你格雷厄姆式价值投资



北京金石致远投资管理有限公司CEO
杨天南

成都格顿投资管理有限公司投资总监
@sosme 张伟

《穿过迷雾》作者 任俊杰

南京扬帆智盈投资有限公司投资总监
@潘潘_策略投资 潘智

联袂
推荐

和聪明的投资者一起学习投资

格雷厄姆之道

如何在中国实践价值投资

轻松版的《证券分析》

姜开舰（Passion 启航）著

结合中国投资市场实践，易懂易学

九位投资大师联手教你格雷厄姆式价值投资



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

格雷厄姆之道：如何在中国实践价值投资 / 姜开舰著 .

北京：中国经济出版社，2017.4

ISBN 978 - 7 - 5136 - 4652 - 9

I. ①格… II. ①姜… III. ①股票投资—研究—中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 051559 号

责任编辑 燕丽丽

责任审读 贺 静

责任印制 巢新强

封面设计 任燕飞

出版发行 中国经济出版社

印刷者 北京力信诚印刷有限公司

经销者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 14.25

字 数 150 千字

版 次 2017 年 4 月第 1 版

印 次 2017 年 4 月第 1 次

定 价 48.00 元

广告经营许可证 京西工商广字第 8179 号

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题，请与本社发行中心联系调换（联系电话：010-68330607）

版权所有 盗版必究（举报电话：010-68355416 010-68319282）

国家版权局反盗版举报中心（举报电话：12390） 服务热线：010-88386794

现在已然衰朽者，将来可能重放异彩；现在备受青睐者，将来却可能日渐衰朽。

推荐序一

投资的“论语”

读完《格雷厄姆之道》，深刻感受到这是一本关于投资话题的“论语”。《论语》是中国传统文化的代表作，集中体现了孔子的政治主张、伦理思想、道德观念及教育原则等，是儒家学派的经典著作之一。而格雷厄姆则享有“华尔街教父”的美誉，是价值投资方法论的开山鼻祖，其所著《证券分析》一书被誉为价值投资的“圣经”。格雷厄姆的门徒遍及投资界，其中不乏巴菲特、施洛斯、邓普顿这样的投资大师。巴菲特曾说：“不读《证券分析》十二遍，不做任何投资。”姜开舰先生通过门徒向格雷厄姆问道对话的形式，将多位格雷厄姆式风格的价值投资大师“聚”在一起，根据各自的经验讨论关于价值投资的各种问题，以一种更加轻松简单的形式，让更多的投资者了解格雷厄姆的投资思想。这种写作方法，化繁为简，让这本《格雷厄姆之道》充满可读性。作者将晦涩难懂的《证券分析》深入浅出地展现在读者眼前，本书就像是一本关于投资话题的“论语”，让格雷厄姆这位大师的智慧，为我们的投资指引方向。

作者在本书中化身为“门徒”，而大师们则有格雷厄姆、巴菲特、

施洛斯、卡恩、布兰帝、邓普顿……这些投资大家都师从或皈依格雷厄姆的价值投资方法论，在漫长的投资岁月中又进一步完善和发展价值投资的体系，形成了自己鲜明的投资特色与思想。书中对价值投资的原理、估值、公司分析、投资分析、组合管理、投资方法以及投资答疑，都以与大师对话的形式做了丰富精彩的论述。阅读完本书，感觉就像《论语》所说的“温故而知新”那样，价值投资者可以重新审视与反思自己的投资理念——以前不清晰的概念和知识点会有更加系统的了解，也能够清楚过去接触的一些投资知识的出处在哪里。

正如书名所示，本书的核心是论述价值投资。对于价值投资的定义，书中开篇就引用格雷厄姆的原话“用远低于公司内在价值的价格购买该公司的股票”进行了说明，这是与趋势投资或技术派的根本区别。在此基础上，通过关于价值投资的两门课程和“市场先生”的寓言，作者全面介绍了大师们对价值投资的理解和诠释，引出了核心思想——安全边际。“安全边际是价值投资最核心的思想，它贯穿价值投资过程的始终”“安全边际就是股票的买入价相对于净资产有充足的折价”，格雷厄姆和施洛斯的观点简单鲜明。为了更清晰地解释安全边际，作者还专门用案例进一步说明。书中类似的案例不胜枚举，既帮助读者加深理解，也彰显了作者本人深厚的投资功力。

本书用了很大的篇幅对公司分析和投资分析做了细致描述，我本人觉得这部分内容特别精彩，“干货”特别多。格雷厄姆对价值投资的立论基础就是定量分析，在此基础上才涉及定性分析，这都涉及一个核心问题：如何给企业估值。在这部分章节，作者煞费苦心制作了大量表格，列举了大量实际案例，细致入微地将估值的基本理念和定义、术语与要点、方法和窍门展现在读者面前。尤其让我印象深刻的是格雷厄姆的一句话：“证券分析是一个非常讲究时效性的工作，

如果一个变量对最终结果影响不超过5%，就不用花太多的精力去关注这个变量。”这让我受益匪浅！过去自己在做公司分析和投资分析时，事无巨细，时常陷入数字的汪洋大海中，感觉估值分析是一项烦琐而艰难的工作，一直不得其法。阅读本书，真有一种豁然开朗的感觉。

对于更深入的投资组合管理，以及各类投资标的和方法，作者同样没有遗漏掉，用了大量笔墨对各位投资大师的观点做了细致剖析。为了照顾读者群的不同投资水平，作者又不厌其烦地在该书的后半部分专门安排了一章投资答疑，对投资过程中许多带有普遍性的问题，用投资大师作答的方式，给出了明确的解释说明。

格雷厄姆以及其后的许多价值投资大师，他们对投资的感悟和理念都博大精深。而价值投资方法论在问世百年后的今天，由于其精湛的内涵和严密的逻辑，仍然保持着旺盛的生命力，散发着古老的青春活力，仍然指引着无数门徒在投资的道路上孜孜不倦地探求下去！

“学而时习之，不亦说乎！”

（在“格老”的相关研究中，本书也算得上是精品，我们公司也把此书作为内部学习资料来使用。此文由本公司研究员王强执笔。）

sosme

2016年12月29日

推荐序二

姜开舰兄把手稿送至我手中后，我花了一段不短的时间，逐字逐句地看完了。

两个字概括：精彩。四个字概括：值得期待。

尽管我读过《证券分析》，也读过《聪明的投资者》，但听完一位将这两本书读烂了的作者讲述格雷厄姆的故事，我禁不住猜想：与当年的巴菲特“同学”相比，作者对格雷厄姆之“道”的了解，似乎不遑多让？

不止这些……

作者涉猎的范围还扩展至几乎整个“格雷厄姆与多德镇的超级明星们”。假设你是书中的“门徒”，你不止会和格雷厄姆对话，还会与所有这些明星们对话。话题不仅涉及价值投资的方方面面，而且内容深入浅出，话风轻松愉快。

无疑，你的投资素养会因为读这本书，跃上一个高高的台阶。

2017年的新书单中，没有理由不包含这一本！

任俊杰

2017年1月5日

自序

沃伦·巴菲特曾说：“不读《证券分析》十二遍，不做任何投资。”本杰明·格雷厄姆的《证券分析》自1934年出版以来，一直被誉为投资者的“圣经”。有一次，巴菲特在回忆1950年他上格雷厄姆和多德的证券分析课程时说：“事实上，我甚至比《证券分析》的合著者多德更熟悉这本书。我可以随口引用书中任何一段内容。这本书有七八百页厚，我却熟悉了解书中任何一个案例，我已经把整本书消化吸收了。”可见沃伦·巴菲特对这本书的重视程度和熟悉程度。

虽然人们在谈论价值投资时经常会提起《证券分析》，但是人们并没有给予这本书足够的重视，很多人都觉得这本书过于晦涩难懂。

为了解决这个问题，格雷厄姆又为普通投资者写了一本《聪明的投资人》。《聪明的投资人》是《证券分析》的普及版，更注重的是投资的原理和投资者的态度，并没有详细讲解证券分析中的技巧。全书为不同类型的投资者提供了多种组合投资策略。也就是说，按照书中的策略筛选出股票后，投资者并不知道怎样对这些筛选出来的个股作进一步的价值评估。投资者知其然而不知其所以然，因此，很难有信心将这些组合投资策略坚持下去。另外，对《证券分析》研究得越多，就越会发现《证券分析》中有很多重要的观点是《聪明的投资

人》没有涉及的。可以说《证券分析》是不可替代的，而且是必须阅读的。为了解决《证券分析》过于晦涩难懂，而《聪明的投资人》又过于简略的问题，《格雷厄姆之道》的估值篇采用了一种非常简单的方式，讲解了格雷厄姆式价值投资的个股估值方法。

本书的写作源于一次偶然。一次，笔者在雪球上发表了一篇关于格雷厄姆投资思想的文章，一位雪球“球友”评论：“《证券分析》太晦涩了，此文表达精练，更加易懂。”这位“球友”的评论提醒了我。为什么不能将晦涩难懂的《证券分析》以一种更加轻松简单的形式表达出来，让更多的投资者了解格雷厄姆的投资思想呢？

化繁为简说起来简单，做起来却非常困难。本书中，每一个将格雷厄姆思想化繁为简的灵感都来之不易，其中很多点子都耗费很多天的冥想苦思。

笔者为本书的写作提出了三点要求：

- (1) 观点必须符合本杰明·格雷厄姆的原笔原意；
- (2) 内容浅显易懂，让普通投资者都能看明白；
- (3) 语言生动幽默，让普通投资者有兴趣读完全书。

任何人问我是否有一套自己的投资体系，我都会回答说，我没有自己的投资体系，我的投资体系都是从格雷厄姆那里学来的。通过多年来对本杰明·格雷厄姆投资思想的研究和实践，相信达到第一点要求应该没有问题。

为了让全书通俗易懂，笔者采用了门徒向格雷厄姆问道对话的形式，将多位格雷厄姆式投资风格的价值投资大师“聚”在一起，根据他们各自的经验，讨论关于价值投资的各种问题。需要注意的是，全书选择的都是按照格雷厄姆的投资方式进行投资的大师，所以，沃伦·巴菲特并不是全书的主角。同时，全书采用了A股、港股等多

个市场中近 50 个真实案例，这些案例大部分都是笔者这些年实践格雷厄姆式价值投资的过程中曾经买过的股票。

第三点关于语言生动幽默的想法，笔者本想让这些价值投资大师和门徒来一场群口相声。但本书的编辑建议，投资类书籍尽量不要过度娱乐化，因此在编辑“竭力劝阻”之下，抖包袱的计划只好作罢。书中的门徒起到相声中捧哏的作用，穿针引线，提出问题，引导读者逐步深入了解价值投资。

另外，笔者认为，格雷厄姆绝对是一位被低估的大师，很少有人能够比他对股市运行规律有更深刻的认识。但很多投资者误以为格雷厄姆的投资方式就只是“捡烟蒂”，这种投资方式只是 1929 年美国大萧条的产物，现在已经不适用了。事实上，格雷厄姆的投资方式绝不仅仅是“捡烟蒂”，他为投资者提供了很多种不同的投资方法。在“方法篇”中，笔者会利用真实的案例对这些投资方法逐一进行讲解。

希望本书能够帮助更多的投资者了解格雷厄姆的思想，让这位大师的智慧为我们的投资指引方向。

姜开舰

2016 年 11 月 27 日

出场人物介绍

本杰明·格雷厄姆 (Benjamin Graham)

本杰明·格雷厄姆被誉为“现代证券分析之父”“华尔街教父”，他最早创建了价值投资理论，其在投资界的地位，相当于物理学界的爱因斯坦，生物学界的达尔文。

作为一代宗师，他的投资哲学为“股神”巴菲特、“市盈率鼻祖”约翰·聂夫、“指数基金教父”约翰·博格等大批顶级投资大师所推崇，如今活跃在华尔街的数十位资产规模上亿美元的投资管理人都自称为他的信徒。

本杰明·格雷厄姆 30 年投资生涯的年化收益率是 17%，如果加上政府雇员保险公司的收益，年化收益率达到 21%。

沃尔特·施洛斯 (Walter Schloss)

沃尔特·施洛斯没有读过大学，1934 年开始了在华尔街的第一份工作，并在夜校上了格雷厄姆教的证券分析课程。后来施洛斯加入了格雷厄姆的公司，为格雷厄姆工作了近十年。1955 年他成立了沃尔特·施洛斯合伙人公司。巴菲特称他为“超级投资者”。他为人一直非常低调，很少有人知道他。他是格雷厄姆的忠实门徒，几乎复制了格雷厄姆的投资方式，他比巴菲特更“格雷厄姆”。1955—2002 年，

他投资生涯的年化收益率达到 16%，资产增值 1000 倍以上。

沃伦·巴菲特 (Warren Buffett)

沃伦·巴菲特是伯克希尔-哈撒韦公司的董事长，被誉为“股神”，“价值投资”理念最伟大的践行者。他是本杰明·格雷厄姆在哥伦比亚大学的学生，曾经为本杰明·格雷厄姆工作。他认为自己的投资理论中，有 85% 来自于格雷厄姆。他甚至给自己的儿子取名为霍华德·格雷厄姆·巴菲特，以纪念恩师。

1957—1969 年，巴菲特合伙基金期间，巴菲特完全按照本杰明·格雷厄姆的投资方式投资，有限合伙人取得了年化收益率 23.8% 的超高收益。1964—2015 年，伯克希尔-哈撒韦公司股票的每股账面价值从 19 美元增加至 155501 美元，年复合增长率为 19.2%，每股账面价值合计增长了 8000 倍。

欧文·卡恩 (Irving Kahn)

欧文·卡恩也是直接受教于本杰明·格雷厄姆的投资大师，他认识格雷厄姆比巴菲特还要早 20 年，他也曾经为格雷厄姆工作，曾担任格雷厄姆的助手长达 27 年之久。

欧文·卡恩是华尔街最长寿的投资人，他在 107 岁的高龄依然担任卡恩兄弟集团主席。投资者如果在 1978 年向卡恩兄弟投资 100 万美元的话，如今这笔资金已经上涨至 4000 万美元。

他是格雷厄姆提出的“净流动资产价值”概念的严格实践者。他将自己的成功归因于格雷厄姆。他认为自己从格雷厄姆身上学到的最重要的东西是抵御赚取快钱诱惑的能力。

查尔斯·布兰帝 (Charles Brandes)

1970 年，当查尔斯·布兰帝还是一名股票经纪人时，认识了本杰明·格雷厄姆，并定期拜访格雷厄姆，学习价值投资。1974 年，查尔

斯·布兰帝创立了布兰帝投资伙伴公司，在全球市场应用格雷厄姆的价值投资理论。开始时，他为投资人管理的资产只有 1.3 亿美元，到了 2001 年，旗下管理资产总额已达 750 亿美元以上，被尼尔森公司选为 2000 年最佳基金经理人第一名。1981—2001 年，布兰帝全球权益基金的年化收益率达到 17.91%。

特维迪·布朗 (Tweedy Browne)

特维迪·布朗公司创建于 1945 年。开始时，格雷厄姆一直是特维迪·布朗公司的客户，特维迪·布朗公司与格雷厄姆的办公室比肩而邻。受格雷厄姆的影响，特维迪·布朗公司开始运用格雷厄姆的价值投资理念，开展资金管理业务。1955 年，沃尔特·施洛斯搬进了特维迪·布朗公司的办公室，他的办公桌紧挨着走廊的冷水机和衣帽架，沃尔特·施洛斯就是在那里创造了 50 年资产增值 1000 倍的“神迹”。

1968—1983 年，特维迪·布朗公司的年化收益率达到 16%。

约翰·邓普顿 (John Templeton)

约翰·邓普顿是邓普顿集团的创始人，一直被誉为全球最具智慧以及最受尊崇的投资者之一。*Money* 杂志将他誉为“20 世纪当之无愧的全球最伟大的选股人”。福布斯称他为“全球投资之父”及“历史上最成功的基金经理之一”。2006 年，他被美国《纽约时报》评选为“20 世纪全球十大顶尖基金经理人”。约翰·邓普顿崇尚逆向投资，他认为：牛市在悲观中诞生，在怀疑中成长，在乐观中成熟，在兴奋中死亡。最悲观的时刻正是买进的最佳时机，最乐观的时刻正是卖出的最佳时机。

迈克尔·普莱斯 (Michael Price)

迈克尔·普莱斯是美国价值型基金经理人中的传奇人物，他于 2006 年入选《纽约时报》评选的“全球十大顶尖基金经理人”。

他从 1976 年开始成为共同股份基金的基金经理人，当时基金管理的资产只有 500 万美元。截至 1996 年，他管理的四只基金资产达 130 亿美元，20 年间成长了 2600 倍。2001 年，他创建了自己的基金。现在他管理着 16 亿美元的资金，其中大部分是自己的钱。

谢清海

谢清海是香港惠理基金公司的创始人，他是一位虔诚的价值投资者，深谙价值投资保本宗旨，擅长逆市投资，有“亚洲巴菲特”之称。他倡导投资于业务而非股票，注重回避风险。

香港惠理基金公司于 1993 年成立，2007 年在香港上市。从 1993 年仅管理几百万美元资产到 2010 年管理资产超过 70 亿美元。旗下旗舰基金惠理价值 A 系列自 1993 年成立起，累计涨幅 1623.5%，同期恒指涨幅 300.9%。

目 录

第一章 原理.....	1
第一节 价值投资	3
价值投资的优势	3
什么是价值投资	4
金融思维和商业思维	5
价值投资的两门课程	8
第二节 市场波动、估值与安全边际	10
市场波动	10
安全边际	11
分散投资	14
第三节 内在价值	15
股价偏离内在价值	15
股价偏离内在价值的原因	16
价值回归	16

第二章 估值	19
第一节 相对估值法	21
估值的观念	21
相对估值法和其他估值方法的区别	23
第二节 怎样用股价与资产进行比较	24
资产与收益：哪个更重要	24
资产负债表	25
清算价值	32
第三节 资本结构对收益的影响	38
资本结构	38
保守型资本结构	40
最优资本结构	42
投机型资本结构	44
关于其他形成与投机型资本结构相同效果的方式	46
第四节 怎样用股价与收益进行比较	51
市盈率和盈利率	51
股票的分组筛选	53
每股收益的计算	54
对收益的纠正	55
判断每股收益是否存在造假的方法	61
盈利能力	65
当期收益	66
收益的质量	67
未来收益	69
关于高额收益	69