

图书在版编目 (CIP) 数据

华尔街教父格雷厄姆投资智慧全集 / 严行方编著. -北京: 金城出版社, 2008.8

ISBN 978-7-80251-095-1

. 华... . 严... . 投资 - 经验 - 美国 . F837.124.8

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 117474 号

华尔街教父格雷厄姆投资智慧全集

作 者 严行方
责任编辑 苏 雷
开 本 710 × 1000 毫米 1/16
印 张 18
字 数 200 千字
版 次 2008 年 9 月第 1 版 2008 年 9 月第 1 次印刷
印 刷
书 号 ISBN 978-7-80251-095-1
定 价 32.80 元

出版发行 北京市朝阳区和平街 11 区 37 号楼 邮编: 100013

发 行 部 (010)84254364

编 辑 部 (010)64210080

总 编 室 (010)64228516

网 址 <http://www.jccb.com.cn>

电子邮箱 jinchengchuban@163.com

法律顾问 陈鹰律师事务所 (010)64970501

听教父讲课，做股市赢家

代序

20 世纪末，美国证券界掀起一股回归本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham，1894—1976）价值投资理念热潮，从而对这位“华尔街教父”的价值投资、证券分析理论又有了新认识。

这股热潮为什么会在这时候掀起，目前依旧热浪滚滚呢？主要原因是：

一方面，1993 年沃伦·巴菲特第一次登上全球首富宝座，此后的每年他都名列第二，直到 2008 年重新登上首富宝座。巴菲特是全球顶级富豪中唯一靠证券投资取得成功的，而他读哥伦比亚大学商业经济学院时的研究生导师就是格雷厄姆。巴菲特口口声声说自己的投资成功得益于恩师格雷厄姆的教诲，这就很自然地引导人们重新认识格雷厄姆的投资理念。因为巴菲特取得的巨大成功，正可以默默表明格雷厄姆的价值投资和证券分析理念是令人信服的。

另一方面，这时候股票市场上的各种新兴金融工具不断增多，投资者面对越来越快的金融创新步伐，感到越来越难以把握、感到投资风险越来越大。尤其是当他们看到以诺贝尔经济学奖获得者罗伯特·默顿为代表的金融天才们操盘的、依据各种投资理论建立起来的投资模型纷纷遭遇重创时，本能地希望能找到一种建立在理性基础上的稳健投资策略。这样，他们的目光便自然而然地聚焦到格雷厄姆的价值投资理念上来了。

所以，最近 10 年来全球有越来越多的投资者尤其是股市散户，纷纷加入到对格雷厄姆投资理论的重新认识中来并受益匪浅，是理所当然的。

格雷厄姆提出了价值投资和证券分析方法，希望投资者懂得如何透

过现象看本质——抓住股票投资最本质、最具内涵、最真实的东西，即内在价值。他认为，任何有关上市公司的现成数据，如果不通过投资者的分析和整理，所起的作用就很有有限。

格雷厄姆的突出贡献在于，别人把投资活动当做商业推销，不是过分乐观就是过分悲观；而他则教投资者怎样分析和判断这种推销术真伪，起到的是一种相当于消费者协会对消费者的消费警示作用。

在美国华尔街上，他的明星弟子有沃伦·巴菲特、威廉·拉恩、沃尔特·舒勒斯、欧文·卡恩、马里奥·加贝利、查尔斯·布兰特、查尔斯·芒格等一大批，其他一些重要投资者也纷纷自称是他的信徒。尤其是沃伦·巴菲特、欧文·卡恩，干脆用格雷厄姆的名字为儿子起名。

格雷厄姆的文才非常好，出版过《证券分析》《聪明的投资者》《储备与稳定》《论价值投资》《华尔街教父回忆录》等一系列著作，这使得我们今天有机会得以系统地总结他的投资理念。

事实上，他的才华是多方面的，给人以无所不能的感觉——要知道，当年他在哥伦比亚大学还没毕业时，就已经接到该校文学系、哲学系、数学系三位系主任同时发出的邀请，希望他能留校执教！

格雷厄姆享有“华尔街教父”“证券分析之父”美誉。本书详细阐述、深度挖掘、精辟归纳了他的投资理念精髓，观点原汁原味，结构干净利落，看得懂、记得牢、用得上，是一部系统介绍他投资理念的著作。

严行方

2008年8月

目 录

格雷厄姆投资智慧一

价值投资：坚持做股票投资者而不是投机者

格雷厄姆认为：“投资是根据详尽的分析，本金安全和满意回报有保证的操作。不符合这一标准的操作就是投机。”根据这一定义，股票投资无疑应当追求在有较大把握的基础上达到你的获利要求。为此，必须对投资对象作详细分析，倡导价值投资。

买卖股票主要依据内在价值 / 2

股票价值完全取决于未来收益 / 5

投资盈利一定要有坚实基础 / 8

着重考察内在价值的稳定性 / 11

力求本金安全和满意回报 / 14

特别警惕业绩波动大的公司 / 17

市盈率 16 倍是投资投机界限 / 20

格雷厄姆投资智慧二

价格评估：用全盘买下的方法衡量是否值得

格雷厄姆认为：“当公众购买或出售其在一家企业中拥有的股份之前，至少应该看一眼这些股份的账面价值。”当然，这不仅仅是看看每股收益有多少这么简单。要善于用全盘买下的方法考察是否合算，特别关注折旧和有争议的项目是否处理到位。

假如你全部买下这家公司 / 24

股票内在价值的评估规则 / 27

计算账面价值有时是必需的 / 30

仅仅考察每股收益是不够的 / 33

关注折旧项目与收益的关系 / 36

关注有争议项目的会计处理 / 39

格雷厄姆投资智慧三

挖掘宝藏：用现有资产净值来衡量市场价格

格雷厄姆认为：“分析所关心的应该是有事实支撑的价值，而不是主要以预测为基础的价值。”这种有事实支撑的价值，毫无疑问是指该公司的资产净值，以及其背后不为人知的隐蔽性资产。投资者要懂些会计原理，这样才能更好地评估其市场价值。

要懂些简单会计核算原理 / 44

投资潜力股更容易成赢家 / 47

善于发现某公司账外价值 / 50

寻找即将被兼并的上市公司 / 53

面临清算时的股价诱惑力大 / 56

附权证券比普通股投资价值大 / 59

投资廉价股比高价股回报高 / 62

格雷厄姆投资智慧四

买进公式：内在价值= $E (2R+8.5) \times 4.4/Y$

这是格雷厄姆发明的判断股票内在价值高低的简单公式。其中 E 表示每股收益，R 表示预期收益增长率，Y 表示 AAA 级公司债券的当前收益率，8.5 是他认为一家业绩稳定增长的公司比较合适的市盈率。具体使用该公式时，8.5 倍的市盈率可适当提高。

格雷厄姆的十大选股标准 / 66

成长型股票的价值计算公式 / 69

清算价格更接近于内在价值 / 72

要具备良好的套利获利能力 / 75

防御型投资者证券投资策略 / 78

格雷厄姆投资智慧五

谨慎预测：不轻易相信公司发布的财务年报

格雷厄姆认为：“对以往的记录所进行的费尽心机的研究的唯一实际价值在于，这种研究或许能够给未来的发展提供某种线索。”他说，股票投资及财务年报都是“别人设计好的游戏”；显而易见，要想在别人设计好的游戏中取胜，有多么不容易。

股票投资是别人设计好的游戏 / 86

要想预测股市常常会出人意料 / 89

投资预测一定要有可靠依据 / 92

从财务年报附注中发现问题 / 95

掺水数据容易导致投机性操作 / 98

债券投资主要预测其安全性 / 101

千万不要盲目听信股评家建议 / 104

格雷厄姆投资智慧六

不钻牛角：评估价值允许有 20% 的误差范围

格雷厄姆认为：“你不可能准确地知道一种简单的价值，要给自己一个 20% 的误差范围，然后说，‘合理的价值就在这个范围里。’”他说，既然你不能完全精确地计算出某种股票的内在价值，那就不要去钻牛角尖，着重点放在判断股价过高或过低就行了。

公式型投资者往往容易失败 / 108

股价变动实在令人捉摸不透 / 111

主要是判断股价过高或过低 / 114

过去的股价变动并不代表将来 / 117

对盈利能力的考察必不可少 / 120

盈利能力与内在价值是两码事 / 123

格雷厄姆投资智慧七

模糊正确：宁要模糊正确也不要精确的错误

格雷厄姆认为：“投机者的兴趣主要在参与市场波动并从中牟取利润；投资者的兴趣主要在以适当的价格取得和持有适当的股票。”有了这样的基本判断，哪怕只是模糊的正确也能取得投资成功：选择一家足够优秀的公司，以合适的价位买入并持有。

每当牛市开始就考虑告别股市 / 128

考察公司管理层是否足够优秀 / 131

买入并持有股票的价格要适当 / 134

对比分析更容易发现投资价值 / 137

通过纳税额反向核实公司收益 / 140

官司诉讼中可能会有投资机会 / 143

价值被低估的股票更容易获利 / 146

格雷厄姆投资智慧八

分散投资：买入股票种类多有助于降低风险

格雷厄姆认为：“个体投资者至少应该有 30 种不同证券，如果需要，甚至可以零星地购买——最便宜的办法是利用公司配股的时机。”他说，分散投资的基本规则是把总投资的 25%~75% 投于股票，其余的部分投资债券，视股市行情好坏灵活调整比例。

分散投资有助于降低投资风险 / 150

股票投资最好不要与人合伙 / 153

一般情况下不要购买成长股 / 156

购买附权证券可考虑投机收益 / 159

廉价股更适合投资而不是投机 / 162

防御型投资者的组合投资策略 / 165

格雷厄姆投资智慧九

风险意识：不在股市达到顶点时买入好股票

格雷厄姆认为：“如果买进不好的股票尤其是那些由多种原因造成下跌的股票，错误就严重了。有时——事实上是经常地——他们犯错是因为在牛市达到顶点时买进了好股票。”此外，还要对一般认为投资风险较小的成长股、债券等品种抱有戒心。

提高股票价格安全性标准 / 170

谨慎对待刚上市的新股 / 173

私下交易股票风险重重 / 176

了解公司为什么更正数据 / 179

对成长股要坚持理性投机 / 182

成长股也可能跑不赢大盘 / 185

债券风险不一定比股票小 / 188

格雷厄姆投资智慧十

简易判断：能够长期支付股利才算是好股票

格雷厄姆认为：“对股东最有利的办法是根据公司的收入和证券的实际价值支付公平合理的股利。”他的研究表明，如果某股票能长期支付股利（20年以上），就表明该股票的实力很强大，投资这样的股票风险很小。偶尔增值的股票是很少分配股利的。

股市走势图分析不是一门科学 / 192

分析具体股票时要考虑的因素 / 195

可以通过折旧推算盈利水平 / 198

股利支付能反映真实投资价值 / 201

股利稳定有助于推动股价上涨 / 204

可转换证券的投资效果较差 / 207

格雷厄姆投资智慧十一

自我保护：懂得怎样联合起来捍卫股东权益

格雷厄姆认为：“作为一个粗浅的常识，投资者应该在主要股指的每股收益低于优质债券时离开股票市场。”他说，阅读财务年报有助于投资者判断该公司的内在价值。在此基础上，要根据自身及股票的不同类型确定什么时候进场、什么时候离场。

读报表有助于捍卫自身利益 / 212

对付虚假年报有特别方法 / 215

股票成熟与否投资策略迥异 / 218

消除顾虑，化不利因素为有利 / 221

债券投资有四项基本原则 / 224

防御型投资者的选股原则 / 227

格雷厄姆投资智慧十二

要有耐心：对短期出现的投资损失要有准备

格雷厄姆认为：“每个投资者都应该对可能不妙的短期效果做好资金和心理准备。例如，1973—1974年投资者在证券投资中受到了损失，但是如果他相信这一点，坚持下去，就会在1975—1976年东山再起，并且能在5年中得到15%的年平均回报率。”

投资者拖得起，投机者拖不起 / 232

低价股上涨容易下跌难 / 235

绩优股价格下跌不可怕 / 238

股价下跌并不一定造成损失 / 241

报表合并不彻底会有隐患 / 244

过去的历史未必会重演 / 247

格雷厄姆投资智慧十三

独立思考：投资一定要正确思考、独立思考

格雷厄姆认为：“在华尔街成功有两个条件：第一，正确思考；第二，独立思考。”他说，股市运行有没有规律他不知道，但至今没人能掌握这种规律，他是知道的。投资者要想保证本金安全并实现最大盈利，就不能随波逐流，永远不能停止独立思考。

股市发展是不可预测的 / 252

请市场先生好好为我服务 / 255

得到投资建议的主要途径 / 258

刚入股市时需要贵人相助 / 261

投机性资本结构有机可乘 / 264

冷门股中的投资机会更多 / 267

价值投资：

坚持做股票投资者而不是投机者

格雷厄姆认为：“投资是根据详尽的分析，本金安全和满意回报有保证的操作。不符合这一标准的操作就是投机。”根据这一定义，股票投资无疑应当追求在有较大把握的基础上达到你的获利要求。为此，必须对投资对象作详细分析，倡导价值投资。





华尔街教父

格雷厄姆

投资智慧全集

买卖股票主要依据内在价值

一般来说，它（内在价值）是指一种有事实——比如资产、收益、股利、明确的前景——作为根据的价值，它有别于受到人为操纵和心理因素干扰的市场价格。不过，如果认为内在价值可以像市场价格那样确定就大错特错了。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，投资股票要倡导价值投资，坚持做投资者而不是投机者。为此，要通过评估某只股票的内在价值高低，来判断是否值得买入这只股票，而这正是证券分析要起的作用。

他认为，证券分析主要有三大功能：描述功能、选择功能、评判功能。

所谓描述功能，是指通过对这只股票相关重要事实进行描述、分析，用那种非常简单、明了的方式表达出来。最常见的形式有各种手册、资料等；如果能将某只股票和其他股票对比、分析，效果就更理想了。

所谓选择功能，是指通过证券分析来确定是否值得购买、出售、持有某种股票。毫无疑问，选择功能比描述功能更重要，因为它能直接给投资者提供决策依据。

所谓评判功能，是指建立在描述功能基础之上，供投资者评判、选择投资作为决策依据，反过来又能衡量投资决策是否正确、有多大投资风险、有多大获利回报。

格雷厄姆认为，股票价值分析虽然有可靠数据，却不一定要计算出

具体数值来才能作为决策依据。因为要计算出具体数值来不但是困难的，而且基本上做不到。虽然内在价值是一种客观存在，可是由于每个人的计算方式不同、依据不同，所得到的结果也不会相同。但是，所有这些都不否定内在价值的客观存在，也丝毫不影响分析、评判它的存在价值。

他举例说，1933年美国城际高速运输公司同时发行了两种不同债券，价格都是62美元。一种是第一替续债券，利率5%；另一种是抵押债券，利率7%。如果仅仅从利率高低看，7%毫无疑问要高于5%，这样就容易得出抵押债券投资优于第一替续债券的结论。

可是进一步分析发现，由于抵押债券需要抵押，债券到期后既可以全额兑付也可以出售抵押品获利，而抵押债券的持有者拥有抵押品的年利率（数额相当于每张债券87美元），从而使得两者的实际投资效益相差不大。

格雷厄姆认为，股票内在价值的概念非常灵活，这种灵活性在不同情况下会表现出不同的明确性，而这种明确程度只能用一个“近似范围”来反映。当股票市场发展不明朗时，这个“近似范围”会相应扩大，以至于变得很宽泛。

就城际高速运输公司而言，这里的“近似范围”就可以用5%债券的市场价格来确定7%债券的价值——如果抵押债券的持有人肯定能得到抵押品，那么100美元7%的债券会相当于173.6美元5%的债券。

当然，实际过程中由于会出现套利、对冲等技术性行为，这种定价关系不一定完全能得到实现，当然就更不能表明7%的债券一定会比5%的债券更有投资价值了。

另外一个很好的例子是，格雷厄姆通过对杜邦公司和通用汽车公司两者之间密切的所有权关系，评判公司内在价值从而获得投资盈利的故事。

20世纪20年代初，美国杜邦公司主席皮埃尔·杜邦利用公司剩余现金购买了大量通用汽车公司的股票，结果他本人于1920年成为通用

格雷厄姆投资智慧——
价值投资：坚持做股票投资者而不是投机者





汽车公司主席，控制了好几个行业，其中主要是军火和加工工业。

令人奇怪的是，格雷厄姆发现，这时候杜邦公司上市流通的股票价值，却低于它所拥有的通用汽车公司的股票价值。

他说，这实际上就表明，股市高估了通用汽车公司的股票价值；或者说，股市还没有认识到杜邦公司的自身价值。

于是，格雷厄姆大量买进杜邦公司股票，同时大量卖出通用汽车公司股票。结果正如他设想的那样，市场很快就作出了反应：杜邦公司的股票价格开始上涨，这时候格雷厄姆立刻卖出杜邦公司股票获利了结，同时停止对通用汽车公司股票的空头交易。这种投资方式既没有风险，又能从空头交易中获利。

可以说，类似于这种从发现矛盾中找到投资机会的方式，是格雷厄姆惯用的伎俩。因为他相信，股市最终会发现并纠正自己的错误！

格雷厄姆坚持认为，通过对股票内在价值的分析，不但能得出有助于股票投资的决策依据，而且还有其他广泛用途。不过应当承认，内在价值的精确数据确实非常难以把握。

格雷厄姆说，过去曾经有人认为内在价值类似于账面价值，甚至可以用公司净资产值来表示。他认为，这种观点虽然能通过对财务年报的相关数据运算得到明确结果，可却是不恰当的，也是毫无实际意义的。因为无论股票的平均收益还是市场价格，都不是它的账面价值能决定得了的。

● 格雷厄姆投资智慧结晶 ●

股票内在价值客观存在，也可以通过某种方法评估得到，但是其精确数值却无法计算出来。不过这没关系，因为这种定性分析本身就非常有助于股票买卖决策。

股票价值完全取决于未来收益

根据以往记录和有形事实作出投资决策的战前模式，逐渐变得疏漏百出而被人们所抛弃。有什么东西可以替代这种模式呢？一个新的概念被扶上了正位——收益变化趋势。从这个意义上说，以往记录的重要性仅仅在于，它指示了未来发展可能依循的方向。持续增长的利润指标，表明公司正处于勃兴的通道之中，它保证了公司可以在未来取得比今天更为骄人的业绩。与此相反，如果收益呈现出递减的态势，那么有关公司肯定会被认为是没有前途的，应该对它所发行的证券退避三舍。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，从1929年美国股市中登峰造极的大牛市后期开始，对股票投资的评判标准就已经发生了彻底改变。简单地说就是，股票的价值完全取决于它未来而不是过去的收益变化。

究其原因在于：首先，股利率与股票价值两者之间的相关度已经很小。其次，资产和盈利能力之间显然没有联系。

投资者纷纷认为，并不是某个公司资产越多盈利能力就越大，因此，资产价值大小已经毫无意义。事实上，许多上市公司在遭到清算时，流动资产会被大大贬值，固定资产则几乎变得一文不值。最后，上市公司过去的收益记录也仅仅预示着未来收益状况可能会出现怎样的变化。

为什么会出现这样的改变呢？为什么会把股票价值的判断完全集中

格雷厄姆投资智慧——
价值投资：坚持做股票投资者而不是投机者





华尔街教父

格雷厄姆
投资智慧全集

在上市公司未来的收益上来呢？原因主要有两点：一是事实证明，过去的收益并不代表将来一定能取得收益；二是只有未来收益才能够给投资者以吸引力，让投资者心动。

他说，投资者如果能看一看 1924 年埃德加·劳伦斯·史密斯撰写的《作为长期投资的普通股》一书中的数据，就能轻而易举得出这一结论。原来，上市公司未来收益的增加，尤其是其中高于股利支付的部分用于再投资后，会进一步提高股票的内在价值。这就是它的秘密所在。

例如，如果上市公司的年平均收益率为 9%，而它的股利支付率为 6%，那么差额 3% 就会被转入盈余公积，最终投入公司经营周转。

只要该公司的管理有效，并且运气也不算太差，那么股票内在价值就会随着账面价值的不断增长而增长。

以下数据则能进一步说明这个问题。

三家公司的每股收益

单位：美元

年份	电力和照明公司	班戈和阿鲁斯土克铁路公司	芝加哥黄色出租车公司
1925	1.01	6.22	5.52
1926	1.45	8.69	5.60
1927	2.09	8.41	4.54
1928	2.37	6.94	4.58
1929	2.98	8.30	4.47
上述 5 年平均	1.98	7.71	4.94
1929 年最高价	86.63	90.38	35.00

不难看出，1929 年芝加哥黄色出租车公司的每股收益为 4.47 美元，比当年电力和照明公司的 2.98 美元高出 50%；而从 5 年平均数看，前者 4.94 美元则比后者 1.98 美元要高出 149%。可是，再从 1929 年的股价最高点看，前者 35 美元却只有 86.63 美元的约 40%。

这说明什么呢？一方面，这说明电力和照明公司的股票价值比芝加哥黄色出租车公司要高得多；另一方面，表明过去的收益尤其是平均收益不再是正常盈利能力的一个评判标准。也就是说，过去并不意味着将来，如果用它来判断股票投资的安全性是很不可靠的。

当然，投资者如果这时候要购买这样的股票，价格因素是必须考虑的。总的来说，应当限定在投资性而不是投机性区域内。

例如，如果一只股票的年收益为 10 美元，它的股价为 100 美元，这时候还可以称为投资性区域的话，那么，当它的股价高达 200 美元时，就很可能已经进入投机性区域了。

一般来说，当股票的市盈率高达 20~40 倍时，就差不多进入了投机性区域。为什么这样说呢？原来，股票之所以值得长期投资，就是因为它的根本优势在于相对于成本的收益率高于债券的利息率。如果股票价格相对于每股收益高出许多，这种优势就可能不复存在了。

● 格雷厄姆投资智慧结晶 ●

格雷厄姆认为，股票价值完全取决于公司未来收益变化。尤其是收益变化趋势，比平均收益率指标更可靠。当然，当它的股价过高时就要警惕投资风险了。

格雷厄姆投资智慧
价值投资：坚持做股票投资者而不是投机者

