

《证券分析》

第 1、2 章解读

周颜锐

武汉大学经济与管理学院

2024 年 3 月 12 日



① 简介

② 第一部分：调查及方法

③ 参考资料

- ① 《证券分析》被誉为投资者的圣经，自 1934 年出版以来，九十年畅销不衰。
- ② 《证券分析》的作者本杰明·格雷厄姆是价值投资理论的奠基人，被誉为“华尔街教父”。他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。
- ③ 正如《相对论》改变了物理世界，《资本论》改变了人类世界，格雷厄姆的《证券分析》改变了投资世界。

- ① 《证券分析》虽被奉为经典，但是其毕竟是基于九十年前美国市场的经验所写成，已经不再适用于当今市场。
- ② 内容会过时，但是思想不会，价值投资的理念在当今仍具现实意义。
- ③ 在当今的中国市场上利用格雷厄姆的价值投资理念¹编写投资策略仍能获得收益。

¹即关于价值与安全的十条准则，要求股票估值合理、财务健康、成长稳健。↺↻↷

经典价值投资策略的价值五法

- ① 股票的盈利回报率（市盈率倒数）应大于美国 AAA 级债券收益的 2 倍。
- ② 股票的市盈率应小于其过去五年最高市盈率的 40%。
- ③ 股票派息率应大于美国 AAA 级债券收益率的 2/3。
- ④ 股价要低于每股有形资产净值的 2/3。
- ⑤ 股价要低于每股净流动资产（流动资产-总负债）的 2/3。

经典价值投资策略的安全五法

- ① 总负债要小于有形资产净值。
- ② 流动比率（流动资产/流动负债）要大于 2。
- ③ 总负债要要小于净流动资产的 2 倍。
- ④ 过去 10 年的平均年化盈利增长率要大于 7%。
- ⑤ 过去十年中不能超过 2 次的盈利增长率小于-5%。

格雷厄姆经典价值投资法回测结果



① 简介

② 第一部分：调查及方法

第 1 章：证券分析的范围、局限和内在价值的概念

第 2 章：分析中的基本要素 量和质的因素

③ 参考资料

① 简介

② 第一部分：调查及方法

第 1 章：证券分析的范围、局限和内在价值的概念

第 2 章：分析中的基本要素 量和质的因素

③ 参考资料

第 1 章：证券分析的范围、局限和内在价值的概念

- ① 分析的内涵：认真研究现有事实，在科学的原则和逻辑之基础上，试图得出结论。
- ② 投资虽说从本质上看不是是一门精确的科学，但是分析对其仍是不可或缺的。

分析的三大功能

- ① 描述功能：将与公司相关的重要事实分类列出，力求揭示其优缺点，比较与同类公司的表现，评价会影响其未来业绩的表现。
- ② 选择功能：分析是否应购买、出售、或持有某一证券。
- ③ 评判功能：评判各类与投资相关的事项，如证券的保护条款、会计处理方法、企业的管理行为，来力避错误，保护投资人的利益。

分析的选择功能

- ① 内在价值与价格对选择的影响：
分析时关注的是证券的内在价值与市场价格，当其内在价值高于市场价格时，则应当购入。
- ② 内在价值的决定因素：
 - 曾有人将内在价值等同于“账面价值”；
 - 后来有人认为内在价值由企业的盈利能力所决定；
 - 但事实上这些指标都存在偶然性、人为性，不能完全反应企业的“真实”价值。

分析的选择功能

① 内在价值对分析的作用：

- 内在价值极不明朗，但在投资时对其进行大致的估计可能就足够了，无需进行精确的计算。

- 例：

某玻璃公司发行为期 7 年且到期收益率为 11% 的债券，且该公司的收益是利息要求的许多倍，该公司的资产能为其发行的债券提供充分的保障。那么无需进行精确的计算，只要通过简单的思考就可以做出购买该证券的判断。

市场价格与内在价值之间的关系

市场不是一个精确的机器，不会根据证券的内在品质分毫不差的记录其价值；相反，市场是一个投票机，包含了无数个体出于理性或出于感性的选择。

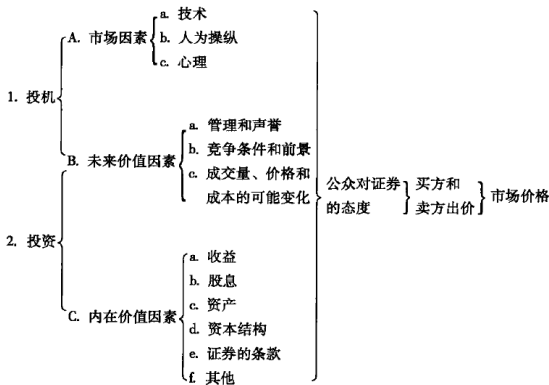


图 1—1 内在价值因素与市场价格的关系

① 简介

② 第一部分：调查及方法

第 1 章：证券分析的范围、局限和内在价值的概念

第 2 章：分析中的基本要素 量和质的因素

③ 参考资料

四个基本要素

个人 I 在 T 时刻是否应当出售、购买或持有价格为 P 的证券 S。

- ① 个人：个体的金融素养、能力和性格喜好会影响其对证券的选择。
- ② 时机：分析在实际中应用时所依赖的环境背景是会随时代而变化的。
- ③ 价格：价格是进行证券分析的从属因素，很少出现过高的情况。
- ④ 证券：证券背后的企业性质与证券条款会影响对证券的选择。

基本要素——证券

企业性质和证券条款

- ① 是选择好企业发行的坏证券还是选择坏企业发行的好证券？
- ② 对于不具备专业水平的证券投资者：无论如何不要把资金投入到一个次级企业中。
- ③ 对于证券分析师：充分关注对市场的判断以及最具优势的企业，引导公众投资具备价值的证券（在一时间被广为看好的企业未来可能会日薄西山，而且购买好企业证券的花费相对也较为高昂）。

基本要素——证券

企业性质和证券条款，谈谈中国市场的投资案例：

- ① 在 A 股或港股中选取红利风格的股票，假设股票的其他性质一定，是否股息率越高、分红越多的股票越好？
- ② 事实上，股票的好坏不仅仅取决于股息率的高低，还取决于企业层面的因素。年初以来红利资产中表现较好的成分，如“三桶油、煤炭、银行”等，其股息率均不超过 7%。
- ③ 这些股票表现较好的原因在于其对应的企业具备有“垄断性、能持续盈利、愿意分红”的特点，而且有边际改善的短期逻辑和长期宏大的叙事²。

²如能源行业增产保供的政策要求。

证券分析中定性与定量的因素

要分析一只证券就要分析一个企业，在判断中必须先决定要将这一过程进行到怎样的程度：

- ① 投资的金额越大，分析应更详细；
- ② 在进行风险更高的交易时应需审慎分析；
- ③ 不应应对次要信息过深研究，如果缺乏高获取成本的关键信息，也要即时放弃。

证券分析中定性与定量的因素

将分析所需的要素进行分类，得到质和量两个类别：

- ① 量的因素：公司企业的统计数据展示。包括收入账目和资产负债表上所有有用的条款，连同有关生产、单位价格、成本等一系列数据。
- ② 质的因素：涉及业务性质等项目。如公司在产业链中的位置，该公司的现实状况、地理位置、经营特色，及管理的特点和前景展望。
- ③ 一般来说，量的因素比质的因素更广泛的采用。前者更易获得，也有利于形成明确可靠的结论。

质的因素：业务性质及前景

- ① 质的因素中强调最多的是公司所在的行业及对应的管理特点。
- ② 总体上要认识到行业的变化存在周期性，需求不断增长的行业可能会因为供给的增长更快而表现不良；一度低迷的行业也有可能获得快速的发展。

质的因素

- ① 管理因素：管理层的能力如何，是否名副其实、管理有方？
- ② 未来收益走向：
 - 业界对企业未来收益的预测和判断只是一种确切的“预言”，其结果虽由数学运算得出，但实际上是一个质的因素（当时计算预期的方式是取均值）。
 - P.S.：对企业未来表现的趋势判断除了利用历史趋势外还可以参考行业的发展趋势，例如近期的黄金 ETF 大涨，其背后的原因可归咎于事先能够观测到的美联储降息趋势。

质的因素应具备内在稳定性

- ① 分析师在分析质的因素时应当注重业绩的内在的稳定性。因为稳定能抵御变化。
- ② 但是，在稳定性的基础上分析师应当进行进一步的分析，探讨稳定性背后是否有逻辑支撑，即要判断稳定是归因于行业一时的形势还是企业本身的能力。

总结

- ① 在量的方面，分析师需要依靠数字与确定的标准进行检验，数据是分析师做出优秀决策的必要条件，但是单凭数据本身是不够的。
- ② 在质的方面，分析师能够通过对性质的分析来辅助对量的分析，但是单纯的依靠质可能会使分析的结果不牢靠。

① 简介

② 第一部分：调查及方法

③ 参考资料

- *Benjamin Graham, David L. Dodd. Security analysis: Principles and technique. McGraw-Hill, 1934.*