

巴菲特
投资系列

价值投资经典 10 年长销不衰

股神巴菲特 62 年投资生涯 价值投资者必读人物传记

滚雪球

巴菲特投资传奇

严行方 / 著

南方出版社



巴菲特投资系列

滚雪球

巴菲特投资传奇

严行方 / 著

南方出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

滚雪球：巴菲特投资传奇 / 严行方著. — 海口：南方出版社, 2018.5

(巴菲特投资系列)

ISBN 978-7-5501-3661-8

I. ①滚… II. ①严… III. ①巴菲特 (Buffett, Warren 1930-)—投资—经验 IV. ①F837.124.8

中国版本图书馆CIP数据核字 (2017) 第107915号

滚雪球：巴菲特投资传奇

严行方 著

责任编辑：王田芳 高会力
出版发行：南方出版社
地 址：海南省海口市和平大道70号
电 话：(0898) 66160822
传 真：(0898) 66160830
经 销：全国新华书店
印 刷：三河市北燕印装有限公司
开 本：710mm×1000mm 1/16
字 数：370千字
印 张：23
版 次：2018年5月第1版 2018年7月第1次印刷
印 数：1—4000册
书 号：ISBN 978-7-5501-3661-8
定 价：58.00元

新浪官方微博：<http://weibo.com/digitaltimes>

版权所有 侵权必究

该书如出现印装质量问题，请与本社北京图书中心联系调换。

修订说明

巴菲特是全球金融投资界最富传奇性人物，也是全球唯一依靠股票投资登上首富宝座的投资家和实战家。

巴菲特的投资思想正式介绍到我国内地，是以1996年1月24日《上海证券报》刊登《证券投资巨擘——华伦·布费¹》一文为标志。现在，22年过去了，巴菲特的投资理念在中国是不是行得通虽然还有争议，但事实上已经生根、开花、结果，并且涌现出数以万计的追随者。其中最典型的是，以段永平、杨宝忠等为代表的一大批巴菲特迷，已经通过践行价值投资和长期投资理念，收获了一茬茬金灿灿的投资成果。

在这样的宏观背景下，本丛书的修订再版就显得非常有意义。

本书价值

一、本丛书初版受到市场高度评价

本丛书第一版作为我国最早一批介绍巴菲特投资精髓的大众读物，从2008年至2010年陆续推出后，在国内介绍巴菲特的众多图书中脱颖而出，受到市场特别关注。

在这其中，有多本图书不但一再重印，并且还“荣幸”地被胡乱剪辑后出现在盗版书摊上。如《巴菲特投资10堂课》《巴菲特忠告中国股民》《滚雪球：巴菲特投资传奇》等，都曾经被肢解后夹杂在其他盗版书中出现，既不完整，又因印刷差错

1 当时对沃伦·巴菲特的译名。

而误导读者。一些读者强烈呼吁能修订再版，限于条件，一直拖到现在。

二、价值投资理念有特殊价值

巴菲特的价值投资理念，尤其是它在中国是否行得通，直到现在人们依然争论不休。但正如巴菲特2007年访问韩国，有人问他“韩国股市结构不适合进行巴菲特式价值投资，对此您有何看法？”时，他反问道，“如果不是价值投资，难道要进行无价值投资吗？”他强调，“没有其他的替代方案”。

巴菲特的反击十分有力。因为在众多眼花缭乱的所谓股票理论中，唯有价值投资和长期投资能够站得住脚。

之所以要价值投资，理由在于巴菲特所说的——“价格是你付出的，价值是你所得到的”。任何投资都讲求物有所值。去菜场上买菜，你或许还会为几毛钱零头讨价还价呢；可是面对几万、十几万、几十上百万元的股票投资，却闭着眼睛下注，其风险有多大可想而知。仅仅一厢情愿地断定市场会“有跌必有涨”“久跌必涨”，只不过是一种毫无依据的自欺欺人罢了。

之所以要长期投资，理由在于巴菲特所说的——“历史必定会站在长期投资者这一边”。在他看来，季节可以预测，而天气就谁也测不准。就好比说，夏天的气温要比春天高，这是可以确定的；可是如果要讲明天的气温一定比今天高或低，就如同掷硬币猜正反面了。同样地，股市预测就像天气预报，究竟有几分准确性不好说，不如季节预测确定性大。

三、“中国巴菲特”段永平盛赞本书“值得一看”

曾经创办“小霸王”和“步步高”两大品牌的段永平，是第一位与巴菲特共进午餐的华人企业家兼投资家，被誉为“中国巴菲特”，人称“段菲特”。他深得巴菲特投资精髓，并且与巴菲特同样低调。他在美国践行巴菲特投资理念，5年间炒股所赚比在国内办企业10多年还要多。

他认为，巴菲特的投资理念一贯明确，投资者读巴菲特的书数量不一定要多，“看懂一本就已经很好”。他一共向追随者推荐过两本书，其中之一就在这里。他说：“我倒是可以给价值投资初学者推荐一本书《巴菲特忠告中国股民》，作者严行方……”

我认为这本书的作者对巴菲特的理解非常好，解释得也很通俗易懂，确实花了功夫，值得一看。”

段永平零距离聆听过巴菲特的教诲，并且亲身践行价值投资理念这么多年，他的眼光必定有独到之处。既然他会这么说，或许就真能证明严行方的这几本书确实值得一读。

修订缘起

四、巴菲特的投资理论和实践有新发展

本套丛书第一版推出，距今已差不多10年，全面修订已具备必要性。

一方面，巴菲特的投资理论在更新，投资实践在发展，许多新的投资案例亟待补充；另一方面，这些年来中国及全球股市也出现了许多新情况，面临着许多新问题，关于巴菲特的价值投资理论在中国是否行得通的争论还在继续……所有这些都需有更新、更多的篇幅予以解答和证实。

五、巴菲特的价值投资理论值得反复咀嚼

有人曾经拿国内几位追随巴菲特的价值投资者的投资失利来说事，企图以此否定价值投资；而其实，这只能说明他们学巴菲特还没学到家。就像不能因为学生题目没做对，就说老师教错了一样。

从制度建设看，美国股市中每年上市和退市的公司数量相等，这实际上会逼着股民必须进行价值投资；否则，万一买到绩差股，将来被退市，投资就会打水漂，而这种退市概率高达50%！可是在我国，由于没有退市制度，所以无论买到什么样的股票，都“只会被套牢”，不用担心血本无归，这就一定会增强投机气氛。不但如此，还会出现“臭豆腐效应”，ST绩差股会因祸得福成为“壳资源”，亏损时借壳炒作，重组后一飞冲天。

从个人因素看，中国的实际通货膨胀率每年高达13%~16%，所以人人都想寻求回报率高的投资方式来抵御通胀，而这种求财若渴的心理必定会助长投机气氛。体现在操作手法上便是追涨杀跌，股票被套牢要骂娘，涨幅不理想也要骂娘，因为

他心里那个急呀！谁都希望今天买入的股票明天就能涨停，最好是连拉几个涨停，让他有机会落袋为安；然后呢，再希望一连来几个跌停，让他有机会去抄底，没谁稀罕去当“股东”的。

这些人虽然也标榜自己在学巴菲特，但其实他们并不是真的信奉并践行价值投资，只是眼馋巴菲特耀眼的巨额财富。就好比有渔夫从村口捕鱼回家，几乎没有人会去关心他今天是怎么捕鱼的，只会关注他今天有没有捕到大鱼一样。

六、价值投资理论在中国大有可为

巴菲特的价值投资理论在中国不是不适用，而是大有可为。

先看巴菲特。2018年3月末，伯克希尔公司的股价是每股299100美元，比1965年年末的19.46美元上涨15369倍，53年间的复合增长率为19.9%。也就是说，如果当时你有1万美元的伯克希尔股票，现在值1.54亿美元。

再来看中国股市。上证综合指数从1990年12月19日的100点至2018年3月末的3168.9点，28年间的复合增长率为13.0%。这一复合增长率虽然仅逊于巴菲特，可遗憾的是居然几乎没人“看得上”“这么点收获”。

研究表明，最优秀的上市企业，其长期回报率也只有15%左右，巴菲特20%左右的长期回报已达到极致；现在你要想超出他许多，这就叫“欲速则不达”。就像开车，10次事故9次快，不出问题才奇怪。

所以，要想学巴菲特，甚至超越巴菲特，首先要把重点放在少犯错误上，不亏即赢。在过去的53年里，巴菲特只有两年是亏损的，分别是2001年的6.2%和2008年的9.6%。2008年正是爆发金融危机之时，当年上证综合指数从前收盘的5261.6点跌至年末的1820.8点，跌幅高达65.4%；当年标准普尔500指数从前收盘的1468.4点跌至年末的903.3点，跌幅也有38.5%，巴菲特却只亏损了9.6%，绝对是跑赢大市了。

最新例子是，中国股民在2015年的股市暴涨暴跌中，亏损额大多超过1/3，甚至1/2；还有不少人因为融资融券被强行平仓，亦即亏损100%。这些时候，巴菲特所说的“别人贪婪时你要恐惧，别人恐惧时你要贪婪”，早已被人抛到九霄云外。

改动之处

七、在系统化、系列化上进行了规范

这一套5本图书过去都是以单行本陆续出版的，现在以丛书形式同时推出，在系统化、系列化、统一体例和篇幅上有了进一步的提高。

总体来看，5本图书都有较大幅度的修订和完善，新增案例和数据已更新到2017年年末。其中，修改篇幅最大的是《巴菲特给股民上的投资10堂课》，超过全书内容的1/3。

八、在可读性、表述准确性上下功夫

本丛书作者严行方是我国著名财会专家，《会计大典》《会计辞海》《中国第三产业财务会计百科全书》等权威著作主要撰稿人之一，在大中华区已出版著作130多部。他熟悉企业经营管理，担任过企业领导，对书中各项财务数据及概念的表述更专业，也更到位。

5本图书虽然都讲巴菲特，但内容各有侧重，并无重复，值得细细研读。并且，作者拥有巴菲特研究的翔实资料，所以书中看不到那种“传主事迹不够，就用别人来凑”的东拉西扯，具有较高的性价比和纯洁性，不会有读了这一本不想再读其他4本的感觉，每本都很精彩。

九、继续高举价值投资和长期投资大旗

价值投资是一条布满荆棘的人迹罕见之路，国外如此，国内尤甚。

君不见，几乎所有媒体上都簇拥着所谓股评家、投资顾问、分析师、咨询师、策略师、金融师等，满嘴尽是巴菲特漠不关心的各种技术分析，几乎从来不会去采访真正的价值投资者。

因为这些媒体很清楚，投资和投机水火不容，一旦两路人马相遇，必定会争论不休。而观念的认同又岂是能通过辩论得到解决或统一的呢？如果是这样，那也就小看了洗脑的力量。所以，为了确保自身利益（收视率和广告费），这些媒体只好迎

合投机土壤，遍播所谓股评和预测。

关于这一点，巴菲特1984年在美国哥伦比亚大学为庆祝他的恩师、“华尔街教父”本杰明·格雷厄姆所著《证券分析》一书发行50周年而召开的大会上演讲时，就预料到了。他说，价值投资精髓没有多少人愿意听，“在我奉行这项投资理论的35年中，我不曾目睹价值投资方式蔚然成风。人的天性中似乎存在着偏执的特色，喜欢把简单的事情弄得更复杂。最近30年来，学术界如果有任何作为的话，都完全背离了价值投资的教训，而且很可能继续如此。船只环绕地球而行，但地平之说仍会畅行无阻。在股票市场上，价格与价值之间还会存在着宽阔的距离，而奉行格雷厄姆与多德理论的人也会繁荣不绝”。

确实如此，几乎所有投机者，包括专业机构和广大散户，长期来看都不可能跑赢市场。如果你是中国股民，可以简单地算一算——上证综合指数从1990年年末至2018年3月末的28年间复合增长率为13%，按照巴菲特对投资业绩回报要比指数高出10个点（即每年增长23%）的基本要求，这28年间你的总回报率应该达到329倍——你有吗！

为什么会这样？巴菲特早在2008年伯克希尔公司股东大会上就揭晓了谜底：“读一切可读之物。”巴菲特之所以会成为“股神”，其基础就是每天五六个小时的阅读。如果一个人从来不看书报、不学习，而是四处打听小道消息，然后据此下注，你觉得他会赢吗！

2017年5月6日，巴菲特在伯克希尔公司股东大会上回答“如何唤醒1亿中国股民，让他们从投机变成投资”时委婉地说：“中国的股市像赌场，市场博弈机会多，如果你是聪明的人，你才能够抓住机会。”而其实，巴菲特真正想说的是：“赌性强的股市，更容易暴露和放大非理性行为，从而导致投资者遭受巨大损失。”

现在，正值2018年伯克希尔公司股东大会隆重举行之际，“巴菲特投资系列”丛书的全面修订和推出，意在继续高举价值投资大旗，让更多投资者学到巴菲特的投资和成功精髓。道理很简单：唯有价值投资能够解释得通，也才符合逻辑。正如巴菲特所说，“如果不是价值投资，难道要进行无价值投资吗？”“没有其他的替代方案”！

2018年5月

巴菲特是怎样炼成的

——新版序

从来没有哪个明星演唱会有这么大的吸引力：两个80岁左右的老头坐在那里回答问题，就能吸引3万多名富翁从全球各地赶到美国的某个小镇来，并为全市带来为期一周的“嘉年华”，10多年来年年如此。巴菲特就具有这样的超明星魅力。此时此刻，全球都把目光聚焦在他身上，想看看他究竟是怎样的一尊“神”。¹

巴菲特在美国被称为“先知”，在中国被称为“股神”。其实，他并非一生下来就是“先知”“股神”，他也穿过开裆裤，然后从普通学生变成投资者，一步步登上了全球首富宝座。对于芸芸众生来说，了解巴菲特的真实想法及其整个成长、奋斗经历，对自己如何能成为巴菲特或接近巴菲特这样的人，会有许多启发和帮助。

全球都在学习、研究巴菲特，但平心而论，巴菲特之所以能成为“巴菲特”，是基于以下三大原因：

首先，美国是一个年轻、崇尚自由的国家，巴菲特处在美国经济向全球快速扩张阶段，这种背景更容易产生人间奇迹。美国的政治、经济、文化背景没有任何历史包袱（有点像我国的深圳特区），巴菲特如果不是在美国，而是在其他国家，拥有这样的巨额财富必然会面临巨大的政治风险，很容易成为“革命”的首要对象。

其次，巴菲特终生不渝地信奉并践行价值投资派鼻祖本杰明·格雷厄姆、菲利普·费雪的投资理论，把他们的思想转化为自己的信仰（不仅仅是单纯学习或模

1 补记：在2016年4月30日的伯克希尔公司股东大会上，86周岁的巴菲特和92周岁的查理·芒格照例吸引了全球4万多名投资者来到现场，风采依然。

仿)，才使得自己能在他们成千上万的追随者中脱颖而出。巴菲特自称85%像本杰明·格雷厄姆，15%像菲利普·费雪。正是因为站在巨人的肩膀上，他才最终青出于蓝而胜于蓝。

最后，巴菲特从小就有商业头脑，有远大抱负，有志者事竟成。1956年，26岁的巴菲特牵头成立的合伙企业，只有7个人，大家费了好大的劲才筹集到105100美元启动资金，巴菲特在其中象征性地投入了100美元。令人不可思议的是，该合伙企业刚成立时他就立志要做全球首富，并为此时而莫名兴奋，时而烦恼不已，这种远大抱负亘古未见。

他当时在给朋友杰里·奥兰斯的信中说：“我很害怕到最后自己的企业变得过于庞大，从而金钱将我的孩子们腐蚀了。目前这还没有成为一个问题，但是乐观地来看，它是会发生的，我想了半天也没什么结果。我敢肯定自己的确不想留给孩子们一大堆金钱，除非等我老点儿，等我有时间看看这些孩子是否已经成才后才会这样做。然而，留给他们多少钱、剩下的钱怎么办等诸如此类的问题让我大伤脑筋。”

一个毛头小伙子居然会有这种古怪念头，定会遭人耻笑，这就像襁褓中的婴儿想将来当总统一样。当时的巴菲特只有中等积蓄，个人收入也不稳定，他担心的这一切还都无影无踪。可正是这样的人生目标，促使他坚持价值投资、理性投资，而不是意气用事、追涨杀跌；正是这种自信支撑着他努力拼搏，并让后来者望而生畏。

不必说，早期的巴菲特只是奥马哈当地一位普通的股票经纪人；也不必说，当时他并没有什么辉煌的业绩能够证明他是值得大家信任的独立股票经纪人；单单从他要求别人把辛辛苦苦攒下的血汗钱无条件地交给他运作，并且还不能随意过问他的投资决策，就不但近乎苛刻，而且简直无理。然而，奇怪的是，那些合伙人居然真的会如此心甘情愿地把资金交给他，任由他处置。

凭什么？唯一的解释就是他内心深处那种强烈的自信、理性的长远规划征服了所有合伙人。也就是说，他的性格中有一种鲜明的东西在鼓舞、引导着合伙人，而这正是一般投资者所缺少的。果然在37年后的1993年，63岁的他如愿以偿地登上了全球首富宝座。之后，他一直屈居第二，直到2008年重登首富宝座。¹

1 在接下来2009—2016年《福布斯》杂志全球富豪排行榜上，巴菲特屈居1次第二、6次第三、1次第四。

在巴菲特1965年掌控伯克希尔公司到2008年的43年间，标准普尔500指数上涨了8.77倍（1965年收盘点位92.43点，2008年收盘点位903.25点），伯克希尔公司的股价则上涨了4963倍（1965年收盘价19.46美元，2008年收盘价96600美元），超出前者4954倍。

即使面对2008年全球金融危机，伯克希尔公司出现了43年来的第二次亏损，也是业绩最差的一年，依然取得了不俗的成绩。2008年，伯克希尔公司股价下跌29.5%，净值亏损9.6%，与同期标准普尔500指数38.5%的下跌幅度相比，依然是令人尊敬的。要知道，2008年中国股票型基金的平均年收益率是亏损50.6%，表现最好的也亏损了31.6%，与伯克希尔公司的投资业绩相比差距甚远。

巴菲特究竟是怎样炼成的？除了上面三大决定因素外，经常阅读伯克希尔公司年报的读者还知道，几十年来巴菲特一直老调重弹那几句套话，使得全世界想模仿他的人怎么也不得要领，这也是一个重要原因。即使拥有伯克希尔公司股票几十年的老股东，虽然可以跟着巴菲特赚大钱，却硬是不敢自己单独去投资。除了查理·芒格、巴菲特的妻子和儿子、比尔·盖茨等极少数人，很少有人能够深入巴菲特的内心世界里去。

任何商业投资都有机密，作为国际投资大师的巴菲特又岂能不知？他之所以大谈特谈政府雇员保险公司、可口可乐公司等，是因为他知道，这方面没人能够与他竞争，说出来也无妨。还有，他一方面说判断某家公司是否优秀的重要参考是公司管理层的经营能力和诚信，另一方面又说在有些行业中最优秀的管理层也无法挽救企业的命运，这就有些令人莫衷一是了。可是你还真找不出他的岔子，因为他说的两种情况都对。归根到底，外界越不知道他在做什么，他的投资就越安全，他深知其中的利害关系。

巴菲特的观点正确、简单、辩证，普通投资者很难掌握其要领。例如他说股票投资的关键之关键，在于“在合适的时机，以适当的价格，买入价值被严重低估的优秀股票，然后长期持有”。这句话很清楚、很简单，但是很难学，谁也不敢说已经把它学到手了。

本书按照巴菲特的成长及经营事业过程，全面分析、总结了他在金融投资各阶段的主要项目和操作手法以及人格魅力，引领读者清楚地看出他是怎样从一个普通

股票经纪人一步步站在巨人的肩膀上，一步步成为高人，一步步登上全球首富宝座的。其中，有许多是对上述三大成因的深度剖析，非常有助于读者更好地理解巴菲特和伯克希尔公司的成功秘诀。

李行方

修订说明

巴菲特是怎样炼成的——新版序

1. 从小就具有商业头脑

家族的影响和父母的熏陶	/ 1
对数字和钱特别感兴趣	/ 5
父亲领他拜见华尔街大亨	/ 8

2. 从格雷厄姆身上得到真传

向《聪明的投资者》学聪明	/ 11
通过格雷厄姆认识市场先生	/ 15
通过格雷厄姆学到安全边际	/ 18

3. 处处留心投资机会

- 从原始资料中寻找投资依据 / 21
- 从创办合伙企业开始发家致富 / 25
- 时刻关注被收购企业动态 / 28

4. 从来不是为了钱工作

- 追求的是钱慢慢变多的乐趣 / 31
- 渐渐看淡金钱对自己的作用 / 34
- 培养了一大批淡泊名利的富翁 / 38

5. 对自身充满绝对信任

- 从来不被别人的言论所左右 / 42
- 强调内在价值要高于价格 / 45
- 为格林内尔学院越俎代庖 / 47

6. 口耳相传扩大生意

- 一边参加聚会一边打听投资 / 51
- 口耳相传的力量势不可挡 / 54
- 口碑效应的业务含金量更高 / 57

7. 注重效益而不是规模

- 教训从雪茄烟蒂式投资开始 / 60
- 不亏损是最重要的投资原则 / 63
- 明确奖金考核以效益为基础 / 66

8. 从保险业务中获益

非常清楚保险公司如何赚钱	/ 70
用准确的行业判断抵消风险	/ 73
创造了独一无二的优势组合	/ 76

9. 抓住间隙股票套利

股票套利的获益往往颇高	/ 79
为收购通用再保险抛售股票	/ 82
为短期资金找到有效出路	/ 84

10. 发行 AB 股打压假冒伪劣

重拳出击山寨版伯克希尔股	/ 88
创造性地拆成 AB 两种普通股	/ 91
维护伯克希尔公司的纯洁性	/ 94

11. 投资可转换特别股

灵活运用特别股和现金收购	/ 98
收购通用再保险强强联合	/ 101
普通股与可转换特别股的转换	/ 103

12. 靠朋友推荐促成并购

有一帮热心举荐的好朋友	/ 106
伯克希尔股东的热心牵线	/ 109
既有一见钟情，也有死缠烂打	/ 112

13. 靠个人魅力赢得并购

慕名而来的费切海默兄弟公司	/ 115
走在马路上也会碰到并购案	/ 118
举重若轻，还有点随心所欲	/ 120

14. 免费使用保险浮存金

保险浮存金不仅仅是免费的	/ 124
控制浮存金成本是一项艺术	/ 128
浮存金的成本要靠估算展示出来	/ 130

15. 凭财务实力站在第一线

有实力才敢承接保险业务	/ 134
财务实力支撑着再保险业务	/ 137
再保险业务创造了丰厚利润	/ 139

16. 任凭风浪起，稳坐钓鱼台

再保险需要靠实力说话	/ 142
通过间接持股来获取收益	/ 145
财务政策保守一点没有错	/ 147

17. 每年做广告刊登收购标准

每年念叨的 6 项收购标准	/ 151
偏爱大象级收购对象	/ 154
广告效应还确实很不错	/ 157