

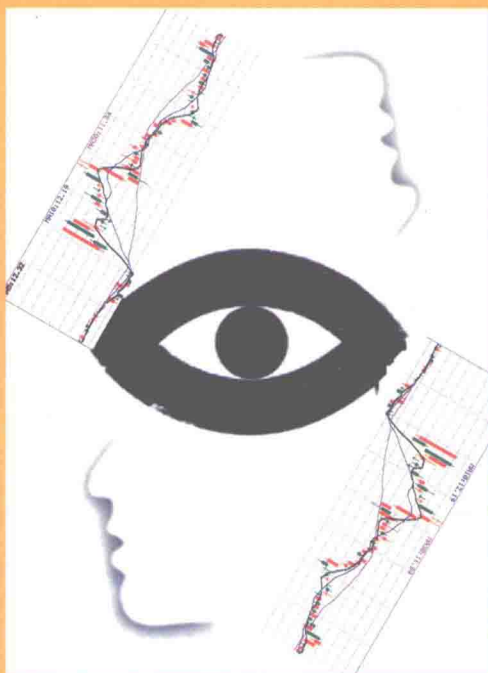
海南大学博士科研启动资金资助  
数十位博士、教授推荐的国内第一本价值投资比较分析力作！

# 中国“股神”VS美国股神

——中美价值投资战略战术比较分析

唐建荣 逸人 著

针锋相对！



解密「中国巴菲特」

南方出版社

海南大学博士科研启动资金资助  
数十位博士、教授推荐的价值投资比较分析力作！

# 中国“股神” VS 美国股神

唐建荣 逸人 著

南方出版社

图书在版编目 (C I P) 数据

中国“股神”VS美国股神：中美价值投资战略战术比较分析/唐建荣，逸人著. —海口：南方出版社，2009.2  
ISBN 978-7-80760-356-6

I. 中… II. ①唐… ②逸… III. 股票—证券投资—对比研究—中国、美国 IV. F832.51 F837.125

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 011656 号

## 中国“股神”VS美国股神

唐建荣 逸人 著

---

责任编辑 吴 柳

出版发行 南方出版社

邮政编码 570208

社 址 海南省海口市和平大道 70 号

电 话 (0898) 66160822 传 真:(0898)66160830

印 刷 海南雅迪印刷有限公司

开 本 787mm × 1092mm 1/16

印 张 13.75

字 数 210 千字

版 次 2009 年 2 月第 1 版 2009 年 2 月第 1 次印刷

定 价 29.00 元

---

如发现印装质量问题,请与承印厂联系调换

# 序言

## 西来沃伦·巴菲持股神

中国人信神，尤其是信佛。佛教本来倡导的是“四大皆空”，但我们的国人一般都会在特别的日子里涌进观音寺里大大方方地求官、求子、求发财。

世人皆知的“股神”巴菲特仅以我们普通人都有的区区 100 美元起家，几十年光阴里，在没有任何遗产可继承的情况下，便仅凭智慧赚到了天文数字般的 620 多亿美元（2008 年《福布斯》的数据）。当今世界他不称神，谁能称神？

因此，面对天神般的巴菲特，国人信神的基因被激活了。但凡和经济股市沾点边的人都乐于随时把“股神”的名字挂在嘴边。几乎赶上了佛家静修世界里那句念诵次数最多的六字真言——南无阿弥陀佛。借其形，我的自序名为：西来沃伦·巴菲特“股神”。

很多人信佛功利为上，具体何为“佛”，则是稀里糊涂的。同样，投资界也一样，虔诚的投资人，你们真的理解巴菲特吗？

本人多年来追随巴菲特，斗胆再追问国人一句——

世上真有一个“巴菲特”神吗？

如果国人以为神能测生死、指迷津的话，那就拜错了，巴菲特肯定不行。

神都是被“虚”化“幻”化的结果，和现实世界通常是矛盾的。因此，关于上帝万能的悖论就这样诞生了——

都说上帝是万能，那上帝能创造一个自己搬不动的石头吗？

事实是，“虚”化为神的巴菲特也无法回答真实世界里“实”化了的以下几个问题：

### 一、巴菲特一定能预测股市的顶部和底部吗？

这是中国股民最常问的问题，也是他们最为关心的问题。如果这是判断股神的标准的话，显然的是：巴菲特不是。



巴菲特曾先后三次在《福布斯》上号召广大“信徒”买卖股票。

第一次是1974年，在当年11月1日的《福布斯》杂志上，巴菲特说：“现在是投资致富的时机！”当天道·琼斯收于665.28点，一个月后道指竟然跌至577.60点，不过，随后开始了一轮大牛市。

第二次是1979年8月6日，当时道指是846.16点，但是一直到8个月后才见底，跌至763.40点，为熊市划上句号。

第三次，1999年11月22日，在别人都为网络等虚拟经济疯狂时，他公开谴责网络泡沫造成人们的贪婪，也是过了3个月后道指创出11722.98点历史高位后，网络泡沫才引发了随后的几年熊市。

宽容地看，巴菲特是大致准确的。

苛刻地看，巴菲特一点也不神，因为时间误差这么大的预测，很多人都能做到啊。

巴菲特自己也诚实地声称“从来没见过能够预测股市走势的人”。

## 二、跟随巴菲特投资一定会赚大钱吗？

虽然“君子不言利”，但作为普通人的国人，对利益一向是很实在的，即便“信神”这件不同寻常的事也如此。听陈文茜说，在台湾，老百姓敬妈祖也好，观音也好，那是要马上见效才行的。年初拜了神佛，年底如果没有实现他的愿望，他一定会反过来骂神的。

在大陆证券市场，你只要上任何一家关于股市的言论社区，一定有很多人发泄对价值投资的怨言，对巴菲特的失望、不屑甚至讥讽处处可见。

这在国外是不可思议的。

这是我摘自网上的一个故事——

中石油曾经让巴菲特大发其财，而崇尚“价值投资”的忠仔在追随巴菲特进行“价值投资”时，却在中石油的投资中令自己遍体鳞伤。忠仔2007年6月份才进入股市，刚开始，他在买龙头股时确实小有斩获，这也加强了他对行业龙头的信心。因为有“全世界最赚钱公司”这一美誉，又受到巴菲特高度称赞，中石油未上市就受到忠仔的高度关注。未上市时，忠仔也参与了新股申购，但很可惜没有中签。在2007年11月5日中石油上市首日，忠仔大笔资金掷入，希望在中石油上大捞一把，但第一天没有追买成功。忠仔不死心，在第二天以40元买入1000股，相比上市当日的48.6元，忠仔认为自己拣到了便宜货。始料不及的是，中石油自上市当日就开始一路狂跌，忠仔

盼望着反弹一些就卖掉，但中石油的表现似乎只跌不升，2008年初，忠仔终于忍受不住而将中石油“腰斩”抛掉。

除了中石油，另一只巴菲特关心过的股票也让忠仔伤心至极。2007年底忠仔买入了“中国国航（601111）”，因为“航空股表现良好，并且有奥运概念”，而且巴菲特还去国航考察过，自该股从30元跌回24元的点位时，忠仔就毫不犹豫地买入2000股。该股有过一波冲高行情，但由于没有在年初最高点及时抛出，该股在此后就一路走跌，再也回不到原来的成本价。2008年2月该股跌至20元左右的时候，本着20%的止损原则，忠仔就将其忍痛抛掉。

这位忠仔先生，确实，对巴菲特很“忠”。

他听到中石油是巴菲特买过的股票，便不问青红皂白，在中石油A股上市时便马上冲进去，以40元/股的成本，买进全球第一大市值的股票，指望着中石油能马上翻上几番。等到该股一跌就把责任全推到巴菲特身上，好像是巴菲特逼着他买了似的，他自己好像一点责任也没有。

他不明白的一个事实是，就在他买之前几天，巴菲特以港币13元左右的价格全部清仓了中石油，一股也没留下。另外，5年前巴菲特买入的价格只有他买入的价格的三十分之一左右。

股市里就充斥着这类人，就像观音庙里每天都充斥着一大群平时不上香，不忌口，不行善，仅凭临时喊几句“南无阿弥陀佛”就想到达“极乐世界”的人一样。

记住，跟随巴菲特投资你不一定会赚到钱，要赚钱只能靠你自己。

### 三、巴菲特能左右市场，影响大众吗？

大慈大悲的观世音菩萨能影响普通大众。

巴菲特在世上也有那么多“信徒”，那他到底有没有颠覆性的扭转市场的能力呢？

如不然，则让他的信徒们连最后一点说服他们顶礼膜拜的理由都没有了，这确实是令人无法接受的。

：事实是，巴菲特拥有一定的影响市场的能力，但也确实无法扭转大众的行为趋势。

2008年10月20日左右，各大媒体登载了这样一则新闻，题目大体是：“巴菲特说买股票，中外基金经理齐声说NO！”

路透社更直白——“巴菲特的号召遭遇冷回应。”



在当今世界性金融危机愈演愈烈的情况下，2008年10月17日巴菲特通过《纽约时报》提示大众：对美国许多健康企业的长期表现感到担忧没有意义。他认为，这些企业只是遭遇业绩的暂时下滑，5年，10年，20年后，多数大企业的利润会重新创出新高。

为了说服大家，他甚至把自己的投资秘密与大众分享，他表示：“如果股价继续下跌，我将把个人账户的资产从过去的百分之百的债券换成百分之百的美国股票。”

而且，他还一再用到他的座右铭：“在别人贪婪时我恐惧，在别人恐惧时我贪婪。”

晓之以理，动之以情。即便如此，巴菲特的“股神”之身，尚不能说服广大投资人，期待中的“巴菲特效应”并没有出现。相反，美国市场做出了相反的回音，道指在当天续跌了惊人的1.41%。

针对巴菲特的建议是否会吸引投资者购买股票，美国国家广播公司财经频道CNBC做了一个快速调查，结果显示1716名投资者中有68%的人表示认可，剩下的32%的人拒绝了“股神”的建议，他们的评论是“巴菲特只会做对他自己有利的选择”。

大众没有反应，因为大众不是真正的“神的子民”，他们和“神”的想法相差甚远，视野也不一样。

有基金经理说：“巴菲特看到的是5年，10年，但我们的客户们要求我们明天就要有收益。”

看来，中国古人的“叶公好龙”的故事，是跨越时间和地域的，是我们地球人拥有的共性——

世界上本来就没有一个叫巴菲特的“股神”。即便有，“股神”说话了，你会倾听吗？

逸人

2009年2月于海南

# 目 录

## 战略篇：价值投资理念

序 言 .....	(1)
第一章 理解“价值规律”，战胜“市场先生” .....	(3)
一、“市场先生”的怪脾气 .....	(4)
(一)“市场先生”短期的情绪无常——指数的疯狂 .....	(4)
(二)“市场先生”长期带来收益的稳定性 .....	(9)
二、“市场先生”与股价涨跌的本质：价值规律 .....	(10)
(一)什么是价值规律 .....	(10)
(二)股票的价格和价值究竟由什么决定 .....	(10)
(三)股市价值规律的表现形式 .....	(11)
三、巴菲特战胜“市场先生”的秘诀 .....	(12)
(一)战胜“市场先生”的秘诀之一：投资自律 .....	(12)
(二)战胜“市场先生”的秘诀之二：能力圆圈 .....	(17)
(三)战胜“市场先生”的秘诀之三：价值度量 .....	(17)
(四)战胜“市场先生”的秘诀之四：安全边际 .....	(17)
(五)战胜“市场先生”的秘诀之五：集中投资 .....	(17)
(六)战胜“市场先生”的秘诀之六：长期持股 .....	(17)
四、中国本土价值投资者如何战胜“市场先生” .....	(17)
(一)中国本土投资名家——林园 .....	(17)
(二)独立投资者“段菲特”——段永平 .....	(23)
(三)“复制巴菲特最成功的中国人”——但斌 .....	(25)
(四)“中国阳光私募第一人”——赵丹阳 .....	(26)
(五)“中国最顶尖的投资高手之一”——李驰 .....	(28)



<b>第二章 界定“能力圆圈”，提高必胜把握</b> .....	(34)
一、能力圆圈——你所了解的公司集合 .....	(34)
二、你的能力圆圈怎么划？ .....	(35)
三、巴菲特如何恪守自己的“能力圆圈” .....	(36)
(一) 做能力范围内的事：“知己知彼，百战不殆” .....	(36)
(二) “不知为不知”：避开能力圆圈之外的行业和企业 .....	(38)
四、中国本土价值投资者如何恪守“能力圆圈” .....	(39)
五、能力圆圈的强化与扩张：以林园为例 .....	(45)
(一) 没有调查就没有发言权 .....	(45)
(二) 能力的拓展：善用专家资源 .....	(46)
六、能力圈的最高境界是无意识能力 .....	(46)
(一) 能力与意识的四种境界 .....	(46)
(二) 能力圈的最高境界是无意识能力 .....	(47)
<b>第三章 控制“安全边际”：价值投资的最高指导原则</b> .....	(49)
一、“安全边际”是投资的最高指导原则 .....	(49)
(一) 巴菲特：第一点绝对不可以赔钱，第二点绝对不要忘记 .....	(49)
第一点 .....	(49)
(二) 安全边际是股票价格和估计的内在价值间的差异，关键在于对价格与价值的度量 .....	(50)
二、投标有时，购买有时 .....	(50)
(一) 何时是投资的大好机会 .....	(51)
(二) 做好漫长等待的准备 .....	(51)
(三) “安全边际”并不是指短期“安全” .....	(52)
三、不符合“安全边际”，绝不冒进 .....	(54)
(一) 在股市极度疯狂时激流勇退 .....	(54)
(二) 哪怕是好公司，也要警惕买入的价格不要太高 .....	(54)
四、高收益一定要冒高风险吗？ .....	(55)
(一) 对传统“投资风险”定义的颠覆 .....	(55)
(二) 控制股票投资风险，提高投资盈利的确定性 .....	(56)
五、中国本土价值投资者对“安全边际”的理解 .....	(57)
<b>第四章 “集中投资”与平衡风险</b> .....	(67)
一、投资大师谈“集中投资” .....	(67)

二、集中投资的要义 .....	(68)
(一) 在能力范围内集中投资 .....	(68)
(二) 集中投资的短期收益率波动大, 但长期收益远超大盘 .....	(68)
(三) 80: 20 法则, 最多的利润来自于最少的股票组合 .....	(68)
(四) 究竟应集中持有多少只股? .....	(69)
三、揭示“分散投资”的谬误 .....	(70)
(一) 集中投资 PK 分散投资: 谁冒的风险更大? .....	(70)
(二) “如果你拥有 40 个妻子, 那么, 你对每一个都无法透彻 了解” .....	(71)
四、坚守“集中投资”理念, 寻找“超级明星股” .....	(71)
五、中国本土价值投资者的“集中投资” .....	(72)
<b>第五章 “长期持股”与“乌龟政策”追求稳定的复利增长 ...</b>	<b>(81)</b>
一、巴菲特“长期持股”的理念 .....	(81)
二、进一步理解“长期持股”的内涵 .....	(82)
(一) 长期持股利于降低风险 .....	(82)
(二) 长期持股的目的是获得复利收益 .....	(82)
(三) 在“能力圆圈”内, 保证“安全边际”的基础上 长期持股 .....	(84)
三、交易次数越频繁, 投资净收益越少 .....	(85)
四、巴菲特长期持有了哪些股票? .....	(85)
五、“长期持股”: “持股”究竟要多长 .....	(86)
(一) 第一种: “一般的投资” .....	(87)
(二) 第二种: “运动的投资” .....	(89)
(三) 第三种: “控制的投资” .....	(90)
六、中国本土价值投资者的“集中投资” .....	(91)
(一) 中国本土投资名家——林园 .....	(91)
(二) 独立投资者“段菲特”——段永平 .....	(96)
(三) “复制巴菲特最成功的中国人”——但斌 .....	(99)
(四) “中国阳光私募第一人”——赵丹阳 .....	(103)
(五) “中国最顶尖的投资高手之一”——李驰 .....	(103)
(六) 中国超级散户——刘元生 .....	(105)



## 战术篇：股票投资价值分析

<b>第一章 价值度量</b> .....	(109)
一、价值度量，既是艺术，又是科学 .....	(110)
二、估值方法只适用于长期经营稳定、主营业务简单的企业 .....	(111)
三、巴菲特用“年复利报酬率”来度量股票的投资价值 ...	(112)
(一) 为什么巴菲特不采用“净现金流量法”计算股票内在价值 .....	(112)
(二) 巴菲特用“年复利报酬率”来度量股票的投资价值 .....	(113)
四、巴菲特在短期套利行为中的估值计算 .....	(125)
五、中国本土价值投资者对股票的“价值度量” .....	(127)
(一) 中国本土投资名家——林园 .....	(127)
(二) “复制巴菲特最成功的中国人”——但斌 .....	(136)
(三) “中国阳光私募第一人”——赵丹阳 .....	(137)
(四) “中国最顶尖的投资高手之一”——李驰 .....	(140)
<b>第二章 财务分析</b> .....	(142)
一、巴菲特所关注的财务指标及其分析 .....	(142)
(一) 净资产收益率——巴菲特财务分析的利剑 .....	(143)
(二) 主营业务利润率——巴菲特财务分析的奶酪 .....	(148)
(三) 自由现金流量——巴菲特财务分析的最爱 .....	(149)
(四) 巴菲特对其他财务指标的关注和解释 .....	(153)
二、中国本土价值投资者所关注的财务指标及其分析 .....	(155)
<b>第三章 业务分析</b> .....	(166)
一、美国股神巴菲特：行业的性质比管理者素质更重要 .....	(166)
二、巴菲特业务分析思想要点 .....	(167)
(一) 辨识“商品”型企业 .....	(167)
(二) 辨识“特许权”型企业 .....	(170)
三、中国本土价值投资者的业务分析思想 .....	(180)
(一) 中国本土投资名家——林园 .....	(180)
(二) “复制巴菲特最成功的中国人”——但斌 .....	(187)

(三) “中国阳光私募第一人” ——赵丹阳 .....	(188)
(四) 中国本土价值投资者——荷伯 .....	(191)
<b>第四章 管理细探 .....</b>	<b>(193)</b>
<b>一、美国股神巴菲特的管理层分析思想 .....</b>	<b>(193)</b>
(一) 与喜欢的人一起做喜欢的事 .....	(193)
(二) 选择超级首席执行官 .....	(194)
(三) 管理人员的关键品性 .....	(194)
(四) 管理者业绩的评定 .....	(197)
(五) 巴菲特的管理实践 .....	(198)
<b>二、中国本土价值投资者的管理层分析思想 .....</b>	<b>(200)</b>
(一) 中国本土投资名家——林园 .....	(200)
(二) “复制巴菲特最成功的中国人” ——但斌 .....	(202)
(三) “中国阳光私募第一人” ——赵丹阳 .....	(203)
<b>参考文献 .....</b>	<b>(205)</b>
<b>后 记 .....</b>	<b>(207)</b>



# 战略篇： 价值投资理念

---





# 第一章 理解“价值规律” 战胜“市场先生”

● 格雷厄姆：感情脆弱的“市场先生”，他并不总是理性的，短期内喜怒无常，是个情绪化的投票机器，但长期来看，他是可以把握的，好比是个准确无比的天平。

● 巴菲特：如果市场总是有效的，我会变成一个拿着锡罐子的街头流浪汉。

● 巴菲特：我去市场的唯一目的，是看看有没有人做蠢事。然后在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪。

VS

● 林园：最终我们投资股市的本质，就是你投资赚钱的企业，根就是投资企业。

● 段永平：现在多数人看图看线做股票早晚要出问题，因为大家看的是一张图一条线，你凭什么能够赚到钱。

● 但斌：在过去的100年当中，美国市场的平均回报率是10.4%，它其中5%是来自分红，4.8%是来自盈利的增长，只有0.6%来自市赢率的变化，也就是股价的涨跌。

● 赵丹阳：市场的墨菲定律——永远有80%投资者亏损的法则说明，成功的投资者永远不要和人群站在一起。

● 李驰：市场大势，中心思想 / 女人与花。

投资者进入股市，必须要熟悉市场，理解股价的涨跌规律，这是投资制胜的第一步。巴菲特的老师格雷厄姆把股市戏称为“市场先生”，并对其做了人格化的研究，这成为巴菲特投资思想的基础。“市场先生”理念经过巴菲特60余年投资生涯的验证，变得更加成熟。

中国股市价值投资者林园、段永平、但斌、赵丹阳、李驰等人，在股市上摸爬滚打多年，历经A股、B股诞生之日起的风风雨雨，投资经历丰富，对股市有超常的敏感和悟性，参考研究他们对本土“市场先生”的理解，很有价值。



### 一、“市场先生”的怪脾气

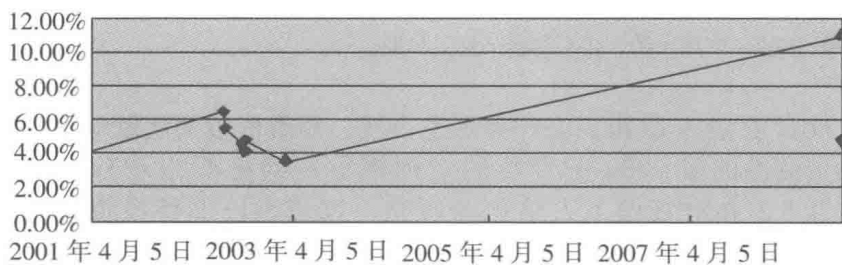
格雷厄姆描述了“市场先生”的双重性格：短期内感情脆弱、反复无常、难以预测，是个情绪化的投票机器，但长期来看，他却又是理性的、可以把握的，好比是个准确无比的天平。

#### (一) “市场先生”短期的情绪无常——指数的疯狂

事实胜于雄辩，我们通过美国和中国股市的具体数据来说话。

(战略篇) 表 1.1 美国道指井喷状况统计 (2001.4-2008.10)

日期	收盘点位	上升点数	升幅
2001-4-5	9, 918.05	390.84	4.10%
2002-7-24	8, 191.29	492.83	6.40%
2002-7-29	8, 711.88	443.89	5.37%
2002-10-1	7, 938.79	345.75	4.55%
2002-10-11	7, 850.29	309.55	4.11%
2002-10-15	8, 255.68	372.45	4.72%
2003-3-13	7, 821.75	266.46	3.53%
2008-10-13	9, 387.61	925.19	10.93%
2008-10-20	9, 265.43	413.13	4.67%



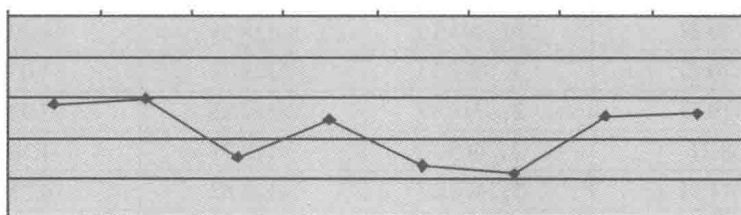
◆ 道指井喷涨幅

(战略篇) 图 1.1 美国道指井喷状况统计



(战略篇) 表 1.2 美国道指下跌统计 (2008.9-2008.11)

日期	收盘点位	上升点数	升幅
2008-9-15	10, 917.51	-498.86	-4.37%
2008-9-17	10, 609.66	-446.92	-4.04%
2008-9-22	10, 365.45	-774.17	-6.95%
2008-10-7	9, 447.11	-508.31	-5.11%
2008-10-9	8, 579.19	-682.5	-7.37%
2008-10-15	8, 577.91	-724	-7.78%
2008-11-5	9, 139.27	-477.33	-4.96%
2008-11-6	8, 695.79	-438.22	-4.80%



—◆— 道指跌幅

注：从左至右为 2008 年 9 月 15 日至 2008 年 11 月 6 日

(战略篇) 图 1.2 美国道指下跌统计

下表显示的是中国上证指数涨跌的情况 (涨跌幅都在 4% 以上):

(战略篇) 表 1.3 中国上证指数井喷状况统计 (2008.2-2008.11)

日期	收盘点位	上升点数	升幅
2 月 4 日	4, 672.17	257.15	5.82%
3 月 28 日	3, 580.15	201.52	5.96%
4 月 7 日	3, 599.62	181.10	5.30%
4 月 23 日	3, 278.33	161.92	5.20%
6 月 18 日	2, 941.11	168.74	6.09%
4 月 30 日	3, 693.11	147.54	4.16%
7 月 7 日	2, 792.40	118.85	4.45%
10 月 13 日	2, 073.57	95.01	4.80%
10 月 28 日	1, 771.82	100.42	6.01%
11 月 10 日	1, 874.80	92.49	5.19%

