

奥马哈如此多娇 引无数英雄竞折腰

5月5日，一年一度的伯克希尔哈撒韦股东大会召开，无数仰慕股神巴菲特的朝圣者们涌向美国东部小镇奥马哈，期待着巴菲特的耳提面命，据说参加今年这次股东大会的中国人是历年来最多的。

巴菲特的价值投资有其独特的盈利模式，也离不开独特的美国股市生态环境。如何将巴菲特的价值投资理念与中国股市的固有特点和具体投资实践活动相结合，是每一位有理想的 A 股投资者面临的重大课题。

参会的中国投资者有何收获？“朝圣之旅”对他们原有的投资理念有何影响？证券时报记者就此采访了兴业基金副总经理徐天舒、上海鼎锋资产副总经理王小刚、雪球财经首席执行官方三文，去年参会的深圳翼虎投资总经理余定恒也分享了“朝圣”一年来的所思所想。此外，我们还刊发了易方达基金副总裁陈志民的随笔，与他一起“倾听股神的声音”。

兴业全球基金管理公司副总经理徐天舒：

寻找巴菲特成功的土壤

证券时报记者 陈春雨

透过越洋电话，兴业全球基金管理公司副总经理徐天舒的语速很快。在伯克希尔哈撒韦的股东大会结束之后，他并没有立即回国，而是留下来继续考察。

如果说这两天我在巴菲特身上学到了什么，我答不出来。因为之前对他就已经进行了 360 度研究，以至于这次股东大会上很多他的回答，我都可以猜到结果。”徐天舒说，此次最大的收获，在于亲身感受到巴菲特生活和工作的环境， 调研一个公司，除了财务数据，更重要的是其成功的土壤”。

巴菲特的成功难以复制

巴菲特在自传中，把自己的成功归结于两点：一座很高的山，以及很湿的雪。这座山是指股票投资，很湿的雪就是投资机。

但在徐天舒看来，巴菲特的成功还包含着很多其他因素，比如，过去 40 多年美国高速发展的经济、相对完善的上市公司制度、灵活的市场交易制度以及零成本甚至负成本的保险浮存金等。

所以，当他幸运地得到现场向巴菲特提问的机会时，经再三思索，提出了这样一个问题： 是不是机构投资者要复制你的模式就必须拥有保险公司或获取类似性质的资金？”

这个问题是徐天舒长期研究巴菲特后的疑问。徐天舒说，他曾尝试过运用巴菲特的理念进行投资，但很快发现走不通。从股市上说，上市公司中缺乏能长期持有几十年的公司；其

次，即便是出现优质公司，其价值被市场认可之后，一年之内多数股价都会见顶，暴涨过程透支了其未来七、八年的发展。而从资金来源来讲，公募基金可以克服自身的贪婪恐惧，却无法阻止客户追涨杀跌，每次行情变化，都会遭受巨大的赎回压力。所以，他认为，要复制巴菲特的投资模式，首先必须有他这样的资金来源。

对此，巴菲特的回答是： 我的成功不可复制，即使现在从头再来，也很难取得这样的结果。”

他的选股方式可以借鉴

尽管这样，徐天舒依然坚持，价值投资是值得借鉴且容易学习的模式，比如，宽阔的护城河、简单易懂的盈利模式、内生性而不是依靠并购增长、自身的现金流足以支撑业务发展、不需要股东持续注资、优秀的管理层，等等，虽然不能系统性复制，但可以有取舍地运用于选股上。

在伯克希尔哈撒韦公司的投资组合中，除了铁路，其核心持股都是轻资产公司，如可口可乐，富国银行等。 依靠提高固定资产投资来实现业务扩张，这种模式在中国正面临转型，依靠技术创新、品牌提升的轻资产模式更具备优势。”徐天舒认为。

从 2011 年 3 月开始，巴菲特开始低调买入 IBM 股份，累计资金在 2011 年底超过 107 亿美元，成为其第一大股东。由于“看不懂”，巴菲特从来不买信息技术类股票，即使他的老朋友比尔盖茨的微软公司。徐天舒认为，这是因为 IBM 已从一个制造商转型成为计算机服务提供商，再次成为巴菲特购买轻资产公司的案例。



徐天舒在大会现场提问

巴菲特每一次选股，我们都在认真学习，公司的竞争优势在哪里，中国有无类似的上市公司，通过抽丝剥茧地学习就会发现，投资的本质是回归于上市公司的盈利能力和可持续性。”徐天舒说， 我们还会按照巴菲特的投资理念构思新的产品。”他相信，随着 A 股分红制度的完善、证券市场的创新改革，价值投资在中国的土壤也将慢慢成形。

绕不开的中国元素

在奥马哈停留的一天两夜，徐天舒和他的团队过得异常忙碌：参加股东大会、与国外投资者和上市公司交流，以及体验无处不在的巴菲特魅力。

徐天舒说，他在股东大会上遇到很多中国人，有专业投资人士，也有上市公司老板。从目的看，西方股东大多真的是去开会，看巴菲特在过去一年到底做了什么，而中国人大部分是去学习的。

兴业全球基金从 2008 年开始，已经连续 4 年派出团队去参加巴菲特的股东大会，而在本届的提问环节中，也有

3 个问题是关于中国的，且都是西方人提出。这说明，在投资领域，中国已经是绕不开的话题，中国人对西方的投资思路也越来越有兴趣。

就基金行业而言，美国的基金业已经发展了 100 年，而中国才刚刚起步，可借鉴的地方实在不少。尤其是眼下基金行业面临困境， “他山之石，可以攻玉”，走出去也是迫在眉睫的改变方式，参加巴菲特股东大会只是其中一种形式。

不识庐山真面目，只缘身在此山中”，徐天舒说，在一个市场呆得太久，会接触到很多信息：公司今天上一条生产线，明天签一个协议，过于追逐会让基金经理被表面的信息所累，反而忽视了投资的本质；如果跳出这个市场，多思考一下企业最终的竞争力，可能会有质的飞跃。 巴菲特幽默、真诚和淡泊的人生态度也让我在现场深受感染。”徐天舒说，只有真正热爱够工作、享受工作的人才有那种幽默，这也是中国浮躁的环境里所缺乏的，对于伟大的投资人，这不仅仅是一份工作，而是事业。

倾听股神的声音

5 月的奥马哈是全球资本市场的麦加，吸引无数的价值投资者前来朝圣。跟随巴菲特的投资足迹，全球投资者从中受益匪浅。尽管相对于伯克希尔哈撒韦公司，国内的公募基金行业与其资金性质不同，但巴菲特的投资理念对于大规模资产管理依然有可借鉴之处。

关于成长与价值。巴菲特以投资成长股、长期持有出名，可口可乐等即是范例。但在没有发现心仪的成长型公司之前或者成长股的价格不具备吸引力时，作为类现金组合管理，他也会买入回报低、风险小的价值型资产，如对铁路的投资。这对我们的启示是：当市场成长股普遍高估或没有发现合适投资对象时，等待或持有类现金资产也是必然选择。作为大型资产管理人，基金经理如果不看估值只追求成长，并没有学到巴菲特投资的真谛。

关于核心配置与组合资产。从历年的十大重仓股来看，老巴组合中的消费类是核心之核心，如 2011 年底十大重仓股中包括可口可乐、宝洁、卡夫、沃尔玛、好市多等。其次是金融

行业，包括富国银行、美国运通、美国合众银行、VISA 等。其余资产则主要是组合管理，当年投资的中石油（甚至包括近年投资的比亚迪），笔者认为，均属阶段性参与，随时见好就收，从此不再关注或评论。这启示我们：资产配置应注重核心与卫星，核心资产是长期超额收益的源泉，卫星资产则注重对阶段性投资机会的把握，以提高短期业绩表现。

关于资本支出型企业。虽然伯克希尔的核心资产几乎从不涉猎重资本支出型企业，但作为组合管理，巴菲特依然会买入这类重资产股票，如美国铁路，作为阶段性的投资品种。世人熟知的巴菲特选股理念和标准，只是对伯克希尔的核心资产而言，并不是全部。

关于流动性管理。伯克希尔的资金性质比较封闭，老巴不用担心资金的赎回，但他却保持逾 200 亿美元的现金，时刻等待新投资机会的出现。这启示我们：长期持有一定的现金仓位，并不意味着保守或低效率，而是为了把握未来的投资机会。

易方达基金管理有限公司副总裁 陈志民

翼虎投资总经理余定恒“朝圣”一年后的感悟：价值投资法无定法

证券时报记者 陈楚

一年前，深圳翼虎投资管理有限公司总经理余定恒抱着极为虔诚的心情，参加了一年一度的伯克希尔哈撒韦股东大会。在这次股东大会上，他见到了“股神”巴菲特，彼时心情的“颇不宁静”可想而知。而今，时隔“朝圣”之旅一年后，和证券时报记者谈起巴菲特和价值投资，余定恒有着更为冷静和深刻的认识。

对于一个信奉价值投资的职业投资人来说，不参加一下伯克希尔哈撒韦股东大会是一大遗憾！”在余定恒看来，巴菲特的盈利模式是不可复制的。伯克希尔哈撒韦是一家以保险为主业、兼顾其他制造业和优质股权投资上市公司，所投企业中包括很多非上市公司。简单地说，巴菲特盈利模式的核心是“以债权换优质股权的过程”。巴菲特用保险产生的浮存金和其他制造业公司长期以来的分红投资优质上市公司的股权，而且这些钱很少赎回，类似于封闭式基金的运作方式。也就是说，巴菲特是用“长期的钱”来进行长期投资。外界评估的是伯克希尔哈撒韦公司净资产的增长，而不是二级市场上公司的股价。

巴菲特持有的股权是全球最优秀的上市公司的股权，比如可口可乐、沃尔玛、富国银行等，但中国能够和这些企业匹敌的投资标的并不多见，更为关键的是，由于投机文化盛行和波动剧烈，A 股市场上用来投资的钱很少是“长期的钱”。

“没有长期的投资标的，二没有长期的钱，三没有巴菲特以债权换优质股权的盈利模式，所以真正的价值投资在 A 股市场上就很难实现。”余定恒如是解释价值投资很难在 A 股生根发芽的根本原因，他由此给价值投资设定的前提条件是：要有长期的钱、要有值得长期投资的上市公司。

余定恒还认为，价值投资也并非一成不变，比如，随着巴菲特年龄的增长和管理资产规模的扩大，伯克希尔哈撒韦的盈利呈现出明显放缓的趋势，巴菲特的投资回报率在下降。而且，巴菲特后来还投资了很多诸如铁路等公用事业类股票。众所周知，此类企业资产开支很大，早年的巴菲特

不仅不喜欢甚至还有点忌讳这些投资标的。但为什么后来又“自食其言”呢？在余定恒看来，最根本的原因是一旦管理资产规模扩大，价值投资也必须因时而变、因势而变。

余定恒说，中国的私募基金属于“草根派”，至今没有纳入监管的范围，私募基金的创新空间非常小，尤其是近几年来股市低迷，一些私募基金生存极为艰难。 但既然选择了这条路，我们必须走下去，除了站起来爬上去已别无选择，这是我们唯一乐



余定恒

观的理由！”对于所有投资人来说，价值投资肯定永远都是正确的，但每一个历史阶段的价值投资，表现形式可能又是不一样的，特别是在经济转型期，到底什么是有长期投资价值的企业？前几年炙手可热的战略性新兴产业，现在看来 80% 以上的企业都不行，面临产能过剩。而银行是国民经济的命脉，虽然估值低，但前几年的信贷扩张对银行业发展有透支嫌疑，面临资产质量恶化及拨备的大幅提高，且利率市场化又会给银行带来巨大挑战。身处经济转型期，不同的投资人对同样的投资标的，分歧相当大。

余定恒认为，经济的转型和资本市场的转型绝非一朝一夕之功，投资理念冲突、私募股权投资（PE）过热和二级市场低迷同时存在，A 股市场的调整之路，可能也是较为长期的过程。 “去了一趟美国，很羡慕巴菲特，而我们在 A 股市场上没有条件、也没有能力去做这种价值投资。”余定恒的语气中充满着遗憾和无奈。

但展望未来，余定恒并不泄气，“春天一定会到来，只不过，未来春天的模式会有变化，我们必须去不断尝试，比如除了价值投资和趋势投资，我们还会去尝试量化投资、对冲策略等。”

余定恒说，以后估计不会再去奥马哈了，参加伯克希尔哈撒韦股东大会只是一种经历、一种体验，尤其是巴菲特对人生的达观、对投资的坚守，将影响他一辈子。

在采访的最后，余定恒给证券时报记者讲了一个故事：文殊菩萨叫善财童子采药，说：“凡是药都采回来。”善财童子遍观大地，无不是药。回来说：“没有不是药的。”文殊菩萨说：“是药就采回来。”善财童子于是在地上拈一根茅草给文殊菩萨。文殊菩萨接过草，举起对众人道：“此药能杀人，亦能救人。”

把这段故事放在投资上，余定恒的感悟是：价值投资是法无定法，价值的标准其实也在不断变化。没有最好的投资理念，只有最适合自己的投资理念！

雪球财经创始人方三文：

价值投资知易行难

证券时报记者 刘明

在今年巴菲特的伯克希尔哈撒韦股东大会上，仍有着众多的中国投资者，其中不乏组团出行者，雪球财经的创始人兼首席执行官方三文及其带领的奥马哈之行团队便是，团员由雪球财经代表及用户组成。

方三文今年是第一次参加巴菲特的股东大会。据方三文观察，美国人普遍是以股东身份参加大会的，持股

时间通常已经很长，超过 10 年的人非常多，这些人认为伯克希尔的股票是很好的投资。而来自中国的参会中很少是真正投资伯克希尔股票的，购买股票只是他们获得入场券的手段。他们来奥马哈，是把这里当作一个学习投资哲学或者投资技巧的场所。他们希望在这里学到“屠龙术”，应用到自己的投资中去。

其实，老巴自己几十年，没什么新鲜东西。”方三文认为，总结

巴菲特的投资，很简单，那就是：投资是买企业，要有好的商业模式、好的团队、好的价格。这看起来很简单，但真正在市场上的人知道，要信并不容易，要去践行更难，知易行难。这不是能力问题、智力问题、经验问题，而是投资的方向问题。

方三文认为，每个人踏入资本市场，都会面临方向性的选择：你购买一只股票，是预期别人会以更高的价格从你这里买走，还是你认为它的价

格低于它的价值？如果你选择的是第一个方向，那么你可能永远无法理解和信服老巴的哲学。如果是后者，确定的方向加上逐步的领悟，应该能理解和接受。并不是每个去奥马哈的人，都是第二种人。

方三文表示： “不要抱着让巴菲特给你推荐股票的心态去，如果抱着这样的想法，我觉得还是趁早退出资本市场，把你的钱交给专业的资产管理人去打理，比如购买老巴的股票。”



见习记者 吴昊

每年 5 月，来自世界各地的投资者聚集在美国奥马哈，参加巴菲特旗下伯克希尔哈撒韦公司一年一度的股东大会，一同分享价值投资盛宴。上海鼎锋资产副总经理王小刚是今年赴美参会的私募人士之一。

奥马哈“朝圣之旅”

王小刚从美国回来的第二天，记者在王小刚的办公室见到了他，他的办公桌上放着一大袋从美国带回的喜诗糖果。喜诗糖果是巴菲特常挂在口头的一家企业，巴菲特于 1972 年收购这家企业，是他成功的投资之一。

当地时间 5 月 5 日 5 点多，王小

上海鼎锋资产副总经理王小刚：

奥马哈归来重新理解价值投资

刚披星戴月去排队时，队伍已排了很长，而大会要到 9 点 30 分才开始，会议开始时，2 万多人的会场座无虚席。在进入会场通道旁边的展馆中，王小刚得以近距离接触巴菲特： “这位 82 岁的老人手里拿着一支冰棍儿，保持着微笑，给人感觉很慈祥。”

坚持能力圈选股原则

王小刚从巴菲特价值投资理念中学到很重要的一点是能力圈原则。

王小刚说： “自己能够理解和把握的事情就是能力圈，在能力圈之内做的决定是可以持续的，而超出能力圈之外则不可持续。”

能力圈范围大小并不十分重要，重要的是一个投资者要知道自己的能

力圈范围在哪里。 虽然巴菲特跟比尔·盖茨是很好的朋友，巴菲特却从不碰科技股，这跟能力圈原则有关系，巴菲特所投资的范围约 30% 在消费领域，约 30% 在金融领域，这是他所了解的领域。”王小刚说。

能力圈并不是一成不变的，会随着一个投资者的成熟而不断扩大。王小刚表示： 虽然巴菲特总是给人一种看看年报就买股票赚钱的印象，比如巴菲特购买中石油获益不菲，但其实不是这样，这来自于巴菲特对石油行业的深刻认识，而这种认识则源于巴菲特从 21 岁时就开始的大量调研。”

成长投资也是价值投资

国内一些投资人士认为自己的投资

风格并不是价值投资，而是成长股投资，也有人单纯地认为价值投资应该买大盘股并长期集中持有。王小刚认为： “实际上我们这种成长股投资理念也是巴菲特所倡导的价值投资。”

王小刚说： “1973 年之后，巴菲特投资理念有很大转变，他认为以合理价格买入一家伟大公司比用便宜价格买入烟蒂型公司更重要，最大投资机会来自于市场尚未给一些具有成长性的公司合理的估值。”

王小刚举例说，巴菲特买可口可乐时市盈率是 15 倍，比当时 11 倍的市场平均市盈率高 30%，巴菲特并不认为这是泡沫。市场没有认识到可口可乐公司的成长性，而巴菲特知道可口可乐由于成长带来的安全边际在哪里。