



wall street

华尔街实战译丛

[美] 杰弗里·C·胡克 / 著
陈林 键海 谢月兰 于江 / 译

Security Analysis on Wall Street

华尔街 证券分析

 经济科学出版社
Economic Science Press



wallstreet

华尔街实战译丛

[美] 杰弗里·C·胡克 / 著
陈林 键海 谢月兰 / 译
于江

Security Analysis on Wall Street

华尔街

证券分析



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目(CIP)数据

华尔街证券分析: 现代证券估值方法综合指南〔美〕胡克
(Hooke.J.C.) 著; 陈键等译. - 北京: 经济科学出版社, 1999

(华尔街实战译丛)

书名原文: Security Analysis on Wall Street

ISBN 7-5058-2013-3

I. 华… II. ①胡…②陈… III. 证券市场—基本知识
IV. F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字(1999)第54277号

华尔街证券分析

——现代证券估值方法综合指南

〔美〕杰弗里·C·胡克 著

陈键 林海 谢月华 于江 译

网址: www.esp.com.cn

电子邮件: esp@public2.east.net.cn

(版权所有 翻版必究)

*

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

北京博诚印刷厂印刷

出版社电话: 62541886 发行部电话: 62568479

经济科学出版社暨发行部地址: 北京海淀区万泉河路66号

邮编: 100086

*

690 × 990 毫米 16 开 33.75 印张 550000 字

1999 年 12 月第一版 1999 年 12 月第一次印刷

印数: 00001 — 10100 册

ISBN 7-5058-2013-3/F·1435 定价: 59.80 元

(图书出现印装问题、本社负责调换)

丛书

序言

华尔街虽然只是美国纽约市的一条街道，但它的名字已成为全世界最大的金融中心的代称。那里聚集着全世界最大的商业银行家、投资银行家、基金经理、证券商、经纪人和各色金融家，吸引着世界各地数以亿兆的资金，每日进行着纷繁复杂的交易。就是这个地方对整个世界金融、贸易、经济产生着巨大的影响。有人夸张地说：“在华尔街打个喷嚏，全世界都会感冒。”也有人形容说：“在华尔街，你可以在几分钟之内倾家荡产。”这就使得长不过几公里的华尔街披上了神秘的面纱。

由于工作之故，我曾数次造访华尔街这个世界金融之都，当徜徉在华尔街熙来攘往的人流中时，我深感华尔街的力量并不在于它外在的华丽，而是由它内部的机制所致。要想真正的了解它、把握它，必须深入地研究它，否则就是去多少次也是枉然。自此，我就十分留心这方面的资料与书籍。恰巧今年经济科学出版社金融编辑室主任王书燕女士告诉我他们有出版一套华尔街丛书的计划，并邀我来做主编，兴致所在，我便欣然允诺，忝当此任。

目前这套丛书选择了六本译作：《华尔街传奇》、《看透华尔街》、《华尔街股市投资经典》、《战胜华尔街：审慎投资者指南》、《华尔街证券分析》、《华尔街围城：网上投资指南》。从书海中被挑出来的这六本书可以说是十分宝贵的，有价值的。

它们有的侧重历史（二战后的历史）；有的侧重当前；有的从个人投资者角度出发；有的更多考虑机构投资者的立场；有的讨论短线；有的则更关心长线，还有一本是讨论网络时代华尔街城（Wall Street City）问题的，书中还提供了不少有用的金融网址。十分显然，这套书的内容早已超出了华尔街这个地域概念，它实际是当前美国乃至国际金融市场活生生的全面介绍。

出版这样一套丛书，我想至少有三个方面的重要意义：其一是有助于我们理性地进入国际金融市场。随着改革开放的深入，中国经济越来越与世界经济连成一个整体，到1998年底中国的进出口贸易总额占国内生产总值的比重已达34%，也就是说国民财富中有1/3是与国际商品交换有关。再加上利用外贸和国际旅游收入近年来每年也都在700多亿美元，国民经济涉外部分已高达40%以上。在这种情形下闭目塞听，不去认真地了解国际金融市场，不了解华尔街，就会在风云变幻的国际经济、金融舞台前手足无措，连吃败仗。1997年的亚洲金融风暴虽已过去，但至少还令人记忆犹新。掀起风暴的主角——对冲基金们的总部大都在华尔街，亚洲国家对它们的不熟谙并没有成为它们不进攻亚洲的理由，亚洲人是付了高昂的学费才进一步提高了对华尔街的认识。为了我们不再付学费，也为了能更好地利用金融市场，我们很有必要认真地了解、研究华尔街。

其二，有助于中国金融的深化。在我国现阶段，专业银行在向商业银行转变，货币市场正在形成，资本市场也刚刚起步，大部分在国际上流行的金融衍生工具在国内还不能运用。国际经验表明，发展中国家在其市场化的进程中必然伴随着金融深化。金融深化具体到中国也就是金融的改革与发展。虽然中国改革与发展要有自己的特色，但这并不意味着我们不要参照发达国家的经验，恰恰相反，我们要吸取人类一切有用的先进

的东西为中国的现代化事业服务。本套丛书中所显现的先进的金融理论与实践正是我们要参考和消化的。

其三，有助于中国大、中型企业的全面发展。在计划经济时代，中国的企业，特别是大中型企业被限制在很窄的领域，基本都是生产型。经过多年的改革，情况有了很大的变化，许多企业从单纯的生产型转变为生产经营型。但这种经营还是狭义的，往往还局限在与生产相联的商业经营。资产经营还比较少，金融市场上的经营就更少了。从国际潮流来看，世界上的大公司越来越朝着综合型发展，金融部门也成为所有大公司的核心部门之一。在产品经营的同时，大公司都在积极地参与金融市场上的经营。从本套丛书中我们就可以看到各大公司在华尔街运营的身影。中国的大中型企业从中可以得到很好的教益。

最后，愿本套丛书能给读者带来新的知识，新的希望，新的成功。

任克雷

于深圳华侨城

1999年8月

中文版序言

什么是证券投资的基础？在这个问题的回答上，理论界和实务界一直存在着理性与非理性、科学与艺术之间的分歧。证券分析是理性地、系统地对证券进行估值的知识体系和技巧运用。尽管我们不能说证券投资的基础是完全理性的，并且我们也承认证券投资分析离科学还差得很远，但是证券分析在证券投资中的重要作用是不言而喻的。投资于证券如同购买任何其他商品一样，如果缺乏对购买对象的基本特征、现状和未来可能前景的了解，投资只能是盲目的，投资的失败也是难免的。

或许有人认为，在我国现阶段，上市公司运作不规范，国有企业管理随意性太大，证券市场上还没有形成理性投资的环境，因此，证券分析无用武之地。其实，这种观点有失偏颇。作为投资形象的上市公司，它的发展和演变从总体上讲是有一定的脉络可循的，只要研究人员的能力和经验积累到足够的程度，总是可以对行业的发展趋势、行业的基本结构、不同公司之间的竞争关系、企业的可能重组，以及上市公司的发展前景、重大决策、治理结构、管理模式和产品竞争力等等作出有价值的判断。同时，从公司财务分析来看，虽然我国上市公司的会计制度及其执行，以及各种信息的披露还有不尽人意之处，但是，它们定期披露的财务资料等信息已经能够为分析人员进行证券投资分析提供较好的财务信息基础。有经验的分析人员可以通过对这些公开信息运用财务分析的方法，对上市公司的经营状况、未来盈利能力等作出较为准确的判断，并依此对上市公司的股票进行估值，提出相应的投资建议。近几年的市场实践已经证明，频繁买卖，随市投机，最终的收益往往不会超过理性买入后长期持有的回报，而理性投资的基础正是出色的证券分析。

随着我国证券市场的进一步规范发展，投机心态将逐渐趋淡，上市公司的投资价值日益成为投资者关心的主要因素。越来越多的投资者自觉或不自觉地对证券进行估值，证券分析不是没有用武之地，而是日益影响着市场的投资行为。

但是，由于我国证券市场发展历史尚短，无论是投资者还是部分专业的证券分析师，对如何去分析一个行业、一个上市公司，如何去对证券进行估值，并在此基础上进行综合和分析，提出投资建议，缺乏深入的了解。《华尔街证券分析》正是一部介绍证券分析的权威作品。作者向我们展示了华尔街流行的主要证券分析的技巧，包括行业的分析、财务报表的分析，以及如何对证券进行定价，等等。读者通过对这些证券分析方法内在逻辑的了解和思考，能够跨越不同分析方法之间的界限并进而对证券估价和投资决策有所体会，为投资管理提供有益的帮助。

需要指出的是，与国外成熟市场相比，我们的股票市场无论是运作框架、法律法规，还是监管体系都处于不断完善之中，制度因素的不断调整，甚至是巨大变化会对市场行为产生深刻的影响。市场发展的特殊性，使得国外市场流行的一些证券分析的方法在我国市场虽然有很好的参考价值，但在短时期内并不一定完全行之有效，照搬照抄肯定会遇到一定的困难。这就要求我们在进行证券分析时必须将证券分析的普遍原理和中国市场的实际相结合。显然，这种结合的基础是对普遍原理的深刻理解和体会。因此，作为证券分析人员，我们应当在适应我国国情的实践中，运用好证券分析的一般原理，只有这样才能提高证券投资的水平。

从长远看，随着我国经济的进一步对外开放以及证券市场的国际化进程，证券市场的理论和实践都将和国际规范越来越接近，国际上流行的证券分析方法在我国也将越来越适用。因此，《华尔街证券分析》作为介绍成熟市场证券分析的权威之作，将对专业的证券分析人员和有志于证券分析的人士大有裨益。

华夏证券研究所所长

林义相

1999年11月29日

原版 前言

华尔街证券分析师的建议能给你带来财富，也能使你失去财富。他们估量发行股票公司的前景并提出“买”或“卖”的建议。尽管如此，长期以来却没有一个经验丰富的从业者对华尔街事实上如何进行证券分析做出解释。对于一个严谨的投资者、财务主管或公司经理来说，了解专业人员如何对证券进行定价是很重要的。毕竟一张股票只能值参加交易的人愿意支付的价格，而这样的人往往是一个专业分析师、证券交易商或投资基金经理。于是通晓这些专业人士估值过程的框架，就成为使投资成果最大化的前提。

恰当地估计股票的价值是金融领域最富挑战性的课题之一。关于估值方法的理论多种多样，从“内含价值”信奉者的准科学规则到依赖于预期的投资者的狂言谰语。在谨慎的估值分析师中，采用的方法论也存在很大差异。大多数杰出的投资者在选股时显示出折衷主义的风格，把他们的决策建立在综合运用多种技巧的基础上。于是，股票市场缺乏一个统一的估值基点，市场参与者被迫去分辨哪种估值技巧是可行的，而哪种不可行。

在投资者们测试各自估值方法的过程中，不同的估值结论促成了一种良性竞争。每一个投资者都以自己的结论对抗其他投资者的结论，从而产生大量的交易。究竟谁是正确的呢？最终，市场达成一致，股价与大多数人的结论相吻合。

什么是证券分析

证券分析是以理性、系统的方式对证券进行估值的知识体系。它的根本原则是：长期来看，一种股票的价格反映了发行公司的经营前景与其所在的经济环境。然而，在短期内，心理因素常常影响股票价格。于是，股票的定价就成为“理性”与“非理性”集团之间的拔河战。

证券分析师们都是专业人员，他们精通评估普通股价值的原则与方法。他们受雇于共同基金、养老基金、保险公司或经纪公司，时刻密切关注着金融市场并对个股进行研究。在研究结论的基础上，他们提供预期能带来优厚回报的投资建议。

证券价值所反映出的不确定性

证券的投资价值取决于许多易变的因素，所以事先要确定某一分析师分析意见的准确性十分困难。除其他因素外，分析师们的预测还面临着这些挑战：预期之外的宏观经济指标如利率的变动；无法预见地影响某一特定公司的事件，如新的竞争对手的出现；对某一行业的非同寻常的冲击，如技术的革新。这三个因素会使股价发生剧变。在其他一些时候，股价会因与宏观经济、行业动向、业务经营毫不相关的因素而变化。例如：股票交易价格和数量的不同形态促使人们去买卖股票，因为人们相信，过去的交易形态能预示未来的价格。

于是任何一种股票的市场价格都反映了许多相互矛盾的预期与假设，并随投资者对信息和环境的重新评价而发生变化。如果这一分析过程还不够复杂的话，行为谨慎的投资者还需考虑影响金融资产价值的人为因素并采取相应对策。各种心理因素会时时困扰一只股票或整个市场，使从众心理压倒理性解释而占上风。为由此产生的价格寻找经济依据的投资者，最好给蜂拥而至的人群让开道路。

由于迥异的投资风格和不可预测的未来事件都对股价有重大影响，大多数专业基金经理并不能总是选出比市场指数表现更好的股票就不使人感到惊奇。实际上，大量学术理论表明，由于股价能够反映出所有可以获得的信息，因此经常“击败市场”是不可能的。做再多的研究都不

能带来超出平均水平的投资结果，那些业绩记录卓越的投资组合经理只不过是机遇法则的受益人。最终，机会对每个人都是平等的，他们也只能有一般的表现。股指基金的快速成长，证明投资者已对专业基金经理失去信心，而广泛接受了这种理论。

理性的概念

作为一个研究领域，证券分析排斥“股票投资者注定不能赢得比市场回报率更高的回报”这种观点。相反地，它认为买卖股票的选择应以对投资价值的理性分析为基础，以严谨的态度长期坚持这种观点，会获得丰厚的回报。本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）和大卫·多德（David Dodd）在他们开创性的著作《证券分析》中综合提出了“理性”概念。自该书于1934年出版以来，这一概念已获得广泛的认同。它把选股或者说是“股票管理”从一种投机性的职业提升到近似经济学或法学的地位上来。随着时代的变迁，执业的证券分析师们已修改了许多格雷厄姆和多德的理论基石，并发展了大量实用性方法来充实这一领域。

如今对短期业绩的注重妨碍了分析人员作出理性的判断。根据公司的季度盈利是否达到了华尔街的预期，公司的股价每三个月就会得到市场回报，或受到市场惩罚。为减少随之而来的股价变动，公司被诱使操纵季度经营成果、给有影响力的分析师以预期盈利的暗示、并雇用公关人员不断地“欺骗”华尔街。这些因素造成了公司股票发行人与投资者之间的紧张关系：前者追求高股价，后者期望公平的价格。短期价值取向同样影响了投资组合经理。在他们试图每一季度都超越指数的过程中，许多人快速进出市场，以图获得很小的利益。他们可能每年周转股票2~3次，单只股票每次仅持有数月。

为何研究证券分析

由于证券市场对于投资组合、事业机会和工作前景有如此重大的影响，许多投资者、工商人士和学生却并不了解股票估值背后的动态过程，这一现象令人费解。实际上，相当一部分人认为证券交易是流动的掷骰子游戏。然而，尽管投机因素在市场中发挥着作用，证券分析仍是

股票估值的基础。关于它的研究有理由引起许多人长期不断的兴趣。

证券分析知识对于下列四类人士很有益处：

1. 公司总裁 他们在起草公司战略计划和向潜在投资者描述公司的成长经历时，必须对估值问题十分敏感，他们必须懂得从业人员如何解释管理层的行为并将之转化为股价。

2. 专业投资人员 他们经常用到本书中描述的估值技巧。根据我的经验，他们中许多人却对每天都在应用的方法的实践和理论基础不够了解，因此对证券分析的基础进行系统回顾将会提高他们的工作效率。

3. 商科学生 他们了解增加股东权益的重要性，但毕业时仅仅具有如何把公司业绩转化为市盈率的肤浅知识，而通晓证券分析知识是他们面对商业与金融业严酷现实的必要装备。

4. 个人投资者 他们将因学习证券分析而在股票投资中获益。他们的第一个收获将是减少了对“鱼雷股票”（torpedo stocks）的敏感性。这类股票因前景被某些人鼓吹起来而定价过高，因而极具投机性，其价格跳水将使整个投资组合毁于一旦。随着个人投资者经验的增加和对本书方法的贯彻应用，他们将乐于把选股决策建立在自身研究与判断的基础上。

为了方便起见，本书中以“他”来指代分析师或投资者，本书内容对于现实世界里评估股票价值的男士与女士同样适用。

这本书并不能保证你作为一个投资者会有超越市场的表现，也不保证公司经理做出成功的决策。没有一本诚实的书能宣称做到这点。《华尔街证券分析》是对证券分析过程作出一个实际而全面的评述。读完本书之后，读者将能更好地面对股市中无数的陷阱，而做出理性的投资决策。

杰弗里·C·胡克
切维蔡斯，马里兰州
1998年2月

致 谢

我在此要感谢以下向本书提供了有价值的观点的人：Doug Cannon, Alan Fishbein, Jerome Simonoff 和 Paul Siegel。特别感谢约翰·威利父子公司的职员：Mina Samuels, Mary Daniello, Claudio Campuzano 和 Myles Thomson。同时也要感谢对本书草稿进行文字处理的 JoAnn Fullerton 和德州出版制作公司的 Nancy Marcus。在此我还要向国际金融公司的 Helmut Paul, Andre Cracco, Karl Voltaire 和 George Tannous 表示感谢。最后，衷心地感谢我的妻子 Patty，她在我的写作过程中始终给予鼓励。

杰弗里·C·胡克

引言

为便于读者对本书内容的理解，《华尔街证券分析》共分为五篇。

• **第一篇：投资环境** 第一篇提出了对股票发行、研究和交易所处环境的总体看法。在首先说明投资者为何要分析股票之后，作者紧接着研究了各个市场参与者的角色、市场的规则、首次公开发行的过程及投资信息的来源。

• **第二篇：分析与研究报告** 这一篇将结合发行公司的历史与前景，有条理地评估某种股票的投资价值，并详细说明评估的过程与研究报告的形式。

• **第三篇：估值与投资决策** 在研究报告的结论部分，分析者必须回答两个问题：

(1) 这一证券是否被恰当定价？(2) 以上一问题的答案为基础，建议买入还是卖出这一证券？第三篇提供了对此作出回答的必要框架。

• **第四篇：专门案例** 一般证券分析中用作典型的制造业或服务业公司，其销售额和利润都能够不断增长，大部分公开上市公司并不符合这一条件。第四篇考查了一些专门案例。此外，这一篇还分析了越来越受美国投资者欢迎的国际股票。

• **第五篇：综述** 本书最后一章总结了前几篇包含的内容，并再次强调了一些有用的公理。



目 录

丛书序言.....	任克雷
中文版序言.....	林义相
原版前言.....	杰弗里·C·胡克
致谢.....	杰弗里·C·胡克
引言.....	(1)

第一篇 投资环境

1 为何要分析证券	(3)
---------------------------	-------

2 谁在从事证券分析	(21)
----------------------------	--------

3
寻求公平的竞争环境(37)

4
其他信息来源(63)

第二篇 展开证券分析及撰写研究报告

5
开始证券分析(73)

6
行业分析(85)

7
针对公司的分析(117)

8
公司财务报表分析(141)

9

会计数据的局限性(169)

10

财务分析和股票定性(197)

11

财务预测指针(219)

第三篇 估值与投资决策

12

现代估值方法(237)

13

相对价值法(255)

14

评估边缘公司的业绩(267)

15

并购市场,杠杆收购与接管(277)