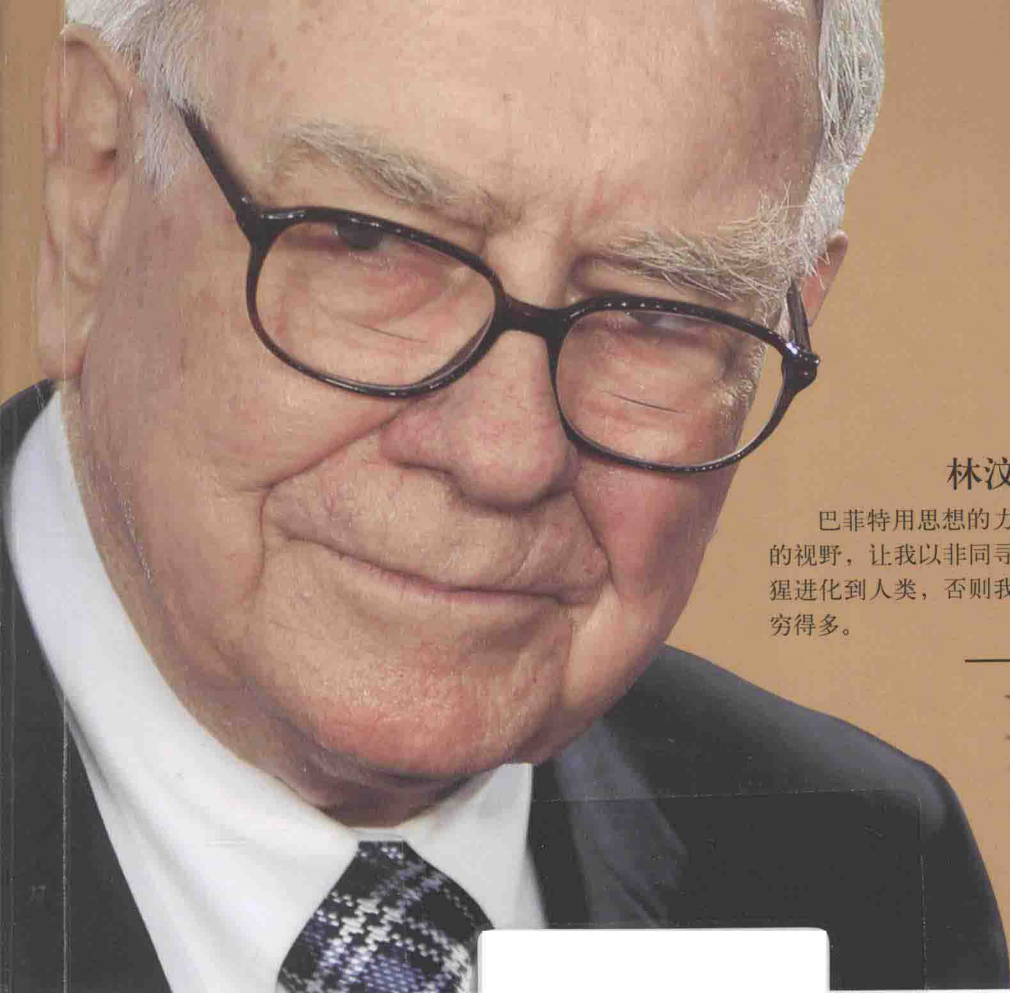




林汶奎◎编著

巴菲特用思想的力量，拓展了我的视野，让我以非同寻常的速度从猩猩进化到人类，否则我会比现在要贫穷得多。

——查理·芒格

巴菲特

写给股东的 投资年报



百花洲文艺出版社
BAIHUAZHOU LITERATURE AND ART PRESS

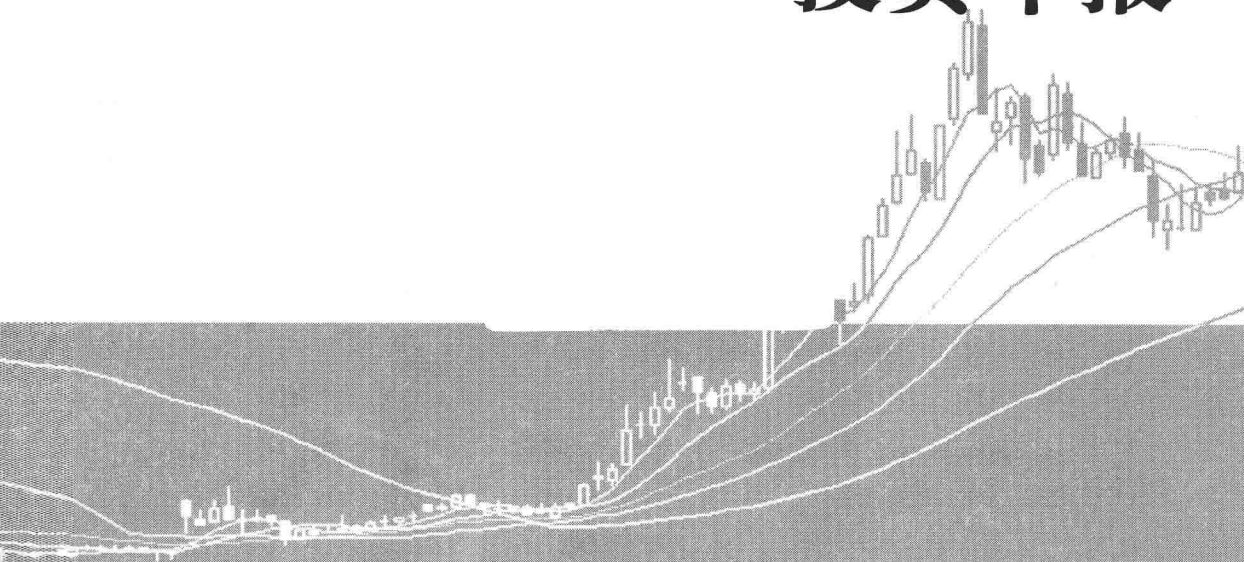




林汶奎◎编著

巴菲特

写给股东的 投资年报



百花洲文艺出版社
BAIHUAZHOU LITERATURE AND ART PRESS

图书在版编目(CIP)数据

巴菲特写给股东的投资年报 / 林汶奎编著. -- 南昌 :
百花洲文艺出版社, 2013.10
ISBN 978-7-5500-0754-3

I.①巴… II.①林… III.①巴菲特, W.—投资—经验 IV.①F837.124.8

中国版本图书馆CIP数据核字(2013)第240054号

巴菲特写给股东的投资年报

林汶奎 编著

出版人	姚雪雪
责任编辑	余 苒
封面设计	阿 正
出版发行	百花洲文艺出版社
社 址	南昌市红谷滩新区世贸路898号博能中心A座9楼
邮 编	330038
经 销	全国新华书店
印 刷	江西千叶彩印有限公司
开 本	170mm × 240mm 1/16
印 张	18
字 数	260千字
版 次	2014年5月第1版 2014年5月第1次印刷
书 号	ISBN 978-7-5500-0754-3
定 价	30.60元

赣版权登字: 05-2013-309

版权所有, 侵权必究

邮购联系 0791-86895108

网 址 <http://www.bhzwyy.com>

图书若有印装错误, 影响阅读, 可向承印厂联系调换。

巴菲特致伯克希尔·哈撒韦公司全体股东

2011年，我们公司持有的A股、B股的每股账面净值的增长幅度为4.6%。在过去的47年期间（其实，也就是从现在的管理层一开始接管公司到如今），每股账面净值从最初的19美元快速增长至99,860美元，相当于每年的复合增长率为19.8%。

我和查理·芒格（他是伯克希尔公司的副董事长），对2011年公司业务的快速发展非常满意。其中最令人振奋的好消息主要有：董事会成员自身最主要的工作，第一是现在由正确的领导人在经营管理企业业务，第二是已经选定下一代接班的管理者，而且他已经准备好明天就上任。就我本人而言，曾经加入过19家公司的董事会，在我看来，在对接班人选计划方面付出的时间以及精力上，伯克希尔公司的董事会一定是排在前列。更让人欣慰的是，他们付出的努力已经取得了丰厚的回报。

2011年初，托德·康布斯以投资经理人的身份加入到我们公司，而2012年初泰德·韦斯切勒也加入公司。这两位投资方面都具有独特的技巧，并且愿意鞠躬尽瘁地为伯克希尔公司服务。2012年他们管理的投资大概在几十亿美元左右，我和芒格通过观察发现，他们两个人具备灵活的头脑，敏锐的判断，他们完全可以管理好伯克希尔公司。



需要强调的是，公司董事会对作为我的接班人——担任公司未来首席执行官职位的经理人同样充满着无比坚定的信心，他们对他已经了解得非常多，对于此人自身具备的管理能力以及个人素养也十分敬佩。我想，在未来需要将管理职责进行移交的时候，整个过程将会是非常平稳的，也会让伯克希尔公司的发展前景一片光明。不得不说的是，我个人财富的98%都在伯克希尔公司的股票上，这些持股最终都会捐赠给世界各地几家不同性质的慈善组织。我想说的是，如此高度集中投资于一只股票与传统的投资智慧显然不符。但是，由于我本人对伯克希尔公司以及其拥有的各家企业的品质非常了解，也知道这些企业的经理人才干出色，因此我对这种安排不会感到担忧，反而充满了信心。能够拥有如此优质的资产，我想未来的接班人将会拥有一个非常好的起点。但是，千万不要因为我的这些说法，就轻易推断出我和合伙人芒格将很快会离开公司的管理岗位，从目前的情况来看，我们的身体非常健康，而且我们热爱我们目前的工作，也时刻享受着工作的乐趣。

2011年9月16日，我们成功收购了全球性的添加剂及其它特殊化学品生产企业——Lubrizol公司。该公司自2004年James Hambrick担任首席执行官以来，其自身便展现出不俗的发展业绩，税前利润从早期的1.47亿猛增至10.85亿美元。Lubrizol公司在特殊化学品领域将会拥有很多并购企业的机会。事实上，我和查理成功谈成的收购案已经有三起，累计投入的资金总量高达4.93亿美元。可以说，James

Hambrick既是一个纪律性非常强的收购者，又是一个与众不同的卓越经营者。我和查理非常期待能够继续扩大他的管理范围。

此外，我们旗下的一些主要企业在2011年的表现都非常优秀。从经营业绩上看，包括BNSF, Iscar, Lubrizol, Marmon集团以及中美能源公司这五家规模相对较大的公司的营业利润都创出了历史最高纪录。据不完全统计，2011年这五家企业的税前利润累计超过90亿美元。和七年前的2004年相比，我们只持有这5家公司中的一家，也就是中美能源，它的税前收益仅仅为3.93亿美元。除非经济出现放缓趋势，不然，我们这五项业务应该都可以再创新的纪录，相信总的盈利可以轻松超过100亿美元。

总的来说，在2011年度，我们下属的业务经营企业在机器设备房屋等这些固定资产方面的支出会增加，或许会达到82亿美元，这一支出比我们过去的历史最高纪录还要高，整整高出20亿美元。通过计算得知，这些投资支出有相当大的一部分花费在美国国内，这样的事实也许会让那些认为美国国内缺乏投资机会的人改变此前错误的想法。实际上，我们也非常愿意将投资目光瞄向海外，但我们希望伯克希尔公司未来在资本性支出方面用于美国国内。我们有理由相信，2012年，这些资本性支出一定会比2011年有所增强，再创新高也是迟早的事情。

巴菲特名言

这是一个最坏的时代，也是一个最好的时代，在同一个市场环境中，总是存在着截然不同的两种观点，有利有弊，就看投资者具体怎么看待这个市场。市场没有错，错的永远是投资者的思考方式和不成熟的投资技巧。

——巴菲特

如果我们发现了喜欢的公司，股票市场的点位将不会真正影响我们的决策。我们将通过公司本身决定是否投资该公司；我们基本上不花时间考虑宏观经济因素……我们仅仅试图把精力集中在我们认为我们理解、同时我们喜欢其价格及管理的行业上。

——巴菲特

传统的投资方法，对于投资者来说，并不能带来更多的收益。相反，投资者会因为囿于刻板的理论而失去自我判断的能力。而我认为，选择股票的一个好方法，就是在股票下跌的时候选择投资的良机，这往往会给投资者带来惊喜。

——巴菲特

危机难以避免，对于企业来讲如此，对于投资者来讲也是如此。而在危机来临之时，很多人几乎是出于本能地采取了保守的投资态度，就像鸵鸟一样，一有危险就一头扎进土里。殊不知，这时候若抬起头向远处看，会发现更大的机会。

——巴菲特

CONTENTS

目录

Buffett wrote to shareholders' investment Annual Report

第一章 内在价值

1 实际价值才是王道	002
2 发展的本土化战略	007
3 从总体盈利上把脉公司业绩增长	011
4 只有内在价值才能考量企业是否具有竞争力	014
5 买下正确的公司，用不着考虑它目前的价格	017
6 充分运用现有产业地位	022
7 选上市公司就是选择超级明星经理人	027
8 极力发挥成本优势	031
9 耐心，投资获胜的关键	036
10 选择最优秀的管理团队	041



第二章 风险控制

1 强大金融体系的建立需要保持清醒的头脑	048
2 用大师标准选择金融股	052
3 在危机来临时选准投资对象	056
4 密切关注金融市场才能找出绩优股	060
5 从风险中获利	065
6 “错过时机”胜于“搞错对象”	071
7 成功就要敢于冒险	076
8 一旦认定，大胆投资	080
9 投机是一种危险行为	084
10 坚守原则，以不变应万变	089
11 频繁交易会流失财富	093
12 追逐高回报与滚雪球的赢利模式	097
13 目光远大才能战胜市场	100
14 要具备及时止损的能力	105

第三章 盈利工具

1 以价格为导向决定风险	112
2 善用套利的方法	116
3 透视盈余	121
4 资产迅速增长的利器——复利累进	125
5 现金为王的投资智慧	130

6 价值投资法则	136
7 股票回购：分享盈利的不二法则	140
8 关注公司的股利政策.....	144
9 财务年报是最直观的投资意见书	149
10 每股净资产：追踪企业价值变化的要素	154

第四章 收购业务

1 收购通用再保险公司	158
2 内布拉斯加家具商城.....	166
3 与GEICO初次结缘	172
4 极具扩张特征的收购行为	179
5 收购Tungaloy公司	187
6 最大的投资：可口可乐	191
7 投资股神与邮报女王	194

第五章 巴氏风格

1 正确把握退出时机	202
2 长线投资带来的回报.....	206
3 尽量避免去犯重大的错误	211
4 寻找回报率高的企业.....	217
5 不能避免的通货膨胀.....	221
6 投身于慈善事业.....	226



第六章 投资理念

1 学会借鸡生蛋，让钱生钱	232
2 千万不要盲目买卖	236
3 永远做价格合理的生意	240
4 用理性思考去赢得胜利	245
5 低价买进才会有安全边际	249
6 把全部的鸡蛋放在一个篮子中	254
7 面对危机的时候，不要做鸵鸟	259
8 掌握正确的市场策略，保持长远的目光	263
9 有耐力方能成大器	267
10 利用自己的直觉和逻辑思维去投资	271

**Buffett wrote to shareholders'
investment Annual Report**



Intrinsic value

第一章

内在价值



1

实际价值才是王道

In the next section, I would like to say a few words about the often mentioned the concept of the real value of a during corporate mergers and acquisitions and equity investments, it is important but difficult to clearly defined criteria in the last four years, the annual report, that is, assuming that the company, we provide a table that we think can be most able to estimate the real value of Berkshire, just updated information table artificial General Re's figures added since the year the outset we have, the figures of the first column on our behalf has the per share amount of investment (including cash and cash equivalents, net of securities held by the Finance unit), and the second column is the per share inafter deducting interest and operating expenses, Berkshire from the business interests of the industry (but before income tax and purchase accounting adjustments) and, of course, the latter has been deducted from the first column of the investment contribution dividend income, interest income and capital gains, in fact, from this table can be seen if Berkshire is split into two parts, then what would become of the result would be tantamount to an investment position held by the holding company, as well as another operating all of our businesses and bearing all the cause of corporate costs.

——摘自 1999 年巴菲特写给全体股东的年报

译文

在接下来的这一部分里，我要说说经常被提及的有关实际价值的概念。可以说，这是一个投资者在进行企业并购业务或者进行股票投资时，非常重要且又很难清晰界定的标准。在过去四年的投资年报中，我们提供了我们认为最能够对伯克希尔公司实际价值进行有效评估的一张表，而在今年最新更新的报表中，我们采取一定的方式将通用在保险公司的数据加入到表中，换言之，就是假设该公司自年度一开始就被伯克希尔所拥有，表中第一栏的数字代表我们拥有每股的投资金额，其中包括现金和现金等价物，以及扣除财务金融单位持有的证券；第二栏则是每股在扣除利息与营业费用之后，伯克希尔来自本业的营业利益，而需要说明的一点是，后者是已经扣除了所有来自第一栏投资所贡献的股利利息收入以及所得的资本利得。事实上，从该表中可以很清楚地看出，如果伯克希尔被分成两个部分，最终的结果相当于一家持有伯克希尔投资部位的控股公司，以及另外一家经营所有业务且承担成本盈亏的营利企业。

投资解读

1969年7月20日，美国宇航员阿姆斯特朗第一个踏上月球，他还把美国国旗插上了月球——人类首次登月成功。自此，整个美国民众的社会情绪开始走高，同时经济增长率也出奇的高涨，致使股市极其繁荣，整个华尔街进入了一段最为疯狂的投机时代。在这种情况下，一些公司处心积虑，利用兼并一些低市盈率的公司来制造每股赢利大幅增长的假象，而大批股民则被这些假象所蒙蔽。

但是，投机成功越是炫目，巴菲特对投资越是保持着他近乎机械的理性；华尔街越是兴高采烈，巴菲特却越是感觉不安。在这样的状态下，他说：“所有的股票价值都被高估，再也找不到值得一买的股票了！”那么，



拥有大量现金而可做的交易越来越少，巴菲特该怎么办呢？巴菲特知道自己必须做些什么。

1969 年的一个晚上，巴菲特在给孩子们讲故事时，忽然讲起了一个他从格雷厄姆那里听来的故事。“一个石油勘探者来到天堂门口，听到一个令他万分沮丧的消息：为石油工人保留的‘庭院’已经满员了。在得到圣彼得的恩准可以说几句话后，他大声叫道：‘地狱里发现了石油！’于是，天堂里的石油工人纷纷整装出发，奔向地狱。圣彼得对他留下了深刻的印象，并告诉他说：‘既然石油工人都走光了，现在天堂里有足够的地方了，那你就留下来吧！’但这个勘探者犹豫了一下说：‘不！我想我应该跟余下的这些人一起走，也许在地狱里真会有石油。’”

从讲这个故事起，巴菲特就决定抛售手中的全部股票，并且解散巴菲特合伙人有限公司，而他在解释自己为什么要解散公司的时候，惟一的解释就是熊市马上就要来了。当时公司的股东（包括巴菲特的亲人）都认为巴菲特一定是疯了。因为在他们看来，目前的股市一路飘红，熊市怎么会来呢？但是巴菲特坚定而冷静地告诉他们，他不会再购买哪怕一只股票，并且提醒他们也不要再去购买。而那些被牛市冲昏头脑的人们不肯相信巴菲特的话，所以他们就开始自己购买股票。

巴菲特合伙人有限公司解散三年后，股市经历了几十年以来最惨烈的时期，即 1973 ~ 1974 年间的股市大崩盘。而在 1973 年春夏之际，巴菲特用超低的价格买进了媒体股和广告股，其中包括价值一千万美元的《华盛顿邮报》的股票。这就是巴菲特，他宁可不做，也不改变自己的投资方式。他的目标是赚钱，他喜欢“看着金钱慢慢增多”，但他同样看重金钱以何种方式增多。对他来说，赚钱是一种游戏，一种艺术，而他在行动时会遵循自己的游戏规则和对艺术的理解。当股市笼罩在投机的氛围中时，继续进行长线投资是危险的。这时，如果他想继续赚钱，就只能搞短线投机，但这不是他欣赏的艺术，所以，他的选择是：暂时退出股市！

面对利润的诱惑，能够及时退出市场并不是每个投资者都能够做到的。因而可以说巴菲特隐退的勇气是独一无二的。其实，这是因为他从

不追求市场的短期利益，不会因为某种股票的一时大涨而心动，更不屑做一名投机者，他所注重的是市场的长期效益。通常，只要是他认定了的股票，不管在短期内是涨还是跌他都会长期持有，而由此避免了一次次股市泡沫给投资者带来的巨额损失。

正是由于巴菲特推崇稳健的投资策略，他才能够较好地规避风险。从艾森豪威尔时代到乔治·布什执政的40多年的时间里，无论牛市还是熊市，无论经济景气与否，巴菲特在市场上的表现总是非常好。在他从1959年的40万美元到2004年的429亿美元这45年的赢利记录中，其资产总是呈现平稳增长趋势，而暴涨的情况却很少出现。

在股票投资过程中，贪婪和恐惧是投资者的天性。尤其在股市起落跌宕的时候，由于对利润无休止的贪婪，大多数投资者都会失去理性。可以说，此时最明显的例子就是追涨杀跌。而一旦投资者的贪婪心理占了上风，他就不会考虑自己购买的股票的价格是高于股票的内在价值还是低于股票的内在价值，更不会去分析市盈率，于是许多投资者都以愚蠢的价格买入股票而被套牢。巴菲特将投资者的这种贪婪的心态列为金融投资界传染性最强的流行病。巴菲特还告诫投资者说，当贪婪占据投资者的整个胸腔的时候，他离损失本金也就不远了。但是，每当大盘一路飘红的时候，投资者还是会因此失去理性。

其实，投资者在股票市场中最大的敌人就是自己，而贪婪、恐惧，不能坚持原则，缺乏信心和足够的耐心，没有勇气，找不到目标和信念，这些都是投资者最大的敌人。深度解析并清楚地认识自己，克服人性的弱点，才是成功投资者致胜的法宝。

如果我们不能有意识地对自身的弱点进行系统分析，并有针对性地加以防范，同样的错误会在投资决策中一再出现，而犯错的驱动力也永远不能够被消除。巴菲特认为，投资者要想战胜敌人，首先就要认清敌人。巴菲特忠告投资者：清楚自己的弱点所在，并且想办法克服它，你才能够投资市场上立于不败之地。此外，更为关键的是，在别人贪婪的时候一定要学会恐惧。如若不然，投资者往往会损失惨重。



巴菲特认为，贪婪和恐惧是人类的天性。通常，对利润无休止的追求，会使得投资者总是希望抓住一切可以获得利益的机会，而一旦股票的价格开始出现下跌，投资者又会被恐惧的心态所左右。市场是由投资者组成的，投资者的情绪的力量在市场中往往比理性更为强烈。因而，通常投资者的惧怕和贪婪使得股票价格在公司的实质价值附近跌宕起伏。当投资者因为贪婪或者恐惧受到惊吓时，他们常常会以愚蠢的价格买进或卖出股票。可以说，追涨杀跌是贪婪与恐惧造成的最为典型的后果。

巴菲特名言

当一个经历辉煌的经营阶层遇到一个逐渐没落的夕阳工业，往往是后者占了上风。

——巴菲特

所谓有“转机”的企业，最后很少有成功的案例，与其把时间和精力花在购买价廉的烂企业上，还不如以公道的价格投资一些物美的企业。

——巴菲特