

# 投资伟大的企业

——解读巴菲特致股东的信

INVESTING THE GREAT BUSINESS

——EXPLAINING BUFFETT'S LETTERS TO SHAREHOLDERS

张海燕 著



经济日报出版社

## 图书在版编目 ( CIP ) 数据

投资伟大的企业：解读巴菲特致股东的信 / 张海燕著 . — 北京：  
经济日报出版社，2010. 1

ISBN 978 - 7 - 80257 - 108 - 2

I. ①投... II. ①张... III. ①股票 - 证券投资 - 基本  
知识 IV. ①F830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 ( 2009 ) 第 232516 号

本书图片由东方 IC 提供

## 投资伟大的企业：解读巴菲特致股东的信

---

作 者	张海燕
责任编辑	程 鹃
责任校对	韩会凡 徐建华
出版发行	经济日报出版社
地 址	北京市宣武区右安门内大街 65 号 ( 邮政编码: 100054 )
电 话	010 - 63568136 63567690 ( 编辑部) 63567683 ( 发行部)
网 址	www. edpbook. com
E - mail	jjrb58@ sina. com
经 销	全国新华书店
印 刷	
开 本	710 × 1000mm 1/16
印 张	15. 75
字 数	220 千字
版 次	2010 年 1 月第一版
印 次	2010 年 1 月第一次印刷
书 号	ISBN 978 - 7 - 80257 - 108 - 2
定 价	33. 00 元

---

版权所有 盗版必究 印装有误 负责调换

<b>第一章 让短视走开</b>	<b>1</b>
一、投资的正道和真理	3
二、投资当学巴菲特	5
三、股东信是朝圣“奥马哈先知”的天梯	10
四、让短视走开，用巴菲特的思维方式做投资	13
<b>第二章 投资伟大的企业</b>	<b>21</b>
一、思考股票投资的本质	23
二、股票价格上下波动的实质	24
三、确保在投资的“盲棋比赛”中长期胜出	27
四、抓“纲”投资	37
<b>第三章 站在巨人的肩膀上建立起巴菲特的投资体系</b>	<b>43</b>
一、善于阅读和思考是巴菲特成功的前提	45



# 投资伟大的企业

INVESTING THE GREAT BUSINESS

二、两位老师格雷厄姆和费雪对巴菲特的影响	48
三、“雪茄烟蒂型投资”的缺陷及巴菲特的醒悟	57
四、“经济特许权理论”的形成	67
五、经济城堡和护城河理论的形成	75
六、投资“护城河不断变宽”的企业	79
七、巴菲特对老师的取长补短及形成的独特投资体系示意图	89
<b>第四章 投资精髓的“三个面向”</b>	<b>91</b>
一、巴菲特投资法的精髓	93
二、面向优质商业属性	95
三、面向“商道逻辑”	109
四、面向“股东价值”	117
<b>第五章 伟大企业的生意特征</b>	<b>123</b>
一、巴菲特对伟大企业的衡量标准	126
二、伟大企业的生意特征和赢利模式	132
三、有比较才有鉴别——巴菲特对伟大企业、良好企业和糟糕企业的定义	152
四、伟大企业的最佳生意模型——律师的赢利模式与维持成本	159
<b>第六章 伟大企业的价值及其创造</b>	<b>163</b>
一、准确把握不同的企业价值概念内涵	165
二、企业的六种经济价值	172

三、股东的实质内在价值——企业真正的投资价值	182
四、看好你的钱袋子，关注股东价值	191
<b>第七章 好价格的安全边际</b>	<b>193</b>
一、投资的基石——安全边际	195
二、巴菲特升华了安全边际内涵	198
三、在思考企业价值和价格差异的基础上把握安全边际	205
四、有助于我们理解“安全边际”的几个要点	209
<b>第八章 投资与经营的交叉思维</b>	<b>213</b>
一、思考价值投资的生产力	215
二、财富创造方式——企业家和投资家的不同和相同	223
三、优秀投资者是企业家思维与投资家思维的交叉	230
四、“巴菲特价值投资法”十大要点的思考性总结	231
五、每天踩着踢踏舞步做投资	236
<b>后记：读“懂”巴菲特</b>	<b>241</b>

# 第一章

## 让短视走开

### THE 1ST CHAPTER: Keep the Short-sight Away

股票市场就像一个再分配中心，钱在这里从交易活跃的投资人那里流到目光远大的耐心投资人手中。( The stock market serves as a relocation center at which money is moved from the active to the far-sighted patient. )

——摘自巴菲特 1991 年致股东的信



## 一、投资的正道和真理

### 1. 是现代人就回避不了投资

说起投资，其实质是拿今天的本钱投到企业去博取未来的更多财富，这是一种典型的经济价值游戏。

应如何看待投资？让我们先看一下被公认为世界股神的巴菲特持一个怎样的观点吧：

“未来 10 年，证券的投资回报率肯定要高于现金，也许会高出很多。那些手持现金的投资者还在等待好消息，但他们忘了冰球明星韦恩·格雷茨基（Wayne Gretzky）的忠告：‘我总是滑向冰球运动的方向，而不是等冰球到位再追’。”（摘自巴菲特《我正在买入》，载 2008. 10. 17 《纽约时报》）

股神用精炼的语言明确表达了两层意思：一是投资的价值高于现金；二是借冰球明星的名言来暗喻投资成功的关键是：占得先机。

但若要成为一个能够占得先机的真正成功的投资者，首先需要我们思考清楚和想明白的是，投资的正道和真理是什么？



# 投资伟大的企业

INVESTING THE GREAT BUSINESS

## 2. 投资成功的两种可能途径

总结起来，资本市场的前辈精英们无外乎告诉了我们两种投资成功的可能途径，一种是交易（trading），另一种就是投资（investing）。交易方法的提倡者会说交易是投资的正道，他们鼓励投资者做交易，去博取短期交易差价的收益；他们教人们看图形、听消息、看软件、跟庄等，代表人物包括江恩、李佛莫、艾略特等，也包括我们非常熟悉的德隆系，其本质更接近于人们通常所讲的“炒股”。投资方法的提倡者当然说投资方法是投资的正途，他们鼓励投资者注重企业的经营价值和长期竞争力优势，他们教人们如何识别好企业和差企业的方法，以及如何鉴别企业内在价值和市场价格的区别和差异的方法等等，其实质接近于投资的本质属性，代表人物是股神巴菲特，他是全世界唯一一个仅仅凭助投资手段就荣登世界首富宝座的人。

## 3. 投资的正道不是交易而是投资

以历史为鉴可以知兴衰，以事理为鉴可以知对错。如果我们依靠投资活动进行创富的话，那么我们可以赖以成功的投资的正道和真理到底是什么呢？

按我自己的理解，投资的本质实际是一种以向企业投入本钱为前提换取企业经营回报收益的商业经济游戏。既然投资是一种商业经济游戏，那么，投资的正道和真理一定是源于一种最符合经济原理和商业运行逻辑的东西。

在岁月的长河中，以交易差价为主的投资者没听说有几个成功者，到最后都没有太好的结果，究其原因，以交易为主的投资方法一般是典型的零和游戏。就像是一种赌博，从短期来看，都有赚钱的可能，但长期而言，最后必定输光落败；倒是以投资方法为主的股神巴菲特，通过伟大企业在经营上的长期竞争优势，随企业的不断发展壮大赢利，更符合经济原理和商业逻辑，越来越显示出他的价值投资方法的可靠和魅力，成为全世界投

资者运用投资方法的航标灯和北斗星。所以股神巴菲特告诫我们说：

“投资人最应该做的是思考企业真正的长期远景，而不是短期的股价表现。”（摘自巴菲特 1991 年致股东的信）

投资就这两条路可走，我们到底应该选哪条呢？

## 二、投资当学巴菲特

### 1. 巴菲特是当今最伟大的投资家

在有记录可考证的投资成就中，当今世界被长期证明的无与伦比的最伟大投资家非巴菲特莫属。据《2009 年巴菲特致股东的信》中信息披露，他在 1965 ~ 2008 年长达 40 多年的投资生涯中，以高达 3623.19 倍的投资增值速度傲视群雄，而同期代表美国总体经济水平的“标准普尔 500 指数”的增值不过 42.76 倍，远远战胜了市场，无愧于股神称号。（数据摘自《2009 年巴菲特致股东的信》）

让我们想象一下 3623.19 倍的投资增值速度是个什么概念，就是说你在 1965 年投资了 10000 元，到 2008 年年底已经成为 3623.19 万元，典型的几千万大富翁了，多令人羡慕和景仰啊！

### 2. 巴菲特的投资成就“是一种极致的结果”

评价巴菲特的投资成就，最有资格的当属巴菲特的老搭档——巴菲特旗舰企业波克希尔·哈斯维公司的副董事长查理·芒格。每年的股东大会，很多投资者都是参加完波克希尔的股东会后再去参加由芒格做董事长的子公司威斯科（Wesco）的股东大会，聆听芒格的教诲。在 2007 年威斯科股



# 投资伟大的企业

INVESTING THE GREAT BUSINESS

东大会上，一个投资者对巴菲特的成功意犹未尽，他对芒格提出了这样的问题：“为什么沃伦·巴菲特和他所创造的波克希尔·哈斯维是如此非同寻常的成功？”芒格的回答非常言简意赅：

“为什么一个人从少量资产开始，且没有信用评级，却完成了这种奇异的资产积累：价值一千两百亿美元的现金和有价证券。而这一结果开始于当沃伦接手经营时仅一千万美元的资产和大约同样数量的流通股。这的确是投资成就达到一种极致的结果……”（摘自威斯科2007年股东大会记录 Whitney Tilson's 2007 Wesco Annual Meeting Notes, May 9, 2007）

按芒格的评价，巴菲特从1000万美元的资产和股票起步，到2006年年底的资产价值则达到1200亿美元，称这种资产增值是“奇异的资产积累”“一种极致的投资结果……”从资产增值的速度看，这的确是令普通投资者景仰的成就，这种评价适得其实，并不过分。

### 3. 巴菲特“伟大的投资意识主导了波克希尔的成功”

但“为什么巴菲特能取得如此成功”呢？芒格接着这样回答：

“波克希尔至今的经营成就主要是来自于一个人的意识（头脑）主导。当然，其他人也做出了一定贡献，但波克希尔的成功极大地反映出一个伟大的意识（头脑）所能做出的贡献。在投资行业想通过委员会的决定来取得巨大成功是很困难的，许多人都忽略了这一点。这不是我们通常的生活方式：在民主社会中，人们轮流做出决定。但是，如果你真的想实现投资方面明智的行为，那么最好还是将作出决定以及具体实施都集中于一个人。”（摘自威斯科2007年股东大会记录 Whitney Tilson's 2007 Wesco Annual Meeting Notes, May 9, 2007）

芒格的观点很明确，波克希尔的成功全凭一个人（巴菲特）的伟大意识主导，在投资领域决不能采取民主投票的委员会的方式决策。所以投资很适合每一个人，是一个“很个人”的事情，但需要你客观理智，专注却不能偏执，明智独立地做决定而不能随大流。

#### 4. 用正确的思想统领投资

正确的思想是一种洞察天下万物、气吞万里如虎，由自然王国走向必然王国的大气势、大气魄，任何事情的成功都离不开正确思想的指导。

让我们先想一想企业管理的例子吧，比尔·盖茨在微软鼎盛时期却选择卸去首席执行官的日常管理事务，转而去为将来的发展作更多的思考。因此，引领微软未来更大成功的不是比尔·盖茨的软件编写能力，而是他高瞻远瞩的思想。反观中国的某些企业，它们的破产更多是因为企业领导人的目光短浅、思想狭隘。因此，企业经营的最终胜负是总裁们的思想较量，产品质量、技术水平、管理能力等虽然重要，但并不是企业成败的关键所在。

具体到投资的问题，正确思想的指导就更重要了。巴菲特的成功源于他的符合经济原理和商业运营逻辑的伟大投资思想和完善的投资体系。新的经济时代必须具备新的投资思想，我们必须清楚地认识到，新时代的投资人只有站在时代的前沿，并且具备投资家和企业家的双重战略眼光，才能看清未来的投资机会所在。像巴菲特这样有着完整投资思想体系的投资家，对于企业乃至行业的发展以及人类经济社会的发展都有一种巨大的引领推动作用。他们不是那些有着赌博心理的冒险家，他们既是投资者，也是经营者，更是引领者，他们虽不参与企业具体的经营管理，但他们的思想引导着企业的发展方向。

这就是思想的力量，投资最终比的是思想，比的是指导思想的正确与否。



## 5. K线图技术分析投资法的必败命运

我们应该想清楚股价 K 线图的本质，它实际是股票价格以前的历史走势图线，而 K 线图的技术分析投资法的实质则是依赖股票价格以前的历史走势来判断股票价格的未来走势的一种分析方法。我们首先需要明确的是，投资通俗地讲是一种期望未来价格高于目前价格从而可以获得差价收益的经济游戏，但问题是，股票未来的价格走高主要依赖于什么，是依赖于过去历史的价格走势呢，还是依赖于企业未来的经营好转？显然，前者不可靠，后者更真实。

所以，巴菲特讥讽 K 线图的技术分析投资法好似看“后视镜”向前开车：

“技术指标走势就像是小鸡走路的痕迹和图表巫术，这些东西有用的次数不比误导你的次数多”。（摘自 1972 年巴菲特演讲录）

1987 年，在哥伦比亚大学举办的庆祝格雷厄姆《证券分析》出版 50 周年纪念大会上，巴菲特发表了《格雷厄姆和多德都市的超级投资者》的著名演讲，其中专门提到对 K 线技术分析的看法：

“面对技术分析师所研究的价量行为，我始终感觉惊讶。你是否会仅仅因为某家公司的市场价格在本周或前一周大涨，便决定购买该股票呢？在目前的电脑时代，人们之所以大量研究价格与成交量的行为，是想展现他们的数学技巧，不用这些已拥有的技巧便会带来罪恶感，即使这些技巧的运用没有任何功用，或只会带来负面功用也在所不惜。就如同一位朋友所说，对一位手拿铁锤的人来说，每一样事情看起来都像是个钉子。”（摘自巴菲特 1987 年《格雷厄姆和多德都市

的超级投资者》的演讲)

显然，巴菲特把那些研究价格与成交量行为的 K 线技术分析师归类为卖弄数学技巧的心理依赖障碍者，并下结论说这些技巧的运用没有任何功用，或只会带来负面功用。

从表面上看，用 K 线技术分析理论武装起来的投资者，似乎比毫无章法的投资者是有优势，但事实上，以市场价格波动趋势为主要操作依据的买卖行为，其投资行为本质上是“投机”。设想市场上有多个投机者，投机者 A，长期试图判断其他投机者 B、C、D 的动向，而 B、C、D 反过来也做着同样的判断，这种价格博弈行为必然导致在背叛与合作之间出现艰难选择的“囚徒困境”，从而在不自觉中形成难以摆脱相互欺诈的“投机陷阱”。因此，K 线图的技术分析投资法长久来看，在实践中最终脱离不了必败的命运。正如格雷厄姆在《证券分析》中对这种现象作出的恰如其分的分析推论：

“人们不可能对处在人类自身控制之下的经济事件作出科学预测。这种预测的可靠性将使人们采取相应的行动，而这种行动反过来会推翻当初的预测……由于这一点，我们就可以推论，不存在曾长期不断获得成功并广为人知的图表分析方法。如果有的话，它很快就会被无数人所采用。也正是这种追随最终将葬送其功能。”（摘自格雷厄姆 1934 年《证券分析》）

这可是投资大师巴菲特的老师所下的结论，容不得我们不听。利用价格的波动来博弈投资的收益就像希腊神话中海上女妖塞壬那撩人的歌声一样，虽然动听但却是在诱惑你跌进漩涡陷阱。你若想成为成功的投资者，就必须克服 K 线图的技术分析投资法所带来的“心魔”。



## 6. 投资当学巴菲特

既然巴菲特能取得如此难以望其项背的投资成就，那么我要说，作为一个普通投资者，如果我要学习投资，想在投资方面取得成功，不学习巴菲特，还要学习谁呢？正如芒格在回答投资者的提问“你怎样能以最好的方式得到你想要的”的问题时的答案：

“在把握对应付出努力的方向后再付出应有的努力，并实现你所希望的东西！除此之外还会是其他更好的方法吗？”（摘自威斯科 2007 年股东大会记录 Whitney Tilson's 2007 Wesco Annual Meeting Notes, May 9, 2007）

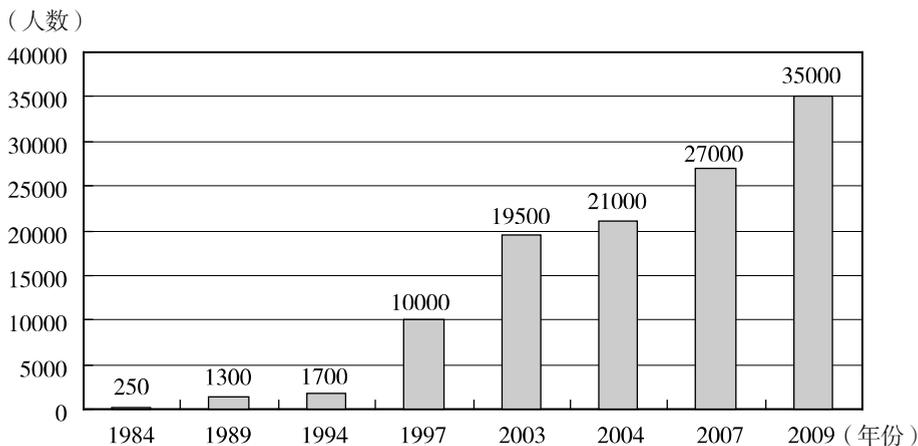
所以，对投资来说，正确的方向比艰苦的努力更重要，你需要把持好你努力的方向，这是决定你投资最终成败的关键。

## 三、股东信是朝圣“奥马哈先知”的天梯

### 1. 每年波克希尔股东大会“朝圣”者的盛况

巴菲特每年都将自己当年的投资思考和操作思路以及波克希尔公司价值的进展变化情况以股东信的形式原原本本地详细报告给自己的股东们，因而多年后便形成了自己独特的以企业内在实质价值（intrinsic value）为主要参照系的伟大投资思想体系，成为全世界投资者理解学习其伟大投资思想体系的第一手资料，并为全世界投资者所敬仰，因其居住于美国西部小镇奥马哈，因而获得了“奥马哈先知（Oracle of Omaha）”的美誉。有的股东只读股东信还觉不过瘾，每年 5 月份借巴菲特召开股东大会的机会去奥马哈“朝圣”，并且人数逐年增多。为得到参加波克希尔股东大会的股东的确

切数字，我专门抽出时间查阅了巴菲特致股东信中披露的准确数字，而不是媒体发布的估计数（2009年除外）。



1984 ~ 2009 年参加巴菲特股东大会的股东人数统计图

由此可见，随着巴菲特影响的日益扩大，自1997年开始参加波克希尔股东大会的人数便达上万人，2004年超过20000人，2009年超过30000人，随着时间的推移，“朝圣”巴菲特的人越来越多。

另外，“朝圣”巴菲特的热度从拍卖“与巴菲特共进午餐”的价码也可以反映出来。2004年前与巴菲特共进午餐的拍卖价仅需几万美元，2006年中国的段永平开创了一个65万美元的天价午餐，大大高于原来的午餐价码。到2008年，有“中国私募教父”之称的赵丹阳竟然拍出了211万美元的更高天价午餐，连巴菲特本人都感到咋舌。

巴菲特在价值投资者心目中的“圣人”位置之高由此可见一斑。

## 2. 巴菲特股东信的特点和魅力

巴菲特不愧是世界价值投资者的旗帜和集大成者，但巴菲特本人并未写书系统描写自己的投资体系，市面上有关巴菲特投资理念的图书都是



# 投资伟大的企业

INVESTING THE GREAT BUSINESS

由他人代笔。巴菲特自己原汁原味的伟大投资思想主要散见于他自己亲笔撰写的自 1956 年到 2008 年长达 40 多年的年度致股东信，偶尔发表的短文章和采访录，以及亲口发表的演讲中。

巴菲特致股东信表面上是巴菲特向股东们报告一年度波克希尔公司的运营结果，一般他会将波克希尔各个子公司在一年中的运营结果，管理思想和存在的问题毫无保留地如数报告给股东们，但对投资者更有价值的是，巴菲特也将自己每年度的投资思想和闪光点穿插描写在股东信中。这种将自己企业子公司运营特点升华成为投资思想闪光点的写法为全世界价值投资者学习和理解巴菲特完整的价值投资思想体系提供了难得的素材，也反映了巴菲特价值投资思想实际是“以企业经营利润前景为核心”，“以企业商业属性，赢利模式和商业逻辑为分析线索”，继之“以企业经营利润成果及其前景来判断企业投资价值为投资指导思想 and 投资哲学”，并突出“伟大企业”的长期竞争力优势所带来的“经济价值创造”主题。

### 3. 阅读股东信的局限和困难

巴菲特股东信所涉猎的价值投资方法和理念广泛而全面，但散布于各年度的股东信中，普通投资者欲得其要领，需要花费很多时间进行前后贯通，难度较大。

由于股东信是巴菲特向波克希尔股东汇报一年度各个子公司运营结果的年度报告，所以一般投资者读股东信时会感到难以理解，似懂非懂，不愿意再读下去，但巴菲特的伟大投资思想确实又散布于股东信中，因此，需要对巴菲特亲自表达但散见于股东信和演讲中的原汁原味的伟大投资思想进行归纳、整理、总结，让人们花很少的时间就能得到巴菲特伟大投资思想的真传。本书的撰写也正是基于这一目的。