

沃伦·巴菲特
长期投资原则的
成功典范

[英] 凯斯·阿什沃斯-罗德◎著

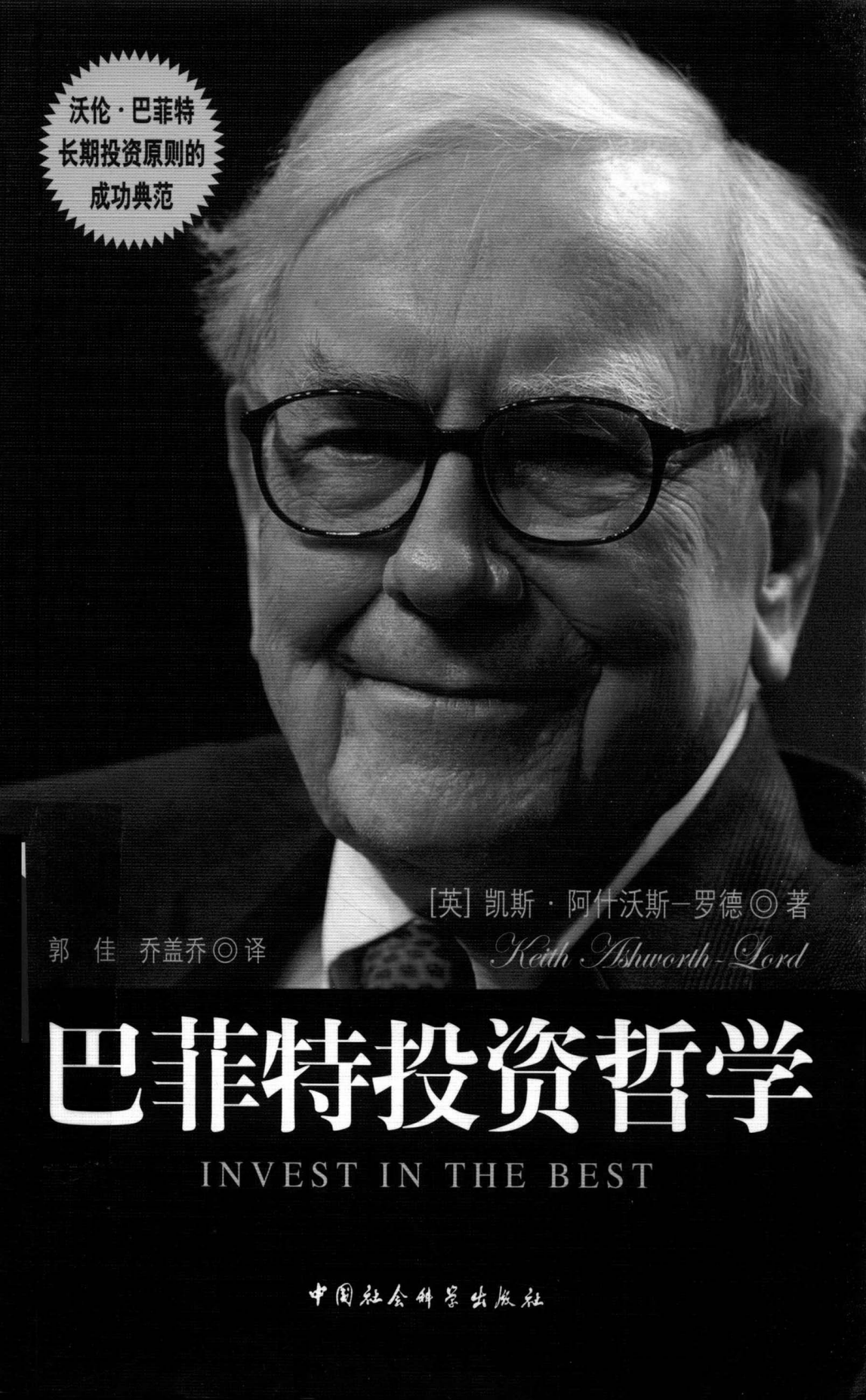
Keith Ashworth-Lord

郭佳 乔盖乔◎译

巴菲特投资哲学

INVEST IN THE BEST

中国社会科学出版社



沃伦·巴菲特
长期投资原则的
成功典范

[英] 凯斯·阿什沃斯-罗德◎著

Keith Ashworth-Lord

郭佳 乔盖乔◎译

巴菲特投资哲学

INVEST IN THE BEST

中国社会科学出版社

图字 01-2018-0586 号

图书在版编目 (CIP) 数据

巴菲特投资哲学 / (英) 凯斯·阿什沃斯-罗德著; 郭佳, 乔盖乔译.
—北京: 中国社会科学出版社, 2018. 3

书名原文: Invest in the Best: Applying the principles of Warren Buffett
for long-term investing success

ISBN 978-7-5203-2006-1

I. ①巴… II. ①凯…②郭…③乔… 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 (2018) 第 013665 号

First published in Great Britain in 2016

Copyright © Keith Ashworth-Lord

出版人 赵剑英
责任编辑 任明
特约编辑 乔继堂
责任校对 杨林
责任印制 李寡寡

出版 中国社会科学出版社
社址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮编 100720
网址 <http://www.csspw.cn>
发行部 010-84083685
门市部 010-84029450
经销 新华书店及其他书店

印刷装订 北京君升印刷有限公司
版次 2018 年 3 月第 1 版
印次 2018 年 3 月第 1 次印刷

开本 710×1000 1/16
印张 12.5
插页 2
字数 130 千字
定价 45.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社营销中心联系调换
电话: 010-84083683
版权所有 侵权必究

关于作者

凯斯·阿什沃斯-罗德 (Keith Ashworth-Lord) 在攻读伦敦帝国理工学院 (Imperial College) 管理学硕士学位之前, 曾获天体物理学专业的理学士 [BSc (Hons)] 学位。在长达 30 年的职业生涯中, 他几乎都致力于股权资本市场 (Equity Capital Markets, ECM), 主要从事公司投资分析、公司财务及基金管理。在亨利·库克·拉姆斯登 (Henry Cooke Lumsden)^① 以及大和证券 (Daiwa Securities)^② 工作期间, 他担任研究部主管; 到投资类杂志《分析家》(Analyst) 之后, 则在首席分析师的岗位上任职多年。凯斯·阿什沃斯-罗德曾是伦敦证券交易所 (Stock Exchange) 的个人会员, 拥有英国投资专业人士协会 (United Kingdom Society of Investment Professionals, UKSIP) 颁发的投资管理证书。目前, 他已经成为英国特许证券与投资协会 (Chartered Institute for Securities &

① 亨利·库克·拉姆斯登 (Henry Cooke Lumsden): 英国曼彻斯特的一家股票经纪公司。

② 大和证券 (Daiwa Securities): 日本第二大证券经纪公司, 仅次于野村证券。成立于 1943 年 12 月, 总部位于东京, 主要业务是综合性和国际性的证券及相关业务, 业务遍布全球各国。

2 巴菲特投资哲学

Investment, CISI)^① 的认证会员。

在创办桑福德·迪兰资产管理有限公司 (Sanford DeLand Asset Management Ltd, SDL) 和设立“英国巴菲特法则基金”(UK Buffettology Fund)^② 之前, 凯斯·阿什沃斯-罗德是一名投资顾问, 长期游走于各类证券交易、基金管理以及私人投资领域客户之间, 并且收获颇丰。近年来, 他曾先后四次荣获汤森-路透 StarMine (Thomson-Reuters StarMine)^③ 的全球分析师评选颁发的选股奖。他被业内认为是沃伦·巴菲特 (Warren Buffett)^④ 和查理·芒格 (Charlie Munger)^⑤ 投资哲学领域最权威的专家之一, 同时, 他也深谙对本杰明·格雷

① 英国特许证券与投资协会 (Chartered Institute for Securities & Investment, CISI): 英国最大的、金融投资机构广泛认可的全球非营利性专业机构。

② 英国巴菲特法则基金 (UK Buffettology Fund): 全称 ConBrio Sanford DeLand UK Buffettology Fund, 由桑福德·迪兰资产管理有限公司创建。这家基金公司一直遵循巴菲特投资理念, 专注于有大品牌、有议价能力以及账面上有大量现金的公司。目前这家由凯斯·阿什沃斯-罗德操盘的基金已经证明了它并非浪得虚名。

③ 汤森-路透 StarMine (Thomson-Reuters StarMine): 汤森-路透 StarMine 全球券商及卖方分析师评选始于 1998 年, 是全球机构投资者广为认可的对全球股票分析师进行专业评选的权威机构。

④ 沃伦·巴菲特 (Warren Buffett): 全名沃伦·爱德华·巴菲特 (Warren Edward Buffett), 全球著名的投资商, 出生于美国内布拉斯加州的奥马哈市。在 2008 年的《福布斯》排行榜上财富超过比尔·盖茨, 成为世界首富。2016 年 9 月 22 日, 彭博全球 50 大最具影响力人物排行榜, 沃伦·巴菲特排第 9 名。

⑤ 查理·芒格 (Charlie Munger): 全名查理·托马斯·芒格 (Charlie Thomas Munger), 出生于美国内布拉斯加州的奥马哈市。在过去的 45 年里, 他和巴菲特联手创造了有史以来最优秀的投资纪录——伯克希尔·哈撒韦公司股票账面价值以年均 20.3% 的复合收益率创造了投资神话。

厄姆 (Benjamin Graham)^① 和 菲 利 普 · 费 雪 (Philip Fisher)^② 的 投 资 精 髓 。

自 2011 年 3 月 创 建 以 来 ， “ 英 国 巴 菲 特 法 则 基 金 ” 在 英 国 股 票 市 场 基 金 (IA UK All Companies sector) 中 始 终 位 列 前 十 ， 截 至 2015 年 12 月 31 日 ， 投 资 回 报 率 高 达 104.85% 。 2015 年 ， 这 只 基 金 在 英 国 股 票 市 场 基 金 全 部 270 只 基 金 中 表 现 最 佳 ， 被 《 金 钱 观 察 家 》 (Money Observer)^③ 杂 志 誉 为 “ 2015 年 英 国 最 佳 小 型 成 长 基 金 ” ， 同 时 被 《 投 资 者 纪 事 》 (Investors Chronicle)^④ 周 刊 列 入 2014 年 和 2015 年 百 强 基 金 名 单 。

① 本杰明·格雷厄姆 (Benjamin Graham)：现代证券分析和价值投资理论的奠基人，享有“华尔街教父”的美誉。代表作有《证券分析》(*Security Analysis*)、《聪明的投资者》(*The Intelligent Investor*) 等。

② 菲利普·费雪 (Philip Fisher)：现代投资理论的开路先锋之一，成长股价值投资策略之父，华尔街极受尊重和推崇的投资专家之一。

③ 《金钱观察家》(*Money Observer*)：英国市场上最具影响的个人理财和投资杂志。1979 年 10 月创刊。目前是英国投资家公司 (Interactive Investor ， 一家总部位于伦敦的在线交易和投资平台) 出版的一本月刊。

④ 《投资者纪事》(*Investors Chronicle*)：创刊于 1860 年的财经内刊，最初发行时名为《金融市场回顾》(*Money Market Review*)，后经过多次合并改为现名。该周刊主要面向私人投资者，刊登全球金融市场、投资市场、另类投资市场各大公司的相关消息，被誉为“影响力极高的杂志”。

献给我的儿子理查德和女儿安纳利斯
这是我未来能做的最好的投资

目 录

引言	(1)
导读	(3)
第一章 迈向投资哲学	(7)
滚石不生苔，转业不聚财	(8)
把握时机	(9)
股东权益是一种强大的激励	(11)
通往毁灭的坎坷之路	(13)
当心那些新典范	(16)
将理论付诸实践	(19)
第二章 企业视角投资	(23)
“企业视角投资”原则	(25)
企业的质量	(26)
第三章 增长并不总像看上去那样	(32)
增长与利润之间的权衡	(33)
收益是不平等的	(35)
为增长而增长：能多洁集团的例子	(38)
增长和利润驱动价值创造	(41)
增长的根基	(43)

第四章 资本利润驱动股东价值	(46)
资本密集度与自由现金流	(47)
经济商誉	(49)
伟大的、有价值的和毫无价值的资本使用	(51)
利润增长	(53)
资本回报率：风险与补偿	(56)
资本成本的构成要素	(58)
用债务替代股本	(61)
已动用资本回报率	(64)
股本回报率	(66)
杜邦分析法	(67)
增量投资的回报	(69)
第五章 经济利润	(72)
经济利润的概念	(73)
计算经济利润	(74)
增长并延续经济利润	(78)
市场增加值	(79)
发现价值异常现象	(81)
利洁时集团	(81)
赛捷集团	(83)
第六章 现金为王	(86)
收益，收益，收益	(87)
现金流：财务分析的黄金标准	(89)
现金流的各種衡量标准	(99)
有收益但无现金：Finelist 集团的消亡	(101)
第七章 可预测性和确定性	(107)
尊严殡葬公司	(108)

可预测性和确定性的重要性	(119)
第八章 比率分析与关键绩效指标	(122)
詹氏·侯思德集团	(123)
其他比率及其使用	(143)
长期比率分析	(146)
第九章 估值的艺术	(148)
财务投资者 vs. 战略投资者	(151)
企业价值 vs. 股权价值	(152)
用于估值的会计模型	(152)
复合收益模型	(162)
用于估值的经济模型	(167)
第十章 投资组合管理	(174)
安全边际	(175)
风险与多元化	(176)
集中投资	(177)
何时卖出	(179)
股利的重要性	(182)
结语	(185)

引 言

本书旨在引导读者了解我投资哲学中最重要的信条，这些信条很好地诠释了甄别和遴选我所倾心的标的公司时的态度。读罢本书，相信你应该会对我精心锻造多年、并且对我来说也已证明是行之有效的投资方略有一个非常准确的把握。

这可不是一本新手投资指南。这本书是为那些对投资基础知识，特别是企业经营语言——也就是会计——已经有所了解的那些读者精心准备的。一方面，这本书对那些已经着手或经营一门生意，或者那些希望通过再投资或并购来继续壮大企业的生意人尤其有帮助。时常令我感到震惊的是，有相当数量具备丰富经验的管理者居然没有意识到驱动价值创造的因素。另一方面，这本书还将帮助那些谨慎的投资者，他们通常希望能够配置一个优秀企业的投资组合，这些优秀企业身上往往具备在大多数优秀企业中反复出现过的特质。——此外，对那些在投资过程中缺少锚定线指导的投资者，我同样倍感惊讶。

这本书首先描述了我过往投资生涯的一些重要事件，这些事对我的投资思想影响深远。接下来，我还将在书中与大家分享我第一次掀开本杰明·格雷厄姆“企业视

角投资” (Business Perspective Investing)^① 体系神秘面纱时的投资“顿悟”(理念), 正如格雷厄姆的门徒沃伦·巴菲特和查理·芒格在伯克希尔·哈撒韦 (Berkshire Hathaway)^② 公司所践行的那样。

本书的主要部分涵盖了共同构造一项卓越投资的基本要素, 这些要素尤以增长、利润、资本和股本回报以及现金流最为重要。本书最后将展示一些关键的财务比率, 以及关于公司该如何管理好销售额、收益、资产和现金的分析; 之后还将讨论让一家企业的可预测性达到比正常的确定度更高的希求。

接下来, 本书将从考虑企业的质量转向一家企业可能怎样被估值。唯有如此, 投资者才能够在可能得到的价值与必须付出的成本之间做出比较。的确, 懂得如何评估企业是投资中最重要的一门学问。

在确定了一家价格极低的优秀企业后, 本书将介绍如何构建投资组合, 以及为什么它可能需要随着时间的推移而改变。

① 企业视角投资 (Business Perspective Investing): 也译作“生意视角投资”。格雷厄姆在其《聪明的投资者》(The Intelligent Investor) 一书中写道: “以生意视角进行的投资才是最有智慧的投资。”他认为通过股票买卖赚取超过企业经营性收益的投资回报, 是生意的一个“最佳视角”。而这一视角的切入点, 并非仅是股市上的股票价格, 而应是企业经营的真情实况。本书译为“企业视角投资”, 主要是考虑到与全书理念的一致性, 以及方便理解。

② 伯克希尔·哈撒韦 (Berkshire Hathaway): 全称 Berkshire Hathaway Cooperation, 由沃伦·巴菲特创建于 1956 年, 总部位于美国内布拉斯加州奥马哈, 是世界著名的保险和多元化投资集团。沃伦·巴菲特是该集团董事长兼首席执行官, 查理·芒格是该集团副董事长。

导 读

笔者是在佛罗里达家中的阳台上完成这本书的，阳台刚好可以俯瞰到家中的游泳池。之所以提到这一点，是因为如果不是投资成功，笔者永远也不会有足够的资金，在如此美妙的地方购置第二套房产。这其中就有一个关于投资的事实——投资无非就是一种延后消费（deferred consumption）——一种在当下筹划资金而在未来获得更多回报的艺术。

其实，成为一名成功投资者，需要的条件并不多，最重要的就是纪律和耐心。对笔者来说，投资纪律仅仅源于一个生意人的视角，而耐心则是一个关乎你怎样去锻造它的重要问题。

在 21 岁时，笔者购买了英国石油公司（British Petroleum Company plc，BP）部分私有化后发行的股票。这是笔者第一次购买股票，当时正在攻读天体物理学学士学位。第一次投身资本市场的汪洋大海，笔者就被它的魅力彻底折服。于是，在开始一段错误学习生涯的数年之后，转而开始攻读伦敦帝国理工学院的管理学硕士学位。笔者差点为自己的这次英明决断而欣喜若狂。随后，笔者一头扎入金融服务领域，从此便一发不可收拾。更让人欣慰的是，笔者将所学到的数学知识完美地结合

到了金融和经济学当中，而不是此前的物理学。

笔者最初是一名实习投资分析师，在工程部门（是的，那时候确实有这么个部门）。在20世纪80年代，作为一名实习生，你只能走一步看一步。在工作中学习，更类似于一种系统性的培训。就是从那份不起眼的工作开始，笔者平步青云，晋升为研究部主管，然后扩展至其他行业，并开始尝试公司财务方面的工作。笔者用很少的时间就领悟到了投资的奥秘所在，在还没有拿到投资领域的相关资质之前，就已经忍不住跃跃欲试了。笔者心里很清楚，必须通过参悟他人的投资理念来让自己变得更加专业，以便在更大的舞台上一展身手。在第一章中，笔者将给这条随机漫步的思罗克莫顿大街（Throgmorton Street）^①增添一点乐趣。

坦白地讲，在接下来的几年时间里，笔者的投资方法一直处于停滞不前的状态。后来笔者之所以能够成功，很大程度上仰仗笔者幸运地遇到了一位对自己投资方式同样并不满意的商业伙伴杰里米·尤顿（Jeremy Utton）。——在那段时间里，我们被认为是沃伦·巴菲特投资方法在英国的最重要的倡导者，这可不是胡乱吹嘘的。

在项目研究、资产管理和公司财务等领域磨炼一段时间之后，笔者终于实现了自己五年前许下的心愿，成立了桑福德·迪兰资产管理有限公司，这家新公司是以佛罗里达州中部的两个邻近的小镇命名的。成立这家公司的目的，是创建一只名为“活跃在桑福德和迪兰的英

^① 思罗克莫顿大街（Throgmorton Street）：英国伦敦金融城附近的一条大街，紧邻英国中央银行——英格兰银行（Bank of England）。

国巴菲特法则基金”（ConBrio Sanford DeLand UK Buffettology Fund）的基金，以便在英国金融市场大刀阔斧地应用巴菲特的投资理念。自创建以来的9个月时间里，这只基金的表现一直稳居基金前四分之一行列。下表总结了这只基金的业绩情况。

	英国巴菲特法则基金	富时全股指数①	企业相对业绩
2011年（9个月）	-12.6%	-6.9%	-6.2%
2012年	+34.2%	+8.2%	+22.1%
2013年	+36.0%	+16.7%	+21.6%
2014年	+1.5%	-2.1%	+3.9%
2015年	+28.8%	-2.5%	+41.1%
2011—2015年总计	+104.9%	+12.3%	+82.5%

你不必是一个股市分析高手，就能知道为什么一只股票的表现会如此之好。原因很简单：笔者执行了一种强有力的投资方法，它完全专注于以产生企业价值的价格购买优质企业。笔者的投资信条是：以极低的价格买到的优秀企业，总是会随着时间的推移而成为一项出色的投资。

正如巴菲特所言：

投资其实很简单，你所需要做的，就是以低于

① 富时全股指数（FTSE All-Share Index）：富时指数（Financial Times and Stock Exchange, FTSE）的一种，其成分股公司代表了至少98%的伦敦证券市场上市公司的资本总值。富时指数编制及管理的指数还包括富时环球指数（FTSE All-World Index）、富时社会责任指数系列（FTSE4Good Index Series）、FTSEurofirst指数系列（FTSEurofirst Index Series），以及享有盛名的“富时100指数”（FTSE 100）等本地指数。

6 巴菲特投资哲学

其内在价值的价格买入一家优秀企业的股份，同时确信这家企业拥有德才兼备的出色管理层，然后永远持有它。

笔者希望通过阅读本书，你将会深信把投资集中在最优秀企业范围内的投资逻辑，然后长期持有它们。

第一章

迈向投资哲学

如果我看得比别人更远些，那是因为我站在巨人的肩膀上。

——艾萨克·牛顿爵士
(Sir Isaac Newton)