

降低风险、提高获利的股市真规则

巴菲特的 护城河

晨星公司解密
巴菲特的精准
选股秘诀

[美] 帕特·多尔西 (Pat Dorsey) 著
刘寅龙 译

The Little

Book That

Builds Wealth



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

致中国读者信



To all of China's investors —

I hope the ideas in this book help you to find economic moats in Chinese stocks. Good luck with your investments!

A handwritten signature in black ink, which appears to be "Peter Dinklage".

中国的投资者们：

你们好！希望本书中的观点能帮助你们在股市中找到自己的护城河。

祝你们投资成功！

帕特·多尔西



国际权威评级 最受信赖品牌

晨星公司 (Morningstar) 是目前美国最主要的投资研究机构之一和国际基金评级的权威机构, 旨在为投资者提供专业的财经资讯、基金及股票的分析 and 评级, 以及方便、实用、功能卓著的分析应用软件工具。

晨星是一家跨国公司, 现有 1 900 名成员分布在美国、加拿大、欧洲、日本、韩国、澳大利亚、新西兰及中国, 为全球投资者提供 260 000 多种基金、股票投资的数据和资讯以及分析工具。

晨星公司被《华尔街日报》(*The Wall Street Journal*) 评为美国排名第一的基金研究和评价机构, 而根据美国证券交易委员会 (SEC) 的一份调查报告, 美国有三分之一的投资者认识晨星的品牌。

晨星坚持对证券和资产的基本面进行分析, 它并不预测股票价格等短期内的市场波动和走势, 而是通过计算公司真正的内在价值, 判定其市场价格是否背离了公司本身的价值。

2003 年 2 月 20 日晨星中国总部在深圳成立, 目前员工人数约 1 000 人。2004 年 3 月 15 日, 晨星在设立了“晨星中国基金奖”。

乔·曼斯威托 (Joe Mansueto)

晨星公司创始人、董事会主席兼首席执行官

1984年，我创立晨星公司，目的就是帮助散户投资共同基金。当时，还没有几个能提供股价和公司业绩数据的出版物的机构，即使是那为数不多的几个也缺乏新意。我感觉如果能以专业机构的名义提供这类信息，只要价格合理，绝对不用担心市场需求。

但我还有另外一个目标：打造一种拥有经济护城河 (Economic Moat) 的业务。经济护城河这个概念是沃伦·巴菲特最先提出来的，意指企业抵御竞争对手对其攻击的可持续竞争优势——如同保护城堡的护城河。我在20世纪80年代初留意到巴菲特，并开始研究伯克希尔·哈撒韦公司的年报。在公司年报中，巴菲特诠释了经济护城河的含义，这启发我想到了一项新业务。对我来说，经济护城河意义非凡，因为它不仅是晨星公司的基础，也是股票分析的基础。创办晨星时，公司的市场需求就已经清晰

明朗，不过，我更希望能形成自己的护城河。花费了这么多的钱财、时间和精力，难道只是要让对手抢走自己的客户吗？

我打造的事业应该是竞争对手难以复制的。在我心目中的晨星经济护城河里，不仅包括值得信赖的品牌、庞大的财务数据库和不可复制的分析技术，还需要一定数量经验丰富、技术高超的分析师和一大批忠实的客户。我在投资业的背景、不断膨胀的市场需求，再加上我所拥有的具有护城河潜质的经营模式，促使我义无反顾地踏上了创业征途。

在过去的 23 年里，晨星公司取得了令人叹服的成就。今天，公司收入已超过 4 亿美元，利润率更是让业界叹服。在这条道路上，我们始终致力于让公司的经济护城河越来越宽，越来越高，越来越牢不可破。在每一个机会面前，我们都毫不动摇地铭记这一目标。

同时，护城河也是晨星公司从事股票投资的基本原则。我们认为，投资者在确定长期投资目标时，首先需要考虑的就是**企业是否拥有牢固的经济护城河，即企业是否能在较长时期内实现超额收益，并随着时间的推移，通过股价体现其超过市场大盘的盈利能力。**更重要的是，经济护城河还可以从另一个方面为投资者创造财富：通过长期持有股票而减少交易成本。因此，对任何一个投资组合来说，拥有宽护城河的公司，都是最有价值的候选对象。

很多人作出投资决策仅仅是出于被动性，比如我们经

常可以听到这样的话语：“这是我姐夫推荐的”，或是“我在《货币》(Money)杂志上看到的”等。股价的跌宕起伏或者投资大腕们根据短期波动发出的感慨，同样会让我们趋之若鹜。因此，我们最好还是首先从基本面出发，以合理的原则去评价股票，构建合理的投资组合。而这恰恰是经济护城河的价值所在。

虽然是巴菲特首先提出经济护城河的概念，但我们对这个概念进行了更深入的探讨。我们首先总结了护城河的基本共性，如高转换成本（当消费者从产品或服务的一个提供者转向另一个提供者时所产生的一次性成本。这种成本不仅指经济上的，也包括时间、精力和情感上的。——译者注）和规模经济，还对这些属性进行了全面剖析。虽然投资始终是一门艺术，但我们一直在努力把发掘拥有护城河的企业的方法变成一门科学。

在晨星公司评价股票价值的系统中，经济护城河的地位是至关重要的。我们拥有 100 多名股票分析师，他们的业务领域涉及 100 多个行业的 2 000 多家上市公司。我们评价一只股票的等级取决于以下 2 个基本因素：

- 我们对股票预期公允价值的贴现；
- 公司护城河的规模。

每个分析师都建立了一个详细的贴现现金流模型，用来计算公司股票的公允价值 [国际会计准则委员会 (IASB) 在 1995 年 6 月发布的第 32 号国际会计准则 (IAS32) 中，

对公允价值所下的定义是：在公平交易中，熟悉情况的当事人自愿据以进行资产交换或负债结算的金额。——译者注]。然后，分析师再根据本书介绍的技术来评定公司护城河的级别——宽、窄或是无。公允价值的贴现值越大，护城河就越宽，对股票的评级级别就越高。

虽然我们要寻找的是那些拥有护城河的企业，但我们希望能按更低的公允价值贴现值来买进它们的股票。这就是一个优秀投资者必须具备的投资方法，就像沃伦·巴菲特、橡树基金 (Oakmark Funds) 的比尔·尼格伦 (Bill Nygren) 和长叶松基金 (Long Leaf Partners Funds) 的梅森·霍金斯 (Mason Hawkins) 所做的那样。不过在晨星公司，这种方法却是最普遍、最根本的规则。

经济护城河通过其最广泛的覆盖面，为我们认识企业的可持续竞争优势提供了一个特殊的视角。我们的股票分析师需要定期就护城河问题展开讨论，向上司汇报自己对护城河问题的评价结果。在晨星公司，护城河理论已经成为企业文化的一个重要组成部分，也是我们市场分析报告的基本主题。

本书中，主管晨星公司股票研究业务的帕特·多尔西介绍了我们的实战经验，与读者共同分享我们的知识财富。他的睿智、丰富经验和博学，肯定会让广大读者深受裨益。

特别值得一提的是，帕特的表达能力如此令人惊叹，无论是书面表达还是口头表达（你在电视上经常会看到他的身影），他都是难得一见的天才，这实在让我们感到幸运。因为通过这本书洞悉我们的企业评级，和读者共同分享我

们的果实，也是晨星的愿望。在我们的股票研究以及经济护城河评级系统中，帕特始终扮演着领军人物的角色。

通读本书，你会发现，帕特对整个投资活动的解释不仅深入浅出，清晰明了，而且妙趣横生。在书中，帕特会告诉大家：我们为什么要采用这种理性的长期投资方法，并根据企业经济护城河制定投资决策。**最重要的是，他会告诉各位如何把这种方法运用到你自己的投资实践中，构造一种随着时间推移而给你带来源源财富的投资组合。**

通过本书，你将会掌握识别一个企业是否拥有经济护城河的技术，了解评判股票价值的工具，当然，在此期间，你会感到它们简单易学，趣味盎然。

纵览全书，我们将深刻理解护城河的经济价值，因为我们会看到，拥有宽护城河的企业，是怎样实现长期超额收益的，而缺乏经济护城河的企业，则难以承担起创造价值的重任，迟早会辜负股东的希望。

在晨星公司的股票研究业务领域中，首席证券分析师海伍德·凯利 (Haywood Kelly) 和全球研究总监、个人投资业务部主管凯瑟琳·奥戴尔伯 (Catherine Odelbo) 也起到了不可或缺的作用。实际上，我们在护城河方面的高质量服务，要归功于晨星公司的全体证券分析师。

尽管本书篇幅不长，但绝对值得你耐心寻味。我相信，有了这本书，我们就更有可能为制定出充满智慧的投资决策而奠定坚实的理论和实战基础。我希望你喜欢这本书，当然，更希望你的投资之路一帆风顺！

田 劲

晨星亚太区前总裁

经过风浪，我们明白了，下水才能学会游泳，但不等于下水就能学会游泳。同样地，投资不能只靠运气。如果我们不知道如何找寻方向，常常就会在喧嚣中迷失；倘若只是一味坚持自己的习惯，结果就是随波逐流地挣扎。其实，投资并不复杂也非神秘。

在《巴菲特的护城河》这本书里，帕特·多尔西从我们身边最熟悉的事物出发，以简明的语言阐述了最基本的道理和投资分析的方法，让我们恍然大悟之余会惊奇自己竟然漠视了这许多显而易见的常识。摒弃噪音，掩卷沉思，在投资的尝试中您一定会多一份笃定，添几许从容。

THE LITTLE BOOK / 权威推荐
That Builds Wealth

但斌

深圳东方港湾投资管理股份有限公司董事长兼总经理

对投资者而言，如何能在比例高达 97% 的企业衰败过程中避免损失并追求到 3% 的常青企业的最大利益呢？《巴菲特的护城河》为中国投资者提供了挑选优秀企业、走向长期成功的指南。我相信，切实地领悟并坚定地执行书中的某些投资智慧，将使我们拥有更美妙的投资人生。

章知方

和讯信息科技有限公司董事长兼 CEO

到底什么样的公司才会持久？什么样的股票才是好股票？《巴菲特的护城河》一书，将帮助中国股民发现长期高资本回报率的公司，同时，将有助于企业管理者寻觅长期竞争优势的制胜之道，拓宽自己的护城河。

杨青丽

交银国际董事总经理研究部主管

这本书揭示了企业价值的内核，相信以理性分析为嗜好的投资者会反复揣摩、领会，希望理性投资者借此找到精神家园，任投资海洋波涛诡谲，依然优哉。

肖水龙

深圳市创东方投资有限公司董事长

《巴菲特的护城河》简明、清晰地告诉我们如何使股票投资更安全、更挣钱、更持久！我们需要投资的好企业是护城河延绵宽阔、不断强化、不受侵蚀的优势企业。

范卫锋

高樟资本创始人、畅销书《黑化》《财富创始论》作者

巴菲特的护城河理论是很多人的口头禅。但如果被虚假的“护城河”迷惑，将比不知道“护城河”更加危险，此书有助您鉴别真假。

路易斯·辛普森 (Louis Simpson)

政府雇员保险公司资本运营部总裁兼首席执行官

《巴菲特的护城河》为我们发现长期资本报酬率高的公司，提供了一套合理的架构。帕特·多尔西为我们诠释了在选股时，如何寻找持久的竞争优势。在进行长期投资时，有四大竞争优势来源尤其重要：无形

资产、转换成本、网络效应和成本优势。这也是我们在股市中长期制胜的法宝。

蒂莫西·维克 (Timothy Vick)

萨尼贝尔信托投资公司高级基金经理

只花上两个晚上的时间，看一遍帕特·多尔西的《巴菲特的护城河》，就可以让你对以前屡战屡败的投资，感到大彻大悟。

鲍勃·佛利奇 (Bob Froehlich)

德意志资产管理公司首席投资战略家

《巴菲特的护城河》是我闯荡华尔街 30 多年来读过的最佳的投资理财书。

拉里·科茨 (Larry Coats)

橡树价值资产管理公司首席执行官

帕特·多尔西提供了一套实用的架构，把变幻莫测的未来融入今天的投资决策之中。他告诉我们，成功的长期投资需要一点艺术，一点科学。

《金融时报》(Financial Times)

这本书详细解释了巴菲特的经济护城河理论，诠释了如何寻找具有真正内在竞争优势的企业。

引言 伟大源于本质 1

第1章 经济护城河 6

什么是经济护城河？它如何帮我们挑选绩优股？

可口可乐和麦当劳都曾凭借经济护城河摆脱绝境。

作为投资者，如果你选择的公司拥有经济护城河，就相当于你买进了一条能在未来若干年内不会受到竞争对手侵袭的现金流。但是，到底什么是经济护城河？

一语道不尽的护城河 11

第2章 真假护城河 16

不要被虚幻的竞争优势蒙骗

巨大的市场份额、优质的产品、伟大的 CEO，



这些真的就是竞争优势吗？

如果是，柯达、IBM、通用和安然为什么会跌下神坛甚至倒闭？
经济护城河若隐若现，有没有一整套具体的标准去发掘？

是护城河，还是陷阱 19

真正的护城河 27

第3章 无形资产 32

它们看不到，摸不着，但真的价值非凡

蒂芙尼钻石、奔驰轿车为什么这么贵？

可口可乐涨价1倍你会不会改买百事？

品牌、专利与法定许可会构成竞争优势，
这些无形资产就是经济护城河的第一部分。

热门品牌就是绩优股吗 34

专利权律师开的可都是好车 39

不要在一棵树上吊死 41

无比坚固的护城河 44

第4章 转换成本 46

赖着不走的客户不是麻烦，而是你的黄金客户

选择不同品牌的牙膏易如反掌，

但更换银行账户却是一件麻烦且痛苦的事，

彻底更换企业数据库和财务软件更是如此。

用户巨大的转换成本，就是绩优公司的护城河。

唇齿相依 51

转换成本无处不在 55





第5章 网络效应 60

效果极为显著，所以另辟一章

风险投资者交给职业经理人一大笔钱，让他想办法打败 eBay。

对方仔细想了一会后回答：“我宁愿把钱还给你。”

巨大的网络效应，

使 eBay、微软 Windows、美国运通卡越来越强。

网络的力量 68

第6章 成本优势 78

紧跟潮流还是与众不同

戴尔的低成本、零库存策略人尽皆知，为何还能独霸一方？

垃圾搬运行业怎样靠低成本赚取超高利润？

哪些行业的成本优势才是真正的护城河？

流程优势 82

更优越的地理位置 88

独特的资源优势 89

便宜未必长久 91

第7章 规模优势 94

规模越大越强，但前提是你一定要找准方向

UPS 与 FedEx 相比，哪家的资本回报率更高，为什么？

英国最大的付费电视服务供应商——

天空广播公司是凭借什么优势打败竞争对手的？

天上飞的不如地上跑的 97

越大可能越强 100

宁当鸡头，不做凤尾 101





第 8 章 被侵蚀的护城河 106

不可逆转的颓势

微软将 30 多亿美元砸进几家欧洲有线电视公司，结果如何？
一度在客户面前具有强势地位的甲骨文公司，
现在为什么会在维护费上让步呢？

危机四伏 109

行业变迁 111

破坏性增长 113

当客户说“不”的时候 115

失去了护城河，也就失去了护身符 115

第 9 章 发现护城河 118

充满未知的发现之旅

电信、医疗、金融服务业……哪儿有天生的护城河？
衡量企业盈利能力的最佳方式是什么？
怎样衡量企业的资本回报率？

求之有道的护城河 123

评价企业的盈利性 130

哪有钱，就去哪 132

第 10 章 大老板 136

管理没有我们想象的那么重要

一位卓越的管理者管理一家没有护城河的企业
与一位平庸的管理者管理一家有宽阔护城河的企业相比，
哪种情况更让投资者失望？

CEO 精英的两难困境 141

第11章 实践见真功 146

5个竞争分析案例

要寻找护城河，发现绩优股，仅是讲述理论远远不够。
5个经典选股案例，
逐一剖析经济护城河的全部真谛。

如何识别护城河 150

5大经典案例 151

第12章 护城河到底价值几何 164

再好的公司，花太多钱买进都有损投资组合

一定要在股价低于企业的内在价值时买进，
但决定企业内在价值的又是什么？
风险、增长率、资本回报率，当然，还有经济护城河。

企业价值到底几何 169

要投资而不要投机 170

第13章 估价工具 174

如何发现廉价的绩优股

市销率、市净率、市盈率、市现率，财务数据使人迷惑？
揭开股票估价的秘密，认清股票的真实价值，
详细解释4种估价乘数。

揭开账面净值的奥妙 177

无处不在的乘数 179

不时髦≠不实用 181

千万不要怀疑收益率 182