

但斌： 再谈《时间的玫瑰》

但斌十年间的反思，可以看出他在投资思想上的系统性改变，从机械的长期持有，到考虑估值和行业特征的取舍，这让他的基金净值躲过了近几年的过山车！

文 | 本刊访谈主笔 马力

站在深圳 CBD 的 ENO 大厦 38 层落地窗前，极目远眺：深圳湾拥抱着大海，浩浩荡荡，烟波无际；宁静的红树林给这个海湾镶上了一道绿色的丝带；而在丝带的另一头是前海自贸区繁闹喧哗的工地；一座 S 形的大桥蜿蜒跨过海面，如同一条巨龙跨越天海，飞架起深圳和香港。

拥有这幅无敌海景图的主人叫但斌，是中国私募基金界的代表之一，以价值投资而闻名。在 2007 年出版的《时间的玫瑰——但斌投资札记》一书中，他说：“杰出的企业廖若晨星，我们希望所投资的企业像皇冠上的明珠。”

他被誉为“中国巴菲特”，用巴菲特的理念成功投资了贵州茅台、腾讯、云南白药、万科 A 等超级牛股；也曾因在熊市中的坚守而备受压力。那么，《时间的玫瑰》在十年后是否绽放依然？在这个有意义的时点，但斌先生接受《英大金融》杂志的独家专访，再回首十年投资路，漫谈投资哲学与人生感悟。

十年再回首

四月末，巴菲特股东大会前夕，笔者揣着一个非常迫切的问题，从北京飞赴深圳寻找答案：

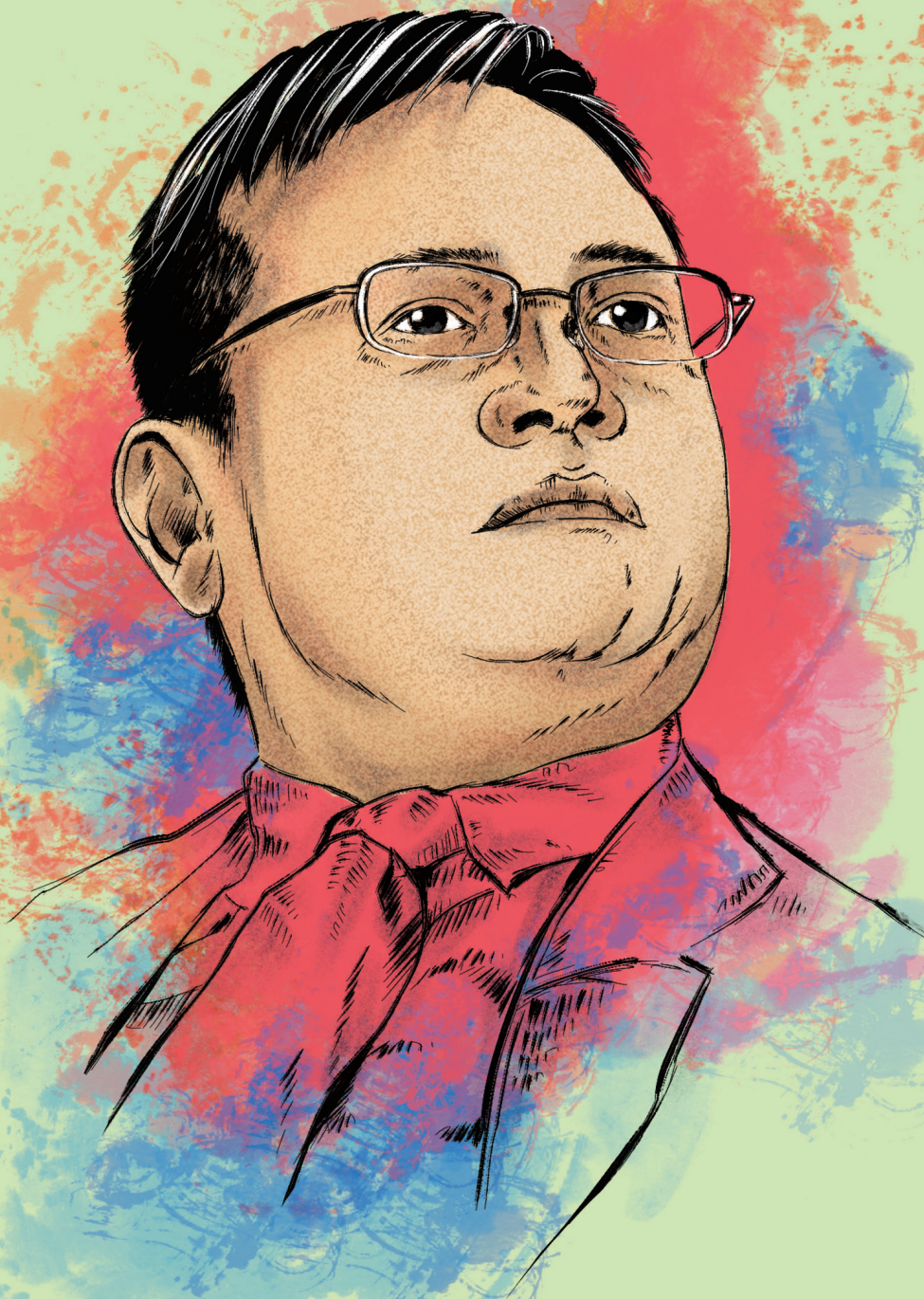
“但斌投资的茅台到底是时间的玫瑰还是带刺的玫瑰？”此时的贵州茅台历经八年震荡后，创出了股价 428 元的新高，它不但再次登上 A 股第一高价股的宝座，还以 5000 亿人民币的市值超过帝亚吉欧，成为全球市值最贵的酒。

到底贵不贵？有人质疑市值相当贵州省 GDP 一半的茅台已经高不胜寒。而但斌在微博上却说：“对于贵州茅台股价年底高度，按 2018 年预估业绩 25 倍市盈率，年底到 500 元以上，不排除 600 元以上概率；在没有动荡，没有大的经济危机的前提下，茅台给 30 倍估值是非常正常的。这还没考虑提价等因素，所以到年底 600 元收市，一点不惊讶！坦然接受！”

茅台在投资界已深深贴上了但斌的标签。很自然，但斌的再回首十年投资路从茅台说起。

“从 2003 年到 2017 年时间，总的来说我们是持续在投资茅台，基本上买进不动，除非是用钱，唯一卖出去是 2015 年。”但斌说。

在他看来有“液体黄金”美誉的茅台，十四年间的投资价值从未改变：图腾式的中国品牌；最慷慨的分红；年毛利率 92%、净利率 50%，穿越时间的商业模式；伴随大国崛起影响世界的文

**但斌**

著名私募基金经理，自1992年开始证券研究与投资生涯，长期致力于股票的基础研究，对投资哲学有着深入思考，对投资组合的战略管理和风险管理技术有长期实践，擅长把握上市公司内在价值投资。毕业于中国人民大学法学院，历任君安证券研究员、大鹏证券资产管理部首席投资经理，并于2004年初创建深圳市东方港湾投资管理有限责任公司。2007年出版《时间的玫瑰——但斌投资札记》一书，被评为2007年年度最畅销经济类书刊之一。2015年4月，被中国证券投资基金业协会聘任为私募证券投资基金专业委员会15位委员之一。

插画 | 网中鱼

“现在很能理解大时代背景下，人生的起伏与波澜。正是这一次又一次的亏损与磨难，以及其他一些人生机缘，让我开始走上了价值投资的道路。”

右图 但斌在深圳 38 层的办公室窗旁思考投资。他将思考记录在博客与微博上，他说：“这其实是我变形的日记。这个日记体保留着我儿时记日记剪报的习惯，日子一天天过去，也许某一天，当我老了，回忆起往事，能顺着昔日留下的痕迹，找到曾经的记忆和那一刻、那一天、甚至那一个时代某些变化和事迹。”

化符号；还有其定价原则：要让打工族也能一年喝上一瓶茅台；而变化的是市场的投资逻辑。

“从 2003 年到 2007 年投资茅台有三十倍的回报，但从 2007 年到 2015 年这 8 年却没有赚到钱。茅台股价经历 2008 年金融危机跌了 63%；经历 2013 年塑化剂风波和白酒行业危机跌了 61%。这实际上是件很痛苦的事情，对于一个投资人，当你每次遇到危机的时候，要从这些危机当中总结出不同应对的策略，我们不断地在反思为什么。”

但斌认为：“2007 年茅台实际是高估了，当时股票动态市盈率为 101 倍，而 2013 年白酒危机时，动态市盈率仅为 8.8 倍，从 101 倍到 8.8 倍，即便有一个很高的增长，也填补不了高估值的泡沫，这对我们来说是一个非常大的教训。再好的东西如果估值太高，也会侵蚀到未来的收益。所以，我们在 2015 年股灾来临的时候，做出了一个决定：220 元卖掉茅台，股灾后，260 元~280 元又买了回来。”

“一个好企业当然应该和它一起成长，但从另一个角度讲，基金管理有特殊的地方。比如我个人投资茅台，8 年不赚钱没关系；巴菲特有保险公司的浮存金，是长线资金，成本很低，也可以不卖，甚至在股灾发生时继续买。但基金在面对危机时，如不在高位兑现利润，会很难坚持。在大跌的过程中，投资持有人会影响基金经理：股价越跌越赎回基金；本应基金经理在底部可以买到更多的筹码，但恰恰相反，基金在底部会遭到更严酷的赎回和质疑。”

但斌十年间的反思，可以看出他在投资思想上的系统性改变，从机械的长期持有，到考虑估值和行业特征的取舍，这让但斌的基金净值也躲过了近几年的过山车！

“投资腾讯和茅台的逻辑却不太一样，茅台的产量如果达到了八万吨~十万吨的天花板，它就相当于高等级债券，只有分红的意义；而腾讯这类的平台公司则有无限的可能性。”但斌凝视

着海湾对面的香港说。

在选股策略方面，但斌继续放眼全球，在美股，投资了如 Facebook、谷歌、亚马逊、好未来等牛股。而他的选股理念精华和升华，是在港股，12 港元投资并不断买入腾讯控股，直到其市值突破 3000 亿美元，超越美国富国银行，成为全球第十大市值公司。

“腾讯新游戏《王者荣耀》每天平均在线人数已超 1 亿人，这款游戏估计 2017 年会给腾讯带来 300 亿的收入。而游戏之外，腾讯已然从连接用户的虚拟世界（如音乐、视频、游戏等），发展到连接用户的线下生活：随着微信不断深入人们生活，来自商家广告、线下支付及小程序云服务收入的增长动力更加强健。”但斌如数家珍地说。

但斌的选股逻辑是：互联网平台型公司通常胜者为王，腾讯一旦建立领先优势以后，它就是唯一的，只要不犯原则性的错误，基本上很难颠覆。如果未来大数据、云计算、人工智能、无人驾驶、VR 是人类社会的发展方向的话，那么“大象会跳舞”。“大象”最有可能是 Facebook、亚马逊、谷歌、微软甚至是 IBM，这些企业占据了巨大的市场份额、拥有成熟的商业模式、最多最大的数据源、经验丰富的研发团队，在未来的市场中会越做越强，也是价值投资的重点和亮点。那么，只有平台类的大公司才能掌握这样的资源，而在中国，阿里巴巴、华为、腾讯就是这样拥有资源禀赋的大公司。

再回首，十年前，但斌对“皇冠上的明珠”这样定义：长期稳定的经营历史；高度的竞争壁垒；管理者理性、诚信，以股东利益为重；财务稳健，净资产收益高，自由现金充裕；自己能够理解、能够把握的企业。

十年间，除了对好企业质地和估值的更深入思考，但斌的视野还扩展到了寻找代表时代发展方向的领军企业。经过这十年的全球企业对比研



究，他对行业前景空间的判断，对行业发展路径的探讨，对龙头企业竞争实力的对比，以及对爆点、确定投资风险的把控，有了更加丰富的经验和心得。

但斌信奉巴菲特的语录：“想成功，与成功者为伍。”他的书架上有许多书籍如《聪明投资人》《滚雪球》《伟大的博弈》《进化论》等，但他更喜欢读巴菲特的老师格雷厄姆写的《金钱蜜蜂的舞蹈》。浪漫与理性的结合；精神与信仰

的坚守是这位大师的性格。从但斌身上，似乎看到了影子。

“一个人在市场的输赢结果，实际是对他人性优劣的奖赏。”这是但斌股市投资经典语录。决定每一个关键时刻的选择，背后正是人性的力量。

关键时刻的选择

“投资，最难的事是什么？我的阅历告诉



我——就是在最艰难的时刻在正确的方向上坚持！”但斌的这句话在关键时刻的选择中应验了。

2015年，但斌在5000点逃顶之后，他的东方港湾其中7只基金参与了海外中概股私有化，通俗地说就是中国概念股在美股退市，重新登录A股的投资。那时，在海外平台型公司中国互联网公司如百度、腾讯、阿里一般给予25~35倍估值，中小型公司给予20~30倍估值，相比A股创业板平均近100倍市盈率，差距甚大。而在国内同类型公司的市值、融资能力远超美股中概股，优质的中概股一旦回归，受到追捧几无悬念。

但风云突变，国内战略新兴板悬停之后，中概股回归预期消失，股价集体应声下跌了30%左右。“当时我们参与海外私有化有7支产品受到损失，其中4支跌破了平仓线，基金面临解散，但是我跟几个股东商量担起这个责任，自己掏钱把净值弥补到平仓线之上，不让基金解散。”

“股东意见不统一，而我比较坚持，于是自

己掏了几千万，把4支产品补到了平仓线0.8元，基金保住了，现在净值已经稳步回升，其中有些已经回到了1以上。在行业危机和市场危机来临的时候，我们应该站在客户的角度，这应该是更好的选择和解决办法。经历了这些事情，我们获得了宝贵的经验教训，就是任何时刻都要坚守价值投资，坚决不能投机；但同时我们还获得了一笔更加珍贵的财富——关键时刻的责任和担当。”但斌平静地说。

对于但斌在关键时刻选择自己垫钱，来保证投资者利益的做法并不奇怪，早在十年前，他在《穿越周期》一文中就曾写到：每次，和新的合作伙伴签约开始投资的时刻，我都要说一句话：“如果投资亏损了，一定是因为我们的专业技术，而绝不会是因为我们的人品。我保证！”

但斌的投资信念绝非偶然，忧虑、希望和梦想一直相伴相随。但斌的姨公是开国的黄经耀少将，他出身寒门，心存家国；爬过雪山草地；经

历三大战役；参加抗美援朝。“少年时代，他一直是我的榜样，我希望有一天能成为像他一样爱国、爱家的人，这曾经是我内心奋斗力量的源泉。”

关于投资人生，但斌却说偶然，因为他大学的专业是体育，和投资并无关系。他正常的生活轨迹应该是从事体育教师或与体育相关的事业，在大学二年级，他就在国家级刊物上发表论文《体育地理学》，这是一个创新的理论研究，那时他就是一个思想活跃的理想主义者。

因为受到那场发生在80年代末，学生思潮运动的影响，大学毕业的但斌只能选择“孔雀东南飞”。几经辗转，他终于在深圳落脚。那时，正好1992年8月份的股票风潮刚过，听朋友言语间讨论，才知道什么是原始股与股票，才知道股票这个东西能挣钱。

“也是偶然，就在我刚到深圳不久，在学潮运动中患难过的社科院的陶永谊博士等几位朋友也来到深圳，他们没地方住，也就和我一起住在桑达新村北京朋友的房子里。他们几个正好在深圳新兰德投资咨询公司搞股票培训，有这个便利我就开始学习股票投资，还开了个股票账户用来交易。1993年2月，我进入陶博士承包的深圳新兰德投资咨询公司培训部担任证券分析师，开始了正式的投资生涯。”但斌回忆到。

之后，但斌在投资之路上经历了四次重大的挫折。第一次，听一个著名股评家的消息说深房有大机会，就投入了所有资金，结果本金亏了一半；第二次，做多期货，遇到“3.27”事件，被强行交割，协议平仓；第三次，投资华工科技，遭遇陷阱；第四次，投资格林柯尔，死里逃生。

在但斌看来，早期投资生涯中遭遇的这些失败经历，获取到宝贵的经验教训。第一，不能听消息！第二，如果有明确的投资计划，严格遵守操作纪律，就不会损失如此惨重。第三，选择什么样类型的企业投资是一个很严肃的问题。如果对企业研究不透，又下了重注，最后就会造成毁

灭性的影响。第四，评估管理团队，深入细致地实地调研，真正了解企业的经营情况，才能规避投资风险。

“现在很能理解大时代背景下，人生的起伏与波澜。正是这一次又一次的亏损与磨难，以及其他一些人生机缘，让我开始走上了价值投资的道路。”但斌感慨道。

但斌投资的关键时刻发生在2000~2003年，他选择了价值投资。2000年之前他基本关注市场涨跌的技术分析，当然也因此项“技艺”有机会进入到君安研究所负责市场分析方面的工作。当时《君安财经快讯》与《国泰君安财经快讯》的第一篇文章常常由他来主笔，并经常在《中国证券报》上发表市场分析文章。

功夫不负有心人，勤奋的他在2000年8月因《B股——十年磨一剑》与《新千年一月股市大逆转》等文章预测市场的准确，并支持公司领导做出了正确的战略选择，而获得了国泰君安董事会颁发的国泰君安证券投资研究奖励基金一等奖。

2000年底，但斌到大鹏证券从事资产管理业务以后，仿佛深藏在心里的“价值投资”方法被渐渐唤醒。经过2001年香港市场的自我洗礼以及在大鹏资产管理公司负责股票组合投资的实践，但斌有了巨大的转变，就像巴菲特也是在画了10年图表以后，才渐悟投资之道。

在20世纪90年代，内地券商的主流手法是操纵股价。在君安证券时，但斌对券商做庄等行为就很不认同。而在大鹏证券，当时有领导要挪用他管理的资金，去救公司坐庄的股票，又一次，他面临关键时刻的选择。

“我没同意，直接做了182天的回购，锁死了资金，这导致公司直接领导对我的意见很大。之后，182天回购到期，他们还要坚持买公司做的庄股，我说要么我走，反正我不同意去做庄股，于是我就辞职了。”后来大鹏证券因做庄五矿发展、

基金经理更应该从历史和民族的兴衰与周期的维度去学习，从全球视野出发去对比研究企业竞争力，找出这个时代最耀眼的“皇冠上的明珠”。

左图 但斌有沿着深圳湾慢跑的习惯，他喜欢海港，将基金命名为“东方港湾”；他坚持价值投资，认为“人生就是一次长跑”。

理想主义对投资很重要，特别是价值投资。只有成为一个理想者，才有信仰，有信仰才会坚定，碰到大的挫折甚至是社会巨大变迁时，才能坚持下来。

广电网络、国投原宜等股票而倒闭，进一步印证了但斌的选择：不符合常识的事情必然会垮台。

“我觉得理想主义对投资很重要，特别是价值投资。只有成为一个理想者，才有信仰，有信仰才会坚定，碰到大的挫折甚至是社会巨大变迁时，才能坚持下来。所以，选择什么样的投资方法，完全是基于自我的本性和人性。你可以从自己经历中选择适合自己人生轨迹的投资之路。”但斌坚定地说。

理想主义与世界公民

但斌将投资赋予了理想主义色彩，他用北岛一部诗集的名字《时间的玫瑰》来演绎：我们的人生短暂，就像玫瑰，花开一季，匆匆凋谢；因此，我们应该如何进行投资就显得尤为重要，它让我们认真去思考。

坚持长跑的他用“投资像孤独的乌龟与时间竞赛”来比喻：我们所扮演的角色，实际上是在乌龟与兔子之间进行抉择。从哲学的角度，如果只能做一个选择，交易频繁的人只能是成为兔子，而类似巴菲特式的长期投资者更倾向于成为乌龟，在岁月的历练中成长壮大以至永恒。

也有人但对斌的理想主义进行质疑：中国是否存在长期价值投资的基础？如对资产泡沫、制度环境、市场浮躁等等的担心。但斌却相信：

“历史的光芒可以照亮中国的未来之路，中国是世界上唯一能反复崛起的国家。在未来 20 年到 30 年的时间里，中国如果没有大的动荡，其经济规模将会超过美国，再次成为世界上最大的经济体。在这样的国家投资，胜出的概率会很大。”

“中国人从不缺乏创造和积累财富的能力。谈起财富，这是当代大部分人的精神寄托，从这一点来说，我从来都不担心中国人创造和积累财富的能力，唯一需要的是去完善法律和制度体系。长期持有优质企业的股票一定会有卓越的回报。”

但斌坚信一个大国正在崛起，他要用坚持价值投资迎来最辉煌的时代。

“世界上什么距离最远？知与行。股票市场可能就是这句断语的经典体现之处。”但斌同样认为理想主义者内心信仰的是“知行合一”。“有人质疑我在 2015 年股灾卖茅台，心口不一。但我认为犯过的错误不能够再犯，这是对危机的思考和避险的必要。股灾后，我们又把茅台买回来，证明了这种信仰。”

“实际上做投资人，他应该是个世界公民，从全人类的角度来思考投资。”在但斌看来，不论投资美国、印度、或者色列的公司，只要能够真正为人类创造幸福生活就值得关注。世界在变平，真正好的公司是全世界的公司，中国优秀的企业也必将走向全球。所以，基金经理更应该从历史和民族的兴衰与周期的维度去学习，从全球的视野出发去对比研究企业竞争力，找出这个时代最耀眼的“皇冠上的明珠”。

“我一直在用人文精神和人文关怀去投资，这种风格的应该说可以穿越时间的河流。十年再回首《时间的玫瑰》，如河流进入平坦宽广的河道之前，它一定是曲曲折折；如投资可能看似无路；却忽然柳暗花明。”采访即将结束，但斌深情地朗读了一首他自己做的诗《我们是不败的中国花》作为结尾，意味深长：

中国请握住我们的枝干一直伸过天空

春夏将通过花朵显示你的光荣在我诗歌的中央

我们每一个人就是一朵花因你的形象一生光彩

照人

我们关怀你的冬天想使你的春天丰盈如金

我们是相互交换的礼品愿把洁白的果实奉献给神灵

我们听过长江欢歌灵魂像黄河一样古老深沉

我们的根须即是你的生命我们歌唱你的美丽

岁月更替的青藤你是推动世界前进的爱情。

情。E