

面三章，我们讲了巴菲特选股的三个核心标准，一流业务，一流管理，一流业绩，具备了这三条标准的好公司，是不是就肯定有好股票，你闭着眼睛买进，就肯定赚大钱呢？来必。

有一个这样的故事：

一只乌鸦坐在一棵高的大树上，天天往那儿一坐，什么也不干，嘎嘎嗖唱着歌。在地上跑的小兔子非常羡慕它。小兔子说：“乌鸦大哥，我非常羡慕你，你天天坐在树上什么也不干，我能像你这样坐着什么也不干吗？”乌鸦说：“小兔子弟弟，你当然可以了 / 小兔子说：“真的吗？”乌鸦说：“真的可以。”小兔一听，就往那树底下一坐，什么也不干，晒着太阳，哼着歌，舒服得快要睡着了。突然，来了一只大饿狼，一●就把这只兔子吃掉了。

这个故事的寓意是什么呢？它告诉我们，如果你想坐在那里什么也不干，你必须坐得很高。在公司里，你要想天天坐在那里什么也不干，那你的职位必须很高。在股票投资上，如果你也想天天坐在那里什么也不干，看着你的股票的股价一天一天地往上涨，那你买的股票必须价值很高，远远高于你付出的价格。巴菲特有句名言：价格是你付出的，价值是你得到的。

如果你要想使你投资的这只股票非常划算，无论股市发生什么样的情况，都能保证取得满意的投资回报，那么这只股票的内在价值就必须很高，远远高于你付出的价格。高到什么程度，才算是很高呢？按巴菲特告诉我们的，就是要用 4 角钱去购买价值 1 元钱的股票。付出的价格只有 4 角钱，而得到的价值却有 1 元

钱，相当于我们去超市买东西，打了4折，真是便宜得很啊。

买东西的折扣越高越合算，买股票的折扣越大越安全。买股票的折扣，用巴菲特的话来说就是价格低于内在价值形成的安全边际，安全边际越大，你的投资越安全，投资回报率也就越高。折扣的大小是相对的，安全边际也是相对的，参照物都只有一个：内在价值。

巴菲特在伯克希尔 1992 年的年报中说：“内在价值是一个非常重要的概念，它为评估投资和企业相对吸引力提供了唯一的逻辑手段／

英国大文豪萧伯纳有句名言：“经济学家知道任何东西的价格，而对其价值却一无所知／

其实不光是经济学家如此，我们大家都是如此。我们去超市买东西，任何时候，这些东西的价格都是明摆在那里，任何人一看便知。但是，任何时候，这些东西的价值都是暗藏在那里，任何人都看不见，摸不着，我们只能大致估算。我们在股市买股票，股票的价格明明白白、清清楚楚显示在那里，具体到一分一厘，任何人都能清楚地看到。但一说起股票的内在价值，却没有人看得到，没有人说得准，我们也只能大致估算。

在投资上，人人都能看清的价格并不重要，人人都看不清的价值却非常重要。买东西，你越清楚东西的价值，你越不会吃亏，越可能买到价廉物美的东西。买股票，你越清楚股票的价值，你越不会亏本，越可能买到质优价廉的股票，让你有机会大赚一笔。但是，如果你购买一只股票的价值仅仅略高于它的价格，那么你这个投资就不太安全，不太可靠。万一股市突然调整，有可能你的投资就会被股市这个大饿狼吃掉了。因此巴菲特在投资过程中，最关键的环节就是评估股票的内在价值是多少。

不知道你坐得有多高，就不知道你是安全还是危险。不懂价值评估，就不知道你的买入价格是过高还是过低，就不知道你投资这只股票是安全还是有风险，就不可能进行真正的价值投资。巴菲特告诉我们，价值投资就是用4角钱的价格买入价值1元钱的股票。前提是你知道这只股票的价值是1元钱，才敢用4角钱去购买。抄底，关键在于你对股票的价值心里有底。否则它会让你赔得见不到底。

巴菲特在50多年投资生涯里的重大投资上从没有发生过亏损，而且每一次投资收益率都很高，可见他的估值相当准确，那么巴菲特是如何评估一家公司股票的价值呢？他估值的秘诀是什么呢？

巴菲特评估内在价值的方法经历了三个阶段：他从他的老师格雷厄姆那里学到了两种方法，后来他发现这两种方法虽然简单实用，但都不太准确可靠。他就自己选择了一种新的方法，这种方法更准确、更可靠，也成就了巴菲特一代股神的地位。

那么巴菲特评估价值的方法到底是什么呢？

我们下面就来逐一分析巴菲特的三个估值方法。

第一，评估资产的价值。

第二，评估赢利能力的价值。

第三，评估现金流置的价值。

1. 最简单的资产估值方法

巴菲特从他的导师格雷厄姆学到的第一种估值方法，就是根据资产来评估股票的价值，这就是格雷厄姆赖以成名并被尊称为当时的“华尔街教父”的价值评估方法。

根据资产来评估股票价值，是最简单的一种估值方法。首先我们要看公司净资产的账面价值是多少。我们只要看公司的资产负债表就马上知道了。先看看一个公司的资产负债表左边一栏，最后一行的合计数字，就知道资产总额是多少。然后再看看右边一栏中间的负债总额是多少。资产总额扣掉负债总额，剩下的就是属于所有股东的净资产总额，也叫股东权益。一般在资产负债表右边一栏倒数第二行。净资产再除以这个公司的总股本，得出来就是每股净资产。每股净资产就代表了一只股票享有的账面资产价值，我们有时也称此为每股账面价值。

听起来有点专业，其实很简单。比如，你跟你妻子一起买了一套价值 100 万元的新房。小两口刚上班没多久，没这么多钱，只有 50 万元，那怎么办呢？再向银行贷 50 万元。也就是说，你们拥有的这套房子资产总额是 100 万元，你们俩的负债总额是 50 万元。100 万元的资产扣掉 50 万元的负债，剩下这 50 万元就是属于你们俩的净资产。对于你们俩来说，这个房子属于你们俩的资产价值只有 50 万元。

那么是不是这 50 万元就代表了你们拥有这个房子的真实价值呢？不一定。这只是账面价值。账面上记录的只是你们购买这套房子的历史价值，因此账面价

值往往不等于实际价值。假设你们的房子买了半年之后，房地产市场非常火，你们的房子升值了，从原来的100万元升值到200万元，那么现在你们拥有的这套房子实际价值是多少呢？200万元的市场价值，扣掉你们俩的负债50万元，就是150万元。房子只增值了1倍，但是属于你们的净资产实际价值从原来的50万元增值到150万元，增值了3倍。所以说，我们根据资产价值判断一只股票的内在价值时，我们除了看财务报表上的每股净资产的账面价值，更要根据这家公司资产实际的市场价值，来判断这家公司股票真实的资产价值是多少。巴菲特的老师格雷厄姆正是依靠这个重估上市公司资产的实际市场价值的方法，在股市上一战成名，奠定了他华尔街教父的地位。

1926年，格雷厄姆注意到，美国北方石油管道公司股价只有65美元，但是这家公司投资了大量的铁路债券，这些债券的市场价值除以总股本后每股价值就高达90美元，也就是说光是这些债券的实际价值，就已经远远超过了股价。格雷厄姆于是大笔买进，一共持有了这家公司15%的股份，后来还想办法进入了这家公司董事会，经过一系列的斗争，说服这家公司管理层把铁路债券全部给抛掉，用卖掉债券赚的钱给股东发了每股70美元的红利。同时这家公司股价也持续上涨，格雷厄姆就从这一只股票上每股就赚了100美元。65美元的买入成本，100美元的赢利，投资收益率将近1.5倍。

这正是巴菲特从他老师格雷厄姆那里学到的估值第一招：选股要选股价远远低于每股资产价值的股票。

1954年，巴菲特只有24岁，还在他老师办的投资公司打工当学徒。他用同样的方法发掘了一个资产价值被严重低估的股票。这家公司叫新贝特福德公司，股价每股只有45美元，但是这家公司账上有大量的现金资产，除以总股本，每股现金资产就达120美元。巴菲特一看，天下哪里能找到这样的便宜货，于是大笔买进，也大赚了一笔。1956年，格雷厄姆年纪大了，决定解散公司。26岁的巴菲特回到家乡，独立创业，成立了一家投资管理公司。他完全模仿格雷厄姆的投资策略，寻找那些公司资产的实际价值远选高于账面价值的股票，结果投资回报率也很高，很快赚了不少钱。

但是，巴菲特逐渐发现，这种方法越来越不灵了。为什么不灵了呢？

因为这种方法太简单了，每个人一学就会，一用就灵。用的人多了，就会导致市场上股价低于账面价值的股票越来越少，低于资产实际价值的股票也越来越

少了。同时，巴菲特也发现，大多数公司的资产并不会升值，实际价值往往是越来越降低，不是越来越高。比如，公司的机器设备在使用中会磨损，会过时，所以工厂的资产大部分都是贬值的。厂房也是如此。对于一家公司来说，它的厂房要用几十年，最终这个厂房也会报废，也会贬值。所以你会发现公司的资产大多数只会越来越贬值。所以说，股价低于账面价值，从资产上来看是合理的。公司账面上记录的是购买这些资产的历史成本，但随着时间的延续，这些资产日渐磨损过时，实际价值就会低于账面价值。因此仅仅根据每股账面资产价值，来估计公司股票的内在价值，是非常错误的。一看股价低于每股账面价值，就以为捡了大便宜，实际上可能吃了大亏。因为公司资产的实际价值可能远远低于账面价值。不信，看看你买的衣服、电视、汽车，全部都贬值得远远低于你购买的账面价值。

可能读者会觉得这个道理太浅显了，但是巴菲特却是付出了惨痛的教训才明白了这一点。

1965 年巴菲特购买了他现在控股的伯克希尔公司的股票，拥有了控股权。这家公司原来是做纺织业务的。那时美国的纺织业务那是江河日下，一天比一天萧条。为什么呢？因为受到亚洲这些发展中国家低成本劳动力的强烈冲击。美国的纺织厂接二连三地倒闭了，都被亚洲国家的纺织厂给挤垮了。收购后的 20 年期间，巴菲特手下的伯克希尔纺织厂管理人员用尽一切方法，维持这个纺织厂的运转，但到后来再也维持不下去了，投入的钱都打了水漂。后来，巴菲特实在没办法了，只好把纺织业务全部关掉。

伯克希尔纺织厂的面积多达 75 万平方英尺，其设备的购买成本高达 1 300 万美元，经过一系列折旧，账面价值还有 86 万美元。就是这套设备，如果重新购买，起码要花 3 000 万美元。那么，账面价值只有 86 万美元，从市场重新买一套这种设备要花 3 000 万美元，是不是这个纺织厂的资产价值被严重低估了呢？大家看一看巴菲特这个纺织厂的结局就知道了。他把这批市场价值高达 3 000 万美元的设备拿去拍卖。拍卖到手多少钱？16 万美元。他前两年新买的纺织机，当时一台 5 000 美元，拍卖的时候，巴菲特一台开价 50 美元，结果还是没人要，最终只拍到了一台 26 美元，相当于卖废铁的价格，连付搬运工的运费都不够。

巴菲特感叹：有些投资人在买卖股票时，把账面价值看得很重，就像我早期

一样，也有些经济学家相信资产重置价值是估算一家公司股价是否合理的重要参考依据。关于这两种说法，我在拍卖纺织机器设备时就好好地上了一课。

这个教训让巴菲特明白了，所谓资产的账面价值、资产的重置价值，都是虚的，如果这家公司不生产，不能赚钱的话，什么设备都是白搭。就像我们买一个电脑，如果这个电脑不能工作的话，那你说它硬盘值多少钱，它的键盘值多少钱，那都白搭。这个电脑不能工作，就一分钱都不值。同样，如果一家公司不能经营、不能赢利的话，它有再多的资产，再好的资产，也只会严重贬值。

购买股价远远低于账面价值的烂公司的股票，相当于花了小钱买了张旧船票，上了一条破船。便宜是便宜，上了那条破船后，才发现船底有很多破洞，不停地在漏水。巴菲特说：如果你发现自己在一艘长期漏水的船上，那么造一艘新船要比补漏洞有效得多。

巴菲特早期投资生涯中买入股价大大低于每股净资产账面价值的股票，赚了很多钱。但是到了1965年投资伯克希尔后，他就开始发现这种投资策略并不理想。巴菲特用大学教育这种形式的投资为例，来说明账面价值和内在价值之间的巨大差别。

一个学生上大学所投入的成本就相当于这笔投资的“账面价值”。要想精确计算投入的成本，就必须包括学生为上大学放弃的收入，因为他选择了上大学，而放弃了工作。

为了简化和方便起见，我们将忽略大学教育的各种十分重要的非经济性效益，而只关注大学教育给学生带来的经济效益。首先，我们必须估计学生毕业后，在他的整个一生中得到的所有收入，然后从这个数值中减去他上大学的机会成本，也就是如果他不上大学也能获得的收入的估计值，我们会得到一个上大学相对于不上大学得到的超额赢利，然后选择一个适当的利率，将上大学的超额赢利折现到毕业那一天，这样计算出的结果就是大学教育的内在经济价值。

一些毕业生大学毕业后，相对于不上大学多赚的钱，还不够把学费赚回来，这个大学白上了。这意味着他们所受大学教育的账面价值，也就是上大学投入的成本，高于其内在价值。

而另外一些学生大学毕业后，相对于不上大学多赚的钱，远远超过学费，这个大学上的太值了，就是说教育的内在价值远远超出其账面价值。

巴菲特由此得出结论：“显而易见，在任何情况下，作为内在价值的指示器，

账面价值都毫无意义。”^①

巴菲特发现，估值的关键不是看一个公司的资产价值多少钱，而是看这个公司的赢利能力有多大。如同大学教育的价值，关键不是所缴的学费形成的账面价值，而是这个学生未来大学毕业后能赚多少钱形成的内在价值。巴菲特经历了许多购买股价超过账面价值的便宜货吃大亏的教训后，终于明白：以一般的价格买入一家赢利能力非同一般的好公司要比用非同一般的好价格买下一家赢利能力一般的公司好得多。因此，巴菲特就从估算资产价值转向了另一种估值方法——根据公司赢利能力来估值。

2. 最常用的市盈率估值方法

我们和朋友合伙做生意，投资一家公司，主要是看公司的赢利能力，看每投资 100 元能赚多少钱，就是看投资收益率。

我们买入一家上市公司的股票，其实就是和我们不认识成千上万的其他股东一起合伙做生意，一起投资这家上市公司，我们作为股东，最关注的也是公司的赢利能力。

如何评估上市公司的赢利能力呢？

对于股东来说，他并不关心公司的资产是贬值还是增值，关键是看这个公司的赢利能力。就像我们去银行存款一样，关键看这个银行给你的利息率高低，利息率的高低，代表我们存款的赢利能力。同样，我们买了上市公司的股票，我们付出的是每股股价，得到的是每股收益。对于投资者，这家公司相当于银行，我们作为股东能够享有的只是一年一度的每股收益，这相当于利息。

利息除以存款是利息率。每股收益除以每股股价，就是我们购买这只股票的投资收益率。反过来，用每股股价除以每股收益，就得到一个倍数，这就是我们最经常运用的一个估值指标：市盈率。

市盈率里面的“市”指的是市价，就是股票的市场价格是多少。“盈”一般指我们的每股收益。“率”就是比率，每股市价除以每股收益，得到的就是市盈率。

比如我们买了一只股票，支付的股价是 10 元钱，这家公司的每股收益是 1

^① Warren Buffett: *An Owner's Manual to Berkshire's to Berkshire's shareholders*, June, 1996.

元钱，10元钱的股价除以1元钱的每股收益，表明这只股票的市盈率是10倍。

市盈率的真正含义是什么呢？市盈率代表了我们投资收回成本所需要的时间。我们买的这只股票花了10元钱的成本，1年的每股收益是1元钱，那么需要过10年我们才能完全收回所有的投资成本。市盈率是10倍，就代表你买这只股票用赢利来收回投资成本需要10年。市盈率是20倍，就代表你购买这只股票需要20年才能用赢利收回投资成本。

那么我们应该选择购买10年才能收回成本的股票呢，还是购买20年才能收回成本的股票呢？答案不言而喻。我们肯定是购买那些收回投资成本时间短的公司股票。市盈率越低，意味着你收回投资成本需要的时间越短。市盈率越高，意味着你收回投资成本需要的时间越长。

最近我们会看到，中国股市有很多股票的市盈率已经高达100倍，这意味着如果你买了这只股票后，再活100年，才能看到你的投资收回成本，你得非常非常长寿才能亲眼看到这一天。这可不容易！

市盈率是巴菲特从他的导师格雷厄姆那里学到的第二条估值方法，大家一看就明白，市盈率越低，表明股价越便宜，因此选股一定要选市盈率低的股票。

购买低市盈率的股票能够赚更多的钱，平均收益率能够跑赢大盘，低市盈率的选股方法在美国行得通，在全世界都行得通。

有很多学者已经做了大量的统计实证研究表明，按照格雷厄姆的选股方法，购买低市盈率的股票，而且是一批一批地组合购买的话，投资收益率明显超越大盘。

那么什么时候股票的市盈率比较低呢？一般是在股市最为低迷的时候。我们在前面讲过，在1972年美国大牛市的顶峰，许多蓝筹股平均市盈率超过80倍，巴菲特坚决不买，因此避开了后来股市大跌一半的风险。等到1974年大熊市的谷底，许多股票市盈率都是个位数，巴菲特开始大量买入，后来随着股市反弹，大赚一笔。购买低市盈率股票赚钱更多，在美国如此，在中国同样如此。2004—2005年间，中国股市已经持续低迷了4年，有不少股票市盈率也只有个位数，如果此时买入，到2007年平均能够赚五六倍。

我们来看看中国股市有两个比较典型的低市盈率股票案例。

第一个案例是宝钢股份。

看看宝钢股价的历史走势，你会发现，从2005年9月—2006年9月，宝钢

股份的股价在 4 元 - 5 元之间震荡，徘徊了一年之久。你再看看宝钢股份 2003 年、2004 年、2005 年的每股收益，3 年平均每股收益高达 0.66 元。那么，我们用宝钢的股价 4 元钱除以 0.66 元，市盈率只有 6 倍多。也就是说你投资宝钢 6 年就能收回成本。如果你 2006 年 9 月在 4 元 - 5 元之间买入宝钢的股票，到 2007 年 8 月，宝钢的股价最高达到了 16.50 元，上涨了 4 倍多，远远超越同期大盘的涨幅。

第二个案例是中国的第二大钢厂武钢股份。

从 2005 年 11 月到 2006 年 9 月这半年，武钢股份的股价一直在 2.50 元 - 4.20 元之间震荡。武钢股份 2003 年、2004 年、2005 年这 3 年的平均每股收益为 0.41 元。那么 2.40 元的股价除以 0.41 元的每股收益，我们会发现其市盈率只有 6 倍。如果你在 2006 年 9 月买入该股票，到 2007 年 8 月，武钢的每股股价最高到了 15 元以上。一年不到，就上涨了 6 倍多。

请注意，宝钢跟武钢一个上涨了 4 倍多，一个上涨了 6 倍多，当然有很多因素，包括市场对其整体上市的预期，加上同期的大牛市太牛了。但是即便如此，它们的涨幅也远远超越了同期的大盘涨幅，也超越了钢铁行业的平均涨幅。

其中一个重要因素在于这两家钢铁龙头股在当时的市盈率实在太低了。这两家公司都是中国最好的钢铁厂，有着非常稳定的赢利能力，每股收益是比较稳定的。当它的市盈率只有 5 倍、6 倍的时候，无论是跟国内的上市公司比，还是跟国外的同行业股票相比，其股价都是被明显低估了。它们之所以涨幅远远超越大盘，与其原来市盈率过低有很大的关系。

在运用市盈率进行估值的时候，大家一定要注意，作为分母的每股收益，不能简单用去年的或者前年的每股收益来估值，我们应该用的是未来这家公司能够保持的稳定的每股收益来估算。因此，你需要对未来几年公司能够稳定保持的每股收益进行预测。

一个简单的预测方法是，用过去这个公司一个完整的经营周期的平均每股收益，来对未来进行预测。前提一定要注意，这个公司是一家非常有实力、非常稳定的公司。如果每股收益变来变去，市盈率也会相应地跳来跳去，那就无法判断市盈率到底是高还是低了。

格雷厄姆对市盈率估值方法进行了深入的研究。他主张分散投资，用市盈率估值方法，应该买上几十只股票形成一个投资组合。因为买得比较多了，即使你对一家公司的未来收益预测错了，但是你对另外几家都大致估对了，一个投资组

合整体而言赚钱的把握还是比较大的。巴菲特在老师的基础上将其发扬光大，在他投资生涯的前期用这个方法也赚了不少钱。但是他后来发现，这个方法越来越不适合他。因为巴菲特到后来主要做长期投资，集中投资，他只买几只股票，对估值的要求越来越严格。市盈率这个估值方法，非常简单，非常方便，非常好用，但也非常容易被误用。

对于某一只个股而言，市盈率估值方法难以做到比较准确。为什么？因为市盈率高还是低，只是相对而言，相对的衡量标准一般是股票市场平均市盈率水平，或者是行业平均市盈率水平。而个别公司的赢利能力往往跟行业平均赢利能力差别非常大，与股票市场平均市盈率水平差别更加大。

例如，茅台一年的利润，就占了白酒行业利润总和的 1M。那么，你能用其他几百家小酒厂的市盈率平均水平，来评估茅台的市盈率是否合理吗？肯定不能。那些小酒厂和茅台根本不具有可比性。可口可乐和百事可乐两家就占了美国软饮料行业 80% 的市场份额，另外几千家小公司加在一起只占 20% 的市场份额，那么你能用那些小公司的市盈率平均水平，来评估可口可乐跟百事可乐市盈率是否合理吗？不能。因为那些小饮料企业和可口可乐、百事可乐根本不具有可比性。

遗憾的是，我们很难找到一个和目标公司完全具有可比性的参照公司。世界上没有第二个茅台。即使在可口可乐和百事可乐之间，也有巨大的不同。可口可乐只做饮料，百事可乐旗下却有肯德基、必胜客等连锁餐厅，两家企业的业务有很大差别。

市盈率估值方法，还有一个最大也是最致命的缺陷，那就是公司的每股赢利往往是虚的。账面上赚的钱，与真正赚到口袋里的真金白银的数额，往往差别很大。有时账面上每股收益很高，看起来很美，实际上很不美。少数情况相反，每股收益账面上很差，但实际上很高。

我给大家举一个实际的例子：我老家有一个小学同学，没考上大学，就去学做了厨师。学成后回到老家打了几年工之后，自己开了一个餐馆。春节回去，我们几个老同学就在一起喝酒聊天。我问他：“饭店开得怎么样？”“还行，挺赚钱的。我一年扣掉这些人工、房租，一年能赚十几万块钱。”我说：“你很厉害啊。这比我们在上海上班挣得还多啊！”他说：“账面上赚这么多钱，实际上根本没这么多。因为那些来吃饭的人，都是欠账，都是打欠条。我得天天去要账，一年到头我最大的精力不是想如何做饭，而是如何到处去要账。说是赚 10 万块钱，

我能要回来 5 万元，就烧高香了／ 他的饭店，账面赢利是 10 万元，但是实际赢利连 5 万元都不到。

有些上市公司往往也存在类似的问题，看着账面上很赚钱，但是它最后真正拿到手的钱并不多。因为有很多销售是赊账卖出去的，可能那笔账款最后变成了坏账，收不回来了，但是原来销售出去的时候，尽管是应收账款，却已经在账面上记了利润。

有的时候，公司在进行生产经营时，有些营业费用在做账时按照估计的金额下账，但企业总是想少估计一些费用，多吃一些利润，这样报表好看，股东会更高兴。但实际未来发生的费用可能要大得多，甚至产品也有可能出问题，公司会面临诉讼，有着一大堆的后遗症，需要公司大把往里面填钱。所以说账面上的利润往往跟实际上的利润差别很大。有些公司管理层为了能让自己的脸上有光，为了多得奖金，或者为了推高股价，会有意无意把每股收益做得很高，但是实际赢利并没有那么高。

巴菲特喜欢引用林肯总统经常问的一个脑筋急转弯问题：如果尾巴也算一条腿的话，那么一条狗有几条腿？听起来很简单啊。尾巴也算一条腿，然后再加上四条腿，那不是五条腿吗。林肯总统说：不对，不论你再怎么说尾巴算一条腿，可尾巴还是尾巴，永远不是腿。即使全世界的人都愿意帮你证明尾巴也算是一条腿，狗也不会因此多一条腿。

即使全世界的会计师都愿意帮上市公司证明赢利增长了很多，但上市公司口袋里的钱也不会因此增长一分钱。无论公司账上做的利润再怎么高，再如何粉饰自己的财务报表，这些财务手段有多么合规合法，实际它的真实赢利还是这么多。这点我们老百姓最清楚，没有拿到手的钱不是钱。

巴菲特后来越来越发现，市盈率估值方法存在着巨大的缺陷。在他重仓投资某一只股票的时候，无法用市盈率方法对这只股票进行正确的价值判断，因为财务报表上的每股收益本身就是虚的，并不等于真金白银。既然赢利是虚的，市盈率估值方法是不准确的，那么巴菲特到底用什么方法进行正确的估值呢？

3. 唯一正确的现金流折现估值方法

前面我们讲了，公司财务报表上的利润其实是虚的，只是账面数字，并不是

真金白银。既然只有真金白银才是实实在在的，巴菲特干脆从利润转向了现金，用现金流量这个更准确的赢利能力指标来进行估值。

所谓现金流量，其实就是进来多少钱，出去多少钱，收支相抵，净流入U袋里多少钱。进来的钱是现金流入，出去的钱是现金流出，一进一出公司账上流入的钱就是现金流量。

巴菲特不再局限于导师格雷厄姆教给他的估值方法，从而超越了他的老师。运用现金流进行估值，更适合巴菲特精选个股、集中投资的投资策略。巴菲特正是因为成功地运用现金流量估值方法，才正确估计出了一只又一只股票的内在价值，从中发掘出几只被严重低估的超级明星股，最终成就了他股神的地位。

什么是真正的内在价值

最早是在1942年，约翰·伯尔·威廉姆斯（John Burr Williams）提出了运用现金流量进行估值的公式。

巴菲特将这种估值方法精练为一句话：“今天，任何股票、债券或公司的价值，取决于在资产的整个剩余使用寿命期间预期能够产生的、以适当的利率贴现的现金流量。”^①

巴菲特修正了他的导师对内在价值的定义，“内在价值可以简单地定义如下：它是一家企业在其余下的寿命中可以产生的现金流量折现的现值”^②

这个现金流量估值方法，听起来相当专业，没有学过财务的人比较难懂。为了方便理解，我们用大家非常熟悉的杀鸡取卵的寓言故事来解释说明：

有一个老太太，养了一只鸡，突然，有一天她在鸡窝里发现，这只鸡下了一只金灿灿的金蛋。她拿来一看，真是纯金的，老太太高兴坏了。第二天，老太太再到鸡窝里一看，这只鸡又下了一只金蛋。第三天再一看，又下了一只金蛋。后来，这只鸡每天给她下一只金蛋。这个老太太就开始卖金蛋，变得越来越有钱，逐步成为当地的第一富婆。有一天，她想：“这太慢了，一天才下一只金蛋，干脆把这只鸡给杀了，把它肚子里的所有金蛋一下子都拿出来，我马上就会成为世上的第一富婆。”于是，她把这只会下金

① Warren Buffett: *The Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.*, 1992.

② Warren Buffett: *An Owner's Manual to Berkshires to Berkshire Shareholders.*, June, 1996.

蛋的鸡给杀了。结果打开鸡的肚子一看，里面一只金蛋也没有。把鸡杀了之后，老太太再也得不到金蛋了。

当然这个故事的寓意是讽刺那些过于贪婪的人，那些什么都想得到，往往最后什么也得不到的人。但是，你想一想，无论是投资股票，投资基金，投资债券，这些投资都会给我们不断赚钱，其实我们是十是也像养了会下金蛋的鸡？其实巴菲特投资公司股票的时候，就像养鸡一样，养鸡的目的就是为了获得这只鸡下的金蛋。巴菲特买股票，也就像买一只会下金蛋的鸡一样，他是如何估算这只鸡应该值多少钱的呢？

为了简单起见，假设这只鸡像老太太的鸡一样，也是一天只下一个金蛋，一年总共下 360 个金蛋（假设一年为 360 天，以计算方便）。假设这只鸡只能工作 10 年，干完 10 年，这只鸡就不干了，要退休了。那么是，一年下 360 个金蛋，10 年就是 3 600 个金蛋，是不是这只鸡就值 3 600 个金蛋呢？肯定不是。因为你只算了下的金蛋，这是你赚进来的钱，是现金流入，你没有算你花出去的钱，还得扣掉现金流出啊。这只鸡它要吃饲料，你还得给它建一个豪华的鸡舍，你得每天给它打扫啊，这都得花钱。

这只鸡既然下金蛋，那它吃的饲料肯定也挺费钱。我们假设这只鸡每天吃的饲料等成本相当于半个金蛋，那么一年到头我们净到手的只有 180 个金蛋，10 年就是 1 800 个金蛋。是不是这 1 800 个金蛋就代表了这只鸡的真实价值呢？也不是。用巴菲特的话说，你的现金流入，扣掉你的现金流出，这样净到手的现金流量，是真实的现金净流入。但是这些现金流最并不是自由的。

不自由的意思是什么呢？这些钱你不能随便花，因为你还得留下一些钱为未来大的支出做准备。你要给这只鸡打疫苗啊，防止它得禽流感，你还要给它听音乐，要保证它有好心情，你要给它买个跑步机，让它每天跑跑步，这样它才不会太肥胖，要不金蛋就下得少了。总之，你要保持这个鸡一直有好身体和好心情，一直保持不断下金蛋的好状态。

大家可以算算自己的自由现金流量。

我们每一个上班族每月发到手的工资并不是我们实际赚到手的钱，我们还要扣掉日常支出。假设你一月发 5 000 元钱工资，然后你租房和吃饭花掉 3 000 元钱，只剩下 2 000 元钱。这 2 000 元你是不是可以随便花呢？不能。你还得锻炼

锻炼身体吧，你还得接受培训吧，你还得孝顺父母吧，只有把这些未来的大项支出，就是用来保持你个人的竞争优势和良好社会关系的这些钱留出来之后，剩下的钱才可以自由地花，随便地花，这些钱才是你的自由现金流量。

那么假设这只鸡一天下一个蛋，吃的饲料相当于半个金蛋，然后为了让这只鸡活得更健康，心情更好，身体更好，每天还要再扣掉 $1/4$ 个金蛋的成本支出，那么剩下的我们可以自由花的金蛋是多少呢？最后一天只剩下 $1/4$ 个金蛋了。一年 360 天就能剩下 90 个金蛋，10 年就是 900 个金蛋。也就说我们每年可自由支配的现金流量是 90 个金蛋，10 年加在一起就是 900 个金蛋。

那么是不是这 900 个金蛋就代表了这只鸡的内在价值呢？也不是。大家想一想，你现在拿到一个金蛋，跟你 1 年之后拿到一个金蛋的价值一样吗？跟你 10 年之后拿到的一个金蛋价值一样吗？肯定不一样。

这个道理很简单。

你现在有 1 元钱，拿到银行存款，利息 3%，过了 1 年呢就变成了 1.03 元，你存 100 元，1 年后就变成了 103 元。大家反过来想一想。那么未来 1 年的 103 元，相当于现在的多少钱呢？只有 100 元，这个道理很简单，尤其那些贷款买房的人最清楚这个道理。按照最新的贷款最低利率来计算，如果我们贷款 100 万元来买房的话，按照等额本息法去还款，未来 30 年，我们逐月地等额还款，大家猜一猜未来这 30 年，你一共要还多少钱？要还 250 万元。也就是说，未来 30 年，你挣到 250 万元，才相当于现在的 100 万元的价值，如果你现在有 100 万元，就不用未来再还那 250 万元了。可见，未来的钱，不如现在的钱值钱。

如果你听到有人吹牛，我们家过去很有钱，没有用；如果你听到有人吹牛，我们家未来很有钱，没有用；如果你听到有人吹牛，我们家现在很有钱，有用。最重要的是现值，重要的不是过去，也不是未来，而是现在。

著名畅销书《谁动了我的奶酪》的作者约翰·轩，在他的另一本畅销书《礼物》中有首小诗——《最重要的是现在》：

Yesterday is a history.

昨天已成历史，

Tomorrow is a mystery.

明天还是个健，

And today is a gift.

今天才属于我，

That's why we call it "The Present".

现在最为宝贵。

我告诉大家一个简单的法则——72 法则，72 法则能帮你快速算出本金按照某个利率多少年翻一倍。

只要用 72 除以这个给定的利率再乘以 100，结果是多少，就代表需要多少年本金才能够翻一番。假如说是按照 6% 的利率，那么 72 除以 6，就是 12，表明经过 12 年能够翻一番，也就是说，按照 6% 的利息，1 元钱需要 12 年才能变成 2 元钱。反过来算呢，按照 6% 的利率，12 年之后的 2 元钱，只相当于现在的 1 元钱，12 年之后的 1 元钱只相当于现在的 5 角钱。

你到银行存款，按照复利的话，即利滚利，一年一年往下滚，越滚越多。按照 6% 的利率，1 元钱过了 12 年就滚成 2 元钱了。倒过来算，未来 12 年之后的 1 元钱现在价值多少呢？按照 6% 来打折，一年一年往下折，未来 12 年之后的 1 元钱折到现在只有 5 角钱。

大家经常在报纸上和研究报告上看到折现和现值这两个专业名词，其实意思很简单。现值就是指现在的价值，折现就是把未来的一笔现金流量，折算成现在的价值是多少。就像我们刚才说的那只鸡，每年下一个蛋，吃掉的饲料筹成本，相当于半个蛋，再扣掉为了维持这只鸡的好身体、好心情、好状态这些长期的支出——1/4 个蛋，那么每天我们可以随便花的自由现金流量，只有 1/4 个金蛋。那么一年 360 天，我们的自由现金流量只有 90 个金蛋。那么我们计算这些金蛋的价值时，就要把未来第一年才能得到的 90 个蛋，打个 6% 的折扣，进行折现，折算出来的就是现在的价值。未来第 10 年下的 90 个金蛋，就要按照 6% 的利率连续折现 10 次，一直折现回来才是现值。我们把未来 10 年期间每一年的金蛋，按照我们这个长期存款利率 6% 给打折，折算出现在价值总共多少，就是这只鸡的内在价值。

你会估算这只会下金蛋的鸡的价值，同样你也会算一只股票或者一只债券的价值。估算一只会下金蛋的鸡的内在价值，就是把它未来能下的，我们能够自由花的金蛋的数 S ，用一定的折现率折现回来。那么对于股票，它与债券也是同样的计算方法，我们把从这只股票或债券上能得到的自由现金流量，同样用一定的折现率折回来，就可以得出这只股票或债券的价值。用巴菲特的话来说，自由现金流量折现方法，可以估算出任何一项资产的价值，只要知道未来它每年能够实现的现金流量是多少。我们可以用现金流量折现方法估出任何一个农场、一个饭馆、一条高速公路等宇宙中任何一项资产的价值。其实债券更像我们故事里

的这只会下金蛋的鸡，因为一个债券的利息每月每年是固定的，就像这只每天固定下多少金蛋的鸡。而股票和债券不一样，股票这只会下金蛋的鸡每天能够下的金蛋数量，每个月能下金蛋的数量，每年能下金蛋的数量，都是不固定的，我们只能逐一地预测出未来每年大约能够下多少金蛋，然后按照不同的折现率折现回来。巴菲特发现，公司管理人员的管理水平，就像饲养员的水平一样，对未来现金流量的影响很大。

如何运用现金流折现方法进行估值

大家一定要注意，运用现金流量估值方法，会碰到两个问题。

第一，你需要预测未来这只鸡每年能下多少金蛋，第1年下多少，第2年下多少，第3年下多少……每一年都要预测。

第二，你要估计出合适的折现率应该是多少。

只要你知道这只鸡未来每年能下多少金蛋，你能自由花的金蛋，也就是现金流量，你又知道合适的折现率，你就可以估出这只鸡的价值。同样，只要你知道一个公司未来每年的自由现金流量，你又知道一个合适的折现率，你就可以估出这家公司的内在价值。估算出公司的内在价值，再除以总股本，就可以估算出每股股票的内在价值，

运用自由现金流量折现方法，来估计一只股票的内在价值，有两个核心因素：第一，未来的现金流量是多少，第二，折现率是多少。对于第二个问题，我们可以很轻松地解决，巴菲特制定了一个标准，任何公司的折现率不能低于长期国债利率。这是一个最低标准。那么越稳定、越优秀的公司，折现率越低。公司经营越不稳定，折现率就越高。这就像我们去买打折的衣服，越好的衣服，打的折会少一点，越差的衣服打的折会多一点。同样，公司也是如此，公司基础越好，竞争力越强，折现率越小。

接下来我们就会面临第二个困难，也是最大的困难，就是公司未来的现金流量实在太难预测了。每个人都知道，预测一家公司未来的自由现金流量非常非常困难，可以说，世界上再没有比预测未来更困难的事情了。巴菲特喜欢说这样一句话，未来永远是看不清楚的。

那么我们买公司买的是什么呢？其实我们买的都是未来。因为你现在买进一个公司的股票的时候，公司过去的利润是属千老股东的，作为新股东，你能得到

的只是这家公司未来给你赚的钱。那么，公司未来能给你赚多少钱呢？谁也无法告诉你一个准确的数字，你只能自己大致预测。那么我们怎样才能比较准确地进行预测呢？巴菲特从日常生活中找到了一个好办法，帮助他解决了这个问题。我们每个人在结婚寻找终身伴侣的时候，图的是什么呢？图的是未来。未来会怎么样呢？两个人要在一起过上几十年，谁能说得准呢？那怎么办呢？我们还得要结婚啊。唯一可行的办法是，在你认识的人里面找一个最稳定、最可靠、最符合你标准的作为终身伴侣。

现在我们中国国内的上市公司有 1 500 多家，就像你身边有 1 500 多个候选的终身伴侣对象，你应该选择哪一个呢？很简单，选择你认为最稳定、最可靠的上市公司，就像我们在第四章中所讲的那样，不能不选，不熟不选，不懂不选。

这个公司是你有能力评估的，又是你很熟悉的，你又很懂它的业务和管理，你才有很大把握推断其业务竞争优势能够保持长期稳定，你在预测未来现金流量时才不会有太大的差错。这类非常稳定的公司未来现金流量的预测方法，其实很简单。你看它的现金流量表，其中有一项是“经营活动产生的现金流量净额”，代表公司从业务经营中取得的净现金流入。经营活动产生的现金流量净额扣除长期资本支出，得出来的就是每股自由现金流量。长期资本支出是维护这家公司的长期竞争优势所需要的支出，就像我们个人要不断地培训自己，不断锻炼身体，目的是维护我们自身的竞争优势。长期资本支出可以大致用现金流量表中的“投资活动产生的现金流量净额”代替。这样，你只要把现金流量表中的经营性现金净流量加投资性现金净流量，就能得出公司的自由现金流量总量。然后除以公司的总股本，就能得出每股自由现金流量。

那么，估值的第二个重要因素折现率选什么比较合适呢？由于你选的都是最稳定、最可靠的上市公司，所以说你可以给它一个比较低的折现率，相当于 20 年或者 30 年的长期国债利率。

有的人就会说了，这个股票投资，要比债券风险大多了，为什么你给它这么低的折现率呢？

其实，巴菲特选择的公司，都是非常非常稳定的公司。可口可乐有 200 多年的经营历史，华盛顿邮报公司从 1877 年开始到现在也有 130 多年的经营历史，吉列刀片从 1901 年到现在也有 100 多年的经营历史，都非常稳定。巴菲特甚至觉得这些公司稳定的程度超过了美国政府的稳定程度。政府 4 年就要换届，选一

个新的总统，但是这些公司的存续时间比美国总统的任期长多了，甚至从某种意义上说比美国政府还要稳定，巴菲特认为，它们的风险程度应该跟政府发的长期国债类似，因此用长期国债的利率作为折现率是合理的。当然根据不同公司的不同情况，你可以灵活调整，多一个百分点或者多两个百分点，但是基本上应以长期国债利率为基准。

那么我们知道了未来的现金流量，做了最稳定的预测，然后再按照长期国债利率作为折现率，就可以大致估算一下这只股票的内在价值是多少。

简化现金流量估值方法

可能有的人会觉得现金流量折现方法实在是太费事了，又要预测现金流量，又要折现。

有些事情是一定要费事的。你想想你在选择一生伴侣的时候，你是不是应该多费点事，多花点时间去考虑考虑？你在想你上什么大学和去什么公司就业的时候，这关系到你一生的成败，你是不是也应该费点事，去思考一下，去衡量一下？

巴菲特选股如选妻，在一只股票上面下很大的赌注，把自己大量资产投进去，而且长期持有很多年，万一出错了，损失无法弥补。我们学习巴菲特，大量买入一只股票，也是在做出一个重大选择，所以费点事、费点心、费点力是应该的，因为我们的目的是为了获得巨大的投资回报。

可能有的人要问，有没有更简单的现金流量估值方法呢？我们可以用两种方法，把巴菲特的自由现金流量估值方法相对简化一下，作为初步评估的一种方法。

第一种方法是存款利率比较法。我们到银行去存款，我们要比较是存在这个银行好还是存在那个银行好，我们的方法是看哪个银行给的利息率高。我们买股票的时候也可以用这个方法。你买这家公司股票的时候，相当于把这笔钱存进这家公司了，那么你得到的每股自由现金流量就相当于你拿到手的利息，用每股自由现金流量除以它的股价，就相当于你投资这只股票的利息率。如果它远远高于长期国债的利率，就说明买这只股票划算。当然你用每股自由现金流与股价的比率进行选股时，你一定要用这个公司稳定的可以继续长期保持的每股自由现金流量，我们预测未来的每股自由现金流量，肯定会是一个区间，可能是5角钱到6角钱，或者每股5角钱到8角钱。计算比率时你要用预测区间的下限，这样做更保守，风险也更小。

第二种方法是市现率。参照市盈率，我们把它修改一下，改成市现率。市盈率是市价除以每股收益，我们现在用市价除以每股自由现金流量，我们把该比值简称为市现率。因为每股自由现金流量才是你投资能够到手的钱，每股自由现金流量比每股收益更加可靠，所以市现率也比市盈率更加保守、可靠。一只股票的市价除以每股现金流量得到的数字，就代表着你从这只股票上用现金收回投资成本需要多少年。市现率越低，就说明你收回成本的时间越短，就越值得投资。我们可以把长期国债看成是一只股票，我们用长期国债的价格，除以我们每年能够得到的利息，就是这个长期国债的市现率，可以用这个数字作为我们衡量市现率是高是低的参照标准。股票的市现率越低于长期国债的市现率越好。

以上这两种方法其实是一样的，只不过一个是每股自由现金流量除以每股市价，另一个则相反，是每股市价除以每股自由现金流量。

运用这两个简便方法的前提是，这家公司非常稳定，未来自由现金流量能够长期保持稳定，接近于过去的长期平均水平。

预测现金流量的保守原则

请大家一定要注意，巴菲特在预测公司未来自由现金流量时，他的原则是：保守，保守，再保守。

巴菲特是从公元前6世纪的一则伊索寓言中受到启发学会这个保守预测的。伊索寓言里有这样一个故事：

一只夜莺正在树上高高兴兴地唱着歌，忽然飞过来一只饥饿的老鹰，伸出巨爪就把这夜莺抓住了，要把它吃掉。夜莺吓坏了，赶紧乞求老鹰：“大哥，求求你千万别吃我，你看我这么瘦，这么小，还不够你塞牙缝的，你这么庞大，这样吧，你把我放了，我去树林里给你引来一只又大又肥的大夜莺，保管你吃了马上能够填饱你的肚子／”老鹰一振嘴说：“你想骗我，你想让我放弃手中一只现成的小鸟，去等一只还看不见、摸不着的大鸟，我才没那么傻呢／”

这就是西方一句著名的谚语的由来：一鸟在手胜过两鸟在林。

我们做事一定要有把握，做最有把握的事，风险最小。巴菲特在预测公司未来现金流量的时候，用的也是“一鸟在手胜过两鸟在林”的谨慎原则，只做最有

把握的预测。巴菲特发现，在几千家上市公司中，真正有把握预测出未来现金流量的公司，只有极少数。因此我们在预测未来现金流量的时候，一定要保守，一定要谨慎，一定要确定自己非常有把握。要不然的话，你估算出来的价值会非常错误，而且会错得离谱，让你的投资承受重大的风险。

哪里能找到免费的财务数据

我们在衡量公司业绩的时候，在估计公司股票内在价值的时候，都要运用公司财务数据。哪里有这些财务数据呢？很简单。像学生期末有成绩单一样，上市公司期末也有成绩单，那就是上市公司的年度财务报告，简称年报。

每年1-4月，上市公司就会在各大报刊上公开披露它上一年度的财务报告。同时，在这个公司的网站与交易所的网站上都能够查询到其财务报告。在新浪、网易、搜狐这些网站的财经频道上，也能够查到各家上市公司的年报。

年报为我们提供了进行业绩评估和价值评估的主要财务数据。所以大家一定要投资股票的话，一定要多读年报，因为我们需要的数据大部分都来自于年报。巴菲特阅读最多的是企业的财务报告。“我阅读我所关注的公司年报，同时我也阅读它的竞争对手的年报，这些是我最主要的阅读材料。”

你必须能够读懂财务报表。但是即使在美国也有95%的人看不懂财务报表，分不清什么是资产，什么是负债。如果你想致富的话，必须要能读懂金钱的语言。就像如果你从事计算机的工作，你必须能够懂得计算机语言。

在研读巴菲特39年来在伯克希尔年报中写给股东的信中，我对巴菲特对企业会计报表的财务分析能力无比佩服。巴菲特认为分析企业会计报表是进行价值评估的基本功，投资人必须有看出上市公司是否做假账的火眼金睛。“当经理们想要向你解释清楚企业的实际情况时，可以通过会计报表的规定来进行。但不幸的是，当他们想弄虚作假时，起码在一些行业，同样也能通过会计报表的规定来进行。如果你不能辨认出其中的差别，那么你就不必在资产管理行业中混下去了。”

美国有上市公司做假账，中国也有上市公司在做假账。会计人员要牢记“不做假账”，但难免会有人做假账。因此我们投资人要牢记：不买假账。坚决不买那些做假账的上市公司的股票。

财务数字不可能百分之百地反映现实，因此巴菲特说会计数字只是估值的起点，而不是终点。巴菲特给阅读企业财务报告的投资者提出了以下三个建议：

第一，特别注意会计账务有问题的公司，如果一家公司迟迟不肯将期权成本列为费用，或者其退休金的估算假设过于乐观，千万要当心。当管理层在幕前就表现出走上了邪路，那么在幕后很可能也会有许多见不得人的勾当。厨房里绝对不可能仅仅只有你看见的那一只蟑螂。

第二，复杂难懂的财务报表附注披露通常暗示管理层不值得信赖，如果你根本就看不懂附注披露或管理层分析，这通常表明管理层压根儿就不想让你搞懂，安然公司对某些交易的说明至今仍让我相当困惑。

最后，要特别小心那些夸大收益预测及成长预期的公司。企业很少能够在一帆风顺、毫无意外的环境下经营，收益也很难一直稳定成长。至今查理跟我都搞不清楚我们旗下企业明年到底能够赚多少钱，我们甚至不知道下一季的赢利多少，所以我们相当怀疑那些常常声称知道未来赢利会如何如何的 **CEO** 们。而如果他们总是能达到他们自己声称的目标收益，我们反而更怀疑这其中有什么猫腻。那些习惯保证能够达到赢利预测目标的首席执行官，总有一天会不得不去假造赢利数字。^①

我们前面讲了巴菲特估值的三种方法，根据资产进行估值，根据赢利能力进行估值，根据现金流量进行估值。巴菲特早期用的是前面两种方法，后来他主要运用现金流量进行估值，他发现自由现金流量折现方法，是唯一正确的估值方法。大家只要对这家公司的业务和财务有着深入的分析，对它未来就可以做出比较稳定可靠的预测，就可以估计出这只股票的内在价值是多少。只要这家公司股票的内在价值远远高于股价，这时你低价买入就有很大的安全边际，你将能够获得满意的投资回报率。

那么，是不是买了这样价值远远高于价格、具有很大安全边际的股票，就可以保证你能赚很多钱呢？不一定。我们很多人都买过那些非常赚钱、持续上涨的明星股股票，为什么我们后来并没有赚到很多钱呢？有一个很大的原因，就是你买的这种赚钱的股票的数量太少，即使这只股票翻了 10 倍，如果你只投资了 1 000 元钱，也只能赚 1 万元钱。但是另外一只股票并没怎么涨，你却投资了 10 万元钱。因此整体而言，你并没有赚多少钱。

巴菲特之所以比别人赚钱多得多，一个重要原因是，大部分人是分散投资，而巴菲特是集中投资，把大部分钱集中投资于那些最优秀、最可靠、最赚钱的公

① Warren Buffett: *The Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.*, 2002.

司股票上。

那么巴菲特是如何成功地进行集中投资的呢？请看下一章《集中投资》。

注：各大网站上市公司免费财务数据查询指南

我们以查询工商银行（601398）的现金流量表为例，只要你在各大财经网站的股票频道中，输入股票代码“601398”或名称“工商银行”，就会出现工商银行的股票行情走势图。

一般在左边一栏中，就会看到很多栏目，你找到“财务数据”一点，再在新的网页中寻找“现金流量表”栏目，一点就可以看到现金流量表了。

各大财经网站工商银行（601398）的现金流量表具体网页地址是：

1. 和讯网

http://stockdata.stock.heximxom/2009_xjll_601398.shtml

在所有网站中，和讯网资料和数据最为全面，其中有价值评估一栏，请注意，其中的市现率是股票市价与每股现金流量之比，本书中所说的市现率是股票市价与每股自由现金流量之比，二者有明显不同，

2. 新浪网

http://money.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vFD_CashFlow/stockid/601398/ctrl/part/displaytype/4.phtml

3. 腾讯网

http://stock.finance.qq.com/cgi-bin/sstock/w_xjll7zqdm=601398

4. 网易

<http://quotes.money.163.com/corp/1032/code=601398.html>

5. 搜狐网

<http://q.stock.sohu.com/cn/601398/xjll.shtml>

6. 巨潮资讯网

http://www.xnmfox.com.cn/gszx/cwzb_xjllbjsp

7. 全景网（证券时报）

<http://company.p5w.net/gszl/cw2bly.asp?zqdm=601398>

8. 中国证券网（上海证券报）

<http://data.cnstock.comysecurities/cashFlowStatementfaction?exgId=601398#position>

在各大证券公司网站上也可用类似的方法查询到上市公司的现金流量表。

9. 中证网（中国证券报）

<http://stock.cs.comxn/stock/F10.php?code=sh601398&type=11>

在中国证监会（www.csrc.gov.cn）、上海证券交易所（www.sse.com.cn）、深圳证券交易所（www.SKexn/），输入公司股票代码，可查询定期报告，每年的年报上会完整披露资产负债表、损益表和现金流量表。

前面我们讨论了巴菲特选股的方法和标准，解决的是买什么的问题。选股之后，我们面临一个新的问题：买多少？我们的资金是有限的，所以要决定买多少只股票，以及每只股票分别买多少钱，这就是投资组合管理的核心问题。

一般来说，有两种完全对立的做法：一种是分散投资。通俗地比喻，不要把鸡蛋放在一个篮子里，而是买很多股票，每只股票都只买一点。很多人是把很少的鸡蛋放在很多篮子里，持有几十只甚至几百只股票，而巴菲特却反对分散投资，主张集中投资：

“‘不要把所有鸡蛋放在一个篮子里’，这种做法是错误的，投资应该像马克·吐温建议的那样，把所有鸡蛋放在同一个篮子里，然后小心地看好这个篮子。”“我们的投资仅集中在少数几家杰出的公司身上。我们是集中投资者。”^①

巴菲特一生主要投资了 22 只股票，一共赚了 320 亿美元。而他重仓投资的股票只有 7 只，这 7 只就赚了 280 亿美元，占巴菲特股票收益近 90%。集中投资其实就是大赌，大赌的目的是为了大赢。巴菲特过去 30 年在股票上只大赌了 7 次，每一次都能大赌大赢，平均收益率高达 7 倍，赚到了其他人小赌几千次也赚不到的钱，那么，巴菲特是如何集中投资，做到大赌大赢的呢？我归纳为两点：大勇、大智。

大赌需要大勇，大赢需要大智。智勇双全，缺一不可。

^① [美] 罗伯特·哈格斯特朗著：《沃伦·巴菲特的投资组合》，机械工业出版社，2000 年，第 1 页。

1. 大赌需要大勇

首先我们谈第一点：大勇。大家都知道有两个成语，有勇有谋，有胆有识。你有没有想过，为什么勇气放在计谋前面，胆量放在智识前面？原因很简单：没有勇气，没有胆量，不敢行动，再多的计谋和智识也是白搭；有了勇气，有了胆量，即使计谋较少，智识不足，也有可能闯出一条生路。

回顾过去，最让人后悔的，并不是我们做错了什么，往往是那些我们知道本来会做、可做、能做，而且做了会有大幸福、大成功，却因胆小害怕而没有勇敢去做的大事。回顾过去，最让投资人后悔的，并不是我们买错了股票，亏了钱，往往是那些我们可买、能买，而且知道是未来肯定会长期大涨的超级明星股，我们却因胆小害怕没有勇敢地买。

有一个华尔街的投资家，买了一只股票，后来赚了100多倍。别人都是恭喜他。他却说，我一想到这个让我赚了100多倍的股票，就想跳楼。为什么？我只买了100股，只赚了2万多美元。

小赌只能小赢，大赌才能大赢。很多人买了大牛股却只赚了一点点钱，为什么？往往是因为我们过于分散投资，每只股票都买上一点点，即使是偶尔买中一只大牛股，这样小赌只能小赚。过于分散投资，其中很少是好股票，大部分是表现平平的普通股票，甚至有不少是烂股票，总体业绩当然表现差了。

巴菲特为什么赚的钱比我们多得多，一个重要原因是，他从不分散投资，根本不会随便乱七八糟地买一堆表现平平的股票甚至是烂公司的烂股票，他只集中投资于少数好公司的好股票。我们和那些成功的名人有一样的大脑，一样的身体，一样多的时间，为什么我们不成功？因为我们没有集中精力做大事。我们往往做了太多不重要的小事，一生却没有做一件真正重要的大事，

一次大成功胜过100次小成功，一次大投资胜过100次小投资。

巴菲特把自己的投资精力用在做出少数重大投资决策上：“查理跟我很早以前便明白了，一个人在投资生涯中，要想做出几百个聪明的投资决策是极其困难的。随着伯克希尔公司资金规模日益扩大，这种现象越来越明显，我们的投资范围中，能够大幅影响公司投资业绩的投资品种也越来越少。因此我们决定采取一种容易做到的投资策略，我们只需做出几次聪明决策就行了，而不是要求自己经常做出聪明的投资决策。事实上，现在我们只要每年做出一次好的投资决策，我

们就很满足了／

要么不做，要做就集中精力做一些大事；要么不做，要做就集中资金做一些大投资。刀之所以能够砍断筋骨，在于集中力量于刀刃；激光之所以能摧毁一切，在于集中能量于一点。我们要想成就一件大事，就必须集中所有的精力。集中，是成功的关键。这一点在军事上最为突出。兵力的分合使用，体现了军事指挥艺术水平的高低。古今中外一切卓越的军事家，没有不强调集中使用兵力的。《孙子兵法》的《虚实篇》最早提出集中兵力的思想：“我专为一，敌分为十，是以十击一也。”

毛泽东吸取了孙子以十胜一”的思想，总结集中优势兵力的军事原则。他指出：“我们的战略是‘以一当十’，我们的战术是‘以十当一’，这是制胜敌人的根本法则之一。”解放战争时期，毛泽东把集中兵力作为十大军事原则之一：“每战集中绝对优势兵力（两倍、三倍、四倍，有时甚至是五倍或六倍于敌之兵力），四面包围敌人，力求全歼，不使漏网／

在用兵作战上，我们的兵力是有限的，所以要集中兵力，才能确保歼灭敌人力量，才能更快地夺取胜利。在用钱投资上，我们的资金是有限的，所以要集中投资，才能保证资金更快增值。但大赌并非孤注一掷，没有人能百分之百有把握大赢。只赌 1 只股票，风险太大，连股神也没有把握。那么一段时间内应该集中投资多少只股票呢？10 只。巴菲特说：“对于每一笔投资，你都应当有勇气和信心将你净资产的 10% 以上投入此股。”巴菲特对自己集中投资的股票数目限制在 10 只。对 1977-2003 年巴菲特投资组合的统计分析表明，事实上他集中投资的股票数目平均只有 8.4 只左右，而占其投资组合的比重平均为 92%。

那么我们一生应该重仓投资多少只股票呢？20 只。巴菲特说：“在与商学院的学生交谈时，我总是说，当他们离开学校后可以做一张印有 20 个洞的卡片。每次做一项投资决策时，就在上面打一个洞。那些打洞较少的人将会更加富有。原因在于，如果你为大的想法而节省的话，你将永远不会打完所有 20 个洞／

巴菲特一生主要投资了 22 只股票，一共赚了 320 亿美元。《福布斯》的专栏作者马克·赫尔伯特根据有关数据进行的检验表明：“如果从巴菲特的所有投资中剔除最好的 15 项股票投资，其长期表现将流于平庸。”

大多数人的公司价值分析能力很可能没有巴菲特那么杰出，所以我们集中投资组合中的股票数目不妨稍多一些，但 10 只到 20 只股票也足够了，一定要记住

巴菲特的忠告：越集中投资，业绩越好；越分散投资，业绩越差。

要成大事，往往要经历大风浪。集中投资于少数股票，你的业绩相对于市场难免会波动很大。巴菲特说：“我宁愿要波动起伏的15%，也不愿要平平稳稳的5%。”

考虑到股票投资毕竟是有风险的，集中投资的波动性尤其大，所以三种输不起的钱不能用来大赌：

一是吃饭的钱不能动。首先要保证吃饭，没饭吃了，你的股票再跌也得割肉。

二是养家的钱不能动。其次要养家，买房的钱，养老的钱，看病的钱，孩子上学的钱，都不能动，否则没有家，赚再多的钱也白搭。

三是借来的钱不能动。有很多人借钱炒股，想大赚一把。但一旦没赌对，亏大了，借来的钱又急着要还，就只能动用养家的钱和吃饭的钱。

这三种钱用来炒股大赌一把，很有可能会影响你的日常生活和正常的家庭生活，进而影响你投资的心态，越赌越输。所以只能拿输光也无所谓的闲钱来投资股票。不赚也行，赚了更好。用点闲钱，用点闲心，用点闲时，反而可能赚大钱。

2. 大赢需要大智

集中投资是大赌，大赌需要大勇。但只有大勇是不够的，还要有大智。正所谓，有勇还要有谋，有胆还要有识。

为什么？大赌，是在有把握大赢的前提下，否则只会大赌大输。

毛泽东总结解放战争胜利的十大军事原则，其中之一是：“不打无准备之仗，不打无把握之仗，每战都应力求有准备，力求在敌我条件对比下有胜利的把握。”

芒格把巴菲特集中投资成功的秘诀归纳为“当成功概率很高时下大赌注”。“人类并没有被赋予随时随地感知一切、了解一切的天赋。但是人类如果努力去了解，努力去感知，通过筛选众多的机会，就一定能找到一个错位的赌注，而且聪明的人会在世界提供给他这一机遇时下大赌注。当成功概率很高时下大赌注，而其余的时间他们则按兵不动，事情就这么简单。”^①

① [美] 罗伯特·哈格斯特朗著：《沃伦·巴菲特的投资组合》，机械工业出版社，2000年，第157页。

投资决策的把握就是确定性

投资就是在不确定中寻找确定性，巴菲特充分认识到了这一点，他坚持集中投资一只股票的前提是寻找到了这只股票赢利的确定性。

“我把确定性看得非常重。只要能够找到确定性，那些关于风险因素的所有考虑对我来说就无所谓了。承受重大风险的根本原因是你事先没有考虑好确定性。但是以仅相当于证券内在价值的一部分的价格来买入证券并不是冒风险。”^①

Gnintal & Ca 经纪公司的马歇尔·温伯格对巴菲特重视概率估计确定性的程度深有感触。他回忆起两次与巴菲特一起吃午饭的情景：有一次他们俩在曼哈顿的一家餐馆吃午饭，巴菲特感觉火腿加乳酪的三明治味道很好，额外又吃了一个。几天后，他和巴菲特又要一起出去吃午饭。巴菲特说：“我们还去那家餐馆吧。”温伯格说：“但是我们前几天刚刚到那儿吃过一次。”巴菲特说：“是啊。所以我们为什么还要冒险去别的地方？还是去那家吧。在那儿我们肯定能吃到我们想吃的东西！”

这件事让温伯格认识到巴菲特在生活中运用的是与在投资中运用的相同的“确定性”原则：“这也是巴菲特寻找股票的方式，他只投资于那些赢利概率绝不会让他失望的企业。”^②

巴菲特如何计算集中投资的股票赢利概率呢？他的方法很简单：“用亏损的概率乘以可能亏损的数量，再用赢利概率乘以可以赢利的数量，最后用后者减去前者。这就是我们一直试图做的方法。这种算法并不完美，但事情就这么简单。”^③

巴菲特经常说可口可乐代表着几乎肯定的成功概率。首先，可口可乐有着 100 多年的长期稳定历史。其次，可口可乐有着几十年优秀的经营业绩，公司长期竞争优势毫无疑问会长期持续。再次，巴菲特注意到以郭士达为首的管理层所做的事情与之前的管理者有所不同。他正在卖掉营业业绩欠佳的、与主业无关的农场企业，并将收入所得重新投向主业，并积极向海外市场进军，公司收入有可能爆发性增长。而且他还在买回可口可乐的股票，从而进一步增加了企业的经济

① *Buffett Talks Strategy with Students, Omaha World-Herald, January 2, 1994.*

② *Fromson, Brett Duval: Are these the new Warren Buffetts? Fortune, September 22, 1989.*

③ [美] 罗伯特·哈格斯特朗著：《沃伦·巴菲特的投资组合》，机械工业出版社，2000 年，第 136~137 页。

价值。在 1988-1998 年间，巴菲特总共购买了可口可乐公司 10 亿美元的股票，占投资组合的 30% 以上。到 1998 年年底这笔投资升值到了 134 亿美元。

但是，在股市上，大部分投资决策并没有百分之百的确定性，我们不可能有绝对的把握，但一定要有较大的把握。把握大到什么程度？有七成的把握就可以了。我们必须冒一定的风险，但前提是有相当大的成功把握，才值得我们去赌。

巴菲特估算风险最经典的案例是富国银行。

20 世纪 90 年代早期，富国银行的股票价格曾高达 86 美元。后来由于投资者担心西海岸的经济衰退会广泛导致商用和民用房地产贷款的损失而开始抛弃加利福尼亚州的银行及储蓄机构的股票，而富国银行是所有加利福尼亚银行中房地产贷款最多的银行。而且由于富国银行并非一次性提取巨额贷款损失超额准备金，而是在两年间陆陆续续提取，这使投资者开始怀疑富国银行是否有能力承受巨大的房地产贷款坏账损失。投资者纷纷卖掉手中持有的富国银行股票。这就是引起富国银行股票价格在 1990 年和 1991 年下跌的原因。

巴菲特却在这时开始大笔买入富国银行股票。1990 和 1991 年，巴菲特共买入富国银行 500 万股股票，平均买入价格为每股 57.89 美元。巴菲特对富国银行的基本面非常赞赏。1993 年 10 月 18 日的《福布斯》杂志报道，巴菲特在接受采访时说：“我并不是想在此推销富国银行股票，或者抱有其他目的。我只是觉得富国银行是一家非常优秀的上市公司，拥有最好的管理模式，股票价格水平也比较合理。在这种情况下进行投资一般可以获得更好的回报。” 1991 年 4 月 15 日《福布斯》的一篇文章中，引用了芒格对伯克希尔投资富国银行的评论：“这完全是在对管理层下赌注。我们觉得他们能比其他人更快、也更好地解决难题。”

巴菲特买入富国银行后，在年报中对这次投资的真正风险有多大做了解释：^①

1990 年我们买进富国银行得益于当时一片混乱的银行业股市行情，这种混乱是理所应当的：每个月度都会有一度被大家看好的银行因为愚蠢的贷款决策而被公开曝光。由于接二连三的巨大损失被揭露出来，而且常常是刚刚在管理人员信誓旦旦地保证公司运营一切正常之后，因此在情理之中投资者会得出一个结论：任何银行披露的数字都不可信。在投资者纷纷抛出银行股的风潮中，我们才得以以仅仅投资 2.9 亿美元的低价买入富国银行 10% 的股

① Warren Buffett: *The Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.*, 1990.

份，我们买入的股价低于税后利润的 5 倍，低于税前利润的 3 倍，

富国银行拥有规模庞大的 560 亿美元资产，净资产收益率为 20%，总资产收益率为 25%，我们买进这家银行的 10% 股权，相当于买进一家有完全相同的财务特征的 50 亿美元资产的银行的 100% 股权，但是，如果买入后者，我们需要支付两倍于我们买入富国银行股票的资金。而且，买入那家需要支付高溢价的银行会带来另一个问题：我们不能找到一位像卡尔·赖卡特一样优秀的管理者来经营它。在最近几年中，富国银行比其他银行更加不惜代价地吸引人才，但是其他银行却难以从这家银行业大哥大那里挖走人才。

当然，持有一家银行或其他任何公司的股权绝非毫无风险。加利福尼亚的银行面对的重大风险是一场大地震，因为大地震可能会给借款人的经营带来很大冲击，从而殃及贷款给他们的银行。第二个风险是系统性风险，业务萎缩或者金融恐慌是如此严重，以至于几乎对每一家以高杠杆比率经营的机构都构成危险，而无论它们以前经营得多么良好。最后，目前市场上最大的恐慌是，西海岸房地产价值会因为过度开发而暴跌，从而使为这种扩张提供贷款的银行遭受巨大的损失。尤其是富国银行作为房地产贷款人的领导者，投资者认为其非常可能遭受重大打击。

这些危险发生的可能性不可能被根本排除。但是，前两种情况发生的可能性较低，即使房地产价值的大幅下跌也不可能给管理良好的金融机构造成重大的损失。不妨进行如下推算：目前，在剔除了 3 亿美元以上的贷款损失后，富国银行每年的税前赢利大大超过 10 亿美元。如果银行 480 亿美元的全部贷款中的 10%——不仅仅是其不动产贷款——在 1991 年出现问题，即使这些问题贷款造成的损失（包括损失的利息）平均占到本金的 30%，富国银行也能够基本上盈亏持平。

即使是出现如此重大问题的这样一年——当然我们认为这种可能性很低，基本上不会出现——也不会使我们感到沮丧。实际上，在伯克希尔，我们喜欢收购这样的公司或投资项目，即在某一年度可能没有赢利，但在未来股东权益不断增长情况下的预期股东权益报酬率仍然高达 20%，虽然富国银行出现重大问题的可能性很小，但市场对于加利福尼亚出现类似于新英格兰地区的房地产灾难的恐惧，导致富国银行股票在 1990 年的几个月内狂跌了

几乎 50%。尽管我们在那次富国银行股票大跌前以市价买入了一些股票，我们还是非常欢迎股价进一步下政，因为这使我们能以新出现的恐慌性抛盘的低价买入更多的股票。

结果正如巴菲特所料，市场对于房地产灾难的恐慌并没有出现，1 年之后，1993 年年末富国银行的股价大幅反弹，飞涨到 137 美元，相当于巴菲特买入价格的近 3 倍。

2004 年年底巴菲特所持有富国银行 56 448 380 股普通股，投资成本 4.63 亿美元，2004 年年底总市值 35.08 亿美元，巴菲特投资 15 年总赢利 30.45 亿美元，投资收益率高达 6.6 倍。

赢的概率有多大，赌注就有多大

如果找到了赢利的确定性，巴菲特再大的赌注也敢下，再多的股票也敢买。

巴菲特第一次大赌是重仓买入 **GEICO** 保险公司的股票，巴菲特曾说：“**GEICO** 是我投资生涯的初恋。”那是在 1951 年，那时巴菲特只有 21 岁，正在哥伦比亚大学读 **MBA**，他发现自己崇拜的导师格雷厄姆是 **GEICO** 的董事长，于是他开始下工夫研究：“我阅读了许多保险公司的资料。我在图书馆待到最晚才离开” 那年 1 月的某个星期六，巴菲特乘火车前往华盛顿去 **GEICO** 总部，在那里巧遇到正在加班的董事长助理戴维森，他们长谈了 4 个小时，这让巴菲特对 **GEICO** 一见钟情：“从来没有一只股票像 **GEICO** 这样让我心潮澎湃 / **GEICO** 最吸引巴菲特的是，公司重点拓展对象是政府雇员和军人等稳健保守、事故率很低的驾车人士，采用直接邮寄保单的直销方式，相对于保险行业主要通过保险代理人销售的传统方式而言，这种直销方式具有巨大的成本优势。“**GEICO** 之所以能够成功的最重要因素，在于该公司能够将营运成本降到最低的水平，这使它与其他所有汽车保险公司相比如同鹤立鸡群。”

巴菲特在 1951 年先后 4 次大量买入 **GEICO** 股票，投资 10 282 美元，累计买入了 350 股。到年底巴菲特持有的 **GEICO** 股票市值增长到 13 125 美元，而他当时个人资产总共只有 2 万美元，这一只股票就占了 65% 以上。1952 年，巴菲特以 15 259 美元的价钱卖出全部 **GEICO** 持股，1 年左右的投资收益率高达 50%，这一只股票给他赚到的钱相当于他当时个人财富的 1/4。

相反，如果找不到投资赢利的确定性，巴菲特再小的赌注也不下，再少的股票也不买。

每隔两年，巴菲特就要和一些好朋友到加州的水晶海滩去打高尔夫球或桥牌，为了增添乐趣，他们常常赌点什么。20 世纪 80 年代初，有一年他们聚会打高尔夫的时候，GEICO 保险公司的董事长拜恩提议，大家来小赌一把，下 10 美元的赌注。如果有一个人能一杆进洞，他就输给每个人 1 万美元。如果没有人一杆进洞，那么每个人就要输给他 10 美元。所有的人都踊跃参加，赢了就是 1 万美元，输了最多也只会赔 10 美元，太划算了。只有巴菲特拒绝参加。朋友们都不敢相信，巴菲特这个亿万富翁竟然会这么抠门。他们都嘲笑他太小气了。巴菲特也笑了，他说：“我仔细计算过了，一杆进洞的可能性太小了，几乎是不可能的。”巴菲特计算 11 美元赌注的赢钱概率，就像计算 1 000 万美元的赌注那么认真。在有把握出手之前，哪怕只是 10 美元，他的钱包总是锁得紧紧的。

巴菲特说：“如果你在小事上缺乏节制，在大事上就同样无法节制自己／莫以恶小而为之，莫以赔小而赌之。小赌忍不住乱赌，就会养成习惯，大赌也会忍不住乱赌，这就会让你大输。

只做有把握的事

集中投资更符合我们的生活常识，而分散投资往往属于不得已而为之。你只会集中精力去做你最有能力做、成功把握最大、失败风险最小的事，这样的事很少。你绝不会分散精力去做很多你没有足够能力做、成功把握不大、失败风险很大的事，尽管这样的事很多。

巴菲特认为投资应该运用同样的生活常识，只集中投资自己最喜欢的公司——最了解、风险最小，并且利润潜力最大的公司：

“如果你是一位学有专长的投资者，能够了解企业的经济状况，并能够发现 5 到 10 家具有长期竞争优势的、股票价格合理的公司，那么传统的分散投资对你来说就毫无意义，那样做反而会损害你的投资成果并增加投资风险。我不明白，为什么那些分散投资的信奉者会选择一家在他喜欢的公司中名列前 20 位的公司来进行投资，而不是很简单地只投资于他最喜欢的公司——他最了解、风险最小并且利润潜力最大的公司里。用预言家梅伊·韦斯特的话来说就是‘好事多多

益善。”^①

巴菲特认为分散投资有悖常理，往往是没有把握的选择，是没有办法的办法：“多元化分散投资是针对无知的一种保护。对于那些知道他们正在做什么的人，多元化分散投资毫无意义。”^②

巴菲特喜欢引用百老汇主持人比利·罗斯的话来讽刺过于进行分散投资的那些人：“如果你有40个妻子，对她们中的任何一个你都无法了解清楚。”^③ 什么女孩都爱，其实什么女孩都不爱。什么股票都想赚一把，其实什么股票也赚不到。

因此巴菲特坚决反对过于分散投资：“我不能同时投资50家或70家企业，那是诺亚方舟式的老式投资法，你最后会像是开了一家动物园。我喜欢把适当的资金分配于少数几家企业。”^④

有把握的总是少数的

很多人会问：按照巴菲特选股的严格标准，一流业务，一流管理，一流业绩，并且股价相对于价值被低估很多，有足够的安全边际，这样有把握投资的好公司股票实在太少了。

是的。也许有时，你会大叫，那么多好股票我都错过了？没关系。西方有句谚语：“你不必亲吻所有的女孩。”你只要亲吻你的女孩就足够了。你不可能抓住所有的大牛股，甚至不可能抓住很多大牛股。但你只要抓住少数几只大牛股就足够了。事实上你的经验和能力是有限的，你真正有把握的好股票是很少的。关键在于你的机会有多少，而在于机会来临时，你有没有抓住机会大赌、大赢、大赚一把。

物以稀为贵。越是好公司好股票，越是罕见。巴菲特告诉我们，一旦发现，不能轻易放过：“作为一名投资者，你的目标应当仅仅是以理性的价格买入你很容易就能够理解其业务的一家公司的一部分股权，而且你可以确定在从现在开始5年、10年、20年内，这家公司的收益实际上肯定可以大幅度增长。在相当长的

① Wairen Buffett: *The Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.*, 1993.

② Warren Buffett: *Berkshire Hathaway Annual Meeting*, 1996.

③ Warren Buffett: *The Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.*, 1984.

④ [美] 罗伯特·哈格斯特朗著：《沃伦·巴菲特的投资组合》，机械工业出版社，2000年，第132页。

时间里，你会发现仅仅有几家公司符合这些标准，所以一旦你看到一家符合以上标准的公司，你就应当大置买进这家公司的股票。”^①

很多人会不放心，集中投资于这么少的股票行吗？巴菲特宁愿少而精，也不愿多而滥：“只拥有一颗世界上最大的深蓝色钻石希望之星（the Hope diamond，重达 45.5 克拉）的一小部分，远远胜过拥有人造假钻莱茵石的 100%。我们拥有的公司谁都会很容易地看出来的确是罕见的珍贵宝石。”^②

巴菲特研究发现，其实早在 1934 年，凯恩斯就提出了集中投资的思想。凯恩斯不仅仅是一位伟大的宏观经济思想家，还是一位传奇式的投资家。关于他杰出的投资才能在位于剑桥的皇家学院（King's College）的切斯特基金（Chest Fund）业绩记录中可见一斑。

《证券分析》发表的同一年，1934 年 8 月 15 日凯恩斯给他担任董事的普鲁文希尔保险公司的另一位董事 F·C·斯各特写了一封信，其中有一段话，巴菲特非常喜欢：

随着从事投资的年限增长，我越来越坚信，正确的投资方法是将大笔资金投入到一个自己认为非常了解、管理人员也完全值得信任的企业中。而投资人将资金分散投资到大量自己几乎一无所知并且没有任何理由予以特别信任的企业中，认为据此可以限制风险的看法是完全错误的，当然，遵循这个原则也不能走极端。在实际操作中，根据我的经验，往往取决于特定时期自己的感觉，一个人的知识和经验绝对是有限的，因此，我个人认为，在任何给定的期限里，我完全有把握进行投资的企业数量，很少会超过两三家以上。^③

凯恩斯有句名言：“一只好股票胜过十只烂股票。”^④

集中投资才能赢利最大，这是凯恩斯一生的投资经验总结：“集中投资于少数你最有把握的股票，赢利才会最大。一般说来，杂乱分散的投资组合不会有什么赢利。不赔不赚可能就是最好的结果了。这是我从自己全部投资经历中所得出

① Warren Buffett: *The Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.*, 1996.

② Warren Buffett: *The Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.*, 1994.

③ [英] J·M·凯恩斯：《凯恩斯文集·投资的艺术》，江苏人民出版社，1998 年，第 61 页。

④ 同上，第 81 页。

的经验^① 巴菲特没想到世界上最著名的宏观经济学家凯恩斯竟然是他的投资知音，正是依靠集中投资于少数超级明星股，巴菲特超越了大盘指数，超越了他的导师格雷厄姆，超越了所有同时代的投资大师，成了最成功的投资者。

3. 大成需要大忍

我们有大赌的勇气，也有判断大赢的智慧，但有把握大赢值得大赌的股票是非常稀少的，股价合理的买入机会也是很少的，大部分时间，我们根本找不到投资机会，根本没有投资机会。很多人会问，没有机会怎么办？

巴菲特的回答只有三个字：忍，忍，忍。

从某种程度上说，巴菲特是一个彻底的机会主义者。不过，他寻找的是有十足把握的机会，不是那种赢的概率很小只能冒险赌一把的小机会。有机会时，该出手时就出手，而且敢出重手，下狠手，大赌大赢一把。但同样重要的是，没有机会时，不该出手时决不出手，再小的赌注也不赌。巴菲特说：“在发现我们喜欢的股票之前，我们会一直等待。我们有十足把握的情况下才会行动，这就是我们的投资风格。”^②

你看足球场上，要得到一个好的机会需要很多时间，很多努力，进球的机会是很少的，首先是防守，先保证不失球，再努力寻找机会，一击成功进球。你看 **NBA** 为什么把球传来传去再投，为的是给最有把握的人，找一个最有把握的机会，再出手。

巴菲特感叹，投资和运动比赛有着惊人的相似之处：“短暂的成功投资机会需要长期的耐心等待。”^③ 巴菲特是一个狂热的棒球迷，他非常喜欢美国著名棒球运动员、最伟大的击球手和外场手泰德·威廉姆斯，他发现威廉姆斯的击球原则和自己的投资原则一样：“我们今后仍然坚持运用我们发展到如今庞大规模的成功策略，并且毫不放松我们的投资选择标准。泰德·威廉姆斯在他的传记《我的生活故事》[*The Story of My Life*] 中解释了原因：‘我的观点是，要成为一名优秀的击球手，你必须等到一个好球才去击打。’这是本书中的第一原则。……查

① [英] J·M·凯恩斯：《凯恩斯文集·投资的艺术》，江苏人民出版社，1998年，第80页。

② Warren Buffett: *Berkshire Hathaway Annual Meeting*, 1998.

③ Wairen Buffett: *The Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.*, 2002.

理和我赞同这种观点，而且将尽量等待那些正好落入我们‘幸运区’的投资机会。”^①

在球场上，一个击球手总是要出手击球的，要不就得下场了。但在股市上，你在任何时候都可以选择出手，也可以不出手，没有人管你，你也不会被罚出场。巴菲特说：“投资是世界上最美好的职业，因为你永远不会被强迫挥棒击球。”

茅台，股价 100 元，出手不出手？万科，股价 10 元，出手不出手？你随时可以出手买入，也可以出手卖出。没有人要求你必须出手。对你来说，不行动也不会受到任何惩罚，最大的损失无非是错过一次机会。

有时整整一天，整整一月，甚至整整一年，你等待着你想要的机会！突然市场先生犯下愚蠢错误了，你关注的好股票股价大跌，有一个巨大的安全边际，你跳起来，果断出手，就抓住这匹大黑马了。我将巴菲特等待安全边际投资机会的态度总结为：该休息时就休息，该出手时再出手。很多投资人，投资上瘾，如同上了烟瘾，一段时间不买卖几次股票，手就痒痒。你问他为什么明知不对偏要做？他会说：“忍不住／ 巴菲特说：“如果你认为你每天都要进行投资，你将会犯下很多错误。”投资要想取得大成功，必须大忍。巴菲特大忍的目的是：‘等待出现肥得流油的机会’／

大成需要大忍，小忍只能小成，甚至不成。在等待大机会的漫长过程中，投资者要像僧人修行一样，要耐得住寂寞，忍得住诱惑。忍到什么程度？忍到你呆若木鸡。

这个成语来自一个故事：

齐王喜欢斗鸡，他想得到一个称霸四方的斗鸡，于是他就请纪渚子帮他驯养斗鸡。过了 10 天，齐王就去问纪渚子：“你给我驯养的那只斗鸡行了吗？”纪渚子说，“大王，不行／“为什么不行？”“因为这只鸡羽毛张开，盛气凌人，目光炯炯，目中无人，简直是傲气冲天。”按我们一般人的理解，斗鸡处于这种状态不正好去战斗吗，它这个时候雄风犹在啊。但真正懂得驯养斗鸡的人会说，这个时候根本不行。齐王一听，专家说不行，就再等等吧。

又过了 10 天，齐王又去问：“我那只鸡现在驯得行了吗？”纪渚子告诉他：“还不行。”“为什么还不行？”“尽管它的傲气开始收敛了，但是外边别

^① Warren Buffett: *The Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.*, 1994.

的鸡一有响动，它马上就有反应，还想争斗，这还不行，再等等。”

又过了 10 天，齐王第三次去问：“我那只鸡现在驯得行了吗？”

纪消子告诉他：“还不行。”

“为什么还不行？”“虽然它对外边的反应淡了很多，但是你看它的目光中，还有疾视，目光太锐利，一有响动，眼睛就过去了，所以这个时候它还太敏锐，还有这种攻击心，不行，再等等。”又过了 10 天，齐王第四次去问：“我那只鸡现在驯得行了吗？”“基本上行了。”“为什么说现在行了呢？”“这个时候虽然外面的鸡还有一些响动，但是它已经不应答了，这个时候，它像个什么样子呢？呆若木鸡。这只鸡现在已经被训练得看起来像个木头一样，它的所有功力都已经内化于心，内致于神。这只呆若木鸡的斗鸡往那儿一站，任何鸡一看见它马上就会落荒而逃，所以说这个时候的鸡可以去斗鸡了。”

忍，就是要克制自己随便投资的欲望。在日常工作等群体行为中，有群体纪律来约束你，所以即便你没有自制力，你照样能够完成工作。但投资是一个非常个人的行为，你需要单独思考，单独决策，所以没有自制力，就无法成功。集中投资，有机会时，大赌大赢。但大部分时间只能等待机会，这时就需要大忍。

大忍是为了大成，但我们得忍多久呢？巴菲特最多忍了 52 年。在投资可口可乐之前，巴菲特观察了可口可乐 52 年。可能你会说：这太久了，我忍不住。巴菲特在 2000 年网络科技股泡沫破裂后，忍了 5 年才重新进入股市。巴菲特过去 32 年只重仓投资了 8 只股票，平均 4 年重仓投资 1 只。也就是说，平均而言，在大笔投资重仓出手的那一年前，巴菲特会忍上 3 年。

3 年不投，一投惊人。这正与中国的一句成语如出一辙，“三年不鸣，一鸣惊人。”

春秋时代，楚国的楚庄王登位执政已经三年了。然而三年之中，默默无闻，没有颁发一项命令，没有管理一件政事。有一天，右司马在宫中侍坐，他非常含蓄地对楚庄王说：“大王啊，有一只鸟停息在南方山上，时过三年，既不展翅飞腾，又不引吭高鸣。请问，这是什么缘故呢？”

楚庄王笑笑回答说：“三年不展翅，是为了让羽翼长得丰满：不飞不鸣，是细心观察民情事理。这样的鸟，虽然不飞，一飞冲天；虽然不鸣，一鸣惊人。您放心吧，您的意思我都知道了。”

半年以后，楚庄王就开始亲自治理国家政事：废止了 10 项陈幸，兴立了 9 件新政，诛杀了 5 个不法大臣，起用了 6 位贤德隐士。在楚庄王的治理下，国家日渐强盛，先后灭庸、伐宋、攻陈、围郑，陈兵于周郊，问鼎周王朝。公元前 597 年，于今河南荥阳北大败晋军。公元前 594 年，迫使宋订下城下之盟，并陆续迫使鲁、陈、宋、郑等国归依，使楚国成为春秋五霸之一。

作为一个集中投资者，最起码能够等 3 年，盼 3 年，忍 3 年。在你忍不住的时候，就念念这句咒语：“三年不飞，一飞冲天；三年不鸣，一鸣惊人。”

总结以上我们讲的三点，就是巴菲特集中投资战胜市场的秘诀：大勇、大智、大忍。

大勇，为人之所不敢为；大智，知人之所不能知，大忍，忍人之所不愿忍。

有一天重读《论语》，我恍然大悟，原来巴菲特的投资之道——大勇、大智、大忍，恰恰遵循了孔子传下的三条君子之道：勇者无惧，智者无惑，仁者无忧。只不过，在投资中最后一条是“忍”者无忧。

我们集中投资，大量买入好公司的好股票之后，就面临一个新问题，持有多久卖出赢利最多呢？应该长期持有还是应该短线操作呢？巴菲特是如何选择卖出时机的呢？请看下一章《长期持有》。