

段永平投资语录归纳版（看完之后可以省看好多本书）

1. 巴菲特也这么说过来着：最难的事是什么事都不干
 - a. 芒格讲过，如果把 BRK 投资表现最好的 10 个投资拿掉的话，BRK 就是个笑话。老巴尚且只有 10 个拿得出手的投资，我们普通人就不要太跟自己过不去了。
 - b. 巴菲特说过，他一生当中有很多次很集中，甚至达到 100%。
 - c. 碰上一个是是一个，反正赚钱也不需要有很多目标（巴菲特讲一年一个主意就够了）。有时候你感兴趣的目标会自己跳到眼前的。
 - d. 如果你只有一只股票，而且还是满仓的，如果你真正了解你投资的东西的话，那下跌就和你无关了
 - e 没目标时钱在手里好过乱投亏钱。如果一有钱就乱投的话，早晚都会碰上个亏大钱的目标的。
 - f. 有合适的股票就买，没有就闲着。
 - g. 鸡蛋放在一个篮子里可以看得更好些。
 - h. 呵呵，其实我知道的东西少的可怜。我就知道巴菲特这条路很好，肯定可以到罗马，可老是有一堆朋友问我索罗斯那条怎么样，还不许我说我不知道。我是真的不知道 。

i. 总的来讲，看准了出手就要狠。似懂非懂很难下手狠。耐心等待总是有机会的。

j. 价格合理的股票不一定非买不可。我的观点是只有价格不太合理的时候才是机会啊。有时候可能会等得很难受，尤其是大牛市的时候。Buffett 说过，最难的事是什么都不做。呵呵，他都觉得难，我们觉得难也就很正常了。

2. 买股票当然要做定量分析，不然怎么搞？

a. W：价值投资学习中. 段总, 比如一个公司有净资产 100 亿, 每年能赚 10 亿, 这个公司大概值多少钱? D：大概就是你存 X 的钱能拿到 10 亿的利息（长期国债利息），再把 x 打 6 折。

W：段大哥的意思是值 60 亿？

D： 我不知道利率是多少啊。比如：如果我买 200 亿长期国债的收入有 10 个亿/年，我会花 200 亿去买个年利 10 亿的公司吗？国债是 risk free（无风险）的，所以买公司就要打折。越觉得没谱的打折要越厉害，和我们平时的生意没区别。这大概就是巴菲特讲的 margin of safety 的来源吧。长期利率会变，我一般就固定用 5%。

b. W：请问阿段，企业价值是未来现金流折现。这未来的玩

意有点模糊。通俗的讲，假设先不谈折现率。假设我确切的知道这个企业的未来。企业的价值=股东权益+未来 20 年净利润之和。然后再进行折现。

D: 大概就是这个意思吧，毛估估算下就行. 这种算法其实把成长性也算在内了，如果你能看出其成长性的话（这部分有点难）。

c. 个问题想请教段总和各位网友，刚发现高盛每股收益 21.77，pe 只有 7 倍，pb 只有 1 倍多，犯不着这么便宜吧，这算不算严重低估。比起现在 A 股的银行股还有吸引力。

D: pe 是历史数据。如果你能认为高盛未来的盈利能力不会下降的话，这个价钱就很有吸引力了。只有真正懂他们公司的人才可以有结论，不过我还没空了解高盛呢。

d. 不增长的公司不等于没价值！比如有家公司一年赚 100 亿，没负债，没增长，年年赚 100 亿，现在市值 100 亿，你投吗？投的算不算价值投资？

e. 现在 pe 是 20 倍，就是 20 年回本。如果利润到 6 亿就是 10 年回本。能做到 10 年回本就还可以了，如果你相信 10 年

内不会有其他变化的话，当然同时还要看你自己是否有更好的目标。

f. 高山流水：：若买的公司 PE 是 10，那即使退市，每年有 10% 的利润（没有计算公司的增长）。利润拿来分红也好，投资也好，比国债也高多了。这样分析对不对？

段永平：问题是 PE 是历史数据。你如果相信他未来一定有 10% 就可以。巴菲特买的高盛以及 GE 的可转换债券就是 10% 加 option，非常好的 deal。

g 我在投资里用定性分析确实比较多，这也是我和华尔街分析家们的区别，不然我怎么有机会啊

h. 不能简单的单纯看数字，除非账面净现金多过股价了。
 $pe=10$ 意味着要 10 年才能赚回股价，如果你想买的话，你必须认为 10 年内的平均年利润要达到或超过现在的年利润。
在我眼里看来，盛大游戏好像有点强弩之末的感觉。

i. 我一般的目标是买我认为价值被低估 50% 或以上的股票。

j. 价值应该是现在的净值加上未来利润总和的折现。

3. 老巴成功的秘诀是他知道自己买的是什么。

a. 归根到底，买股票就是买公司。无论你看懂的是长久还是变化，只要是真懂，便宜时就是好机会。

b. 我有时也这么说：投资很简单，不懂不做。但要能搞懂企业就算看一吨的书也不一定行。

投资简单但不容易！

c. 我非常同意 DCF（生命周期的总现金流折现）是唯一合乎逻辑的估值方法的说法，其实这就是“买股票就是买公司”的意思，不过是量化了。

d. 对投资，我想来想去，总觉得只有一样东西最简单，就是当你买一个股票时，你一定是认为你在买这家公司，你可能拿在手里 10 年，20 年，有这种想法后就容易判断很多。

e. 不懂不做。我始终没完全搞懂银行的业务的风险到底在哪儿。美国的一些大银行隔个 10 年 8 年就来一次大动荡，还没明白是怎么回事。

f. 索罗斯的东西不好学，至少像我这样的一般人很难学会。老巴的东西好学，懂的马上就懂了，不懂的看看最上面那一句话。

g. 巴菲特有很多保险和金融的投资，我基本没有，因为我还不不懂，总觉得不踏实。我投了一些和 internet 相关的公司，巴菲特没投过，因为他不懂。他认为可口可乐是人们必喝的，我认为游戏是人们必玩的。

h. 航空公司还是不碰为好。航空公司的产品难以做到差异化，没办法赚到钱，长期来讲没投资价值。这是巴菲特教我的，省了我好多钱。

i. 便宜就买了。如果连老巴都不信，你还能信谁？

j. 对自己觉得真正了解的公司，很少细看报表，但了解以前会看（至少是应该看）。我一般会先了解企业文化，如果觉得不信任这家公司，就连报表都不会看的。

k. 我只是做我认为我能懂的东西（以为自己懂也不一定就真懂了），有些可能也许正好是大家说的所谓科技股吧。我

分不清什么是科技股。

1. 任何人要买的话必须自己明白自己在干什么，不然你睡不好觉的。

其实当我说一只股票有投资价值时，最希望有人来挑战而不是跟进。我希望看到不同的观点。

m. 从很长期（比方说 10 年）来看，我不觉得人民币会升值。

我投资不限于某个市场，主要取决于我是否有机会能搞懂。

如果 A 股有便宜我又了解的股票的话，我也可以买。不过现在我不太了解 A 股。

n. 要是那时就明白巴菲特，你就已经发达了。如果你现在还不明白，你还会失去很多机会。

o. 买一只股票往往要很多理由。不买的理由往往就一两个就够了。

p. 朦朦胧胧差不多吧，现在更坚定了而已。我从一开始就是

个价值投资者。我买股票时总是假设如果我有足够多的钱的话我是否会把整个公司买下来。

4. 有人问过芒格，如果只能用一个词来形容他们的成功？他的回答是：“rationality”（理性），呵呵，有点像我们说的平常心。

a. 问题是不用闲钱对生活会造成负面影响啊。我从来都是用闲钱的。老巴其实也是。至少你要有用闲钱的态度才可能有平常心的，不然真会睡不着觉。

b. 为了能在 0.6 元价格买到 1 元价值的机会出现时，可以迅速下手，必须时常性保持现金，极度耐心的等待吗？这个阶段，是最考验人的贪欲本性 d 的时段吗？谢谢！

段永平：我觉得对所谓价值投资者而言，其实没有那么考验。他们也就是没有合适的东西就不买了，有合适的再买，就和一般人逛商场一样。我想每个人逛商场时一定不会把花光身上所有钱作为目标吧。

c. 我的建议就是慢慢来。慢就是快。

e. 本分我的理解就是不本分的事不做。

所谓本分，其实主要指的是价值观和能力范围。

赚多少钱不是我决定的，是市场给的。呵呵，谋事在人，成事在天。

f. 呵呵，如果你赚的是本分钱，你会睡得好。身体好会活的长，最后还是会赚到很多钱的。最重要的是，不本分赚钱的人其实不快乐 。

5. 关于市场：呵呵，再说一遍，我认为抄底是投机的概念。眼睛是盯着别人的。

5a. 我个人认为大多数基金都很难真正做到价值投资，主要是因为基金的结构造成的。由于基金往往是用年来衡量考核，投资人也往往是根据其上一年的业绩来决定是否投进去。所以我们经常看到的现象是往往在最应该买股票的时候，很多基金却会在市场上狂卖，因为股东们很恐慌，要赎回。而往往股价很高时却有很多基金在狂买，因为这个时候往往有很多股东愿意投钱进来。基金大部分是收年费的，有钱时总想干点啥，不然股东可能会有意见。

这其实是像我这种业余投资者可以比绝大多数职业投资者的长期表现好很多的主要原因之一)

5b. 他的意思简单解释就是，不要去赌场赢钱，但开个赌场赚钱还是可以的。我卖 puts 和他做的事情是一样的

5c. 投机是会上瘾的，不好改。这个是芒格说的。

5d. 巴菲特早就不看图看线了。看图看线很容易错失机会的。

5e. 其实每个人都有机会学习巴菲特，不过大部分人都拒绝而已，唉。

5f. 永平：绝大多数人是不会改的。再说，这个做法也不一定就亏钱，亏的是机会成本，所以不容易明白。

5g. 我见过做趋势很厉害的人，做了几十年，但依然还是“小资金”。

用芒格的“逆向思维”想一下，你也许就对“趋势”没那么感兴趣了。

5h. 你的看盘是指从一开盘就开始看，随时准备交易的意思吗？

我其实每天都会打开看一下，就像关心自己菜园子一样。每天去看一下菜园子不一定非要拔起来再种下去啊，但看一看不花什么时间。等我的菜园子长好了给大家贴个照片。

5i. 我认为是正常的，美国投机的人也很多，不然我们怎么赚钱

5j. 如果你也是投机人的话，这两种情况会交替出现。价值投资者眼里只看投资标的，不应该看别人。

5k. 巴菲特 08 年底到 09 年肯定满仓了 。

呵呵，以前知道会股市不理性，但没亲身体验过，这次体验了一下，味道很好 。

不过，作为投资人，我认为对宏观经济还是要了解的好，至少要懂一般的经济现象。

5l. 更正一下：我认为一个人认为自己可以战胜指数的时候，他可能已经失去平常心了。我觉得好的价值投资者心中是不去比的。但结果往往是好的价值投资者会最后战胜指数。

5m. 说实话，你这个说法我不同意。在任何地方投资真的都一样的，你不认真了解你投的是什么都会很麻烦。日本监管够严吧，股市 20 年不涨了，好像比 20 年前还低。

5n. 价值投资只管便宜与否，不管别人的想法，所以应该不考量。最近巴菲特就超满仓了，不然不会最近一直在卖股票。

5o. 找自己懂的好公司，别的不要太关心。希腊发生的事和大家有点 8 杆子打不着吧？

5p. 其实投机比投资难学多了，但投机刺激，好玩，所以大多数人还是喜欢投机。

5q. 我也不知道啥时候卖好。反正不便宜时就可以卖了，如果你的钱有更好的去处的话。顺便讲一句，我个人认为抄底是投机的概念（没有褒贬的意思），价值投资者不应该寻求抄底。抄底是在看别人，而价值投资者只管在足够便宜的时候出手（不管别人怎么看）。

对我而言，如果一只股我抄底了，往往利润反而少，因为反弹时往往下不了手，所以容易失去机会。最典型的例子就是当年买万科时我们就正好抄到底了，郁闷啊（其实没那么郁闷，总比亏钱好），买的量远远少于我们的原计划。

6. 关注与判断的规则：我对大盘的判断很简单。如果你有足够的钱把所有股票买下来，然后赚所有上市公司赚的钱，如果你觉得合适，那这个大盘就不贵，不然就贵了。（这里还没算交易费呢）

6a 有三个问题请教大哥：（1）怎样确定那个公司值得去关注，我是业余的，效率又低。（我知道是能力圈内的问题，大哥能不能有所点拨）

（2）假设公司健康，业绩稳中有增，以股价计算每股收益高过长期国债利率，这样的公司是否有了投资价值？我认为公司分不分红都没关系，公司收益高过长期国债利率时分红反而不好（分红收税），听说老巴的公司从不分红，大哥你怎看？

段永平：1. 一般我用排除法，就是除非有理由让我关注，

不然就不关注。

2. 分不分红和是否有投资价值无关。如果你认为公司每股收益可以长期高过长期国债利率，这个公司当然就可能成为投资目标。投不投取决于有没有更好的目标。

6b. 段老师. 您会不会想您投资一个公司. 别人为什么会低价卖给你. 你又为什么可以高价卖出去. 这个问题?这是不是一种投机的心理啊?

段永平：呵呵，这个问题很有趣。实际上，我买的时候是不考虑是不是有人从我手里买的。我要假设如果这不是个上市企业这个价钱我还买不买。你如果明白这点了，价值投资的最基本的概念就有了，反之亦然。

6c. PE 是历史数据的意思是你不能单靠 PE 去推测公司未来的收益，不然会中招的。举个例子，GM（通用汽车）的 PE 一直都很低（以前老在 5 倍左右），但债务很高，结果破产了。

你如果能想想一个非上市公司是否有价值（或价值是否能体现）可能就能明白你想问的问题。

6d. 我猜他的意思是说，如果他没有这么多钱的话，他的回报比例会更高。那样的话，他就可以关注更多小公司，从而找到回报比例更高的公司。现在他钱太多，又没办法找到很多像他一样理解投资的人帮他管钱，所以很难有像以前钱少时那么高的回报了。

6e. 我从来不考虑汇率风险。如果我认为我的投资可能连汇率风险都 cover 不了的话，我会选择不投。

7. 毛估估。意思就是 5 分钟就能算明白的东西，一定够便宜。

7a. 宁要模糊的精确，也不要精确的模糊，呵呵，真是老巴说的？还是老巴说得清楚啊！我觉得这就是我说的毛估估的意思。很多人的估值就有点精确的模糊的意思。

7b 我一般不会再投入，除非觉得那个价钱我还想买。

有些问题我也想不清，总觉得股票有时有个区域，我既不想买也不想卖的。如果这个时候拿到分红，我不会拿去买股票。

7c. 我只有一个标准，就是自己觉得便宜才买。比方说我认

为 ge 值 20，我可能到 15 才开始买一点，但到 10 块以下就下手重很多了。重仓买到便宜股票是多少要些运气的。天天盯住股市时好像会比较难做到。

7d. 我不是很经常看财报（所以说没有巴菲特用功。） 比较在意的数字是几个：负债、净现金、现金流、开销合理性、真实利润、扣除商誉的净资产，好像没了。我看财报主要用于排除公司，也就是说如果看完财报就不喜欢或看不懂的话，就不看了。决定投进去的原因往往是其他的因素，uhal 是个例外。

也有没看过财报就投的，比如 BRKA。去年买了些 BRKA 并且做成了 certificate，就为了让 Buffett 签个名，呵呵，结果到现在为止，已经赚了几顿饭钱了。

价值应该是现在的净值加上未来利润总和的折现。

7e. 段总，这个未来一般计算多少年？轻资产的公司是不是给高点溢价？特别是像贵州茅台这样，无形资产是很值钱的。

首先，这只是个思路而不是个算法，反正我从来没算过，我想大概也没人能算。

因为是个思路，多少年其实并不重要。由于要折现，20 年和 30 年的差别并没有想象大。

无形资产也是可以折现的，所以我不建议单独考虑无形资产，因为公司的获利能力里已经包含了。不是不算，而是知道无法精算。大致一算就觉得便宜才是便宜啊。给个例子，我买 GE 时是怎么算的：当 GE 掉到 10 块钱以下时（最低破 6 块了），我想 GE 好的时候能赚差不多两块钱，只要经济恢复正常，他怎么还不赚个一块多？由于 ge 的 rating 长期来讲还是会非常高的，假设他能赚 1.5，给他个 15 倍 pe 不就 20 多了吗？我当时的想法就是这样的，简单吗？

其实背后有一个不太简单的东西就是我能够坚信 GE 是家好公司（Great company），好公司犯错后能回来的机会非常大。

其实比我会算的人大把，但知道如何坚信确实不容易。（我当时给 GE 的目标价是 20 块，所以到 20 后就卖了一些，最近又卖掉一些）

7f. 我的所谓估值都是毛估估的。我买万科时万科市值才

100 多个亿，我认为这无论如何也不止，所以就随便给了个 500 亿。呵呵，当时唯一确定的就是 100 多个亿有点太便宜了，如果有人把万科 100 多个亿卖给我，我会很乐意买，所以买一部分也是很乐意的。

7g. 好像巴菲特讲过：有一个 300 斤的胖子走进来，我不用秤就知道他很胖。我买网易时可真没认真“估值”过

8. 计算价值只和未来总的现金流折现有关。其实净资产只是产生未来现金流的因素之一，所以我编了个“有效净资产”的名词。也就是说，不能产生现金流的净资产其实没有价值（有时还可能是负价值）。

a. 假如这是个算术题：也就是每年都一定赚一个亿（净现金流），再假设银行利息永远不变，比如说是 5%，那我认为这个公司的内在价值就是 20 亿。有趣的是，表面看上去和有多少净资产没关系。实际上，净资产是实现利润的条件之一。

b. 不赚钱的净资产有时候就是个累赘。比如在渺无人烟的地方建个酒店，花了一个亿，现在每年亏 500w。重置成本还是一个亿，现在 5000w 想卖，这里谁要？

c. 大家要小心的东西是，一般经济学里讲的速度实际上是物理里的加速度的概念，物理里的速度在经济学里是总量的概念。所以成长速度等于0表示的是物理里的加速度对于0，但经济总量是维持不变的。

给个例子：一个有 1000 亿净资产的公司每年赚 50 亿，成长为 0；另一个公司有 100 个亿净资产，今年赚 5 亿，成长 8%/年，请问 20 年后两公司实力的差距是扩大了还是缩小了？问题是 20 年后，可能两个公司的成长都变成 0 了怎么办？

e. 未来现金流折现不是个计算公式，他只是个思维方式。没见过谁真能算出来一家公司未来是有现金流折现的。芒格说过，他从来没见过巴菲特算这个东西。

f. 其实还是一个未来现金流折现的问题。芒格提醒了巴菲特，成长公司的未来现金流折现比烟蒂好。老巴发现“便宜货”的未来现金流的折现比有把握成长的公司的未来现金流折现来的还要小，这可能就是芒格提醒的作用吧。

g. 但是，看懂好的成长公司可是要比捡便宜要难得多哦。

9. 认识人性：克制不了自己的人如果不玩游戏也会玩别的

的。

9a. 我自己懂一些基本财务常识，觉得大致够用。

9b. 本分即自然，道法自然。

9c. 巴菲特每次说的时间都不太对，但最后都是对的。这一次他已经说过了，包括股东大会他也说了：拿着现金是最危险的。记得有一次他说“我只是早了3年而已”。

9d. 借钱是危险的，没人知道市场到底有多疯狂（向下或向上）。我记得巴菲特说过类似这样的话：如果你不了解投资的话，你不应该借钱。如果你了解投资的话，你不需要借钱。反正你早晚都会有钱的。

9e. 投资不需要勇气，也就是说当你需要勇气时你就危险了

9f. 老巴的教导千万别忘了：不做空，不借钱，不做不懂的东西！

9g. 做空有无限风险，一次错误就可能致命。而且，长期而言，做空是肯定不对的，因为大市一定是向上的。价值投资

者是会犯错误的。做空犯错的机会可能只有一次，只要你做空，总会有一次犯错的，何苦呢？

9h. 其实每个人都多少知道自己能做什么，但往往不知道自己不该做什么。如果每个人把自己干过的不应该干的事情不干的话，结果的差异会大大超出一般人的想象。可以看看芒格讲的如何赚 20000 亿美金的例子。

9h. 总而言之，还是尽量不要帮人投资的好。推荐股票也要特别小心。我在这不推荐任何股票，只是讨论一下。

9i. 危机大概 5-8 年来一次，希望下一次来的时候你记得来这里看一眼，然后擦擦冷汗，然后把能投进去的钱全投进去。千万别借钱哦，因为没人知道市场疯狂起来到底有多疯狂。

9j. 投资要心里素质干什么？又不是玩命。

芒格也许真的心里素质好，传说曾经因为用 margin 两年内亏掉大部分身价（大概 70 年代的时候）。所以有了只需要富一次的说法。芒格大概可以算富过一次半的人了。

10. 巴菲特追求的是产品很难发生变化的公司，所以他买了

后就可以长久持有。但他也说过，如果你能看懂变化，你会赚到大钱。

10a. 他说他花了很长的时间才学会付高一点的价格去买未来成长性好的公司，据说芒格帮了很大的忙。

10b. 为快而快总是很危险的。

c 我们也不负债。负债的好处是可以发展快些。不负债的好处是可以活得长些。

d 反正你借不借钱一生当中都会失去无穷机会的，但借钱可能会让你再也没机会了。

e 在理解的安全边际内，如果还有钱，当然可以再买。要注意的是，加码和想买的人多了（股价涨了）没关系，只和价值和机会成本有关。

10f. 我认为 Buffett 花钱买 BNI 好过把钱放在长期国债上。BNI 有很好的现金流及一定的成长和大片的地产，长期而言年回报应该能超过 8%。

11. 我非常在乎企业管理层的人品！等你长大了就明白我说的是什么了。

a 刚刚进他们网站看了一眼。居然一家中国公司没有中文网站，好像是给投资人设计的。另外，也没找到任何有关企业文化的描述。由于我不太懂这个行业，前面两点看完我就不会再往下看了。我可能又失去了一个赚钱的机会。一般而言，太把“华尔街”当回事的公司我都很小心。

b 好企业在哪儿的经营理念都是很相近的。美国急功近利的公司也很多，中国公司也不都是急功近利。我本人很多年前就很反对没事加班加点的。我一直认为老是强迫加班加点的部门的管理水平有问题，老是强迫加班加点的公司的老板的管理水平有问题，呵呵。

c 您认为一个公司有护城河重要吗？您认为卓越的管理层重要还是护城河重要。谢了。

段永平：这就像打仗一样，是能打仗的军队重要还是好的战壕重要一样。没有好的防护，再好的军队也不经打。光有战壕显然也是不行的。

d 我终于找到巴菲特说的傻瓜能经营的企业的说法，其实是 Peter 林奇说的，巴菲特在讲话时引用过，为的是说明巴菲特投资时还是要买信得过的管理层。江湖传言好厉害啊。

e 头几年到处讲讲没啥坏处，企业文化是要不停的宣讲才能慢慢深入到大家的骨髓里的。当年尼克松好像讲过类似的话。现在好像马云出来的机会已经少多了。

f. 有好的企业文化的企业往往应变能力要强很多。

g. 段永平：我们小时候不敢愤青啊！能愤青就是社会的大进步。你要觉得随和吃亏那可就说明你骨子里不是随和的人，世界上哪里都一样，最后成事的人都还是正直的人。这也是我喜欢 GE 的原因。GE 的 integrity 是在所有东西之上的。

我记得去上中欧的第一天，前院长张国华训话里讲过一个故事。他说有个著名商学院（我不记得名字了）曾经做过一个调查，想知道非常成功的人都有什么共同特性，结果发现什么特性的人都有，但他们唯一共有的特点就是 integrity。

h. 阿里文化不如步步高文化的地方是，阿里要成为最大，

步步高要本分。

i. 一百年老店不意味着他就一定活到 101 年。这就像不能用 pe 去预测明年的利润一样。雷曼好像就有 150 多年的历史。但你只要注意到雷曼后期的企业文化都变成什么样了的话，你就不会对他们的结局感到惊奇。

把“企业文化”真正印到企业上上下下的干部的骨子里又是一项艰难的工作了。

段永平：韦尔奇的《赢》里讲了不少 GE 是怎么做的阿里巴巴这方面做得非常好。

这是一项几十年或更长的工作，应该和企业的寿命一样长，是一项重要但往往不那么紧迫，常常被人忽略的工作

j. 巴菲特的意思是，如果生意模式好的话，庸才都不怕（老巴自己是很看重管理层的）

k. 出入总是有的。我在公司里是个反对派，几乎做什么我都会提反对意见。如果连我的反对意见大家都不怕时，做什么我都会放心一些。

我最怕的就是当老板说什么大家都说“好”。那时公司就危险了。

当然，这里的前提是我认为我们同事很多都在许多方面比我强。如果认为自己是公司里最聪明的人的“老板”是很难认同我这个观点的。

1. 其实是不是第一没有那么重要，因为消费者在买东西时一般并不在乎谁是第一，他们在乎的是买的东西是什么（消费者导向）。

11m. 我记得当年我们买万科时就有人问过我，说万一万科假账怎么办。我说，以我认识的王石而言，他绝不是会关在房间里和财务商量个假账来蒙股东的人。其实那时和王石不熟，现在也不算熟，就是直觉而已。

12. 公司业务：广告营销等广告是效率导向的，就是把产品本身用尽可能高的效率传达给你的目标消费群。最不好的广告就是夸大其词的广告，靠这种广告的公司最后都不会有好下场，因为消费者长期来讲是个极聪明的群体。广告能影响的消费者大概只有 20%左右，其余全靠产品本身。

营销对公司来讲只能锦上添花，千万别夸大其作用。怎么打广告我认为主要取决于你的目标消费群在哪里。其实瞄得最准的广告大概就是搜索类的广告了，阿里巴巴这方面好像现在也挺厉害的。

12a. 本分和最大本身并没有任何矛盾！事实上，我们公司做的产品大部分最后都是国内“最大”的，只不过我们罕有提起而已。我们不提的原因是认为这不是我们用户关心的东西，但这往往是我们关心用户而产生的自然结果。

我个人认为，追求最大确实有点问题，因为他是一个结果而不是一个方向，而且有可能和核心价值观产生矛盾（比如有时可能不符合用户导向等）。不过，阿里巴巴作为公司还比较新，等他真到了第一以后才能明白我说的什么问题何在，那时再改也来得及。

12b. 给你举几个“敢为人后”的例子：苹果的 iPod 算是吧（之前 mp3 早就满大街了）？iPhone 算是吧（手机不用说了）？Xbox 算是吧（之前有任天堂，PlayStation 等等）？Playstation 算是吧（之前有任天堂，世嘉等）？国内的例子就不举了，太多了，相信你能明白。（有多少人真明白了？）

12c. 品牌溢价我觉得是一种误解。品牌只是物有所值而已。当一个品牌想当然认为其有溢价时，会很容易犯错误。

大多数人买有品牌的东西时肯定不是冲着“溢价”去的。所谓品牌其实就是某种（些）差异化的浓缩。

早年我开的车就是属于特别便宜的车，觉得都是代步，没必要多花钱。后来偶尔有一次试了一下“好车”，第二天就去买了一部，因为发现确实差别好大。

12d. 我们认为消费者是理性的意思是从长期来看的，套用一句俗语叫“童叟无欺”。也就是说无论消费者眼前是否理性，我们都一定要认为他们是理性的。不然的话，你经营企业就可能会有投机行为，甚至会有不道德行为。

12e. 我们“敢为天下后”同时也可以“敢为天下先”的！

呵呵，啥东西都容易变味啊，还有人说我们“甘为天下后”呢，那意思差的就多了。

“敢为天下后”的经典例子很多，比如苹果的 iPod, iPhone,

微软的几乎所有产品，仔细想想就明白了。

12f. 呵呵，说我和蔼可亲可能是来源于对我的误解吧？在原则问题上我也很严厉。我倒觉得马云比我要和蔼可亲些，他还挺能搞气氛的，我比不了。

13. 卖股票和成本无关

13a 不知道当时的 pe，也不知道什么是 pb，想的就只有所谓未来现金流的概念（连折现都好像没算过）。只有能看懂公司和生意才能做到这一点。

13b. 前面早就说过，卖股票和成本无关，所以任何人想问为何能持有网易到 100 多倍的博友请参考这一条。

c. 我一般买股票时会有个基本判断，就是最少值多少钱（有点像巴菲特评中石油），到了以后应该看看到底应该是多少钱。

这些年有经验也有教训。以前网易每一次到目标后我都认真重新评估一次，不然不会拿了 8 年多，正好一个抗战。万科到了基本价以后就没有重新评估就卖了，少赚了很多。

d 股票掉的时候也是一个动力去重新评估自己持有的股票，看看买的理由是不是有变化（比如买过 UNG，认真看过后发现买错了，就斩仓了，不然的话，留到今天要多亏几千万。）

e. 请教一个卖股票的时机问题。比如你的股票已经到了你买的时候预想的目标价格，但是市场形势依然很好的话，你是安全第一，还是再等一等呢？记得你也表示过万科卖的早了一点，是不是后来有总结呢？谢谢！

：我一般觉得差不多，又正好需要用钱时就有可能卖。如果不需要钱时往往不会急着卖。如果觉得贵得离谱时，我还是倾向于卖掉的。

一般来讲，“市场形势”很好时，大概就是卖股票的时候了。

不过，如果真是特别好的公司，稍微贵一点未必应该卖，不然往往买不回来，机会成本大。

f. 我不知道老巴是怎么判断的，但我可以说说我一般是怎么判断的。一般来讲，当我买一只股票时，一定会有个买的理由，同时也要看到负面的东西。当买的理由消失了或重要

的负面东西增加到我不能接受的时候，我就会离场。太贵了有时会成为离场的理由。

如果所有的理由不变而只有价格掉到 10%的话，当然是个好机会。但如果理由发生巨变的时候，也许有可能是要离场的。

g. 我也不是很理解他这话是啥意思。我猜他大概是认为没有人会真的出个夸张的价格的吧？我觉得如果有人出个 Google 的价格买步步高的话我就说服全体股东卖给他了。不过我还没出过价呢。有一次在 BUffett 的 brunch 上有人问过我类似的问题：有人问我如果巴菲特要买你公司你卖吗？我说我不卖，因为价格高了对不起巴菲特，低了对不起我们股东。

14. 投资实务：有时之前花得多时间，有时买后还要花很多时间，尤其是当目标的已经达到基本目标价以后，对其价值的判断还是挺重要的。比如，我对网易后来的发展就花了很多时间，不然没可能大部分拿到 120-140 倍才卖。

a. 卖的都是因为对公司还不够了解。买的时候认为至少值得价钱，到了以后应该很认真地再研究一下。创维我们赚到不错利润的原因是因为不太好卖涨的还挺快。现在吸取教训，

开始好好研究一下 GE 和 Yahoo, 看看是不是可以永远持有的股票。

(目前为止我的 GE 已经卖掉 80%了, 主要换了 BAC, 2011 年年底)

b. 当时还在想的就是可能买银行的机会到了。可惜对银行业务不太懂, 下不了重手。下次如果有机会再和老巴吃饭, 一定专门请教这类问题, 怎么才能搞懂银行和保险公司。老巴当年好像就是谁指点了下就明白了。

c. (YH00 换了新的 CEO 后其实风险增加了, 我自己的策略还是继续卖 option, 但不会增加投入, 实际上是慢慢在减少 YH00, 2012 年 1 月)

d. 段大哥: 我这几天看了下您当年买的创维。有很多感慨:

您当时是 1 块钱左右买的创维, 之后 3 年之内一直不涨, 最低时只有 0.29 元, 就是说您最大的浮亏有三分之二。但 09 年到现在涨到 10 块钱。这比您其它几个股票涨得多多了。想问您几个问题

1: 您当时面对这么大的亏损是怎么想的，一般人肯定很急的？

2: 有没有想过在 08 年低位时再买入？

3: 从这个案例您有什么心得和大家分享？

段永平：1. 我根本就不知道股票掉到过那个价 。

2. 由于我们已经买了近 5%（差一万股），当时不想让别人以为我们想去收购，就决定不再加了。如果我们能晚点动手，这个价我肯定会更高兴多买些（如果没到 5%的话）。

3. 我觉得我能说的都说了，希望有人能有点“享”法。

6、只能说运气好，我当时真没想过创维会到 10 块。我觉得怎么着两块多总是会到的 。

7、 买了以后就没管，觉得怎么着也得等他出来后再说了。掉到一块以下是知道的，但不太关心。

8、 不要比较啊。每个人都有犯错的时候。

（到 2011 年中？，我们的创维基本已经都卖了。卖价 5-10 块左右吧。）

段总，请问你一下创维到底值多少钱？

D：呵呵，每个人的看法可能很不一样。我觉得 200 亿以上就不便宜了，到 300 亿就有点贵。

14e. 段永平：对这种公司我可能有点优势。相对于大多数人而言，我可以比较冷静地去分析这类公司的问题到底是什么，是否可以解决。如果我觉得问题不是要命的，但价格已经是要命的情况下，我可能就会买。买这种公司要小心掉入价值陷阱。高成长的公司比较难买，必须要了解更多。我错过了腾讯和苹果，但买了些 Google。说错过的原因是我当时曾经非常想买，但最后没动手。（终于在 2011 年一月想明白了苹果，最重要的是想通了没有乔布斯的苹果到底是什么。现在苹果可是我的最大仓位哈，基本都是 2011 年上半年买的。——2012 年 1 月）

14f. 我买万科时万科的市值大约在 150 亿左右，具体时间不记得了（大概在股改前半年到一年的时候？）当时就觉得

万科一年赚个几十个亿早晚能做到，不到 200 亿确实便宜。同时觉得我看到的万科的帐肯定不会是假账，因为王石不是作假帐的人。当时买的理由都在这儿了。注：当时万科 5-8 亿利润。

14g. 1、段总：请教下如何分析 yahoo，看看它的业绩实在不怎么样，它所拥有的股权除了阿里巴巴以外还有哪些？能否计算出价值？怎么得到 30 多美金/股的结论？谢谢。

段永平：大概说下：每股（都是大概数，没细算过）：现金 3, yahoo 以外上市部分属于 yahoo 的部分（包括 yahoo Japan 约 30%和阿里巴巴 B2B 香港上市部分约 30%） $4.6+2.1=6.7$ 。yahoo 本身现在的现金流大概有每股 1.4/年，估计盈利大概在 0.8 左右，在 Internet 这样一个成长的市场里，yahoo 的广告总量还是有很大可能成长的，所以我给这部分 12 倍的 pe（这里给多少都可以，看每个人对他们业务的理解），这就是 9.6。以上总和是 $3+6.7+9.6=19.3$ 。所以我认为 yahoo 现在的市场的 fair value 大概就在 18-20 块之间，所以我认为 yahoo 不贵另外，yahoo 拥有 40%阿里巴巴集团的股份（所有没上市部分，包括淘宝，支付宝还有他们的妈妈等），我也不知道那一块到底值多少钱，反正是送的。如果整个阿里巴巴上市这块值到 500 亿的话，yahoo 就一定在 30 块以上

了。如果值 200 亿的话，yahoo 大概值 25-6 块。

不管大家对淘宝的前景怎么看，我对美国大部分投资者的理解是他们根本还没开始看淘宝呢。也许这才是 yahoo 可以便宜的机会吧。等个几年之后，也许大家就慢慢注意到那一块了。（现在阿里巴巴的价值越来越清晰了。2012-1）

14h. 准确讲是过去常常满仓，还特别集中。很长时间里 80% 都集中在一只股票上（网易）。现在没那么集中了，也许有时可以到 30 甚至 40%，但不容易再高了。（现在有些账号里苹果过 50% 了）

14i. 我认为其实都可以。如果你想多持有的话，就不着急卖 covered calls。现在卖 calls 就放弃了上涨的空间，但更安全些，股票不涨你也有钱赚。

卖 option 的前提和价值投资一样，你一定要对投资标的足够了解并打算长期持有（或者可以考虑卖）。在打算长期持有的前提下做一些短期套利可以让投资没那么无聊。对你认为上涨空间大的股票，最好还是不要卖 call 的好，或者只卖一点点（为了好玩）。

我觉得卖 call 最好是在所谓股价差不多时，既不怕股票大跌，又不舍得在眼前价钱全部卖掉，卖 covered calls 是个很有意思的做法。其实我的网易就是这么卖的。当网易到接近 30 时我就开始卖 30 的 calls，后来一路涨我就一路卖，从 30 一直卖到了 50。现在剩下的股票都是没有被 call 走的。由于前段时间涨的快，绝大部分都被 call 走了。好像最高的是 40 多被 call 走的。

14j. 买网易时我觉得有点孤独，好像这个世界就我一个人再买。

买 GE 时我很平淡，略微有点兴奋。我想可能是我有进步了。

14k. 那我具体点儿说吧，一个公司如果固定资产很大，300 个亿的固定资产（都是地皮和房子，不是厂房设备那一类无法变现的），但是财务现状很不好，有 100 个亿的债务，那您愿意花 60 个亿把这个公司买下来吗？我觉得怎么看都是划算的，就算停掉这个公司的业务把资产卖出去还掉债务以后也还赚 140 亿啊，这个想法是不是太天真了？

如果法律健全又没有债务黑洞的话，也许可以考虑。不知道变现的机会成本大不大。还有就是，财务状况不好的公司，

可能会为了走出困境而铤而走险，有可能把你认为值钱的东西很快亏掉（这是我目前最担心 yhoo 的地方，就怕新的 CEO 为了“雅虎的复兴”而铤而走险，到处乱买公司。巴茨在的时候我没有这个担心。 2012.1）。总的来讲，这种情况要小心，但可能是机会。我当时买 Uhal 有点像，但我的 margin of safety 比你说的 case 要高很多倍。

14. 生活、社会

14a. 我觉得对孩子最重要的培养是爱心，其次是养成良好的习惯，其他方面则顺其自然了。一般而言，我自己小时候做不到的事我不好意思要求小孩。我最希望能达到的境界是可以和他们做朋友。呵呵，想让孩子把自己当朋友好像不太容易。

14b. 呵呵，段总！我想问你个问题，为什么不继续在中国生活呢？

：呵，国内小孩作业太多了可能是个很重要的原因

14c. 中国企业家相当部分是很好的！我认识很多很好的企业家。

美国的企业家也有很多道德问题，我有点无从说起。

如果非要说，我觉得我们每个人都要反省自己，是文化的问题。

我记得 1975 年左右有过一个反走后门运动，我发现就没有人不反对走后门，而有后门的就没有不走的。

有点像现在，大家都反对“别人”滥用权力...等等。

不公平的问题也一样。如果我们每个人都希望己是不公平中得益的那一方，那怎么改啊？

14e. 很多人觉得没法学巴菲特是因为巴菲特有太多的钱，可我基本肯定这么说的人是不懂巴菲特的。我甚至觉得即使像谢国忠这种我挺欣赏的经济评论家也不是真懂巴菲特，至少不是骨子里懂。呵呵，我不是和谢国忠过不去啊。像郎咸平这种经济学家我就不提了，总觉得他是阴谋论和宋祖德的综合体，不过即使是郎咸平，也是有很多观点是对的。

其实这两人的东西我都看，所以我觉得他们还是不错的。

14f. 我不是很懂政治和社会问题，所以不想说太多，也不想在这里讨论。

我怎么觉得现在比我们那个时候条件好呢？

其实中国这些年的进步不小。人们看到越来越多问题的原因也是因为社会进步了（过去不是没有，是老百姓看不到），有问题我们可以看见了。看得见问题是解决问题的第一步。（新浪微博功劳很大啊）

民主是建立在教育的基础之上的，我不知道这个过程要多少年。（怎么和韩寒的观点有点一样？也是不读书的结果？
2012.1）

14g. 呵呵，这里流行阴谋论啊。

以我所见，赵丹阳是个没什么城府的人，不觉得他是在有意炒他的股票。

其实我觉得一个投资人如果能拿出身价的 5%左右捐给老巴指定的 glide 基金会（我和他们挺熟的，还在那儿当过两小

时义工) 然后听他当面讲讲投资(如果能听懂的话), 会是件非常好的事情。如果把这个当投资的话, 我认为这可能是一个人一生当中最合算的投资之一, 至少能有 100 倍以上的回报。

14h. 我觉得你说的很对。我有时和小孩玩的时候不够投入, 小朋友马上就知道。以后要更加努力, 陪孩子的时候一定要全力以赴, 应该说全心以赴。

14i 我倒是发现好多喜欢玩游戏的人都挺聪明的。马云不做游戏是发现他自己玩游戏太容易上瘾了。我本人很喜欢玩游戏, 而且是各种游戏, 包括网游, 也包括投资。

其实一般而言, 绝大部分游戏都是善的。如果不明白这句话, 可以假设把所有游戏都关掉会怎么样。那会增加很多社会不和谐因素的。

14j 善良不是把蛇放怀里。善良体现最多的是不作恶。看看现在社会上的那些现象

最后: 这里确实有些人是刚刚开始接触价值投资, 希望大家就算看到

有人明显是新来的也不要欺负人哈，我们都是这么过来的 。

我说过什么都可以问，但没说过一定会回答

我没那么复杂 。讨论投资经常能帮我自己理清自己的思路，好像也能同时帮到有些人，挺好的 。我又不知道你们什么年龄。