

雪球. 宋军(恭自厚). 《聪明的投资者》读书心得

<http://xueqiu.com/6928974450>

《聪明的投资者》读书心得（四十一）

连载了 41 天，今天为本系列的最后一篇，谢谢朋友们的耐心和阅读，本篇将系统总结，基于格雷厄姆的投资思想，结合中国的实际情况，如何建立一套稳健的投资体系

1.首先要明确投资的目的，为何要投资？首先是要抵御通胀，通胀往往每年有 3%左右，若不做某种形式的投资（银行存款、债券、基金、股票、房地产、艺术品等等），资产必然会缩水，购买力下降；同时每人都需要达到一定的财务目标，只有财务自由才会有真正的身心自由。

2.选择什么标的进行投资？A 股和港股中的优质公司；

3.预期收益率确定为多少？根据中国目前发展的阶段，以及过往的证券市场历史，确定每年 10%-15%的收益率目标。

4.界定自身为何种类型的投资者，根据自身的能力、时间、精力等因素，大部分个人投资者应该确定自身为防御型投资者。

5.何谓聪明的投资者？如何做到格雷厄姆所要求的聪明的投资者？首先认为确切的定义应该是明智的投资者，或者稳健的投资者更为准确。基本的思路就是注重安全性前提下，建立一个稳健的、分散化的、优质公司组成的普通股组合，并长期持有。不追高，不追热点；控制自己的情绪，冷静面对市场波动，耐心地等待市场机会。对市场整体有个正确的判断，以决定资金投入的比例。

6.具体方法：

1) 选择质地优良的、有良好管理层，财务稳健，行业前景比较好的企业；

2) 等待合适的价格；注重安全性，不追高，不追热点；

3) 建立一个 5-20 个左右股票，大致分散于 3-6 个行业的组合，全部资金基本等额分散投资于标的股票；

4) 只要市场处于合理区域，满仓耐心持有组合，分享公司利润增长而带来的分红以及市值增长收益。并定期核查组合中公司的经营状况，若有较大偏差就相应做些调整。

5) 同时跟踪市场中其他优秀的公司，等待机会；有合适的价位，可以买入。

6) 谨慎对待杠杆交易；

7) 不做择时交易，除非市场出现重大转折点；尤其对牛市要抱有足够的警惕；

祝朋友们投资顺利!!!

《聪明的投资者》读书心得（一）

经常有朋友问起，要做好投资该读些什么书，我的体会是首选巴菲特的老师格雷厄姆所著《聪明的投资者》，我读过的投资书籍超过 40 本，有比较才有发言权，再者有巴菲特的推荐“有史以来，关于投资的最佳著作”。以及著名财经杂志《财富》的评论：“假如你一生只读一本关于投资的论著，无疑就是这本《聪明的投资者》”。

这本著作我读了 5 遍，2 遍英文版，有了中文译本后又读了 3 遍，顺便表扬一下中文版的译者，王中华先生，是金融学的教授，专业人士，而且非常用心，翻译很准确。相信读过翻译书的读者经常会有很失望的感觉，往往是一个教授带领一帮学生，流水线作业，结果就是不忍卒读。推荐人民邮电出版社出版，有 2 个版本，一个是原本，另一个是兹威格的点评本，后者更好些。

关于书名，原著是《THE INTELLIGENT INVESTOR》，翻译成“智慧的投资者”，“明智的投资者”，“理性的投资者”似乎更贴切，与书的内容也更为匹配，但《聪明的投资者》书名已经深入人心，不改也罢，但总有取巧的感觉，与原作者的初衷是有距离的。

我想用连载的方式，和朋友们分享读书心得，在当前火热的股市中，可能有点不合时宜，但投资是马拉松，对吧？在市场亢奋时，更需要让自己的心灵静一静。

开篇我想首先分享格雷厄姆最重要的 2 个观点，以后的篇章将按照原书的顺序。

观点 1。任何牛市都将以悲剧收场；

观点 2。投资最大的风险就是牛市高价买入二线股。

《聪明的投资者》读书心得（二）

第 4 版序

要想在一生中获得投资的成功，并不需要顶级的智慧、超凡的商业头脑或秘密的信息，而是需要一个稳妥的知识体系作为决策的基础，并且有能力控制自己的情绪，使其不会对这种体系造成侵蚀。本书能够准确和清晰地提供这种知识体系，但对情绪的约束是你自己必须做到的。

能否取得优异的投资成果，这既取决于你在投资方面付出的努力和拥有的知识，也取决于在你的投资生涯中，股市的愚蠢程度有多大。股市的行为越愚蠢，有条不紊的投资者面对的机会就越大，遵从格雷厄姆的建议，你就能从股市的愚蠢行为中获利，而不是成为愚蠢行为的参与者

----序言，巴菲特

心得：格雷厄姆最得意的门生巴菲特深得其老师投资哲学的精髓，用实践最好地诠释和证明了其投资思想的正确性和有效性。本书主要是写给个人投资者，巴菲特在序言中表述了投资成功的 2 个要素，知识体系和控制情绪，学习本书的主要目的，就在于深入学习、思考并领会格雷厄姆的投资知识体系，并结合中国的国情况及自身的实际情况，构建一套适合自身条件的投资方法。对情绪的约束，要靠长期的磨练。与 2 个成功要素相对应的，既要付出艰苦努力，又要冷静面对市场的愚蠢和波动，不要盲从于市场，要有正确和独立的思考。

作为个人投资者，在进入市场以前首先要问自己一个问题：我具备了投资方面的知识体系吗？我有时间研读公司的财务报表，年度和季度的报告吗？我有分析行业和公司的兴趣、能力和时间吗？我有时间去调研公司，去参加公司股东会，并与管理层交流吗？还是仅仅听消息，听朋友介绍就买卖股票呢？我能控制自己的情绪吗？市场大跌和大涨，我能睡好觉吗？

我们绝大部分人都承认“术业有专攻”的道理，譬如绝不会自己量体裁衣，自我诊疗，自己盖房子，自己造汽车，而偏偏对于投资，这个非常专业、复杂的行业却信心满满，究其原因，可能是操作太方便了，买进卖出，网上下单，几秒钟就搞定，太容易了，同时“低

买高卖”就是赚钱的基本原理，这谁不会啊？还有可能是钱财交给别人打理，实在是不放心。那好，从现在开始，让我们认真地学习有“投资圣经”美誉的著作吧。

《聪明的投资者》读书心得（三）

本杰明·格雷厄姆生平简介 ----贾森·兹威格

格雷厄姆坚信，任何牛市最终都将遭遇惨败。

格雷厄姆建立了一套核心原则，至今仍然适用。

股票并非仅仅是一个交易代码，而是表明一个实实在在的企业的所有权，企业的内在价值并不依赖于其股票价格：

市场就像一个钟摆，永远在短命的乐观和不合理的悲观之间摆动。

每一笔投资的未来价值是其现在价格的函数。你付出的价格越高，你的回报就越少

无论如何谨慎，每个投资者都免不了错误。只有坚持格雷厄姆的所谓：“安全性”原则——无论一笔投资看起来多么令人神往，永远都不要支付过高的价格——才能使你犯错误的几率最小化。

投资成功的秘诀在于你的内心。你的投资方式远不如你的行为方式重要。

心得：为什么说牛市最终都将遭遇惨败？你投资的股票股价上涨主要取决于 2 个因素，一是企业业绩上升推动，而是估值上升的因素。所谓牛市，就是股价上涨的主推因素是估值，而不是业绩，也就是投资者预期未来会更美好，愿意付出更高的价格购买股票而推升了市场上涨。而一旦达到预期，利好兑现，估值也就不会上升；而如果达不到预期，结果就会非常惨烈，同时由于人性的因素，以及赚钱效应，经常会合力把市场推升到一个不合理的高度，因此结局就只有一个，掉头往下。作为投资者要关注市场的整体状况，要认清市场处于周期的哪个阶段，尤其要冷静对待牛市，不要被牛市的氛围冲昏自己的头脑。要学会辨别重要的市场转折点。

投资方式主要指知识体系，行为方式指控制情绪，揭示了价格和价值之间的差异是投资获利的主要途径，安全边际的重要性如何强调都不为过，这是避免错误的根本途径。

《聪明的投资者》读书心得（五）

本书的目的在于，指导读者避免陷入严重的错误，并建立一套令其感到安全放心的投资策略。我们将以较大的篇幅讨论投资者的心理。因为，实际上，投资者最大问题甚至是最可怕的敌人，很可能就是他们自己。 ----P 6 引言

（真知灼见啊，要发现自身的问题就不易，更遑论战胜自己，但要在市场中取得好的业绩，就必须做到这一点。同时投资股票首先的任务是避免错误，尤其是严重的错误，那么什么是严重的错误呢？譬如对所投资的公司一无所知，不知道主营业务是什么，住所地在何处，经营的状况如何，管理团队诚信、能力，创新等因素，行业竞争格局是否有利，公司财务状况是否健康等等，只是听人推荐就买入。还有一种严重的错误就是对所投资公司的价值根本不了解，买入的理由仅仅是因为它在上涨。）

投资艺术具有一种并不广为人知的性质。普通投资者只需付出很小的努力和具备很小的能力，就可以获得一种可靠（即便不壮观）的结果；但是，要想提高这一可轻易获得的

成果，却需要付出大量的努力和非同小可的智慧。如果你只想为你的投资计划付出一点额外的知识和智慧，却想获得大大超出一般的投资结果，你很可能会发现自己陷入一种更糟糕的境地。----P7 导言

（要获得令人满意的投资结果，比大多数人想象的要简单；获得非常好的结果，比人们想象的要难。因此投资者投身于市场前，就要认真、反复地拷问自己：有大量的时间和精力从事证券研究吗？具有专业的行业分析，公司分析的能力吗？有独特的、别人不具有的天赋吗？心理素质特别过硬吗？能做到别人贪婪我恐惧，别人恐惧我贪婪吗？）

深思熟虑的投资方法，是稳固建立在安全性原则基础上的。稳健的投资原则一般会带来稳妥的结果。 ---P7 导言

（首先考虑安全性，然后以稳健的思路从事投资，一般会得到稳妥的投资结果。这是格雷厄姆总的投资原则。）

《聪明的投资者》读书心得（四）

导言----本书的目的

本书的目的，是为普通投资人在投资策略的选择和执行方面提供相应的指导。相比较而言，本书很少谈论证券分析的技巧，而将注意力更多地集中于投资的原理和投资者的态度方面。 ---P1， 导言。（涉及两个方面，策略的选择，以及执行。重点在于最基础的投资原理和投资者的态度）

忘记过去的人，必将重蹈覆辙。---P1 导言

（中国也有类似的警句：吃一堑长一智，如果做不到这点，最好远离市场，或交给专业投资机构打理）

稳健投资的基本原理是不会随着年代的更替而改变的，但这些原理的应用，则必须随着金融机制和金融环境所发生的重大变化而做出相应的调整。 ---P3 导言

（稳健投资是最根本的原则，但也须随环境的变化相应调整，尤其中国和美国发展阶段的不同，具有不同的内涵。）

虽然热情在其他行业是一项必不可少的品质，但在华尔街却总会招致灾难；显然，这一警告并非仅仅只适用于那些新手。 ---P4 导言

（尤其在牛市中，更需要保持理性。）

长期以来，有一种流传甚广的观点认为：成功的投资技巧首先在于找出未来最有可能增长的行业，然后再找出其中最后前途的公司。但事先发现这些行业和企业，并不像事后看到的那样简单。

- 1) 某一行业显而易见的业务增长前景，并不一定会为投资者带来显而易见的利润。
- 2) 即使是专家，也没有什么可靠的方法，能使其挑出前景光明的行业中最有前途的公司，并将大量的资金投入该股票； ---P5 导言

（要冷静对待热门行业和热门公司，必须等市场热情冷却后，才有可能作出正确的选择。）

《聪明的投资者》读书心得（六）

本书的真正目的，是教你掌握以下 3 个重要的方面：

如何使你的投资亏损几率最小化；

如何使你获得持续收益的机会最大化；

如何约束你的自我挫败行为，这种行为使得大多数投资者无法完全发挥自己的潜能。

--- P9 导言点评

（投资者如果能真正学习、领会并掌握以上 3 条，不敢说投资就会一帆风顺，但至少会取得令人满意的结果。获得持续收益，是投资中很大的难点，按照复利的原理，投资者的资产在长期如果能获得持续的复利收益，结果会是非常令人惊讶的。反过来，若投资业绩大起大落，某些年度遭遇重大亏损，最终结果会非常平庸。在内行人看来，在大牛市中一年翻一倍并不太难，但要在一个完整的牛熊周期中持续保持较好的业绩，譬如 10 年 4 倍，也就是复合增长 15%，就并不是一件容易的事，在专业投资机构中可以排名很靠前了。）

什么是聪明的投资者？确切的含义是，要有耐心，要有约束，并渴望学习；此外，你还必须能够驾驭你的情绪，并能够进行自我反思。格雷厄姆解释说，这种智慧“与其说是表现在智力方面，不如说是表现在性格方面。”要想成为一个聪明的投资者，重要的是性格而不是智力。 ---P10 导言点评

（耐心、好学、反思、约束、自控这是从事投资行业需要的基本心理素养，投资者必须首先对照自身看是否具备，或者说今后可以着力培养，若不具备，或者说投资股票后，茶饭不思，夜不能寐，上班也魂不守舍；涨也焦虑，跌更痛苦，那就需要重新审视，认真思考自己是否真的适合做投资。也许委托专业投资机构理财，或者购买基金，或者更好的方法就是投资指数基金。从某种意义上来说，所谓聪明的投资者，更确切的含义应该是明智的投资者，或者稳健的投资者更贴切。）

《聪明的投资者》读书心得（七）

第一章：聪明投资者的预期收益

（开篇第一章就讨论预期收益率，这是投资的基本出发点，也决定了投资者自身的定位以及今后要采取的相应的投资策略。股票市场的历史已经告诉我们，长期的收益率是 10% 左右，中外概莫能外，因此个人投资者预期的长期收益率不要超过 10%，可能在目前大牛市的氛围下，大部分投资人对这个收益率有点不屑一顾，但请尊重历史统计数据，从另外一个角度，如果人人都能长期在股票市场获得高额收益，那还有谁会去种地，做工，做研究，做医生呢？）

希望在本书的一开始，就针对个人及非专业的投资者，确立恰当的证券组合策略这一概念。 ---P14;

（组合策略是稳健投资的基本方法）

投资业务是以深入分析为基础，确保本金安全，并获得适当的回报；不满足这些要求的业务就是投机。 ---P14

（首先定义何谓投资；三层含义：深入分析；确保安全，适当回报，何谓适当回报，也就是预期不要太高，参照历史和无风险利率，大致 10% 吧。确保安全就是适当分散的方法，最根本的还是公司的选择，以及不要高价买入股票。）

任何从事保证金交易的非专业人士都应认识到，事实上他是在进行投机。任何抢购所谓“热门”股票或有类似行为的人也是在投机 ----P16，（融资融券、追热点的行为绝对要慎重。）

防御型投资者的预期投资成果：我们已经将防御型投资者定义为关心资金安全同时又不想多花时间和精力的人。将资金分配于高等级债券和蓝筹股上；总体收益率在税前 7.8%；我们并不认为防御型投资者可以获得超出平均数的收益，超出平均数实际上就意味着他们的业绩能够超出自己的整体表现。防御型投资者只应购买那些长期具有盈利记录和强有力的财务状况的重要公司的股票。激进型投资者可以购买其他类型的普通股，但他们的吸引力一定要建立在理智分析的基础上。我们建议投资者将其资金投资于股票的比例限制在 25%-75%之间，并根据股市的动向进行反向操作。 ---P17-P22；

（防御型投资者不能期望太高的收益，能获得市场平均水平收益就应该满足。）

《聪明的投资者》读书心得（八）

激进型投资者的预期投资结果：当然会期望自己取得比防御型投资者更好的收益，但必须首先确定，自己不会收获更糟的结果。激进型投资者必须首先搞清楚，什么样的行动方针能提供合理的成功机会，什么样的行动方针是无法成功的。要想能够持续并合理地获得优于平均业绩的机会，投资者必须遵循以下两种策略：

- （1）具有内在稳健性和成功希望的策略；
- （2）在华尔街并不流行的策略。

对于进取型的投资者而言，这样的投资策略是否存在？从理论上来说，其答案仍然是肯定的；从实践上来看，我们也拥有很多理由对此给出肯定的答案。众所周知，投机性股票的价格往往会走过头，此外，某些股票会因为无人关注或毫无根据的普遍偏见而受到低估。股票的市场价格与其价值之间是有差价的。由此看来，似乎任何具有良好计算能力的聪明之士都能在华尔街通过别人的愚蠢行为而稳定地获得一笔收益。但这只是表面上的东西，实际上并没有那么容易。要想通过买入一只受到忽略因而被低估的股票赚钱，通常需要长期的等待和忍耐；而卖空一只热门因而高估的股票，则不仅是对卖出者胆略和毅力的考验，而且也是对其财力的考验。这种投资原则是稳健的，其成功的运用也并非是不可能的，但它绝不是一种可以轻易掌握的技术。 ---P22-25；

（这段文字非常拗口，试着解读一下。所谓激进型投资者，也可以定义为进取型的投资者，也就是主动去寻找市场中的额外机会，什么是额外的机会？就是市场中被忽略的，被低估的品种，这样做的成功几率有吗？答案是有的，高吗？很沮丧的结论，成功几率非常低，因为这需要很专业的能力，去挖掘被市场忽略或者其他因素而导致其价格低于其内在价值的股票，同时需要钢铁般的神经，也就是和市场的大部分意见向相左，并能耐心坚持，这可能需要很长一段时期，或许需要几年的时间。一般人是做不到的，包括很多专业投资机构。因此，格雷厄姆并不赞成个人投资者采用这种投资方式，更不用说去融券卖空高估的品种）。

《聪明的投资者》读书心得（九）

第二章：投资者与通货膨胀

1915年-1970年期间的年通货膨胀率为2.5%，道琼斯指数从1915年的77点上涨到1970年753点，年复合增长率4%，此外还获得了大约4%的股息收益，以上两者相加共8%的收益；---P38，

心得：股票长期收益也就是8%，基本能跑赢CPI，同时也告诉你，通货膨胀是你面对的其中一个最危险的敌人。中国的情况也非常类似，长期的CPI大致3%左右，因此把钱存进银行不是一个很好的策略，买债券或者国债结果会稍好些。投资贵金属如何？统计结果也告诉我们，跑不赢CPI，那房地产呢，确实，在中国过往的10多年，房地产是最好的投资，但是，今后估计这样的好日子不会再有了，除非是一线城市和部分二线城市的核心地段。一则人口统计数字，人口结构可以证明这个结论；二则目前存量房，以及正在开发的数量，已经趋于饱和的状态。房地产市场进入下半场已经成为行业的共识。另外，历史上，任何国家都没有诞生过住宅开发的百年企业，为什么？因为行业有天花板，城市化进程到一定程度，增量市场就趋于衰竭。那么什么是最好的投资呢？美国的西格尔教授在其著作《股票长线法宝》和《投资者的未来》中根据长达百年的历史统计数字，告诉我们一个惊人的结果，企业的股权投资不仅会带来长期最高的回报，而且风险是最低的。在任何25年的周期中，均远远超过银行存款，债券，房地产，贵金属等等带来的回报，而且波动是最低的。中国的证券市场历史比较短，大部分人都觉得股市不靠谱，甚至令人尊敬的经济学家吴敬琏先生把股市比喻成赌场，不可否认，市场中确实充斥着坐庄，欺诈，炒作的成分，但也应该看到，整体市场在向好的方向前行，而且20多年的股票市场也涌现了出大批优秀的公司，给投资者带来了丰厚的回报，譬如恒瑞，万科，格力，茅台，伊利，白药等等。而且即使仅仅只有20多年的历史，也足以证明在中国，投资股票是可以带来足以跑赢CPI的回报，只要你采用稳健的投资方式，投资于优质的公司，不去跟热点，炒概念，最简单的方式，就是投资指数基金，就可以带来大致每年10%的回报。太少？不过瘾？OK，那就没必要再往下看了。

《聪明的投资者》读书心得（十）

第三章：一个世纪的股市历史：1972年年初的股价水平

投资者持有的普通股组合只是股市这一庞大机体的的一个小小断面。为谨慎起见，投资者应当具备一些股票市场的历史知识，特别是有关其价格的重大波动，以及股价整体水平与股票利润和股息的各种关系的知识。在此基础上，他就能够对不同时期股价水平的吸引力和危险性得出某种有价值的判断。 ---P50

心得：这段话太有价值，太重要了，无论怎么强调都不为过。2014年上半年上证指数2000点左右的时候，投资者都心灰意冷而远离市场，而到2015年4月下旬指数到达4500点一线时，市场的热情反而空前高涨，体现在成交量上，每天在1.5万亿左右，而2000点的时候，全市场成交不足2000亿。沪市在2014年低迷的时候，每天的成交量600亿，而在2015年4月份的时候单日成交超过1万亿，因超过系统的极限而爆表。为

何？赚钱效应，而不是投资价值，大部分投资者关心的不是公司的基本面，不是市盈率，市净率，股利率，以及公司今后的持续盈利能力等等，而仅仅关心：买入后能不能上涨。任何投资的价值都是而且必定永远是依存于你的买入价格。既然公司能够挣到的利润是有限的，投资者为其支付的价格就应当适可而止。---P63

心得：2015年4月24日，万达院线市值人民币912.8亿，2014年净利润8亿人民币，港股万达商业2014年净利润248亿人民币，市值港币2657.3亿，折合人民币2152亿；仅仅是万达院线的一倍多。2015年3月24日，全通教育股价320.65，市值311.03亿，2014年全年利润0.44877亿；PE高达714倍；同一天格力电器股价42.18，市值1268.77亿，2014年利润141.55亿，PE 8.96倍。市场的非理性确实会远远超出人们的想象，你会如何选择呢？令人震惊的事实是：2014年年底全通教育十大流通股股东清一色公募，格力十大流通股股东，一家公募基金都没有，全部是QFII，公募基金尚且如此，何况个人投资者呢？

《聪明的投资者》读书心得（十一）

第四章：防御型投资者的投资组合策略

如果你不能承受风险，就应当满足于较低的投资回报——这是一个由来已久，且听起来十分合理的原则。由此可以得出这样的结论：投资者能够指望的回报，在一定程度上是与其承担的风险成正比的。对此我们不能苟同。投资者的目标收益率，更多地是由他们乐于且能够为其投资付出的智慧所决定的：图省事且注重安全性的消极投资者，理应得到最低的报酬，而那些精明且富有经验的投资者，由于他们付出了最大的智慧和技能，则理应得到最大的回报。---P68

（廓清了一个流行的但是错误的观点，回报与风险成正比。真正与回报相关的是你投入的精力、时间以及智慧。）

防御型投资者的投资组合策略，应将其资金分散投资于高等级的债券和高等级的普通股。作为一项基本的原则，我们建议这种投资者投资于股票的资金，决不能少于25%，且不得高于75%；于此相应，其债券的比例则应在75%和25%之间。这里的含义是，两种主要投资手段之间的标准分配比例，应该是各占一半。根据传统，增加普通股比重的合理理由是，持续的熊市导致了“低廉交易价格”的出现。反之，当投资者认为市场价格已经上升到危险高度时，则应将股票投资的比例减至50%以下。这种规范的原则说起来容易，做起来难——因为它与过度看涨牛市或过度看跌熊市这一人类的本性相抵触。要一个普通的股票投资者在市场超过某一点位时减仓，或在市场持续下跌后增仓，这似乎并不是一个切实可行的策略。正是由于普通投资者的相反操作，才使得过去出现了大幅的上涨和下跌；而且未来还会发生类似的涨跌。---P69，

（格雷厄姆揭示了人类的本性，就是追涨杀跌，巴菲特是深得其精髓，因此才能做到别人贪婪时我恐惧，别人恐惧时我贪婪。）

《聪明的投资者》读书心得（十二）

对半开的资金分配法则，对防御型投资者仍然具有实质性意义。他非常简单；其操作方向无疑是正确的，它使其遵循者感到，自己至少是在对市场变化做出某种反应；最重要的是，它可以避免投资者在市场日益走高直至危险的程度时，仍不断加大自己的股票投资。---P70；（用约束取代猜想，这正是格雷厄姆投资法的精髓。）

这两种方式（防御型和进取型）同样明智，无论采取何种方式均可取得成功。但前提是，你必须对自己有深入的了解，从而采用适合自己的方式，并在自己的整个投资生涯中坚持下去，而且善于控制自己的投资成本和情绪。---P79

（成功的路不止是一条，关键是适合自己）

第五章：防御型投资者与普通股

普通股投资的优点：我们关于 1949 年的股票市场的评论，可以归结为以下两点：首先，股票很大程度上使得投资者得以免受通货膨胀的损失，而债券却完全不能提供这种保护。普通股的第二个优点在于，它可为投资者提供较高的多年平均回报；这不仅来自其较优质债券利息更高的平均红利水平（目前中国市场并不存在），也来自因未分配利润的再投资而产生的市场价值上扬的长期趋势。虽然这两项优势十分重要，而且也确实令普通股的收益在过去很长一段时间，远远超过了债券，但我们仍然会继续提出如下警告：如果投资者以过高的价格买进股票，这些优势就会烟消云散。---P88，

（真知灼见啊!!! 任何时候都不要冲动，都不要以高价买入。2007 年 11 月 5 日，顶着“亚洲最赚钱公司”、巴菲特概念股的光环，中石油登陆 A 股市场，当时机构人士普遍看好，发行价为 16.7 元/股。上市首日，中石油开盘价为 48.6 元/股，当日最高价为 48.62 元，收盘价为 43.96 元/股。之后一路下跌，2013 年 6 月 25 日最低 8.73 元，仅为第一天收盘价的 20%都不到。还有中国远洋，从最高价格起算，最大跌幅达到 96%，这都是血的教训。）

《聪明的投资者》读书心得（十三）

普通股的投资规则：对于防御型投资者而言，挑选普通股是一件相对容易的事情。在此我们给出四项可资遵循的规则：

- 1) 适当但不要过分的分散化，你的持股数应限制在最少 10 只，最多 30 只不同的股票之间；
- 2) 你挑选的每一家公司应该是大型的、知名的，在财务上是稳健的。
- 3) 每一家公司都应具有长期连续支付股息的历史；
- 4) 投资者应将其买入股票的价格限制在一定的市盈率范围，其参照的每股利润，应取过去 7 年的平均数。我们认为，针对这一平均数，其市盈率应控制在 25 倍以内；如果是过去 12 个月的利润，则应控制在 20 倍以内。但这一限制会把所有最强势且最受欢迎的股票，排除在我们的投资组合之外。实际上，这将把几乎所有的“成长股”都排除在外，而这些股票正是过去若干年来股市的最爱，无论是投机者还是投资者均对其趋之若鹜。为此，我们必须对这种彻底的排除给出理由。所谓“成长股”，是指那些在过去每股利润增长显著超过所有股票的平均水平，并且预计未来仍将如此持续下去的股票。（某些专家会说，真正的成长股至少会在未来 10 年内，每股利润翻一番，就是说，其年复合增长率为 7.1%）；显然，这样的股票是值得购买和拥有的，只要其价格不是太高。但是，对于防御型投资者来说，成长股的不确

定性过高，风险过大。当然，如果股票选对了，买入的价格适当，并且在巨大的上涨之后，可能的下跌之前将其卖出，则会出现奇迹。但对于一般投资者而言，这种事情是可遇不可求的。与此相反，我们认为，那些不那么热门，因此市盈率较为合理的大型公司，反而是一种对大多数投资者更为合适的选择，尽管他们看上去不那么光彩夺目。

推论：需要说明的是，如果一开始选定的股票组合很恰当，就没有必要对其进行频繁或大规模的改变。---P89-91，

《聪明的投资者》读书心得（十四）

心得：（十三）这部分内容是格雷厄姆的思想精髓，首先要做组合，而且是行业分散的组合，同时，资金基本是平均投向组合中的股票，尽管格雷厄姆没有明确说明，但我是这么理解的，组合 10-30 个股票，无论资金大小。这点可以适当调整，因为防御型投资者没有太多的时间研究公司，若要投入 10 个股票，至少要研究 20 家公司，而且总资金量太小的话，投入 10 个股票意义不大，但无论如何组合至少要有 5 个股票。同时成长股投资要慎而又慎，不过美国的公司利润增长确实远不如中国，其 10 年一番就可称为成长股，在中国至少需要复合增长 15%才可以称为成长股。两国不同的发展阶段还是有很大的差异，尽管中国资本市场有种种不尽人意的地方，但投资最吸引人的要素：成长性，中国风景独好。第 2) 点标准，在中国有很好的表述，那就是“白马股”，具体标准就不详述了。另外对买进的价格也有具体的市盈率限定。长期分红历史，在中国就不太适用，一则历史短，二则还没有形成这样的文化，三则企业处于高速成长期的时候，分红少也是可以接受的。推论也很重要，我的理解就是长期持有，如果一开始选择的股票就是合适的话，除非有更好的投资机会出现。因此整理后的，适合中国资本市场情况的四项基本原则如下：

- 1) 适当分散： 不仅股票要分散，行业也要分散。如果持有 5 个都是银行股，那不是分散。
- 2) 优质公司： 标准不一，但总有市场公认的标的。
- 3) 价格合理： 有很多指标可以帮助选择，如 PE,PB,PEG 等等，但最好的指标就是“大熊市”。
- 4) 长期持有： 也不绝对，当股票价格涨得太高，或基本面恶化，或有更好的标的。如果你不想分散下注，就干脆不要下注。格雷厄姆关于投资者必须分散持有 10-30 只股票的要求，仍然是股票投资的基本法则，而且你不能使这些股票过于集中于某一行业。防御型投资者是靠冷静和耐心成为最后赢家的。----P100，

《聪明的投资者》读书心得（十五）

第七章：积极型投资者的证券组合策略：主动的方法

根据定义，积极型投资者将花相当多的注意力和精力，来获得比普通投资者更好的结果。普通股业务：积极型投资者在普通股领域的特定业务，可以分为以下四个方面：

- 1) 低价买入，高价卖出；
- 2) 购买仔细挑选出的“成长股”
- 3) 购买各种廉价证券；
- 4) 购买“特殊”股票；

（按照后面的分析，其实真正有实践意义的，仅限于第 3）种方法。）

一般的市场策略—不同时期的方法

关于低价买入、高价卖出策略的可能性和局限性，我们留到下一章讨论。过去许多年里，这个聪明的想法看起来既简单又可行，至少从反映股市周期波动的市场走势图中可以一眼看出。我们已经痛心地看着，过去 20 年的市场行为并没有使这种业务建立在某种数学规律的基础之上。所发生的波动尽管达到了较大的程度，但是要想从这种交易中获利，必须拥有特殊的才能或“感觉”。这完全不符合我们对读者智力所作出的假设，因此，在我们推荐的方法中，必须排除基于此类技巧的业务。（基本否定了择时交易方法。）

成长股投资

每一位投资者都喜欢选择几年内业绩超过平均水平的公司的股票。成长股的定义是：不仅过去的业绩超过了平均水平，而且预计将来也会如此。因此聪明的投资者重点选择成长股，似乎是唯一符合逻辑的做法。实际上，正如我们将要看到的，这一问题较为复杂。确定哪些公司过去的业绩“超过了平均水平”，这只不过是一项统计任务。那么，投资者为什么不仅仅从这类股票中挑选出最看好的 15 种或 20 种股票，从而保证自己的股票组合获得成功呢？这种简单的想法面临两种意料不到的复杂情况。

《聪明的投资者》读书心得（十六）

首先，业绩记录很好而且看上去很有前途的普通股，其价格也相应的很高。投资者即使对其前景的判断是正确的，也仍然有可能得不到好的结果。原因在于，预期的利益已经完全包含在他所支付的股价中了（或许，他支付的价格还超出了预期的利益）；其次，他对未来的判断有可能是错误的。一般情况下，公司的快速增长不可能永久持续下去。当一家公司已经获得了非常显著的扩张时，仅仅因为其规模的扩大，就使他很难再取得以往的成就。达到某一时刻，增长曲线就会平缓下来，而且很多情况下会转为下降。（很残酷，很沮丧，对吧？但这是事实，而且符合经济发展规律）同时与一般的普通股投资相比，对成长型公司股票的分散化投资并不能带来优异的回报。因此，我们不赞成积极投资者通常所从事的成长股投资。成长股这一类股票的一个显著特点，就是其市场价格的波动幅度一般较大。公众对这种股票的热情越高，股价上涨的速度相对于其实际利润的增长就越快，同时，这种股票的风险也就越大。“积极型”投资者并不是指比一般人更愿意冒更大的风险的人，也不是指那些购买“快速增长”股的人。积极型投资者仅仅是指那些愿意在证券组合的研究方面投入更多时间和精力的人。

推荐三个可用于“积极投资”的领域

1) 不太受欢迎的大公司：如果我们认为，市场习惯于高估那些增长极快或在其他方面很出色的普通股，那么我们自然可以预计到，相对而言，市场至少会对那些因为发展不令人满意而暂时失宠的公司做出低估（如 08 年三聚氰胺事件后的伊利股份，14 年实际控制人被关押后的金螳螂等等）。这可以作为股市的一条基本规律，而且它向人们提供了一种既稳妥又有希望的投资方式。在此，关键性的要求是，积极投资者要关注那些在一段时间内已不受欢迎的大公司。大公司有两个优势。首先，它们可以借助于资本和人力资源来渡过难关，并重新获得令人满意的利润。其次，市场有可能对公司表现出的任何改善作出较为迅速的反应。（如公布 2014 年年报后的格力电器）在选择证券组合时，积极型投资者应该这样去做：首先采用“低市盈率”的想法，然后再增加一些其他的定量和定性要求。

《聪明的投资者》读书心得（十七）

1) 廉价证券：我们对廉价证券的定义是：根据分析所确立的事实，这种证券的价值似乎要大大高于其售价。我们假设真正的“廉价”证券所显示的价值，至少要比其价格高出 50%。有两个标准可以用来寻找廉价普通股。首先是采用评估法。这主要是在对未来利润做出估计之后，再乘以与特定证券相适应的一个系数。如果得出的价值足以高出证券的市场价，那么他就可以将这种股票称为廉价股。第二项标准是私人所有者从企业中获得的价值。与第一种的标准是一样的，更关注的可能是资产的可实现价值，尤其强调的是净流动资产或营运资本。按照这些标准来衡量，当市场总体处于低价位时，大量的普通股就成为了廉价股。（熊市的时候比较容易选择，牛市来了，这类股票就绝迹了。）因此，在廉价证券市场表现出的勇气，并不仅仅来自于以往的经验，而且也还依赖于合理的价值分析方法的运用。价格被低估有两个重要的因素：（1）当期令人失望的结果；（2）长期被忽视或不受欢迎。理想的状态是：一家著名的大公司的股价，既大大低于其过去的平均价，又大大低于其过去的平均市盈率。除了著名大公司，二类企业也有这样的机会。

2) 一些“特殊”情况：特指小公司被并购。

我们的投资法则所具有的更广泛含义

这里介绍的投资策略，首先依赖于投资者所作出的选择：是想充当防御型（被动）投资者，还是想充当进取型（积极）投资者。实际上，积极投资者必须拥有大量的证券估价知识，才能把自己的证券业务看成一种事业。被动地位和主动地位之间，并不存在着一种或一系列的中间概念。这种折衷的态度更有可能带来的不是收获，而是一种令人失望的结果。

（必须采取非此即彼的策略，因此你或者是防御型投资者，或者是积极型投资者，没有中间道路可走。）

《聪明的投资者》读书心得（十八）

第八章：投资者与市场波动

在任何一个几年期的时限内，普通股组合几乎必然会发生价值的波动。投资希望所在--通过持有相对稳定的证券组合获取长期升值；或者是按接近于熊市的低价购买证券，并按接近于牛市的高价出售证券。

市场波动对投资决策的指导作用

由于普通股（即使是投资级的普通股）都会不断地出现大幅度的价格波动，因此聪明的投资者会对从这种价格大幅度波动中获利的可能性感兴趣。他面临着两种可能的获利的方法：择时方法和估价方法。我们所说的择时，是指努力去预知股市的行为----认为未来走势是上升时，购买或持有股票；认为未来走势是下降时，出售或停止购买股票。我们所说的估价是指尽力做到：股票报价低于其公允价值时买入，高于其公允价值时卖出。另外一种要求不太高的估价方式是，确保自己购买股票的价格不会太高（这到是一种比较可行的方式）。这种做法适合于防御型投资者，因为他们所强调的是长期持有；但是，这代表了对市场水平应有的最基本的关注。（防御型投资者的一个特性，就是长期持有，以追求组合的长期升值）我们确信，无论采用哪一种估价方法，聪明的投资者都能得的满意的结果。我们同样确信，如果投资者以预测为基础强调择时交易，那么他最终将成为一个投机者，并面对投机所带来的财务结果。（再次强调择时交易的不可行性，用估价方法会比较靠谱。）

企业价值与股市价值

公司做得越成功，其股价的波动可能会越大。这实际上意味着，从根本上讲，普通股的质量越好，其投机的可能性越大---至少与不太引人注目的中等级别的证券相比是这样。从上面的讨论中，我们可以得出一个相对稳定的普通股投资者具有实用价值的结论。如果投资者特别关注自己的股票组合的选择，那么他最好集中购买售价能较好地接近于公司有形资产价值的股票---比如，高于有形资产价值的部分不超过三分之一。这里有一点需要注意，股票的稳健投资并不仅仅在于购买价接近于其资产价值，除此之外，投资者还必须要求：合理的市盈率，足够强的财务地位，以及今后几年内利润至少不会下降。

（只是便宜并不能保证你有收益，关键还是看公司能否持续有成长，以及行业中的竞争地位。）

《聪明的投资者》读书心得（十九）

如果投资者自己因为所持证券市场价格不合理的下跌而盲目跟风或过度担忧的话，那么他就是不可思议地把自己的基本优势转变成基本劣势。对这种人而言，他的股票干脆就没有市场报价可能会更好一些，因为这样的话，他就不会因为其他人的错误判断而遭受精神折磨了。（在格雷厄姆整本书中，这或许是最重要的一段话，格雷厄姆所说的“基本优势”指的是什么呢？他指的是：聪明的个人投资者完全可以自由选择是否去追随市场先生，你享有独立思考的权利。当有人问起大多数个人投资者为什么失败时，格雷厄姆给出了一个简要的答案：“失败的主要原因在于，他们过于在意股市当前的运行情况”。但又有几人不在意呢？每天股价的起起伏伏，几乎牵动着每个人的神经）

从根本上讲，价格波动对真正的投资者只有一个重要含义，即它们使得投资者有机会在价格大幅下降时做出理智的购买决策，同时有机会在价格大幅上升时做出理智的抛售决策。在除此之外的其他时间里，投资者最好忘记股市的存在，更多地关注自己的股息回报和企业的运行结果。（何其难也!!!）

总结

投资者和投机者之间最现实的区别，在于他们对待股市变化的态度。投机者的主要兴趣在于预测市场波动，并从中获利；投资者的主要兴趣在于按合适的价格购买并持有合适的证券。实际上，市场波动对投资者之所以重要，是因为市场出现低价时，投资者会理智地做出购买决策；市场出现高价时，投资者必然会停止购买，而且还有可能做出抛售的决策。

我们并不能肯定地认为，投资者一般应该等到市场价格最低时去购买，因为这可能要等很长时间，很有可能造成收入损失，并且也有可能错失投资机会。总体上讲，投资者较好的办法是，只要有钱投资于股票，就不要推迟购买---除非整体市场水平太高，而不符合长期以来所使用的价值标准。

（从字里行间，可以得出这样的结论，稳健的投资者，一般是满仓的，只要市场的价格不是太高。）

《聪明的投资者》读书心得（二十）

除了预测市场总体趋势之外，华尔街的许多人力和物力都直接用在了挑选股票和产业种类方面---就股价而言，这些产业在不远的将来会比其他行业“表现得更好”。这种努力看

上去似乎有道理，但是我们认为，它并不能与真正的投资者的需要或性格吻合，尤其是因为，在这种情况下，投资者将与大量从事同样行为的股市交易商和优秀的金融分析师展开竞争。与看重价格波动和轻视价值基础的所有其他行为一样，经常在这一领域施展本领的一些聪明人所做的工作，会随着时间的推移而自动失效和自动失败。

（选择未来好行业和好股票的方法也遭到格雷厄姆的否定）

拥有稳健股票组合的投资者将会面对股价的波动；但是，他既不应该因为价格的大幅下降而担忧，也不应该因为价格的大幅上涨而兴奋。他始终要记住，市场行情给他提供了便利---要么利用市场行情，要么不去管它。他千万不要因为股价上涨而购买，或者是因为股价下跌而抛售。如果按前面的说法来简单地理解这句座右铭，那么他就不会犯下太大的错误：“不要在股价出现大幅上涨时立即购买股票，也不要再在股价出现大幅下跌后立即出售股票。”（不以涨喜，不以跌悲，冷静处置，是一个成熟投资者的必备素养）

另外一点思考

好的管理层会带来好的市场平均价格，不好的管理层会带来不好的市场平均价格。（这是另外一个重要的选择依据，看管理层，看治理结构，很关键）

在大多数时间里，市场对许多股票的股价都是准确的。然而，有时候价格并不正确，偶然情况下，价格的确会出现严重错误。聪明的投资者不应该完全忽视市场先生。相反，他应该与市场先生打交道，但只是为了使其服务于自己的利益。市场先生的任务是向你提供价格，而你的任务是决定这些价格对你是否有利。不让市场先生成为你的主人，你就将他转变成了你的仆人。---P165

（如何对待市场的波动，如果没有正确的认识，会遭到市场的惩罚。）

《聪明的投资者》读书心得（二十一）

投资的全部意义并不在于所赚取的钱比一般人要多，而在于所赚取的钱足以满足自己的需要。衡量自己的投资是否成功的最好办法，不是看你是否战胜了市场，而是看你是否拥有一个有可能使自己达到目标的财务计划和行为规范。最终，重要的不在于你比其他人提前到达终点，而在于确保自己能够达到终点。 ---P168

心得：用了 4 天的篇幅介绍了第八章的内容，这一章的内容是本书的重中之重，不仅内容非常精彩，也揭示了投资者投身于股票市场时时刻刻都会面临的难题：市场波动。本章中，格雷厄姆创造了一个非常生动的词汇：**Mr.Market**，“市场先生”，你是利用好这位市场先生还是被市场先生牵着鼻子走，是成熟投资者与股市菜鸟的分水岭。经常会听到投资者这样的抱怨，某某牛股，我买过，就是没拿住；某某牛股我只赚了 10%，卖掉后翻了 N 倍等等。究其原因，就是没有应对好市场的波动，波动既有往下的波动，也有往上的波动。

投资者拿不住牛股的因素有这么几种：

- 1) 买的价格偏高，套了很长时间，一旦解套，就赶快出手；
- 2) 对所买股票的公司经营状况并不十分了解，涨跌都会引起很大的心里波动，缺乏足够的定力；
- 3) 贪图小利，希望通过做波段来扩大盈利，真正优质的公司，一旦卖出很有可能就会不回头上涨，而人的正常心里，绝不会再追高买回；

4) 市场上每天都会充斥着大量的影响公司股价的宏观和微观信息，而实际上公司的经营根本没有任何影响，投资者往往会经不住市场噪音的干扰而随意做出买卖的决定。

那么是否有好的方法来正确应对市场的波动呢？格雷厄姆已经告诉了我们答案，那就是在读书心得（十四）中告诉我们的投资四项基本原则，

（1）适当分散，当你的组合中有 10 个左右的股票，而且是行业分散的，组合的波动就会比单个或者少数几个股票形成的组合要小得多；

（2）优质公司，即使你不幸在 2007 年大牛市的顶点买入恒瑞医药（17.17，前复权价）而到 2015 年 4 月 30 日收盘价 57.01，收益率 232.03%，格力电器（14.75，前复权价），2015 年 4 月 30 日收盘价 57.00，收益率 286.44% 而 4 月 30 日上证指数 4441.65，距离最高点 6124，-27.47% 的收益；而且市场中还有不少这样的个案。

（3）价格合理，试想若不是在大牛市的顶点买入恒瑞和格力，那收益率就会更加惊人，同时持股心态也会更坚定；

（4）长期持有，请牢牢记住一句话：熊市布局，牛市捂股，不赚钱都难，更遑论市场波动这种小 CASE。

《聪明的投资者》读书心得（二十二）

第九章：基金投资

首先，理解了为什么很难发现一种好的基金，这将有助于你成为一位更明智的投资者。--P188

近 80 年的历史给出了非常有说服力的证据：任何某一个最赚钱的因此也是最受欢迎的行业，时常会成为下一年表现最差的行业。---P188

这里有另外一个教训：为了取得成功，投资者个人要么避免与大机构一样挑选相同的热门股，要么更有耐心地去持有这些股票。---P190

（可能后者是更可取的方法，因为格雷厄姆建议个人投资者选择顶级著名公司作为标的，而这样的公司往往也是机构投资者的最爱）

首先要认识到，从长远看，指数基金将胜过大多数基金。指数基金只有一个显著的缺陷：比较令人乏味。 ---P191

心得：个人投资者除了自己选择股票做组合投资外，还有一个途径就是投资基金，在中国，基金又分为公募基金和私募基金，目前私募基金的规模已远超公募基金，因为私募基金有相对更好的激励政策，很多公募基金的经理都开始了奔“私”的历程。中国目前投资者结构的现状是，个人投资者占据了很大的比重，大致 80% 以上，贡献了 90% 左右的交易量，美国市场正好相反，个人投资者比例低于 30%，当然这个投资者结构也是历经了大致 70 年的漫长历史才逐步形成。那么，中国个人投资者是否应该选择投资基金这种方式间接投资于市场呢？答案是肯定的，因为术业有专攻，何况投资是非常专业的事情，需要有宏观经济、微观经济、行业分析，公司分析，财务报表分析，企业管理水平的研究和判断，以及很重要的风险控制机制。这方面机构投资者包括基金占有很大的优势，首先体现在人才上面，大型投资机构往往有专业的行业研究员，策略分析师，风险管控机制和人员，投资决策委员会，以及卖方研究员（通常是券商研究机构人员）提供的研究报告，同时投资机构有很大的便利走访、调研上市公司，在信息方面有很大的优势。当然投资机构也有其固有的弱势，那就是比较短视，因为有短期业绩排名的压力。另一方面投资者选择哪个基

金，也同样面临很大的困难，实际上比选择公司还要难，因此我建议最好就是投资于指数基金，譬如投资于 50 ETF,180 ETF,300 ETF 等等，只要看好中国经济的发展前景，投资于整个市场，就可以分享中国经济成长的成果。

《聪明的投资者》读书心得（二十三）

第十章：投资者和投资顾问

证券投资是一种独特的业务，因为它几乎总是在某种程度上依赖于他人的建议。大部分投资者都是业余的，自然他们就会认为，在证券选择上，可以通过专业指导来获利。然而，就投资咨询这一概念而言，它存在着许多内在的特性。如果人们投资的理由是赚钱，那么在谋求咨询时，他们是想让别人告诉自己如何去赚钱，这种想法含有一些天真的成分。在自己业务的各个方面，商人都会寻求专业建议，但他们并不指望有人告诉他们如何去获利。如何赚钱属于他们自己的职责范围。当那些非商业人士想依赖他人来获取投资利润时，他们是在期待一种一般商业活动中并不存在的结果。---P198

（想简单地听些咨询意见，就能做好投资，这样的想法确实是太简单了点）

证券分析师对投资者的价值，主要取决于投资者自身的态度。如果投资者向分析师提出正确的问题，他就有可能得到正确的

（至少是具有一定价值）答案。---P 203 (这就如同去上市公司和管理层交流一样，投资者自身关注点在哪里?)

大多数 CFA 都忽视了格雷厄姆的教诲：在决定市盈率方面，增长潜力比利润、风险和股利政策等更为重要。但有太多的分析师却以近期的股价，而不是以公司的长远前景作为购买的基础。---P203 脚注

（这段话，证明了格雷厄姆是更看重企业长远的发展前景，通常有种误解，好像格雷厄姆是捡烟蒂类型的投资者，只注重当前的价格。）

我们自己的观察表明，选择一个满意的普通顾问，与自己独立地选择恰当的证券几乎是一样的困难。人们会随意给出许多不良的建议。---P207 （不要随意向别人咨询有关投资事宜）

大多数证券投资者并没有通过支付固定的费用来获取投资建议。因此，按道理将，大多数情况下，他们不能够也不应该预期获得优于平均水平的结果。---P207 （很合理的论断）

根据我们的定义，防御型投资者通常没有能力对其顾问提出的证券投资建议作出独立的判断。但是他们可以明确地（甚至是不断重复地）说出自己想购买哪几种证券。如果他们遵从我们提出的方法，他们将只会购买高等级的债券和著名公司的普通股，---最好是购买那些从经验和分析来看，个体价格水平不太高的证券。任何著名证券公司的证券分析师，都能够列举出一系列价格恰当的普通股，并且能够向投资者证明，从以往的经历来看，现在的价格水平是否相当稳妥。---P208

（再次强调按照稳健的投资方法，咨询也会变得相当容易和可靠）

《聪明的投资者》读书心得（二十四）

第十一章：普通投资者证券分析的一般方法

投资选择的两个基本问题：公司债券或优先股主要的安全标准是什么？影响普通股股价的主要因素有哪些：

债券分析

证券分析方面，最可靠因此也最被人们看重的，是对债券和投资级优先股安全性品质的关注。评价公司债券的主要标准是，以往年份的利润为利息总支出的多少倍。就优先股而言，评价标准是利润为债券利息和优先股股息的多少倍。---P217

普通股分析

理想的普通股分析使人们能够对股票进行估价，并将估价与当期市场价格进行比较，以确定购买该股票是否具有吸引力。与此同时，这种估价一般是通过下列方法来完成的：首先估算出未来某几年的平均利润，然后再乘以一个恰当的“资本化因子”。目前估算未来盈利能力的标准化方法，是首先确定过去在产量、产品价格及营业毛利等方面的一些平均数。然后，这些估算首先要依据的是对国民生产总值的预测，然后还要采用相关产业和公司的特殊计算方法。---P221

或许理想的做法应该是，证券分析师挑选出自己最了解其未来前景的三四家企业，然后集中自己的精力预测客户感兴趣的内容。遗憾的是，人们几乎不可能事先区分哪些个体预测是可靠的，哪些很有可能出现误差。因此，这就是投资基金广泛从事多样化投资业务的原因。毫无疑问，更好的做法是集中投资于你知道将要获得很高利润的某一种股票，因为业务的分散化将使你的投资结果变得平庸。但是不能这样去做，因为这并不可靠。---

P222

(对绝大多数的投资者而言，这是忠告，集中投资看上去很美，但仅有极少数的人具有这样的天赋和运气)

就普通的基金经理或投资者个人而言，不采用分散化将是愚蠢的行为，因为很难选择少数几种使大多数人获胜的股票。-----P222 脚注

(用一种悖论的方式，来解释集中策略仅对极少数人有效，如巴菲特。)

《聪明的投资者》读书心得（二十五）

影响资本化率的因素（资本化率，简单地说，就是市盈率）

尽管未来的平均利润被看做是价值的主要决定因素，然而，分析师也会考虑其他一些具有一定意义的因素。大多数分析师都会关注资本化率，这一比率会因为股票“质量”的不同而存在很大差别。

1) 总体的长期前景。谁都不能真正了解遥远的未来会发生什么，但分析师和投资者在这方面却有着相同的强烈看法。比如 1963 年年底，道琼斯工业平均指数中的化学类企业的市盈率，要大大高于石油类企业。这说明人们强烈认为，前者的前景要好于后者。市场上表现出的这种差别通常是有道理的，但如果这种差别主要由以往的业绩来决定，那么也有可能是错误的。事实上到 1970 年底时的利润，化学类企业没有增长，而石油类的情况要好得多。因此，我们给出的化学股这个例子，证明了市盈率有可能是错误的。

2) 管理。在华尔街，人们经常会大量谈论这一话题，但实际上这并没有多大的作用。如

果不能设计出方法对管理层的能力进行客观的、量化的和可靠的检验，那么，我们仍然只能模模糊糊的考察这一因素。的确，非常成功的企业通常都拥有一个好的管理层。这可以从以往的记录中看出来，而且还会对未来五年的预测中再次反映出来，也会在前面介绍过的总体长期前景展望中反映出来。把它作为另一个牛市的因素来单独考虑，通常很容易导致严重的股价高估。我们认为，只有在最近的情况发生变化，而变化的影响还没有在实际的数据中反映出来的时候，管理因素才是重要的。（模模糊糊考察，很精辟）

3) 财务实力和资本结构。

4) 股息记录，优质股最有说服力的其中一个标准，就是多年来连续的股息支付记录。我们认为，20年及以上的股息连续支付记录，是反映公司股票质量的一个非常重要的有利因素。事实上，防御型投资者可以只购买符合这一标准的股票。（如果机械地照搬这个方法，在中国是找不到多少标的了，以前有个佛山照明，标榜为现金牛，常年分红，但实际上管理层诚信有严重缺陷。另外巴菲特的公司也不分红，不代表没有投资价值）

5) 当前股息收益率；指分红比例，标准股息政策是，公司将利润的三分之二用于派发股息。

《聪明的投资者》读书心得（二十六）

成长股的资本化率

大部分证券分析师的正式评估报告都涉及对成长股的估价。经过对各种方法的研究，我们得出了一个十分简便的成长股估价公式，该公式计算出的数据，十分接近于一些更加复杂的数学计算所得出的结果。我们的公式是：

价值=当期（正常）利润 X（8.5+两倍的预期年增长率）

增长率这一数据应该是随后 7-10 年的预期增长率。---P225

心得：（8.5+2 X 预期年增长率）反映了市盈率与预期增长率之间的关系，格雷厄姆专门在 P455 注解中强调：请注意，我们并不是说，这个公式给出了成长股的“实际价值”；而只是说，它大致给出了现在正流行的复杂计算方法所得出的结果。同时，7-10 年的预期增长率，绝大多数公司最多也就是 15%，极端的可能到 20%，因此再好的公司，市盈率到 40 倍就基本到极限了，假如某公司当期每股利润为 1 元，连续按 15%增长 10 年，10 年后其利润将为 4 元，若当期以 40 倍市盈率的价格 40 元买入，10 年后若股票价格不变，那时的市盈率为 10 倍，考虑到企业 10 年后一般情况下很难再维持高速增长，10 倍市盈率很可能就是合理的资本化率，结果就可能是 10 年股价没涨，也就是投入 10 年的资金没有增值，可见高位买入的风险是非常巨大的。）

我们要给出如下忠告：如果我们希望高成长股的增长率实际得以实现的话，那么预期增长率的估价必须相对保守。事实上，根据算术，如果假设一个企业将来可以按 8%或更高的速度无限期增长的话，那么其价值将趋于无穷大，且其股价无论多高也不过分。在这些情况下，估价者实际的行为是在其计算中引入安全边际这一概念。事实上，没有办法估算出高成长企业（比如预期年增长率为 8%）的价值：分析师既不能实际估算出当期利润的恰当乘数，也不能估算出未来利润的预期乘数。（按照之前第七章格雷厄姆的安全性的定义，打 6.6 折，譬如预期某个企业未来 7-10 年预期增长率为 15%，对应的市盈率为 38.5，打折后 25 倍）

应该指出的是，基于未来预期结果的“科学的”（或者说至少合理可靠的）股票股价，都必须考虑到未来利率状况。（这是个很重要的因素）

《聪明的投资者》读书心得（二十七）

行业分析

由于企业的总体前景会对市场价格的确立产生重大影响，因此证券分析师自然会极大地关注行业及行业中单个企业的经济状况。然而，我们自身观察后认为，面向投资者的大多数的行业研究的实际价值并不是太大。所发掘出的材料一般都是公众非常熟悉的，而且已经对市场价格产生了重要的影响。很难发现某经纪公司会以一系列令人信服的事实告诉我们，某个受欢迎的行业即将崩溃，或者是某个不受欢迎的行业即将出现繁荣。华尔街对较远的未来的判断非常糟糕，这必然使得它的研究中的重要内容----对各个行业利润变化过程的预测----也很糟糕。

心得：有关行业分析，格雷厄姆给出了比较消极的态度，也就是说行业分析的意义不大。对此我是有不同的看法，也是不多的意见有相左的地方。行业与行业其实是有很大差异的，迈克尔波特在《竞争论》这本著作中对所有行业的投资回报率做了一个分析，结果表明有些行业天生就是辛苦不赚钱，与此相对应，有些行业是天生的赚钱不辛苦。美国西格尔教授在《投资者的未来》一书中，分析了 1957 年到 2003 年这 46 年期间美国标准普尔 500 指数成份股涨幅，数据表明，有两个行业，基业长青的超级大牛股特别多，分别是品牌消费品和医药医疗服务业。标普 500 指数原始成份股中表现最佳的 20 家基业长青公司，这些公司都保持了完整的业务结构，未和其他任何公司合并。1957 年到 2003 年底，标普 500 指数年复合收益率 10.85%，20 家基业长青公司的股票年复合收益率 13.58%~19.75%，总收益率 387 倍到 4625 倍，是标普 500 指数的 3 倍到 37 倍。这 20 家基业长青公司中的 11 家是具有高知名度品牌的消费行业股。其中 2 只股票是烟草公司，菲利普·莫里斯公司和富俊公司；2 只股票是食品公司，以生产番茄酱著名的亨氏公司上涨 635 倍。世界第六大食品公司通用磨坊上涨 387 倍；2 只股票是饮料公司，可口可乐，百事可乐；3 只股票是糖果公司，世界上最大的糖果圈和棒棒糖供应商小脚趾圈，世界上最大的口香糖生产商箭牌，美国上市企业中最大的糖果生产商好时；2 只股票是个人护理用品公司，高露洁棕榄，宝洁公司；另外还有 6 只是医药股：雅培 1280 倍、百时美施贵宝 1208 倍、辉瑞 1054 倍、默克 1002 倍、先灵葆雅 536 倍、惠氏 460 倍，在 20 家基业长青股涨幅排名分列为第 2、3、5、7、15、18 位。

《聪明的投资者》读书心得（二十八）

心得：美国股市的历史表明了品牌消费和医药是长跑冠军，中国股市是否也同样呢？2000 年 1 月 1 日到 2010 年 8 月 8 日，万得全 A 指数上涨 152%，万得一级行业指数涨幅排名中，第一名是医药保健指数 10 年上涨 280%，第二名是日常消费指数上涨 254%。2003 年 12 月 31 日到 2013 年 12 月 31 日，中信标普 A 股综合指数上涨 131%，中信标普全市场二级行业指数涨幅排名中，第一名是医药行业指数 10 年上涨 481%，第二名是食品饮料指数十年上涨 451%，超越市场整体涨幅 3 倍以上。

以上的统计数据对我们有何启示呢？

首先我们要确定投资的最基本的原理和逻辑，也就是长期股价表现是与企业的经营业绩完全正相关，长期来看，基本上企业利润增长多少倍，股价也相应上涨多少倍，这点不仅美国市场如此，中国市场也不例外。

其次，投资的复利原理在企业经营中也同样适用，也就是说企业经营的最佳模式是稳定增长型，不能大起大落，这就基本确定了长期高投资回报的优质公司往往出自于非周期行业。

再次考虑企业的竞争优势，也就是长期获得超额回报能力的来源，知名品牌是一个很大的因素，之所以能成为知名品牌，必然与客户的黏性有关；

还有就是要考虑市场的空间，医药医疗显然具备这方面的天然优势，人口寿命的延长，人口老龄化的趋势等等。

当然 46 年的时间跨度确实是太长了一点，往往人的一生中真正能从事投资的时间未必会有如此长久，而且以 46 年的标尺去衡量投资标的，会错失一些行业，譬如科技行业，这个行业的更新相对较快，往往很难经得起 40 多年的考验，但并不能就此完全忽略，譬如说微软，IBM，英特尔，戴尔，谷歌，苹果等等，从 10-20 年的投资周期来看，给投资者带来惊人的回报。其他还有一些根据不同国家，不同发展阶段也会有不同的选择和机会，譬如中国 96-97 年牛市是银行和家电，06-07 年的牛市是地产，资源带动，那么接下来的 5-10 年期应该重点研究哪些行业呢？

1) 医药、医疗或者说大健康行业当然还是首选的行业，人口老龄化趋势，以及追求生活、生命的质量，决定了这个行业的需求是刚性的；

2) 知名品牌消费品，尤其是快消品或者高频度的重复消费品，一则需求稳定，不受经济周期影响，二则消费升级，有美誉度的品牌企业不仅可以享受市场的自然增长，还可以获得行业集中度提高的利益；

3) 环保行业，中国改革开放 30 多年经济高速增长，环境欠债太多，是到了必须还债的时候了；

4) 科技行业，中国要在世界上成为真正的强国，科技必须要有大的发展；

5) 文化旅游休闲娱乐行业，物质生活提高到一定程度后，人的精神需求必然会增加；

6) 理财、保险等金融行业，随着收入的增加，资产增值和避险的需求也会增多；

7) 有国际竞争力的高端制造业；

《聪明的投资者》读书心得（二十九）

第十二章：对每股利润的思考

这一章，我们从针对投资者的两条建议开始，这两条建议的含义必然是相互矛盾的。第一条建议是：不要过于看重某一年的利润。第二条是：如果你确实关注短期利润，请当心每股利润数据中存在的陷阱。（其实并不矛盾，强调不要过于看重某一年的含义是指要看多年的利润，以判断企业的持续性和稳健性；如果单看某一年，就要排除造成业绩波动的额外因素。）

只有当企业的盈利能力高于平均水平时，才能维持较高的市盈率。（高市盈率不仅与利润的增长有关，还和 ROE，销售净利润率，投入资本回报率等等有关。也就是说，上市公司在市场上享有估值溢价的根本因素，是具有竞争优势，也就是持续的超额回报能力）---

近期的经历（以及大量的金融研究）表明，当迅速增长的企业突然报告利润下降时，市场会做出最不利的反应。就增长较为缓和的企业而言，如果所报告的利润较差，其股价的下降不会太严重。如果无法得以实现的话，更大的预期将导致更大的失望。不太高的预期即使达不到，也不会有太大的反应。因此，拥有成长股的最大风险，并不在于其增长将会停止，而仅仅在于其增长将会放缓。从长远看，这并不仅仅只是一种风险，而实际上是必然要发生的事。----P245 脚注

（这个道理是很明显的，西格尔的著作《投资者的未来》有过很好的论述，中国资本市场上也屡见不鲜）

心得：投资者尤其是个人投资者最关注的上市公司指标，就是每股收益（EPS, earnings per share），可见格雷厄姆专门列出一章讨论这个问题是有其独到的见解。每股收益固然重要，但更重要的是要透视这个指标背后的因素，譬如收益是否主营业务收益，还是有非经常性的损益因素，政府补贴，一次性处理资产，以及 IPO 或增发后银行存款带来的额外收益；同时要关注这个指标多年的连续性和稳定性，以及是否与主营业务收入相匹配；另外还要关注每股经营性净现金流的数据，最好能达到每股收益的 70% 以上，太低甚至是负数，就要引起警惕；考察一个上市公司的经营状况，仅仅看每股收益是远远不够的，还要看销售净利润率，净资产收益率，同时与行业内的公司做比较研究，任何指标异常均需要做深入的分析，另外还要研究公司的资产负债表，看公司的财务状况是否健康。总之，对公司是否有投资价值，需要综合考察，尤其对成长股的投资要慎而又慎，这是格雷厄姆对我们的告诫，目前中国资本市场又迎来了一轮大的牛市，创业板的估值超过了市盈率 100 倍，这个时候尤其需要多一份谨慎。

《聪明的投资者》读书心得（三十）

第十三章：对四家上市公司的比较

对四家公司的总体评价

价格的高估带来了巨大的风险。事实证明，当营业额和利润总额已经上升到很高的时候，继续保持高增长会更加困难。

结论：许多分析师都会认为，爱默生和 EMERY 的股票比另两家公司的更有吸引力，其主要原因或许在于两方面：一是其股票的“市场表现”更佳；二是其利润的近期增长更快。根据审慎投资的原则，第一个原因并不能作为选择的理由，那是投机者要考虑的因素。第二个原因具有合理性，但其作用有限。

对防御型投资者证券组合提出 7 项统计要求：

- 1) 相当的规模
- 2) 足够强劲的财务状况；
- 3) 至少在过去 20 年内连续支付过股息；
- 4) 过去 10 年内没有负的利润；
- 5) 10 年内每股利润至少增长三分之一；
- 6) 股价不高于净资产价值的 1.5 倍；
- 7) 过去 3 年内的平均市盈率不超过 15 倍；

在投资者分散化的普通股名单中，必然会有一些令人失望的股票，但是，依据上述选择原则以及投资者希望使用的其他合理标准而建立起来的多样化股票组合本身，将在随后的年

份中有着足够好的表现。至少，长期的经验已经告诉了我们这一点。（这是格雷厄姆历经市场几十年洗礼后的肺腑之言）

格雷厄姆经典的告诫：如今的投资者是如此关注对未来的预期，以至于已经事先付出了巨大的代价。这样，即使他大力进行细心研究得出的预测结果成为现实，也有可能仍然无法获利。如果预测的结果没有完全实现，他实际上将面临严重的短期甚至是永久性的亏损。---P265

（反复强调，不要高价买入，不追高，不追热点，应该是资深股民的必备素养）

《聪明的投资者》读书心得（三十一）

第十四章：防御型投资者的股票选择

采纳我们建议的防御型投资者，只会购买高等级的债券以及多样化的优质普通股。他必须确定，按实际标准来判断，自己购买普通股的价格没有被严重高估。

在确定分散化的组合时，防御型投资者有两种可供选择的方法：类似道琼斯的债券组合，以及定量检验的证券组合。按照第一种方法，他要实际获得这些优质股的横向分析样本，其中既包括一些增长较快的公司（其股票的市盈率非常高），也包括一些不太受欢迎和股价不太高的企业。按照第二种选择，在每次购买证券时，都要使用一套标准，以确保：

- （1）公司过去的业绩以及当期的财务状况达到某一最低的质量；
- （2）利润和资产与股价之比达到某一最低的数量。

1) 相当的规模

这么做的想法是，要把小公司排除在外，因为相对来讲，小公司更变化无常，尤其在工业领域。（此类企业中经常会有很好的机会，但我们认为，它们并不适合防御型投资者的需要。）（结合中国的情况，大致可以划分为市值在 200 亿以上）；

2) 足够强劲的财务状况：

就工业企业而言，流动资产应该至少是流动负债的两倍；同时，长期债务不应该超过流动资产净额，即“营运资本”。就公用事业企业而言，负债不应该超过股权的两倍；（这方面还要看更多的指标，如现金流，资产质量，负债比率等等）

3) 利润的稳定性：过去 10 年内没有负的利润；

4) 股息记录：至少在过去 20 年内连续支付过股息；

5) 利润增长：10 年内每股利润至少增长三分之一；（10 年增长 33%，年复合增长不到 3%，可见中国目前的阶段比美国 70 年代的企业增长要快很多）

6) 适度的市盈率：当期股价不应该高于过去 3 年平均利润的 15 倍；

7) 适度的股价资产比：当期股价不高于最后报告的资产账面价值的 1.5 倍；

然而当市盈率低于 15 倍时，资产乘数可以相应的更高一些。根据经验法则，我们建议，市盈率与价格账面值的乘积不应该超过 22.5；（就是 $PE \times PB$ 的数字小于 22.5）

《聪明的投资者》读书心得（三十二）

总结：这些要求专门针对的是，防御型投资者的需求和特征。它们以两种相反的方式，将绝大多数的普通股排除在证券组合之外。一方面，它们要排除下列公司：

- (1) 规模太小；
- (2) 财务实力相对较弱；
- (3) 过去 10 年中有亏损记录；
- (4) 没有在长时间内连续支付股息的历史。

在目前的金融条件下，所有检测最严格的标准就是那些判断财务实力的指标。我们最后的两个标准，可以从相反的方向排除：通过要求每一美元的股价拥有更多的利润和更多的资产，来排除流行的股票。大多数分析坚持认为，即使稳健型投资者，也应该准备以较高的价格来购买优秀企业的股票。在上文中我们阐述了相反的观点。这种观点主要建立在缺乏适当安全性的基础之上，即股份中太多的成分依赖于未来利润的不断增长。读者自己必须对这个重要的问题作出决定。

我们的基本建议是，所建立的股票组合的总体利润与价格之比（市盈率的倒数），至少应该与当期高等级债券的利率一样高。这就意味着，不高于 13.3 倍的市盈率，相当于收益率为 7.5% 的 AA 级债券。

（格雷厄姆的方法结合中国的实际，需要做一些调整，不能死板地按照所确定的数据来选择，譬如 20 年连续分红历史的股票，在中国就木有；再譬如 PE15，PB1.5 的标准，也只有银行或钢铁少数几个行业能符合标准，关键是要掌握其精髓。格雷厄姆以上的投资策略，被俗称为“捡烟蒂”投资，或者低市盈率投资法，有一位投资大家约翰聂夫，严格按照格雷厄姆原则，在长达 31 年执掌温莎基金的过程中，取得 22 次跑赢市场的不俗业绩，基金增长 55.46 倍，累计平均年复利回报率 13.7%，超过市场平均收益率 3% 以上，极有说服力地印证了格雷厄姆原则的长久生命力。巴菲特早期也是格雷厄姆的忠实信徒，后吸收了菲利普费雪和查理芒格的思想，在注重安全的原则下，同时也重视企业的成长性，有一句大家耳熟能详的巴菲特名言，诠释了巴菲特与其老师在投资风格上的些微区别：宁愿以合理的价格购买优秀的企业，也不愿以低廉的价格购买一般的企业。前者偏向于“好企业”的“成长”，后者更强调“便宜”，而对企业的质地要求不高。比较巴菲特和约翰聂夫的长期投资业绩，应该说巴菲特更胜一筹，这也表明了，格雷厄姆的投资思想固然非常伟大，但也不是一成不变的，实际上对格雷厄姆投资实践有所了解的朋友，应该知道他最成功的投资恰恰是成长股：盖克保险公司。GEICO）

《聪明的投资者》读书心得（三十三）

防御型投资者的选择

作为一个实际检验，设想我们要求 100 位证券分析师，在道琼斯工业平均指数中挑选出“最好的”5 种股票，以供 1970 年年底时买入。很少有人会做出一样的选择，而且，选择出的组合之间都将会完全不一样。稍加思考，这并不令人奇怪。其根本原因在于，每种优质股票的当期价格，都很好地反映了其财务记录中重要因素的影响，以及人们对其未来前景的总体看法。因此，任何分析师的观点（认为某种股票优于其他股票的观点），都必定在很大程度上来自于某个人的偏好和预期，或者说是来自于这样一个事实：在分析过程中，他更加重视某一组因素，而不太重视另外的因素。如果所有的分析师都认为某一特定的股票要优于其他所有的股票，那么该股票的价格将迅速上升，从而抵消它以前所具有的优势。

我们称当期价格反映了已知事实和未来预期，是为了强调市场价格的双重基础。与这两类价值因素相对应的，是证券分析的两种基本不同的方法。的确，每一位有能力的分析

师，都会关注未来，而不会关注过去；而且他能意识到，自己工作的好与坏，取决于将要发生的结果，而不是已经发生的结果。然而，未来本身可以通过两种不同的方法来对待---我们可以将其称为预测法和保护法。

重视预测的那些人，要努力去准确预测出未来几年公司会有多大的成就，（尤其是利润是否会出现显著和持续的增长），这些结论来自于对行业供求关系等因素的研究；也可以采取根据过去的业务增长来推测未来的简单方法。如果这些权威们确信，长期前景非常有利，他们几乎总是会建议人们购买该股票，而不太去关注股票的售价。

相反，重视保护的那些人，总是重点关注研究时的股票价格。他们的努力主要在于，确保自己获得的现值足够大于市场价格---这一差额可以吸纳未来不利因素造成的影响。因此，一般而言，他们不必热心关注公司的长期前景，而只需要有理由相信，企业将会持续经营下去。

第一种方法也可被称为定性法，因为它强调的是未来前景、管理状况，以及其他一些不可计量但却很重要的决定性因素。第二种方法，可以被称为定量法，因为它强调的是股票售价与利润、资产和股息等因素之间存在的可计量的关系。

《聪明的投资者》读书心得（三十四）

就我们自身的态度和本职工作而言，我们始终致力于定量法。从一开始，我们就要确保我们的投资能够以具体的、可靠的形式获得丰厚的价值。我们不愿意以未来的前景和承诺，来补偿眼下价值的不足。

因此，从根本上，“最优”股票的选择是一个有极大争议的问题。我们建议防御型投资者不要去管这个问题。防御型投资者要更重视股票的分散化，而不是个股的选择。

（保护法是格雷厄姆这本书的一个中心思想。所有的投资者都要为一个矛盾的现实而费神：我们的投资是现在进行时，但我们的投资期待的是未来。而且，遗憾的是，未来几乎是完全不确定的。因此，以预测为基础的投资行为，着实是在做傻事。即使所谓的专家的预测，也并不比掷硬币更可靠。对大多数人而言，以保护法作为基础的投资，譬如购买某种股票的数额不要太多，自己对股票质量的判断不要过于自信等等，也许是最佳的解决办法。）

你应该认识到，防御型投资者始终能够通过耐心和冷静的观察熊市灾难而兴旺起来。--P283

人们一般会发现，如今，最有价值的通常都是一些曾经过热但却已经冷却下来的股票。纵观历史，此类股票经常能够提供防御型投资者所要求的安全性。---P283 (颇具实践指导意义)

第十五章：积极型投资者的股票选择

在前面一章，我们在证券选择方面主要强调如何进行各种排除，一方面，建议人们不要去购买质量明显较差的股票；另一方面，建议人们不要去购买价格太高，从而投机风险太大的高等级股票。---P289

（防御型投资者股票选择的基本原则：好股好价）

本章针对的是积极投资者。我们要分析个体选择的可能性及方法，这些方法有可能带来高于整体平均水平的利润。能够成功做到这一点的可能性有多大？大量明显的证据表

明，要做到这一点是十分困难的。在客观的观察者看来，基金的业绩未能超过一般水平的事实正好证明，要想获得超出一般水平的成就并非一件易事，而实际上是非常困难的。

心得：中国的情况略有不同，因为投资者结构的差异，目前中国个人投资者占比 80% 以上，交易量占比 90% 以上，而个人投资者中估计 90% 以上是没有时间、精力、能力对证券做深入的分析，研究和公司调研，因此在中国资本市场，基金业绩超过一般水平，也就是说跑赢指数是完全可能的，同时也可以得出结论，当前大部分个人投资者比较好的策略是应该选择专业投资机构间接参与市场。

《聪明的投资者》读书心得（三十五）

为什么会出现这种现象？有两种不同的解释，每一种都能部分说明问题。第一种解释认为存在如下可能：股市的当期价格中，的确既包含了关于公司过去和当期业绩的所有重要事实，同时也包含了对公司未来的所有合理预期。如果是这样的话，那么市场上随后发生的各种变化（这些变化会非常剧烈），一定是由于无法准确预见的新进展和可能所导致的结果。这将使得股价变动完全成为偶然的和随机的。如果上面所说的果真如此，那么证券分析师的工作（无论他多么聪明，以及研究得多么深入）将大体上是无效的（很令人沮丧的结论，不是吗？）。因为从本质上讲，他是在力求对不可预测的东西做出预测。（忍不住要重复一下这句话：对不可预测的东西做出预测）。我们经常把华尔街分析师的工作与复式桥牌竞标赛上桥牌大师们的表现进行类比。前者力求挑选出“最有可能成功的”股票，后者力求为每一手牌获取最高的分数。两类人中，都只有极少数的才能达到目标。由于所有桥牌手都具有大致相同的专业水平，因此获胜者是谁，很有可能是取决于各种“机会”，而不是取决于高超的技能。

心得：投资和桥牌，两者有很多相同之处，都讲求逻辑和概率，巴菲特酷爱桥牌就可以说明这一点，而且业余选手和专业选手在短期内都难分高下，这点与其他专业项目有很大差异，棋类运动、篮球、足球等项目业余与专业根本没法玩。但桥牌和投资就没有这个特性，譬如打 1 副牌，业余选手完全可能赢世界冠军，打 8 副牌也许可以赢全国冠军，但是打 24 副就高下立现，更不用说大型比赛往往是 100 副以上；投资也是如此，比 1 天的投资收益，业余选手完全可能胜过巴菲特，1 年甚至 2 年的收益也完全可能完胜专业投资者，但拉长时间段，3 年，5 年，那业余根本就不是专业的对手。投资之所以有魅力，个人投资者之所以乐此不疲，这也许是个原因。当然，专业与专业的对垒，尤其顶尖高手之间的对决，就犹如格雷厄姆所说的：获胜者是谁，很有可能是取决于各种“机会”。在成熟的资本市场，由于参与者大部分都是机构投资者，因此要战胜市场就非常困难，因为机构投资者的总和就是市场本身。在此，我还是要再次提醒个人投资者，如果你没有时间，没有精力，没有专业的投资方面的知识储备，就尽量不要自己参与市场，也许在短期内你的投资业绩会让巴菲特都无地自容，但一个牛熊周期下来，结果几乎可以肯定：相当部分的个人投资者将会面临亏损的局面。

《聪明的投资者》读书心得（三十六）

第二种可能的解释是一种完全不同的类型。或许，许多证券分析师的能力，是因为解决股票选择问题的基本方法存在着缺陷而受到了阻碍。他们寻求的是增长前景最好的产业，而且这些公司在该行业中拥有最佳的管理层和其他优势。这就意味着，他们将购买这些产业和这些公司的股票，无论其股价有多高；同样，他们将避开前景不太好的产业和公司的股票，无论他们的价格有多低。这种做法的正确性只会发生在下列条件下：这些优秀企业的利润必将在未来无限期地高速增长下去。因为只有这样，企业的价值从理论上讲才是无限的。同样，如果前景不看好的企业在无助中趋于灭亡，那么分析师认为其股价再低也没有吸引力的观点才是正确的。公司的实际情况是完全相反的。只有极少数公司能够显示出长时间内连续的高增长。同时，少数大公司也会令人意外地遭受最终的消亡。大多数企业相对的历史地位都是会变化的---有上升，也有下降。

上述研究结果在多大程度上适合积极投资者（他们愿意通过个人选择来获得更好的结果）？这一研究首先表明，积极投资者所从事的是一项艰难而且还有可能是不切实际的工作。无论多么聪明，知识多么渊博，本书的读者都不太可能在证券选择方面比本国的分析师做的更好。但是，如果从标准的选择分析角度来看，股市上真的有很大一部分股票经常受到歧视，或者是完全被忽视，那么，聪明的投资者就可以从其相应的价值低估中获利。但是要做到这一点，他就必须遵循与华尔街同行的做法不一样的特殊方法，因为那些已被人们所接受的方法，似乎并不能带来每个人都想要的结果。如果聪明的人都在股市中从事职业投资，但是还存在既稳妥却又比较不受欢迎的方法，那么，这将是一件十分奇怪的事。然而，我们自己的职业和声誉，一直是以这种不可能的事实为基础的。（市场中被忽视的股票往往是二线股，而防御型投资者只能投资高等级股票，因此该方法只适用于积极投资者，而且难度很大）

选择普通股的单一标准

有两种方法在过去较长的时间内一直取得了不错的结果：

- （1）购买市盈率较低的重要企业的股票（比如道琼斯中的企业）；
- （2）挑选价格低于净流动资产价值（或营运资本价值）的各类股票。以 1971 年中期的结果来衡量，将低市盈率标准应用于 1968 年的道琼斯指数的做法非常不理想。从以往记录来看，购买股价低于其营运资本价值的普通股没有遇到过这种不利情况。

《聪明的投资者》读书心得（三十七）

质量较差的小盘股在牛市期间会被高估，因此在随后的价格暴跌中，它们不仅比大盘股损失惨重，而且其全面反弹也比较慢。许多情况下，会永远无法全面反弹。显然，对聪明的投资者而言，其教训是要避免把二类股纳入到证券组合之中，除非（在积极投资者看来）它们有充足的理由证明自己的廉价。---P298

（再次重申，不要购买二类股，尤其是牛市高价）

无论他们使用什么样的技巧来挑选股票，成功的投资专家都有两个共同点：首先，他们遵守约束，并一贯坚持自己的行为，拒绝改变自己的方法，即便这种方法已不再流行；其次，他们大量思考的是做什么以及如何去做，而很少去关注市场情况如何。----P310（坚持自己正确方式的重要性）；

第十八章：对八组公司的比较

定价的极端差异在于盈利能力和增长速度这两个有魔力的术语。---P356 (高 ROE, 高利润增速往往会得到高溢价)

麦格劳-希尔仍 (知名的出版公司) 然是一家实力强大和事业兴旺的公司, 但是, 其股价历史 (与其他一些情况一样) 说明了此类股票所存在的投机风险---这种风险来自于华尔街过度的乐观与悲观情绪。---P360

本章中, 在对上市股的资料进行研究时, 我们再一次强烈地感受到了一般证券分析目标与那些我们认为可靠的和有价值的目标之间的差别。大多数证券分析师都力求挑选出在将来有最好表现的股票---主要从市场行为来衡量, 同时也要考虑利润的发展。坦白的讲, 我们怀疑这种做法能否收到满意的结果。我们希望分析师能完成这样的工作; 寻求几个例外的例子, 从而相当有信心地断定其价格大大低于其价值。他应该能够以足够的专业知识来完成这项工作, 以便在一定时期获得令人满意的总体结果。----P368 (价值投资, 寻找低估的品种)

几乎每一种股票, 都会在某个时间是一笔廉价交易, 而在另一个时间则变得昂贵。尽管公司有好坏之分, 但却并不存在好的股票; 只有好的价格, 然而它们是会变化的。---P369 (若这样的结论成立, 那就紧盯优质公司, 总有价格合理的时候, 时机一到, 要有勇气买入, 并有耐心, 足够的耐心持有, 也许这是可行的投资之路)

从短期看, 股票市场是一台投票机; 但是, 从长远看, 它是一台称重机。---P373

如果你仅仅因为股价一直在上涨, 就去购买该股票, 而不管公司的价值是否在增加, 那么, 你迟早会感到十分懊悔。这并不是有可能发生的事情, 而是必然将发生的事情。---P380

《聪明的投资者》读书心得 (三十八)

第十九章：股东与管理层：股息政策

股东应该对公司管理层抱有更加明智和积极的态度。我们要求股东慷慨地对待那些工作明显做得不错的管理层。同时, 我们还要求他们在结果比想象的要差时, 力求得到清楚和令人满意的解答; 并且, 要积极改进或撤换业绩明显较差的管理层。下列情况下, 股东有理由对管理层能力产生怀疑: (1) 其结果本身不能令人满意; (2) 其结果比类似环境下其他公司的要差; (3) 其结果导致股票价格长期不能令人满意。

(心得: 投资一家公司, 必须对管理层进行重点考察, 诚信度、能力、和经营好企业的意愿等等; 如果认为公司管理层不理想, 就不该买入和持有该公司的股票。)

第二十章：作为投资中心思想的“安全性”

当我们需要总结出稳健投资的秘密时, 可用安全边际 (margin of safety) 这一座右铭来代表。就一般的 (通常情况下用于投资的) 普通股而言, 其安全性表现在预期的盈利能力 (此处指每股利润除以买入价, 市盈率的倒数) 大大高于债券现有的利率。假设一般情况下股票的盈利能力为 9% (市盈率为 11 倍), 债券的利率为 4%。那么股票购买者平均每年有 5% 的利润是属于自己的。多出的这部分利润中, 有一些向他支付了股息, 未分配的余额以他的账户用于企业的再投资。在许多情况下, 这种再投资所获取的利润, 比不上盈利能力以及股票价值的增加 (也就是说 ROE 很难达到大于 9% 的水平); 这就是为什么市场总是更看重将利润用于股息分配, 而不太看重企业的利润留存。可是, 如果从总体上看的话, 利润再投资给公司带来的盈余增长与公司价值的增长之间必然有着密切的联系。在 10 年之内, 高于债券利率的累积股票盈利能力, 一般会达到股票购买价的 50%。这一

数字足以提供一种非常可靠的安全性，在有利条件下，这一安全性可以防止或降低亏损。如果在 20 种或更多种股票构成的分散化组合中，每一种股票都能达到这一安全性，那么，在“比较正常的情况下”，获得有利结果的概率将会很大。这就是投资于有代表性的普通股的策略并不要求有很强的分析和预见能力就可以取得成功的原因。如果按几年的市场平均水平买股票，那么所支付的价格应该能够确保获得足够的安全性。投资者面对的危险在于，集中购买价位很高的股票，或者是购买不具有代表性的普通股。

《聪明的投资者》读书心得（三十九）

心得：本章“安全边际”是格雷厄姆投资思想的基石，再加分散投资、优质公司和长期持有，形成了格雷厄姆投资思路的完整体系。而这其中，安全边际是重中之重，说通俗点，就是“不要买贵了”。格雷厄姆为业余投资者指明了方向，也极大地鼓舞了个人投资者可以取得令人满意的投资结果，而并不需要很专业的分析技能和极强的预见能力，只要遵循基本的原则就可以做到）

分散化理论

安全性这一概念与分散化原则之间有着密切的逻辑关系，两者之间是相互关联的。投资者即使使用一定的安全性，个别证券还是有可能出现不好的结果。因为安全性只能保证盈利的机会大于亏损的机会，并不能保证不会出现亏损。但是，当所购买的具有安全性的证券种类越来越多时，总体利润超过总体亏损的可能性就越来越大。这就是保险业务的基本思想。

分散化是稳健投资者长期坚守的信条。就大多数投资者而言，分散化是增加安全性的最简单和最廉价的方法。

投资概念的扩展

传统投资适合于普通的证券组合。这种类别中始终包含有美国政府的债券以及高等级的、支付股息的普通股。非传统的投资只适合于那些积极投资者。这类证券范围很广。其中包含最多的是二类公司被低估的普通股。我们建议，其股价等于或低于其评估价值的三分之二时，可以购买它们。我们认为，足够低的价格能够使得质量一般的证券变成稳健的投资机会。假如购买者了解信息，有一定的经验，并且能够做到适当的分散化。

总结

最有条不紊的投资是最明智的投资。

首要的和最明显的一条准则就是：“知道自己在干什么，即通晓自己的业务”；

第二条商业准则是：“不要让其他人来管理你的业务，除非你能够足够细致地监控并理解他的行为；或者是，你在内心中有很强的理由相信他的品格和能力”

第三条准则是：“如果没有可靠的计算表明某项业务（产品的制造或交易）获得合理利润的机会较大就不要涉足这项业务。尤其是要远离那些利益不大，亏损却很严重的业务。”

第四条商业准则更加明确：“有勇气相信自己的知识和经验。如果你根据事实得出了结论，而且你知道自己的判断是可靠的，那么就照此行事，即使其他人会迟疑或反对”，在证券领域，一旦获得了足够的知识并得出了经过验证的判断之后，勇气就成为最重要的品德。

《聪明的投资者》读书心得（四十）

幸运的是，对一般投资者而言，他的成功并非必然要求其投资计划具备这些品质---如果他根据自己的能力行事，并将其业务活动限于标准的防御型投资所具有的严格的安全范围之内。获得令人满意的投资结果，比大多数人想象的要简单；获得非常好的结果，比人们想象的要难。（很精辟地指出了，不要预期收益太高，如果你没有太多的精力和能力投身于市场）

在牛市中投下最大赌注和赚钱最多的人，在终将到来的熊市中也伤的最狠。---P409
投资必然会出现一定的亏损，这是无法阻止的。可是，为了成为一位聪明的投资者，你必须确保自己永远不会使全部或大多数资金出现亏损。通过拒绝购买价格过高的证券，你就能降低财富消失或突然毁灭的机会。 ----P410

聪明的投资者一定不能只关注分析的正确性，还必须防止分析结果最终出现错误时的损失---因为，即使是最好的分析，最终也有可能出错。在你的投资活动中，至少在某个时间出现一次失误的概率机会是 100%，而且这种情况是完全无法避免的。只有你始终进行分散化的投资，并拒绝花大量的资金去追逐市场上的新宠，你就能保证错误所带来的后果永远不会是灾难性的。无论市场如何引诱你，你将始终能够冷静而充满信心的说：“这，也将成为过去”。 ----P413

后记

投资的成功在于管理风险，而不在于回避风险。 ---P416

对未来没有一丝信心，就根本不会有人去投资。要想成为一名投资者，就必须相信明天会更好。 ---P417

投资是一项冒险的事业，金融领域的未来始终是没有航标的世界。以格雷厄姆为向导，你终身的投资航程既有惊险，也有安全保障。 ---P417

《聪明的投资者》读书心得（四十一）

连载了 41 天，今天本系列的最后一篇，谢谢朋友们的耐心和阅读，本篇将系统总结，基于格雷厄姆的投资思想，结合中国的实际情况，如何建立一套稳健的投资体系

1.首先要明确投资的目的，为何要投资？首先是要抵御通胀，通胀往往每年有 3%左右，若不做某种形式的投资（银行存款、债券、基金、股票、房地产、艺术品等等），资产必然会缩水，购买力下降；同时每人都需要达到一定的财务目标，只有财务自由才会有真正的身心自由。

2.选择什么标的进行投资？A 股和港股中的优质公司；

3.预期收益率确定为多少？根据中国目前发展的阶段，以及过往的证券市场历史，确定每年 10%-15%的收益率目标。

4.界定自身为何种类型的投资者，根据自身的能力、时间、精力等因素，大部分个人投资者应该确定自身为防御型投资者。

5.何谓聪明的投资者？如何做到格雷厄姆所要求的聪明的投资者？首先认为确切的定义应该是明智的投资者，或者稳健的投资者更为准确。基本的思路就是注重安全性前提下，建立一个稳健的、分散化的、优质公司组成的普通股组合，并长期持有。不追高，不追热点；控制自己的情绪，冷静面对市场波动，耐心地等待市场机会。对市场整体有个正确的判断，以决定资金投入的比例。

6.具体方法:

- 1) 选择质地优良的、有良好管理层，财务稳健，行业前景比较好的企业；
- 2) 等待合适的价格；注重安全性，不追高，不追热点；
- 3) 建立一个 5-20 个左右股票，大致分散于 3-6 个行业的组合，全部资金基本等额分散投资于标的股票；
- 4) 只要市场处于合理区域，满仓耐心持有组合，分享公司利润增长而带来的分红以及市值增长收益。并定期核查组合中公司的经营状况，若有较大偏差就相应做些调整。
- 5) 同时跟踪市场中其他优秀的公司，等待机会；有合适的价位，可以买入。
- 6) 谨慎对待杠杆交易；
- 7) 不做择时交易，除非市场出现重大转折点；尤其对牛市要抱有足够的警惕；

祝朋友们投资顺利!!!