

股东价值之路

基金经理解读巴菲特致股东的信

方 锐◎著

在六十年的长周期内
领悟“价值投资”的内涵

北京源乐晟创始合伙人 基金经理 研究总监 吕小九

雪球创始人兼CEO 方三文

证券时报中国上市公司研究院副院长 肖国元

云南财经大学金融学教授 刘锡标

狐尾松资本创始人 私募工场秃鹫基金基金经理 王代新

**联袂
推荐**

和聪明的投资者一起学习投资

股东价值之路

基金经理解读巴菲特致股东的信

在六十年的长周期内
领悟“价值投资”的内涵

方 锐◎著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

· 北 京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

股东价值之路: 基金经理解读巴菲特致股东的信 / 方锐著.

北京: 中国经济出版社, 2018. 5

ISBN 978 - 7 - 5136 - 5186 - 8

I. ①股… II. ①方… III. ①投资—研究 IV. ①F830. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 084487 号

责任编辑 燕丽丽

责任印制 巢新强

封面设计 任燕飞

出版发行 中国经济出版社

印刷者 北京力信诚印刷有限公司

经销者 各地新华书店

开本 710mm × 1000mm 1/16

印张 15.75

字数 180 千字

版次 2018 年 5 月第 1 版

印次 2018 年 5 月第 1 次

定价 56.00 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

作者简介

方锐 大学毕业后便踏入股海，成为职业证券投资人。有16年证券投资经验。《证券时报》特约撰稿人，曾受邀撰写过多篇整版专题文章。现任上海务圣投资管理合伙企业（有限合伙）（中国证券投资基金业协会会员，已进入多家金融机构产品代销白名单）总经理兼投资总监，私募工场肥尾价值一号基金经理。

联系方式：

公司官网：www.600519.com

16893397@qq.com

内容简介



在投资界，人们普遍认为巴菲特是价值投资的开山鼻祖，其实，巴菲特本人从来没有明确提出过“价值投资”的概念，只是后来人的总结而已。相反，他认为，投资必然是因为有价值，因此所谓“价值投资”根本就是多余的废话。不同的人、不同的经历、不同的视角，所看到的和所理解的巴菲特也是不同的。本书的作者从一个基金经理人的角度，将半个多世纪的巴菲特的公开信件，归结在如何实现股东价值这一个问题上。投资、保险企业的经营、现代企业治理机制、宏观经济研究，所有问题最后的落脚点都是：这些方法、措施或者制度，是否有利于增加股东价值。股东价值的增长，最终体现的必然就是投资人获益。通过对这一核心问题的解读，作为普通投资者，就可以看到是一个非常简单的巴菲特——人们最应该学习的应该是巴菲特化繁为简的能力——他无论投资或是经营企业，核心就是提升股东价值。虽然投资很复杂，但如果只考虑这一个问题，就非常简单。

责任编辑：燕丽丽
出版咨询：010-68319284
64499910@qq.com



序言

当你谈价值投资时，你谈的是什么？

肖国元^①

自沪深股市成立以来不足30年的时间里，A股投资者经历过高频兼大幅的起落。无论是大盘指数，还是个股价格，从终点回到起点的惨痛记忆令人唏嘘再三。为了摆脱这样的循环窘境，探寻有效的投资策略与方法，以赢取较高的投资回报，成了无数投资者的心头之急。

记忆中，直到2000年前后，随着公募基金登堂入室，一个被称作“价值投资”的概念开始进入A股投资者的视野。在随后的几年里，有关价值投资的各种解读以及与此有关的投资策略、投资技巧百花纷呈，好不热闹。但是，价值投资并没有大面积在A股市场生根发芽、开花结果，似乎还停留在启蒙式的概念阶段，只有极少数人尝到了价值投资的甜头。

价值投资再一次被抬举是2017年的事。这一年，蓝筹股行情的火爆与中小创股票被冷落的巨大分野，再一次刺激投资者的神经。由于

^① 作者为证券时报·中国上市公司研究院副院长。

历史的叠加，这一回的价值投资似乎来得更真切，对投资者的刺激比过去任何一次都深刻。人们有更充分的理由认为，投资股票，除了价值投资，没有他途。

在谈论“价值投资”时，巴菲特是一道绕不过的坎。尤其是近10年来，每年与巴菲特有关的三大盛举总是如期而至：与巴菲特面对面的午餐券拍卖、巴菲特故乡奥马哈的股东大会之旅以及研读巴菲特致股东的信。投资者想尽办法接近巴菲特，目的只有一个：希望从他那里获得投资真经。

不过，事情也许会令大多数巴粉失望。被市场奉为主臬的“价值投资”并不是巴菲特提出的概念，他也从来没有将自己的投资策略与方法定义为“价值投资”。说白了，这不过是好事者总结、归纳巴菲特几十年的投资行为而贴在巴菲特身上的标签而已。

重要的是，不管贴什么标签，针对股票市场，巴菲特确实有一套独门绝计，并且，凭着这套东西，几十年来一直在股票市场独领风骚，无人能出其右。可是，对于投资者而言，光知道“价值投资”四个字是无济于事的。重要的在于领悟“价值投资”的内涵，获得诸如此类问题的答案：价值投资与巴菲特的投资行为有什么关系？如何从巴菲特那里获取可资利用的投资方法与策略？从巴菲特的经验中能提炼出直接有效的投资手段吗？

众所周知，巴菲特有关股票投资的言论，绝大多数源自他每年写给股东的信。于是，人们希望通过研究、分析巴菲特给股东的信，从中破解其投资技巧。巴菲特给股东的信，每每洋洋万言，内容纷纭庞杂，包括经济环境、标的选择、投资过程、投资理念、回报比较、路径转移、失手原因以及成败感悟等。一般人读了以后总是云山雾罩，难明就里。即使被人从中提炼出来的一些要点，也是说辞纷呈，百人

千口。从巴菲特历年来给股东的信中，我们可以看到一些与价值投资有关的关键词：保守、不可预测、被低估的股票、安全边际、分散投资、护城河、长期持有、相对回报、内在价值等。这些构成了巴菲特投资理念与策略的核心与基础。但这些词具体的内涵是什么、相互之间的逻辑关系是什么以及如何应用它们，巴菲特并没有严谨的论说，更没有将它们一般化，变成概念清晰、逻辑严谨、系统完善的理论体系。

可以看出，“价值投资”不是一个简单的概念，更不是可以随手拿来使用的“菜刀”与“扳手”。由此，我们也许明白了巴菲特为什么没有将自己的成功之道简单地归纳成“价值投资”四个字的理由。

事实上，对于何者为“低估”、“长期”到底有多长、怎么才叫“分散”、“安全边际”究竟多大、“相对回报”是多少才合理这类问题，一千个人可能有一千个答案，就像一百个人心里有一百个哈姆雷特一样。

事情缘何如此？

按照奥地利学派经济学的理论，所谓的“价值”不是一个独立的客观存在，更不是一成不变的实在物，它会因人而异，因时而变。对你有价值的东西，在别人眼里也许一文不值；今天昂贵的东西，过几天其价格也许一落千丈。可以说，“价值”是主观的、相对的。以它为基础的“价值投资”是一个“质”的概念，而不是一个“量”的方法。因此，价值投资，与其说是投资方法，不如说是投资理念；与其说是投资理念，不如说是投资哲学。因此，希望轻轻松松能从巴菲特那里获得简单、直接、有效的投资方法，几乎是不可能的事。

正是基于这样的考虑，唯有全面完整地了解巴菲特、认识巴菲特，

才能感悟巴菲特的成功之道。唯有通过这样一个历练过程，我们也许才能明白价值投资的奥妙与真谛，才能在遵循巴菲特投资哲学的基础上总结出具体有效的投资方法与策略。

大道至简，大道无形。“价值投资”就是这样的道，值得你追求！

前言

探寻股东价值

自1609年世界上第一家证券交易所——荷兰阿姆斯特丹证券交易所成立以来，股票市场的历史已经跨越了整整四个世纪。不过，在长达400年的时间里，真正能够在证券市场上持续几十年并取得高回报的投资者少之又少。绝大多数人难以取得持续的超额收益，很多人甚至是以亏损铩羽而归。“7亏2平1赚”的魔咒久久盘旋而挥之不去。投资为什么不容易？

有效市场假说

金融市场当然少不了“学院派”的观点。20世纪60年代，奥斯本提出了“随机漫步理论”，他认为股票价格的变化类似于化学分子的“布朗运动”（悬浮在液体或气体中的微粒所做的永不休止的、无秩序的运动），具有“随机漫步”的特点。也就是说，证券价格的波动是随机的，没有规律可循的。“随机漫步理论”的提出间接否定了证券市场中的图表技术派。

但是，当时包括经济学家萨缪尔森等人的看法是：金融市场并非不按经济规律运作，甚至可能恰恰相反。

紧接着，尤金法玛在70年代提出了有效市场假说。“有效市场”是这样—个市场：市场中存在着大量理性的、追求利益最大化的投资者，他们积极参与竞争，每一个人都能轻易获得当前的重要信息。在一个有效市场上，众多精明投资者之间的竞争导致这样一种状况：在任何时候，单个股票的市场价格都反映了已经发生的和市场预期将会发生的事情。如果这个假说成立，也就意味着试图通过买入被低估的股票，待其回归“内在价值”后卖出的基本面分析者所做的工作都是徒劳的。

路边苦李

证券市场真的如此有效吗？让笔者从一个故事说起：

古时候有这样一个传说：有个叫王戎的人在七岁的时候，有一次和其他小朋友出去玩。他看到路边的李子树上结满了李子，多到都要把树枝压断了。许多小孩争相跑去摘李子，只有王戎纹丝不动。有人问他原因，他说：“这李子树就长在路边，却结满了那么多的果实而没人摘，其果实必定是苦的。”后来别人摘来果实—尝，果然如此。故事很快就传开了。甚至当地的教育部门都把这个故事写进教科书中，叫作《路边苦李》。以此来告诫大家这个道理：李子长在大路边而无人摘，必苦也。

这个故事本身似乎恰恰说明了市场是有效率的，想“捡漏”没那么容易。不过，各位看官先别急着下结论：第二年，王戎和—群小朋友又去郊外玩耍，忽然看见路边又有一棵李子树，树上结满了李子，上面的李子个儿大皮红。—次小朋友们都对李树视而不见，没有人跑过去摘李子。只有王戎走过去摘了一个尝了尝，然后坐下来美美地吃了一顿。小伙伴们惊讶地问他：“路上的李树，结满了果实而没人摘，难道不苦吗？”王戎回答说：“现在大家都知道了‘李子生大路而

无人摘，必苦也’的道理。大家肯定以为路边的李子都是苦而不能吃，所以都没有去尝过。因此我一定要亲自尝一尝才知道啊！”

由此可见，无须去争论“有效市场假说”中“理性人”与“充分获得信息”等假设条件。假如市场上所有的人都认同“有效市场假说”，大家都不再阅读信息，努力预测，积极参与（因为这样做是徒劳的），则市场很快又会变得缺乏效率，“机会之门”又将对积极参与的投资者重新打开。所以，“有效市场假说”自身便埋下了矛盾的种子，难以实现。

“掷币大赛”

既然市场不是完全有效的，那么是否有一些人能够通过一些特定的投资方法（或投资哲学）取得不错的投资回报呢？环顾全球，当今最负盛名的投资者非沃伦·巴菲特莫属。他师从格雷厄姆，从其1956年创办合伙人企业开始，在长达五十多年的时间里，巴菲特取了大约年化22%的投资收益率，累计回报率高达83000倍。虽然巴菲特的投资回报都是经过多年的严格审计的，但是对于巴菲特的质疑，在全美过去几十年都没停止过。质疑者认为巴菲特是一个典型的“3西格玛”事件（形容事件出现的概率很小），更有甚至认为他和一个通过买彩票中了巨额大奖的“傻瓜”没有分别。

对此，巴菲特曾在哥伦比亚大学做过一个著名的演讲。在演说中，他指出：假如全美有2.25亿人通过“捉对厮杀”进行猜硬币正反的淘汰赛，赢家进入下一轮，输家被淘汰出局。这意味着每过一轮就会有一半人被淘汰，最终会有215人胜出，他们都是连续20轮猜对硬币正反面的人。这时，反对者会恼羞成怒地说：“假如把2.25亿人换成2.25亿只大猩猩。同样会有215只猩猩胜出。”巴菲特接着指出：假如这2.25亿大猩猩像美国的人口一样分布于美国各地，且在胜出的

215 只大猩猩中有 40 只来自奥马哈的一个十分独特的动物园，那么大家肯定会前往这家动物园向饲养员问个究竟。换句话说，如果那些成功的赢家不同寻常的集中，你肯定想弄明白这到底有哪些非同寻常的因素。这就好比全国有某种罕见的癌症病人 1500 个，但其中的 400 人集中在某个小村落里，医学家们肯定会去那个村子探个究竟，而不是无动于衷。接下来，巴菲特举了 9 个投资人的例子，这九个人在过去 15~20 年的时间里，都大幅跑赢了标准普尔 500 指数。最关键的是，他们来自同一个公园——“格雷厄姆-多德公园”。他们都遵循着格雷厄姆的投资哲学——都只关心股票的价格与价值。

价值投资有多难

巴菲特的演说为“价值投资”博得了精彩的一分。不过，虽然巴菲特举了 9 个实践者的例子，并引用了“癌症村”的案例，但如果仅从随机分布的角度看，某些看似不随机的事件恰恰可能就是随机事件。比如，如果我们用一个自动发射器随机多角度向一面大大的正方形靶子发射 100 根飞针，那么理论上，这些飞针插中正方形靶子中任何一个地方的概率都相同。现在如果把这个正方形靶子划分成 100 个更小的正方形，那么这些随机发射的 100 根飞针恰好分别插中 100 个小正方形的概率其实是非常低的，也就是说这 100 根飞针恰好均匀分布的概率其实是非常低的。常见的结果是：一些小正方形里有好几根飞针，而另一些小正方形里一个飞针也没有。可见，“癌症集群”完全可能是随机的结果。此外，当我们拿出一群赢家作为例证，宣扬他们是如何“基业长青”之时，不要忘了还有大量遵循同样投资理念的人收益平平，甚至亏损累累。这些人由于业绩平平，无法现身，因此沦为了“沉默的反证”。

除此以外，假如说一千个人的心目中有一千个哈姆雷特的话，那

么一千个人就会有一千种对格雷厄姆的理解，也会有一千种对“价值投资”的理解。毕竟，每个人的学习能力与经验阅历是有区别的。即便把考察对象缩小到顶级商学院的高才生，结果也不尽如人意。“即便考虑到你们是哈佛的毕业生，你们中最多也只会会有2%，甚至1%的能达到巴菲特的投资水平。”某对冲基金经理曾对哈佛大学的毕业生如是说。所谓的“价值投资”知易行难（最多只能算通往成功投资之路的必要条件之一而已）。

为什么要写这本书

走出大学校门，我就成为一名职业投资人。在十多年的投资道路上，如果说让我列举出一位对我投资助益最大、最让我佩服的人的话，非巴菲特莫属。但正如前文所言，不同的人，对巴菲特、对价值投资，可能会有完全不同的解读。专注、理性、不在意他人的看法、独立思考等，都是他可以长期战胜市场的重要精神特质。但是，通过阅读历年巴菲特的信件，笔者还发现，他是一位特别擅长将复杂问题简化，直接触及问题核心的人。作为一名职业投资人，维护股东利益、在任何情况下都确保股东价值最大化，才是成功投资的核心。无论是谈论投资、企业经营管理、现代企业制度、经济政策，或者是保险企业的经营，他不拘泥经典的学院派理论，或者那些所谓的企业都广泛采纳的制度设计，所有的立论起点都是对股东利益的维护。而这一视角，也是笔者在十多年的投资生涯中，认为最为重要的学习巴菲特的一个角度。

巴菲特从未提出“价值投资”的理念，而广为流传的价值投资方法，以及一名价值投资者应该具备的特质，也是后来人通过巴菲特的信件或者演讲，点点滴滴总结而来。巴菲特致股东的信洋洋洒洒上百万字，其中不少涉及伯克希尔的经营，作为一名普通投资者，全部读

懂，实为困难。于是，在 2013 年 11 月，怀着一颗敬畏的心，我写信给巴菲特，询问是否可以摘写致股东信中涉及价值投资理念的经典话语，并逐年解读，以此可以展示出在一个较长时间维度下，关于价值投资的核心要义。很荣幸，可以得到巴菲特先生的许可。但是，本书只是从“股东价值”一个视角的解读，如果您希望系统地学习巴菲特的理念和思想，请登录伯克希尔官方网站，阅读完整的巴菲特致股东的信。

目 录

第一篇 青年巴菲特：开办合伙企业阶段（1957—1969年）

| | |
|---------------------------|----|
| | 1 |
| 设立目标：1957年致合伙人的信..... | 3 |
| 寻找被低估的股票：1958年致合伙人的信..... | 5 |
| 坚持保守：1959年致合伙人的信..... | 7 |
| 投资需看长远：1960年致合伙人的信..... | 8 |
| 三类仓位配置原则：1961年致合伙人的信..... | 9 |
| 基本原则：1962年致合伙人的信..... | 14 |
| 什么是投资品：1963年致合伙人的信..... | 16 |
| 公募基金的缺陷：1964年致合伙人的信..... | 18 |
| 集中与分散：1965年致合伙人的信..... | 20 |
| 基于价值：1966年致合伙人的信..... | 23 |
| 投资理念进化：1967年致合伙人的信..... | 28 |
| 令人失望的市场：1968年致合伙人的信..... | 32 |
| 解散合伙人企业：1969年致合伙人的信..... | 34 |

第二篇 中年至老年：企业家 + 投资家 + 保险家（1971—2017 年）

| | |
|-------------------------------|-----|
| | 37 |
| 差异化竞争：1971 年致股东的信 | 39 |
| 保险业的经营理念：1972 年致股东的信 | 41 |
| 价格管制：1973 年致股东的信 | 43 |
| 会计估计：1974 年致股东的信 | 44 |
| 脱离纯粹的格雷厄姆路线：1975 年致股东的信 | 46 |
| 优秀企业的标准：1976 年致股东的信 | 48 |
| 保险与投资并行：1977 年致股东的信 | 50 |
| 预测不靠谱：1978 年致股东的信 | 54 |
| 经济滞胀：1979 年致股东的信 | 57 |
| 买入 GEICO：1980 年致股东的信 | 62 |
| 创造股东价值：1981 年致股东的信 | 66 |
| 如何经营保险业：1982 年致股东的信 | 71 |
| 账面价值与内在价值：1983 年致股东的信 | 78 |
| 回购股票：1984 年致股东的信 | 83 |
| 可怕的同质化竞争：1985 年致股东的信 | 91 |
| 股灾前夕：1986 年致股东的信 | 97 |
| 经历股灾：1987 年致股东的信 | 101 |
| 套利交易：1988 年致股东的信 | 107 |
| 大公司的烦恼：1989 年致股东的信 | 111 |
| 简单的原则：1990 年致股东的信 | 118 |
| 寻找护城河：1991 年致股东的信 | 123 |
| 价值法与成长法：1992 年致股东的信 | 128 |
| 坚守能力圈：1993 年致股东的信 | 135 |
| 历史投入的账面价值与未来产生的内在价值： | |