

+0.04 (+0.40%)  
实时行情  
最高: 10.13 最低: 9.89 成交量/平均: 7428.29万/5003.35万  
52周最高: 13.14 52周最低: 9.89 市盈率LYR: 6.03  
每股收益: 1.67 每股净资产: 8.21 总股本: 215.77亿

立的中国建设银行，由...  
司于一九八七...  
局蛇口工...  
业务: ...  
长...



与归江、林园、但斌、陈理、朱平等数十位投资公司高层管理者面对面，深度挖掘他们的传奇投资心得，绝非泛泛而谈！

汇集众多一线投资人的实战经验，投资领域顶级高手们的切磋对话，专业、权威、透彻！

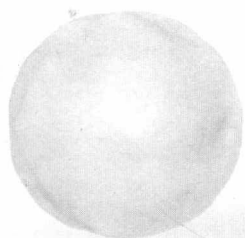
# 那些 滚雪球的人

## ——中国投资者访谈录

雪球



雪球财经 策划  
王星 等著



# 那些 滚雪球的人

——中国投资者访谈录

雪球财经 策划  
王星 等 著

图书在版编目(CIP)数据

那些滚雪球的人：中国投资者访谈录 / 王星等著.  
—杭州：浙江人民出版社，2013.7(2013.8重印)  
ISBN 978-7-213-05626-0

I. ①那… II. ①王… III. ①投资—经验—中国  
IV. ①F832.48

中国版本图书馆CIP数据核字(2013)第140882号

## 那些滚雪球的人——中国投资者访谈录

---

作者：王星等著

出版发行：浙江人民出版社(杭州市体育场路347号 邮编 310006)

市场部电话：(0571)85061682 85176516

集团网址：浙江出版联合集团 <http://www.zjcb.com>

责任编辑：徐江云

责任校对：姚建国

电脑制版：北京书情文化有限公司

印刷：杭州豪波印务有限公司

开本：710mm×1000mm 1/16

印张：16.5

字数：24.2万

插页：1

版次：2013年7月第1版

印次：2013年8月第2次印刷

书号：ISBN 978-7-213-05626-0

定价：35.00元

---

如发现印装质量问题，影响阅读，请与市场部联系调换。

# 前言

## 我们为什么做这本书

在中国，大概只有很少人相信可以不靠内幕消息在股市里挣到钱，很少人认可年收益不翻倍也好意思叫炒股。于是我们看到的大部分投资讨论，其实都在探讨如何窥探内幕，如何预测股价。但是这些都不是投资的本义。

在本书正式出版前，我们看到 @东博老股民 在雪球社区（以下简称雪球）上发了一组数据：

但斌、老股民、sosme和陶博士2005~2011年

### 价值投资收益

| 时间/当年收益倍数 | 但斌   | 老股民   | sosme | 陶博士  |
|-----------|------|-------|-------|------|
| 2005      | 1.38 | 1.36  | 1.16  | 1.30 |
| 2006      | 3.33 | 3.53  | 2.91  | 2.45 |
| 2007      | 2.21 | 3.39  | 2.07  | 2.46 |
| 2008      | 0.39 | 0.35  | 0.92  | 0.65 |
| 2009      | 1.72 | 2.44  | 1.23  | 1.58 |
| 2010      | 1.17 | 0.75  | 1.16  | 1.58 |
| 2011      | 0.87 | 0.95  | 0.87  | 0.70 |
| 累计收益倍数    | 6.88 | 10.05 | 7.93  | 8.83 |



## 那些滚雪球的人

——中国投资者访谈录

以上4位都是大家熟知的投资者，且都在上述统计年份内取得了不俗的投资收益。这些业绩证明，他们或者找到了“很湿的雪”，或者找到了“很长的坡”。我们意识到，向这样的投资者学习选股、探讨研究公司的方法，哪怕是分享他们曾经走过的弯路，应该是学习“投资之道”靠谱的途径。

我们又发现，这4位投资者原来都已经成为雪球的用户。而在雪球这个平台上，已然聚集了很多像他们一样的优秀投资者。因此，我们决定来做一本真正的投资者访谈录——也就是你现在看到的这本书。

它也许和你读过的大部分投资书籍不同。书中收录的访谈，既有来自你耳熟能详的北上广明星职业投资者，也有来自“中国奥马哈”的“民间巴菲特”。专业，而不是职业，才是我们认定优秀投资者的标准。跟雪球这个平台一样，这种不同是由互联网带来的。

对了，这些投资者绝大部分都是雪球用户，你在阅读过程中还可以到雪球上找他们切磋。祝你滚雪球愉快！

# 目录

- 前 言 我们为什么做这本书** / 001
- 归 江：**投资，心平气和结硕果 / 001
- 林 园：**多买垄断行业，把握投资命脉 / 014
- 但 斌：**成长股始终是投资市场的香饽饽 / 025
- 陈 理：**坚持价值投资才是硬道理 / 040
- 朱 平：**投资和风险同在 / 054
- 东博老股民：**一个包工头的财务自由之路 / 063
- sosme：**做投资给自己留余地，不要以为看透了一切 / 089



- **翟敬勇**： 仅仅依靠技术分析，必然穷途末路 / 107
- **王小刚**： 能力圈内寻找成长超50%的公司 / 120
- **程 杰**： 投资要像“一元一次”方程一样简单 / 132
- **杨天南**： 方向正确还不够，投资离不开忍耐 / 146
- **王 瑜**： 学会长期投资，才能跑赢市场 / 156
- **董宝珍**： 投资也需要哲学 / 172
- **孙旭东**： 价值投资不要只管企业，不管价格 / 190
- **叶资本**： 白酒、中药股领域的舵手 / 209
- **刘 鹰**： 投资就像打高尔夫，是一杆杆积累起来的 / 225
- **李 剑**： 严格挑选，科学组合，长期持有才是硬道理 / 238
- **陈 宇**： 集中火力，猛攻能力圈内的行业 / 245
  
- **后 记**： **雪球是如何滚起来的** / 252

## 归江：投资，心平气和结硕果

采访者：@王吉陆 @汤猫



### 信璞归江

上海

股票4只 粉丝114人

简介：上海信璞投资管理有限公司总经理

### 背景资料

归江在投资圈是个明星，被公认为国内少有的坚定奉行价值投资的信徒之一，在选股上眼光独到。采访他之前，笔者在雪球向大家征集问题，简单介绍一下他的工作经历，有一位用户直接评论：归江还用得着发简介？

在采访王小刚（后文有他的采访）的时候，他说自己有一段时间对投资还有





## 那些滚雪球的人

——中国投资者访谈录

些迷茫，于是通过读书以及与同事交流学习，从而变得坚定。他交流学习的同事里，就有归江。

归江1998年7月毕业于复旦大学管理学院，1998年至2000年3月任君安证券证券投资部投资经理。2000年3月至2002年7月任国泰君安资产管理部基金经理。2002年出任博时特定资产管理部总经理，管理社保基金，带领博时社保组合创造了优异的业绩。2008年，归江转战国泰基金出任投资总监。次年，国泰基金业绩跃居行业六甲，一举获得7项金牛基金奖，获奖数量居行业第二。2010年6月，归江离职创业，11月，与博时前同事唐定中、王璟创建了信璞投资公司，归江担任总经理。

不过，公司成立之后有近两年的时间没有发产品，用归江自己的话来说，这一段时间“对过去的投资做了深刻的反思。哪些我们看对了也做对了，哪些我们看错了却蒙对了，哪些成功可以复制，哪些失败又可以避免，哪些海外价值投资者的经验可以为我们所借鉴，哪些不能简单照抄”。

安静地反思了两年，归江有什么感悟？采访之前，这是笔者脑海中浮现出的第一个问题。

### 主要观点

1. 几乎所有营业部的老总都会告诉你，靠交易起家的那些大户们，每年都在轮换。在机构里面更是如此，几乎没有人用交易的方式获得持续的生存。
2. 对行业的理解和白酒一样，是需要放在安静的地方慢慢酝酿的。
3. 大多数优秀的长线投资者往往是学历史出身，或者像查理·芒格<sup>①</sup>一样将一生中大量的精力投入于人类行为和历史的研究。

<sup>①</sup> 查理·芒格，美国投资家，沃伦·巴菲特的黄金搭档。



4. 我们只挣在我们的安全边际和能力圈范围内的钱。
5. 在互联网时代，在中国这块土壤上，那些短期暴利的行业和上市公司都会迅速地变成投机者的坟场。
6. 没有独立思辨能力，而只有动物反射能力的民族和人群，这辈子还是不碰投资为好。
7. 在我们眼里，产品里的止损条款就是有人跳楼你也跟着跳楼的方法。
8. 习惯用交易方法止损以解决风险的基金经理就像习惯了战场上掉头逃跑的士兵一样，永远不可能打出漂亮的硬仗。
9. 我们过去10年的投资经验证明，从看公司到动手花费两到三年，成功的概率会大增。

### 拓宽视野看全球行业发展的变化

● 问：信璞投资成立后很长一段时间没有发产品，之前有报道说您和您的合伙人是在对过去的投资做反思，反思的成果是什么？

● 答：古人云，“凡事预则立，不预则废”。做投资也是一样的道理。彼得·林奇<sup>①</sup>在演讲中提到，他看股票3年后再动手，巴菲特的观点则是“20年的准备，5分钟的交易”。我们过去10年的投资经验也证明，从看公司到动手花费两到三年，成功的概率会大增。因此，我们觉得对股票、对行业的理解和白酒一样，是需要放在安静的地方慢慢酝酿的。我们这个团队从出山到发行第一个产品也遵循了这个基本规律，团队和投资的思路都需要时间沉淀和积累。

这两年主要是拓宽自己的视野。过去，我们拥有的是看中国市场的经验，看

<sup>①</sup> 彼得·林奇，美国卓越的股票投资家和证券投资基金经理。



## 那些滚雪球的人

——中国投资者访谈录

行业也是。同行业的比较也限于拿万科A、保利地产和金地集团比，始终没有脱离本土。但是看房地产的大周期，这些企业没有经历过，我们也没有经历过。因此，这两年我们站到全球的视角，审视房地产行业发展的历史，美国的、日本的、中国香港和台湾地区的，对这些国家和地区50年左右周期的数据做了分析。在这基础上来理解我们现在的房地产行业处于什么样的阶段，这对我们后续的投资策略会有很大帮助。

● 问：这个影响体现在什么地方呢？

● 答：体现在对周期的理解，不同行业、不同策略，最后哪些企业能生存下来，哪些成功是可以复制的，哪些是昙花一现的。这里面肯定隐藏着中国未来5~10年房地产的配置策略。

上周我去参加野村的一个研讨会，包括三井不动产、东京交易所的REIT<sup>①</sup>事务专员，他们对房地产周期的理解就十分深刻。他们回顾自己那个时代的东京人，20世纪80年代毕业，90年代买房，在租金回报率很低的时候大家都认为房价的上涨会弥补一切。但回到现在看，租金回报率的确回到了6%~7%，但却是通过房价下跌一半后实现的。而现在的日本年轻人都开始习惯租房了。这种大的消费习惯变化对房地产周期的影响非常大。

我们非常关注日本市场，因为日本经历了非常大的周期，从高速发展到衰退，但即使经历了这样大的衰退周期，还是有很多优秀企业发展起来了。我们从这里面寻找投资策略、行业配置、个股选择的方向。

大家都想跟美国比，但美国是不具有可比性的：它能在全球发行货币，而且美国的企业家也是全世界最优秀的。世界只有一个美国，所以我们也得补充日本、德国和中国台湾地区的经济特性来预知中国的经济结构。

像白酒，所有的价值投资者都在买白酒，台湾地区的白酒经销商告诉我们，在经济最疯狂的时候，台湾地区曾经消费了全世界80%的路易十六，而现在中国内地可能消费了全世界150%（还有很多假酒）的路易十六，这个规律是不是很接近？如

① REIT，即房地产投资信托基金，通过发行股票（基金单位），吸引社会大众投资者的资金，并委托专门的机构进行经营管理。



果只看当下贵州茅台的业绩，很难指导你的方向。

所以这种对经济周期的理解、对企业史的理解是我们努力的方向。大多数优秀的长线投资者往往是学历史出身，或者像查理·芒格一样将一生中大量的精力投入于人类行为和历史的研究。只有拥有足够长远的视野，特别在新兴经济体中，大家都看着当下，你能看得更长远，未来的赢面可能就更大。

这就是我们这两年做的事情。当很多规律性的数据罗列出来时，投资的结论自然而然地就出现了，不需要我们过多的主观想象。

像家电行业，很多人说，家电的多元化可以带来价值，可以带来更高的增长。但是你把日本过去50年的数据拿出来，电冰箱、洗衣机到了10年普及期以后，就是一条平的直线，而空调是直线向上走。通过日本白电<sup>①</sup>的历史数据可以发现，电冰箱、洗衣机经历了一轮产业升级后接着就是价格战，日本的白电企业，除了空调行业，大部分时间都处于增长停滞期，产品同质、产能过剩以及全行业亏损。白电行业的多元化在全世界看来不但没有带来增长，反而带来困境。数据告诉我们，可能只做空调的企业才是成长性最好的。大家很多想当然的观点，我只用一张图就可以驳斥，这并不需要博士学位或几十年的行业工作经历，而在于你的基本功、在于数据找到了没有。现在回过头去看，过去我们投资格力电器赚了很多钱，当时是看重朱江洪董事长这个团队，其实还有很多偶然因素我们没有认识到。如果10年前有这些数据帮助我们，那我们的理解会更深刻，收益也会更好。

● 问：刚才讲的主要是成功的经验，那么又有哪些失败可以避免呢？

● 答：过去我们可能因为一些短期的爆发性增长和赢利关注并投资了一些行业。但事后证明，我们没有能力理解那些行业，更是在一个错误的时机研究一个行业，比如早期的光纤行业、农药行业，以及最近的太阳能行业。全世界都学会用一两年的短期暴利把中国人圈进来。一旦中国人的产能投放，这些暴利马上就烟消云散，接着就是我们投资者巨亏、银行坏账和幸存者漫长的苦役。这就是境外产业资本对中国投资者短视的理解和利用。如果我们没有全局的产业眼光和长

<sup>①</sup> 白电，即白色家电，是指可以减轻人们劳动强度（如洗衣机、部分厨房电器）、改善生活环境，提高物质生活水平（如空调、电冰箱等）的产品。

期视野，就会不断地被设局、被套。

而有些同行们失败的投资，我们却非常有兴趣继续坚持下去。在我们买的很便宜的公司中，不乏那些没有跟上股价而提前卖出的股票。比如国内的某家化工企业，我们赚了底部最安全的四五倍就走了，现在看有30倍的涨幅。到目前为止，我们觉得我们的判断是正确的。我们只挣在自己的安全边际和能力圈范围内的钱。我们这两年把全球的主要化妆品企业都研究了一遍，发现即便是这30年增长最好的全球性企业欧莱雅，在几十年的上市历史中，也难得有超过20倍市盈率的区间。

同样，如果我们研究了耐克公司的历史，再去看国内的同行企业，我们也看不懂，为什么耐克的长期利润率为10个点，而国内那些企业动辄就能达到20个点。这些基本面和估值面异常带来的股价上涨，我们往往会抱着质疑的态度去欣赏这些赶英超美的伟大企业，但绝不会拿客户的钱去捧场。这样的“失误”我们未来可能还有很多，但我们还将坚持下去。

● 问：那现在来看，符合哪些要求的公司会进入您的视野，会考虑投资？

● 答：首先是行业的长期稳定性，未来是可预期的，利润不至于让所有的人都去疯狂。已经有好多朋友跟我讲了同样的故事，看到一个加油站赚钱，中国人就开了第二个、第三个加油站，直到大家亏钱，而犹太人则会开便利店、洗车店。在互联网时代，在中国这块土壤上，那些短期暴利的行业和上市公司都会迅速地变成投机者的坟场。

所以我们不会看短期暴利的行业，而是看长期稳定的、默默无闻的、大家没有觉得有任何魅力，甚至还没有上市主体但我们觉得很有前景的行业。

● 问：这种有潜力的行业还是通过未来的某种需求去判断，是这样吗？

● 答：对，到了某个阶段，比如看人均GDP。作为一个消费者，你会理解，中国现在缺什么，哪些地方还要排队，哪些地方你对服务是不满意的？像教育和医疗，像物流成本这么高，这里面内在的原因是什么？从这些角度去思考，过去证明是成功的，大家买房、买车、玩QQ和买海外奢侈品的时候，那些得到广泛认可的好公司、好股票就会应运而生。未来同样会出现这样的故事，股市就是我们真实生活的一部分。我们再通过国际比较，哪些行业、哪些方式有可能是解决



我们这些需求的有效方式，这样就能找到潜在的投资机会。

● 问：当选定一个行业以后，怎么选择这个行业里的公司呢？

● 答：很多公司的选择是研究到位后自然的选择。比如空调企业，最早我曾参与一家空调企业配股的内部评审，偶然地认识到这个行业。之后不断通过横向、纵向对比，才慢慢找到一个长期的投资标的。就像彼得·林奇说的，从接触到理解这家公司，三年的时间是肯定需要的。

● 问：那横向、纵向具体来说，您会比较哪些元素呢？

● 答：老百姓真实的需求，任何一个公司最后的着眼点都是消费者的需求。经济增长到了这个阶段，人们需要什么？什么是经济增长的瓶颈？日本、美国在这个阶段发生了什么事情？我们发现中国绝大多数首富都是抄袭欧美企业出来的，不管是苏宁还是百度，哪个业态是我们民族首创？做投资的你凭什么要不一样呢？

● 问：同一个行业里，不同的公司还是有选择的吗？

● 答：你看这个行业每年以百分之十几、二十的增长率在增长，但谁增长得快？谁增长得健康？谁的产品是消费者最受欢迎的？慢慢的就会分化，这种分化是需要时间来检验的。所以说先画个圈子，慢慢把圈子缩小，最后选中标的，有时候甚至可能没有标的。

● 问：在这个认知过程中，圈子越画越小，那怎么样给圈子中的企业估值呢？怎么判断贵还是不贵？

● 答：这可能就要偏艺术点，碰到好公司，但没有机会、没有好的买点是完全有可能的。最简单的办法是把实业回报率作为一个标准，年化产业回报率15%是巴菲特的一个投资标准。按这个标准来看的话，国内大多数公司很难落到这个圈内，所以这时候我们会关注那些中国海外的上市公司。但客观的说，现在就有标的落进来了，那就是银行股，虽然大多数人都持怀疑态度。

● 问：那在这种情况下，您怎么选择买入的时机呢？

● 答：产业回报率15%是一个非常强的买入标准，应该说是几年一遇的，比如现在。我们有幸在如此困难的环境募集到我们的首期资金，我们愿意满仓买入，忍受阶段性亏损，就是因为我们的绝大多数组合已经达到这样的巴菲特标

准。在这个时候巴菲特有保险公司的现金流，有消费品投资的现金流不断买入符合他标准的公司。而主流机构在这个时候却大多忙着止损呢。

● 问：卖出的时间点又怎么选择呢？

● 答：如果有足够好的公司，我愿意长期持有。如果我们的5年期回报超过巴菲特10年期回报的时候就是我们系统卖出的时候。2007年，我们在给国家社保管钱的时候，发现获得的回报已经可以让我们在未来5年什么都不干，就可以超过巴菲特的投资业绩，这就是要卖出的时候。而其他大部分时间里，我们往往会选择换股，把一个估值过贵的股票换成一个更便宜的股票。

### 以格力电器为例分析投资过程

● 问：过去的投资案例里，有哪些是比较满意的？

● 答：总体来看，我们团队分享了很多蓝筹股的成长经历。像上海家化的大底，我们拿了；在贵州茅台的大底，我们的合伙人阐述了投资贵州茅台的最简单理由；格力电器，我们在底部坚守了3年，股改中力陈高管留任和股权激励计划，和高管一起分享了超过10倍的收益。此外还有青岛啤酒、宇通客车、南方航空，都为我们组合提供了持续赢利的血液。

● 问：能否以其中一个案例为样本，分析一下您是怎么发现及根据哪些因素判断这个公司值得投资、又如何进行估值、怎么考虑买入和卖出的？

● 答：那说格力电器吧，这是我从头到尾完整经历的。

首先，这个行业是有真实的内在需求的，我们去一家公司调研，工人晚上主动要求加班还不要加班工资，问他为什么，他说，“因为工厂里有空调，宿舍里没有”。如果说巴菲特的可乐是有依赖性的话，那么我觉得空调的依赖性一点也不差。这个行业持续有刚性需求，只是购买力够不够的问题。现在所有的楼堂馆



所，想要吸引客户的话，空调是必需的。香港这么热的地方，如果没有空调的话怎么会成为金融中心？这说明空调是个有长期需求的产品，因此我们决定在空调行业里选择一个投资标的。

第二，看品质，大家愿意买谁的空调？我发现只有少数几家公司是有回头客的，身边很多人都买了格力，有比较——“这个空调用了10年都没出问题，那个用了3年就不行了”。

第三，它是不是一个和谐的企业，它赚钱是不是也让别人赚钱？我们看到格力是保护经销商利益的。大经销商欺负小分销商，或者两地经销商打架，甚至面对国美、苏宁等，格力始终是站在公平维护经商和契约精神的立场上的。

另外，格力面对采购商，重要配件都打上激光标记，以寻根溯源排查质量问题。一家激光器采购商告诉我们：“我们的设备卖给很多企业，外资的、国有的、民营的，只有一家企业不敢跟我们提回扣，就是格力。”调研电子配件企业的一位同事告诉我，上市公司说，“愿意出高价买我们最好配件的企业只有格力”。所以打激光标记的企业、配件企业都告诉我们，格力是一家有原则的企业，不是做表面文章的企业。

所以，理解一家企业，我们在有意和无意中在这家企业建立了认知和信任。消费者、供应商、经销商，甚至离职的员工都告诉你这家企业不错的话，可能就是我们要坚定信心投资这家企业的决定性时刻。当这个时刻到来的时候，我们不会关注市场的波动、企业短期的赢利，以及行业的波动。每次同行们说价格战打响、铜价暴涨、凉夏来临、传老总要被抓起来的时候，就是我们的买点。

● 问：从您开始考虑要选空调作为投资标的，到最终选定格力，用了多少时间？

● 答：从1998年参与一家空调企业的配股到2005年前后买入格力，我们用了七八年时间来思考这个行业和这家企业。

● 问：买入的时候，您确定它的价格是便宜的？

● 答：当时公司是3个亿的利润，10倍市盈率，应该说是比较合理的估值。而现在还是10倍的市盈率，却是53亿元的利润。我们在估值上没有赚到格力的钱，格力的估值也一直在10倍市盈率左右。当时市场觉得这个行业是普通的制造业，没





## 那些滚雪球的人

——中国投资者访谈录

有持续的赢利能力，产品是同质化的，价格战会导致利润率持续下滑，铜价上涨，还有管理层和集体的矛盾激化。大家还担心格力的专卖店制度会像春兰空调一样一败涂地。而我们看到了这个团队与众不同的企业家气质，产品质量管理上有显著的差异化，公司渠道管理的本质是保护最基层经销商的利益。因此，投资这家企业，我们看的不是便宜，而是以一个合理的价格买一家好公司。

● 问：格力您持有了多少时间？

● 答：从2003年我们就开始投资这家企业，2007~2008年的高潮有所减持，直到2008年我离职后，博时的老同事们还在继续持有。在我本人管理期间，全程持有了这家公司5年多，实现了超过10倍的收益，这些成果是在坚持了3年没有任何收益的情况下获得的。

● 问：那您觉得未来空调还有发展空间吗？

● 答：我们的国际比较研究可以推断，中国的空调行业还有足够的长坡可供企业成长。对管理者的挑战不在行业，而在于内部管理能力能否驾驭千亿级别的企业。

### 价值投资者需要克服人性的弱点

● 问：之前有一次您在接受采访时是这么说的：“价值投资者不仅要在评估企业价值上体现出专业性，还要在情绪控制上体现出专业性。”这个“情绪控制”应该怎么理解？

● 答：人的本质是贪婪和易恐慌的，赚钱的时候都很兴奋，敲锣打鼓去追，亏钱的时候都想着断尾求生。社会进化到现在，我们吸食同类财富的方式已经发生变化，如果你不理解就会再次成为犹太人集中营中的输家。在很多资产泡沫的高点，都是亚洲人在进，欧美人在出。没有独立思辨能力，而只有动物反射能力的民族和人群，这辈子还是不碰投资为好。