

段永平：投资不怕集中，不是一般的集中，而是绝对的集中

老实讲，我不知道什么人适合做投资。但我知道统计上大概 80-90% 进入股市的人都是赔钱的。如果算上利息的话，赔钱的比例还要高些。许多人很想做投资的原因可能是认为投资的钱比较好赚，或来的比较快。

作为既有经营企业又有投资经验的人来讲，我个人认为经营企业还是要比投资容易些。虽然这两者其实没有什么本质差别，但经营企业总是会在自己熟悉的领域，犯错的机会小，而投资却总是需要面临很多新的东西和不确定性，而且投资人会非常容易变成投机者，从而去冒不该冒的风险，而投机者要转化为真正的投资者则可能要长得多的时间。

投资和投机其实是很不同的游戏，但看起来又非常像。就像在澳门，开赌场的就是投资者，而赌客就是投机者一样。赌场之所以总有源源不断的客源的原因，是因为总有赌客能赢钱，而赢钱的总是比较大声些。作为娱乐，赌点小钱无可非议，但赌身家就不对了。可我真是能见到好多在股场上赌身家的人啊。

以我个人的观点，其实什么人都可以做投资，只要你明白自己买的是什么，价值在哪里。投机需要的技巧可能要高很多，这是我不太懂的领域，也不打算学了，有空还是多陪陪家人或打几场高尔夫吧。

即使是号称很有企业经验的本人也是在经受很多挫折

之后才觉得自己对投资的理解比较好了。我问过巴菲特在投资中不可以做的事情是什么，他告诉我说：不做空，不借钱，最重要的是不要做不懂的东西。

这些年，我在投资里亏掉的美金数以亿计，每一笔都是违背老巴教导的情况下亏的，而赚到的大钱也都是在自己真正懂的地方赚的。作为刚出道的学生，书上的东西可能知道的很多，但融到骨子里还需要吃很多亏后才行。所以，如果你马上投入投资行业，最重要的是要保守啊，别因为一个错误就再也爬不起来了。这里唯一我可以保证的是，你肯定会犯错误的。

我个人的理解是缺什么什么重要。

投资最重要的是投在你真正懂的东西上。这句话的潜台词是投在你真正认为会赚钱的地方（公司）。**我对所谓赚钱的定义是：回报比长期无风险债券高。**一个人是否了解一个公司能否赚钱，和他的学历并没有必然的关系。虽然学历高的人一般学习的能力会强些，但学校并不教如何投资，因为真正懂投资的都很难在学校任教，不然投资大师就该是些教授了。不过在学校里可以学到很多最基本的东西，比如如何做财务分析等等，这些对了解投资目标会很有帮助。

无论学历高低，一个人总会懂些什么，而你懂的东西可能有一天会让你发现机会。我自己抓住的机会也好像和学历没什么必然的联系。

比如我们能在网易上赚到 100 多倍是因为我在做小霸王时就有了很多对游戏的理解，这种理解学校是不会教的，书

上也没有，财报里也看不出来。我也曾试图告诉别人我的理解，结果发现好难。又比如我当时敢重手买 GE，是因为作为企业经营者，我们跟踪 GE 的企业文化很多年，我从心底认为 GE 是家伟大的公司。

我说的“任何人都可以从事投资”的意思是我认为并没有一个“只有‘某种人’才可以投资”的定义。但适合投资的人的比例应该是很小的。可能是因为投资的原则太简单，而简单的东西往往是最难的吧。顺便说一句什么是“简单”的“投资”原则：当你在买一只股票时，你就是在买这家公司！简单吗？难吗？

我想再简单地把我对投资的基本理解写一下：

1、买股票就是买公司。所以同样价钱下买的公司是不是上市公司并没有区别，上市只是给了退出的方便而已。

2、公司未来现金流的折现就是公司的内在价值。买股票应该在公司股价低于其内在价值时买。至于应该是 40% 还是 50%（安全边际）还是其他数字则完全由投资人自己的机会成本情况来决定。

3、未来现金流的折现不是算法，是思维方式，不要企图拿计算器去算出来。当然，拿计算器算一下也没什么。

4、不懂不做（能力圈）是一个人判断公司内在价值的必要前提（不是充分的）。

5、“护城河”是用来判断公司内在价值的一个重要手段（不是唯一的）。

6、企业文化是“护城河”的重要部分。很难想象一个

没有很强企业文化的企业可以有个很宽的“护城河”。

“理性”地面对市场每天的波动，仔细地检查每一个自己的投资理由及其变化是非常重要的。好像我对投资的理解就是这么简单。但这个“简单”其实并不是太简单，事实上这个简单实际上非常难。

在这里有很多问题是关于估值的，所以简单谈谈自己的想法。我个人觉得如果需要计算器按半天才能算出来那么一点利润的投资还是不投的好。我认为估值就是个毛估估的东西，如果要用到计算器才能算出来的便宜就不够便宜了。

好像芒格也说过，从来没见过巴菲特按着计算器去估值一家企业，我好像也没真正用过计算器做估值。我总是认为大致的估值主要用于判断下行的空间，定性的分析才是真正利润的来源，这也可能是价值投资里最难的东西。

一般而言，赚到几十倍甚至更多的股票绝不是靠估值估出来的，不然没道理投资人一开始不全盘压上（当时我要知道网易会涨 160 倍，我还不把他全买下来？）。

正是由于定性分析有很多不确定性，所以多数情况下人们往往即使看好也不敢下大注，或就算下大注也不敢全力以赴。当然，确实也有一些按按计算器就觉得很便宜的时候，比如巴菲特买的中石油，我买的万科。但这种情况往往是一些特例。

巴菲特确实说过伟大的公司和生意是不需要卖的，可他老人家到现在为止没卖过的公司也是极少的。另外，我觉得巴菲特说这话的潜台词是，其实伟大的公司市场往往不会给

一个疯狂的价钱，如果你仅仅是因为有一点点高估就卖出的话，可能会失去买回来的机会。而且，在美国，投资交的是利得税，不卖不算获利，一卖就可能要交很高的税，不合算。

无论什么时候卖都不要和买的成本联系起来。该卖的理由可能有很多，唯一不该用的理由就是“我已经赚钱了”。不然的话，就很容易把好不容易找到的好公司在便宜的价钱就卖了（也会在亏钱时该卖的不卖。）买的时候也一样。买的理由可以有很多，但这只股票曾经到过什么价位最好不要作为你买的理由。

我的判断标准就是价值。这也是我能拿住网易 8-9 年的道理。我最早买网易大概均价在 1 块左右（相当于现在 0.25），大部分卖的价钱大约在 30-35（现在价）左右。在持有的这 8 年到 9 年当中，我可能每天都会被卖价所诱惑，我就是用这个道理抵抗住诱惑的（其实中间也买卖过一些，但是很小一部分。）我卖的理由是需要换 GE 和 Yahoo。我会一直保留一些网易的股票。巴菲特的东西每一个人都可以学，当然可能只有很少人能学会。事实上，我发现只有很少人会去真正认真地学，所以能学会的人很少就很容易理解了。

巴菲特反对的和他做的衍生品是完全不同的东西。我自己用很多金融衍生品，和巴菲特的用法一样，所以比较理解他说得是什么。很难一句话解释清楚，但可以用个容易理解的例子来说明。很多人用衍生品就好像去赌场当赌客，希望能够快点赚钱。巴菲特用衍生品就好像在澳门开赌场，长期

而言是稳赚的。不是每个人开赌场都能赚钱，但会开的人就行。也许赌场的例子不一定合适，但道理确实一样。

投机，我也不是没有过，但就是为好玩，just for fun，只是玩玩而已。人家要跟我讨论股票，我都要跟人说清楚，是讨论投机还是投资？是 for fun 还是 for money？如果 for fun 没有什么可讨论的，买你喜欢的就好了，反正你也不会把房子卖了扛着钱去拉斯维加斯。我曾经在邮轮上用两百块钱玩了三个晚上，赚了两千块钱。如果你作为投资的故事来讲，三天翻了十倍，这叫什么故事？！但你敢拿几百万这么赌吗？不敢。

所以投资是另外的讲法。

我从头到尾真正投资过的公司最多五六家，卖掉了一些，我持有的公司一般在三家左右。巴菲特的哈撒韦一千多亿美元市值，也才投十来家。我不怕集中，我不是一般的集中，我是绝对的集中。

一直说有机会在这里讲几个我自己的例子，但一直不知道该讲哪个好。这些年我碰过的股票其实也不少了，有亏的有赚的，就是没有一个从一开始我就 **100%觉得自己一定能赚大钱的**。不管买哪个，都觉得多少心里有些不踏实，想来想去，觉得 GE 可能比较有本人特色。

最早开始经营企业的时候，我最喜欢的可能是松下。后来慢慢对松下有些失望，尤其是去大阪拜访过松下总部以后，确实觉得松下有些问题，慢慢自己也就不太再提松下了。大概也就是那段时间（应该是去松下之前），我们开始越来

越多地反思我们自己，希望能建立和加强我们自己的企业文化。那时我好像正在中欧读 EMBA，同时还把中欧的一些课引进了公司内部。

在那段时间里给我印象最深的书就是 GE 的上一个 CEO 韦尔奇写的自传。在那本书里我看到了企业文化对建立好公司的强大作用，同时对 GE 强大的企业文化留下了极为深刻的印象。后来又读了韦尔奇后来写的书《赢》，更进一步了解到他们是怎么建立企业文化的。

从那个时候起，我还花过不少时间去了解和思考 GE。去想为什么 GE 会是家百年老店，为什么 GE 的董事会总是能选个好 CEO 出来，为什么世界 500 强里有 170 多个 CEO 来自于 GE 等等。当时我其实就注意过 GE 的股票，觉得 GE 当时的股价并不便宜（好像 40 左右），也就没再关心他的股价了。

从 08 年 9 月雷曼倒开始，金融危机的影响越来越大，整个市场风声鹤唳。到 11 月时我看到整个市场的恐慌情绪越来越厉害，当时就想，这大概就是巴菲特讲的人们的“恐惧”要来了，也就是轮到我该“贪婪”的时候了。

开始的时候我并没有特别明确的目标，只是觉得市场上到处都是便宜货，就是不知道哪个安全，好像每个都有很大问题，每个公司都可能要完蛋一样。我当时想的最多的就是如何把手里的所有资源调动起来去抓住这一生难遇一次的机会。

到 2 月时，GE 已经向下破了 10 块。那时雷曼，AIG，

Citigroup 等很多和次贷有关的公司都已经破产或到了破产边缘，关于 GE 的负面新闻也越来越多，华尔街上很多人都在说 GE 将会是下一个雷曼。

我知道 GE 过去好的时候每股能有两块多钱利润，就算以后差一点，危机过去后怎么也会有个 1.5 块/股以上吧。如果我给他个 12-15 倍的 PE，怎么着这也应该是 20 块以上的股票。所以，当 ge 到 10 块左右时我已经开始着手买一些了，但还没有下大决心买。直到有一天当 GE 跌到 9 块左右时，我看到 Jeff Immelt 的一个讲话。我忘了原话是怎么说的了，大致意思是，他认为 GE 的形象被破坏了，这都是他的错。GE 将在未来几年调整其业务结构，让财务公司在整个公司中的比例降到 30% 一下。他还重申 GE 整体是安全健康的等等。

当时有问题的所有公司当中，好像我只见到 GE 出来承认错误并检讨对策，这大概就是企业文化不同的地方吧？GE 是个巨大的公司，我也曾试图想看清楚 GE 到底都有哪些业务，也试图想分析清楚他所有的业务模式的优劣，但发现非常难。我能看到一些非常好的模式，同时也能看到一些不太好的模式。

最后让我下决心出重手的决定因素还是我对 GE 企业文化的理解。我认为金融危机并不会摧毁 GE 强大的企业文化，GE 的问题只是过去的一些策略错误造成的，假以时日一定可以改正。伟大公司的错误往往就是千载难逢的投资机会。

想明白以后的事情就简单了，后面的一段时间我几乎每

天都在忙着买 GE，不停地想办法调集资源，从 9 块左右买到 6 块再买到 10 块出头，好像到 12-3 块后还买了些（有些钱是后来从别的股票调过来的）。直到 GE 股价比 Yahoo 高以后才停了。当时曾经还动过用 margin 的念头，后来觉得不对的事不做的原则不能破，就算了。

回头来看，去年我买的股票当中 GE 并不是涨幅最大的，但确实是我出手最重、获利最多的且担心最少的股票，其原因只能说是我对 GE 企业文化的了解最后帮助我做出了一个很重要的决定。也许就是个运气？

其实当年我买万科和创维好像也有类似的感觉。创维和我们算是同行，他们这个公司到底怎么样我们多少还是了解的。由于体制的因素，我个人一直认为创维是中国彩电行业里最健康的企业了。虽然当时出了些事，但公司最基本的东西并没有因此改变。我们买创维时创维的市值好像还不到 20 亿（我不太记得了，也有说 20 出头的），我怎么想都觉得便宜，就买了。我们是买到差一万股到 5% 的时候停的，因为再买就要公告了，所以很想在公告前和黄宏生沟通一下，怕人家以为我要去抢人家那一亩三分地，呵呵。结果当时由于不太方便，最后我们就没有再买。一直到前两个礼拜才和黄老板通了个电话，道个谢，问个好啥的。

对创维而言，我并没有一个很清楚的到底值多少钱的概念，对他们现在的业务情况了解的也不细，所以涨上来以后就一直在陆陆续续减持，现在可能还剩不到最高持有量的 20% 了。我觉得现在买的人可能比我更清楚创维的价值，后

面的钱应该是他们才能赚到的。

封仓 10 年是个很好的思路，选股时就该这么想。但我不知道我会不会持有苹果 10 年或以上。实际上我买股票时还真没有想过要拿多少年。我一般会给我买的股票定个大概的价钱，比如买 GE 时我就认为 GE 至少值 20 块，但我确实没想过要多少年才会到。

苹果所处的行业确实是个变化很快的行业。虽然我认为苹果在竞争中已经处于一个非常有利的地位，但我还是会很关切哪些变化有可能会改变苹果的地位。如果非要我给苹果定个价的话，我大概认为苹果也许某天会到 600 块。

理由是：以我的理解，苹果的盈利在两到三年内大概就可以达到每股 40-50 块/年（现在的盈利能力大概在每股 25-6 块/年），也就是说苹果的盈利能力会在两三年内接近 double 一下，再加上那时每股现金 100 多块（现在大概每股 60 多），给他个 600 的价钱应该不算太过分吧？当然，苹果也是有可能掉回到 100 多块的，反正到时大家就知道了。

今年的第一个投资的大决策就是在一月二十一号买进了苹果，把去年赚的钱都放进去了。从很久以前就开始或多或少地关心苹果，但就是没认真分析过，大概是因为自己老是满仓的缘故。1.21 由于股权到期日，要释放了不少资金出来，在压力下突然想明白了。

买苹果的灵感其实是来自博友的提问。记得前段时间我在这用苹果举过一个什么股价叫便宜的例子：如果你觉得苹果值 5000 亿的话，那 3000 亿就是便宜，虽然他曾经只有 50

亿的市值。其实我个人认为，苹果有可能会是地球上第一家年利润过 500 亿美金利润的公司（过多少不敢说）。也许苹果会是第一家市值过万亿美金的公司（这个取决于市场会有多疯狂）。

说说我喜欢苹果的一些理由。这不是论文，想到就说，没有重点和先后秩序。

1.苹果的产品确实把用户体验或消费者导向做到极致了，对手在相当长的时间里难以超越甚至接近（对喜欢的用户而言）。2.苹果的平台建立起来了，或者说商业模式或者说护城河已经形成了（光软件一年都几十亿的收入了）。3.苹果单一产品的模式实际上是我们这个行业里的最高境界，以前我大概只见到任天堂做到过（sony 的游戏产品类似）。

单一产品的模式有非常多的好处：

a.可以集中人力物力将产品做得更好。 比较一下 iphone 系列和诺基亚系列（今年要推出 40 个品种）。苹果产品的单位开发成本是非常低的，但单个产品的开发费却是最高的。

b.材料成本低且质量好，大规模带来的效益。 苹果的成本控制也是做到极致的，同样功能的硬件恐怕没人能达到苹果的成本。

c.渠道成本低。 呵呵，不是同行的不一定能明白这话到底有什么分量（同行也未必明白），我是 20 年前从任天堂那里学会的。那时很多做游戏机的都喜欢做很多品种，最后下场都不太好。

d.苹果的营销也是做到极致了，连广告费都比同行低很

多，卖的价钱却往往很好。

e.苹果的产品处在一个巨大并还有巨大成长的市场里。

1.智能手机市场有多大？你懂的！2.pad市场有多大？你也会懂的。

总而言之，我认为苹果现在其实还处在其成长的早期，应该还有很大的空间。扣掉现金的话，苹果的今年的未来 pe 只有 12-13 倍啊，明年可能要到 10 以下了。当然，以上我说的这些点中的任何一点的变化都可能或多或少地改变苹果，如果有苹果的股票的话，就要留心这些变化了。我想的只有一个东西，就是未来自由现金流（的折现）。不过，要认为苹果能做到这一点并不容易，我自己也很遗憾为什么以前一直没花功夫去想一想。

我认为 Jobs 如果真请长假的话，在相当长的时间里对苹果的业务不会有影响。长期而言，没有 jobs 的苹果可能会慢慢变成和别的同行一样的公司。但苹果的平台已经搭好，就像当年 3 大战役已经打完一样，jobs 在不在影响都不大了。

apple 还有不少特别厉害的地方，比如：品种单一，所以效率高，质量一致性好，成本低，库存好管理等等。我从做小霸王是就追求品种单一，特别知道单一的好处和难度，这个行业里明白这一点并有意识去做的不多，我们现在也根本做不到这一点。比较一下诺基亚，你就马上能明白品种单一的好处和难度了。诺基亚需要用很多品种才能做到消费者导向，而苹果用一个品种就做到了，这里面功夫差很多啊。

做产品和市场，往往喜欢很多品种，好处用于不同细分

市场，用于上下夹攻对手的品种。坏处搞一大堆库存，品质不好控制。单一品种需要很好的功力---把产品做到极致。难啊。因为难，大部分人喜欢多品种。就跟投资一样，价值投资简单，但很不容易。做波动，往往很吸引人。

苹果现在手里有 600 亿现金，去年 4 季度的盈利已经过 60 亿了。如果苹果达到 500 亿以上的年利润，5000 亿以上的市值是非常合理的。一万亿只是一个说法，要看苹果后续的发展情况。

我决定买苹果以前主要想的是他们是不是还有可能成长，有多大的空间可以成长，威胁都可能来自什么地方，等等。我不去想他现在的股价和过去的股价，尽量用平常心去看这家企业。以我的观点看，苹果年利润有一天达到 800 亿或更多都是有可能的，所以觉得我买的价钱还很便宜。

苹果的上升空间当然远不如当年的网易，可当年的网易是可遇不可求的，而且现在就算碰上了，对我的帮助也不大。苹果这样的公司难道还要去公司看？那能看到什么？我只是 somehow 突然想起来要认真看看苹果，以前老觉得 Jobs 个人太厉害了，是个报时人，后来突然想明白其实现在他已经没有那么重要了，至少在未来几年里。毕竟我们是同行，虽然差距还比较大，但有些东西容易搞懂一些。

巴菲特说过，他一生当中有很多次很集中，甚至达到 100%。碰上一个是，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。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。

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。有合适的股票就买，没有就闲着。鸡蛋放在一个篮子里可以看得更好些。

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。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。

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。

买股票当然要做定量分析，不然怎么搞？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？大概就是存 X 的钱能拿到 10 亿的利息（长期国债利息），再把 x 打 6 折。

如果买 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%。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。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）。

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？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。

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，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。

我一般的目标是买我认为价值被低估 50% 或以上，价值应该是现在的净值加上未来利润总和的折现。老巴成功的秘诀是他知道自己买的是什么。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。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！

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。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。

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。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。巴菲特有很多保险和金融的投资，我基本没有，因为我还不懂，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。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。

便宜就买了。如果连老巴都不信，你还能信谁？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。

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。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。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。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。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。价值投资者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。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。问题是不要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。

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。我的建议就是慢慢来。慢就是快。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。呵呵，如果你赚的是本分钱，你会睡得好。身体好会活的长，最后还是赚到很多钱的。最重要的是，不本分赚钱的人其实不快乐。

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。价值投资者眼里只看投资标的，不应该看别人。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。

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。

不要想去赌场赢钱，但开个赌场赚钱还是可以的。我卖 puts 和他做的事情是一样投机是会上瘾的，不好改。这个是芒格说的。巴菲特早就不看图看线了。看图看线很容易错失机会的。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。

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。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。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。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。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不会很麻烦。价值投资只管便宜与否，不管别人的想法，

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？

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。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）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。

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。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。

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！我觉得这就是毛估估的意思。很多人的估值就有点精确的模糊的意思。毛估估。意思就是5分钟就能算明白的东西，一定要够便宜。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。

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。

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它能够坚信 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)

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。

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。

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)。

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。

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？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？

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。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。但是，看懂好的成长公司可是要比捡便宜要难得多哦。

找到被低估的公司本身是一件很难的事。我做投资最基本的概念就是来自马克思的“价格是围绕价值上下波动”。价值就是这家企业 The Whole Life 能够赚的钱折现到今天，价格就是现在市场表现出来的那个过高或者过低的玩意儿。怎么去评估一家企业是否被低估，团队我认为当然是重要的，还要看你这个公司有没有很好的文化，一个企业真正的核心竞争力就是企业文化。

沃伦·巴菲特曾经向股东推荐了几本书，有一本书是《杰克·韦尔奇自传》，你去看那本书，你会发现韦尔奇对企业的文化问题是很在意的，所以你可以想象巴菲特对此也很在乎。他不是像有的人说的只看财报。只看财报只会看到一个公司的历史。我看财报不读得那么细，但是我找专业人士看，别人看完以后给我一个结论，对我来讲就 OK 了。但是我在乎利润、成本这些数据里面到底是由哪些东西组成的，你要知道它真实反映的东西是什么。而且你要把数据连续几个季度甚至几年来看，你跟踪一家公司久了，你就知道他是在说谎还是说真话。

好多公司看起来赚很多钱，现金流却一直在减少。那就有危险了。其实这些巴菲特早说过，人们都知道，但是投资的时候就会糊涂。很多人管他们自己叫投资，我却说他们只是 for fun，他们很在乎别人满不满意（这家公司），真正的投资者绝对是“目中无人”的，脑子里盯的就是这个企业，他不看周围有没有人买，他最好希望别人都不买。同样，如果我做一个上市公司，我也不理（华尔街）他们，我该干吗干吗，股价高低跟我没有关系的。

所以我买公司的时候，我有一个很大的鉴别因素就是，这家公司的行为跟华尔街对他的影响有多大的关联度？如果关联度越大，我买他的机会就越低。华尔街没什么错，华尔街永远是对的，它永远代表不同人的想法。但是你要自己知道自己在干什么，你如果自己没了主见，你要听华尔街的，你就乱了。我的逻辑就是巴菲特的逻辑，原则上没有什么差

异。差异是他熟悉的行业不等同于我熟悉的行业，所以他投的股票不等同于我要投的。去年他投了一家公司，我看了半天都没有看懂，果然，他投了以后，那支股票可能涨了 50%、60%。人家问我是否着急，我说不着急。为什么？因为这不是我能赚到的钱。

反过来讲，比如我投网易这样的公司，这也不是他能够赚得到钱。再比如 Google，巴菲特也没买。因为他对这个生意不了解，不了解没有赚到钱是正常的，没有什么好后悔的。如果你不了解也敢投，第一你也守不了那么久，80 块买的，可能 100 块、120 块也就卖了，其实你也赚不了钱；其次如果你四处这么做，可能早就亏光了。正因为没有在自己不熟悉的行业和企业身上赚到钱，说明你犯的错误少。

我的很多成功的投资，好象行业根本不搭界，但是对我来说是相关的，就是因为我能够搞懂它，知道管理层是否在胡说八道，企业是否有一个好的机制，竞争对手是否比他强很多，三五年内他会胜出对手的地方在哪里……无非就是这些东西。看懂了，你就投。

比如我也曾赚过松下股票的钱，7 块钱买的，涨到 20 多块卖了，放了大概有两三年的时间。就是因为我是做这行，我做企业的很多理念来自于松下，我也拜访过他们公司，也知道他们的缺点和优点，觉得这个公司不可能再低于 7 块了，而 20 块让我觉得可买可不买、可卖可不卖。所以，你作的投资都是跟你过去的经历有很大的关系，你能搞懂的东西有很大的关系。你的判断跟市场主流判断没有关系，两者可能有

很大的时间差。我判断的是它的未来，而市场是要等企业情况好了才会把价格体现出来。

成长率对我来说没有任何意义。投资的定义在我来讲就是拥有一家公司的部分或者全部，最简单的概念就是“拥有”。假设某家公司去年每股赚一块，今年赚两块钱，成长率百分之百，有人说明年可能还会再涨。后年呢？后年不知道。你如果是你自己的钱，把这家公司买下来，你会买吗？你说只要后面有人买我的股票，你就会买。这就叫投机。

对于投资和投机的区别，我有一个最简单的衡量办法，我没注意到是否巴菲特也这么讲过，就是以现在这样的价格，这家公司如果不是一个上市公司你还买不买？如果你决定还买，这就叫投资；如果非上市公司你就不买了，这就叫投机。就像我当时买网易我为什么能够在那个价格买到（那么多量），因为 NASDAQ 有个规定，一块钱以下的股票超过多少时间就会下市，所以很多人害怕下市，就把股票卖出来。在一块钱以下就卖了。因为他们怕下市。你知道我为什么不怕呢？这就是我投资的道理。我买它跟它上不上市无关，它价格低于价值我就会买。步步高就没有上过市，但我因此就把公司卖了，这没道理啊，很荒唐，你说我创立公司后只是因为它不上市就卖了，那我开公司干嘛？

我自己懂一些基本财务常识，觉得大致够用。本分即自然，道法自然。克制不了自己的人如果不玩游戏也会玩别的。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。

投资不需要勇气，也就是说当你需要勇气时你就危险了。老巴的教导千万别忘了：不做空，不借钱，不做不懂的东西！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？

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。芒格也许真的心理素质好，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。

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。

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，你将会赚到大钱。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。

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。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。

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。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%。

我非常在乎企业管理层的人品！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。

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。

我终于找到巴菲特说的傻瓜能经营的企业说法，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。

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。有好的企业文化的企业往往应变能力要强很多。

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。

阿里文化不如步步高文化的方是，阿里要成为最大，步步高要本分。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。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。

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），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。

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）。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。

从做实业与投资是有很大差别的，做事情就是要做对的事情，从做对的事情的角度来看，首先你要确定你做的是一件对的事情，再就是做对一件事情还要看你的能力，但能力可以通过学习来提高。无论是做实业还是做投资要想取得成功的基本法则是做事情不求快，但关键是找到对的事情，把它坚持下去。发现错，马上就改。比如，有的事情现在有钱赚，但本身是错的，那你就得马上改，如果不改，那你赚的越多最后损失也越大。

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。

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的问题何在，那时再改也来得及。

“敢为人后”的经典例子很多：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，世家等）？微软的几乎所有产品，国内的例子就不举了，太多了，相信你仔细想想就能明白了。（有多少人真明白了？）

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。

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。

卖股票和成本无关，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。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。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。）

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。我不知道老巴是怎么判断的，但我判断的是一般来讲，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。

我也不是很理解他这话是啥意思。我猜他大概认为是没

有人会真的出个夸张的价格的吧？我觉得如果有人出个 Google 的价格买步步高我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。

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。（YHOO 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 YHOO）

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。

有时买之前花得多时间，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。我认真研究了网易，发现它股价在 0.8 美元的时候，公司还有每股 2 块多的现金，当然面临一个官司，也可能被摘牌，这里面有些不确定性，这就需要多做一些咨询。就官司的问题，我咨询了一些法律

界人士，问类似的官司最可能的结果是什么，得到的结论是，后果不会很严重，因为他们的错误不是特别离谱。很重要的是，这家公司在运营上没有大问题。做足功课，我基本上把我能动的钱全部动用了，去买它的股票。敢大量买入网易的股票最重要的是对企业花了足够的工夫，对公司、产品都有深刻了解。

我在美国买了一家做租车业务的公司，当时它的股价跌到了 5 美元，我花了半年时间去调查研究，发现这家公司股票每股净资产有 50 多美元。我算了一笔账，就算把净资产打 5 折，还有 25 美元，最后我们买了 100 多万股，这只股票最高到过 100 多美元。

能够取得投资成功在于对巴菲特的理解，更在于坚持执行巴菲特的理念。“0.8 美元买网易股票的不单是我一个人，但坚持持有到 100 美元的不多，所以发现价值有时候要靠运气。”

投资不在乎失掉一个机会，而是千万不要抓错一个机会。在投资的对象价值大于价格时出手，这不叫大胆，而是理性。花 5 元钱去买 10 元的东西，能说是大胆吗？很多人在这个时候缺乏的是理性，而不是胆量。

投资就是找到一个最好的公司，然后把你的钱投入进去。既然你认为最好，不把钱投到这样的公司里，而把钱投到不好的公司里，在逻辑上就是错乱的。投机和投资很大区别就是：你是在动用大笔钱还是小笔钱；其二，当股价下跌时，投机和投资的态度正好相反，投资者看到股价下跌，往

往很开心，因为还有机会可以买到更便宜的东西，而投机者想的是这家公司肯定是出什么事情了，赶紧走人。

问巴菲特如果他买的股票一路买一路涨怎么办？如果买的股票下跌的话，还可以找到钱再去买，但后来它涨上去了，这样你就买不到更多了。他甚至认为投资的时候买到底部是一个很糟糕的事情。“你买到底部后，股价就会一路买一路涨，这样你就买不到最多的量。”真正的投资者，其实是希望，在允许的价值波动范围内，在股票一路下跌的时候一路跟着买进，也只有这样才能拿到更多更便宜的筹码。

当年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，就是说最大的浮亏有三分之二。但09年到现在涨到10块钱。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）。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。

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。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块吧）创维到底值多少钱？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。

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。）

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。YAHOO 的案例大概说下如何分析 yahoo:（都是大概数，没细算过）：每股现金 3，yahoo 以外上市部分属于 yahoo 的部分（包括 yahooJapan 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 fairvalue 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）

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）

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。

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。

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。

买股票就是买公司，买公司就是买其未来现金流折现。这里现金流折现指的是净现金流折现，未来指的是公司的整个生命周期，不是 3 年，也不是 5 年。折现率实际上是相对于投资人的机会成本而言的。最低的机会成本就是无风险回报率，比如美国国债的利率。

有些人把自己生意中有限的资金投到股市里实际上往往是不合算的，因为其自己的生意获利往往比股市里的平均回报高。当然，多余资金投入无可非议（听说国内某网络公

司买了很多苹果的股票，这属于无可非议型的)。可我确实看到不少公司贷着款还要买股票，看不懂啊。

所谓能看懂公司就是能看懂其未来现金流折现（做对的事情）。所谓未来现金流折现只是个思维方式，千万不要去套公式，因为没人可以真的确定公式中的变量，所有假设可能都是不靠谱的。

个人观点：其实区分所谓是不是'价值投资'的最重要，也许唯一的点就是在'投资者'是不是在买未来现金流折现。事实上我的确见到很多人买股票时的理由很多时候都和未来现金流无关，但却和别的东西有关，比如市场怎么看，比如打新股一定赚钱，比如重组的概念，比如呵呵，电视里那些个分析员天天在讲的那些东西。我有时会面带微笑看看 cnbc 的节目，那些主持人经常说着满嘴的专业名词，但不知道为什么说了这么多年也不知道他们自己在说啥。

所有所谓有关投资的说法实际上都是在讨论如何看懂现金流的问题（如何把事情做对）。比如商业模式、护城河、能力圈、等等。

在巴菲特这里我学到的最重要的东西就是商业模式。以前虽然也知道商业模式重要，但往往是和其他很多重要的东西混在一起看的。当年老巴特别提醒我，应该首先看商业模式，这几年下来慢慢觉得确实应该如此。

护城河实际上我觉得是商业模式中的一部分，好的商业模式往往具有很宽的护城河。

好的商业模式往往是好的未来现金流折现的保障。知道

自己的能力圈有多大往往比自己能力圈有多大要重要的多！我觉得 margin of safety 实际上应该指的是能力圈而不仅仅是价格。

在自己能力圈内的生意自己往往容易懂的多，对别人的不确定性往往对自己是很确定的。比如当年我投网易时，市场不看好的原因是很多人觉得游戏这个市场不是很大。而我自己由于在这个行业里时间很长，所以很确定这个市场非常大（但也不知道到底有多大，事实上最后的结果比我看到的还要大）。

不要轻易去'扩大'自己的能力圈。搞懂一个生意往往是需要很多年的，不要因为看到一两个概念就轻易跳进自己不熟悉的领域或地方，不然早晚会栽的。比如有的朋友跳进印度市场，有的朋友跳进日本市场。

我总是假设市场绝大多数情况下是非常聪明的，除非我发现市场确实错了。（这句话是针对'逆向操作'说的。逆向思维很重要，但逆向操作和随波逐流都是不可取的。最重要的是理性的独立思考能力）

很多人说很难看懂未来现金流折现。其实绝大多数公司的未来现金流折现我也是看不懂的。看不懂的就不碰。一年两年或许更久的时间里总会有目标出现的。有些公司的生意模式很好，但股价有时候太贵，那就只能等了。好在这些年来一直如此，每隔些年就来个股灾，往往那时好公司也会跟着唏哩哗啦的。

对于大多数不太了解生意的人而言，千万不要以为股市

是个可以赚快钱的地方。长期来讲，股市上亏钱的人总是多过赚钱的人的。想赌运气的人还不如去买彩票，起码自己知道中的机会小，不会下重注。也有人说股场就是赌场。事实上，对把股场当赌场的人们而言，股场确实就是赌场，常赌必输！

用我这个办法投资一生可能会失去无数机会，但犯大错的机会也很少（但依然没办法避免犯错）。我经常听见有人在讲哪只哪只股票赚了几倍的故事，可他们就是不说总的成绩，你懂的。

随便感谢一下自助餐先生。凡是觉得我写的这点东西有帮助的人都应该多看看他老人家的东西，我能讲的他都讲过好多次了。想到哪写到哪，主要是为了能随时提醒自己。

有人问如何避免以为看懂实际又错了的问题，个人观点：错误是不可避免的，但呆在能力圈内以及专注和用功可以大幅度减少犯错的机会。