

巴菲特股票投资策略

刘建位 著



机械工业出版社

沃伦·巴菲特在 39 年里，从 100 美元开始，通过投资成为资产达 429 亿美元的世界第二富豪，在美国《财富》杂志 1999 年底评出的“20 世纪 8 大投资大师”中名列榜首，被喻为“当代最伟大的投资者”。

每一位股票投资人，要想取得较好的长期投资业绩，最好的办法是学习华尔街股神巴菲特简单易懂却非常有效的股票投资策略。

本书作者在系统收集整理巴菲特本人论述的基础上，按照投资操作中选股、估值、市场、买价、组合、持有 6 个基本步骤，将巴菲特投资策略逐一总结为 6 个基本原则，并且根据巴菲特 40 多年的投资经验，结合有关股票投资的研究成果归纳和分析这些基本原则在实际应用中的操作技术细节，使本书成为一本巴菲特为投资者讲述如何进行长期投资的生动活泼的详细教程，是投资者在短期内系统学习巴菲特股票投资策略的最佳选择。

图书在版编目（CIP）数据

巴菲特股票投资策略/刘建位著. —北京：机械工业出版社，2005.5

ISBN 7-111-16469-5

I. 巴... II. 刘... III. 股票—证券投资 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2005）第 034021 号

机械工业出版社（北京市百万庄大街 22 号 邮政编码 100037）

责任编辑：魏小奋 责任校对：李汝庚

责任印制：

印刷厂印刷·新华书店北京发行所发行

2005 年 5 月第 1 版·第 1 次印刷

1000mm×1400mm B5·9.25 印张·201 千字

0001— 册

定价： 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换
本社购书热线电话（010）68326294

封面防伪标均为盗版

谨以此书献给最伟大的投资大师沃伦·巴菲特先生。

To the great investor Mr. Warren E Buffett.

本书中所引用的伯克希尔公司年报的版权为沃伦·巴菲特先生所有，本书引用得到沃伦·巴菲特先生特别许可。在此我谨向沃伦·巴菲特先生表示衷心感谢。

All of the quotes from the Berkshire annual reports are from copyrighted material and reproduced with permission of the author. I very much appreciate the kindness and generosity of Mr. Warren E Buffett.

我和中国所有喜欢巴菲特的投资人都非常感谢沃伦·巴菲特先生在伯克希尔公司年报中与我们分享的非常宝贵的投资理念。

All the Chinese investors and I are truly grateful for his great valuable investment ideas in the Berkshire annual reports.

巴菲特富有智慧的投资格言

1. 第一条规则：永远不要亏损；第二条规则：永远不要忘记第一条。
2. 投资并非一个智商为 160 的人就一定能击败智商为 130 的人的游戏。
3. 我是一个比较好的投资者，因为我是一个商人。我是一个比较好的商人，因为我是一个投资者。
4. 对于大多数投资者而言，重要的不是他知道什么，而是清醒地知道自己不知道什么。
5. 投资要成功，你不需要研究什么是 β 值、有效市场、现代投资组合理论、期权定价或是新兴市场，事实上大家最好对这些理论一无所知。
6. 困难不在于接受新思想，而在于摆脱旧思想。
7. 大多数人宁愿死也不愿思考。
8. 这种投资方法——寻找超级明星——给我们提供了走向真正成功的惟一机会。
9. 最终，我们的经济命运将取决于我们所拥有的公司的经济命运，无论我们的所有权是部分的还是全部的。
10. 以一般的价格买入一家非同一般的好公司，远远胜过用非同一般的好价格买下一家一般的公司。
11. 时间是优秀企业的朋友，却是平庸企业的敌人。
12. 价格是你所付出的，价值是你所得到的。
13. 价值评估，既是科学，又是艺术。

14. 我宁要模糊的正确，也不要精确的错误。
15. 我宁愿得到一个可以确定会实现的好结果，也不愿意追求一个只是有可能会实现的伟大结果。
16. 市场先生是你的仆人，而不是你的向导。
17. 恐惧是盲从投资者的敌人，但却是理性投资者的朋友。
18. 在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪。
19. 从短期来看，股市是一个投票机；而从长期来看，股市是一个称重机。
20. 如果市场总是有效，我就只能以乞讨为生。
21. 我从来没见过能够预测股市走势的人。
22. 对伯克希尔来说，市场狂跌反而是重大利好消息。
23. 安全边际是成功投资的基石。
24. 无人对股票感兴趣之日，正是你应对股票感兴趣之时。
25. 乐观主义才是理性投资的大敌。
26. 对于每一笔投资，你都应当有勇气和信心将你净资产的10%以上投入。
27. 多元化是针对无知的一种保护。（如果你有40个妻子，对她们中的任何一个你都无法了解清楚。）
28. 把频繁交易的机构称为投资者，就如同把经常体验一夜情的人称为浪漫主义者一样荒谬。
29. 如果你不愿意拥有一只股票十年，那就不要考虑拥有它十分钟。
30. 我最喜欢持有一只股票的时间期限是：永远。

序

古人云：取法其上，得乎其中；取法其中，得乎其下。

每一位股票投资人，要想取得较好的投资业绩，最好的办法是学习那些投资大师的投资策略。沃伦·巴菲特正是值得每位投资人用心学习的最佳典范。

巴菲特被喻为“当代最伟大的投资者”，在美国《财富》杂志 1999 年底评出的“20 世纪 8 大投资大师”中名列榜首。

2004 年 2 月 27 日美国权威杂志《福布斯》推出了 2004 年度全球富豪排行榜，号称华尔街“股神”的巴菲特以 429 亿美元再度名列世界第二富人。巴菲特成为世界亿万富翁的路径与其他人截然不同，他从 100 美元开始，仅仅从事股票投资和企业并购，成为个人资产达 429 亿美元的 20 世纪世界超级富豪之一。

在过去 39 年当中，巴菲特管理的伯克希尔公司每股净值由当初的 19 美元增长到现在的 50 498 美元，年复合成长率约为 22.2%。而在战后美国，主要股票的年均收益率在 10% 左右。如果一个人在 1956 年巴菲特职业生涯刚开始时，就投入 1 万美元并且坚持到底，那么到 2002 年，它将变成约 2.7 亿美元，而且还是税后收入。

一个取得如此伟大投资业绩的投资大师，应该值得所有投资人学习和研究。即使世界首富比尔·盖茨也开始研究世界第二富豪巴菲特的投资成功之道。

比尔·盖茨是沃伦·巴菲特的好朋友，曾与巴菲特一起携妻子到中国度假。盖茨深深为巴菲特的风趣、谦恭和魅力而倾倒，宣称自己是一个“巴菲特迷”。比尔·盖茨研究了巴菲特后，在他给《一个美国资本家的成长——世界首富沃伦·巴菲特传》一书所做的序言中感叹到：“读者看完本书之后，可能会感到在商业及投资方面受益匪浅，但理论是否能够成功地付诸于实践则难以确定。沃伦·巴菲特的天赋在于他能够洞察先机，要做到这一点，只将他的格言铭记在心是远远不够的，虽然他大量的格言值得背下来。”

正如比尔·盖茨所说，只是背下来巴菲特的格言是不够的，我们必须总结归纳巴菲特的投资策略，应用有关理论分析其合理性，探索其在投资实务中如何具体运用，从而更加系统、深入、完整地研究巴菲特的投资策略。

本书作者在系统收集整理巴菲特本人关于投资策略的论述的基础上，按照投资操作的6个基本步骤，将巴菲特投资策略逐一总结为以下6个基本原则：选择目标企业的竞争优势原则、评估企业价值的现金流原则、分析市场价格的市场先生原则、确定买入价格的安全边际原则、分配投资比例的集中投资原则、确定持有期限的长期持有原则。

尽管巴菲特经常谈论他的投资策略，却从不透露他投资操作的任何细节。巴菲特投资策略的操作技术是其最神秘的部分，也是对于我们最有实践意义的部分。本书总结了巴菲特40多年的投资经验，并结合有关股票投资的研究成果来进行归纳和分析在实际应用中的操作技术细节，使得本书成为一本巴菲特为投资者讲述如何进行长期投资的生动活泼的详细教程。

巴菲特在伯克希尔 2000 年报中怀念他的恩师和挚友格雷厄姆时说：“又到了怀旧时间，50 年前，1950 年我在哥伦比亚大学开始学习格雷厄姆教授的证券分析课程。在此之前的十年里，我一直盲目地热衷于分析、买进、卖出股票。但是我的投资业绩却非常一般。从 1951 年起我的投资业绩开始明显改善。但这并非由于我改变饮食习惯或者开始进行健身运动。惟一的改变是我学习并应用了格雷厄姆的投资理念。原因非常简单：在大师门下学习几个小时的效果远远胜过我自己过去十年里自以为是的天真思考。”

我想读者只要能够抽出区区几个小时的时间，认真阅读本书来学习一下当代最伟大的投资大师巴菲特 40 多年投资经验凝聚而成的、并取得 39 年投资盈利 2 595 倍惊人业绩的投资策略，其效果将会远胜过自己尽管多年却非常局限的投资经验。我忍不住再引用一句巴菲特的名言：只拥有一颗世界上最大、最珍贵的深蓝色钻石希望之星的 1%，也远远胜过拥有一颗人造的 100%。

为了更好地投资，让我们一起向真正的投资大师学习吧。

厉无畏

2004 年 10 月

目 录

序

导论 巴菲特讲授的股票投资策略	1
第 1 章 选股原则：超级明星企业	17
1.1 寻找长期稳定产业	23
1.2 寻找竞争优势	40
1.3 寻找持续竞争优势	57
第 2 章 估值原则：现金为王	75
2.1 正确的估值模型	77
2.2 现金流量与贴现率	89
2.3 保守但准确的现金流量预测	95
第 3 章 市场原则：理性投资	105
3.1 市场短期是投票机，长期是称重机	106
3.2 无效市场理论挑战有效市场理论	122
3.3 认识自己的愚蠢才能利用市场的愚蠢	139
第 4 章 买价原则：安全边际	163
4.1 安全边际是投资安全的保证	164
4.2 安全边际是投资盈利的保证	173
4.3 股价下跌是投资的好机会	179

第 5 章 组合原则：集中投资	195
5.1 集中投资的目标企业	198
5.2 集中投资的股票数目	201
5.3 集中投资的决策分析	212
第 6 章 持股原则：长期持有	225
6.1 长期持有与短期持有的税后复利收益比较	228
6.2 长期持有与短期持有的交易成本比较	234
6.3 长期持有的投资决策分析	238
第 7 章 四大经典案例	245
7.1 可口可乐：盈利 88 亿美元，增值 6.8 倍	246
7.2 GEICO：盈利 23 亿美元，增值 50 倍	256
7.3 吉列公司：盈利 29 亿美元，增值近 5 倍	266
7.4 华盛顿邮报：盈利 12 亿美元，增值 128 倍	274
致谢	283

导论 巴菲特讲授的股票投资策略

一位刚毕业的美国穷大学生，辛苦工作了一年后终于攒下了1万美元。1965年初21岁的他经过一整夜的思考后决定不买汽车，而是买投资基金，进行长达39年的长期投资，以保证退休后过上体面的小康生活。但市场上有成千上万的投资基金经理人，他该选择哪一个呢？他的选择非常重要，不同的基金经理人决定了他60岁后的财富状况。

第一种选择最简单：选择一位指数基金经理人，他的目标是跟随市场，通过复制与指数相同的投资组合来取得与市场整体平均水平相近的投资回报。投资美国股市标准普尔500指数的年均收益率在10%左右，39年后1万美元指数基金投资将增值到47.43万美元。47万美元可以让他与老伴两个人周游世界。

第二种选择最常见：选择一位积极型投资基金经理人，他的目标是战胜市场，但结果十分令人失望。根据统计，大多数基金经理不是击败市场，而是被市场击败。1942~1997年间，50年来标准普尔500指数几乎年平均超过积极型共同基金的平均水平1.3%左右^①。根据积极型共同基金的平均业绩水平，1万美元的股票基金投资经过39年后只能增值到23.80万美元。如果再扣除每年基金收取的管理费（按1%计算），只能

^① （美）约翰·C·鲍格尔著：《共同基金常识》，百家出版社，2001年，第105~107页。

增值到 17.75 万美元。由于只有 17 万美元，他和老伴只能周游美国了。

第三种选择最神奇：选择现在无人不晓但当时无人知晓的巴菲特，买入他管理的伯克希尔公司股票。结果将如同梦幻一般。巴菲特在 1965 ~ 2003 年的 39 年期间持续战胜市场，伯克希尔公司净资产收益率达到 22.2% 的水平^①。1964 年伯克希尔公司股票的平均价格为 11 美元左右。2003 年伯克希尔公司股票（A 种股票）的最高价格达到了 95 700 美元。2004 年 8 月 9 日伯克希尔股票收盘价为 83 750 美元。40 年间伯克希尔的股价增长了近 8 000 倍！在 1965 年初投入 1 万美元买入的伯克希尔股票，股票市值将达到 8 000 万美元左右。只需投资 1 万美元，然后什么都不用管，巴菲特的金手指在 39 年后就可以让他在退休后过着亿万富翁的奢华生活，他和老伴（当然他还可以带着他漂亮的女儿们）可以天天周游世界。

这一简单的比较足可以让我们明白，为什么沃伦·巴菲特被喻为“当代最伟大的投资者”，为什么中国人喜欢称其为华尔街“股神”。

巴菲特的投资神话：39 年间投资增值 2 595 倍，从 100 美元起家财富增长到 429 亿美元

沃伦·巴菲特被喻为“当代最伟大的投资者”，在美国《财富》杂志 1999 年底评出的“20 世纪八大投资大师”中名列榜首。^②

① Berkshire Hathaway Inc. Annual Report ,2003 ,<http://www.berkshirehathaway.com>

② Theodore Spencer :“The Investors of the Century ,” Fortune , Dec. 20 ,1999.

巴菲特之所以被称为“华尔街股神”，这是因为他创造了有史以来最伟大的投资神话：从 100 美元起家通过投资成为资产 429 亿美元的世界第二富人。

巴菲特自 1956 年独立创业以来，仅仅通过股票投资和企业的收购就以惊人的速度积累了惊人的财富。

1956 年，巴菲特 26 岁时成立了巴菲特合伙企业——巴菲特有限公司，集资 10.5 万美元。巴菲特象征性投入 100 美元，他的报酬主要来自于作为投资管理人以一定的比例从投资利润中分成。

在过去的 39 年中，在巴菲特的管理下，伯克希尔公司每股净资产由 1965 年底的 19 美元增长到 2003 年底的 50 498 美元，年复合收益率约为 22.2%。而同期美国标准普尔指数年复合收益率约为 10% 左右。巴菲特 39 年来以 1 倍多的优势长期战胜市场，这是前所未有的投资神话。

如果一个人在 1964 年巴菲特掌管伯克希尔公司时开始投入 1 万美元并且持有到 2003 年年底，这 1 万美元买入的伯克希尔股票的净资产价值将会达到 2 595 万美元，而其股票市值最高将达到 8 000 万美元左右。

如果一个人在 1956 年巴菲特职业生涯刚开始时，就投入 1 万美元并且坚持到底，那么到 2002 年，它将变成约 2.7 亿美元，而且这还是税后收入。

如果他能让旗下公司保持其历史平均的 22% 的年利润增长速度，到 2009 年，巴菲特 80 岁的时候，他将可能成为历史上绝无仅有的千亿富翁。

巴菲特成为世界亿万富翁的路径与其他人截然不同。石油大王约翰 D. 洛克菲勒、钢铁大王安德鲁·卡内基和软件大王

比尔·盖茨等都有一个共同特点，即他们的财富都来自一种产品或发明。而巴菲特却是一位纯粹的投资家。

巴菲特的股票投资策略童话：战胜市场不需要懂高等数学更不可思议的是，巴菲特赖以创造超级财富和惊人业绩的投资策略非常简单。巴菲特甚至认为成功的投资并不需要高等数学知识，“如果高等数学是必须的，我就得回去送报纸了，我从来没发现在投资中高等数学有什么作用”。^①“你不需要成为一个火箭专家。投资并非一个智商为 160 的人就能击败智商为 130 的人的游戏”。^②“我感到，做管理与做投资是相似的：欲成非凡之功，未必需做非凡之事”。^③

《奥马哈世界先驱者报》专栏记者罗伯特·麦克莫里斯对住在离他家一英里之距的邻居巴菲特这样写道：“他家里和办公室里都没有计算机，甚至于计算器一类的东西都没有。他告诉我这类东西没有什么用处，因为他的工作没有那么复杂”。^④

著名投资家彼得·林奇 1989 年拜访了巴菲特，“在他的带领下，我参观了他的办公室（整个过程没费多少功夫，因为他的办公室还不如半个网球场大），并同他的 11 名员工一一打了招呼。在他的办公室里，我没有看见一台电脑或者股票报

① Warren Buffett : speech on December 6 , 1994 at the New York Society of Financial Analysts.

② Fromson , Brett Duval : Are these the new Warren Buffetts ? (1990 Investor s Guide) Fortune , September , 1989.

③ Loomis , Carol J. : The inside story of Warren Buffett. Fortune , April 11 , 1988.

④ (美) 安迪·基尔帕特里克著：《投资圣经——巴菲特的真实故事》，民主与建设出版社，2003 年 9 月，第 1120 页。

价机”。^①

那么被称为当代最成功的投资者的巴菲特采取的是什么样的投资策略呢？

巴菲特把自己的投资策略描述为“85%的格雷厄姆和15%的费雪”。巴菲特是“证券分析之父”格雷厄姆的学生，并在毕业后不久进入格雷厄姆的投资合伙公司工作，在理论和实务上都得到了格雷厄姆基于“安全边际”的价值投资策略的真传。后来，在芒格的影响下，他逐步吸收了费雪集中于具有持续竞争优势的优秀企业的长期投资策略。经过多年的投资实践，巴菲特综合了两位杰出投资大师的投资策略，形成了他最具有特色的投资策略：基于持续竞争优势的长期价值投资策略。

巴菲特如此阐述他的基本投资策略：

“我们的投资仍然是集中于很少几只股票，而且在概念上非常简单：真正伟大的投资理念常常用简单的一句话就能概括。我们喜欢一个具有持续竞争优势并且由一群既能干又全心全意为股东服务的人来管理的企业。当发现具备这些特征的企业而且我们又能以合理的价格购买时，我们几乎不可能出错”。^②

“我们始终在寻找那些业务清晰易懂、业绩持续优异、由能力非凡并且为股东着想的管理层来经营的大公司。这种目标公司并不能充分保证我们投资盈利：我们不仅要在合理的价格

^① （美）罗伯特·海格士多姆著：《沃伦·巴菲特之路》，清华大学出版社，1998年，序言第1页。

^② Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1994.

上买入，而且我们买入的公司的未来业绩还要与我们的估计相符。但是这种投资方法——寻找超级明星——给我们提供了走向真正成功的惟一机会”。[⊙]

“如果我的公司投资机会范围非常有限，比如，仅限于那些在奥马哈（Omaha）这个小镇的私营公司，那么我会这样进行投资：首先，评估每一家公司业务的长期经济特征；其次，评估负责公司经营的管理层的能力和水平；最后，以合情合理的价格买入其中几家最好的公司的股份。我当然不会想把资金平均分配投资到镇上每一家公司。因此，为什么对于更大范围的上市公司，伯克希尔就非得采取完全不同的投资策略？而且既然发现伟大的公司和杰出的经理是如此难寻，那么为什么我们非得抛弃已经被证明了的成功的投资策略？（我很想说实话）我们的座右铭是：如果你一开始就确实取得了成功，那么就不必再做新的尝试”。[⊙]

“最终，我们的经济命运将取决于我们所拥有的公司的经济命运，无论我们的所有权是部分的还是全部的”。[⊙]

巴菲特的投资策略用简单的一句话来概括：以大大低于内在价值的价格集中投资于优秀企业的股票并长期持有。

巴菲特制造的三大投资之最：世界最贵的股票、资产规模最大的投资公司、最经典的长期投资案例

巴菲特以非常简单的投资策略，取得了非常神奇的投资效

⊙⊙ Warren Buffett :the Chairman s Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1991.

⊙ Warren Buffett :the Chairman s Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1987.

果！巴菲特创造了三项股票投资的世界纪录：

一是巴菲特创造了世界上最贵的股票。

1964年巴菲特控股伯克希尔公司时其股票的平均价格为11美元。2003年伯克希尔公司股票（A种股票）的最高价格达到了95 700美元。2004年8月9日伯克希尔股票收盘价为83 750美元。40年间伯克希尔的股价增长了近8 000倍！一股伯克希尔股票的价值即使在房价昂贵的上海也足以买到一套不错的住房。从1965年巴菲特开始管理伯克希尔公司以后，在过去39年以来伯克希尔公司每股净值由当初的19美元成长到2003年底的50 498美元，增长了2 595倍。目前伯克希尔公司股东有30多万人，主要来自于美国、英国、德国、印度和加拿大。巴菲特使成千上万的股东成为了百万、千万、甚至是亿万富翁。

二是巴菲特创造了世界上资产规模最大的投资公司。

在巴菲特的管理下，伯克希尔公司的净资产总值从1964年底的2 288万美元，增长到2002年底的640亿美元。2002年底伯克希尔公司总资产规模达到1 695.44亿美元，2002年营业收入423.53亿美元。[⊖]根据2003年4月14日出版的美国《财富》杂志，2003年全球500强大企业销售收入排名中，伯克希尔公司居78位，与排名第69名和第70名的中国石油天然气和中国石油化工集团公司相比，营业收入相差仅有8%。

但伯克希尔公司的总资产规模已经超过排名第2位的埃克森石油公司（2002年底总资产1526亿美元[⊖]），成为世界上资

⊖ Berkshire Hathaway Inc. Annual Report, 2002.

⊖ ExxonMobil 2002 Annual Report, <http://www.exxonmobil.com>.