



# SECURITY

Sixth Edition

## 证券分析 (经典版)

上

原书第6版

[美] 本杰明·格雷厄姆 (Benjamin Graham) 著

戴维·多德 (David L. Dodd)

巴曙松 陈剑 等译

# ANALYSIS

# 道斯 CHEERS

与最聪明的人共同进化

HERE COMES EVERYBODY

---

现在已然衰朽者，将来可能重放异彩。  
现在备受青睐者，将来却可能黯然失色。

贺拉斯《诗艺》

---

**黄红元** 上海证券交易所理事会理事长

在金融市场上，市场的波动、时间的流逝会对投资理念进行无情而公平的检验，吹尽狂沙始到金，经过近八十年市场动荡的检验，《证券分析》成为投资经典著作的代表作之一。巴曙松研究员主持翻译的《证券分析》第6版，由专业人员来翻译专业经典，这对促进当前中国证券市场投资理念的转型和价值投资理念的确立，会发挥积极的作用。

**金旭** 国泰基金管理公司总经理

对比研究投资历史上一些伟大投资家的投资理念，尽管他们观察市场的角度、把握市场的方法等会有不同，但是都程度不同地十分强调要有一以贯之的分析框架作为投资决策的依据，同时要不断在市场投资实践中深化和完善这种分析框架。《证券分析》之所以广受投资界推崇，我认为关键在于其具体体现了这种分析框架与实践的互动过程。

**李仁杰** 陆金所董事长

《证券分析》一直被国内外投资界视为价值投资理念的奠基之作，而从1934年以来，不同版本的《证券分析》都把同时期与价值投资相关的代表性投资实践补充到书稿中，这就使得格雷厄姆作为价值投资理念奠基者的分析框架与追随者在不同市场条件下的

投资感悟相得益彰。例如，巴曙松研究员主持翻译的《证券分析》第6版中就新增了巴菲特的亲笔序言，以及十位当今华尔街的知名基金经理人针对每一部分内容撰写的导读等。因此，有着近八十年历史的《证券分析》不仅在当前的国际金融环境下依然有着很强的时代气息，而且对扭转近年来中国证券市场上一度盛行的投机跟风的风气会发挥积极的推动作用。

**沃伦·巴菲特** 伯克希尔·哈撒韦公司总裁

57年来，我一直遵循着两位恩师阐述的投资路线图。对我而言，没有任何理由再去寻找其他的投资方法。

**大卫·斯文森** 耶鲁大学首席投资官

投资经典《证券分析》的第6版没有听信古老的谚语“若是经典，就不能改动”。由塞思·卡拉曼和詹姆斯·格兰特带领的顶级评论员，跨越了20世纪30年代单纯的金融世界与新世纪日趋复杂的投资领域之间的鸿沟。读者将从金融界最优秀的开拓者和敏锐的顶级市场观察家的经验与智慧中获益。最新版的《证券分析》应该出现在每一位认真钻研的金融研究者的书架上。

**杰克·迈耶** 捐献基金领袖，Convexity 资本管理公司管理合伙人兼首席执行官

当代的精英们使昔日的经典焕发青春，就像老虎·伍兹获得的高尔夫美巡赛冠军数超越了本·霍根一样。《证券分析》第6版对你必定大有帮助。

**杰米·戴蒙** 摩根大通主席兼首席执行官

《证券分析》，1940年版加上当代最优秀的金融界人士撰写的导读，对于当下任何一位训练有素的投资者来说，都是一本必不可少的学习工具书和参考书。

**布瑞恩·罗杰斯** T. Rowe Price 资产管理公司主席

尽管可口可乐公司发现自己难以改善为时间所验证的经典可乐，塞思·卡拉曼、詹姆斯·格兰特和布鲁斯·格林沃尔德等人却证明了一部伟大的著作能够更上一层楼。塞思·卡拉曼的前言值得所有投资者仔细阅读，总的来说，特约编辑们的导读本身也堪称经典。历史经验告诉我们，对人类行为的解读是证券分析的关键部分之一。

**丹尼尔·奥克** 对冲基金大鳄，Och-Ziff 资本管理集团创始人

《证券分析》这一经典之作经由几位当代最伟大和思虑最周全的投资者重新编辑，如今已提升到了一个全新的水平。该书值得好好阅读。

**莫里斯·史密斯** 富达麦哲伦基金前经理

读者将会发现第 6 版的《证券分析》较之早期的版本更为完善。两位伟大的价值投资者的不朽忠告继续引发共鸣，这些世界上顶尖的价值投资者贡献的导读使该书更值得阅读。这些投资者按照他们文章中所讲述的那样身体力行，共同让第 6 版成为《证券分析》最好的版本。我极力将这个版本推荐给所有的投资者。在今天波诡云谲的市场中，每个人都将受益于这些久经考验的正确原理和新近的应用经验。

**梅森·霍金斯** Southeastern 资产管理公司董事长兼首席执行官

没有哪一本书能像《证券分析》这样为您作出明智的投资策略提供如此好的工具。塞思·卡拉曼和他非凡的团队为 21 世纪打造了本杰明·格雷厄姆经典之作的新版本。

**安迪·帕洛德** 哈佛商学院乔治·冈德金融学教授

格雷厄姆和多德所倡导的投资理念在经历了各种市场条件考验和 75 年的反复审视后，与当下投资的联系越来越密切。卡拉曼和其他知名的价值投资者在评论中清楚地表明，虽然过去这些年资本市场发生了巨大的变化，投资者的基本特征却没有变化。严格遵守《证券分析》所阐述的重要原理，仍然是投资的一把利刃。

**霍华德·马克斯** 特许金融分析师，洛杉矶橡树资本管理公司总裁

通过阅读全书，你会发现格雷厄姆和多德是真正的实用主义投资者。他们认为应该在全面分析的前提下理智地承担风险，而不是下意识地一味规避风险。

**埃兹拉·梅尔金** 加布里埃尔资本管理公司管理合伙人

如果说格雷厄姆和多德的名字是价值投资者的护身符，那么对于那些关注破产公司的人来说，他们的思想就是伟大的圣礼。

**布鲁斯·伯考维茨** 费尔霍姆资本管理公司创始人

格雷厄姆和多德是最先将细致的财务分析应用于普通股的人之一。他们认为，

股票和债券一样，具有基于源源不绝的未来收益的明确价值。

**格伦·格林伯格** 特许金融分析师，酋长资本管理公司创始人

在 1934 年的大萧条中，整个美国的失业率高达 25%，大部分公司在生死线上挣扎。然而，格雷厄姆和多德整理出的这套投资准则，却指引着许多伟大的投资者经历了之后 75 年的超级繁荣时期。而且，他们的真知灼见至今依然行之有效。

**布鲁斯·格林沃尔德** 格雷厄姆和多德投资海尔布伦中心负责人，投资经典《价值投资》作者

格雷厄姆和多德提出的一系列重要原则使证券分析理论持久有效，也是从过去到现在任何精心制订的投资策略的基石。

**大卫·艾布拉姆斯** 艾布拉姆斯资本管理公司总裁

在我阅读第七部分时，作者的文笔使我愉悦万分，印象深刻。他们清晰、有力地表达了观点，这种能力在金融领域除了他们最为优秀和知名的学生沃伦·巴菲特外，鲜有人能够企及。

**托马斯·鲁索** Gardner Russo & Gardner 公司合伙人

格雷厄姆、多德以及巴菲特的原则适用于美国市场，也同样适用于国际市场投资。而且，巴菲特的“简单的企业，强大的壁垒”方法为海外投资者提供了额外的保障。

**塞思·卡拉曼** Baupost 对冲基金总裁，投资经典《安全边际》作者

时至今日，当投资者彷徨在变幻莫测、反复无常，甚至险象环生的金融市场时，《证券分析》仍然是异常宝贵的投资路线图。

**詹姆斯·格兰特** 《格兰特利率观察家》创始人

格雷厄姆的作品让人觉得，作者必定是个自信十足、受过良好教育的华尔街赚钱高手。他的文章中无须引用专家意见，因为他与他所诠释的作品就是权威。

**罗杰·洛温斯坦** 美国顶级财经记者，畅销书《巴菲特传》作者

格雷厄姆的投资方法被少数忠实的专业投资者和个人投资者成功应用，也让《证券分析》成为历久弥新的路线图。本书至今仍然是帮助投资者避开那些危险的“结冰道路”的圣经。

## 改变一生的智慧之书

沃伦·巴菲特

伯克希尔·哈撒韦公司总裁

在我丰富的藏书中，有四本我特别珍视，它们都写于五十多年前。然而假使我今天才第一次读到它们，仍会受益匪浅。文字虽老，智慧不朽。

它们中的两本分别为亚当·斯密的《国富论》第一版（1776）和本杰明·格雷厄姆的《聪明的投资者》（1949），而第三本就是读者手中的《证券分析》的原稿。1950—1951年，我在哥伦比亚大学求学的时候，就开始研究《证券分析》，并非常幸运地成为格雷厄姆和多德的学生。可以说，《证券分析》和两位恩师改变了我的一生。

以功利论之，当年所学为我后来的投资和商业生涯奠定了扎实的专业基础。在遇到本杰明和戴维之前，我早已对股票市场充满兴趣。在11岁攒足购买第一

只股票所需的 115 美元之前，我已经读完了奥马哈公立图书馆（Omaha Public Library）中每一本与股票市场相关的书。我发现很多与股票市场相关的书都非常引人入胜，且妙趣横生，但可惜，没有一本是真正有用的。

直到读了本杰明和戴维的著作并聆听了他们的教诲之后，我才意识到我的“取经之旅”结束了。57 年来，我一直遵循着两位恩师阐述的投资路线图。对我而言，没有任何理由再去寻找其他的投资方法。

两位恩师不仅教会我投资的方法，而且一直信任并鼓励我，我们结下了毕生的友谊。他们从未想过从年轻的学生身上索取分毫回报，只是付出与帮助，这是我最佩服两位恩师的地方。如果聪慧与生俱来，慷慨和仁慈则是他们的选择。

愤世嫉俗者也许会对两位恩师的行为大惑不解。本杰明和戴维指导像我这样的年轻人购买廉价股票或参与套利交易，实质上是在培养数以千计的潜在竞争者，与本杰明投资的格雷厄姆 - 纽曼公司（Graham-Newman Corporation）竞争。值得一提的是，本杰明和戴维还会将真实的投资案例应用到课堂和著作中，这实际上是把学生要做的工作也完成了。恩师的言行和他们的学识给我和我的同窗留下了深刻的印象，我们不仅学会了聪明地投资，更学会了聪明地生活。

保存在我书橱里的《证券分析》是我在哥伦比亚大学求学时使用的 1940 年的版本，我至少反复研读过四次。不言而喻，这本书是如此与众不同。

接下来我要提到的第四本书更加弥足珍贵。2000 年，戴维·多德的独生女儿芭芭拉·多德·安德森（Barbara Dodd Anderson），将她父亲那本 1934 年出版的《证券分析》送给了我。这本书中有许许多多的笔记，都是戴维为 1940 年出版的《证券分析》准备的修订意见。对我而言，没有任何礼物比这本书更有意义。

---

SECURITY  
ANALYSIS

推荐序二

---

## 重剑无锋，大巧不工

张磊

高瓴资本创始人兼首席执行官

也许连本杰明·格雷厄姆与戴维·多德本人都无法料到，其写下的《证券分析》能够如此重要。这部诞生于1934年的巨著，被誉为投资者的圣经，书中闪耀的投资思想更被视为价值投资的路线图，我时常翻看，总是常读常新。世事变迁，无数投资人使出浑身招数，在迅速变化的市场中追星逐月，然而大道至简，唯有《证券分析》历久弥新，在价值投资的旅途中，给予人们无以伦比的智慧和启示。

在我看来，《证券分析》最重要的价值在于把投资变成一件可描述、可传授的事情。投资是靠理性与思考，通过严谨的分析、精确的洞察、巧妙的拆解、完整的应对，而不是靠瞬间的直觉、玄妙的悟性，更不是靠乱拳打死老师傅。本杰明·格雷厄姆与戴维·多德开诚布公地讲述他们投资实践中的方法、心得以及所

坚持的思考原则，就好比传授的是剑意、而不是招数，正所谓“重剑无锋、大巧不工”。读《证券分析》，绝不只是读当时的年代、当时的资本市场、当时的投资选择，而是不断思考为什么：为什么要区分“投资与投机”，为什么要寻找“安全边际”，为什么要正确划分“新的证券分类”以及“筛选标准”，为什么要关注“新时代理论”以及“产生这种观念变化的原因”。这种思维上的理性及其阐发的行动原则，构成了投资的起点和基础。

格雷厄姆与多德将投资定义为“通过透彻的分析，保障本金安全并获得令人满意的回报率”，而“价值投资”更需要“既能从质的方面，又能从量的方面找到根据”。今天的投资者们似乎并不满足于寻找“低价资产”，他们开始重新审视证券质量和安全等绝对观念，他们在做投资决策时更加看重企业的未来前景、预期收益和风险的关系，等等。我们应该看到，随着市场环境的变化和商业模式的创新，价值投资的内涵、理论和实践一直在发生着变化，可以说，今天我们对价值投资的理解会更加丰富——价值投资不仅关注已知的企业静态价值，也在不断挖掘潜在的企业动态价值。这种变化一方面来源于金融市场的参与者，无论是个人投资者还是机构投资者，关注企业本身、关注未来收益、关注风险控制的投资理念已经深入人心，投资技术和手段也更加敏捷、高效，金融市场的价值发现功能早已不同往日。另一方面来源于商业场景的复杂，包括产品和服务的创新、新一代消费者的更迭、资本与产业的互动以及市场预期的分散。这些特征都在重塑市场环境，我们似乎遇到了又一个无序的时代。但幸运的是，《证券分析》正是“试图赋予尚处于荒野时代的金融市场以秩序”，今天的回顾无疑会让我们重新站在巨人的肩膀上，在纷繁复杂面前找到新的康庄大道。

自从事投资以来，我始终在想，这个世界唯一不变的就是不断变化。市场在变、风险在变、企业的“护城河”与内在价值也在变，在这种变化中，价值投资的实质仍然是寻找到最有效率并持续创造收益的伟大企业。我们认为“真正的护城河，应该是没有护城河，而是不断地疯狂地创造长期价值，而且这个过程是不断变化的”。因此，拥抱创新与变化是最重要的投资原则。通过研究驱动，我们应该在真正理解行业的前提下，寻找最佳商业模式和最佳创业者的完美契合。但这远远不够，我们要做的不仅仅是发现价值，还有创造价值。我们要拥抱科技创

新、拥抱具有伟大格局观的创业者，通过科技赋能、管理赋能、资源赋能、资本赋能等方式，帮助传统企业充分运用科技成果，实现创新发展。

本杰明·格雷厄姆的铅笔是他做投资的首选工具，而在今天，投资者们在计算机前就可以对企业报表进行复杂运算和精确推演。然而我们仍然需要向 80 多年前执笔勾勒数字、图表的传奇场景致敬，那种对价值投资的笃信源于高度自律、求知探索的专业精神。无论我们今天怎样做投资，独立思考、追求真理的研究品质，以及敢于挑战、不断创新的企业家精神，都将成为我们对价值投资的新理解和新诠释。高瓴资本一直将自己定义成“我们是创业者，恰巧是投资人”，这也是我重读《证券分析》最大的启示。

---

SECURITY  
ANALYSIS

译者序

---

## 在中国证券市场转型的过程中重温经典的价值 ——《证券分析》第6版译本序

巴曙松

香港交易及结算所有限公司首席经济学家，

中国银行业协会首席经济学家

关于证券市场的经典著作不胜枚举，我们为什么要从中挑选出《证券分析》第6版这样一本被视为比较晦涩的投资经典来进行翻译呢？很重要的一点是，这是一本经受了时间和市场检验的经典，但更重要的是，我们判断，这本书对于当下的中国证券市场转型来说，应当有其独到的指引作用。

《证券分析》这本经典著作不同版本的译本不在少数，我们之所以选择这本书，也是因为在我们的研究、工作过程中，亲身体会到这一版的独到价值。格雷厄姆有一句经常被引用的名言：“投资艺术有一个特点不为大众所知，门外汉只需要不大的努力与能力，就可以取得过得去（即使并不很可观）的投资

成绩；但是如果要在这个入门级的水平上更进一步，则需要更多的实际锻炼与智慧积累。”历经约八十年岁月检验的《证券分析》，已经发展到第6版，其中既体现了市场实际运作经验的积累，也可以说是对格雷厄姆投资智慧的印证和深化。

毫无疑问，当前中国资本市场正处于挑战与机遇并存的转型过程之中，无论是投资者、上市公司、证券公司等市场参与者，还是监管机构等，都在探索下一步市场发展的新趋势。在这个探索的过程中，以美国为代表的资本市场自然成为我们的一个分析和思考的参考。

我们现在常常把美国证券市场视为全球资本市场的领先者，实际上从其两百年的发展历史看，在差不多前一百年里，华尔街往往被冠以“操纵横行、赌博成风”的藏污纳垢之所，当时不少证券交易常常根据各种虚实难辨的消息传言，如同雾里看花，再加上监管不力而滋生的市场操纵等，导致市场乱象丛生，很难期望这样的资本市场能为实体经济的运行提供支撑和保障。直至美国“大萧条”时期过后，市场痛定思痛，才开始逐步走上专业理性的道路，其中，在证券分析方面最有代表性的著作也在这个时期涌现，那就是1934年出版的《证券分析》。在这本书中，格雷厄姆与多德首次提出了价值投资的理念，强调建立完整严谨的证券投资的分析框架与理论体系，帮助投资者在市场中发现潜在的投资价值，《证券分析》一书也因此被尊为“投资圣经”。以此为标志，价值投资理念被美国市场的投资者广泛接受，成为美国证券市场逐步走向成熟的重要标志之一。

从这个意义上说，我们现在重温《证券分析》这样一部历久弥新的经典著作，并不仅仅是为了证券分析史的探究，而更多的是立足于当下的中国证券市场的转型。我的理解是，价值投资成为主导性的投资理念，应当是当前市场转型的重要组成部分之一。

如果把经济发展史与证券分析的演变历史对照来看，可以发现，《证券分析》这部经典著作和经济危机颇有渊源。1929年到1934年是《证券分析》的孕育期，在这个时期，美国的“大萧条”给华尔街带来重创，却也让格雷厄姆的证券分析理论经受了危机的洗礼。格雷厄姆既在美国哥伦比亚大学商学院任过教授，又在华尔街创造过辉煌的投资业绩；既经历过让投资者得意忘形的大牛市，又经

历过让投资者沮丧绝望的大萧条。泡沫膨胀时不得得意忘形、危机肆虐时不放弃希望，市场锤炼了格雷厄姆，也更坚定了他对价值投资的信心。正如本书献词页上所引用的贺拉斯的诗句：“现在已然衰朽者，将来可能重放异彩。现在备受青睐者，将来却可能黯然失色。”

纵观西方证券投资思想的变迁史，从不同的理论假定、分析视角和逻辑框架出发，市场在不同阶段分别形成了不同的理论与思想，与价值投资理论并行活跃的有技术分析理论和现代金融理论。

从演变脉络来看，技术分析理论从道氏理论发展而来，旨在从证券价格本身的历史走势中探寻规律，最早采用的是直觉经验化的投资策略，而后发展到图形化的投资模式，再到指标与模型化的投资决策方式。《证券分析》中对技术分析有不少评价：“技术分析是一门艺术，需要特别的才能方可成功。”书中将证券分析（书中代指价值投资理论）和技术分析类比为律师和音乐家两种职业，有才能的律师能过上不错的生活，而才华横溢的音乐家在探寻成功的音乐生涯道路上，会遇到许多令人痛彻心扉的障碍。由此可见，**遵循价值投资理论的证券分析师能从工作中获得满意的成果，而技术分析的持续成功却需要非同寻常的素质或运气。**

大萧条之后，格雷厄姆初步提出了价值投资理论的基本框架，其内涵和外延被价值投资的追随者不断扩充，成为证券投资实践领域最有影响力的理论框架之一。价值投资倡导的基本理念是：

（1）“价值远超过价格所带来的安全边际”，这也是《证券分析》这本书的核心理念之一。价值投资者所追寻的安全边际必须有足够的缓冲带，不是试图以20元的价格购买价值21元的证券。巴菲特曾将“安全边际”做过一个有趣的比方：“架设桥梁时，载重量为3万磅，但你只驾驶1万磅的卡车穿梭其间。”

（2）投资的理念。格雷厄姆认为“投资是一种通过认真分析研究、有望保本并能获得满意收益的行为。不满足这些条件的行为就被称为投机”。格雷厄姆引导市场逐渐理解到，投资股票不是击鼓传花的游戏，也不是投资者之间的零和博

弈，“投资者不是从同伴手中赚钱，而是通过企业的经营赚钱”。价值投资者在拥有足够的安全边际时买入，当然这可能并不是价格的底部。

(3) 寻求确定性的投资。在美国大萧条的背景下，很多优质资产的价格处于明显的低位，格雷厄姆也更多地采用定量分析的方法来分析有形资产的价值。巴菲特对定性分析和定量分析做过精彩的阐述：“那些能够做出正确的定性分析的投资者有可能赚到真正的大钱，但是根据显而易见的定量分析更有可能赚到有把握的钱。”后来价值投资者将格雷厄姆的分析框架逐步应用到无形资产等领域，寻找企业的护城河等。

(4) 风险与收益的关系。格雷厄姆曾告诫投资者：“作为一个成功的投资者应遵循两个投资原则：一是不要亏损，二是永远不要忘记第一条原则。”价值投资者寻求的是企业价值回归的过程，因此从长期看，是一项低风险、高收益的投资。

进入 20 世纪 50 年代，马柯维茨的资产组合理论开创了现代金融理论的先河，随后现代金融理论迅速发展，MM 定理、资本资产定价模型 (CAPM)、套利定价理论 (APT)、布莱克 - 斯科尔斯模型 (Black-Scholes Model)、有效市场假说等都对金融市场的变革产生着深远的影响，尤其推动了衍生品市场的快速发展，现代金融理论中对收益与风险的衡量、均衡分析、资产配置、套利等的研究也闪烁着智慧的光辉。但这些理论上“优美”的模型在实践时往往暴露出程度不同的缺陷，受到较多批评的是“理性人”、“市场无摩擦”等假设并不符合现实的金融市场。以有效市场假说为例，其主要的推论是任何战胜市场的企图都是徒劳的。该假说认为巴菲特等投资者持续战胜市场纯粹是运气使然，但如果我们进行分类研究，就会发现价值投资者这一群体持续战胜市场的概率会明显高一些。这并不是个体现象，而是群体现象，因此不是运气原因使然，而是价值投资者这一群体确有符合市场实际运行规律之处。20 世纪 80 年代以后，行为金融理论推动了现代金融理论的又一次突破，其放松了传统理论中关于“理性人”的假设，强调参与人的认知缺陷，将人们的心理与行为引入模型分析，更好地贴近了市场现实，但是总体上看，行为金融理论目前依然处于起步阶段。