

THE GREAT ERA

Deep Interpretation of
Value Investment

伟大的时代

深度解读价值投资

联合出品

但斌 梁瑞安 傅海棠 翟敬勇
石波 张增继 林园 张峰
王文 朱雀 刘明达 李驰
张婧雯 沈良



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

伟大的时代

深度解读价值投资

Deep Interpretation of
Value Investment

联合出品

但斌 梁瑞安 傅海棠 翟敬勇
石波 张增继 林园 张峰
王文 朱雀 刘明达 李驰
张婧雯 沈良



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

图书在版编目 (CIP) 数据

伟大的时代：深度解读价值投资 / 但斌等编著 .

—北京：中国经济出版社，2019.1

ISBN 978-7-5136-5435-7

I . ①伟… II . ①但… III . ①投资—基本知识 IV . ① F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 258904 号

责任编辑 叶亲忠
责任印制 马小宾
封面设计 华子设计、陆玉坤

出版发行 中国经济出版社
印刷者 北京富泰印刷有限责任公司
经销者 各地新华书店
开 本 710mm × 1000mm 1/16
印 张 22
字 数 340 千字
版 次 2019 年 1 月第 1 版
印 次 2019 年 1 月第 1 次
定 价 58.00 元

广告经营许可证 京西工商广字第 8179 号

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题，请与本社发行中心联系调换（联系电话：010-68330607）

版权所有 盗版必究（举报电话：010-68355416 010-68319282）

国家版权局反盗版举报中心（举报电话：12390） 服务热线：010-88386794

C 目录 Contents

关于中国股市 / 6
 关于价值投资 / 11
 关于贵州茅台和相关行业、相关企业 / 20
 关于美股、港股 / 22
 关于伟大的时代 / 24
 关于私募基金行业 / 26
 关于《时间的玫瑰》 / 28

但斌：伟大的企业，承载人类财富的增长 / 3

(2018年1月2日 沈良访谈整理)

关于中国股市 / 6
 关于价值投资 / 11
 关于贵州茅台和相关行业、相关企业 / 20
 关于美股、港股 / 22
 关于伟大的时代 / 24
 关于私募基金行业 / 26
 关于《时间的玫瑰》 / 28

梁瑞安：寻找躺着赚钱的公司 / 33

(2017年12月28日 沈良访谈整理)

关于股票 / 36

关于期货 / 46

关于基金 / 51

关于理念 / 52

关于人生和时代 / 58

傅海棠：世界经济第三次腾飞，中国模式适合全球 / 63

(2018年2月5日 张婧雯、沈良访谈整理)

关于《中国崛起的奥秘——财富论》 / 66

关于新时代 / 82

关于优秀的企业 / 86

关于房地产 / 88

关于商品和投资理念 / 92

关于股市 / 100

翟敬勇：买股票就是买公司，四毛钱买一元钱的东西 / 105

(2018年2月8日 沈良访谈整理)

关于价值投资 / 108

关于上市公司调研 / 117

关于股市和宏观 / 120

关于腾讯，关于投资理念 / 122

关于朋友和人生 / 125

石波：品质投资 创造价值 / 131

(2018年3月7日 张婧雯、沈良访谈整理)

关于价值投资和理念 / 133

关于股市 / 143

关于伟大的新时代 / 151

关于基金行业 / 153

关于人生 / 155

张增继：选股票不分大小盘，只看成长与不成长 / 161

(2018年5月8日 张婧雯、沈良访谈整理)

- 关于价值投资和投资理念 / 163
- 关于股市和投资机会 / 173
- 关于伟大的时代 / 184
- 关于人生、创业和财富 / 186
- 林园：远离竞争，拥抱垄断（医药股的牛市会超过30年） / 191**
(2018年5月30日 沈良访谈整理)
- 关于价值投资和投资理念 / 193
- 关于股市和投资机会 / 202
- 关于伟大的时代 / 206
- 关于人生和财富 / 207
- 张峰：现在这个点，好公司的股价比房价更安全 / 211**
(2018年6月28日 张婧雯、沈良访谈整理)
- 关于价值投资和投资理念 / 213
- 关于股市和投资机会 / 227
- 关于伟大的时代和伟大的公司 / 229
- 关于人生和事业 / 232
- 王文：股市最低迷时，靠对国家的信念坚持过来 / 237**
(2018年7月19日 沈良访谈整理)
- 关于价值投资和投资理念 / 239
- 关于股市和投资机会 / 251
- 关于伟大的时代和伟大的企业 / 255
- 关于人生和财富 / 257

朱雀：愿做持续创造价值的“灵兽” / 261

(2018年8月8日 张婧雯、沈良访谈整理)

关于价值投资和投资理念 / 264

关于股市和投资机会 / 275

关于产品布局和投资逻辑 / 278

关于伟大的时代 / 283

关于私募行业和私募经营 / 285

刘明达：现在的股市，毫无疑问值得坚守 / 293

(2018年8月11日 张婧雯、沈良访谈整理)

关于价值投资和投资理念 / 296

关于股市和投资机会 / 309

关于时代和事业 / 312

关于人生和财富 / 316

李驰：买什么股票比什么时候买更重要 / 321

(2018年9月26日 张婧雯、沈良访谈整理)

关于价值投资和投资理念 / 323

关于股市和投资机会 / 333

关于伟大的时代 / 338

关于人生和财富 / 339

但斌：伟大的企业 承载人类财富的增长

为事直得公酬其向好里管有成就美长来眼采



但斌

- ◇ 真正的好公司可以穿越市场动荡
- ◇ 价值投资的本质在于企业持续创造财富的能力
- ◇ 只有与伟大企业共同成长，才能够穿越时间的河流
- ◇ 投资的核心不是博弈，而是共赢

但斌

深圳东方港湾投资管理股份有限公司董事长

毕业于中欧商学院 EMBA，中国人民大学法学硕士，河南大学体育系学士。1992 年开始证券、期货研究与投资生涯，曾为君安研究所及国泰君安研究所研究员；大鹏资产管理公司之首席投资经理。在 2000 年获得国泰君安董事会办公室颁发的国泰君安证券投资研究奖励基金一等奖；另 2007 年出版《时间的玫瑰》。

长期致力于股票、期货等金融市场的基础研究，对投资哲学有一定思考，实践于中国证券市场。擅长把握结构性机遇及上市公司内在的价值投资。

2018 年 1 月 5 日，东方港湾荣获“证券时报 2017 年度金长江奖行业典范私募基金公司”、但斌荣获“证券时报 2017 年度金长江奖年度优秀私募基金经理”。

但斌：伟大的企业，承载人类财富的增长

(2018年1月2日 沈良访谈整理)

精彩观点：

如果后续市场主要围绕前 100 个核心资产进行交易，那（A 股市场出现慢牛行情的）概率还是很大的。

Facebook、亚马逊、谷歌、苹果、微软这五家公司的市值占了纳斯达克总市值的 42%~44%。

在这 27 年中，真正的好公司是可以穿越市场动荡，获得较好收益的。

我见过很多领一时风骚的人物，但风吹浪打后就几乎都不见了，唯一长存的就是价值投资者。

时间是最好的试金石，经过试金石的试验以后，在十三四年前就伟大的公司现在变得更伟大了，投资也更集中了。

腾讯、阿里巴巴、百度、网易、好未来、微博等一些伟大的公司，能够体现中国经济活力的公司都在美国或者香港上市了。

应该把上市制度做适当的改进，让更多真正好的公司有机会在 A 股上市。

加入明晟 MSCI 指数会让中国的核心资产更加强化。

我们这么多年始终围绕着消费、互联网、医药、非银行金融以及高端制造这五个方向在布局。

从全球资本市场几百年的演变来看，真正能够穿越周期、拥有长达上百年商业壁垒的标的大多集中在消费类公司。

互联网是新时代的产物，它的护城河不亚于传统企业，且形成以后要击垮它是非常困难的。

茅台从1951年1.28元的出厂价提到现在969元，每年的复合提价是11%，如果它能存续两百年的话，价格还会继续提。

大部分A股投资者的目光太短，很少从长期的角度看问题。

资本市场是很残酷的，剩者为王，大多数企业都会消失。

一百年前的世界500强到现在的存活率都只有不到5%，就更不用说其他一般的企业了。

当大风大浪真正打过来的时候，只有航空母舰才不会下沉，小船都会被打翻。

价值投资的本质在于企业持续创造财富的能力。

只有与伟大企业共同成长，才能够穿越时间的河流。

对巴菲特来说，他就是一直在寻找可以持续创造财富的公司，然后牢牢抓住并坚持。

在A股市场上，很多人都认为买是徒弟，卖是师傅，但巴菲特的核心持仓是只买进不卖出。

对投资者来说，持续学习以及洞察世界的能力是最关键的。

拿破仑说，中国是一头沉睡的雄狮，一旦醒来，全世界都会为之颤抖。2008年奥运会就是颤抖的那一时刻。

在这么长、这么深、这么厚的雪坡中，我们理当滚出和巴菲特一样的雪球。

世界太平，理应有很多企业承载财富的增长。

2018年可能会看到一万亿美元市值的公司诞生。

至于“大局观”的培养，我觉得还是要多看书，如芒格推荐过的《枪炮、病菌与钢铁》。

以酒类公司为例，它们的生命周期可达两百年甚至一千年。

生命周期足够久远就证明了你足够优秀，商业模式难以被颠覆，这就是好行业、好公司。

真正伟大的企业也会遇到周期性的问题，这时候往往需要坚持持有甚至继续买进。

茅台这类公司基本上没有周期，因为它们的产品永远供不应求，理当没有卖出那一天。

对很多企业家来说，站在人生巅峰时可能会遇到很多诱惑，这时能否坚守初心，好好运作自己的企业就显得非常关键。

刘元生先生 400 万投资万科最后变成 57 亿这个案例，就已经证明了 A 股市场是适合价值投资的。

如果完全是自己的钱在投资，其实完全可以不理熊市，甚至在熊市中加仓。

对于伟大的公司来说，熊市反而是展示其强大生命力和魅力的时刻。

对于好的公司还是应该以坚守为主，不要去过多考虑时机选择。

很多人买房是打算持有一辈子的，所以过去买房的人几乎都是赚钱的。

在一个长期向上的经济体中，寻找到一个有核心定价权的标的，买入持有。

从理论上来说，茅台这个企业是非常安全的港湾。

我认为投资的核心不是博弈，信奉的价值体系应是共赢。

真正的好公司的持有时间应是无限长。

高盈利行业的共同特征是商业模式简单、可靠，容易理解，有强大的商业壁垒，有持续创造财富的能力。

只要中华民族的白酒文化不变，赤水河还在流淌，糯米高粱还在生产，茅台就像一座金山一样。

茅台这家企业或许不应该上市，上市就是给大家送钱的。

茅台这个品牌我认为是“无价”的。

在所有家电的细分领域，你都可以看到美的是排第一第二的。

我们愿意跟随（特斯拉）马斯克，我们认为他是当代非常伟大的企业家之一。

央视 50，涨了 40% 多，比港股涨得还多。2017 年从全世界范围来看，中国的好股票涨得更多。

不管怎么样，中国重回世界第一是常识。

未来七年，茅台每年会有 21%~24% 的复合增长。腾讯我们现在看不到天花板。

腾讯、阿里巴巴、茅台、中国平安、招商银行、四大行、美的、吉利汽车、好未来、永辉超市、安踏等，这些可能会在同级别的竞争中超越其他

公司。

能够被人工智能、大数据替代的行业都有危险。

巴菲特当年在美国面临的时代和我们现在在中国面临的时代是相似的。

任何一个时刻，我们都应该希望自己的祖国好。

百舸争流，不负时代。

我们公司和我个人 2017 年的捐款有 500 万元左右。

投资这个游戏就是用生命去换取财富。时间对优秀的人来说，会让生命升华。

人类本身是以指数级上升的，财富是越来越多的，但是毕竟要有一个载体，载体就是这些伟大的企业。

在最艰难的岁月里，我是背诵北岛的诗《回答》度过的。

《战争与和平》《论人类不平等起源与基础》《聪明的投资者》，巴菲特的《致股东的信》、芒格的《穷查理宝典》《伟大的博弈》《失控》。

没有什么特别的东西，平淡地去坚守自己所信仰的。

关于中国股市

问 1：但总，您好，感谢您和我们进行深入对话。您 1992 年就进入股市，这些年来亲历中国股市多轮牛熊。就您看来，中国股市以往的牛熊更替是否有一定的规律可循？这个过去的规律，以后会继续延续，还是会有所改变？

但斌：就我从业 26 年来看，中国股市每隔几年就会出现一次跌幅超过 50% 并持续 3~5 年的情况。A 股市场在过去的走势都是锯齿形的，上涨时只是蹭一下，下跌则往往都需要走三五年，这也算是过去 26 年的一个规律。我们不知道 A 股市场未来会不会像美国一样出现慢牛行情，但如果后续市场主要围绕前 100 个核心资产进行交易，那这个概率还是很大的。美国在过去出现过 2 次长达 15 年左右的牛市，这次已经是第三次牛市的第九个年头。在美国，Facebook、亚马逊、谷歌、苹果、微软这五家公司的市值占了纳斯达克总市值的 42%~44%。也就是说，如果过去九年不买这五家公司，很可能就错过了美国的大牛市。我觉得，随着未来中国市场的日益开放，市场上的交

易文化、投资者的心理以及结构变化都会对这个市场带来较为深刻的影响。中国股市大概率会出现类似港股化和美股化的趋势。事实上，2017年已经是个预示了，但因为中国的发行制度不是注册制而是审批制，所以在某种意义上供给关系还没有完全市场化。在审批制下，企业的估值是存在套利空间的。一家公司在上市之初并没有计入指数，真正计入指数的时候一般市盈率已经是50倍甚至100倍了，在这种情况下，大多数股票在高位震荡一下以后都会迎来漫长的下跌行情。这些股票对指数的贡献就是不断拖低指数的表现。这样来看，指数走牛还是会非常困难，仍旧会保持锯齿形的变换。

美国的指数是由成分股指数构成的，中国的上证50、央视50实际上就相当于美国的道琼斯指数。可能成分股指数更能说明中国的问题，如果看这些指数的变化，实际上中国A股市场早已实现欧美化或者说港股化了。但一般投资者还是喜欢看综合指数，从这个角度来看的话，A股整体股市走牛可能还需要相对长的时间。在过去二十几年中，A股市场有这么一个现象，就是所有的股票都有交易，且交易量较大，有时候甚至是越差的股票交易量越大，要改变这个状态可能还需要5~10年的过程。

问2：就您总结来看，从1992年到现在，中国股市大体可以分为几个阶段？各个不同阶段有何主要特征？每个阶段主要是哪些人赚钱，哪些人亏钱？有没有人在每个阶段都赚钱？

但斌：我觉得从大方向上来看，过去26年并没有什么原则上的区别，股票的需求大于供给的局面始终没有变过。过去A股市场的股票供给量较小，所以大家都喜欢高送转、喜欢炒新，市场的波动起伏大多也都与此有关。另外，政策的调节也会给市场带来较大的影响。以上算是A股市场26年来的一个主要特征。

但横穿这26年，我个人认为，如果你是价值投资，买最好的企业一定是没错的。1992年我刚从业的时候发生了股灾，指数从1429多点跌到387点，然后从387点涨到1558点，接着又从1558点往下跌到326点。当时哪怕你在1558那个历史最高点买了福耀玻璃，到现在也有47倍，如果是低点买入，则可能是167倍；如果你当时在最高点买到了云南白药，现在还有146倍，

在低点买入的话大概是 570 倍。也就是说，在这 26 年中，真正的好公司是可以穿越市场动荡，获得较好收益的。这不仅仅是中国现象，在其他国家也是如此，我觉得投资是一个世界语言。比如说我们去美国，会买 Facebook、亚马逊、谷歌、苹果、微软等美国的核心资产。那么美国人来中国也是买茅台、美的、格力、海康威视等这样的中国核心资产。所以说，核心的企业，是能够穿越市场变化的。在我二十多年的从业道路上，我见过很多领一时风骚的人物，但风吹浪打后就几乎都不见了，唯一长存的就是价值投资者。当然，并不是所有行业、所有公司都能够穿越时间，成为价值投资标的，能真正做到的往往是具有护城河的公司，而这些公司通常出现在消费、医药、互联网以及科技等领域。

问 3：这些年来，中国股市的参与群体的组成情况，有没有明显的变化？

但斌：2006 年到 2007 年那个牛市是公募基金大发展的时代，私募基金则在 2004 年左右开始萌芽，到 2014 年包括我们东方港湾在内的 33 家私募机构获得首批阳光私募基金管理人资质之后，阳光私募迎来了大发展时代。现在私募基金的管理规模已经突破 10 万亿，超过了公募基金。从 2017 年到 2018 年，私募界两极分化的现象变得非常严重，业绩优良的私募基金的管理规模有了突飞猛进的增长，表现一般的私募机构则越来越差。应该来说，A 股市场的投资者结构变得更趋向于机构化和专业化。另外，随着 QFII、深港通、沪港通以及 A 股纳入明晟 MSCI 指数等的深化，海外那些以核心资产为标的的资金也会陆续流入中国，进而使机构化和专业化这一现象更加强化。

问 4：就您看来，2006—2007 年牛市的核心推动力是什么？2014—2015 年牛市的核心推动力是什么？2016—2017 年白马股结构性牛市的核心推动力是什么？

但斌：我觉得 2006 年那次上涨和 2017 年是比较像的。实际上 2006—2007 年也是茅台涨得最多，大概是 10 倍左右，比这次还多，是第一波黄金时代。当时云南白药、万华、万科、招商银行等都涨了非常多。现在和当年是有点类似的，只是经过大浪淘沙以后现在比当时更集中了。时间是最好的试

金石，经过试金石的试验以后，在十三四年前就伟大的公司现在变得更伟大了，投资也更集中了。所以我觉得 2006—2007 年和 2016—2017 年乃至未来可能是相通的，或者说是一个逐渐验证的过程。

2014—2015 年的牛市是在大众创新、万众创业的时代背景下形成的。当时市场对所谓的新模式有一些想法，只是现在较多被证伪了。实际上“大众创新、万众创业”这个提法是没错的，可惜的是，中国能够体现这种想法的伟大的公司较多都在境外上市了。腾讯、阿里巴巴、百度、网易、好未来、微博等一些伟大的公司，能够体现中国经济活力的公司都在美国或者香港上市了。从回报率来看，网易从 2001 年互联网泡沫到现在涨了 2942 倍，这个回报相当惊人。有些朋友都知道过去几年我们在茅台、腾讯上赚了钱，但实际上我们单只股票回报率最高的是好未来，它是在美国上市的。这些体现新时代的好公司，没有在 A 股市场中得到展现。A 股市场中展现出来的有些是被证伪的公司，比如乐视网、全通教育等。当没有巨头存在的时候，这些股票可能短期还是可以的，一旦巨头冲进去，市场份额就会受到明显影响。这些公司在被证伪之后股价就纷纷暴跌，这里面我们也要反思一下上市体制。据说小米马上要到香港上市了，另外，陆金所、蚂蚁金服等都有可能要去境外上市。我们既然已经错过了第一次互联网的机会，如果再错过第二次就会非常遗憾。我觉得还是应该把上市制度做适当的改进，让更多真正好的公司有机会在 A 股上市。

问 5：2018 年股市的格局会不会延续 2017 年的特征，还是说会有明显的不同？

但斌：我觉得延续 2017 年特征的概率比较大，特别是 2018 年 6 月份加入明晟 MSCI 指数以后，表现会更加明显。从中国台湾、韩国的经验来看，加入明晟 MSCI 指数后海外的大钱都是围绕着两个市场中的核心资产来买的，那么我想，加入明晟 MSCI 指数会让中国的核心资产更加强化。2018 年最大的变化应该就是外资的进入，因为内资基本上能动员的力量都已经动员得差不多了。中国在 2018 年 6 月份加入全球市场，成为全球市场的一部分后，会对中国市场的核心资产带来很大的影响。

问 6：2018 年您看好哪些板块？为什么？

但斌：我们这么多年始终围绕着消费、互联网、医药、非银行金融以及高端制造这五个方向在布局。从全球资本市场几百年的演变来看，真正能够穿越周期、拥有长达上百年商业壁垒的标的大多集中在消费类公司。比如说像化妆品、软饮料、烟草、蒸馏酒，等等，这些行业从长期看是拥有壁垒的，而且可以在时间长河中保持企业的活力、生命力和持久力。在全世界最古老的十六家公司中，有五家是酒类公司，这一类的公司生命力更长久，所以我们比较关注消费类。

互联网是新时代的产物，它的护城河不亚于传统企业，且形成以后要击垮它是非常困难的。像腾讯也好、阿里巴巴也好，他们的商业壁垒一旦形成就会非常难击破。美国纳斯达克的五大金刚占了总市值的 42%，而且这个比例还在提高，没有放缓的迹象。如果人类的未来是由人工智能、大数据、无人驾驶决定的，那么，谁拥有数据谁就拥有未来。现在的商业壁垒就是数据，这些公司拥有巨大的数据，而且是后人无法突破或者后来的公司想超越但很难超越的。这类公司的护城河更宽、更深。但需要注意的是，我们主要是看互联网平台类的商业模式，并不是说互联网行业中所有企业都值得投资，只能说互联网平台式企业的护城河非常宽。

另外，高端制造方面，总的来说，在一个国家经济长期上升的过程中，高端制造业的龙头企业也会获得一些长足的发展。医药行业也是能够长期保持核心竞争力的。非银行金融方面，从 2018 年公布的 GDP 数据来看，已经突破 80 万亿，中国人均收入已经超过 9000 美元，如果再过几年突破中等收入线到 1.5 万或者 3 万美元的话，保险这个行业可能也会获得长远的发展。所以非银金融板块应该有比较大的机会。

问 7：有没有某些类型的股票，今后会持续涨几年？有没有某些类型的股票，后续可能很多年都不会再涨了？

但斌：我觉得很多好股票，就像生产万宝路香烟的菲利普·莫里斯涨几十年甚至上百年都有可能。假设茅台的生命周期和国外的酒类企业差不多，是几百年甚至一千多年的话，它也会一直涨下去。尽管茅台在产量上存在天