唐书房

唐朝文集

（唐书房微信文章合集）

唐朝 著

微信扫一扫

可关注该公众号

声明

本电子书中文章版权归原作者及相关方所有，仅供自学使用，请勿传播并用于商业用途，否则后果自负！

本文集由 成都孙萧萧 精心整理，敬祝阅读愉快，投资有成。

目录

第 1 篇. 2016.9.3-股票的本质 1
第 2 篇. 2016.9.4-聊聊估值（上） 4
第 3 篇. 2016.9.5-聊聊估值（下） 6
第 4 篇. 2016.9.6-聊聊估值（续） 8
第 5 篇. 2016.9.7-估值好书推荐 9
第 6 篇. 2016.9.8-估值的误区 10
第 7 篇. 2016.9.9-估值的误区 2 11
第 8 篇. 2016.9.12-部分留言点评 12
第 9 篇. 2016.9.13-价值投资 VS 趋势投资 15
第 10 篇. 2016.9.18-投票调查 22
第 11 篇. 2016.9.19-谈谈选股 23
第 12 篇. 2016.9.20-超级金融强国 01 25
第 13 篇. 2016.9.21-超级金融强国 02 26
第 14 篇. 2016.9.22-超级金融强国 03 28
第 15 篇. 2016.9.23-超级金融强国 04 29
第 16 篇. 2016.9.24-超级金融强国 05 31
第 17 篇. 2016.9.25-超级金融强国 06 32
第 18 篇. 2016.9.26-超级金融强国 07 34
第 19 篇. 2016.9.27-超级金融强国 08 35
第 20 篇. 2016.9.28-超级金融强国 09 37
第 21 篇. 2016.9.29-超级金融强国 10 38
第 22 篇. 2016.9.30-超级金融强国 11 40
第 23 篇. 2016.10.09-消闲推荐 41
第 24 篇. 2016.10.11-你靠什么在股市生存？ 45
第 25 篇. 2016.10.14-深秋里的一抹亮色 47
第 26 篇. 2016.10.15-读书笔记之《做空》 49
第 27 篇. 2016.10.17-如何“早知道”？（上） 50

第 28 篇. 2016.10.17-如何“早知道”？（中）.....51
第 29 篇. 2016.10.17-如何“早知道”？（下）.....53
第 30 篇. 2016.10.20-《商界局外人》书摘 A.....59
第 31 篇. 2016.10.20-《商界局外人》书摘 B.....62
第 32 篇. 2016.10.20-读书笔记之《商界局外人》.....65
第 33 篇. 2016.10.21-东老调仓引发的思考.....68
第 34 篇. 2016.10.23-格老门与巴神堂之争.....69
第 35 篇. 2016.10.24-伪股神的破灭 1—股神的国难财.....71
第 36 篇. 2016.10.24-伪股神的破灭 2—神话和套路.....74
第 37 篇. 2016.10.24-伪股神的破灭 3—血泪财富.....75
第 38 篇. 2016.10.24-伪股神的破灭 4—大赚 30 亿.....76
第 39 篇. 2016.10.24-伪股神的破灭 5—决战矿业股.....77
第 40 篇. 2016.10.27-分级套利速成修正版.....79
第 41 篇. 2016.10.27-MPA 又是什么鬼？.....83
第 42 篇. 2016.10.27-表外理财是什么鬼？.....83
第 43 篇. 2016.10.28-茅台三季报杂谈.....85
第 44 篇. 2016.10.30-薅羊毛薅羊毛.....87
第 45 篇. 2016.10.31-预期和预期差决定股价.....88
第 46 篇. 2016.11.1-10 月小结.....91
第 47 篇. 2016.11.2-从雅砻江水电三季报说起 1.....95
第 48 篇. 2016.11.6-从雅砻江三季报说起 2.....98
第 49 篇. 2016.11.7-老唐的点评及投票处.....100
第 50 篇. 2016.11.7-茅台作业 1：张仁明.....103
第 51 篇. 2016.11.7-茅台作业 2：Little pig.....105
第 52 篇. 2016.11.7-茅台作业 3：Wal.....113
第 53 篇. 2016.11.7-茅台作业 4：田文俊.....115
第 54 篇. 2016.11.09-优势赢平均.....116
第 55 篇. 2016.11.11-盛名之下，其实难副.....120
第 56 篇. 2016.11.14-从雅砻江三季报说起 3.....122
第 57 篇. 2016.11.16-从雅砻江三季报说起 4.....126

第 58 篇. 2016.11.17-坑人的书名儿 130
第 59 篇. 2016.11.18-从雅砻江三季报说起 5 131
第 60 篇. 2016.11.21-从雅砻江三季报说起 6 134
第 61 篇. 2016.11.23-从雅砻江三季报说起 7 139
第 62 篇. 2016.11.24-上海分级套利速成 143
第 63 篇. 2016.11.25-从雅砻江三季报说起 8A 146
第 64 篇. 2016.11.25-从雅砻江三季报说起 8B 149
第 65 篇. 2016.11.25-从雅砻江三季报说起 8C 152
第 66 篇. 2016.11.26-加急补推：雅 8 号外！ 156
第 67 篇. 2016.11.28-投资的护城河 157
第 68 篇. 2016.11.30-11 月小结 165
第 69 篇. 2016.12.02-从雅砻江三季报说起 9 170
第 70 篇. 2016.12.05-如何才能不赔钱？ 173
第 71 篇. 2016.12.07-经济学思维 176
第 72 篇. 2016.12.07-关于广告 177
第 73 篇. 2016.12.09-两投的风险因素 1 178
第 74 篇. 2016.12.12-两投的风险因素 2 182
第 75 篇. 2016.12.19-两投的风险因素 3 185
第 76 篇. 2016.12.19-两投的风险因素 4 189
第 77 篇. 2016.12.21-《手银》的简介和目录 193
第 78 篇. 2016.12.21-货基捡钱大法速成版 195
第 79 篇. 2016.12.23-股市获利的路径和逻辑（上） 197
第 80 篇. 2016.12.23-股市获利的路径和逻辑（下） 199
第 81 篇. 2016.12.26-阅读辅助神器 203
第 82 篇. 2016.12.28-开心事儿！ 212
第 83 篇. 2016.12.29-我被雾霾撞了一下腰 214
第 84 篇. 2016.12.31-老唐的 2016 年 216
第 85 篇. 2017.01.01-《手银》连载 01 222
第 86 篇. 2017.01.02-《手银》连载 02 225
第 87 篇. 2017.01.04-《手银》连载 03 227

第 88 篇. 2017.01.06-《手银》的五大爆料 231
第 89 篇. 2017.01.10-可转债及其套利 241
第 90 篇. 2017.01.11-《手银》连载 05 242
第 91 篇. 2017.01.11-手 2 可以预定啦！ 245
第 92 篇. 2017.01.12-《手银》连载 06 247
第 93 篇. 2017.01.12-《手银》连载 07 251
第 94 篇. 2017.01.12-《手银》连载 08 253
第 95 篇. 2017.01.16-《手银》连载 09 256
第 96 篇. 2017.01.16-《手银》连载 10 259
第 97 篇. 2017.01.16-《手银》连载 11 264
第 98 篇. 2017.01.18-聊聊国投经营数据 265
第 99 篇. 2017.01.18-年报浅印象 267
第 100 篇. 2017.01.20-《手银》连载 12 268
第 101 篇. 2017.01.20-《手银》连载 13 270
第 102 篇. 2017.01.20-《手银》连载 14 272
第 103 篇. 2017.01.23-《手银》连载 15 274
第 104 篇. 2017.01.23-《手银》连载 16 279
第 105 篇. 2017.01.24-年报浅印象 2 282
第 106 篇. 2017.01.26-年报浅印象 3 285
第 107 篇. 2017.02.03-《手银》连载 18 288
第 108 篇. 2017.02.03-《手银》连载 19 295
第 109 篇. 2017.02.03-《手银》连载 20 305
第 110 篇. 2017.02.03-一把梭 316
第 111 篇. 2017.02.03-工匠精神话唐朝（总第 117 期） 318
第 112 篇. 2017.02.06-1 月小结 320
第 113 篇. 2017.02.08-宏观的幽默 324
第 114 篇. 2017.02.09-年报浅印象 4 328
第 115 篇. 2017.02.13-年报浅印象 5 330
第 116 篇. 2017.02.15-年报浅印象 6 334
第 117 篇. 2017.02.18-年报浅印象 7 337

第 118 篇. 2017.02.20-年报浅印象 8 339
第 119 篇. 2017.02.21-实盘翻倍有感 343
第 120 篇. 2017.02.22-年报浅印象 9 345
第 121 篇. 2017.02.24-《手银》勘误及几件琐事 348
第 122 篇. 2017.03.01-年报浅印象 10 351
第 123 篇. 2017.03.06-年报浅印象 11 353
第 124 篇. 2017.03.13-年报浅印象 12(上) 357
第 125 篇. 2017.03.13-年报浅印象 12(下) 360
第 126 篇. 2017.03.15-聊聊宋城定增方案 362
第 127 篇. 2017.03.16-下周读哪家，你来定！ 364
第 128 篇. 2017.03.20-伟星新材年报浅印象（上） 365
第 129 篇. 2017.03.20-伟星新材年报浅印象（下） 369
第 130 篇. 2017.03.22-来，继续点杀！ 371
第 131 篇. 2017.03.27-投机者信立泰（上） 372
第 132 篇. 2017.03.27-投机者信立泰（下） 375
第 133 篇. 2017.04.05-蛰伏者双汇（上） 378
第 134 篇. 2017.04.05-蛰伏者双汇（下） 383
第 135 篇. 2017.04.10-点杀，及老唐的分享观 386
第 136 篇. 2017.04.16-像老板那样投资（上） 390
第 137 篇. 2017.04.16-像老板那样投资（下） 392
第 138 篇. 2017.04.19-国投电力速读 397
第 139 篇. 2017.04.24-出游随感 400
第 140 篇. 2017.05.01-王者海康① 402
第 141 篇. 2017.05.01-王者海康② 404
第 142 篇. 2017.05.01-王者海康③ 407
第 143 篇. 2017.05.01-王者海康④ 412
第 144 篇. 2017.05.08-看不懂与看得懂 415
第 145 篇. 2017.05.14-从洋河的跌停说起（上） 418
第 146 篇. 2017.05.14-从洋河的跌停说起（下） 421
第 147 篇. 2017.05.20-2017，茅台的明牌 425

第 148 篇. 2017.05.22-从洋河的跌停说起 432
第 149 篇. 2017.05.27-散打投资 1 435
第 150 篇. 2017.05.27-散打投资 2 437
第 151 篇. 2017.06.06-散打投资 3 440
第 152 篇. 2017.06.05-长安汽车浅印象(上） 445
第 153 篇. 2017.06.05-长安汽车浅印象（下） 448
第 154 篇. 2017.06.08-输光身家换来的教训 451
第 155 篇. 2017.06.11-长安汽车独轮行驶 454
第 156 篇. 2017.06.11-茅台藏宝图 459
第 157 篇. 2017.06.12 - 操作记录 463
第 158 篇. 2017.06.14-减仓茅台 464
第 159 篇. 2017.06.19-点杀 466
第 160 篇. 2017.06.21-茅台基酒动态 472
第 161 篇. 2017.06.24-生人勿近雅戈尔(上) 474
第 162 篇. 2017.06.24-生人勿近雅戈尔(中) 478
第 163 篇. 2017.06.24-生人勿近雅戈尔(下) 479
第 164 篇. 2017.06.27-《生人勿近》诞生记（上） 483
第 165 篇. 2017.06.27-《生人勿近》诞生记(下) 487
第 166 篇. 2017.07.01-熟人应近雅戈尔 491
第 167 篇. 2017.07.01-2017 上半年小结 502
第 168 篇. 2016.7.8-第一部分：《手把手教你读财报》陪读贴 508
第 169 篇. 陪读 01： 入门部分 p1-p30 509
第 170 篇. 陪读 02： 货币资金 经营资产 p31~p60 518
第 171 篇. 陪读 03： 生产资产 p61~p74 525
第 172 篇. 陪读 04： 投资资产（上）p75~p84 530
第 173 篇. 陪读 05： 投资资产（下）p84~p97 533
第 174 篇. 陪读 06： 负债及所有者权益 p98~p110 537
第 175 篇. 陪读 07： 速读资产负债表 p111~p122 539
第 176 篇. 陪读 08： 利润表的重点 p123~p131 541
第 177 篇. 陪读 09： 创造利润的过程 p132~p150 543

第 178 篇. 陪读 10： 速读利润表 p151~p158 544
第 179 篇. 陪读 11： 现金流量表拆解 p159~p174 545
第 180 篇. 陪读 12： 企业现金流肖像及速读 p175~p186 552
第 181 篇. 陪读 13： 综合阅读三大表 p187~p194 557
第 182 篇. 陪读 14： 财务指标分析 p195~p203 557
第 183 篇. 陪读 15： 利用财务数据估值 p204~p209 559
第 184 篇. 陪读 16： 股东权益表及附注 p210~p228 562
第 185 篇. 陪读 17： 管理层的汇报 p229~p251 564
第 186 篇. 陪读 18： 财报操纵手法 p252~p265 564
第 187 篇. 陪读 19： 财报操纵留下的痕迹 p266~p274 566
第 188 篇. 陪读 20： 总结和读后感汇总区 568
第 189 篇. 第二部分：低风险投资相关 569
第 190 篇. 手把手玩转分级 A（上） 569
第 191 篇. 手把手玩转分级 A（中） 572
第 192 篇. 手把手玩转分级 A（下） 576
第 193 篇. 手把手教你玩转债套利 579
第 194 篇. 手把手教你转债套利（完整版） 580
第 195 篇. 两投搬砖的那些事儿 584
第 196 篇. 关于分红扣税政策的科普 584
第 197 篇. 第三部分：投资理念 585
第 198 篇. 漫谈现金流折现法——再读《安全边际》有感 586
第 199 篇. 赢在投机的起跑线上 588
第 200 篇. 自由现金流折现法的意义 591
第 201 篇. 痛苦的记忆 593
第 202 篇. 老唐的技术分析观——与黄建平兄商榷 595
第 203 篇. 股票的本质 599
第 204 篇. 来，一起做梦！（梨花诗） 600
第 205 篇. 为何价值投资难成主流 603
第 206 篇. 牛熊市的伪概念 604
第 207 篇. 流动性优势与流动性诅咒 604

第 208 篇. 巴迷是否可以无脑跟巴菲特？ 605
第 209 篇. 不能信宏观分析 607
第 210 篇. 长跑与投资 608
第 211 篇. 低估时是否需要保留部分现金 609
第 212 篇. 巴菲特谈长期资本（老文节选） 610
第 213 篇. 内在价值是唯一的 611
第 214 篇. 价值回归是如何实现的？ 612
第 215 篇. 巴菲特投资思想核心要点 613
第 216 篇. 秒懂估值 613
第 217 篇. 估值的误区 616
第 218 篇. 格老门与巴神堂之争 618
第 219 篇. 第四部分：关于茅台 620
第 220 篇. 探秘茅台之完整篇 621
第 221 篇. 茅台未来三年利润推算 628
第 222 篇. 2014，茅台的倒春寒 630
第 223 篇. 茅台的春天 636
第 224 篇. 贵州茅台，销售的喜与报表的悲 640
第 225 篇. 茅台半年报初判 643
第 226 篇. 茅台三季报十大印象 646
第 227 篇. 回复“炮轰茅台” 648
第 228 篇. 茅台 2015 的增长预估 652
第 229 篇. 茅台年产商品酒五万吨之前无需担忧销售 653
第 230 篇. 茅台 2015 年半年报简析 654
第 231 篇. 茅台是因为红军路过才红的吗？ 655
第 232 篇. 茅台 2015 年 3 季报速读 656
第 233 篇. 茅台 2015 三季预收与票据解读 657
第 234 篇. 速评茅台 2015 年财报 659
第 235 篇. 茅台 2015 年财报阅读补充 661
第 236 篇. 茅台的供给侧之忧 662
第 237 篇. 茅台 2016 中报速评 667

第 238 篇. 2016 年系列酒销售披露数据 668
第 239 篇. 第五部分：其他企业 669
第 240 篇. 该不该买万科 669
第 241 篇. 老窖的成长困境 672
第 242 篇. 关于老窖的外包节税 676
第 243 篇. 粮液 2014 半年报简评 679
第 244 篇. 五粮液降价？ 680
第 245 篇. 古井贡酒半年报印象 682
第 246 篇. 关于保险业的讨论 683
第 247 篇. 海润光伏的阳谋 685
第 248 篇. X 网的雷锋 686
第 249 篇. X 网的神收购 687
第 250 篇. 国投和洋河的 2015 中报简评 687
第 251 篇. 五粮液混改，混的不理想 688
第 252 篇. 关于银行前景的一次聊天记录 688
第 253 篇. 坏账与股价之银粉说 689
第 254 篇. 阅读银行财报的核心目的 690
第 255 篇. 否决国投电力增发案的理由 691
第 256 篇. 再谈国投和川投的估值 693
第 257 篇. 国投 2015 年报简评 695
第 258 篇. 国投与川投的比较 695
第 259 篇. 雅砻江水电 2015 年报简评 696
第 260 篇. 国投企业资源图 698
第 261 篇. 川投企业资源图 701
第 262 篇. 洋河可怕的执行力 701
第 263 篇. 解密洋河高成长 702
第 264 篇. 老窖定增计划很无耻 705
第 265 篇. 关于宝万大战 706
第 266 篇. 第六部分：图书推荐 711
第 267 篇. 老唐荐书汇总 2：投资之外 711

第 268 篇. 读书对投资到底有没有帮助？ 715
第 269 篇. 财务书籍 716
第 270 篇. 亚洲财务黑洞 716
第 271 篇. 亚洲财务黑洞（续） 717
第 272 篇. 巴菲特之道 718
第 273 篇. 可以替代《证券分析》的三本书 720
第 274 篇. 经济学类书籍推荐 722
第 275 篇. 推荐几本消闲读物 722
第 276 篇. 第七部分：其他 732
第 277 篇. 经济学的流派 733
第 278 篇. 驳柴静《苍穹之下》 735
第 279 篇. 致即将踏入大学校园的儿子 742
第 280 篇. 独裁的诱惑 746
第 281 篇. 莫让概念扰人心 748
第 282 篇. 老唐这个人 750
第 283 篇. 三分钟科普财会的借与贷 750
第 284 篇. 2017.7.1 - 浮光掠影记出游 758
第 285 篇. 2017.7.2-生人勿近雅戈尔—发表版 762
第 286 篇. 2017.7.4-捉住那只金螳螂 767
第 287 篇. 2017.7.10-作业 1　金螳螂价值几何？ 769
第 288 篇. 2017.7.10-金螳螂作业 2 786
第 289 篇. 2017.7.10-金螳螂作业 3 791
第 290 篇. 2017.7.10-螳螂战果 803
第 291 篇. 2017.7.15-闲聊本周的阅读 806
第 292 篇. 2017.7.20-一尺跨栏粤高速 809
第 293 篇. 2017.7.28-散打投资 4 813
第 294 篇. 2017.7.30-一尺跨栏粤高速 817
第 295 篇. 2017.8.2-书房使用指南 820
第 296 篇. 2017.8.5-漫谈现金流折现法 826
第 297 篇. 2017.8.9-散打投资 5 831

第 298 篇. 2017.8.10-散打投资 6 835
第 299 篇. 2017.8.12-散打投资 7 841
第 300 篇. 2017.8.12-散打投资 8 844
第 301 篇. 2017.8.16-散打投资 9 848
第 302 篇. 2017.8.17-关于抄作业的是与非 851
第 303 篇. 2017.8.20-散打投资 10 855
第 304 篇. 2017.8.25-散打投资 11 861
第 305 篇. 2017.8.27-信立泰中报速读 866
第 306 篇. 2017.8.31-国投半年报速读 871
第 307 篇. 2017.9.2-唐书房周年庆精品合集 876
第 308 篇. 2017.9.4-奋进中的洋河（上） 878
第 309 篇. 2017.9.4-奋进中的洋河(下) 884
第 310 篇. 2017.9.10-奋进中的洋河 891
第 311 篇. 2017.9.14-调仓记录 897
第 312 篇. 2017.9.17-赢在投机的起跑线上 898
第 313 篇. 2017.9.23-先赢，而后求大赢 904
第 314 篇. 2017.10.1-散打投资 12--戏说东坡投资之道 910
第 315 篇. 2017.10.8-散打投资 13：普通案例中的大道 919
第 316 篇. 2017.10.8-散打投资 14：熊市的变态级回报 926
第 317 篇. 2017.10.14-惊心动魄赌金者 01 935
第 318 篇. 2017.10.21-岭上白云有疑点（上） 939
第 319 篇. 2017.10.21-岭上白云有疑点（下） 941
第 320 篇. 2017.10.26-最新持仓 949
第 321 篇. 2017.10.28-李保芳的小算盘及茅台的重估 950
第 322 篇. 2017.11.1-乱炖三季报（上） 956
第 323 篇. 2017.11.1-乱炖三季报（下） 959
第 324 篇. 2017.11.4-惊心动魄赌金者 02 961
第 325 篇. 2017.11.8-财报印象系列回顾 965
第 326 篇. 2017.11.9-吐槽及提醒 968
第 327 篇. 2017.11.10-茅台 2017 年底估值区间及买卖 969

第 328 篇. 2017.11.11-聊聊国投配股方案 970
第 329 篇. 2017.11.13-调仓记录 972
第 330 篇. 2017.11.16 -【重发】再说转债申购及套利 972
第 331 篇. 2017.11.16-看不见边际的腾讯（上） 974
第 332 篇. 2017.11.16-看不见边际的腾讯（下） 978
第 333 篇. 2017.11.17-图示转债申购 984
第 334 篇. 2017.11.18-反思有用吗？——读《颠覆者：周鸿祎自传》有感（上） 987
第 335 篇. 2017.11.18-反思有用吗？——读《颠覆者：周鸿祎自传》有感（下） 990
第 336 篇. 2017.11.20-持有等于买入吗？ 993
第 337 篇. 2017.11.24-三年三倍的背后（上） 997
第 338 篇. 2017.11.24-三年三倍的背后（下） 1004
第 339 篇. 2017.11.26-跳着踢踏舞去上班（上） 1008
第 340 篇. 2017.11.26-跳着踢踏舞去上班（下） 1012
第 341 篇. 2017.11.28-虚拟利润与真实生命 1017
第 342 篇. 2017.12.2-经典烟头案例拆解 1024
第 343 篇. 2017.12.8-对保险股的思考 01 1030
第 344 篇. 2017.12.9-我最喜欢的股票 1032
第 345 篇. 2017.12.9-对保险股的思考 02 1036
第 346 篇. 2017.12.10-对保险股的思考 03 1038
第 347 篇. 2017.12.10-对保险股的思考 04 1041
第 348 篇. 2017.12.11-对保险股的思考 05 1044
第 349 篇. 2017.12.14-口水帖 1048
第 350 篇. 2017.12.16-入坑，一个白骨累累的深坑 1050
第 351 篇. 2017.12.19-投资应该操心的核心问题 1055
第 352 篇. 2017.12.21-唐书房交流和使用注意事项 1060
第 353 篇. 2017.12.24-巴菲特最糟糕的一次投资（上） 1063
第 354 篇. 2017.12.25-巴菲特最糟糕的一次投资（中） 1066
第 355 篇. 2017.12.26-巴菲特最糟糕的一次投资（下） 1069
第 356 篇. 2017.12.28-茅台的丰收 1073
第 357 篇. 2017.12.31-老唐的 2017 1074

第 358 篇. 2018.1.6-老唐估值法及运用解析（上）.....1081
第 359 篇. 2018.1.7-老唐估值法及运用解析（中）.....1086
第 360 篇. 2018.1.7-老唐估值法及运用解析（下）.....1089
第 361 篇. 2018.1.13-九连阳之下的冷思考.....1095
第 362 篇. 2018.1.28-估值的误区.....1104
第 363 篇. 2018.2.2-避雷要诀.....1109
第 364 篇. 2018.2.4-将来的你，会感谢现在奋斗的你…….....1117
第 365 篇. 2018.2.7-暴跌之后.....1120
第 366 篇. 2018.2.9-恐怖再度来袭？.....1125
第 367 篇. 2018.2.10-推荐几本书.....1128
第 368 篇. 2018.2.25-狗年开篇散打.....1132
第 369 篇. 2018.2.27-聊几份业绩快报.....1140
第 370 篇. 2018.3.2-简单聊聊洋河业绩快报.....1147
第 371 篇. 2018.3.9-回复两个热门问题.....1151
第 372 篇. 2018.3.11-老唐的私人书架.....1156
第 373 篇. 2018.3.13-调仓记录　文字_2018-03-13.....1164
第 374 篇. 2018.3.15-Roe 指标的正确使用方法.....1164
第 375 篇. 2018.3.21-Roe 指标的正确应用（续）.....1168
第 376 篇. 2018.3.24-希望与绝望（上）.....1172
第 377 篇. 2018.3.24-希望与绝望（下）.....1176
第 378 篇. 2018.3.24-腾讯 2017 年报概览（上）.....1178
第 379 篇. 2018.3.24-腾讯 2017 年报概览（下）.....1182
第 380 篇. 2018.3.26-腾讯随意操纵投资收益怎么办？.....1185
第 381 篇. 2018.3.28-速读双汇、国投和茅台财报.....1187
第 382 篇. 2018.4.1-腾讯控股，巨象尚未停步.....1194
第 383 篇. 2018.4.2-利亚德印象（上）.....1198
第 384 篇. 2018.4.2-利亚德印象（下）.....1205
第 385 篇. 2018.4.8-看民生银行的全面溃退.....1211
第 386 篇. 2018.4.12-雅戈尔魔术师再登台.....1218
第 387 篇. 2018.4.13-调仓记录.....1221

第 388 篇. 2018.4.16-从价值发现到知名巨骗…… 1222
第 389 篇. 2018.4.16-胖子的不归路…… 1228
第 390 篇. 2018.4.22-书房送福利 1228
第 391 篇. 2018.4.26-投资是一生的事 1230
第 392 篇. 2018.4.28-假期作业 1234
第 393 篇. 2018.5.1-优秀作业选登：海澜之家 1237
第 394 篇. 2018.5.4-关于格力作业的探讨 1242
第 395 篇. 2018.5.7-别催，进行中…… 1246
第 396 篇. 2018.5.9-春节至今的阅读回顾 1247
第 397 篇. 2018.5.11-主要白酒企业点评① 1248
第 398 篇. 2018.5.13-主要白酒企业点评② 1254
第 399 篇. 2018.5.18-主要白酒企业点评③：洋河 vs 老窖（上） 1259
第 400 篇. 2018.5.18-主要白酒企业点评④：洋河 vs 老窖（下） 1263
第 401 篇. 2018.5.19-老唐中翻中：新会计准则下金融资产的变化及其对上市公司报表的影响 1271
第 402 篇. 2018.5.21-书评：杨天南版《巴菲特致股东信》的推荐及挑刺（上） 1274
第 403 篇. 2018.5.21-书评：杨天南版《巴菲特致股东信》的推荐及挑刺（下） 1276
第 404 篇. 2018.5.28-主要白酒公司点评⑤ 1281
第 405 篇. 2018.6.2-泸州老窖押注高端 1286
第 406 篇. 2018.6.3-投资要警惕左，但主要是防止右 1289
第 407 篇. 2018.6.7-仓位记录 1293
第 408 篇. 2018.6.9-梳理分众传媒（上） 1293
第 409 篇. 2018.6.10-梳理分众传媒（中） 1296
第 410 篇. 2018.6.11-梳理分众传媒（下） 1300
第 411 篇. 2018.6.15-分红买入及其他 1308
第 412 篇. 2018.6.16-端午节快乐 1311
第 413 篇. 2018.6.20-投票 1312
第 414 篇. 2018.6.23-老唐常用的企业信息获取途径 1315
第 415 篇. 2018.6.27-关于早上清仓实盘组合的说明 1324
第 416 篇. 2018.6.29-难以估值的六间房被卖了，可以下手宋城吗？ 1328

第 417 篇. 2018.6.29-几点说明 1332
第 418 篇. 2018.7.1-终点，起点 1334
第 419 篇. 2018.6.24 番外篇-段永平的投资哲学 1336
第 420 篇. 2018.7.3-暴跌中，留个作业理理思维，转移转移视线吧！不累，理论性的…… 1348
第 421 篇. 2018.7.7-加仓目标和时机的那些事儿 1352
第 422 篇. 2018.7.12-不要恐慌 1354
第 423 篇. 2018.7.15-最近读过的几本书 1357
第 424 篇. 2018.7.15-六间房被卖，宋城演艺止损 1359
第 425 篇. 2018.7.16-老唐雪球旧文打包下载 1362
第 426 篇. 2018.7.17-老唐雪球置顶帖合集 word 版下载 1363
第 427 篇. 2018.7.19-拟调高分众初始买入价，及其他几家公司动态点评 1364
第 428 篇. 2018.7.22-简单聊聊海康威视中报及最新估值 1369
第 429 篇. 2018.7.23-聊估值 1375
第 430 篇. 2018.7.28-老唐估值法与现金流折现法的异与同 1376
第 431 篇. 2018.7.31-加仓了腾讯 1380
第 432 篇. 2018.8.2-海康和茅台的最新动态简评 1383
第 433 篇. 2018.8.3-今天，买入了分众传媒 1388
第 434 篇. 2018.8.6-顺利成交 1%+分众 1391
第 435 篇. 2018.8.8-低估之后的暴跌是怎么回事，应该如何面对？ 1392
第 436 篇. 2018.8.11-这些被你忽略的阐述，前无古人…… 1396
第 437 篇. 2018.8.11-加仓洋河，附对李国飞腾讯长文的观点 1397
第 438 篇. 2018.8.15-应邀打气，绝非荐股 1409
第 439 篇. 2018.8.16-在别人恐惧的时候贪婪 1410
第 440 篇. 2018.8.17-30.33 清小信，9.15 买分众 1417
第 441 篇. 2018.8.19-股市下跌，应该“顺势而为，减仓避险”吗？ 1418
第 442 篇. 2018.8.20-清仓双汇，买入分众 1425
第 443 篇. 2018.8.24-恐惧源自双眼距离屏幕太近，多抬头看看远方就踏实了 1426
第 444 篇. 2018.8.25-股市赔钱的模式根源 1426
第 445 篇. 2018.8.28-收益正好正负零了 1429

第 446 篇. 2018.8.29-分众中报简评 1430
第 447 篇. 2018.8.30-八月读书回顾 1435
第 448 篇. 2018.9.1-唐书房两周年精品文章合集 1439
第 449 篇. 2018.9.3-投资这件事考虑这三条就够了 1445
第 450 篇. 2018.9.6-笑纳市场先生的慷慨 1446
第 451 篇. 2018.9.8-说点儿吓人的事儿 1452
第 452 篇. 2018.9.8-梳理分众传媒（《证券市场周刊》发表版） 1454
第 453 篇. 2018.9.9-留言系统字数限制 1458
第 454 篇. 2018.9.10-懂的很多投资理论，却依然做不好投资，万恶的根源原来是它！ 1459
第 455 篇. 2018.9.12-那些手持现金或者债券的人儿，你可知道你损失有多大？ 1463
第 456 篇. 2018.9.14-当前持仓 1468
第 457 篇. 2018.9.19-目前持股占比 1468
第 458 篇. 2018.8.2-【重磅】简单粗暴，老唐一次说透格雷厄姆投资体系 1469
第 459 篇. 2018.9.26-呆坐中 1477
第 460 篇. 2018.9.27-【万字长文】一文厘清巴菲特从格雷厄姆体系分叉的心路历程 1477
第 461 篇. 2018.10.5-【重磅】从格雷厄姆体系分叉后的巴菲特选股秘诀 1487
第 462 篇. 2018.10.7-提醒及新书 1494
第 463 篇. 2018.10.8-几句应景的闲聊 1494
第 464 篇. 2018.10.8-【解密】不谈玄之又玄的“道”，老唐一文说清估值“术” 1496
第 465 篇. 2018.10.9-撒胡椒面 1503
第 466 篇. 2018.10.10-持仓比例 1503
第 467 篇. 2018.10.11-番外篇：股价大跌，腾讯有问题吗？ 1504
第 468 篇. 2018.10.12-宝贵的熊市，宝贵的课堂 1506
第 469 篇. 2018.10.13-关于老唐估值法的十大疑惑集中解答 1510
第 470 篇. 2018.10.16-股市的巴普洛夫训练 1515
第 471 篇. 2018.10.17-你值得被信任，就会被信任 1517
第 472 篇. 2018.10.18-领会精髓，学会自制鸡汤 1521
第 473 篇. 2018.10.18-番外篇：2500 点失守，意味着什么？（节选） 1521

第 474 篇. 2018.10.19-财富 1522
第 475 篇. 2018.10.20-聊聊 2200 亿的海康 1524
第 476 篇. 2018.10.21-为何用 25 倍 pe 来估算海康的合理价值 1529
第 477 篇. 2018.10.23-恐怖和应对恐怖 1529
第 478 篇. 2018.10.24-投资股票的时机 1534
第 479 篇. 2018.8.2-实盘交易记录 1534
第 480 篇. 2018.10.26-我被价值投资坑了？ 1535
第 481 篇. 2018.10.28-茅台洋河古井三季报简评 1538
第 482 篇. 2018.10.29-对卖出股票的思考 1539
第 483 篇. 2018.10.30-压力 1544
第 484 篇. 2018.11.1-散打巴菲特 01 1547
第 485 篇. 2018.11.4-散打巴菲特 02——巴菲特配角演义之沃尔特.施洛斯 1552
第 486 篇. 2018.11.7-散打巴菲特 03——关于公交车案例的几个疑问 1560
第 487 篇. 2018.11.9-聊聊新潮传媒 1564
第 488 篇. 2018.11.10-老唐推荐的投资类书单 1569
第 489 篇. 2018.11.13-散打巴菲特 04——一次奸诈的曲线减持 1571
第 490 篇. 2018.11.18-散打巴菲特 05——巴菲特配角演义之洛里默.戴维森 1578
第 491 篇. 2018.11.20-老唐伪名言 1583
第 492 篇. 2018.11.21-散打巴菲特 06——巴菲特配角演义之凯瑟琳传奇 1583
第 493 篇. 2018.11.23-散打巴菲特 07——巴菲特配角演义之凯瑟琳传奇（续） 1587
第 494 篇. 2018.11.27-再聊分众传媒 1593
第 495 篇. 2018.11.29-散打巴菲特 08——巴菲特配角演义之股神唯一指名道姓嘲笑过的华人基金经理 1598
第 496 篇. 2018.12.2-真传一句话，假诵万卷经——老唐也会写短文 1603
第 497 篇. 2018.12.6-鸡汤一小碗 1605
第 498 篇. 2018.12.9-散打巴菲特 09——巴菲特的可学与不可学 1609
第 499 篇. 2018.12.12-继续买入 900 亿市值的分众 1616
第 500 篇. 2018.12.15-散打巴菲特 10——巴菲特和芒格都承认失败的成功案例布法罗晚报 1617
第 501 篇. 2018.12.16-洋河罢工 1623

第 502 篇. 2018.12.17-再聊聊投资收益率背后的逻辑 1624
第 503 篇. 2018.12.19-新书面世，签名书可以预定啦！ 1627
第 504 篇. 2018.12.21-你问我答帖 1631
第 505 篇. 2018.12.22-问答集（上） 1632
第 506 篇. 2018.11.22-问答集（中） 1643
第 507 篇. 2018.11.2-问答集（下） 1653
第 508 篇. 2018.12.25-去掉你的成本心魔 1663
第 509 篇. 2018.12.28-老唐的 2018 1666
第 510 篇. 2018.11.2-捉住那只金螳螂 1675
第 511 篇. 2019.1.3-分众的核心投资逻辑 1676
第 512 篇. 2019.1.9-来了，来了 1682
第 513 篇. 2019.1.12-时间越短，痛苦越大、快感越小 1686
第 514 篇. 2019.1.14-分众大跌，止痛片来了 1689
第 515 篇. 2019.1.16-排雷的实战现场 1690
第 516 篇. 2019.1.18-股市垃圾十之八九，多看一二 1695
第 517 篇. 2019.1.19-先锋的创始人答疑 1702
第 518 篇. 2019.1.20-《价值投资实战手册》读书笔记——坏坏的状元 2014 1702
第 519 篇. 2019.1.22-《价值投资实战手册》答疑 1705
第 520 篇. 2019.1.22-《价值投资实战手册》读书笔记 2——@CJ 年年 1708
第 521 篇. 2019.1.25-《价值投资实战手册》读书笔记 3——朱广林 1711
第 522 篇. 2019.1.27-春节前的最后一次推送 1714
第 523 篇. 2019.1.27-《价值投资实战手册》读书笔记 4——谁是罗 1717
第 524 篇. 2019.1.27-《价值投资实战手册》读书笔记 5——洪摩观沧海 1719
第 525 篇. 2019.1.27-《价值投资实战手册》读书笔记 6——慢慢赚钱的唐 1721
第 526 篇. 2019.2.14-猪年大吉，开工啦开工啦！ 1723
第 527 篇. 2019.2.18-《价值投资实战手册》读书笔记 07——@dehufeng 1729
第 528 篇. 2019.2.18-《价值投资实战手册》读书笔记 08——叶玲佩 1734
第 529 篇. 2018.2.18-《价值投资实战手册）读书笔记 09——@清波 1742
第 530 篇. 2019.2.19-元宵节快乐！修正书中公式 1748
第 531 篇. 2019.2.20-《价值投资实战手册》读书笔记 10——@橙子贝贝 086 1749

第 532 篇. 2019.2.21-散打巴菲特 11——芒格演义之 01 1752
第 533 篇. 2019.2.23-散打巴菲特 12——芒格演义之 02 1761
第 534 篇. 2019.2.25-《价值投资实战手册》读书笔记 11——@熊大牛二 1770
第 535 篇. 2019.2.26-涨了要减仓避险吗？ 1777
第 536 篇. 2019.2.27-聊聊分众传媒业绩快报 1777
第 537 篇. 2019.2.28-聊聊洋河的业绩快报 1785
第 538 篇. 2019.3.4-散打巴菲特 13——芒格演义之 03 1790
第 539 篇. 2019.3.4-《价值投资实战手册》读书笔记 12——@Andrew 1801
第 540 篇. 2019.3.5-如何抄老唐的作业？ 1805
第 541 篇. 2019.3.5-没我，老唐的新书出不来！ 1811
第 542 篇. 2019.3.7-企业分析检查清单 1817
第 543 篇. 2019.3.10-散打投资 15——如何面对铁公鸡？ 1822
第 544 篇. 2019.3.10-《价值投资实战手册》后记 1828
第 545 篇. 2019.3.13-散打巴菲特 14——芒格演义之 04 1830
第 546 篇. 2019.3.15-一辆车，两个人，三万里，出发！ 1839
第 547 篇. 2019.3.18-聊聊指数基金的投资逻辑和误区 1846
第 548 篇. 2019.3.22-简单聊聊腾讯 2018 年财报 1851
第 549 篇. 2019.3.23-旅游小感 1855
第 550 篇. 2019.3.24-河南旅游攻略 1856
第 551 篇. 2019.3.27-老唐的医药指数基金投资及逻辑 1856
第 552 篇. 2019.3.28-团贷网爆雷了…… 1863
第 553 篇. 2019.3.29-茅台的喜与分众的「雷」 1865
第 554 篇. 2019.3.30-你问我答集合 1872
第 555 篇. 2019.3.31-大足石刻印象 1872
第 556 篇. 2019.4.1-论术有道话唐朝 1887
第 557 篇. 2019.4.2-点杀帖来啦！ 1889
第 558 篇. 2019.4.4-点杀贴选择 1891
第 559 篇. 2019.4.7-小菜头的大世界——涪陵榨菜财报印象 1891
第 560 篇. 2019.4.8-《小菜头的大世界》的一处数据错误修订 1902
第 561 篇. 2019.4.12-加仓——2019/4/12 1904

第 562 篇. 2019.4.13-涪陵榨菜，小菜头的大世界——《证券市场周刊》发表版....1906
第 563 篇. 2019.4.16-河南印象（上）....1911
第 564 篇. 2019.4.18-《价值投资实战手册》读书笔记 15——@星城吴飞....1930
第 565 篇. 2019.4.20-实战细节分析：老唐为什么不卖茅台换分众？....1934
第 566 篇. 2019.4.23-新潮传媒近期经营状况....1943
第 567 篇. 2019.4.24-河南印象（中）....1944
第 568 篇. 2019.4.25-出乎意料的分众一季报....1959
第 569 篇. 2019.4.26-临时补充几句分众传媒....1966
第 570 篇. 2019.5.1-河南印象（下）....1968
第 571 篇. 2019.5.2-假期休整....1994
第 572 篇. 2019.5.4-主要白酒企业点评 2019 版之①—茅台、五粮液....1994
第 573 篇. 2019.5.4-主要白酒企业点评 2019 版之②——洋河....2003
第 574 篇. 2019.5.4-主要白酒企业点评 2019 版之③—泸州老窖....2015
第 575 篇. 2019.5.4-主要白酒企业点评 2019 版之④——古井贡....2020
第 576 篇. 2019.5.5-【转】芒格的智慧光芒....2026
第 577 篇. 2019.5.5-《价值投资实战手册》读书笔记 16——@伯涵....2030
第 578 篇. 2019.5.6-闲聊几句....2034
第 579 篇. 2019.5.10-逗你一乐....2037
第 580 篇. 2019.5.11-常见的七种逻辑误区....2039
第 581 篇. 2019.5.14-几家老企业....2044
第 582 篇. 2019.5.18-散打投资 16——关于投资体系的拷问及腾讯、海康和分众的漏判 2045
第 583 篇. 2019.5.18-《价值投资实战手册》读书笔记 17—@木小易....2056
第 584 篇. 2019.5.22 - 说两句茅台和海康....2067
第 585 篇. 2019.5.24-又到了需要讨论“真知”的时刻了……....2068
第 586 篇. 2019.5.29-领导表态，拭目以待....2076
第 587 篇. 2019.5.30-一个差评....2077
第 588 篇. 2019.6.4-返程时间....2083
第 589 篇. 2019.6.8-徐州印象....2083
第 590 篇. 2019.6.10-山东印象（上）....2097

第 591 篇. 2019.6.14-分众传媒回复深交所函涉及的三条财务硬知识 2109
第 592 篇. 2019.6.16-关于书房备用号及新开栏目的重要通知 2121
第 593 篇. 2019.6.22-老唐实盘记录 20190622 2124
第 594 篇. 2019.6.26-形似而神异的加仓行为 2128
第 595 篇. 2019.6.29-老唐实盘记录 2019/06/29 2137
第 596 篇. 2019.7.3-从上周的投票结果说起…… 2139
第 597 篇. 2019.7.6-老唐实盘记录 2019-07-06 2144
第 598 篇. 2019.7.9-对分众案例的持续思考和展望（上） 2148
第 599 篇. 2019.7.10-对分众案例的持续思考和展望（下） 2154
第 600 篇. 2019.7.10-关于书房广告及知识星球、收费阅读等敏感问题的问答 2158
第 601 篇. 2019.7.11-推荐两本避雷的好书 2165
第 602 篇. 2019.7.13-老唐实盘记录 2019-07-13 2167
第 603 篇. 2019.7.15-阿胶的雷，可以提前看出来吗？ 2171
第 604 篇. 2019.7.16-骗子！ 2174
第 605 篇. 2019.7.18-说说茅台 2019 年中报 2176
第 606 篇. 2019.7.20-老唐实盘周记 2019/07/20 2183
第 607 篇. 2019.7.23-科创板新股卖出方法出炉记 2186
第 608 篇. 2019.7.25-有钱时遇到心仪企业在合理估值区怎么办？ 2194
第 609 篇. 2019.7.28-老唐实盘周记 2019/07/27 2199
第 610 篇. 2019.7.29-海康威视半年报之疑？ 2202
第 611 篇. 2019.7.30-海康公司对《海康半年报之疑》里两个疑问的回复 2207
第 612 篇. 2019.8.2-抄作业的三种疾病与四种境界 2208
第 613 篇. 2019.8.3-老唐实盘周记 2019/08/03 2217
第 614 篇. 2019.8.7-明天买入 2221
第 615 篇. 2019.8.10-老唐实盘周记 2019/08/10 2225
第 616 篇. 2019.8.15-扩胸与减震 2229
第 617 篇. 2019.8.15-几款指数基金相关小工具 2233
第 618 篇. 2019.8.17-老唐实盘周记 2019/08/17 2237
第 619 篇. 2019.8.17-腾讯的确定性 2240
第 620 篇. 2019.8.22-谈谈分众传媒 2019 年中报 2243

第 621 篇. 2019.8.23-茅台 70 问（上） 2249
第 622 篇. 2019.8.23-茅台 70 问（下） 2255
第 623 篇. 2019.8.24-老唐实盘周记 2019/08/24 2261
第 624 篇. 2019.8.27-古井贡 2019 年半年报简析及估值的调整 2264
第 625 篇. 2019.8.29-八月阅读回顾及好书分享 2268
第 626 篇. 2019.8.31-老唐实盘周记 2019/08/31 2273
第 627 篇. 2019.8.31-洋河 2019 半年报的热点问题 2277
第 628 篇. 2019.9.2-唐书房 2016-2019 原创文章合集 2282
第 629 篇. 2019.9.5-老唐实盘交易及总结合集 2294
第 630 篇. 2019.9.5-投资理念及估值方法合集 2296
第 631 篇. 2019.9.5-读书笔记及旅行文章合集 2299
第 632 篇. 2019.9.07-老唐实盘周记 2019/09/07 2302
第 633 篇. 2019.9.10-预祝朋友们中秋快乐 2305
第 634 篇. 2019.9.14-老唐实盘周记 2019/09/14 2307
第 635 篇. 2019.9.21-老唐实盘周记 2019/09/21 2311
第 636 篇. 2019.9.26-从泰嘉的投标失败说起…… 2316
第 637 篇. 2019.09.28-老唐实盘周记 2019/09/28 2324
第 638 篇. 2019.10.05-至简三板斧 2328
第 639 篇. 2019.10.11-老唐实盘周记 2019/10/12 2337
第 640 篇. 2019.10.14-2019/10/14 按计划买入 2343
第 641 篇. 2019.10.19-老唐实盘周记 2019/10/19 2343
第 642 篇. 2019.10.26-老唐实盘周记 2019/10/26 2349
第 643 篇. 2019.10.29-说几句古井和洋河 2019 三季报 2354
第 644 篇. 2019.10.30-分众 2019 三季报及估值调整 2355
第 645 篇. 2019.11.02-老唐实盘周记 2019/11/02 2360
第 646 篇. 2019.11.09-老唐实盘周记 2019/11/09 2368
第 647 篇. 2019.11.13-对龚虹嘉先生的调查的看法 2373
第 648 篇. 2019.11.16-老唐实盘周记 2019/11/16 2374
第 649 篇. 2019.11.23-老唐实盘周记 2019/11/23 2381
第 650 篇. 2019.11.30-老唐实盘周记 2019/11/30 2387

第 651 篇. 2019.12.07-老唐实盘周记 2019/12/07 2391
第 652 篇. 2019.12.14-老唐实盘周记 2019/12/14 2399
第 653 篇. 2019.12.16-本周买入计划稍作调整 2404
第 654 篇. 2019.12.21-老唐实盘周记 2019/12/21 2407
第 655 篇. 2019.12.24-股市踩雷，罪不在雷，在心 … 2414
第 656 篇. 2019.12.28-老唐实盘周记 2019/12/28 2415
第 657 篇. 2019.12.31-老唐的 2019 年 2422
第 658 篇. 2020.01.02-偷懒 2436
第 659 篇. 2020.01.03-投资理念及估值方法合集(下) 2438
第 660 篇. 2020.01.03 - 唐书房企业分析合集 01：白酒 2440
第 661 篇. 2020.01.03 - 唐书房企业分析合集 02：腾讯分众海康 2442
第 662 篇. 2020.01.03 - 唐书房企业分析文章合集 03：其他企业 2443
第 663 篇. 2020.01.03 - 老唐实盘交易及总结合集 2446
第 664 篇. 2020.01.03 - 唐书房 2019 下半年原创合集 2448
第 665 篇. 2020.01.03 - 老唐实盘周记 2020/01/04 2450
第 666 篇. 2020.01.08 - 不可思议，跨过这道坎，你居然只剩下赚和躺赚两种选择！ 2460
第 667 篇. 2020.01.09 - 关于 PEG 的补充讨论 2470
第 668 篇. 2020.01.10 - 唐书房企业分析合集 01：白酒 2479
第 669 篇. 2020.01.10 - 老唐实盘周记 2020/01/11 2481
第 670 篇. 2020.01.18 - 老唐实盘周记 2020/01/18 2486
第 671 篇. 2020.01.21 - 给书房的朋友们拜年啦！ 2493
第 672 篇. 2020.02.01 - 鼠年开篇散打 2494
第 673 篇. 2020.02.04 - 不必为坏运气反省 2498
第 674 篇. 2020.02.06 - 鼠年散打 2：金刚经的智慧 2504
第 675 篇. 2020.02.08 - 老唐实盘周记 2020/02/08 2510
第 676 篇. 2020.02.13 - 财富的两个要点 2526
第 677 篇. 2020.02.15 - 老唐实盘周记 2020/02/15 2537
第 678 篇. 2020.02.19 - 聊聊高端白酒产能 2546
第 679 篇. 2020.02.21 - 高端白酒产能补充篇 2555

第 680 篇. 2020.02.22 - 老唐实盘周记 2020/02/22 2559
第 681 篇. 2020.02.25 - 建个微信群，及其他两件小事 2564
第 682 篇. 2020.02.28 - 慨当以慷，忧思难忘。何以解忧…… 2570
第 683 篇. 2020.02.29 - 老唐实盘周记 2020/02/29 2578
第 684 篇. 2020.03.03 - 聊聊古井贡的扩产计划 2587
第 685 篇. 2020.03.05 - 聊聊李保芳的功过及对新帅的期望 2593
第 686 篇. 2020.03.07 - 老唐实盘周记 2020/03/07 2599
第 687 篇. 2020.03.12 - 在严肃的历史中潇洒穿行 2609
第 688 篇. 2020.03.13 - 历史性时刻的鸡汤，及新书的花絮 2612
第 689 篇. 2020.03.13 - 自序：《巴芒演义》的三重价值 2627
第 690 篇. 2020.03.14 - 老唐实盘周记 2020/03/14 2629
第 691 篇. 2020.03.15 - 致谢 2635
第 692 篇. 2020.03.16 - 引子 2637
第 693 篇. 2020.03.17 - 第一回 受磨难获得奖学金 本杰明步入华尔街 2639
第 694 篇. 2020.03.18 - 第二回 格雷厄姆小试牛刀 设立基金志得意满 2645
第 695 篇. 2020.03.19 - 阴天 原唱 莫文蔚 篡词 唐朝 2652
第 696 篇. 2020.03.21 - 我的第一难和你的第一难 2654
第 697 篇. 2020.03.22 - 第三回 代客理财风生水起 投资课程顺势推出 2665
第 698 篇. 2020.03.23 - 第四回 巴鲁克逃顶写传奇 大崩溃突袭显神威 2670
第 699 篇. 2020.03.24 - 第五回 重捡烟蒂起死回生 宗师理论日臻成型 2675
第 700 篇. 2020.03.26 - 第六回 投资奇才走入课堂 烟蒂兵团初具规模 2680
第 701 篇. 2020.03.27 - 第七回 施洛斯埋头捡垃圾 能力圈凸显大智慧 2685
第 702 篇. 2020.03.28 - 老唐实盘周记 2020/03/28 2690
第 703 篇. 2020.03.29 - 第八回 烟蒂照样与时俱进 标准需随现实微调 2696
第 704 篇. 2020.03.31 - 第九回 巴菲特初窥保险业 戴维森倾囊传秘籍 2702
第 705 篇. 2020.04.01 - 2020 第一季度小结及三月阅读 2706
第 706 篇. 2020.04.02 - 第十回 高额回报知行不一 疑心种子悄悄萌芽 2712
第 707 篇. 2020.04.04 - 老唐实盘周记 2020/04/04 2717
第 708 篇. 2020.04.06 - 第十一回 天外有天学会避税 内幕消息运用分歧 2728
第 709 篇. 2020.04.09 - 唐书房关键词汇总，及一份资料分享 2733

第 710 篇. 2020.04.11 - 老唐实盘周记 2020/04/11 2737
第 711 篇. 2020.04.12 - 第十二回 巴菲特拒任接班人 奥马哈传奇初起步 2749
第 712 篇. 2020.04.12 - 第十三回 烟蒂也须天时地利 控制投资兑现价值 2755
第 713 篇. 2020.04.14 - 财富三轮车与阅读的价值 2760
第 714 篇. 2020.04.16 - 集中说几件关于《巴芒演义》新书的小事 2768
第 715 篇. 2020.04.16 - 第十四回 捡烟蒂树最佳模板 不小心成过街老鼠 2774
第 716 篇. 2020.04.16 - 第十五回 冲动收购伯克希尔 损失超过千亿美元 2780
第 717 篇. 2020.04.18 - 老唐实盘周记 2020/04/18 2787
第 718 篇. 2020.04.21 - 从负油价奇迹谈确定性与仓位管理原则 2794
第 719 篇. 2020.04.21 - 第十六回 不甘心试图找出路 犯糊涂再次走臭棋 2802
第 720 篇. 2020.04.24 - 《巴芒演义》的七重价值——作者王冠亚 2807
第 721 篇. 2020.04.24 - 第十七回 巴菲特嘲讽蔡至勇 华尔街追星中国佬 2816
第 722 篇. 2020.04.25 - 老唐实盘周记 2020/04/25 2821
第 723 篇. 2020.04.27 - 茅台估值、买点及卖点计算过程演示 2826
第 724 篇. 2020.04.27 - 《巴芒演义》，不一样的人生-by 火树赢花 2833
第 725 篇. 2020.04.27 - 《巴芒演义》读书笔记及思考-by 投资个体户 007 2836
第 726 篇. 2020.04.27 - 第十八回 风口飞猪现出原形 东山再起创下奇迹 2843
第 727 篇. 2020.04.27 - 第十九回 耗尽人品黯然离开 慈善八卦聊度余生 2848
第 728 篇. 2020.04.27 - 第二十回 市场风格难以适应 解散基金图个清静 2852
第 729 篇. 2020.05.08 - 老唐中翻中：金融资产分类加强版 2856
第 730 篇. 2020.05.08 - 关于《巴芒演义》音频版和视频版的通知 2864
第 731 篇. 2020.05.08 - 如何学习价值投资——读《巴芒演义》有感 2868
第 732 篇. 2020.05.08 - 读《巴芒演义》所感--价值投资理念的成长史 by 山中人 07 2869
第 733 篇. 2020.05.09 - 老唐实盘周记 2020/05/09 2878
第 734 篇. 2020.05.09 - 论捡烟蒂正确姿势 by 豪峰 v5 2886
第 735 篇. 2020.05.09 - 读《巴芒演义》的五点心得 2888
第 736 篇. 2020.05.09 - 第二十一回 股神赌神偶然相逢 投资赌博原理互通 2892
第 737 篇. 2020.05.11 - 老唐中翻中之：金融资产减值新规 2897
第 738 篇. 2020.05.11 - 莫道夹头多荆棘 终南捷径在眼前--by 昕 2905

第 739 篇. 2020.05.11 - 你也可以炼钢铁 by 曹华 2908
第 740 篇. 2020.05.11 - 《巴芒演义》读后感 by 风光月霁 2909
第 741 篇. 2020.05.14 - 中翻中之：合同资产 vs 应收账款，合同负债 vs 预收款项 2912
第 742 篇. 2020.05.14 - 关于《巴芒演义》热销书的采访报道--by 财富缘 2916
第 743 篇. 2020.05.14 - 读《巴芒演义》有感 --by 笃行吾道 2922
第 744 篇. 2020.05.14 - 我的未来不是梦，已明白怎么样对待股价的波动 2924
第 745 篇. 2020.05.14 - 第二十二回 赌神索普创造传奇 香农凯利协防有功 2926
第 746 篇. 2020.05.16 - 老唐实盘周记 2020/05/16 2932
第 747 篇. 2020.05.16 - 做中国的隐形巴菲特——by 黑牛 2940
第 748 篇. 2020.05.16 - 初为人父话投资--by 价投小白阿傑 2954
第 749 篇. 2020.05.18 - 关于洋河最新年报及一季度的问题 2971
第 750 篇. 2020.05.18 - 关于分众最新年报及一季报的问题 2971
第 751 篇. 2020.05.18 - 关于古井最新年报及一季报的问题 2972
第 752 篇. 2020.05.18 - 关于海康最新年报及一季报的问题 2972
第 753 篇. 2020.05.20 - 洋河问答集 2973
第 754 篇. 2020.05.20 - 模拟分众传媒答深交所问询函 2979
第 755 篇. 2020.05.20 - 投资理念之守破立--by 杨大掌柜 2985
第 756 篇. 2020.05.20 - 八万里悟道，终究巴芒合璧--by 价值投资是正道 2988
第 757 篇. 2020.05.20 - 第二十三回 凯利公式暗藏隐患 投资奥秘各有不同 2993
第 758 篇. 2020.05.22 - 分众传媒问答集 2998
第 759 篇. 2020.05.22 - 第二十四回 米尔肯入狱坑索普 神业绩变招疑乔尔 3003
第 760 篇. 2020.05.23 - 老唐实盘周记 2020/05/23 3008
第 761 篇. 2020.05.23 - 有料有趣的价值投资史--by@fruitlake 3012
第 762 篇. 2020.05.23 - 巴芒演义书评--by@名号很大 3015
第 763 篇. 2020.05.23 - 一部价值投资编年史--by@野狼 3017
第 764 篇. 2020.05.25 - 巴芒演义视频版上线，12 小时限时福利倒计时…… 3019
第 765 篇. 2020.05.30 - 第二十六回 巴菲特专注搭讲坛 懂平衡芒格双丰收 3020
第 766 篇. 2020.05.30 - 第二十五回 压力促生神奇公式 格老否定证券分析 3025
第 767 篇. 2020.05.30 - 五月阅读回顾及好书分享 3030
第 768 篇. 2020.05.30 - 投资如何“修神功” --by@苇爸粘华 3038

第 769 篇. 2020.05.30 - 将价值投资融入生活--by@学习投资终身制 3043
第 770 篇. 2020.05.30 - 老唐实盘周记 2020/05/30 3046
第 771 篇. 2020.06.01 - 一个中心，两个基本点，三个忠告--by@云竹禅语 3052
第 772 篇. 2020.06.01 - 海康 36 问 3055
第 773 篇. 2020.06.04 - 第二十七回 芒格推动思想进化 喜诗展示优质魅力 3060
第 774 篇. 2020.06.04 - 当我谈基金投资时，我谈些什么——by@lisfranc 3066
第 775 篇. 2020.06.04 - 古井贡酒 18 问 3074
第 776 篇. 2020.06.06 - 相信三种复利——by@panco 3079
第 777 篇. 2020.06.06 - 老唐实盘周记 2020/06/06 3084
第 778 篇. 2020.06.14 - 第二十九回 巴菲特身陷欺诈案 大律师背书保清白 3096
第 779 篇. 2020.06.14 - 第三十回 收购报业四面楚歌 步步申诉向死而生 3100
第 780 篇. 2020.06.14 - 唐三宝，不止是价投 ——by@市井小冯 3106
第 781 篇. 2020.06.14 - 与智者谈话 ——by@易心后语 3111
第 782 篇. 2020.06.14 - 老唐实盘周记 2020/06/13 3114
第 783 篇. 2020.06.20 - 第三十一回 家庭妇女被迫掌舵 新闻女王两难选择 3118
第 784 篇. 2020.06.20 - 第三十二回 关键战役邮报登顶 长期持股高额回报 3122
第 785 篇. 2020.06.20 - 选择比努力更重要——by@静水流深 3127
第 786 篇. 2020.06.20 - 投资中不重要的事——by@小苇巴说 3136
第 787 篇. 2020.06.20 - 老唐实盘周记 2020/06/20 3143
第 788 篇. 2020.06.27 - 第三十三回 盖可保险绝地逢生 伯克希尔如虎添翼 3151
第 789 篇. 2020.06.27 - 第三十四回 乐观出价通用再保 遭受重创公开忏悔 3157
第 790 篇. 2020.06.27 - 通古今之变，成一家之言——by@掘阅斋 3162
第 791 篇. 2020.06.27 - 巴芒演义时间线（图片版）--by@好奇心小池 3168
第 792 篇. 2020.06.27 - 2020 年 6 月阅读及好书分享 3184
第 793 篇. 2020.06.27 - 老唐实盘周记 2020/06/27 3189
第 794 篇. 2020.06.30 - 2020 年上半年小结 3199
第 795 篇. 2020.07.04 - 第三十五回 曲线减持暗动心机 偷鸡不成险蚀把米 3206
第 796 篇. 2020.07.04 - 第三十六回 可口可乐双重错误 通用再保持续失血 3212
第 797 篇. 2020.07.04 - 巴菲特的投资脉络及三点思考--@陈且慢 3218
第 798 篇. 2020.07.04 - 复走巨人路，再悟明镜梯--@修锦 3222

第 799 篇. 2020.07.04 - 关于茅台即将触及卖点的思考和后续计划 3231
第 800 篇. 2020.07.04 - 老唐实盘周记 2020/07/04 3237
第 801 篇. 2020.07.11 - 第三十七回 蹚浑水拯救所罗门 看笑话围观赌金者 3245
第 802 篇. 2020.07.11 - 第三十八回 指导思想与时俱进 投资首选指数基金 3251
第 803 篇. 2020.07.11 - 《巴芒演义》读后感--by@95 后小袁 3256
第 804 篇. 2020.07.11 - 读巴芒演义，悟人生价值--by@Elaine 3259
第 805 篇. 2020.07.11 - 老唐实盘周记 2020/07/11 3262
第 806 篇. 2020.07.18 - 第三十九回 指数基金英雄丰碑 思想源泉宏观鼻祖 3270
第 807 篇. 2020.07.18 - 第四十回 先锋集团一鸣惊人 伯克希尔渐显颓势 3276
第 808 篇. 2020.07.18 - 一个懂得辩证法的大侦探--by@Andrew 3281
第 809 篇. 2020.07.18 - 行走在慢慢变富的路上--by@没想好叫什么 3285
第 810 篇. 2020.07.18 - 老唐实盘周记 2020/07/18 3289
第 811 篇. 2020.07.25 - 第四十一回 金钱束缚降低回报 投资正道共有四条 3296
第 812 篇. 2020.07.25 - 第四十二回 农地案例投资真谛 别瞅傻子坚持瞅地 3300
第 813 篇. 2020.07.25 - 模拟访谈唐朝《巴芒演义》--by@连休一周 3305
第 814 篇. 2020.07.25 - 价投之必看书籍、可以少走很多弯路--by@Diligentjenny 3315
第 815 篇. 2020.07.25 - 老唐实盘周记 2020/07/25 3322
第 816 篇. 2020.07.28 - 保持呆坐 3329
第 817 篇. 2020.08.01 - 读《巴芒演义》有感及笔记--by@kaisha 3332
第 818 篇. 2020.08.01 - 老唐实盘周记 2020/08/01 3339
第 819 篇. 2020.08.08 - 老唐实盘周记 2020/08/08 3345
第 820 篇. 2020.08.15 - 价值投资方法的集大成者 --by@jiang550 3353
第 821 篇. 2020.08.15 - 老唐实盘周记 2020/08/15 3355
第 822 篇. 2020.08.22 - 结合 PE 投资谈《巴芒演义》--by@吴岛主 3367
第 823 篇. 2020.08.22 - 分众传媒 2020 年中报分析 3370
第 824 篇. 2020.08.22 - 分众传媒投资回顾及周期股估值方法的尝试 3379
第 825 篇. 2020.08.22 - 老唐实盘周记 2020/08/22 3385
第 826 篇. 2020.08.29 - 巴芒演义-根正苗红的价值投资基因 3389
第 827 篇. 2020.08.29 - 老唐实盘周记 2020/08/29 3401
第 828 篇. 2020.08.30 - 巴菲特 90 岁生日祝福 3410

第 829 篇. 2020.09.05 - 自然从不飞跃--by@关国梁 3414
第 830 篇. 2020.09.05 - 回顾对洋河的投资决策 3419
第 831 篇. 2020.09.05 - 老唐实盘周记 2020/09/05 3424
第 832 篇. 2020.09.12 - 当指数增长遇到均值回归--by@冰海渔夫 3432
第 833 篇. 2020.09.12 - 老唐实盘周记 2020/09/12 3433
第 834 篇. 2020.09.19 - 明正道、释疑惑、知行止--by@沧海云舒 3439
第 835 篇. 2020.09.19 - 老唐实盘周记 2020/09/19 3443
第 836 篇. 2020.09.27 - 老唐实盘周记 2020/09/26 3451
第 837 篇. 2020.10.03 - 老唐问答之闲聊人生 3453
第 838 篇. 2020.10.04 - 老唐问答之如何面对市场波动 3460
第 839 篇. 2020.10.05 - 老唐问答之如何评估企业价值 01 3465
第 840 篇. 2020.10.07 - 老唐问答之如何评估企业价值 02 3469
第 841 篇. 2020.10.08 - 老唐问答之如何评估企业价值 03 3475
第 842 篇. 2020.10.09 - 老唐问答之如何评估企业价值 04 3481
第 843 篇. 2020.10.10 - 大，足以容智。德，足以怀远——by@凌霄阁 3487
第 844 篇. 2020.10.10 - 老唐实盘周记 2020/10/10 3491
第 845 篇. 2020.10.13 - 1500 字，概括老唐投资体系的理念核心 3498
第 846 篇. 2020.10.14 - 分众传媒 2020 年三季报预告及估值调整 3502
第 847 篇. 2020.10.17 - 2020，这次不一样吗？读巴芒演义有感 by Olivier 3509
第 848 篇. 2020.10.17 - 老唐实盘周记 2020/10/17 3512
第 849 篇. 2020.10.20 - 如何从零开始研究一家企业（以福寿园为例）01 3520
第 850 篇. 2020.10.24 - 弱水三千的选择--by@老齐 007 3527
第 851 篇. 2020.10.24 - 老唐实盘周记 2020/10/24 3529
第 852 篇. 2020.10.28 - 如何从零开始研究一家企业（以福寿园为例）02 3539
第 853 篇. 2020.10.31 - 读《巴芒演义》，去“六大”心魔——by@边鱼 1829 3553
第 854 篇. 2020.10.31 - 老唐实盘周记 2020/10/31 3558
第 855 篇. 2020.11.01 - 《信任边际：伯克希尔.哈撒韦的商业原则》读后感及纠错 3567
第 856 篇. 2020.11.03 - 如何从零开始研究一家企业 03（以福寿园为例） 3573
第 857 篇. 2020.11.06 - 从蚂蚁暂缓上市事件聊聊投资者排雷技巧 3580

第 858 篇. 2020.11.07 - 一个金融科班生的投资进阶之路——by@南度北归 3586
第 859 篇. 2020.11.07 - 老唐实盘周记 2020/11/07 3588
第 860 篇. 2020.11.10 - 昨晚，发生好多事儿…… 3594
第 861 篇. 2020.11.11 - 上海机场研究纲要及其他 3603
第 862 篇. 2020.11.14 - 时间是价值投资者的朋友——by@阿尔伯特 3607
第 863 篇. 2020.11.14 - 老唐实盘周记 2020/11/14 3610
第 864 篇. 2020.11.21 - 读老唐“无用之书”——by@潜 3620
第 865 篇. 2020.11.21 - 老唐实盘周记 2020/11/21 3622
第 866 篇. 2020.11.22 - 如何从零开始研究一家企业 04 3628
第 867 篇. 2020.11.23 - 如何从零开始研究一家企业 05 3634
第 868 篇. 2020.11.23 - 如何从零开始研究一家企业 06（完结篇） 3637
第 869 篇. 2020.11.26 - 简单粗暴说股本 3643
第 870 篇. 2020.11.27 - 麻将与读书 3652
第 871 篇. 2020.11.29 - 巴菲特和他的朋友们----by@鹭由器 3655
第 872 篇. 2020.11.29 - 老唐实盘周记 2020/11/28 3676
第 873 篇. 2020.12.03 - 洋河超百亿的投资和理财，藏的有雷吗？ 3684
第 874 篇. 2020.12.05 - 《巴芒演义》谱新篇，股海浮沉定若闲--by@晨风 3692
第 875 篇. 2020.12.05 - 老唐实盘周记 2020/12/05 3696
第 876 篇. 2020.12.08 - 老唐估值法答疑（续） 3706
第 877 篇. 2020.12.10 - 关于老唐新书《手把手教你读财报：新准则升级版》的相关事宜汇报 3714
第 878 篇. 2020.12.12 - 每个人都能成为自己的巴菲特——by@616585069 3720
第 879 篇. 2020.12.12 - 老唐实盘周记 2020/12/12 3722
第 880 篇. 2020.12.14 - 分众传媒员工持股计划二期简评 3732
第 881 篇. 2020.12.17 - 老唐估值法答疑之再续 3733
第 882 篇. 2020.12.19 - 老唐实盘周记 2020/12/19 3742
第 883 篇. 2020.12.21 - 来了，来了！ 3752
第 884 篇. 2020.12.26 - 巴芒演义大事记--by@微光探索 3760
第 885 篇. 2020.12.26 - 老唐实盘周记 2020/12/26 3761
第 886 篇. 2020.12.29 - 提醒：网络骗子多，轻信必招祸。 3769

第 887 篇. 2020.12.31 - 2020 年 12 月阅读及荐书 3770
第 888 篇. 2020.12.31 - 老唐实盘周记 2020/12/31 3777
第 889 篇. 2021.01.03 - 老唐的 2020 年：失去的、分享的、收获的 3787
第 890 篇. 2021.01.09 - 卖出茅台分众各 1/3，买入了……（上篇） 3803
第 891 篇. 2021.01.09 - 卖出茅台分众各 1/3，买入了……（下篇） 3808
第 892 篇. 2021.01.09 - 老唐实盘周记 2021/01/09 3818
第 893 篇. 2021.01.12 - 重要，请勿忽视！ 3824
第 894 篇. 2021.01.16 - 自然从不飞跃 价投可以复制--by@主观的观 3827
第 895 篇. 2021.01.16 - 老唐实盘周记 2021/01/16 3832
第 896 篇. 2021.01.20 - 书房拾遗 2021 年第 1 期 3842
第 897 篇. 2021.01.23 - 读《巴芒演义》有感—巴芒星空那些最闪亮的星 3849
第 898 篇. 2021.01.23 - 老唐实盘周记 2021/01/23 3853
第 899 篇. 2021.01.26 - 2021/01/25 日实盘交易 3861
第 900 篇. 2021.01.27 - 书房拾遗 2021 年第 2 期 3864
第 901 篇. 2021.01.30 - 2021 年 1 月阅读及好书推荐 3872
第 902 篇. 2021.01.30 - 对上海机场补充协议的理解和判断 3882
第 903 篇. 2021.01.30 - 老唐实盘周记 2021/01/30 3887
第 904 篇. 2021.02.02 - 书房拾遗 2021 年第 3 期 3897
第 905 篇. 2021.02.04 - 从格雷厄姆信徒到大空头 3904
第 906 篇. 2021.02.06 - 老唐实盘周记 2021/02/06 3916
第 907 篇. 2021.02.10 - 市场先生勾引老唐返场拜年…… 3924
第 908 篇. 2021.02.15 - 读史可以明智——对茅台的全面回顾和展望 3931
第 909 篇. 2021.02.20 - 论“地”——读《巴芒演义》有感 3940
第 910 篇. 2021.02.20 - 老唐实盘周记 2021/02/20 3944
第 911 篇. 2021.02.22 - 书房拾遗 2021 年第 4 期 3955
第 912 篇. 2021.02.27 - 带上价值投资的地图--读巴芒演义有感 3962
第 913 篇. 2021.02.27 - 老唐实盘周记 2021/02/27 3964
第 914 篇. 2021.02.28 - 查理.芒格最新睿智问答精选及老唐点评 3972
第 915 篇. 2021.03.02 - 3 月 1 日 2%仓位交易记录 3981
第 916 篇. 2021.03.04 - 巴神 2020 年度致股东信精要及老唐解读（上） 3982

第 917 篇. 2021.03.04 - 巴神 2020 年度致股东信精要及老唐解读（中） 3989
第 918 篇. 2021.03.04 - 巴神 2020 年度致股东信精要及老唐解读（下） 3997
第 919 篇. 2021.03.06 - 我眼中的《巴芒演义》--by@叫我易安大人 4004
第 920 篇. 2021.03.06 - 老唐实盘周记 2021/03/06 4009
第 921 篇. 2021.03.09 - 今日实盘交易及点杀 4019
第 922 篇. 2021.03.12 - 陕西煤业的思考过程 4024
第 923 篇. 2021.03.14 - 《巴芒演义》全文各投资大师重要投资理念索引 4035
第 924 篇. 2021.03.14 - 老唐实盘周记 2021/03/13 4040
第 925 篇. 2021.03.18 - 书房拾遗 2021 年第 5 期 4061
第 926 篇. 2021.03.20 - 请“神”入凡间----我读《巴芒演义》 4071
第 927 篇. 2021.03.20 - 老唐实盘周记 2021/03/20 4077
第 928 篇. 2021.03.25 - 小企鹅继续飞翔 4085
第 929 篇. 2021.03.26 - 价值人生---《巴芒演义》读后感 4098
第 930 篇. 2021.03.26 - 老唐实盘周记 2021/03/27 4100
第 931 篇. 2021.03.30 - 书房拾遗 2021 年第 6 期 4108
第 932 篇. 2021.03.31 - 唐书房文集电子版下载 4115
第 933 篇. 2021.04.01 - 茅台 2020 年年报简评 4117
第 934 篇. 2021.04.03 - 巴芒演义读后感--by@阿茂整饼 4124
第 935 篇. 2021.04.03 - 老唐实盘周记 2021/04/03 4126
第 936 篇. 2021.04.09 - 2021 年度点杀之海螺水泥（上） 4140
第 937 篇. 2021.04.09 - 2021 年度点杀之海螺水泥（下） 4150
第 938 篇. 2021.04.10 - 老唐实盘周记 2021/04/10 4163
第 939 篇. 2021.04.10 - 投资中的可为与不可为—《巴芒演义》读后感 4171
第 940 篇. 2021.04.11 - 贵州茅台 2022 年再跃进 4173
第 941 篇. 2021.04.14 - 书房拾遗 2021 年第 7 期 4177
第 942 篇. 2021.04.16 - 百年新事——《巴芒演义》阅读笔记 4183
第 943 篇. 2021.04.17 - 【重发】老唐实盘周记 2021/04/17 4187
第 944 篇. 2021.04.20 - 书房拾遗 2021 年第 8 期 4197
第 945 篇. 2021.04.24 - 老唐实盘周记 2021/04/24 4203
第 946 篇. 2021.04.27 - 聊聊海康的“碎片化” 4210

第 947 篇. 2021.04.28 - 简单聊几句洋河一季报数据 4214
第 948 篇. 2021.04.30 - 老唐实盘周记 2021/04/30 4216
第 949 篇. 2021.04.30 - 书中自有黄金屋，手中要有真钥匙---再读《巴芒演义》 .4227
第 950 篇. 2021.05.03 - 2021 年伯克希尔股东大会几个值得关注的点 4237
第 951 篇. 2021.05.04 - 海螺水泥优势难存——海螺旧文《证券市场周刊》发表版，无新内容，可跳过。 4244
第 952 篇. 2021.05.04 - 通货膨胀如何欺诈股票投资者--by@沃伦.巴菲特 4249
第 953 篇. 2021.05.08 - 股市的炼金术--读《巴芒演义》有感 4259
第 954 篇. 2021.05.08 - 老唐实盘周记 2021/05/08 4261
第 955 篇. 2021.05.09 - 书房拾遗 2021 年第 9 期 4271
第 956 篇. 2021.05.13 - 洋河的 2021 年业绩推算过程分享及有关产能的一个猜想 .4276
第 957 篇. 2021.05.15 - 价投思想演化史——读巴芒演义有感 4281
第 958 篇. 2021.05.15 - 老唐实盘周记 20210515 4284
第 959 篇. 2021.05.20 - 书房拾遗 2021 年第 10 期 4293
第 960 篇. 2021.05.22 - 关于价值投资的一点思考--读《巴芒演义》有感 4299
第 961 篇. 2021.05.25 - 书房拾遗 2021 年第 11 期 4304
第 962 篇. 2021.05.29 - 从《巴芒演义》看价值投资四大禁区——by@壬平生 4311
第 963 篇. 2021.05.29 - 老唐实盘周记 20210529 4313
第 964 篇. 2021.06.01 - 书房拾遗 2021 年第 12 期 4322
第 965 篇. 2021.06.05 - 《巴芒演义》——价值投资入门的指路书 4327
第 966 篇. 2021.06.05 - 老唐实盘周记 20210605 4332
第 967 篇. 2021.06.12 - 老唐实盘周记 20210612 4339
第 968 篇. 2021.06.12 - 我的投资逻辑——by@尘缘摇滚童话 4348
第 969 篇. 2021.06.16 - 书房拾遗第 13 期 4350
第 970 篇. 2021.06.18 - 格力 vs 美的学习笔记 4358
第 971 篇. 2021.06.19 - 老唐实盘周记 20210619 4369
第 972 篇. 2021.06.20 - 请下神坛，站上肩膀 ——老唐中翻中之《巴芒演义》读后感 4376
第 973 篇. 2021.06.22 - 书房拾遗第 14 期 4380
第 974 篇. 2021.06.25 - 老唐实盘周记 20210626 4388

第 975 篇. 2021.06.25 - 如何用四张清单来操作六字真谛 ——读《巴芒演义》有感 4394
第 976 篇. 2021.06.30 - 2021 年上半年小结 4401
第 977 篇. 2021.07.03 - 老唐实盘周记 20210703 4407
第 978 篇. 2021.07.03 - 在价值投资路上修行 ——《巴芒演义》读书心得 4415
第 979 篇. 2021.07.06 - 书房拾遗第 15 期 4419
第 980 篇. 2021.07.08 - 书房拾遗第 16 期 4425
第 981 篇. 2021.07.10 - 老唐实盘周记 20210710 4433
第 982 篇. 2021.07.10 - 投资的指路人——《巴芒演义》读后感 4444
第 983 篇. 2021.07.14 - 书房拾遗第 17 期 4449
第 984 篇. 2021.07.17 - 读《巴芒演义》，入价投之门 4455
第 985 篇. 2021.07.17 - 老唐实盘周记 20210717 4459
第 986 篇. 2021.07.20 - 书房拾遗第 18 期 4468
第 987 篇. 2021.07.24 - 《巴芒演义》——开启财富自由之路 4476
第 988 篇. 2021.07.24 - 老唐实盘周记 20210724 4480
第 989 篇. 2021.07.26 - 今天买入了茅台、腾讯、美的…… 4488
第 990 篇. 2021.07.28 - 7 月 28 日，清空恒生 ETF 和美的…… 4490
第 991 篇. 2021.07.29 - 书房拾遗第 19 期 4496
第 992 篇. 2021.07.31 - 老唐实盘周记 20210731 4501
第 993 篇. 2021.07.31 - 走在正确道路上的投资人，富裕是必然的结果 ——巴芒演义读书笔记 4515
第 994 篇. 2021.08.03 - 书房拾遗第 20 期 4522
第 995 篇. 2021.08.07 - 贵州茅台的两喜两忧 4529
第 996 篇. 2021.08.07 - 老唐实盘周记 20210807 4532
第 997 篇. 2021.08.07 - 腾讯五大利空集中解析 4537
第 998 篇. 2021.08.11 - 书房拾遗第 21 期 4545
第 999 篇. 2021.08.12 - 书房拾遗第 22 期 4552
第 1000 篇. 2021.08.15 - 不可复制的人生 可复制的投资 ——读《巴芒演义》的思考 4559
第 1001 篇. 2021.08.15 - 老唐实盘周记 20210814 4561
第 1002 篇. 2021.08.19 - 投资的底层逻辑及其运用（可复制打印版本） 4572

第 1003 篇. 2021.08.20 - 今日交易及其他 4589
第 1004 篇. 2021.08.21 - 拆解市场对腾讯的主要担忧 4595
第 1005 篇. 2021.08.21 - 老唐实盘周记 20210821 4602
第 1006 篇. 2021.08.24 - 书房拾遗第 23 期 4612
第 1007 篇. 2021.08.26 - 书房拾遗第 24 期 4619
第 1008 篇. 2021.08.27 - 老唐实盘周记 20210828 4625
第 1009 篇. 2021.09.04 - 分众传媒的小惊喜 4634
第 1010 篇. 2021.09.04 - 老唐实盘周记 20210904 4636
第 1011 篇. 2021.09.08 - 回购注销和股权激励那些事儿 4652
第 1012 篇. 2021.09.10 - 通知:《手把手教你读财报：新准则升级版》索引版面世啦，立刻点击享受 5 折…… 4657
第 1013 篇. 2021.09.11 - 老唐实盘周记 20210911 4658
第 1014 篇. 2021.09.13 - 书房拾遗第 25 期 4671
第 1015 篇. 2021.09.16 - 书房拾遗第 26 期 4678
第 1016 篇. 2021.09.17 - 《手把手教你读财报：新准则升级版》索引文件免费下载 4686
第 1017 篇. 2021.09.19 - 老唐实盘周记 20210919——朋友们，中秋快乐！ 4694
第 1018 篇. 2021.09.25 - 老唐实盘周记 20210925 4704
第 1019 篇. 2021.09.29 - 唐朝老师初见记 4716
第 1020 篇. 2021.09.29 - 长跑与投资 4727
第 1021 篇. 2021.09.30 - 老唐实盘周记 20210930 4729
第 1022 篇. 2021.10.09 - 老唐实盘周记 20211009 4742
第 1023 篇. 2021.10.09 - 书房拾遗特别版——《巴菲特历年演讲》精要专辑 4751
第 1024 篇. 2021.10.10 - 【邂逅蟹后精简补发】老唐实盘周记 20210522 4780
第 1025 篇. 2021.10.14 - 书房拾遗第 28 期 4788
第 1026 篇. 2021.10.16 - 老唐实盘周记 20211016 4795
第 1027 篇. 2021.10.18 - 书房拾遗第 29 期 4803
第 1028 篇. 2021.10.23 - 老唐实盘周记 20211023 4813
第 1029 篇. 2021.10.25 - 书房拾遗第 30 期 4824
第 1030 篇. 2021.10.27 - 2021 年洋河三季报简析 4834

第 1031 篇. 2021.10.30 - 老唐实盘周记 20211030 免费版 4838
第 1032 篇. 2021.11.01 - 关于房地产税的闲聊 4850
第 1033 篇. 2021.11.01 - 书房拾遗第 31 期 4855
第 1034 篇. 2021.11.05 - 分众传媒 H 股上市公告七大要点解读 4868
第 1035 篇. 2021.11.06 - 老唐实盘周记 20211106 4871
第 1036 篇. 2021.11.06 - 书房拾遗第 32 期 4880
第 1037 篇. 2021.11.09 - 书房拾遗第 33 期——伯克希尔股东大会问答陪读①. 4891
第 1038 篇. 2021.11.12 - 书房拾遗第 34 期——伯克希尔股东大会问答陪读②. 4912
第 1039 篇. 2021.11.13 - 2021 年腾讯三季报简析 4938
第 1040 篇. 2021.11.13 - 老唐实盘周记 20211113 4947
第 1041 篇. 2021.11.15 - 书房拾遗第 35 期——技术分析专题 4953
第 1042 篇. 2021.11.18 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答③ 4959
第 1043 篇. 2021.11.21 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答④ 4978
第 1044 篇. 2021.11.21 - 老唐实盘周记 20211121 5002
第 1045 篇. 2021.11.23 - 书房拾遗第 36 期 5008
第 1046 篇. 2021.11.25 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答⑤ 5014
第 1047 篇. 2021.12.03 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答⑧ 5032
第 1048 篇. 2021.12.04 - 老唐实盘周记 20211204 5036
第 1049 篇. 2021.12.07 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答⑨图文版 5048
第 1050 篇. 2021.12.07 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答⑨文字版 5058
第 1051 篇. 2021.12.09 - 书房拾遗第 37 期 5067
第 1052 篇. 2021.12.11 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答①文字版补推 5072
第 1053 篇. 2021.12.11 - 老唐实盘周记 20211211 5088
第 1054 篇. 2021.12.14 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答⑩图文版 5098
第 1055 篇. 2021.12.14 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答⑩文字版 5107
第 1056 篇. 2021.12.16 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答②文字版补发 5114
第 1057 篇. 2021.12.16 - 书房拾遗第 38 期 5136
第 1058 篇. 2021.12.18 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答③文字版补发 5141
第 1059 篇. 2021.12.18 - 老唐实盘周记 20211218 5154
第 1060 篇. 2021.12.21 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答（11）图文版 5160

第 1061 篇. 2021.12.21 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答（11）文字版 5167
第 1062 篇. 2021.12.23 - 书房拾遗第 39 期 5173
第 1063 篇. 2021.12.23 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答④文字版补发 5179
第 1064 篇. 2021.12.25 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答⑤文字版补发 5198
第 1065 篇. 2021.12.25 - 老唐实盘周记 20211225 5212
第 1066 篇. 2021.12.28 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答（12）图文版 5220
第 1067 篇. 2021.12.28 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答（12）文字版 5229
第 1068 篇. 2021.12.31 - 老唐的 2021 年免费版 5236
第 1069 篇. 2022.01.03 - 书房拾遗第 40 期 5252
第 1070 篇. 2022.01.03 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答⑥文字版补发 5259
第 1071 篇. 2022.01.06 - 梳理查理.芒格对阿里巴巴的投资 5270
第 1072 篇. 2022.01.06 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答⑦图文版补发 5272
第 1073 篇. 2022.01.06 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答⑧图文版补发 5278
第 1074 篇. 2022.01.08 - 老唐实盘周记 20220108 5283
第 1075 篇. 2022.01.10 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答（13）图文版 5295
第 1076 篇. 2022.01.10 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答（13）文字版 5303
第 1077 篇. 2022.01.12 - 书房拾遗第 41 期 5310
第 1078 篇. 2022.01.13 - 唐书房文集下载版——截止 2021 年底 5316
第 1079 篇. 2022.01.14 - 书房拾遗第 42 期 5320
第 1080 篇. 2022.01.15 - 老唐实盘周记 20220115 5328
第 1081 篇. 2022.01.17 - 书房拾遗第 43 期 5339
第 1082 篇. 2022.01.20 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答（14）图文版 5347
第 1083 篇. 2022.01.20 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答（14）文字版 5363
第 1084 篇. 2022.01.06 - 老唐实盘周记 20220122 5377

第1篇.　　2016.9.3-股票的本质

2016-09-03　唐朝

中文里的股票，是两个字：股、票。它代表了两种属性：股权的属性和交易票据的属性。

对于股权属性而言，投资于股权与自办企业一样，都是一种资本投入行为，直接创造财富，创造就业，创造税收，提升社会生产力。它可预测性相对较强，且对该行业了解越深，预测的可靠性越强。

在这个领域里，体现为姜越老越辣，内行优于外行的特点。当然，也有由于市场环境突变等因素导致的预测失误，正如各行各业每天都有人关门大吉一样。投资者在这个领域里，主要靠尽可能多的了解行业和企业，加上预留安全边际和适度分散来应对。

由于上市公司整体来看，属于国民经济中相对较好的部分，加上赌徒众多，常常将企业价值极度向下扭曲至重置成本以下（或向上夸张性扭曲至引诱企业家退休的状态），投资者若坚持安全边际、适度分散的理念，在自己了解的行业范围内股权投资，长期看，是大概率赢的事儿。

尤其是，越是所谓不适合价值投资、赌徒众多、追逐概念、忽略企业价值的市场，越是增加了股权投资的赢面。代价呢，就是常常发现今天有人会扔下 1000 元现钞非要买你手头的 1 克黄金，明天他们又拿着 2 克黄金来换你的百元现钞。更多的时候，他们之间莫名其妙的换来换去，居然常有靠这种莫名其妙的交换而成为巨富者。这很容易导致你夜深人静时，怀疑人生、怀疑自己（一笑）。

当其作为交易票据时，其价格归根到底是由供求关系决定的。而一只股票的供求关系，又由市场所有参与者对其的预期决定。如果将每一毛钱都看成背后某人投出的选票，则更多人认为其会涨，就会产生求，导致股价上涨。反之，更多人认为其会跌，就会产生供，导致股价下跌。

凯恩斯有个经典的选美理论，说选美大赛中的赢家，不是你眼中最美的，而是大部分投票者眼中最美的。所以，要想猜中，你必须预测其他人认为谁最美（有点绕哇？）然后跟他们站在一边。这就是所谓的跟随市场、跟随趋势。这种投票模式决定了：某段时间内，大多数人是对的=对的人是大多数=你是对的，你就是大多数=大多数本就是由对的人组成的（晕-但理解了这个，就知道了如何面对股神遍地飞的时间段）。

预测其他人的想法，毫无疑问是一件难度高上天事儿。前天晚上，有位朋友（也在雪球）发微信给我，转了一篇分析股灾里政府高层想法的文章，问老唐怎么看。老唐回答大致说，同床共枕二十多年的老婆，老唐也不见得能随时猜出她的想法，更别说以诡诈著称的、从来没有一起吃过饭喝过酒的政治家群体了。朋友笑了。是的，牛顿的那句“我可以计算出天体运行的轨迹，却无法预测人性的疯狂”，表达的就是，别人的心思很难猜，你猜来猜去也猜不明白，不知道她为什么掉眼泪，也不知她为什么笑开怀（笑开怀）。

猜测其他人的想法及投票可能，也有很多分析工具，宏观的、微观的、技术图形的、甚至易经八卦道家兵法物理定律电化学黄大仙观音大士普贤菩萨……。如同赌马会分析天气情况，骑师水平，马匹状态，赌球要分析球员状态，裁判偏向，球场熟悉程度，赌 21 点，也要计算大小牌的概率等等。这些分析，对于提高猜对的概率，很可能是真有帮助的。

但，必须必须记住的，不能被自己使用的某种工具蒙蔽了。无论工具多么高大上，它都是要去猜别人的想法、别人的投票方向。哪怕你用观音大士，保不齐仙界也有阻碍他猜中普贤菩萨内心想法的仙术。别忘了，你也是别人眼中的别人，你猜他们，他们猜你，你根据他们的行动而行动，他们也根据你的行动而

行动……一个无限循环（再笑）。

因此，猜心思大法，重要的有三点：1）能大概率正确（超过 50%）预测他人投票行为的工具；2）知道该种工具在何种状态下，代表预测出错。出错时，有决心、有能力止损认错；3）永远不押全部赌注在一个预测上（同股权投资者的适度分散）。

股和票，两种属性，两种参与者，两种模式，两种心态。股模式参与者，大部分时间要对付的是自己蠢蠢欲动的欲望，需要保持落寞的、无聊的、孤独的状态。只有在极少数市场极度向下或向上扭曲的状态，才可能出来兴奋一把。

而票模式参与者，则相反。在任何时间里，都有大多数人是对的，是可以津津乐道其正确判断是如何如何作出来的。这里的任何时间，包括极度扭曲状态。在极度扭曲状态，股模式参与者也参与投票。因此，几乎在任何时间段，票模式的胜利者总是大多数。

唯一不同的是，如果象雪球今天的大 party 一样，年年举行全球赢家大聚会的话，股模式可能始终是那几张无趣的老脸，而票模式则很可能年年岁岁人不同，岁岁年年新偶像。

补充：

一、股票赚的什么钱？谈谈我对股票的理解

蚝油　　来自雪球　　发布于　　2017.06-27　21:31

股票赚钱的三种来源：**1.赚宏观经济增长的钱，2.赚优秀公司的钱，3.赚市场先生的钱。**要理解这三点，先要理解股票的本质。

一股股票即代表了持有人对上市公司的一份所有权，自然人持有了股票，就变成了上市公司的股东，而股东不直接参与公司管理，只分配公司利润，通俗的讲，就是**甩手老板，不做事，只收钱。**我时常感慨，世界上还有如此好的事情，只需动动手指，随便买支股票，就化身成为传说中令人羡慕的甩手老板。遗憾的是，绝大多数市场参与者买入股票后，不把自己当甩手老板，今天买，明天卖，幻想着刺激的“一夜情”，顶多炒个短线，赚一个涨停就卖，然而理想很丰满，现实很骨感。

要理解并接受股票作为股权的本质并不困难，试想一家小公司并不公开上市，现在 100 万卖出 10%的股份，并且不能再转手交易，那么这 10%股份的持有者是不是就顺理成章的成为了老板之一。和朋友合伙注册一家宠物店，分别出资 60%和 40%，并全程雇佣店长、店员打理生意，出资人不参与日常经营，只做关键决策（投票权）和收钱（利润索取权）。**上市公司股东、小公司老板和宠物店合伙人在权力本质上没有任何区别，唯一的区别在于权力的份额，**理解这一点是理解股票本质的关键。巴菲特买富国银行股票时说道，持有富国银行 10%的股份，就相当于拥有了富国银行 10%规模的生意。

把自己持有的股票当自己的生意看待，就是股票本质的直接体现。　　我认为一名投资人应当将股票的交易性当做一种便利，而不是将交易当做利润的来源，也就是最简单的（实际上是最难的）

投资公司，将股票当做资产的思考路径和思路：

1. 公司所在行业及行业特点，公司业务构成及主营业务；

2. 翻看五年以上的财务报表，公司资产负载结构，利润水平以及现金流状况；

3. 尽可能长的查看公司的历史估值，并对比同行业估值；

4. 公司的竞争优势是什么；

5. 公司处在生命周期的哪个阶段；

6. 按照某种合理的估值方式，当前价格是高估还是低估；

7. 最坏的情况下，会亏损多少。

二、关于股价的天真错觉

蚝油　　来自雪球　　修改于 07-01　22:37

我记得我在刚入市的时候，买股票不看别的，就看股价，打开 K 线一看，图形很“漂亮”，于是在 5 分钟内（甚至更短）就做出了买入的决定，我很得意这样都不赔光的运气。关于股价的认知，即使是专业投资者甚至大学教授也难以被错觉愚弄，我自己也曾经因为其中的个别原因而买入股票，并赔了钱。这里，我列举了四种常见，但却十分危险的想法，一来告诫新鲜韭菜，二来时刻提醒自己。

1、股价已经跌了这么多，不可能再跌了

这个理由，我敢打赌，是很多人买入股票的直接理由。暴风集团自 2016 年 4 月的最高价 114.98 元一路下跌，跌去了一大半，跌到 50 多元一股时，肯定有不少人一边买入一边喊着“股价已经跌去了一半，不可能再跌了”，可能还要配合上“已经跌了这么多，反弹在即”。事实上，从成交量上可以看出来，确实有不少人在暴风集团跌去一半时买入。而不少在高位 100 元持有的人，在犹豫是否割肉兑现损失之前，肯定也在心中默念“不可能再跌了”，如果他凭借合理的逻辑来评估暴风集团的价值并选择卖出，而不是靠一个错觉来幻想反弹，那么他将少亏不少钱。暴风集团跌到 50 元，又跌到 40 元，跌到 30 元时有人喊“大家快卖，我在下面抄底”，“庄家吸筹完毕，马上拉升”，然而这个富有戏剧性的暴风集团股价给听信“不可能再跌了”的散户们上了生动的一课，暴风集团继续下跌，跌到 23 元。已经跌去了 80%，从 114 元跌到 23 元的暴风集团还会跌吗，但是 9 倍多的市净率，和几乎为 0 的净利润，也许有一天真会跌到 5 元，到时候暴风集团将是“股价已经跌去了一半，不可能再跌了”的完美教材。

2、已经涨了这么多，不可能再涨了

对于很多公司来说，这种说法是合理的，因为当股价达到一定程度，大大超过了内在价值的时候，即使再涨，也是十分危险的刀口舔血。但对于格力电器这样的大牛股来说，抱有这样的想法，会让你错失一生一次的致富机会。

若你有幸在 06 年以复权价 100 元的价格买入格力电器，当分红再投入的复权价翻倍到 200 元时，你心中多半有声音在悄悄说“已经翻倍了，不可能再涨多少了”，你听信了这个声音，并且卖出股票，落袋为安。这种做法似乎合情合理，毕竟很难在一家公司的股票上赚到 100%。然而，如果不是被这种价格绝对涨幅感觉所迷惑，而是持续跟踪格力电器的基本面，并且分红再投入，那么你将会获得 10 倍，20 倍，直到 50 倍的收益。如果 06 年你有 10 万块买入格力，持有到今天，那么你将拥有 560 万。类似于格力的股票还有万科，茅台，伊利，云南白药等等。如果你期望抓住这样的机会，那么就不要被股价的涨幅所迷惑，重要的是对真正优秀公司的把握，并且长期持有。所有伟大的投资都来自于长期的持有，而不是赚个 50%，100%就卖出。当然，道理谁都懂，但知易行难。

3、只要我不卖，迟早能涨回来

买入股票，股票跌了，被套了，又跌了，被深套，于是就开始装死，美其名曰：短线变长线。我相信很多散户都常常经历上述过程，内心的折磨与挣扎只有自己知道：我不卖，亏损就只是账面亏损，迟早有

一天能涨回来。

如果内心做出这样的死守等涨回来的觉悟，思考过程是这样的：这家公司经营状况依然良好，营业成本已经连续降低了 10%，产品占据该行业的 40%份额，而市场从一个省扩展到了 5 个省，并且扩展效果十分理想，未来将继续开拓全国市场，虽然股价一直在跌，但每股收益却上涨了 30%，不出意外未来将会更好，股价越低越有投资价值，我不会卖出，等待市场价值发现。这样的思考过程，内心是平静的，只要对公司的分析没有出错，价值发现，价值回归是迟早的事。

或者是这样：被套 30%（甚至更多），我不管了，迟早牛市要涨回来；看图形，已经形成铁底了，一旦成交量突破，就开启了上涨空间；庄家洗盘建仓这么久，我不信他不拉升，拉三个涨停我就解套了；现在是二八行情，风口迟早要过来，XX 概念这么好的题材，不涨可惜了。这样的思考过程，内心惶惶不安，就像自己的命运掌握在别人手上。

股价能不涨回来，不是你想迟早能涨回来，就能涨回来的。抱有这种危险的想法基本等同于纯粹的唯心主义，就像飞机出事，在坠毁的过程中，闭眼祈祷耶稣能出手相助化危为安一样。不过 A 股的危险之处就在于这种纯粹的唯心主义常常有效，一只跌去 50%的垃圾股在几经炒作后不但涨了回来，还翻倍，这一过程形成了反馈，让韭菜更加坚定的相信迟早能涨回来，但有多少人真的等来了股价涨回来，甚至还赚了钱呢？

4、只要股价涨到 10 元，我就卖出。

为卖出价格设定一个精确的数值是十分愚蠢的行为，怎么可能把卖出的依据定为一个价格呢？

你花 15 元买入了一只股票（买入依据可能是 XX 概念，XX 题材，双底，庄家建仓等等），然后股价一路下跌，跌到了 7 元，这时候内心备受煎熬，可能意识到亏损已成定局，本能的希望股价涨到 10 元，我就卖出，少亏损一点。这只股票很“体贴”，确实涨到了 9.8 元，然而你并没有卖出减少亏损，因为离 10 元还差 2 毛。然而上天的仁慈总是有限度了，9.8 元就是反弹的最高点，之后一路继续下跌，跌到 5 元，因为常年亏损，挂上 ST，只能财务造假，最后被查退市，紧接着就是 20 个跌停，想想就不寒而栗，仅仅是因为自己定下的卖出价格。

第二种情况会让人稍微舒服一些。你听朋友建议，花 8 元一股买入了某只股票，你想涨到 10 元就卖出，赚 25%相当不错了。这个股票很争气，没过多久就涨到了 10 元，于是你开开心心的卖出，赚取 2 元利润，所谓“落袋为安”。然而，另你没想到的是，这只股票比你想象的要争气 10 倍，从你卖出后，一路继续上涨，涨到 15 元，20 元，40 元，80 元，错过了赚 10 倍的成功投资，同样仅仅是因为定下的卖出价格。

什么时候应该卖出股票，决定因素绝不会是一个孤立的价格，真正合理的卖出依据，我认为至少有三点：价格大大高估；公司发生根本性向坏；发现了更有价值的股票。

如果花时间认真思考一下什么时候卖，而不是简单的定个价格，你可能不会更富，但至少不会更穷。（关于股价的错觉，彼得林奇在他的书里面列举十几种，当初读到林奇的教诲，真是相见恨晚如醍醐灌顶啊[哭泣]）

第2篇.　　2016.9.4-聊聊估值（上）

2016-09-04　唐朝

估值，就是估算一下这家公司或者这个股票大概值多少钱的意思。投机需要估值，投资也需要估值。投机的估值，侧重于卖，考虑的问题是多少钱可以脱手；投资的估值，侧重于买，考虑的问题是多少钱买下来划算。

有些人的估值是数据和推理，有些人的估值是经验和感觉。当然，也有些人所谓的估值是跳进去以后的自我安慰，偶然自慰一下可以，自慰多了，铁定会招来镰刀凌迟大法，成功地被割掉韭菜根，黯然离去。

为了在市场里活着，无论是投机还是投资，无论是经验还是推理，都需要知道一些估值的方法，或者用来赚钱，或者用来壮胆。估值的书籍很多，方法也很多，但总体来说，只有两大类：相对估值和绝对估值。

所谓相对估值，简单的说，就是给目标公司（就是你要估值的对象）找一家可比公司做参照物，依照可比公司的市值与 X 之比，得出一个系数，然后套用在目标公司上，得出一个目标公司值多少钱的结论。

这个 X 有很多，常见的有市值/盈利之比，得出市盈率 PE；市值/净资产，得出市净率 PB（大陆之外，习惯叫市账率，就是市值与账面净资产的比值）；市值/销售额，得出市销率 PS；市值与经营现金流净额之比，得出市现率 PC；市值与息税折旧摊销前利润（Ebit，芒格说 Ebit 是坨屎）之比，得出市屎率；市值与屁股之比，得出市屁率 PP，错了，没市屁率，这条负责搞笑……

总之，一句话，你可以选择可比公司市值与它的任何财务数据相比，得出一个可比公司的 PX（劈叉），然后用这个劈叉乘以目标公司的该项财务数据，得出一个目标公司的“应该有的市值”，然后与现有市值相比，来表达是否低估或者高估。

就这么简单？对，就这么简单！推到尽，相对估值法的理论依据是：市场既然给张三这个价钱，一定有他的道理；李四跟张三长得很像，也应该值这么多钱。

因此，相对估值法起效的条件有三：

1）市场给张三这个价格，真的有它的道理，而不是一时癫痫发作；

2）李四跟张三真的长得很像，而不是你眼花了，误拿张飞做貂蝉的对象。也就是确认你的选的可比公司真的“可“比；

3）你的估值说辞，别人乐意信。乐意信嘛，原因很多，比如你的文章写的很出彩、你是很有影响力的分析师、刚好有人需要这个估值故事……等等。

以上三个条件满足，相对估值法就会起效，在 A 股市场里，这种估值法很有市场的，最常见的就是所谓板块联动效应，即他家挖煤的，我家也挖煤的，他涨凭什么我不涨，这基本就算市屁率了，挺有用的，反正市场不缺人信。

炒股的话，关于估值的知识，知道上面这些劈叉 PX，足够了。如果万一天生胆小，或者象老唐一样后天被吓破胆了，不敢“炒”股，那就稍微麻烦一点了，需要学习绝对估值法。

所谓绝对估值法，主要指的就是自由现金流折现法以及其变型形态：股利折现法。自由现金流折现法是唯一能在逻辑上说得通的估值方法，简单理解就是一家企业值多少钱，要看从现在到它消失的全部时间段里，我能从中拿回多少钱，这些未来可以拿到的钱折合现在的钱是多少，然后通过总数和我要付出的金钱对比，看划算不划算。

详细情况嘛，等老唐想起来了，又扯 ……

第3篇.　　2016.9.5-聊聊估值（下）

2016-09-05　唐朝

上回说到，单纯“炒”股的话，知道相对估值的劈叉PX，足够了。如果万一天生胆小，或者象老唐一样后天被吓破胆了，不敢炒股，那就稍微麻烦一点了，需要学习绝对估值法。

所谓绝对估值法，主要指的就是自由现金流折现法以及其变型形态：股利折现法。它是唯一能在逻辑上说得通的估值方法，简单理解就是一家企业值多少钱，要看从现在到它消失的全部时间段里，我能从中拿回多少钱，这些未来可以拿到的钱折合现在的钱是多少。

举个简单的例子，假如有一个100%确定3年后还本的债券，年息为5%，面值为100元，如果你想获得10%的回报率，这个债券多少钱你会买？这就是一个最简单的现金流折现估值法模型。

怎么算呢？第一年末，你会得到5元；第二年末，你又会得到5元钱；第三年末，你会得到105元；这个债券总共回收的现金是5+5+105=115元，要价115元，你会买吗？当然不会，除非脑壳进水。你拿今天的115换未来三年陆续拿回来的115，这属于有病。

多少钱才值得买呢？首先因为是100%确定3年后还本，所以，我们不考虑风险问题。在你期望获得10%的年回报的情况下，第一年末的5元值多少钱呢？值5/（1+10%）≈4.55元，这个计算的含义是，如果现在给我4.55元，然后假如工商银行有一个10%利率的存款，我存进去，一年后我就可以连本带息得到5元，因而在10%的收益率要求下，一年后的5元等价于现在的4.55元。

同样，第二年末的5元，就等于5÷（1+10%）÷（1+10%）=4.13元。原理是将第二年末的5元，等于第一年末4.55元，然后第一年末的4.55又等于现在的4.13元。

同理，第三年末的105元，就等于105÷（1+10%）÷（1+10%）÷（1+10%）=78.89元，含义同样，现在你给我78.89元，我去存年收益10%的存款，三年后同样能拿到105元，因此在10%的收益率假设下，三年后的105元就等价于今天的78.89元。

综上所述，如果我想获得10%的回报，这张债券我最高出价只能是4.55+4.13+78.89=87.57元。

上面这个计算过程，就叫做现金流折现，而这个10%就叫折现率。

它的逻辑非常清晰，这张债券全部生命周期里（三年），带给我的全部现金流是三年内的利息15元，加上三年后还本100元，合计115元，按照10%的折现率计算，它的价值就是87.57元。估值结束。

然而很遗憾，股市里可没有这么纯正的投资品。

股市的难题

首先，公司股票没有到期还本之说；其次，公司经营利润可不一定和债券利息一样，全是白花花的现金，有些利润可能是会计做账作出来的，是欠条，水中花镜中月；再次，即便是含（现）金量十足的利润，但公司也不能像债券利息一样全部给你，它经常还要投钱进去更新设备或者扩产什么的，需要资本再投入；最后，公司每年赚多少钱可没人给你打保票。

这四个难题，就造成了股票无法象债券一样清晰的计算出来一个准确的价值，这才是“估值”的“估”字的含义。估值第一定律：精确到小数点后的所谓估值，都是逗你玩儿。

怎么解决呢？首先，公司股票没有到期还本一说，我们的“本”就得依赖下一位接盘侠出价才能拿回来。接盘侠在什么价格“一定”会来，这是股市里首先要考虑的问题。只有这个确定了，我们的“本”才能保住，避免了我们想别人的“息”，别人谋走了我们的“本”；

其次，公司的利润要区分是真赚钱（现金）了，还是只赚账上数字。如果只是账上数字，你还得估算它何时变成钱，能变成多少钱；

再次，如果你计算出公司创造出的含金量十足的利润数字，由于这利润也不能分光，公司可能还要更新设备或者扩产什么的。我们还需要去厘清，哪些投入是维持现有获利能力必须耗费掉的钱，哪些是为了扩大获利能力的新投资。对于维持现有获利能力的钱，我们将它当做费用处理（就叫维持费吧）。每年获取的含金量十足的利润里，减去维持费，剩下的就是自由现金流。

最后，把每年能创造出来的自由现金流，加上你计算的接盘侠会给的钱，一起按照你想要的回报率（折现率），按照不同年限收到的钱分别折现后加总，就得到了这个公司的估值。

讨厌的“但是”来了——

由于这些东西都是你的估算，既没有国务院文件规定，也没有银行担保，所以我们还需要给这个估值打个折扣，算成你承担未知风险的代价（风险溢价）。终于，你可以下手的价格，出来了。

除了你要求的折现率是个确定的数字以外（你可以任意精确到小数点后面 N 位，只是折现率越高，显然自己能出的价格就越低，买不到的可能性就越大），另外的东西都是变量：①接盘侠出价；②利润真假；③每年的自由现金流（它几乎不可能是一模一样多，可能还有波动）；④折扣。这四个变量+折现率，任何一个因素的变化，都可能造成“估值”的不同。

赔钱的投资决定，一定是以下一种或几种因素：

①过高的估计了接盘侠出价，被自己的乐观骗；

②将假利润当做了真利润，被公司会计骗；

③高估了每年产生的自由现金流，被自己的乐观骗；

④折扣要求太少，被不确定性骗。

不容易吧？本来就不容易。谁说投资赚钱容易，那一定是骗你的。投资很简单，但并不容易。Investing is simple,but not easy。

要赚钱的投资决策，一定是

①保守估计接盘侠的出价；

②仔细甄别真假报表利润；

③确认自己能够“大体”估算该企业的自由现金流；

④至少留出 30%以上折扣。

当然，虽然不容易，但也很简单，比如老唐就多次在雪球说过，我的估值法很简单，两句话：①三年后 15 倍市盈率卖出能获利 100%，我就会买；②高杠杆企业打 7 折。

这里代表着：

①三年内有机会在 15 倍市盈率水平交给接盘侠；

②能确认利润为真；

③能大体预测出三年后的利润水平；

④留有一定的折扣，实际上三年能赚百分之五六十就已经满意了。

以天朝股市的特性，①概率实在是太大了，常常有惊喜。难点在②，但最难是③。

认真读财报——解决②；理解企业、选择那些至少能看清楚三年以后净利润水平的企业——解决问题③，这没有捷径，凡是说有捷径的，要么傻要么坏。

然后嘛，简单了，傻傻地等个便宜价格，再待其远高于 15pe 的合适时机将筹码交给接盘侠。重复。

这就是笨笨夹头（价投）投资生活的全部。

第4篇.　　2016.9.6-聊聊估值（续）

2016-09-06　唐朝

昨天发了《聊聊估值（下）》之后，有朋友留言问：老唐，你为什么说 15 倍市盈率接盘侠一定会来，这个 15 是如何确定的？——好问题。

1955 年，巴菲特的老师格雷厄姆曾被问过类似的问题，那是美国国会证券市场委员会的一次调查询证，格雷厄姆作为证券市场著名专家到场接受咨询。

一名国会议员问：“尊敬的格雷厄姆先生，当您发现了某个特殊的情形，并且您仅凭臆想判断你可以用 10 美元买下，而它是价值 30 美元的，于是你买进一些。但只有当许许多多其他的人，认为它确实价值 30 美元的时候，您才能实现您的利润。这个其他人认为它价值 30 美元的过程，是如何产生的——是做宣传呢？还是什么别的？是什么原因促使一种廉价的股票发现自己的价值呢？”

这个问题就和如何断定接盘侠一定会在 15PE 来临一样，都是关于价值回归原理的疑问。格雷厄姆当时回答道：“这正是我们行业的一个神秘之处。对我和对其他任何人而言，它一样神奇。但是我们从经验上知道最终市场会达到它的价值。”

就这个答案而言，格老要么并不乐意解释，要么可能当时也没想透彻，仅仅是依赖于历史的统计。当然，现在，我们已经没有必要追究格老究竟是懒得说，还是因为自己也没想通。

今天，我们来理解这个已经不难。

首先，我们知道资本具有逐利的天性，正所谓金钱永不眠，永远在寻找回报率更高的资产；如果将世界上的资本看成一个总体的话，它最不愿意存在的形态就是：现金——因为现金不产生任何收益；

其次，市盈率实际上就是回报率的 1 倒数，20 倍市盈率的意思就是回报率为 5%，15 倍市盈率表示企业赚回的利润是你投资金额的 6.67%。如果存款赚 2.5%，国债赚 4%，资本会弃存款投国债，推高国债的价格。同样，如果国债 100%确定赚 4%，股权 70%确定赚 10%，资本就会弃国债投股权，推高股权的价格，直至股价上涨至回报率从 10%回落至 4%/70%≈5.7%为止；

最终，我们会发现，若是信息对所有人都免费而透明，自然而然，资本的逐利性会瞬间将所有资产的回报率拉至同等位置。就好比若工商银行有两款条件一模一样的存款，一个利率为 3%，一个利率为 4%，无需任何知识，任何头脑正常的人都会选择存 4%的（因而这种情况也不可能存在）。

然而，讯息终究是有成本、有价值、有门槛的，这个世界永远也做不到信息对所有人透明。否则，各尽所能、按需分配的共产主义，昨晚八点二十就实现了。由于信息的不透明，这个“回报率拉至（经风险加权调整后的）同等位置”的过程，得以慢慢实现，体现在市场里，就是或快或慢地上涨。当然，若是低

收益资产，这个过程是反过来的，或快或慢的下跌过程。

这就是价值回归的过程，并不神奇，就是围绕着无风险回报率上下波动的过程。无风险回报率就好像是一根引力棒，它的位置决定着资产价格的整体趋势。这也是我们经常会听到的加息利空、降息利好说辞的来源：提高无风险回报率，会打压资产价格；降低无风险回报率，就会提升资产价格。如同5%回报率的永续债券，如果今天存款利率提升为10%，那么这个面值100的债券，价格至少要跌过50元，才会产生吸引力一样。

利润真实的资产，15倍-20倍PE一带，提供着5%-6.67%的回报率，只要无风险回报率低于此数，接盘侠一定会出没。无风险利率低于此数越多，接盘侠出现的概率越高。这是资本天性，是不以人的意志为转移的市场规律——信心就来自于此。

第5篇.　　2016.9.7-估值好书推荐

2016-09-07　唐朝

老唐的《聊聊估值》三篇文章，简单粗暴，有朋友读完留言说，不过瘾，希望能介绍几本关于估值的经典好书，进一步研读。好吧，老唐反正属于闲的那啥疼的话痨，就给你们当一回垃圾图书过滤器。晓得你们担心老唐的白话文章，没有金融学院教授的专著靠谱。哼，哼，哼……

首先，关于估值的书，非常的多，闲人老唐看过一扒拉。但是，可是，但可是，大部分都没有阅读价值，纯属浪费生命。还不如看点儿网络意淫小说过瘾呢！话说最近除了追《我要做首辅》之外，另外也在看本口碑比较好的穿越小说《新宋》，感觉不错！——偏了偏了，还是回到估值书籍上。

前段时间好像在雪球上提起过，估值类图书推荐蒂姆.科勒的《价值评估：公司价值的衡量与管理》和埃斯瓦斯.达摩达兰的《估值：难点、解决方案及相关案例》。两本书的共同特点都是全面、细致，有案例配合，不仅讲了容易估值的成熟型公司现金流折现法，还讲了如何对成长型、初创型以及金融机构的估值法。缺点嘛，55555……好多公式，好多高等数学，老唐必须承认，虽然两本都有读过，但其中的确有些跳着读的，我跳，我跳，我跳跳跳……

如果你有到基金或券商工作的企图，又有点高等数学的底子，不怕看数学公式，希望写出高大上的研究报告，这两本书我觉着应该读。起码以后写研报的时候，可以刷刷刷摆出一溜公式，任谁都不敢小看你。但如果你跟老唐一样，颜值不高、学历不亮、智商一般般，算了吧，这两本书买来挺浪费的，一本88元，一本99元。88的六百多页，99的大开本四百多页，估摸着有81.6596%的概率，买回去了你也看不完——唯一欣慰的是，老唐浪费了钱，但好歹算是看完了的，至于吸收了多少，就只有天晓得了。

只是自己投资需要，还是简单一点吧！上面那本《估值：balabalabalala》的作者，专门为了照顾笨笨，写了一本简写本，书名叫《学会估值轻松投资》，全书一共只有227页，该说的都说到了，类似格雷厄姆将《证券分析》大部头，改写成科普版的《聪明投资者》一样。为自己的投资，我觉着读读这本足够了。反正对于初创型、成长型、成熟型、衰退型、周期型等类型的公司如何估值，都说到了。定价也不贵，才38元，电商羊毛薅下来，估计也就20多元，轻松好读，适合我这种笨笨加懒蛋儿了。金钱和时间成本都不高，我建议你——可以来一本!!

老唐以前推荐过的书，以及将来会推荐的书，通通会汇集到“老唐荐书”栏目，你可以长按下面的二

维码识别收藏，这样即便错过某篇荐书帖，也不用再来讨链接了。

另外，有本叫《估值的艺术：110 个解读案例》的书，虽然实在说的有点简略（110 个案例，一共才 256 页，你还想怎么地），但好在浮光掠影，作为泛泛了解，还是有帮助的。尤其是它提到过很多财务指标的具体应用，虽然解释的不细，但很可能不经意间给你捅开一层窗户纸，我觉得还是蛮超值的——至少读来不累。

大致就这样，这类书，别看多了。研究太多估值细节，老唐觉着是个投资的误区。除非你是计划专业写研报，否则读更多价值也不大，有那时间，多看看具体公司的财报，收获可能更多些。

第6篇.　　2016.9.8-估值的误区

2016-09-08　唐朝

所有的武侠江湖，都流传过武功秘笈的传说——盖世武功的传说；所有投资教科书，都有一个公式——自由现金流折现公式。

公式的大意，是估值需要分四步：

①将企业的发展阶段分为两块，一是短期 N 年的高增长，例如三年、五年、十年；二是 N+1 年之后的永续稳定增长；

②对 N 年内高增长产生的自由现金流，逐年折现加总，得出价值 A。折现的方法，《聊聊估值》里谈过；

③对永续增长产生自由现金流按照“N+1 年的自由现金流/（折现率-增长率）”数学公式，得出 N+1 年的企业价值，再将 N+1 年的企业价值折现到今天，得出价值 B；

④企业价值=A+B，打个 4—7 折，就是投资者买入价。

很清晰明白吧？然而，错的。

这个公式里藏着很多陷阱：

①该企业 N 年内的高增长，你是如何确定的，证据和逻辑是什么？

②你对 N 年高增长的估算，错误的概率有多大？

③N+1 年后的永续增长假设，依据的是什么？

④你真的理解永续两个字有多么恐怖吗？一家当前利润为 1 亿、永续增长率为 15%的企业，值多少钱，你心中有答案吗？

⑤4—7 折购买，究竟是 4 折还是 7 折，是梭哈还是分批，为什么？

⑥即便你计算企业价值正确，你 7 折买进，然后再跌 40%，你怎么办，为什么？

……

在我看来，这陷阱每一步都可能糟蹋掉数以万计的财富。芒格曾说过，数十年来，从没见过巴菲特拿计算器算过企业价值，如果需要计算之后才能投资，收益率一定比较差（大意）。他为什么这么说？你俩不是反复强调现金流折现法是唯一正确的估值方法吗？为什么自己不用？

用，怎么不用？

只不过不是这么用的！正如老唐说的“财报是用来排除企业的”，他们把现金流折现法，也当做排除企业的工具。

首先，排除生命周期可能比较短，或者自己无法确定的企业。因为企业价值等于其存在周期里产生的所有现金流的折现值，所以生命周期比较短的企业或者无法确定的企业，2 秒以内，巴神心中就发出了“滚粗”的呐喊！

理解了这一点，就能理解巴菲特和比尔.盖茨是挚友，可以将数百亿美元的财富托付给盖茨，但为什么从来不买微软的原因：因为巴菲特知道微软今天赚钱，但不知道微软能赚多久钱，不知道何时会有新的系统、新的科技替代微软，从而导致微软瞬间和柯达一样，坍塌了；

接着，排除利润含金量低的企业。一家企业，如果年复一年的赚取的利润，多是些应收账款，那代表了该企业在产业链上弱势。弱势意味着不具备竞争优势，意味着产品和服务很容易被替代。这样的企业，利润≠可以拿出来支配的现金，今天有可以拿出来支配的现金≠明天会继续有可以拿出来支配的现金，so，滚粗！

使用现金流折现法的投资者，最喜欢的财务报表是长这样的，你们遇到了一定要告诉老唐哦！

单位：元　币种：人民币

账龄	期末余额		
	应收账款	坏账准备	计提比例
1 年以内			
1 至 2 年			
2 至 3 年			
3 至 4 年			

然后，由于公式的永续增长率对估值影响很大，所以，企业会不会增长，也是现金流折现法投资者关心的重要问题。但这个增长，不是计算增长率为 2%、3%还是 5%的问题，而是展望未来，预计这个企业的产品或服务会越来越强大，还是会越来越弱？

只要能估计未来会比现在更好（好多少，不管），ok，不用去算永续增长部分的估值了，将成长看作价值的安全边际。按照不增长出价，以无风险回报率对应的 pe 倍数，给企业当前的自由现金毛估估一个价格上限，在此范围内尽力获取折扣即可。

综上所述，现金流折现公式的存在价值，是展示了投资思路：只投①可见的未来，商业模式没有毁灭危险；②在产业链中处于强势地位；③竞争优势会保持强大甚至会越来越强大——的企业。

注意，不是说“只有”投这种企业才能赚到钱，而是说只有这类企业才比较适合现金流折现思路。

至于其他企业，主要依赖相对估值法——甚至格老的烟蒂投资大法，实际上也更接近相对估值，只不过他拿资产重置价值来作为“可比公司”，或者类似风投依赖的“估值就是估人——投资就是投人”思路。这些同样可能赚到钱，只是它们不属于现金流折现思维的江湖。

第7篇.　　2016.9.9-估值的误区2

2016-09-09　唐朝

有朋友后台留言问：老唐，你说你的目标是三年后 15 倍市盈率卖出赚 100%，为什么国投 15 倍 pe 的时候，你没卖啊？——继续夸，好问题。只是事实略有出入。

去看雪球组合#老唐实盘#就知道，我目前持有的国投，最早一笔是 2016 年 1 月 11 日用川投换进来的。忘记了买入价，查了一下 K 线，2016 年 1 月 11 日，国投介于 6.72—7.24 之间，川投介于 9.14—9.7 元之

间，大体就是这个区间换的。

至于川投，正好我雪球上记录过这笔交易，是在2014年将之前持有的国投在10.48元卖出后，换进来的，成交价19.92元（经历了10送10和之后的10派2.7元，折合目前的9.69元）。当然，很遗憾，10.48卖出国投之后，最高涨到过15.16元——这算是厘清事实，以后有空谈公司分析的时候，老唐再聊搬砖的思考路径。此处先说这个15pe的问题。

与事实不符，但无损问题的价值。不如我替换一下问题，改成：老唐，你说你的目标是三年后15倍市盈率卖出赚100%，为什么你2013年在雪球开始鼓吹的茅台，复权价已经从不足100元，涨到300+了，市盈率现在已经20多倍了，你也没卖啊？

这是关于估值的另一个误区。回看一下前面谈我的粗暴估值法原文“我的估值法很简单，两句话：①三年后15倍市盈率卖出能获利100%，我就会买；②高杠杆企业打7折。”——注意，我说的是什么情况下，我会买。但后面并没有半句：“15倍pe我会卖出”。

那么卖出问题如何解决呢？

关于卖出的问题，各流派解决的方法很多，甚至于江湖流传“会买是徒弟，会卖是师傅”的说法。对于这些方法，老唐没有能力一一评价，只是分享一下自己的思路，不见得就是正确答案，仅供参考。

对我来说，买入和卖出是同一套方法，同样的体系，同属于现金流折现体系。包装成高大上文章的话，可以从Roe说起，写上万吧字，但套用老唐简单粗暴、通俗易懂的文风的话，只要两句话：

投资不存在卖出的问题，只是买入股票（房产、黄金、商品……）和买入货币的决策区别；

无法显著比较出两种决策差异的时候，那就当懒鬼不要动好了。If it’s not broken, don’t fix it——Mengdaier。

认得出来Mengdaier这么高大上的名字是谁吗？哈哈，逗个乐，是欧元之父、提出蒙代尔三角的经济学大师 Robert A. Mundell的拼音，坏笑ing——！

如果我完全不解释这两句，不知能否触动思考：老唐这扯的啥呢？神叨叨滴……试试，留个小尾巴。欢迎留言评论，谈谈你的看法，若有精彩观点，我会选出来公布在书房里讨论。

第8篇. 2016.9.12-部分留言点评

2016-09-12 唐朝

《估值的误区2》留了个小尾巴，留言的朋友很多，无法展示出来，甚是可惜（展示留言功能，要等腾讯觉得关注者比较多了，或者原创文章比较多以后，才会赐予，再等等吧），选10份吧！——排序随机，无先后之分。

1.

@崔华涛：谈一下我对《估值的误区2》中“投资不存在卖出的问题，只是买入股票（房产、黄金、商品……）和买入货币的决策区别；”的理解：

买入货币的优点是不亏损，那卖出股票的决策依据就是未来大概率股价会下跌。

股价＝pe ＊eps ，那股价下跌有多种情况，但是有几种情况我们是有可能预期的：

1、收益变化不大，pe 已明显高估，未来大概率下降。如果货币的无风险理财收益为 2%，则 pe 在 50 倍以上就要卖出了。

2、收益将下滑，意味着基本面发生了不利变化，卖出。

3、戴维斯双杀，更要卖出。而其他情况，尤其是短期预测估值和收益变化，超出大部分人的能力范围，还是 don't fix it。

老唐：这条模糊处较多，老唐要补充几点

①买入货币并非不亏损。相反，买入货币是 100%确定亏损的。只是时间跨度较长，幅度较小，一般人容易名义数字蒙蔽。1990 年老唐工资 104 元，拿回家 40，自己留 64，还能隔日吃一回肉。如果老唐将 60 元货币保留到今天，能买两斤排骨不？

在沃顿商学院教授杰米里.西格尔的传世巨著《股市长线法宝》及《投资者的未来》里，曾将其研究结果汇集成一张神图。很多投资（ji）者都是被这张图震醒的，我把它放在这儿，各位试试看，有没有一种醍醐灌顶的感觉：

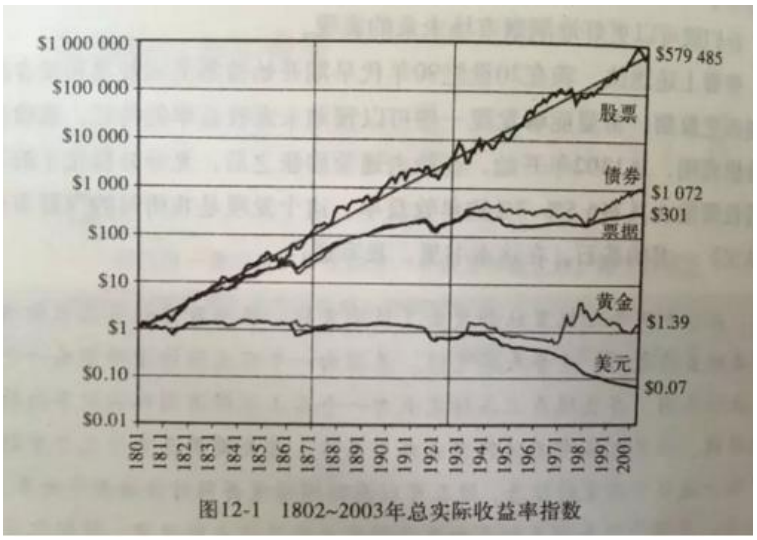


图12-1 1802~2003年总实际收益率指数

长期看，持有货币是包输的，是确定亏损的。期间“获利”是短期的逆势而为、刀头舔血所得，就好比下跌过程中打反弹的获利，一不小心就“赢颗糖、输间厂”。

长期看，持有股票的所有人加总是包赢的，所有人都是水位上涨过程中池塘里的鸭，你只要静静地待着（做到平均数），即可获取著名的“西格尔常数”利润——股权平均长期收益高于通胀 6.5%—7%——当然，如何做到平均数以及超越平均数，是另一个话题。

不仅有上面那张神图，西格尔的研究还发现：即便横跨大萧条和第二次世界大战的 1929——1954 的半个世纪里，sp500 的收益率依然远高于债券。资本市场最为悲惨的 25 年，假如你选择在大萧条前的巅峰时刻进入（没有比这更烂的择时了吧？），1 万元投债券 25 年后变 10700 元，如果投 sp500 股指变 44400 元。

②说“卖出股票的决策依据就是未来大概率股价会下跌”这句话，可以说对，也可以说不对。因为事实上老唐想表述的是“该股票的回报率已经远低于货币（或其他选择）了，就会买入货币/其他选择。至于该股票的价格是不是会跌，实际上并不在考虑范围内，就好比巴菲特十几元卖出中石油后，他也没想到中石油还会翻几倍一样。

但要说“大概率”呢，也对。高估的东西的确是大概率会回归无风险收益率，是大概率会跌——但一

定需要提醒自己，即便我们已知硬币有70%概率出人头，并不意味着它接下来就一定出人头，甚至并不能保证它接下里的10次里，就一定会有5次以上的人头。

2.

@安逸：实际是比较后哪个更高估。不管是股票之间还是股票与货币之间。@sven：股票和货币都可以现金流折现，所以不管是买入和卖出其实都是比较未来现金流折现，保留未来现金流折现较高的品种。

老唐：两位是线下朋友吗？感觉是“一个意思、各自表述”。都对。

3.

@悠闲钦差：看收贴时间凌晨了，有这样的领路人，是粉丝之福。卖出股票的三个条件，公司经营恶化，股票估值明显高估，有性价比更高的标的。那么这第一句话大概涵义就是我们持有的标的起码收益率要覆盖掉机会成本，无论持有的是股票，黄金，商品，当他们未来收益率很可能低于货币，那么就只能持有货币，反过来如果货币收益率不如其他，那么就持有其他。

第二句话，如果东西没坏，就别主动修他。第二句话的涵义，坦白讲没领悟到精髓，尝试理解一下：如果持有资产和持有货币未来收益率基本一致，那么持有谁都一样，既然如此，就少动吧，少动总比多动犯错少；如果着实判断不了谁高谁低，那么也少动吧，因为多动出错的概率更高，等到自己能看得清的时候，再动也完全来得及。期待唐师父揭晓答案。

老唐：过奖，不敢说什么领路人，就是想起啥就随便聊点儿，别期望过高——老唐实际是个懒人的。就你的留言，谈点儿自己的看法

第一段很好。第二段我大概这么解释一下吧：如果无法显著比较出两种决策的差异时，要么说明回报率差异不够大，要么说明你对其中某一种的前景还不够确定。

如果是前者，因为市场先生经常过度反应的，如果差异不大，很可能未来还是个随机变动；如果是后一种，那完全可以暂时将财富继续保留在原有的、自己确定性比较大的资产上面。只到自己比较确定的时候，或者差异大到可以一眼看出胖瘦的时候再动。至少，也省下了交易费用，对不？

4.

@jinking：是不是可以这样理解:股票有股息的收益，货币有利息的收益，只要前者明显优于后者就一直持有，前后差不多的时候就要考虑公司优质不优质了，前者明显低于后者果断卖出寻找新的优质公司。记得您雪球以前的签名是牛市是投资者的风落，风落应该就是额外奖励吧，牛市股价升高，股息相对就变少了，和货币利息比不再有优势，就到了考虑卖出的时侯。

总体来说，是的，就是酱紫的。小瑕疵是，用“股息”替代现金流折现思路，并不完全合适。举个例子：巴神的剥壳虾公司有史以来就只发过一次股息，怎么比呢？你可以再深入想想……

5.

@芦国刚：最后一篇文章大体上这样理解：茅台如果价值4500亿，但是因为像他这样好的企业目前A股市场上很难再找到，你就是把它在4500亿卖掉。1.你有可能这个价位买不回来；2.你也有可能买成别的套住就是茅台回调你也没钱买了；3.你一卖茅台大跌然后超低买回。这就看人品看运气了，但是问题的关键这是一只再也找不到的好东西你就愿意这么样去玩吗？我是不愿意！但是如果在2017年价格上涨到8000亿那就要跑路了。总言之在先确定好东西的前提下低估买高估卖。这一高一低说来容易做来嘛！呵呵。

老唐：没错。一家公司在合理估值区间，投资者是走是留，都有道理的，这部分可能更偏向于艺术吧！

6.

@赵立成：选择买入货币，应该发生在股票提供的 roe 已经低于市场的无风险收益率了。比如无风险收益率按现在的理财产品保本来算 4%，即持有现金的 pe 是 25 倍。当市场给予的股票估值高于 25 倍时，就应该卖出股票而选择货币。

老唐你说的 15 倍 pe 卖出，是建立在无风险利率是 6.5%的基础上测算出来的。至于茅台这个印钞机，除了 roe 高以外，每年还有一定的增长，再加上大消费高端白酒有品牌优势和涨价能力，天然抵御通胀，理应享受溢价，15 倍 pe 卖出肯定不划算。

@xwl：关于估值误区二，我的理解是这样的：1、持有股权是投资，持有现金也是投资；2、是否选择某种投资，是由它的未来现金流的现值决定的；3、当前投资是否转换为另一种投资，需要比较两种方式的未来现金流现值；4、两种方式的未来现金流现值差别不明显时，选择持有不变。不知我理解对不对？

@单骑走千里：个人不成熟的想法:把现金及其等价物也看作是一种投资品，当原投资品因为某些原因（高估、变质等），导致未来的回报率不如现金及其等价物时，就可以转换。具体的，小白，还不会 mo-:,@-D 另外，我觉得卖出其实是一个挺自由的事，大部分人纠结卖点是因为总想寻找最高点，总想吃全鱼的贪婪心理导致的。之于我，看 2p 差不多高了，股息率低到无所谓了，就会把心魔叫过来喝茶（我:哥们儿，差不多意思意思得了）。具体的，笔记本已备好，看看能不能等来老唐大哥的观点。

老唐：没错，你们三位说的都对，老唐也没啥需要补充的了

7.

@詹姆斯：投资永远是在买不同收益率的资产，如低收益率现金，高收益率股票等。找一个好的并且熟悉的股票不容易，pe 不是个人能控制的，一动不如一静。只要不显著高估，守着符合自己期望收益率的一亩三分地就好。——点评：是的，差异不大的话，纯从心理角度，也是做熟不做生，感觉踏实一些。

老唐：是的，差异不大的话，纯从心理角度，也是做熟不做生，感觉更踏实些。

篇幅原因，就选这 10 份了。留言里还有些很不错的提问，我尽量抽空成文来解释。

第9篇.　　2016.9.13-价值投资VS趋势投资

2016-09-13

释老毛：

时间紧急，不多说了。

老毛观点：中国的明斯基时刻未来不可避免；

大隐观点：中国的明斯基时刻已经到来；

价投观点：中国的明斯基时刻永远不会到来，或者即便到来也可通过选股逃出生天；　问题是，你信谁？

大隐无言:

风水轮转 千股跌停

时间紧急，不多说了。上午大盘放量下跌，神创领跌，妖股和强庄股的大幅回撤，确认本轮反弹结束。人类终究是理性的动物，全球货币大放水引发的虚假繁荣终究难逃对理性的坚守，几十万年进化发展出来对危机本能的感知时刻存在，十月初进场的高手已开始提前收割跑路，跑得快游戏开始了。一帮定力不足的新手和韭菜高位站岗，满怀期待，当然一帮媒体大神和著名黑嘴会继续鼓噪牛市，掩护庄家撤退。

大宗商品的疲软不堪已预示了一切，恒指表明了国际资金的态度。今晚欧美股指料将大跌，明日A股将继续暴跌。

双降不是免费的午餐，人民币汇率压力山大，随时可能跳水，引发全球金融市场新一轮大跳水……

查处妖股、IPO、注册制、禁售令到期、债市崩盘导致银行坏账暴增、电价下调、煤价大跌、货运量下降，无数个利空排队等候。

也许是今日下午，也许是明天、后天……虽然不能确定具体的时间，但可以肯定的是本周千股跌停将再次上演！

准备看跳水表演吧！

$上证指数(SH000001)$ $恒生指数(HKHSI)$ $乐视网(SZ300104)$ $浦发银行(SH600000)$ $招商银行(SH600036)$ $中信证券(SH600030)$ $华能国际(SH600011)$ $中国神华(SH601088)$ $国投电力(SH600886)$ $上海莱士(SZ002252)$

2015-10-27 11:40 相关讨论(351)

黄建平：

代表价投回应一下，严格说，不管是什么司机时刻，都无法预测是否到来，什么时候到来以及何种方式到来，我们所能做的是看清公司，评估价值，以合适价格买入。

我不会因为可能来了一个司机时刻，把我公司股权卖掉，等司机走后再买回来。老毛已经正式承认自己不是价值投资了。

释老毛：

什么是接地气的价值投资？

时间紧急，不多说了，回应一下老黄的批评：

1）我啥时候说过我是纯价投啊？我一直说的是半个价投，买入端看安全边际。我要是纯价投，没准一直被套牢或坐电梯呢；

2）覆巢之下，焉有完卵？中国发展模式下，99%的行业和公司依赖于宏观经济周期，你可以说通过自下而上选股满仓穿越牛熊，但斌也说过类似的话，结果跑得比谁都快，还自夸成长了；

3）满仓死多未必是真价投，空仓风控也未必不是价投。君子不立于危墙之下，是一种严肃的投资态度，雪球上一直空仓看空踏空的高手不少吧，塞斯卡拉曼永不满仓，这哥们儿早满把现金，已经踏空半个美股牛市了，他不算价投嚒？

4）美国是个成熟的市场经济和宪政国家，巴菲特的人生又赶上一个美股长期慢牛，他自己都说中了卵巢彩票，所以复制巴菲特也不能教条主义，要接地气，要理论与实际相结合。委内瑞拉为什么复制不了巴菲特？1949 年民营企业家们满怀信心建设新中国，比股民热情高吧，结果等着他们的是三反五反和冰冷的黄浦江水；

5）宏观经济很复杂，具体事件无法预测，但大方向大趋势反而简单清晰：任何经济体都遵循的规律，凡是亲市场化的时候，就兴旺，凡是反市场化的时候，就衰落。这对一个政经不分的转型期大国，尤其灵验，所以 1979、1992、2000 年时基本面再困难也要大胆做多中国，因为方向对头其他弊端统统退居次要矛盾，现在嚒，虽然中国比以前富了，呵呵；

6）至于投资完全不预测，是老巴自谦和矫情，我们则是东施效颦。这不科学，不符合心理学规律，

人类任何行为都是建立在预测和假设之上的。价投也预测，预测基本面不是预测？预测公司下一年业绩不是预测？只要预测，都有不确定性，预测市场变化和预测公司业绩，都是靠蒙，马尔基尔在《漫步华尔街》其实都批评过，不是不预测，而是对预测的态度，预测的关键是概率。

@唐朝　你说是不？

唐朝：

时间紧急，不多说了。既然艾特我，就回复一下：

1）没错，老毛确实没说过他纯夹头，且纯夹头坐电梯的确是家常便饭；

2）99%数字是乱说，宏观是个外延不确定的定义，乱说乱有理；

3）夹头不存在空仓，只存在按照估值（或曰预期回报）将资金配置在各种资产上，现金及其等价物是其中一种；

4）复制巴菲特（或其他偶像）必须教条，要照猫画虎、一板一眼认真学习。成了大师以后再考虑创新和改造；

5）预测，人人都做。过马路也赌不会被车撞，睡觉赌楼不跪跪，核心是变量的多少。宏观经济变量太多，每个变化预测准确性就算有 90%，10 个变量集合起来，准确度不到 35%。5 个诺奖大师可以提供 8 种宏观走势预测，且每种都有 300 页数据和模型论证，老唐数了数自己的智商点数，还是省点时间看美剧算了。

释老毛：

回复@唐朝:　【单一策略 vs.多策略系统】时间紧急，不多说了，回应一下老唐：@草帽路飞　作了量化搬砖的实证比较，我也先举个实证例子，这些操作都是雪球上公开披露过的，可追踪和验证，让我们看看这轮牛熊转化的投资绩效，单一策略和多策略哪个更有效：

A 账户，Buy　&　Hold 策略：中国平安，2014 年初最低 36 元，到现在 33 元（除权），一年半增值 94%，大概翻了一倍，跑赢上证指数 60%的回报；

B 账户，多策略系统：14 年初的冷门股建发股份 5 元多，这是格雷厄姆式的捡烟头，到 15 年 4 月 15 元失去安全边际清掉，换成三全食品，三全当时也不便宜，只是在消费股里相对低估，而且前期严重滞涨，但因为正好赶上博士提出互联网+口号，风口之猪，两个月后翻一倍，5.29 日复牌后清仓换别墅，这条线是一年增值 6 倍。即便是三全食品 6.25 日跌破 50 日线趋势已经明确发出卖出信号，此时清仓依然能保存 5 倍多的利润。也就是即便投 100 万，一年后变成了 500 多万，所以我说别墅是股市白送的，此言不虚！

这部分仓位，至少运用了格氏投资、题材投资、趋势投资（主要是退出和风控），实际回报是 Buy　& Hold 单一策略的 3 倍，注意，绩效不是提升 30%，而是 300%。

实践最有说服力！

1）我是个人投资者，投资就是为了赚钱，不是为了坚持某种理论体系的纯洁性，关注的是实效性（effective），而不是正当性（right），因此我是杂食动物，五谷杂粮什么有效，如果我信奉价值投资，是因为实践证明价值投资有效而不是因为它正确。毛主席为什么龙日天？因为他能把抽象的理论教条与具体的中国本土特色相结合，而不像王明等海归派那么坚持理论的纯洁性。

2）99%是泛指，中国这种投资拉动的模式之下，绝大多数行业与宏观经济周期相关，这个是不争的事实，也就医药、娱乐几个行业除外。

3）夹头不存在空仓，这个说法是文字游戏，你把现金定义为一种资产，就叫资产配置；把现金定义为非资产，就叫空仓，对于股民来说往往不持有权益类资产就叫空仓状态。

4）复制巴菲特（或其他偶像）必须教条，成了大师以后再考虑创新和改造，老唐你这是盲从权威，把真理的发现权垄断在大 V 大师手里，剥夺了人们的思想自由和怀疑自由。如果按照这个观点，巴菲特永远成不了巴菲特，他还没有成为大师的时候就反思和修正了师傅格雷厄姆的正统价投理论，称之为从猿到人的飞跃，我们现在学习的主流价投理论实际上就是巴菲特离经叛道的产物。至于芒格，从小屌丝时起从根上就不尿格老那一套，认为纯扯淡，并且成功的拉出巴菲特高举修正主义旗帜分裂了价投阵营。照你的观点，巴菲特、芒格自己没成大师之前就没资格反思和修正大师的理论？我叶良辰偏偏不服！

5）预测是人类的一种，存在方式，任何世界观都是建立在特定假设和预测之上的，不否认了吧。宏观经济不能预测是因为变量太多，这个我承认，我更认为公司的未来实际上变量也很多，几乎没有人能预测出一家公司 5 年后的业务和利润状况，王石对万科、马化腾对腾讯都发生过误判，所谓砖家学者行业领袖的观点，几年后回头看往往打脸。所以我说预测的关键是概率问题。

但是否就应当陷入神秘主义的泥潭，完全靠蒙呢？也不是，变量多反而需要一种化繁为简的洞察力，革命战争期间毛主席为什么成为公认的领袖？因为在全党同志迷茫的生死关头，只有他站得高，看得远，为全党指明了方向，带领全党走出了迷茫，而且事后证明他的少数意见往往是正确的，都服了。为什么毛是一个预言家，因为他实事求是，不迷信权威，不唯书，只唯实，善于从纷繁复杂的多个变量中抓住主要矛盾，这是一种最牛逼的能力。

唐朝：

做个纯夹头，还是在夹头的基础上兼顾趋势？

老毛，不想演化成为辩论而辩论，我另起一帖谈谈分歧算了，我猜我俩恐怕都属于只能被自己说服的人。

我俩的核心分歧就两点：

1）究竟纯粹依据估值而动，还是在估值的基础上适当考虑技术趋势？

2）究竟是纯粹研究企业个体，还是在企业个体的基础上考虑宏观经济？

这两点分歧背后隐藏着两个判断：

1）市场参与者的情绪波动（即趋势），是否可以被掌握？

2）宏观经济，是否可以作为投资依据？

对这两点，我的认识是：

1）市场参与者的情绪，只有在明显疯狂状态才可以掌握。这种疯狂状态，体现在对企业的极度高估或者极度低估。两者之间，它不能被掌握。既然极度疯狂状态，利用估值即可判断，而其他时候，我们不能判断，所以我就选择在此期间扮演一个安静的傻瓜。否则，热衷于技术趋势，时错时对，对时亢奋得意，错时深刻反省，周而复始，浪费青春。

2）所谓宏观经济，就是微观的集合。是在企业和家庭的财富创造活动上面，增加了财富重分配环节。预测宏观，相对于预测企业而言，其难度一定是几何倍数的。你认为自己可以具备“从纷繁复杂的多个变量中抓住主要矛盾”的能力，而我认为你我都没有。更坦白一点说，我怀疑这个世界真的有具备预测宏观经济变化能力的人。

以上就是我的观点。额外补充一个有趣的问题，关于你说的空仓和持有货币是偷换概念的问题。我不同意这个观点。我认为，当我们将财富配置在现金上的时候，背后的逻辑是当前股权的预期回报率低于现金（或类现金资产）回报率。而当你说空仓的时候，背后藏着的含义，是认为明天的股价会比今天低。

释老毛：

回复@郭小猎老道: 【澄清与答辩】时间紧急，不多说了。本质上谁也无法说服谁，但有些讨论的问题要澄清：

1）我从没说过宏观经济可以预测，老唐批判错靶子了，我承认宏观经济不可预测，而且微观企业实际上预测也很难。未来不可预测，我比纯夹头坚持得还要彻底。马化腾低价卖出过腾讯，我们外部股东凭什么比创始人还能看懂公司？所以，无论宏观微观，预测都是概率。

2）不可预测，不等于不预测。老唐完全按照估值配置资产，我不反对，但任何估值模式都是建立某种预测之上的，即假设过去与未来基本具有连续性和一致性。如果出现黑天鹅，那既有的估值模型就被打破了，出现价值崩溃。注意，不可预测与不预测，是两码事，跟帖中的很多高大上的批判是不经大脑的鹦鹉学舌。

3）以前我说过，还是忍不住再说，老唐你把技术分析和趋势投资搞混了，技术分析是热衷于预测，趋势投资的策略实际上是最反对预测市场的，做右侧，只追随，不预测，看看跟帖，大部分价投没搞懂甚至不屑于搞懂这一点就急于批判和嘲笑不同流派，实际上也是致命的自负。

4）我的投资系统在退出策略上就是融合了趋势投资，今年的实战效果我很满意，收益率远远超出持有不动的价投策略，我不迷信权威和理论，价投理论我不比任何人懂得少，但为什么我要搞修正主义？不是为创新而创新，因为实践告诉我要优化，我更相信实战业绩，而不是理论的纯洁性。

5）每个人都有自己的世界观和投资系统，不能要求整齐划一，不能不允许质疑权威，不能不允许探索和优化，巴菲特的价投和格雷厄姆的价投也不同，和而不同，求同存异吧。

有一点我坚持，世界上有没有在纷繁复杂的事务中能抓住而且善于抓住主要矛盾的神人？有，毛主席就是一个！诸葛亮未出茅庐已定三分天下就是这种眼光。此处我说的宏观不是指经济学中的宏观经济，而是一种历史大趋势，不仅当年的毛能看准，当代的李嘉诚也能看准，眼光之老辣，不得不佩服！//@郭小猎老道:回复@唐朝:虽然老唐不需要，也声援一下老唐。

1.预测企业已很难，宏观经济变量更多，预测难度是几何级别上升。在宏观预测的小概率事件上押注，不能算明智。相对预测企业就是做相对简单和确定的事，胜出概率更大。

2.预测股价就是预测全体参与者的想法和行为，俺也认为这个几乎不可能。但有人成，理论上吧，可能有人可担此大任。

3.老毛是奇人，开国老毛也是奇人，可能不在常人理解之列。如霍去病屡建奇功，但不循常理，不依兵书。老毛答应当新疆主席成功率更高，但千难万险后，真的成太祖了。但是但是，老毛和霍去病只有一个，胜出概率很低，但确实真的成了。对于常人还是需要善意告诫:动作危险，请勿模仿。

唐朝：

很好，继续深入了，勾出了新问题，可以继续聊。跟高手聊天是一种享受，也是对自己体系的质问，这是老唐乐意享受的事儿。先谢谢老毛。

1）你的第一条，谈到了“宏观微观，预测都是概率”，这一点，我是同意的，当然，同意了这条，

就无法同时同意你该条所说的“未来不可预测，我比纯夹头坚持得还要彻底”了。预测是概率，这个没错。正如我主贴说的，宏观是微观的集合，其预测难度相对于微观，一定是几何倍数的。你也同意，宏观变量太多，其预测正确的概率相当低（10 个变量，每个正确率 90%，最终正确率不足 35%）。

2）面对预测概率的客观难题，有两种态度，大抵老毛是采用人定胜天，坚持用自己的知识和智慧去尝试理解。而老唐则采取巴菲特所言的“我们不学习屠龙术，我们只躲开恶龙。我们不挑战 7 尺跨栏，我们寻找可以跳过去的 1 尺栏”。前者挥斥方遒、粪土当年万户侯，无论成败皆是划过星空的璀璨。后者冷静克制、平淡无奇，只求龟速前进到达终点。两种态度，谈不上对错，是不同的自我认知、不同的人生态度吧。但总体上而言，人定胜天论，比较适合类似老毛这种骨骼清奇、天赋异禀的非常人，而绝大多数人都会在挑战恶龙的时候，变成恶龙的盘中餐。这个老毛不否认吧？从这个意义上说，我宁愿老毛谈论宏观的时候，文采别那么令人仰慕（矛盾，若老毛失去了文采，雪球将会怎样？），因为你有很多崇拜者，他们很可能会自不量力地跟着走上那激情四射的不归路。

3）关于你说的趋势投资不是技术分析范畴，我很肯定的说，你的划分是错误的。公认的技术分析有三大假设：历史会重演，价格反映一切，价格沿趋势前进。跟踪趋势，是技术分析的重要、主要以及最核心的部分。所有的技术分析，无论是均线、kdj、macd、布林线、薛斯通道、乖离率……以及在其之上的一切衍生指标，最终无外乎两点，一是跟踪趋势，一是寻找趋势的反转。老唐不用技术分析，也不嘲笑，因为我知道，技术分析最害人的地方就在于“有时候他挺有效的”。这个就不展开说了，与我们讨论的主题无关。

4）所谓价值选股、趋势择时，是一种颇为流行的观点，也以其貌似包容的态度、不偏不倚的理性，吸引着众多拥趸。记得以前有位名人，常被媒体刻画为“左手巴菲特、右手索罗斯”，应该是这类信众的典型代表。老唐仔细想过持此种理念的人，根子在于其有意无意间做了一颗红心两种准备的打算：对了趋势获利，错了价值投资。或者说，是在抓趋势的基础上，增加了一根价值兜底的保险绳。不得不承认，这是对趋势投资的优化。但它却是价值投资（暂且这么叫吧，其实价值二字多余）退化。其本质是趋势投资，是放弃了止损系统的趋势投资，而非价值投资叠加趋势投资。

5）为何要如此拒绝两者的融合，为何要原教旨主义（死板、刻舟求剑、不懂变通）地坚持一套纯粹的夹头体系，难道这就是绝对的真理，不允许进步和修正，难道老唐你就看不见“巴菲特的价投和格雷厄姆的价投也不同”吗？——这需要回到格雷厄姆体系的核心来说，格雷厄姆建立的价值投资体系核心是三块基石：股权代表企业的一部分、市场先生、安全边际。巴菲特的确对格雷厄姆的投资体系做了改变，但为何巴菲特依然坚称自己是 85%的格雷厄姆呢？老唐的个人理解，这不是客气，不是礼貌，是因为整个系统，无论怎么变，依然建立在这三块基石上。

巴菲特只是在格雷厄姆习惯的「股权代表企业（资产）的一部分」的基础上，进化出了「股权代表企业（未来收益索取权）的一部分」，其他的两块原封不动。

如果在这套体系上，叠加技术分析（趋势投资），意味着放弃了市场先生（即市场波动不可预测、不可跟随，只可在极端情况下利用）原则，放弃了安全边际原则（趋势是走出来的，当趋势出现时跟随，意味着便宜不买、贵了再买），这是两套相互抵触的逻辑体系，推到尽，无法兼容。

6）以上是对老毛答辩的回复。下面再扯几条与本主题无关的闲言。

A.作为一个持功过零十开观点的毛黑，每次看见你崇拜某人，都需要靠教养和理性克制体内的兽性，

这很难过的，55555555……，恳请老毛跟我聊天的时候，尽量不要表达对某人的仰慕和吹捧，可好？就当在回民面前不说猪一样吧！谢谢。

B.@归隐林地　兄说到搬砖，我并不抵触搬砖，甚至@唐史主任司马迁　兄还将我命名为搬砖党匪首，强烈抗议过本人在两投上不合时宜的搬砖行为。归隐兄谈到的搬砖，使用的是现金和筹码之间搬。老唐个人认可的搬砖活动有：同一企业搬砖，例如 AH 搬砖；同质化企业之间的搬砖，例如当前环境下@云蒙　在不同银行股之间的搬砖，@东博老股民　在不同银行股估值差异较大的时候的接力换股；联动型企业之间的搬砖，例如国投川投主要资产和收益来源相同，可以推定大体合理估值差。至于归隐兄谈到的现金和筹码之间的搬砖，应该是夹杂了对明日股价的预测，逻辑上兄会对也会错，属于经验、直觉和运气的混杂。我个人不认同这属于搬砖，也不会如此做。

C.要说投机，唐史主任司马迁追逐基本面热点手法，我觉着还不错。虽然我没这个能力、也没这个精力学习，但我反复想过他的操作，是集合大量的蛛丝马迹（类似于情报分析），先人一步推测基本面上将会发生些什么重要的触发事件，并寻找这些触发事件可能引发市场对什么股（或什么板块）的炒作，下注狗改不了吃屎、题材不会被市场浪费，提前潜伏进去，静待题材如期出现。在其他条件不变的情况下，题材没有出现或者出现后居然狗不吃，退出即可。

多次反复博弈下，兑现的有利润，没兑现的总体持平（当然，承担系统性风险，和套利类似），从而使自己占据优势。但这种作法，需要分散、多次，并花费大量时间和精力，还要具备信息渠道及真实性甄别能力。个人感觉，当年的一哥王亚伟，也类似这种手法（纯个人感觉的表达，没有研究，勿喷）。

D.最后强调一点，老唐所知有限，知识面有限，也从来木有一桶浆糊的梦想，我谈论我所知的，是希望和同道交流，获得指教，没有任何贬低或说服别人的意图。证券市场获利手法很多，许多我也不能理解，只能暂时存疑，例如徐翔的公开业绩、例如进化论一平的基金操作、例如山神和鹿公的日内 T、例如丹神的择时……这些都是看得见的、不能否认的成果。老唐学习自己能理解的，存疑自己不能理解的，仅此而已，板砖请选泡沫的，谢谢。

释老毛：

【干货】老唐大显神威，舌战群儒的架势理性的辩论，理越辨越明，我再回应一下：

1）无论宏观微观，未来不可预测，这是共识。

2）人定胜天，其实不是，而是根据概率分布大概率上下注，价值投资讲安全边际，趋势投资讲敬畏市场，都是尊重客观规律，而非主观任性，既然不可预测，谈何人定胜天？承认世界的不确定性，概率、试错、纠错，才是正道。老唐的不跨七尺围栏，也是概率，君子不立于危墙之下，也是概率。

3）技术分析包不包括趋势投资，这个也是概念之争了，看怎么定义，广义还是狭义。即便按老唐定义的广义的技术分析，那在内部亦分成预测派和追随派。预测派是神棍，短线明天走势如何，除了上帝谁也不知道；追随派，不预测市场，只追随市场，“截断亏损，让利润奔跑”，这句话是趋势投资的精髓，我悟了很多年，并非无稽之谈。

老唐说市场趋势不可预测，不可追随，前半句对，后半句商榷，谁说趋势不能观察不能追随？趋势当然可以追随，只要设定止损风控机制即可。我做过实验，老唐你也可选一只股票甚至指数，例如茅台、平安，以 30 日或 50 日均线为标准，只做右侧，线上则持股，跌破则清仓，十年复盘一下，右侧交易穿越牛熊的回报与左侧交易 buy＆hold 策略的回报是差不多的。欧奈尔的 Canslim 系统就是严格的右侧交易系统，

其有效性也被验证。左侧，右侧，都能赚钱，只有瞎炒必定亏钱。价投做左侧，不能否定右侧，世界很大，价投们应该多出去看看。

4）说到核心了，左侧与右侧如何结合？老唐说“价值选股，趋势择时”，这是李驰的流行说法，我早就把这个策略证伪了！很简单，在同一时点，你不可能做到兼顾左侧和右侧。老唐显然没有认真读过13年红周刊对我的访谈，我的思想三年前在那篇访谈就成型了，今年的实战成功只不过投资系统的一个验证结果。具体如何结合？一句话：左侧买入，右侧退出；价值底买入，趋势顶卖出；既要赚价值的钱，也要赚泡沫的钱。（此处省略一万字，具体在本人创作的书中会有详细的思考和披露）

5）最后谈到巴菲特对格雷厄姆的修正，巴菲特自己说70%的格雷厄姆，但很多人认为他更像70%费雪，这个一直有争议，但共识是修正力度是很大的，其实是离经叛道了。我不太赞同老唐的解释，不是仅仅对第一点股票的性质理解不同，两种策略的逻辑是不同的：格老重视股价的安全边际，实际做的是二级市场套利，博取内在价值和股价之间的差价；老巴重视的是企业的护城河和对企业的控制权，实际上是股权投资，完全可以不依赖于二级市场。这是因为时代不一样，市场状况不一样，格老和巴老资金性质也不一样，时移事易，变法宜矣，巴菲特也在变，我们呢，与二老都不一样，让实践检验真理，否则照猫画虎，有可能是东施效颦。

唐朝：

非常好，观点都表达明白了，就拿你这篇作为本次辩论的收尾吧！

第10篇.　　2016.9.18-投票调查

2016-09-18　唐朝

Hello，各位好！中秋节玩的愉快否？有木有完成长三斤的目标啊！时间真快，假期似乎嗖的一声就过了……不过呢，好像离国庆大假又不远了！

在距离国庆节前大约十天时间里，唐书房推送什么内容，需要你来做个决定，往下看……

事情是酱紫滴

起初，老唐写了一段时间《手银》以后，总觉着银行业专业术语太多，总也没法写的像《手财》那么轻松，总担心读者读的累得慌。

肿么办呢？老唐想起读过的那些硬工业穿越小说，以穿越小说的形式做科普的途径，真不错。就想啊：我能不能也以小说形式介绍一些银行知识，让人一边娱乐，一边搞懂知识？

拿衣物！

梦想很丰满，现实很骨感，老唐图样图森破。小说做初级科普可以，但对于银行财报这么专业的东西，想彻底于娱乐形式写出来

后来想着：要不，一章专业插一节小说，这样调节着读，应该也会轻松些。就断断续续地写了大概两万字的小说。

啥内容呢？

穿越回大清开银行——YY 金融强国、改变历史！当然，主要是为科普银行业的老祖父--票号知识的，穿越只是个噱头。本身也只计划了小半本书的厚度，严重缺乏跌宕起伏的故事情节上，而前两万字也就刚刚铺开故事，所以嘛，论小说，顶多算三流四流档次的。

然而，讨厌的然而，虽然我尽可能地规避《手财》已有内容，《手银》和《手财》重复的部分大约也就 5%——有时候，为了上下文完整，不得不有少量重复——但是，《手银》的专业部分篇幅，目前已经略超《手财》的厚度了。

如果再插几万字小说，改日你捧在手上就难过了，于是，不得不放弃插小说的想法……小说正式宣布太监

现在问题来了：半截确定太监、关于票号的三流穿越小说，你会想看吗？请参与下面的投票，投票截止日为周二（20 号）收盘前，若有投票人数过半反对，我就不发了；反之，就献个丑，连载到国庆节前后。

第11篇.　　2016.9.19-谈谈选股

2016-09-19　唐朝

在投资活动中，核心动作不过是选股和持股两大部分，其中选股又是基础。选股，通常有两种路径，一种是自上而下，一种是自下而上。

自上而下

自上而下，选择的路径是先选行业再选企业。思考路线是首先前瞻性地找出未来发展空间较大的行业，即先找到一张可能越来越大的饼；然后再寻找这个行业内某家或某几家优势企业，即找到未来在这张大饼

中可能获取较大份额的企业。如果有条件的话，还可以在选择行业之前，加上选择国家，即首先选择那些经济增速可能较快的国家，然后才在这些国家内去选择发展空间大的行业。这种方法，对投资者个人商业前瞻能力要求较高，投资者需要具备识别产业机会的能力，能大概率判断出未来某产业的腾飞。大部分成功的风险投资家，以及大部分成功的企业家，都是因为选择了正确的行业，站在了风口。你是一只天鹅，大风会助你翱翔天空；你是一头笨象，大风也会推你化身飞天神象。

自下而上

另一种路径是自下而上，即首先寻找净资产收益率高的企业，然后分析企业获利能力强的原因，再挖掘该企业获利能力是否能维持或者扩大。

这种方法一般从 ROE 入手。长时间维持更高的净资产收益率，意味着一家企业赚同样多的利润，用了更少的本钱。或者用了同样的本钱，赚到了更多的利润。——注意，与股价无关，与 PB 无关，因为股价高低，是股东之间的交易，并不直接改变企业经营中的可用资源。

同样多的投入，获取了更多的利润，这不科学！不符合资本逐利性特征。投资者可以沿着这个问题向下追问：凭什么？为什么同行没有抢走它的额外利润？——最终我们一定会发现某种没有被计算在报表净资产里面的特殊资源，然后恍然大悟：原来多出来的利润是这种资源带来的。

通常而言，这种资源，可能是能干的管理层，可能是很难模仿的独特产品，可能是品牌或其他无形资产，可能是地理条件或者其他原因造成的成本优势，可能是规模门槛，可能是客户离开很麻烦的服务，可能是越多人用价值越大的网络效应，甚至可能是某种中国式关系……等等（备注：这部分内容推荐阅读帕特.多尔西的《巴菲特的护城河》一书。薄薄一本，不足 200 页，但很值得一读，老唐荐书里有）。

当投资者发现了这种独特的资源后，就可以展开思考：这种带来利润的资源，未来是能够保持乃至越来越强大，还是可能被其他行业或者本行业内同行削弱？——如果答案是前者，那我们就发现了一个优秀的潜在投资对象。

然而，大部分市场参与者难以通过这样的活动获取理想回报。原因嘛，是因为做这些研究需要花费大量时间，并且经常会出现研究后发现，绝大部分公司的特殊资源优势，很难确定会持续。真正能够保持乃至越来越强大竞争优势的企业，总是那么稀少。看上去投资者所做的大量研究似乎白费了，这相当令人沮丧，也相当令人感觉乏味。远不如预测市场涨跌有成就感——会有 50%的成功率啊！如果加上人类大脑在进化过程中保留下来、过滤负面信息的自我保护功能，大部分人都能觉得自己的预测准确率起码能到 70%。

而且，即便真的发现了能够保持甚至能够扩大竞争优势的企业，很可能你绝不是唯一一个发现的，更不是第一个发现的。市场中潜藏着大把的聪明人，你会发现这样的企业一般都不便宜，大多数时候市场已经给过那种特殊资源足够的估值。我们需要默默等待，默默忍耐，等待市场给出误判的时候，才有机会将其收入怀中——这很枯燥，让很多人感觉无聊，而人性本就求新求变。

仅仅与枯燥作战，就足够淘汰 80%的参与者了。在市场里待过一段时间的人，都会知道：股市里最难的不是买卖，而是什么也不做，就静静地看股价上蹿下跳。

所以，市场长期的赢家总是少数，多数人只是在快乐的“新”和“变”的愉悦刺激中，在高达“70%”以上的预测准确率中，付费完成了自己的娱乐活动——所有说投资很容易的人，都忘记了这里集中着最多的聪明人，都想在最快的时间里，用最少的金钱获取最大的收益，竞争比其他行业只强不弱。尤其是进入门槛还那么低，怎么可能竞争弱呢？

自下而上选股，还有一种高胜算策略，就是一篮子低 pb 或低 pe 策略，以后有机会又聊。

第12篇.　　2016.9.20-超级金融强国01

2016-09-20　唐朝

01.

“醒了，醒了！掌柜的，他醒了！”大声喊的是个小伙子，人很精神，脸上毫无遮掩地表露着欢喜，一扭头，长长的辫子甩过来，差点打到文和的脸。

“辫子？辫子！”文和愣了，“这是进了那个清宫戏剧组？不对啊，我记得从行里下班，路过青云胡同颜料会馆旧址，那辆面包车疯了一样的撞过来，然后……然后就断片了。”

“醒了？”问话的是小伙子口中的掌柜，身材清瘦，步伐稳健，估摸着有五十岁上下，长相没什么特别的，只是眼睛比常人亮一些。要说特别，也就是腰间挂着的玉佩和手上的扳指绿幽幽的，让不识货的人也能感觉到富贵气。

“小伙子，你叫什么名字，到青云胡同做什么，怎么受的伤啊？”掌柜的坐在床边问道。

“我，我叫文和。我……”，文和不知道该怎么回答，路过、被车撞了？这究竟是什么地方？还是先看看吧！“我……头疼！”。

“头疼啊，那先休息，有什么事儿等养好伤以后再说。天义，仔细照看着，待陈先生开过药以后，你叫辆车把这位小哥送回我们分号安顿。我先回柜上了。”

“好的，掌柜的。”天义看上去对掌柜的非常尊敬。

“天义哥，这是什么地方，我怎么来的这儿？”等掌柜的起身出去了，文和赶紧追问笑嘻嘻的天义。

“这是青云胡同颜料会馆。今天我们是雷掌柜从平遥总号过来，参加京都颜料会馆重修周年庆典的。本来嘉庆二十五年就该搞的，结果嘉庆爷驾崩，国丧期间禁止聚会唱大戏，就拖到今年了。咱柜上是同行里规模最大的、为会馆重建捐银子最多的，同行们非要雷掌柜来主持庆典。

庆典结束，刚出门口就看见你一脑门儿的血，躺在会馆门口，几个小叫花子正翻光你的口袋一哄而散。雷掌柜让我们把你抬进来，已经请陈先生瞧过了，说你福大命大，除了头碰破了，右手轻微骨折以外，没什么大碍，将息些日子就好了。

诶，你从哪儿来啊？怎么穿的衣服像洋鬼子，也没留辫子。你是给洋人做事的，还是在洋人那边上学的？我在京城见过几个洋人，也穿你这样的衣服，也没辫子。

你怎么来这儿的啊？一头血是怎么回事啊，遇到贼人了？你身上啥也没有，丢了些啥？最近没听说京城里大白头的有贼人劫道啊！这大冷天的，贼人也要猫冬啊……”

天义显然是个话痨，被文和一句话勾出一长串疑问，却也很快地让文和大致明白了自己的状况。

看昏暗的油灯下天义一脸关切的神情，文和有点犹豫了，心道：“这究竟是剧组拍戏，还是进了另一个时空？观察观察再说。”于是皱皱眉头，摸摸头没说话。天义很有眼色，不再追问，转身出去招呼开完药方的先生去了。

一会儿，马车拉着受伤的文和，嘚儿架嘚儿架地出了会馆。没多久，文和就确定自己不是在拍戏，可能真是进了另一个时空。一路走过好几条巷子，寒风呼啸中，没见一栋高楼、没见电线、电线杆、墙体广

告什么的，路边的人户，家家都挂的灯笼，没有一丝电灯的灯光。再说了，也没有摄像剧务化妆师之类的人跟着。

穿越？！看辫子和衣服，我来的是清朝，清朝什么时候？文和迅速地搜索自己脑中有限的历史知识：“天义哥说去年是嘉庆二十五年，老皇帝驾崩，新皇帝继位。嘉庆嘉庆，电视剧里说和珅跌倒、嘉庆吃饱。和珅是乾隆的宠臣，嘉庆帝应该是乾隆的儿子。嘉庆二十五年驾崩，说明他在位 25 年。今年是哪一年呢？

乾隆乾隆，康熙康熙，雍正雍正，对了，上次读亚当斯密的《国富论》的时候，有个介绍说 1776 年对西方来说是个伟大的时刻，在欧洲大陆诞生了《国富论》，构建了整个经济学体系的基础，提出了“无形的手”的伟大概念。在美洲大陆则诞生了《独立宣言》，宣布人生而平等，都享有生存、自由和追求幸福的权利。那一年，东方大陆是大清乾隆四十一年。

乾隆？电视剧演过，乾隆长寿，做了 60 年皇帝，因不敢超越他爷爷康熙的在位年限而主动退位。乾隆四十一年到嘉庆二十五年，中间就是 44 年，那么今年应该是 1776+45=1821 年？哦耶，肥皂剧还是有点作用的。”文和高兴地想。但转而突然想到，“我去，后面就记得个 1840 年的鸦片战争，接着又是太平天国造反，我好像来了个比较惨的时代，命苦。”

天义一边随着马车颠簸，一边好奇地观察脸上脸上阴晴转换的文和，关切地说：“你别担心，我们雷掌柜人可好了，他说了，你在我们颜料会馆门口受的伤，我们西裕成不会不管你的。你啥也别想，先把伤养好再说！我看你象个读过书的人，天无绝人之路，问题总会解决的。”

“谢谢你，天义哥，对了，我还没请教天义哥贵姓呢？还有你家掌柜的怎么称呼？”

“我姓范。我家掌柜的叫雷履泰。”

“雷履泰，雷履泰，雷履泰，这个名字怎么这儿耳熟呢？”突然间，一道亮光在文和心中闪过，雷履泰，颜料会馆，平遥，这不是行里培训的时候，特意讲过的“中国银行业的乡下祖父--日升昌票号”的创始人吗？我来到银行业在中国启蒙的时刻了？这么说，我的专业知识可能用的上，甚至，我可能参与历史的进程？文和想到这儿有些激动，头脑里浮现出金融强国、改变历史轨迹的一些春秋大梦，脸上露出了笑容。

“文和，你笑什么呢？”天义很直率地问道。

“没事儿，没事儿，感叹自己福大命大，遇到天义哥和雷掌柜这样的好人。对了，你刚才说你们字号叫什么？洗浴城？”

“不是喜玉城，是西裕成，山西的西，富裕的裕，成功的成，我们是平遥最大的颜料庄，也是京都最大的颜料字号。”

“哦，谢谢。西裕成，颜料庄。”文和心中默想，还没涉足票号业，呵呵，老天爷派我来这儿，看来是有特殊用意的，我得推着雷掌柜尽快搞银行。

未完待续

第13篇.　　2016.9.21-超级金融强国02

2016-09-21　唐朝

02.

次日，雷掌柜和京都分号的毛老帮（老帮：分号经理）一起来看望受伤的文和。文和顺着天义的猜测，表明自己幼时随父母去了西洋，现在父母不在了，自己孤身一人回来寻祖。结果昨日东西被抢，写有要找的人地址和姓名的信件也丢了，一时没什么去处云云。雷掌柜当即表示在颜料会馆门口被劫，颜料会馆有连带责任，没什么去处就暂时在西裕成京都分号落脚，等伤养好了，要走要留再做打算。就这样，文和暂时在西裕成住下将息不表。

这一日，雷掌柜、毛老帮正和同兴公镖局王正卿王镖头规划月底将全年利润运回总号一事儿，来了位平遥老乡，在京城做皮毛生意的，也是要运银子回家。数量不大，不值当请镖局单独走一趟，想搭雷掌柜的镖一起走。熟人，量又不大，小事儿一桩，雷掌柜一口答应了下来。

文和眼见机会来了，在院子里兜来兜去，好不容易等到雷掌柜送走了王镖头，急忙凑上去："雷掌柜，可否借一步说话？"

雷掌柜疑虑的眼光扫了一眼文和，看文和认真的样子，遂让进屋里："请讲！"

文和慎重地理了理用语说："雷掌柜，我在西洋学过金融。今天老乡搭车谈运银子回乡一事，触发我想到一个商机，很可能可以改变我大清国生意人的经商方式，并为柜上赚到巨额利润。"

"哦？说来听听。"

"雷掌柜，目前大额生意的支付，以白银为主，而大部分产品的生产、采购和销售不在一个区域内，因而白银经常需要运来运去。我对白银的运输不熟，但可以想象无论是人背车拉，都少不了巨大的花费吧？"

雷掌柜眼中亮光一闪，犹豫了一下，还是耐心地答到："是，一千两白银需箍木制银鞘一付，两付银鞘需马一匹。考虑到制鞘、搬运、舟车马匹、役夫、镖局等花费，京都到平遥运银费用以单次总量不同，大体每千两的花费在二十余两至五六十两不等。"

文和注意到了雷掌柜眼中的亮光，估摸着触到了雷掌柜的心思，继续大胆说到："再考虑到大笔白银在路上的安全问题，整笔费用一定相当可观。然而，不仅京都有往平遥运银子的需要，平遥也有往京都运银子的需要。如果我们依托总号和分号的信誉，借鉴和发展唐代官府飞钱和宋代蜀地交子的模式，分开两地收银子，两地给银子。客人拿着一地存银的票据，到另一地取银。而我们只运输差额部分，大部分的运银耗费，柜上并无实际支出，就会成为利润。

（注：唐飞钱为唐朝官府所办，主要目的是为了杜绝商人将铜钱带离京城，引发京城钱价上涨。商人离京时，需将铜钱交于进奏院，由进奏院向目标地政府签发支付命令，商人到目标地后凭票领取钱款。宋交子则是为了解决宋代四川地区内铜钱缺乏、铁钱沉重而发行的一种纸币）

我们还可以代管存银，免费保管乃至贴补银主一定的利息。这样，大部分异地存取的差额，也可靠存银周转，大量减少运输耗费。如果我们在全国各主要商贸中转地，都开分号的话，节省下的运银费用，我们打折收费赚一部分，银子的主人也省下一部分，还不用担心路上安全问题。甚至收银到付银还有一段……"

"收银到付银，还有一段时间差。这个时间差里，我们还可以将客人的本求我们的利，是不是，文和？"雷掌柜哈哈大笑起来，眼睛眯成了一条缝："好小子，所见略同啊，自从前段时间闹白莲教，老朽就开始琢磨这件事儿了！没想到天下间还有人跟我想法一样，哈哈哈……"

"不仅如此，雷掌柜。一旦信誉做起来以后，只要客人认为我们的票据随时都可以兑换现银，他们甚

至没有必要在家里存银子，也没有必要兑现。只要保留我们的票据，需要用银子的时候，直接将我们开出的票据支付给对方即可。那时候，我们写的票据，就是银子，就可以买来棉布买来丝，买来牛羊买来马……”

雷掌柜嘴巴张开半天没合上，似乎遗忘了文和的存在，脑中天马行空起来，显然这个问题是他之前没有想到的，有点震惊。“天义，天义，去请毛老帮过来，就说有要事需要议一议！”

未完待续

第14篇.　　2016.9.22-超级金融强国03

2016-09-22　唐朝

03.

经过三个人连续几天的详谈，基本思路确定了。雷掌柜决定带文和先走一步，赶回平遥，和东家洽谈西裕成转型一事。运银事宜待商议后再做决定。如果需要运，就由毛老帮与镖局接洽。反之，若是东家同意留在京都分号做本钱，自然就不需要跑这一趟了。

然而若是不运的话，也需要给王正卿王镖头解释清楚，以免产生误会。毕竟王镖头江湖人称“面王”，师出京城武术名家刘大枪，艺成后再拜刘大枪的师兄、当今皇上的拳脚师傅贾殿魁为师，一杆从挂面杆子里演化出来的长枪使得出神入化。加上又是当今皇上的同门师弟，在北方武林算是赫赫有名的人物，维持好关系对柜上的生意很是重要。这说下的镖若是不走了，总得毛老帮亲自登门解释才好。况且以后搞票号，也少不了需要请王镖头安排人护院守银窖。

稍作准备，这一天，雷掌柜、文和、天义以及马车夫一行四人，离开京城直奔平遥而去。文和长这么大，还没离开过北京，更别说见识大清帝国的京师之外了。可惜官道和高速没法比，一路那叫颠簸啊，多亏雷掌柜和天义一路闲话解闷儿，顺带也向文和介绍东家和字号的情况，这才算是勉强打发日子。

原来东家姓李，祖籍陕西汉中。元代来平遥做官，落户于平遥达蒲村。山西地处长城内侧，位于游牧民族和农耕民族的交界地，天生的贸易场所。加上前朝大明天子为抵御北方侵略，沿着长城设辽东、蓟州、宣府、大同、太原、榆林、宁夏、固原、甘肃九大边镇，常年驻军 50 至 80 万，一应钱粮兵器、穿着花费，均需从南方调运，由此山西汉子多以马队驼队从事长途贸易为业。以致于雍正年间，山西巡抚刘于义曾上奏说：“山右积习，重利之念，甚于重名。子弟之俊秀者，多入贸易一途，其次宁为胥吏。至中材以下，方使之读书应试。”（脚注：中国古代地图坐北朝南，与现在的地图相反，标示方位上南下北，左东右西。山西在地图上位于太行山右侧，故称山右）

起初，商人们将山西潞州的蹄铁、兵器、铁蒺藜并陕西河南的粮食运至边关，再将蒙古的皮毛牲畜以及山西出产的蚕丝绸缎、潞盐、铁器运入京都、开封、西安、汉口等地转销。大明隆庆年间，因蒙古大汗降明，受封“顺义王”，明蒙边境贸易沿着九镇繁荣起来了。

到了大清康熙皇帝中后期，北方疆土大为开阔，战乱匪祸也基本肃清，清俄间自发的边境贸易愈发繁荣。雍正六年，中俄双方签订了《恰克图条约》划定清俄边界，建立了正常稳固的贸易关系。在此背景下，山西商人逐渐开发出南起闽浙粤，经汉口、开封、太原、京都，北至恰克图（现俄罗斯与蒙古国边界）的南北商路，以及东起奉天、西至伊犁的东西商路。主要贸易是以武夷山茶叶和江浙的绸缎、布匹、瓷器交换俄罗斯及蒙古的牛羊马匹、各类皮毛，并在境内经营潞盐（产于今山西运城）和长芦盐（产于渤海沿岸）

贸易。大同、平遥、太谷一带，因地理位置处于两条商路的交叉区域，多年经营之下，已隐然有北方经济贸易中心的气象。

东家祖上经营颜料生意。山西自明朝起就大力推动种桑事业，明洪武二十七年，朝廷强令“每一百户，初年二百株，次年四百株、三年六百株……违者，全家发云南金齿充军”。在该政令推动之下，山西在明代就已经跻身全国三大丝织专业区了。

种桑养蚕带动丝织印染，对颜料需求很大。颜料有数十种颜色，分为生物和矿物两大类。东家的颜料庄以生产孔雀绿闻名，孔雀绿又名铜碌、铜绿、铜青等，主要从重庆购买云铜，顺长江到汉口经开封回平遥。在平遥将铜片覆以醋糟加热，使之酸化后剥下铜锈加工精制即成孔雀绿。颜料产出以后，除供应山西本地染坊，还远销京都、汉口、奉天、西安等地。因此西裕成颜料庄在这几座城市均有分号，其中尤以京都分号和汉口分号规模为大。

经过几代人的努力，尤其是这一辈东家李大全和掌柜雷履泰惺惺相惜，使雷履泰的商业天分获得了充分的发展空间。目前，西裕成已经是平遥最大的颜料庄，达蒲李家也成了在山西省内很有影响的平遥首富。也正因为此，京都平遥颜料会馆重建落成典礼，一众同行一定要邀请雷掌柜主持，这也才有了会馆门口救文和一事。

从天义口中，文和也大致得知了雷掌柜的一些情况。这雷履泰是平遥有名的大能人。十几岁就进了西裕成颜料庄当学徒，靠着聪明能干算术好，原来老东家在世的时候，就特别喜欢他。少东家，就是现在的东家，更是和他谈得来。

雷履泰当伙计起，就以会做生意和为人诚实在平遥出了名。那时候，雷履泰在柜上当个小伙计，有一次，柜上派他跟着伙头去南方采购。走之前，雷履泰想起经常有南方人到平遥收党参，推测党参在南边好卖。就把自己攒下的钱全部买成本地党参带上。到了南方，果然贵好几倍，一次就赚了 18 两银子。18 两银子啊，大约是小伙计两年的工钱，结果雷履泰回来就把银子交到柜上了。

老东家和老掌柜就奇怪，说你拿自己的钱赚的，为什么要交到柜上呢？雷履泰说，他这是出公差顺便带的东西，赚的钱当然应该算柜上的。如果柜上不派他出差，不负担路上的花费，他也不可能赚到这笔银子。结果老东家和老掌柜听了特别欣赏他。后来每次出门，都给雷履泰 500 两银子做本钱，让他捎些其他货物，赚的利润给雷履泰抽一成。这雷履泰舍了一个 18 两，不知道赚了多少个 18 两。慢慢地在柜上顶上了生意。

注：顶生意，明清晋商常见的人力资源股，类似现代股份公司的股权激励制度。各家字号的学徒，出师以后，只要干得好，慢慢都有机会顶上生意，顶上生意就能参与分红。外聘员工和管理人员一般也“顶生意”。

顶生意的份额一般为 1 厘至 1 分不等（1 分就是 1 股，1 厘是 1/10 股，1 股折合多少银子，总股本设置多少股，各家字号不同），所获分红为字号员工主要收入来源，常常一次分红折合数年乃至百年以上的工薪收入。

未完待续

第15篇.　　2016.9.23-超级金融强国04

2016-09-23　唐朝

04.

谈笑间，一行四人穿州过府回到了位于平遥西大街的西裕成总号，一顿洗漱收拾。雷掌柜一边安排伙计知会东家，说好今日安顿，明日到李家堡向东家汇报重要事项，一边叮咛文和将那身洋服翻出来明天穿上，并做好将三人在京都商量的事儿向东家汇报的准备。文和心知雷掌柜好意，叮咛穿上西服是为了体现文和与普通伙计不同的身份。至于情况汇报，更是给自己展示的机会，不禁心中暗暗感动。

次日一大早，文和早早起床收拾停当，正在门外候着天义伺候雷掌柜梳洗，忽闻外面好一阵热闹，一位中年男子与一个小男孩打头，后面跟着几位仆从说笑着走进来了。中年男子三十多岁，一身锦衣，左手大拇指上硕大的扳指透着凉悠悠的翠色，摆明非富即贵。好在眉宇间压着沉稳，没有暴发户的跋扈，倒是透着一股书卷气。小男孩，十岁出头的样子，眉清目秀，大眼睛里透着好奇，四处张望，尤其是看见文和那一身怪衣服，目光就挪不开了。

“东家早，少东家早！”天义躬身问个好，赶紧通知雷掌柜：“掌柜的，东家和少东家来了！”

“哎呀呀，东家好，东家好。不是说好我今天去李家堡向您汇报吗？这么早，您怎么来了！少东家好，少东家又长高了哦”雷掌柜不紧不慢地和东家打着招呼。

“雷大伯好，这个哥哥穿的这什么呀，我从来没见过，咋那么不舍得用布呢，又短又紧！”

“哈哈，少东家有趣，这位文和哥哥，可是在西洋留过学的。他穿的是洋人衣服，讲究的贴身，可不是省布。文和，见过东家和少东家。东家，这是文和，具体情况等下我向您介绍”

“东家好，少东家好。”

“好，好。里面说话吧，外面冷。”东家一边应着雷掌柜的招呼，一边往屋里走去。

进了早已烧暖和的西裕成总号经理房，雷掌柜先向文和介绍了东家李大全及少东家李箴视（箴，音同真），然后又将偶遇文和一事向东家做了汇报。一群人寒暄了几句，转入正题，雷掌柜将颜料庄转型的想法，说给东家。

东家沉默了许久：“想法很有意思。只是要突然抛开祖上传下来的家业，转型进入一个全新的行业，还是需要好好合计一番才行啊！”

文和有些沉不住气了，接上东家的话说：“东家说的对，突然从颜料行转入银行，跨度是有点大。”

雷掌柜插嘴道：“虽然大宋时期已有银行与油行、米行、花行、帽行、布行等行当并称，但指的是经营银两铸造的行业。我们还是不要用银行来代指我们所谈的行业，避免误解。用票号吧，我们主要想法是做票据异地汇兑。文和，你继续说，慢点儿，别着急。”

文和点了点头，明白雷掌柜是怕自己语气急迫，反倒让东家犹豫。遂有意放慢了语速说到：“今日的东西方世界都有了一些巨大的变化，跟上变化者将获取巨额财富，错过变化者则可能被时代所抛弃。东方世界的主要变化，是我大清帝国康雍乾至今一百五十余年盛世，约七代人生活在没有大型境内战乱和饥荒的年代。且先后有康熙爷的永不加赋、雍正爷的摊丁入亩、乾隆爷的开荒免赋等体恤爱民政策出台。这样的生存环境，亘古未有。

在这样的盛世里，大清国人口五十余年就翻了一倍。对比历史上 1200 多年翻一番的人口增长记录，任何人都可以感受到人们从死亡和饥饿的恐惧中走出来，积累财富、繁衍后代、追求更好生活的能力和欲望。在此背景下，各地物资交换的贸易活动发展很快。参与交换的有南部的茶叶和瓷器，东部的海盐和丝

绸，西部的铁器和棉花，以及北部的皮毛和牲畜。

在这个全国物品大交换、大流动中，产生了三大重要变化：一者，各种物资都面临消费者数量的急剧扩大，迫切需要扩大生产，而扩大生产需要资本投入；二者，长途贩运也增加了白银的调运需求。这个调运，无论在东南西北哪个方向，都是既有运出也有运进，其间有大量的重复劳动，劳民伤财；三者，各地正在涌现为本地交易提供便利的钱庄银号，或发行银票代保管银两，或收进碎银兑换银锭，或从事铜钱和白银之间的兑换，但经营区域一般限于本地，赚些火耗钱。

此时，若是我们利用西裕成的信誉和分号，开票号从事异地银两汇兑，光是顺着遍布各地的山西字号这条线，依赖着山西总号和各地分号之间的银两运输，就有很多生意可以做。汇兑不仅可以收取远小于押送银两耗费的汇兑费用，更可以利用各地收下的银两，在存与取的时间差里，放贷收息，获取利息。这样一份本钱就可能做出许多份生意来。

而西方大英帝国，也发生着巨大的变化。大约 50 年前，大英帝国有一个叫瓦特的人，发明了一种提供强大动力的蒸汽机（实际上瓦特并不是蒸汽机的发明者，他只是改良了蒸汽机。文和记得模模糊糊，拿来蒙蒙古人够用）后，最先运用在纺织机上。这使纺织机摆脱了对人力的依赖，纺织业从分散的手工作坊转向了集中的机器工业，西方人称其为工业革命。工业革命不仅提升了单位时间里的产量，也提高了纺织品的质量和产品稳定性。

纺织产业的提升，带动了颜料行业的发展。大英帝国目前已经能够印染出数十种颜色，不但色泽比大清印染业的均匀，且能做到不掉色、不褪色。目前我大清暂时还没有开放和西方世界的自由贸易，因此，大清颜料和纺织品暂时还没感受到冲击。但更便宜更好的东西，迟早是会涌进来的。在京都时，听说朝廷已经派员到广东和大英帝国钦差洽谈开放贸易的事情了。雍正爷能和俄国谈成恰克图自由贸易，当今圣上也可能和英吉利谈成广州自由贸易。一旦口子一开，我们西裕成的颜料生意就可能大受冲击。东家，人无远虑必有近忧啊！”

未完待续

第16篇.　　2016.9.24-超级金融强国05

2016-09-24　唐朝

05.

文和这通意思，已经和雷掌柜及毛老帮沟通过了，其中关于大英帝国颜料行业的说辞略有夸大，也是为了促进东家下决心转型。这些说辞显然有效，东家重新打量了一番文和，心中暗暗称道：“这西洋读过书的人眼界就是不一般。”一边思虑颜料行的未来，一边想着那些运来运去的银子，东家有些动心了，沉吟片刻后转向雷掌柜：“依你之见，若是转型票号，当下需要做些什么？”

雷掌柜对这个问题早已深思熟虑过了：“票号生意主要靠信誉。信誉上，我们有两个现成优势。一者借助长治铁、潞州丝、曲沃烟等物产优势，全国各地都活跃着大量从事长途贸易的山西商人；二者，经过这些年的经营，我们西裕成和达蒲李家在山西商人里口碑良好。因此，从有存有兑的角度看，票号自身的银本实际并不需要很多。

现在最紧要的是制度设计和人才培养。从制度设计来说，汇兑及放贷业务的流程需得缜密设计，不能

有漏洞；票据防伪密押制度必不可少；加上各地银子成色不一，砝码重量不一致等问题，都需要系统解决。这方面，文和已经提出过一套可行方案，只是还需要时间细化成文。从人才的角度说，每个城市至少需要总号派去能够独当一面且人品可靠的账房、信房、柜头、跑街等几个核心人员并可靠伙计数名，方可开业。

关于资本，我、毛老帮、文和在京都时，一起盘算过。大约一个分号有三五万两银子作本，就足够周转了。毕竟我们是有存有兑，而且存取之间，会预留约等于镖局走镖运输的时间作为放空期。确有两边对冲不足部分，一者可以吸收当地存银，二者可以短暂借贷，实在解决不了的，照旧可以通过镖局解运。为了赶早回来和东家商量此事，本准备押运回总号的京都分号今年盈余四万多两白银，我暂时让京城先等一等，待东家决定后再说运与不运。”

东家听到这里，不由的笑了：“雷老哥啊雷老哥，你这么一说我就有信心了，明显你已经思量好了，票号是一定要干的了。没说的，我支持你。这样，京都分号的银子不要运回来了，那边四万多两，加一点凑足五万两作本，李家堡再额外出五万两护本（脚注：护本，类似于现代银行的优先股，经营正常的时候，收取固定利息，如果票号关门清算，护本在票号付清所有其他债务之后支取。晋商的护本，一般都是字号的直接关联人——财东和高管，将自己的银两借给字号，以示对字号的信心），年息就按六厘算好了。

这样总共就有十万两银子供你调用，你和毛老帮商议商议，就先试着在京都和平遥之间运行吧。其间抓紧时间设计制度，培养人手，人手优先从本号里选机灵能干的。无论总号分号，但凡你看中的人，即刻安排交接即可。若是不够，趁年前年后再招，正好最近推荐学徒的中人来了不少，你看中的都留下。

至于颜料业务嘛，我看暂时维持着，熟手维持老生意费事也不大。你准备制度、培养人手，我把各处老窖淘一淘，其他生意让一让，把银子腾出来，咱们要干就大干！”

“爹，戏文里说，皇上不差饿兵，票号是新生意，雷大伯、文和哥哥还有其他人怎么分红，您得亲自设计到前面。”一直默默听大人说话的小箴视突然插了一嘴了。

东家和雷掌柜听到小箴视此言，互看一眼，哈哈大笑起来。雷掌柜拱手向东家道喜：“恭喜东家，贺喜东家，少东家年方十一，能听进去这许多，能说出这番话，定会是未来的商界奇才！”

东家也是压抑不住的惊喜：“视儿说的对，这是爹的任务。”又转头跟雷掌柜絮叨：“箴听贪玩，好舞枪弄棒。箴言虽然才 4 岁，但先生说他有读书的天分，家里也得有一个走仕途的男丁才好，我打算培养箴言安心读书。至少这名字是照着孔夫子的‘非礼勿视、非礼勿听、非礼勿言’排下来的，不出个读圣贤书的咋行？箴视懂事、坐得住，对生意也有兴趣，我才带着他多来听您老谈生意经啊，您老这儿，可都是些别处学不到的宝贝啊！……”东家和掌柜相互恭维着，一团和气中，票号试营业的事情就这么定下来了。

未完待续

第17篇.　　2016.9.25-超级金融强国06

2016-09-25　唐朝

06.

次日早饭后，雷掌柜正准备喊天义备车要去拜见东家，商议字号名及人员配置问题，只见东家急冲冲地下了马车进院，“雷兄，雷兄，文和，文和，吉兆吉兆啊！”东家脸上洋溢着笑容，未等进门喊上了，似乎真的大喜，居然连文和也喊上了。

“东家请。什么吉兆？”

“雷兄，今天天要亮的时候，我做了一个梦，梦见咱们西裕成门口一片红光。我走出去一看，原来是对门合义成木器厂着火了，我赶紧喊大家救火。你带着大伙儿正赶过来，提桶的端盆的忙活着。突然间，不知怎地，我发现自己腾空而起。从空中看下去，一个红彤彤的太阳，从咱们西裕成门口冉冉升起，照耀着合义成木器厂院子里金灿灿，让人睁不开眼。我仔细一看，啥啊，金灿灿白花花的，全部是堆着的黄金和白银，那叫一个金碧辉煌啊！我当时就乐醒了。”

“哈哈……”

“雷兄别急着乐，还没完呢！早上我起了床刚梳洗完，门口来报，说合义成东家求见。你猜怎么着？合义成东家撑不下去了，要出手他的木器厂。抹不开面子公开卖，悄悄找来李家堡，开价一千五百两银子，我一口就应下了。那块地够大，咱们拿来建新总号正好。你说这事儿和我的梦，怎么就那么巧，是不是预示我们票号要发大财啊？”

“恭喜东家，贺喜东家，绝对大喜！”

“有太阳冉冉升起，我们新字号取名日日升如何？”东家压抑不住的兴奋。

“我勒个去，还日日升，你咋不叫涨停板呢？”文和心中偷乐，憋住笑说：“东家，日日升兆头好，但如果考虑到雷掌柜的名字，我觉着不如将两个日字叠起来，叫日升昌如何？”

“日升昌--雷履泰，妙啊妙！日对雷、天象，升对履、动作，昌对泰、喜庆，绝配！行，就叫日升昌。文和，行啊！状元之才！雷兄，怎么样，叫日升昌如何？”

“东家过奖，东家过奖。”文和心知自己是贪古人之功，不禁有点汗颜。

“好名字，好名字！托东家的福，日升昌。好，好名字，好招牌！”雷掌柜看了一眼文和，为他能迅速地将字号名和雷履泰三个字联系起来而惊讶，也为字号与自己名字有关联而自豪。（注：升字的繁体写法为昇，日升昌当时写作日昇昌）

“雷兄，里屋说话，我还有事要与你商量。”

“文和，你去催一下天义，赶快给东家上茶。”

“好的。”文和知趣地带上了门。

“雷兄，我仔细想了，决定在试营业之前，就把总投入和人员确定下来。虽然是试运行，但咱们按照全面铺开的架子搞。只要人才跟得上，分号设立可以提前。人才方面，我想，除了你做总号经理之外，是不是把京都分号毛老帮调回总号做协理，汉口分号程老帮调回总号做襄理。只是你带回来的这位文和，颇有些费周章，按说他的能力是可以大用的，但我晋商几百年来，用人一直要讲究知根知底、中人作保。文和毕竟来路不明……”

“东家说的对，文和暂时就给我帮手，算作我的助理吧！毛老帮做二掌柜，程老帮做三掌柜，都非常合适。我尽快安排人接手西裕成汉口分号事务，让程老帮回平遥。至于京都毛老帮，由于试运行主要在京都和平遥之间，毛老帮可以暂以二掌柜兼京都分号老帮的身份留在京都，代业务运行正常后，再安排替代人选。”

“行，人手方面，就这么办，文和就按照三掌柜的薪水处理。至于银本方面，我计算了一下，除了先期十万两之外，年内我还可以腾出二十六万两，合计三十六万两白银，就算作正式开业的银本吧！以一万两为一股，合计银本三十六股。设空股三股，身股十一股，总股本五十股。

身股里，雷兄你吃满分，顶一股。作为新行业创立者，我额外送你两厘，合计一分二厘。毛老帮顶八厘，程老帮顶七厘。其他人等顶多少生意由你决定。故身股还是照西裕成老规矩，五厘以下当次账期，五厘至九厘两个账期，一分三个账期。”

（注：字号设置空股，将分红用于财东的家族事务或字号员工的福利）

（注：故身股，指员工去世后，家人继续参与分红的权利。字号年年轧账，数年分一次红，叫做一个账期。日升昌第一个账期是六年，后改为四年。这里的规矩是说，如果员工顶一至四厘股份，去世后家人可以参与一次分红；顶五到九厘身股的员工去世，家人可参与两次分红；一分（即十厘）的员工去世，家人参与三次分红。历史上真实故身股规定，层次较多，细化到了年，此处简化为账期。关于分红的具体数额，在日升昌经营史上，好年景一股分红有数万两白银，一般年景多为数千两。而伙计至掌柜的年薪，则在十余两白银至百余两白银之间。当时，一般长工的年收入为四至六两白银，一两白银大约能购买 100 多斤大米）

“感谢东家。一股已经非常高了，额外两厘实在愧不敢当。可否做个不情之请，将这两厘生意由文和顶上？”

“哦，雷兄确定这么做？两厘生意的分红不可小视哦，雷兄真舍得？”东家开起了玩笑。

“东家见笑了，文和功劳不小，但他直接顶生意不合规矩，所以，这两厘给他也算为日升昌留个人才，望东家成全。”

“没问题，没问题，本就是给你的，你有权处理。那就这么办了！回头你安排高先生准备东掌协议，选个好日子咱们签了。”

“好的，东家。”

（注：东掌协议指财东和掌柜及顶身股的伙计之间的合伙协议。）

— 未完待续 —

第18篇. 2016.9.26-超级金融强国07

2016-09-26 唐朝

07.

字号定下、东掌协议签了，接下来最要紧的就是建立起相关制度、配备和培训人员了。得知自己不仅有了大掌柜助理的身份，还在日升昌顶上了两厘生意——“总股本 50 股，两厘身股就是总股本的千分之四，按照今天上市银行里股本最小的宁波银行算，也相当于 1500 多万股啊，这完全可能是本人巨富之路的起点。”文和偷偷意淫了一盘，忙碌的劲头更大了。

制度上，首要的是票据防伪系统。文和是现代银行的员工，虽然本营业点没有直接接触过假票，但却在培训课上和媒体上都听过虚假票据诈骗钱财案例。古代人造假能力比不上现代人，但防伪能力也同样差啊！所以，如何设计出一套票号自己能够识别，外人难以伪造冒领的防伪系统是票号经营的关键问题之一。

为此，文和借鉴现代防伪技术，提出票据防伪建议：“一是密码，票据上应该有一套密码，只有本号内部人员可以识别，并定期更换；二是纸张，票据的纸张应该用特殊印刷技术，外人无法或者至少很难短期内仿冒；三是印章，专用的复杂印章盖在票据特殊位置，增加短时间伪造难度；四是暗号，每张票据可

以随机做出暗号，并通知兑付地分号；五是经手人笔迹，总号分号均由专人负责填写票据，笔迹统一发送各处供识别。若更换填写票据的人，笔迹必须提前通知各号；六是票据管理，所有空白票据必须登记，兑付过后的单据及填废的单据必须统一交回总号销毁并由经手人签字记录。”

“嗯，文和想的很周全。密码方面，票据的核心是时间和银两数量，我们可以用诗句或者歌谣来对应一到十二月、一到三十日，这样解决了时间问题。例如，用“谨防假票冒取，勿忘细视书章”代表一年十二个月。用我们西裕成店训“堪笑世情薄，天道最公平，昧心图自利，阴谋害他人，善恶终有报，到时必分明”三十字，代表一个月的三十天。

同样，也可以用诗句或文字对应数字一到十，以及单位万千百十，解决数量问题。比如用“缺月挂疏桐，漏断人初静”代表一到十，用“嘉庆通宝”代替万千百十。

那么，如果十一月初五，我号为某客商签发一张五千两白银的汇票，那么密码就是「书薄桐庆」，哈哈哈……”雷掌柜想到若有歹人拿到这封信，看见这个密码不知所云的着急样，不由的被自己逗乐了。

“纸张，用特殊的纸，在梓古轩定制，他们现在已经可以做到加进字号的水印了，对着阳光可以看见的水印”。文和心中暗吃了一惊：“哦，大清的印刷技术居然已经可以加水印了，倒是真没想到。”

“印章简单，时间、数量上分别加盖日升昌字号章、经手人章，签发字号处盖分号章，再加上兑付后加盖“已兑”章，一张票据三个或四个章。

暗号嘛，暂时先用钢针在不同地方扎眼，并告知兑付分号。至于笔迹和票据备案制度，就照你说的办。总号及各分号固定人员填写票据，笔迹发各号备案。填写票据的先生，聘请有功名、乡间口碑好、人品可靠的，要求字体有个性，难以模仿。

所有空白票据登记在册，兑付过后的票据及填废的票据，统一销毁。至于是分号老帮和经手人联合签字销毁，还是统一送回总号销毁，再议。”雷掌柜思维快如闪电，迅速就将事情拍板确定，文和不由地心中点了一个大大的赞，商界成功人士的确不简单，哪怕是古代也是如此。

“其次重要的制度就是信件传达制度。各分号和总号发生往来，告知银两存入和汇兑目的地，总号作为指挥和调度中枢，转达和指挥各分号，必须保障准确迅速的信件传达。传达方法以及信件规制，都需要设计。”文和说。

“传达方面，目前只能请专脚投送。前次汉口分号程老帮来信说，汉口新开一家胡万昌信局，专门替人传递书信。我写信让程老帮去面见一下胡万昌总号掌柜，探讨一下到京都和平遥设分号的可能。若是可行，信件传输成本能够大幅降低。

（注：大清之前的几千年里，官府在统治区域内设置驿站，负责公文及物品的传送。但驿站并不承担民间通信职能，民间长期依赖从事长途贸易的商贩伙计或亲朋乡亲带信带物。至乾隆年间（也有资料说嘉庆年间），宁波商人胡万昌首开“胡万昌”信局。在 1896 年光绪帝批准开设官办大清邮政之前，信局是民间信件物品传输的主要渠道。信局收寄信件的资费，分为“酒力”和“号金”两种。“酒力”即普通邮资，信件丢失不赔；“号金”类似挂号费，寄送汇票或贵重物品时在信封上注明，由信局开给收据，如丢失给予号金的百倍赔偿。）

未完待续

第19篇.　　2016.9.27-超级金融强国08

2016-09-27　唐朝

08.

“信件传递问题暂时只能这样。”雷掌柜接着说，“目前需要设计的是，所有总号分号之间信件编号方法及标准格式。编号是否连续，可以确认事情是否表述完整，以避免沟通失误。格式统一有助于简明扼要的叙事。这套东西可以借鉴西裕成现成的总分号联络方式，我明天拜托信房高先生设计即可。文和，高先生中过举的，文才人品在平遥有口皆碑，任西裕成信房文牍先生多年。以后总分号的信息管理方面，你多跟高先生沟通。”

“好的。我记下了”

“对了，你的字写的如何？你摔伤右手，一直没见你写过字。”

“呃……”文和被击中要害，现代人里能写好毛笔字的那都是熊猫一样的珍品，还是饶了我吧！“掌柜的，我自幼在西洋读书，西洋人用鹅毛硬笔，我的毛笔字实在跟狗爬一样，汗颜的很！”

“这样啊！哈哈，没关系，信房的事，你就负责高先生和我之间的传达即可，写信的事儿，就不难为你了。另外，还有件事，你可能也不熟，但需要马上安排人去做。”

“请掌柜的吩咐。”文和说完这句话，突然发现自己不知不觉间，完全没有了现代人的优越心理，很自然地进入了下属角色，有了总经理助理的感觉。

“我们做汇兑，各地的银子成色不一，各地的砝码重量不一。如果要兑换，必须建立一套涉及到各地银子成色和砝码重量的标准兑换体系。既不能让客人感觉到吃亏，同时我们还要能有一点兑换的利润可得。”

“是呢，就跟银行兑进外币和兑出外币有差价赚一样。”文和心中同意。

“目前，京都分号有京师常见银两的成色和砝码数据，记录了京师市面常见的十几种银锭及碎银的含银量，以及近二十种京师和天津常用的老字号砝码重量比较。数据我已经带回来了，等下你拿去想办法把它编成易记易诵的歌谣或者口诀。编好后让信房录账林福德帮你写出来，以后号里所有可能接触银两的伙计及老帮、副帮，都必须背下来。只有这些银两之间的关系记熟了，才可能在收到任何不同银两的时候，知道它俩之间怎么换，这可是吃饭的本钱。”

“好，这个我今天就着手。”

“另外，只有京师的数据是不够的，我们下一步至少要扩张到国内主要贸易地，汉口、苏州、西安、张家口、天津、奉天、重庆、成都等地，这些地方通行的银子成色和常见砝码，都得安排人一一调查和记录。然后选一个成色和砝码标准，其他的以它为准，也照样编成口诀，让老帮、副帮和伙计们背下来。”

“靠，小学历史就学秦始皇统一度量衡，结果两千年后的大清朝，还需要我文和来搞度量衡换算，真是见了鬼了。”文和有点憋气，但想到未来日升昌的影响力，赶紧建议到：“掌柜的，为了我们字号长远发展，与其选别家的砝码标准，不如我们自制一个标准砝码，然后将所有常见砝码与我们的砝码重量建立一个换算关系可好？”

“嗯，这提议好，建立自己的本平。然后将各种天平砝码重量统一换算成我日升昌砝码。好提议，就这么办。这样，平码之事，我来安排，你负责银色歌编制。”

（注：清代实施银两和制钱并行的货币制度。制钱是计数货币，银两是称量货币。白银形状以“锭”

为主，以“两”为基本单位。“两”之下分为：钱、分、厘、毫、丝、息、微、尘八级单位。各地官批银号都会铸造银锭，并在银锭上留下铸造银号的标志文字。常见的银锭有天津化宝银、京师松江银、上海豆规银、南京顷化银、广州番银等十多种。交易中可能又面临将银锭剪成碎银或碎银回炉重新熔炼成银锭等问题。由于各地银锭含银量不同，所以需要建立一个辨别和兑换体系。

砝码也是如此。各大著名商号都有自己商号的砝码，在该商号的影响范围内，此砝码可以作为交易依据。但由于票号做异地汇兑，一处收到的当地砝码的 100 两某种银锭，究竟等于另一地另一种银锭多少两，这都是要建立换算关系的，否则会产生套利空间。换算过程中，票号在收进交出银两时，会产生极小的分量上和成色上的盈余，单次交易影响极小，但累计数量大了以后，也是一笔巨大的收入，被称作“平色余利”。）

未完待续

第20篇.　　2016.9.28-超级金融强国09

2016-09-28　唐朝

09.

也是应了东家的梦，票号试营业就鸿运当头，汇兑银子的踏破门槛。为啥呢？原因很简单，直隶京畿附近又闹天理教了。

这天理教原是白莲教的一个分支，又称八卦教。现任教主原是京城九如堂药铺的伙计，学过些皮毛医术。后因嫖妓染了疮而被赶出药铺，机缘巧合入了白莲教，却逐步在教里混出些名堂。嘉庆末年，白莲教被镇压，转入地下。这教主乘机纠结一帮心腹，打起天理教的名义，糅合了佛家和道家的一些说辞，吸引无知民众。

教义宣称过去是无极，归燃灯佛执掌，称为青阳教主；现在是太极，归释迦佛执掌，称为红阳教主；未来是皇极，归弥勒佛执掌，称为白阳教主。目前正值“红阳劫尽，白阳当兴”之际，教主本人是大明李自成转世，弥勒佛化身，是“掌理天盘八卦开法后天祖师”，来接掌天下的。教中以八卦分坛，各坛设坛主，如震卦坛主、坤卦坛主等。每日向教众传授真空八字决，叫他们早向东、午向南、晚向西朝太阳叩头，祈祷归宿于真空家乡之理想境界。又说常念真空八字诀可运气健身、消灾免祸、不受穷苦等等。

这教主也是人才，在白莲教传教基础上做了优化。教徒入教要交纳“种福钱”，又称“根基钱”，数目不限。号称白阳教主执掌天下后，一律 10 倍奉还。同时根据大清人口高速膨胀期土地问题比较尖锐的社会现实，提出“凡输百钱者，得地一顷”的口号，并建立许官分地的具体措施：每钱百文，许地一顷。粮食数石，许给官职。填注号簿，并开写合同、纸片，交与本人作据。这些东西和现代社会多发的非法集资有类似之处，都是许以重利勾起人性中的赌性，尤其适合低收入人群。由此打动不少无地或缺地农民的心，纷纷交纳种福钱，有交三五十文钱，希望将来得地数亩的；也有交三、五百文钱，希望将来得地三、五顷，更有那冲着做官去的，更是大笔银子奉上。

若是单说闹天理教，商队还可派出探子打探，然后绕着走便是了。可天理教这法子还勾引出许多无业游民啸聚山林，专瞅那运银运粮的商队下手，然后送去天理教赌地赌官。一时之间，各大镖局也分身无术，揽不下这许多生意。即便揽下，每趟镖也需多派人手，要价难免跟着水涨船高。

对别人是个祸害，对新开张的票号那简直就是锦上添花。一时之间，京城往山西汇银子的，山西往京城汇银子的，本就急的团团转。突然发现，这票号汇兑不仅保银两安全，收费还比镖局押送便宜一半。一传十、十传百，票号营业厅里坐满了不说，门口也排起了长队。但凡过往和西裕成有点生意往来，或者七拐八弯能跟掌柜、先生甚至是伙计扯上点儿关系的，纷纷陪着笑脸或者直接拎着礼物找上门来，以求尽早把银子交进来。

文和本在后院给新伙计搞培训，听着前面热闹的跟过年似得，禁不住诱惑，安排新伙计互背银色歌，自己溜出院子到柜上来看热闹。四处转了一圈，发现一个隐患：生意太好，搞得自家伙计一个个趾高气扬的，加上实在忙的着急，对推推搡搡排队、七嘴八舌打问的主顾爱理不理的，脸色颇有些不好看。文和心中一紧，这个苗头必须提一提，否则银子收进来，却换得主顾们一肚子怨气。这事儿由我说可能不合适，得让掌柜的出面才好。

文和逮住空隙把想法向雷掌柜做了汇报。雷掌柜今天也是被好几位掌柜、东家围着，都是平遥街面上说得上话的大户，搞得一直没闲下来。虽然疲惫，但一听文和的描述，立时从椅子上弹了起来：“这不行，千里之堤毁于蚁穴，越是生意好的时候，越要注意这些细节。文和，你作的好。忙完我们就召集伙计们，给大家敲敲警钟。不过，敲钟之前，得先慰劳慰劳。天义，你去灶房安排今天加几个菜。”

晚饭前，伙计们被召集过来，文和先起了头：“各位，今天大家辛苦了，掌柜刚刚吩咐灶房多加了酸甜开胃的醋椒鱼丸、糯软焦香的糖醋肘子、还有蒜香冲鼻的九味白肉，敞开吃。刀削面和提梁记老醋管够！掌柜的还特意安排了老白汾，各位各位，汾酒虽好，也不要贪杯哦……”

“哦-哦-！”，伙计们欢呼起来，听声音，嘴里已经包住口水了，欢乐的气氛感染了文和，原来准备的严厉说辞，也忍不住变温和了，还顺口引用了一句现代广告语，惹得大家哈哈大笑起来，然后接着说：“各位，今天这生意热闹程度，大家这辈子都没遇到过吧？”

“没，没，我今天简直都傻了”

“是，是，从没经历过被人求着收银子的事儿”

“没，没，掌柜的这生意眼简直神了……”

……未完待续……

第21篇.　　2016.9.29-超级金融强国10

2016-09-29　唐朝

10.

“这是东家和掌柜目光远大、高瞻远瞩、高屋建瓴……”文和一高兴，把在行里参与政治学习的词儿蹦出来了，惹得下面伙计双眼发直：“啥，啥？”

“接下来，我们请雷掌柜讲两句。”

哗-，在文和的带领下，伙计们鼓起了掌。

“大家今天辛苦了，托东家的福，我们刚刚试营业，生意就好的出乎意料。东家很高兴，我也很高兴，年底关账的时候，相信各位也都会非常高兴的”

哗……又一阵热闹的掌声。

“但是，今天我们中间也有不好的苗头，不是我扫大家的兴，而是必须趁这个时候提出来，请大家注意……”

听见但是二字，大家安静了下来，立刻领会到这才是加菜后面的重头戏。

“以前柜上做颜料生意，靠的是物美价廉挣钱。今天我们转行做票号生意，又靠什么挣钱呢？”

“抽汇水，吃主顾银子的放空期”有人回应，这是培训过的内容，自然难不住。

“对，我们现在什么也不生产，我们就指靠着主顾的银子生银子。主顾就是我们的衣食父母，主顾上门就是给我们送银子来的。那么，主顾为什么挤着抢着要把银子送给我们呢？”

“我们提供方便，我们给主顾省钱，我们……”伙计们七嘴八舌地议论起来，底气有些不足，基本上就是小声嘟囔。

“对，主顾找上我们，就是因为我们给他们提供了方便，就是因为我们给他们省了钱。但是，请大家不要忘了，票号生意并不是祖传秘方，今天我们可以做，以后也会有其他财东学的。保不齐哪天就有财东请你们中间的哪位去做掌柜的，跟他合伙开票号。别不信，我们票号生意旺起来以后，你们可都金贵着呢！到那时，我们靠什么让人把银子送上我们的门，而不是送到别的票号呢？”

“……”

“常言说生意做熟不做生，我们先人一步，主顾的生意结算、银钱汇兑都走我们柜上。时间越长，主顾汇兑结算的生意网越大，涉及的交易对手越多，主顾对我们的依赖就越强，更换结算票号就越困难。这样，只要咱们趁着先行之优势，尽力让主顾对咱产生依赖，这就是我们以后的立身之本。

可是，今天已经有不少主顾心生怨气了。”雷掌柜顿了一下，终于说到正题：“来的人多，排着长队，本来心里就不舒服。将心比心，你们说是不是？交来白花花的银子，换到手一张纸，然后不管是自己带着票据去京都取银子，还是书信告知他人在京都取银子，起码没见着银子之前，心中总还是有些七上八下，好的坏的想法都会冒出来。

这时候，一边看着熟人优待提前办，一边受着柜上接待人的冷口冷面，难免心中涌出一股狗眼看人低的不平之意。我知道你们堆着笑脸一天挺累的，但是这一点必须强调，再累也不允许给主顾脸色看，那是推银子出门。谁推银子出门，就不要怪我推谁出门！”

“刚刚文先生建议，以后主顾上门，若是需要排队，一律先写个号，写清楚他前面还有几位，然后请主顾到厅里喝茶。要记住，人手不够，让送银子上门的主顾等，这是我们的错。要有愧疚之心，香茶热毛巾一定要备着，笑脸一定要陪着。

回头柜头再商量个办法，确实需要优待插号的大主顾、官家老爷，要另设通道，和柜前等候的主顾隔离开，不要让人看着心里不舒服……。”

“要记住，文先生给你们培训的时候讲过，上门存银子的都是我们的债主，是我们暂借了他们的银子。要想生意长久，任何一位主顾，在你们心中都需要把他当作县太爷一样伺候……”

“掌柜的，掌柜的，县太爷来咱们这儿了……”门房匆匆忙忙地进来报。

“县太爷？文和，你接着跟大伙儿安排一下，我去见陈大人。”

待文和这边借鉴现代银行大厅排号以及贵宾室的概念，和柜头商量妥当写号、接待以及重要人物单独接待的通道和流程之后，过来给掌柜的回话，陈大人已经走了。

原来这位陈大人，老家湖北，已经走了刑部尚书那彦成那大人的门路，要调到江苏任职。前些日子，

安排心腹带银子到京城，准备再活动活动，看能不能指定到太仓或者嘉定这两个富裕大县主事。哪知流年不利，半路遇上了天理教匪类，丢了银两。幸好钱财交的快，没伤人。今日听闻票号汇兑人山人海，也动了心思，想再通过票号走笔银两去京都。

未完待续

第22篇.　　2016.9.30-超级金融强国11

2016-09-30　唐朝

11.

这事儿倒没什么为难的，不过是免收汇水的小事儿。问题是这位陈大人准备的银两刚刚被劫了，一时手头不便，希望票号能帮他先垫上，日后再还。若是陈大人仍在平遥主事，这也是件送上门来的大好事。票号经营本身也需要父母官给些方便不说，就说县里的公款，只要陈大人安排低息乃至无息存放于票号，那便是票号可以长期吃空期的周转银两。

但麻烦就麻烦在这陈大人又要离开平遥了。这么大一笔钱，就这么放出去，日后难道追到太仓或嘉定去收账？这期间陈大人要是有个宦海沉浮或者三长两短什么的，这笔银子又怎么办呢？雷掌柜问文和怎么看待此事。

这事儿以现代银行大数据思维来看，简直不是事儿啊，不就是现代银行搞得公务员无抵押贷款的古代版嘛，后面还可以衍生出吸收对公存款的模式。文和乐了：“恭喜掌柜的，这是送上门来的大好事儿！”

“此话怎讲？”

“我们票号，以后收入的主要来源，不仅有汇兑抽水、利用空期银两放贷收息，还可以吸收存银放贷。这官府的银两，那是吸收存银的绝佳对象。

一者，每年的皇粮国税、京饷协饷数额巨大。而且这种银子收支时间基本固定，对票号而言，是笔压箱底的调剂头寸；

二者，这笔银子放在衙门银库里，账目上本就没有利息。若是存放于票号，只要经手的大人有利可图，衙门公款本身是可以低息乃至无息的，生生还给衙门省下一笔兵马护卫开支；

三者，皇粮国税、京饷协饷也是年年需要押送上缴户部的。这官家护送，舟车兵丁开支恐怕比商家更多。若是地方上乐意由我们票号来办理银子进京的事儿，这个汇水收入，即便收费标准比商家收费高数倍，地方账目上比往年反而有节省。

这样的好生意就掌握在县里的县太爷或者府里的布政司老爷手上，所以，结交富裕大县或者州府主政官员，本就是我们必须要做的事儿。”

“道理是这么个道理，你说说怎么做？”

“不仅要结交本地主政，对于可能调任其他地方实缺的候补官员也要着意结交。只要各地老帮认为有潜力的官员，其升迁活动经费、补缺打点经费、路途开支、到地方后的安家聘人费用，均可从票号借款……”

“这里有两个问题，第一，上任目的地距离遥远，我们怎么保证收账？第二，有些人花了钱但没落下实缺，无钱归还怎么办？”

“掌柜的，这第一个问题，我的想法是，我们不仅放贷款，我们还派客户经理，不，是派账房，帮大

人打理财务。这账房由柜上培养，柜上发薪水，免费给大人管账，鞍前马后陪着大人上任。上任以后，该地若是钱粮贸易数额较大，我们就安排人跟着过去设分号。借着帮了大人的交情和身边有人的便利，拿下官府存银业务和汇兑解饷业务，保证分号生存无忧。

即便当地不值当设立分号或者其他原因无法设立分号，账房负责将借款收回之后，或继续服务于大人，谋取升职或调职，或回总号交差均可。至于这第二个问题嘛，一要依赖各地老帮的眼光，二要依赖概率思维了。”

“此话怎讲？”

“是不是有倒账风险我们就不放贷了呢？不。放贷生意，只要是现在把银子给别人，以后才能收回来，这中间，倒账的风险是一定会有的。我们做的生意就是经营风险，关键是选择我们能够识别的、有利可图的、我们有能力承受和管理的风险去承担。

选择候补官员，已经是识别风险的第一步了，至少这人不会为了一笔疏通实缺的银子，就舍了功名躲起来；要老帮识人，这就是识别风险的第二步。真要是人品靠不住，也没啥能耐的，咱们不放就是了。老帮看好的人，是不是就一定没问题呢？也不一定，也许一样有走眼的，这时候就需要概率思维了。

所谓概率思维，就是说我们即便经过了筛选，但依然不将希望压在一个人身上，而是通过同时下注许多候补官员来保障回收。比如说，预计每十位上任官员中，会有一位出意外变故，这笔银子可能会变成倒账。但我们只要按照这个预计，将这一个人造成的损失，平均分摊到其他九位头上，在借钱之初，就按照十里损一的概率考虑借贷利率即可。这样，仅仅是九位大人还回本利，我们即可保证收益。至于这九地究竟有几处揽下官府存银或汇兑业务的，那便是我们的额外赚头。同时，如果将这种贷款的成败情况，和各地老帮的年终考核联系起来，相信可以大大降低倒账风险。”

“哈哈，小文和，见识不凡啊！”雷掌柜拈着胡须大笑了起来，“我刚刚已经应下陈大人了。但说真心话，我没想到你这么细。我一者深知这位陈大人心思缜密，人也正当盛年，官声甚好。想必为了前程着想，不大可能欠账不还；二者也想借着他的行走，看能否让京都分号和那彦成那大人的圈子搭上线；三者权当花钱买平安了，避免在他没调走之前，给我们找事。听你这么一说啊，这倒是一份大好买卖，我差点小瞧了。江南繁华地带，金太仓、银嘉定，无论陈大人去哪里主事，我们的确也该考虑将触角往苏州伸一伸了，别的不说，光京城里每年的绸缎生意，定有大笔银钱往来需求。”

“对了，等着放实缺的官员，京师里聚的最为密集。得了功名以后，都要到吏部报道，然后等候外放某部或某省，这里面大有文章，大有文章可做啊！我马上写信给毛老帮，这事儿要安排专人落实，当成我们的一项主要业务来做。文和，西洋留过学，果然见识不凡啊，你又为票号立了一大功。年终关账，我一定要禀明东家，你要坐上席！”

嚯嚯，其实这不过是地铁上听小说《红顶商人胡雪岩》听来的，拿来蒙蒙掌柜还是够了。胡雪岩不就是通过支持王松龄捐官发家的嘛！对了，也记不清了，这个时间，传奇人物胡雪岩出世了吗？唉，管他了，就算出世了，估计也还是个小宝宝，不知道本前辈有没有机会提点他两句呢！哈哈哈！文和一边心中偷笑，一边告辞离开了掌柜的房间。

未完待续

第23篇.　　2016.10.09-消闲推荐

2016-10-09　唐朝

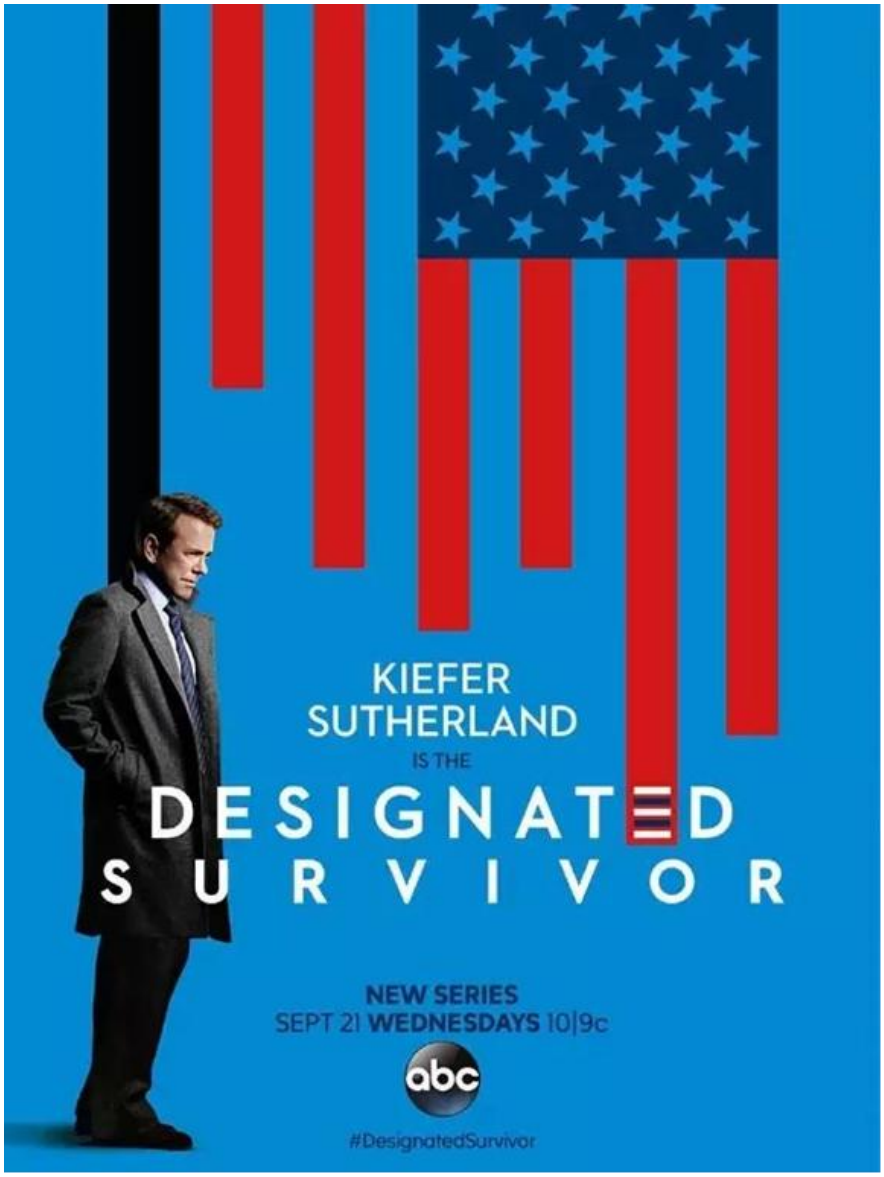
Hello，各位假期玩的愉快否？这大假刚过，先来点儿轻松的，推荐一部美剧和两套小说给各位。

美剧《指定幸存者》

《指定幸存者》第一季，截止现在刚刚演了三集。男主角是打不死的鲍小强，我承认是冲着他去的。和《反恐 24 小时》不同，鲍小强在《指定幸存者》里居然经常咧着嘴笑，好不适应，哈哈。

这部剧被定位为政治阴谋惊悚剧，讲的是鲍小强原本是一位不那么重要的、且马上就要滚蛋的内阁成员，结果一次恐怖袭击，在他之前所有拥有顺位继承权的人都死了，鲍小强成了美国总统，然后……。

喜欢鲍小强，也喜欢片子里传播的价值观，看的挺痛快的，也挺期待。新闻说，收视率不错，已经被全季预定，可以放心看了。



对了，女主是《尼基塔》、《赤裸特工》里那个美女，香港男人最想拥抱的女人——李美琪。

下载地址（公众号里不支持直接发链接，但支持链接转成的二维码，真奇怪！长按并识别二维码直达下载地址）：

小说①《湘西往事：黑帮的童话》

作者浪翻云。写 90 年代混社会那拨人的，题材和孔二狗的《黑道 20 年》类似，但老唐给的评价比二狗的书好看。这套书和以前推荐过的《打拼：六兄弟的血色往事》是姊妹篇。独自成书，没有先后顺序，但如果先看《打拼》再看《黑帮》的话，会更过瘾一些。因为《黑帮的童话》的主人公，是《打拼》里主人公进入社会时，面对的成名老大。

两套书都很棒，故事精彩，作者的叙事风格和手法有点神似古龙，擅长制造冲突，尤其是人性的冲突，对于砍砍杀杀的打斗，反而是淡化处理。

这书以第一人称的叙事口吻讲故事，有王家卫《东邪西毒》的气质：很多年之后，我有个绰号叫做西毒，任何人都可以变得狠毒，只要你尝试过甚么叫忌炉。我不会介意他人怎样看我，我只不过不想别人比我更开心。

小说②《巨人的陨落》

《巨人的陨落》作者肯.福莱特。这本书起头有点琐碎，若不是铺天盖地的宣传和出版社小编“用满地打滚的方式，推荐这套好的要死的书”的夸张推荐，或许我会错过。一套三本，分为《巨人的陨落》、《世界的凛冬》、《永恒的边缘》，无愧“平均三个通宵读完”的吹嘘语——我花了约 9 个小时看完，虽然不是一口气。

故事发生在第一次世界大战前后，是一部谈爱和勇敢者的小说。叙事手法不是中国人习惯的主人公视角，而是偏冷静的上帝视角。主线是来自五个家庭，有威尔士矿工家庭姐弟、英国伯爵兄妹、德国外交官俊男、美国参议员之子、俄国社会底层兄弟。这种多主人公的叙事手法，带来一种别样的阅读快感：当他们之间发生故事的时候，从不同的视角阅读，给读者带来不同的代入感，无法去谈谁对谁错，自己常常和自己发生心理冲突。很过瘾。

在这场英法美德俄一起参与的战争中，数百万生命被收割，所有的冲突都那么的无奈，不同价值观和不同信仰之间的冲突展示了迷人的魅力。爱情、亲情、战争、阴谋、政治，五个家庭八个年轻人被历史的洪流挟裹，交织在了一起。作者用一种冷静的笔法记录了那段历史的残酷，记录了那些历史大事件背后或许荒诞、或许随意的小故事，运用惊人的掌控力将这些故事与历史真实事件串联在了一起。其中既有底层小人物的挣扎，也有皇室秘闻、议会争斗、外交战场、总统桌前，既有贵族绅士间的讨价还价，也有布尔什维克之间的血腥镇压，既有丘吉尔的崭露头角，有威尔逊总统的呕心沥血，也有列宁的腾飞密事……虽然只是小说，但基本上可以当做历史读。很超值。

我当然不会告诉你，上面说的三套书合计 4+4+3=11 本，网上都有霸王餐。希望支持正版或喜欢纸书体验的，长按并识别下面的二维码或点击左下角阅读原文均可直达。

其他

经过老唐 27 天内一口气发文 22 篇后，腾讯已经于 9 月 30 日给唐书房开放了留言功能。以后大家有什么要聊的，可以在文章下面直接留言了。但展示留言的条数好像有限制，还需摸索中。

另外，留言功能拿下来了，唐书房的更新就不准备那么赶了，频率转成不定时。有话题就成文，没话题就休息，但尽量保持一周不少于两篇文章的节奏。非经营性自留地，请勿催更。

老唐自己最想写的是公司分析和财报阅读类文章，写的人和读的人都能有收获。但最近还在修订《手银》，暂时没那么多时间，毕竟公司分析需要阅读大量财报，收集和分析大量数据，比不得理念类文章随手拈来。所以，近期投资话题还是偏理念，这方面想看什么或者有什么疑问，欢迎留言。有价值的问题，我成文和大家一起讨论。

第24篇.　　2016.10.11-你靠什么在股市生存？

2016-10-11　唐朝

股票带给我们的回报，主要体现在股价的变化上（股息因素可以反向除权，加回到股价上观察）。而股价 P=市盈率 PE×每股盈利 Eps。

这是从市盈率的公式 PE=P/E 转换而来的数学公式，是套套逻辑，永不会错。从计算意义上说，没什么用，但它提供了一个思考角度。

为了忽略公司股本送配等因素的干扰，可以将上面的公式前后都乘以总股本，变成总量概念，即：公司市值=市盈率×净利润。由这个公式，我们得知，股价（公司市值）变化有两个源头，一个是市盈率的变化，一个是净利润的变化。如果将这两个因素的组合，可得矩阵如下：

市盈率 / 净利润	升高	不变	降低
增加	①↑↑	②↑	③?
维持	④↑	⑤—	⑥↓
减少	⑦?	⑧↓	⑨↓↓

这张简单的表格，可以促使我们思考：钱从哪里来，我准备去赚哪一部分？

钱从哪里来？很明显，①②④就是来钱之处，其中尤以①最过瘾，即所谓戴维斯双击区域，而⑥⑧⑨比较惨，属于送财童子。

你准备去赚哪部分钱呢？换个说法，在这个九宫格里，你准备脚踏何处安身立命？

以老唐观察，市场参与者主要有三种选择类型：

①来股市花钱打发时间的。大部分人属于这一类，没有自己的投资体系，不知道自己要在哪里安身立命，将股市投资视为博彩，主要依赖别人分享代码或者干脆跟着感觉走，输赢听天由命。当然，天，还是很厚道的，一般是求仁得仁：钱花了，时间打发了，结束。这里的别人，主要包括亲朋好友、传说高手、网络神人、电视股评、券商员工、媒体写手等；

②赚取市盈率变化的钱。或由于持股期限短（以月或日为单位），一般预期企业利润不会发生大的变动，或对企业利润变化持不可知态度，主要意图站在④位置，获取市场情绪变化导致的市盈率升高带来的股价增长利润。此类还可分为 AB 两种：

A 型，侧重选择市盈率低于甚至是远低于市场平均水平，或市盈率低于甚至是远低于该公司历史平均水平，意图获取市盈率回归市场平均水平或该公司历史平均水平，带来的股价变化利润。

市场上常见的师从格雷厄姆、施洛斯、邓普顿等人，以及网格交易派、以 PE 位置来决定对某些指数或 ETF 投资仓位的，指导思想大体都属于本类。主要特点是依赖低估、分散和常识，不追求局部得失，乐意承受概率损失，获取总体上的回归利润；（回归，还记得老唐前面谈过的 15pe 那篇文章吗？）

B 型，不在意当前市盈率高低，依赖某种判断，认为未来市盈率会提升的，意图获取市盈率升高带来的股价变化。市场常见的技术图表分析流派——无论是跟随派或逆转派，以及预测和追逐基本面热点的流派——新闻联播党和宏观牛熊党，基本属于这一类。B 类也是网络上最容易受到追捧、最多股神故事、最容易换来粉丝金钱和人气的类型；

③赚取企业净利润变化的钱。可分为 CD 两种类型。

C 型，所谓价值投资者，以伴随企业成长为核心，以收获市盈率变化为意外。又可大略的分为当下选择低市盈率、更强调安全边际的所谓“纯正夹头”，和更注重企业未来成长、在市盈率方面放的比较松的成长股投资者两种。其目标是占领①和②区间，特点是注重对行业前景、企业财报及同行竞争等领域的深度研究；

D 型，重组或逆转股投资者，以企业利润水平即将发生根本性逆转为前提，实施投资。这类投资，专业预判和灵通消息兼而有之。所谓专业预判，指对企业重组或行业逆转的可能性进行研究，通过广泛埋伏于具备重组或逆转可能的目标企业中，守株待兔等待重组发生或者宏观环境的变化，获取企业净利润大幅变化带来的利润。所谓灵通消息，你懂的，每一桩重组案里面，几乎不可能少了内部人吃肉的机会，关键问题是你是否有资源交换到这样的消息，以及是否有能力承担交换的后果。

以上类型，就是老唐眼中的股市众生。对于这些模式，从获利概率上排列，我的排序是从大到小=ACDB①；从学习难度上排列，我的排序是从易到难=①DACB。

无论从全球以及中国的历史经验上看，或是从背后的逻辑支撑上推理，成功者主要集中在 AC 两类。至于选择走哪条路，我觉着每个人都应该好好花时间想透这个问题。

推到尽想，打破砂锅问到底，理一理自己的爱好和优劣势，掂量掂量自己乐意在哪方面付出努力，哪方面可能取得对其他人的局部优势，自己究竟能靠什么在这个市场生存？

要规避做送财童子的命运，你必须得在这个问题上花时间。真的，相信老唐，这问题，比几个涨停板的代码，重要一百倍。老唐走的C。

第25篇.　　2016.10.14-深秋里的一抹亮色

2016-10-14　唐朝

今晚，国投电力披露的三季报经营数据，似乎展示着火电的苦日子快到头了。被市场估为负资产的火电资产，也许很快就有机会纠错了。

先说轮廓。国投的电力资产有三大块：水电、火电和新能源。新能源（光电和风电）占比很小，毛估估的时候，可以忽略不计。剩下的两大部分里，水电也由三大部分组成：①雅砻江水电公司52%的股权；②甘肃小三峡水电公司60.42%股权；③云南大朝山水电公司50%股权。其中雅砻江水电52%股权为国投核心资产，占水电部分收入的九成左右。

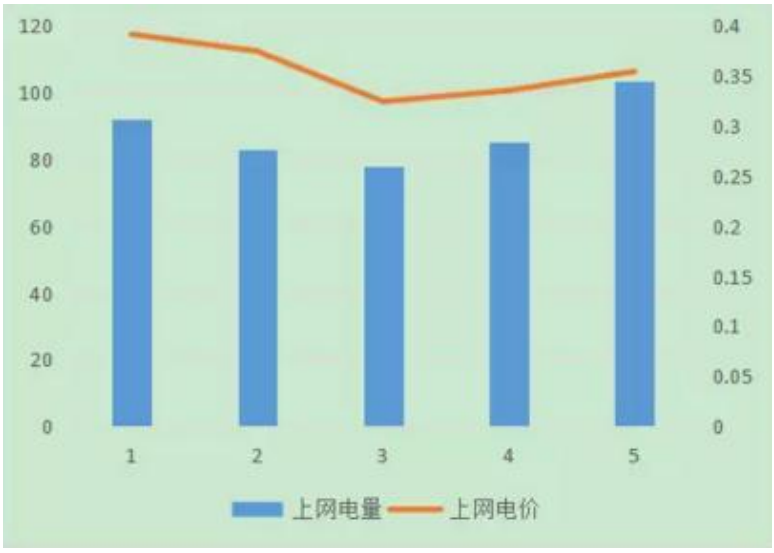
前三季度，面对政策性电价下调的不利因素，水电部分通过量的增长，基本弥补了电价下调带来的负面影响，水电营收同比降低仅约4%，且这个成绩是对输送江苏电价按降价3分估算计提的。最终究竟会降价多少，尚在谈判中，最终降幅可能等于或小于估算值，但不会大于此值。即：以后可能有或没有惊喜，但不会更坏了。

剩下的负面影响还有俩：①是雅砻江水电的锦屏一级和锦屏二级两个水电站，2015年是免所得税的，2016年起（至　2018年）变成减半征收；②是雅砻江水电和大朝山2015年增值税超过8%的部分，即征即退（退税算利润表的营业外收入），2016　年和2017年变成超过　12%的部分即征即退。两个负面因素加起来，大约会造成约七八亿的净利润损失。

与之对冲的正面因素，是利率的降低。水电是高负债的行业，企业约75%以上的资金源于负债。例如雅砻江水电负债超过950亿，整体借款利率有一个百分点的下降，给公司带来财务费用的节约就超过9亿（税前），基本就够弥补上面两个负面因素的伤害了。

水电作为定海神针就那样了，暂时没啥大惊喜也没啥大伤害，静待市场无风险利率下降引发的估值上升即可。今天数据亮点在火电，这个被市场视为负资产的“累赘”，开始向市场摆出“我没那么丑”的灿烂笑脸了。

三季度的火电售电量增加12%+，电价同比降低9%+，但环比则出现了5%+的增加。过去五个季度的销售电量和平均电价如下图。国投下属大部分火电厂的上网电量和上网电价，均有了稳步上行的迹象，貌似部分区域用电需求开始增加了。



分区域看，占国投电力火电部分上网电量约 82%的五大区域电厂，出现了售电量的增长，且大部分电价环比出现上升，如下表（单位亿度/%）：

区域	上网电量	电量同比	电价同比	电价环比
天津	32.6	6.4%	-6.72%	3.02%
安徽	13.86	28.33%	11.41%	21.3%
福建	20.98	9.6%	-3.4%	19.5%/0%*
甘肃	11.93	120.93%	-37.01%	-8.29%
贵州	5.43	13.84%	-5.07%	3.06%
合计	84.8 亿度，占三季度国投火电总售电量的 81.9%。			
备注	*国投在福建有两个火电厂，电价不同。			

这五个电量增长的区域，除甘肃地区是低价抢直供电（由于每度火电的直接成本仅约 0.15 元左右，略高于此价格售电，虽没报表利润，但有净现金流入。即电厂折旧、贷款利息和管理费用部分，无论你发电与否，均是会计成本。多发一度电增加的直接成本就是约 306 克燃煤），电量的增长是以电价下跌为代价的，其他四个区域，均出现电价环比上升的情况下，售电量的同比增加。

相对情况依然糟糕的是位于广西和新疆的火电厂，虽然电价环比也基本稳住，但售电量继续萎缩中。这两处售电量占火电部分的 18.1%。

区域	上网电量	电量同比	电价同比	电价环比
广西	15.72	-8.82%	-16.39%	-0.6%
新疆	3.02	-19.68%	-11.25%	12.18%

以上面图表所展示的火电厂三季度经营数据看，火电最糟糕的时期很可能已经静悄悄地过去了，估值修复行情，或许渐行渐近了。甚至可以更乐观一点看，整体经济也许已经悄悄翘头了。让我们拭目以待，

看看未来半年左右的经济和股价走势，能否支持这样的判断。

恰好今天有位叫@elkoliu 的球友，在老唐的主页上刨坟，捞起了老唐 1 月 29 日发在雪球的《再谈两投估值》一文。文中第 4 小节清楚地写着“国投川投两家公司当前总市值约 760 亿”。截止今天（10 月 13 日），两家公司市值总和 843 亿，加上期间分红约 30 亿，八个半月时间里，两投已经偷偷摸摸地完成 15%的价值修复了。老唐估摸着再有个 15%，也许就会被市场先生发现了！

强烈提醒：老唐自今年 1 月开始买入国投，至今已持有约 1/4 仓位的国投电力股票，对该企业的看法，很可能受到主观意愿影响，请持高度警惕心阅读此文，切勿轻率做出投资决策！

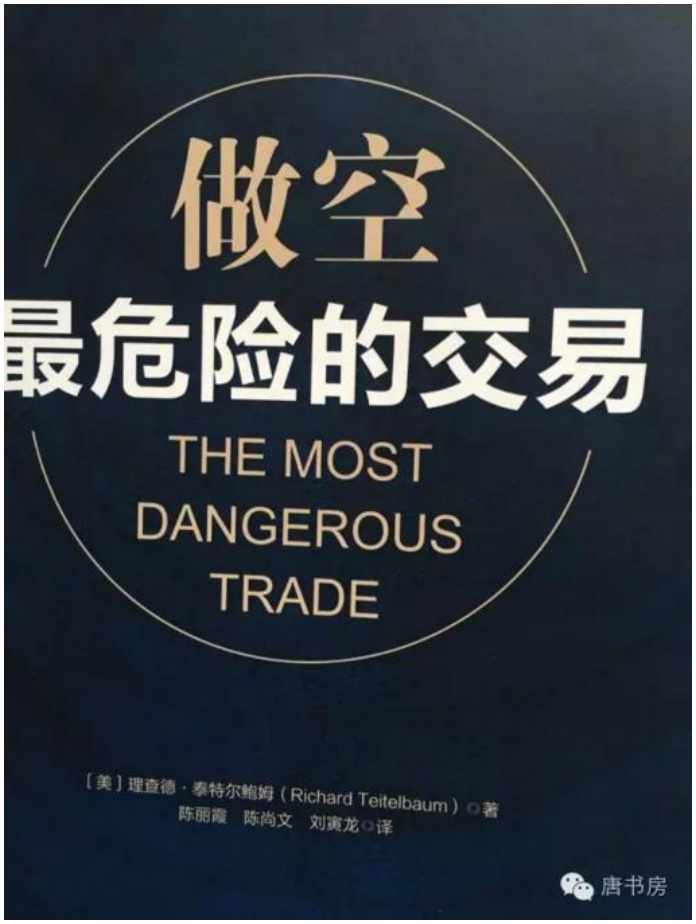
第26篇.　　2016.10.15-读书笔记之《做空》

2016-10-15　唐朝

国庆节期间至这周末，断断续续地读了两本书，一本是齐橙的意淫穿越小说《江东突击营》，一本是《做空：最危险的交易》。

《江东突击营》是纯消遣的小说，写现代军迷穿越到 1933 年江西一个土匪窝（不是共党，是真土匪），然后利用知识优势，承包荒山，建立根据地，将土匪变身地方保安队，最终成长为抗日中坚力量的意淫故事。整体来说，一般般，可以消遣。选它，是因为看过齐橙的《材料帝国》，顺着作者名字摸过去的。

今天要说的是另一本书《做空：最危险的交易》。



我对此书评价不高，尤其是前三章比较糟糕，不知是翻译问题还是原书写作问题。全书共十章，每章介绍了一家做空机构及其管理人的故事，其中有中国读者耳熟能详的浑水和次贷中发大财的保尔森基金。

作者原是媒体记者，华尔街日报风格明显，喜欢不厌其烦地写一些人物或场景细节，但对财经事件的前因后果及逻辑关系交代的不太清楚，更侧重刻画人，而不是写清楚事情。十章里面，前三章糟糕，四五七九不错，六八十普通，可能跟翻译者的水平也有关系。书中没说三位翻译者各自翻译的哪几章，但老唐深度怀疑，就是那样分的——瞎猜瞎猜。第四章关于绿光资本、第五章做空中概股、第七章做空巴菲特的卡斯、第九章次贷中的掠食者，比较有价值。或有思考路径分享，或有财报上发现蛛丝马迹的技巧，或有独立思考的人格魅力。

聆听市场报价里面包含的假设，与自己的研究对比，判断市场假设里是否包含巨大错误。做多和做空，在这一点上，思考路径是共通的。

“他会错的那么明显吗？”当自己的判断与智者相左的时候，一定要首先要问自己这个问题。看看在这个问题上，是否有什么他看见、我没看见的条件或逻辑，反复质问自己的观点，再去做出结论。

投资如此，经济学如此，中医药如此，其它行业乃至日常生活也是如此。这种能让自己进步而不是充满戾气的思维方法，是张五常教我的。

报告发布后两个月股价从 8+跌至 4+，腰斩。并在两年时间里继续腰斩至 2+。2015 年 3 月，跌至 1 美元以下。浑水创始人赚了 6000 美金巨额利润，开始了他崭新的职业生涯。你没看错，老唐没有少打一个“万”字。

绿诺在报告发布后的两个月从 15+跌至 3+，并停牌转至粉单市场，2015 年 3 月，股价不到 1 美分。

发现财报中的疑点，远没有外行想象的那么难。一个能看得懂财报的人，具有独立思考和质疑的基本常识，便可以排除绝大部分陷阱。当然，对天朝而言，对夹头而言，也就排除排除即可。做空要面对的法律和人身风险，以及被坏蛋逼空的痛苦感，都是夹头所不愿承受的。报告发布后几个月内，嘉汉林业股价从 18+美元，跌至 5+，次年退市。

这位完全是一个空夹头……一个很像价值投资者的空头。市场上，经常有人以 pe、pb 过高为由看空某股票，然而，股价最高点由最疯的疯子和最傻的傻子决定，他们才不管这些呢！

精华部分截图基本都在这儿了。书能给个三星评级，就不放进“老唐荐书总汇”里了。要是觉得还值得翻阅，可以点击文末的#阅读原文#直达。

第27篇.　　2016.10.17-如何“早知道”？（上）

2016-10-17　唐朝

俗语有云：早知半夜事，富贵万万年。　投资者在市场里获取的利润，追根到底由“时运+信息不对称”组成，时运和信息不对称各占多少比例，我觉着有句歌词很形象：“三分天注定，七分靠打拼，爱 bia 加惠牙-！”。天注定的东西，就留给天，我们说打拼。

信息不对称里，也有小道消息、内幕情报之类有法律瑕疵、且你我平常人没什么特殊资源赖以交换的，也不谈。今天我们拿茅台练手，学习通过对公开信息的汇集、加工、推理和思考，达到比市场更早地了解企业经营状况的效果。

（7 月 11 日中午，茅台股价 322 元时，老唐就在雪球发帖，说已进入不合适继续谈茅台的时候了，主要就是怕某些朋友被文章蛊惑，无脑买入受折磨。但轻度强迫症，见不得唐书房底部菜单#企业分析#下，

只有#水电能源#一个子菜单，故特意选了信息分析这个角度，避开茅台的估值和股价问题，只谈企业信息跟踪和分析）

这是一个海量信息的时代，信息不是太少，而是太多，然而，没有经过整理和加工过的信息，只是垃圾。只有对某行业或某企业做过深度跟踪，对信息的变化才会敏感起来，垃圾才可能变成宝。先举两个例子感性认识一下：

例①：1935 年 3 月 20 日,一位名叫伯尔托尔德·雅各布的瑞士作家出于对纳粹的义愤,出版了一本名为《战斗情报》的小书，向外界公开披露了德军的内幕。这本长达 172 页的书籍详尽地描述了德国军队的组织结构，详细地列出了德军各级司令部、各师和各军管区的番号、编制、装备、人数、驻扎地点，还有 168 名陆军各级指挥官的姓名、年龄、经历和任职时间，甚至还谈到了最新成立的装甲师。

令人惊讶的是，情报人员根据雅各布的交代，一一核对来源，发现全书材料均来自公开报纸、丧葬讣文甚至结婚启事，没有任何内部人泄露军事秘密。 雅各布的工具只是一把剪刀，一罐浆糊，一个卡片盒。

例②：1950 年，朝鲜战争爆发后，美国五角大楼把所有军用物资购买计划列为保密文件，这急坏了部分投资家。因为许多投资家都想预测备战计划对股市的影响，而想正确地预测备战计划对股市的影响，就必须知道美国政府对原材料的需求量，特别是对铝、铜和钢材的需求量。美国国家工业联合会也想知道这些，可是在高度保密的情况下，知道这些简直比登天还难。

这时，一位 24 岁，工业联合会里一名叫格林斯潘的年轻人（没错，就是未来美帝的联储主席）自告奋勇地站出来，说让他试试。格林斯潘翻阅了保密之前一年所有的相关新闻报道和政府军事会议听证会公告，知道了 1950 年和 1949 年美国空军的规模和装备基本一致。他从 1949 年的记录中知道了每个营有多少架飞机、新战斗机的型号、后备战斗机的数量，然后再预计出损耗量。有了这些，就能基本预测出朝鲜战争期间每个型号战斗机的需求量。

知道了每个型号战斗机的需求量，格林斯潘又找来各种飞机制造厂的技术报告和工程手册，一头扎了进去。这对他来说虽然有一定的难度，但通过一段时间的研读，他还是弄清了每个型号的战斗机需要多少铝、铜和钢材等原材料，然后再根据每个战斗机的需求量，轻易地算出了美国政府对原材料的总需求量。仔细地算出来后，格林斯潘写了名为《空军经济学》的长篇报告，发表在当时有很大影响力的《经济记录》上。由于他计算出的数字非常接近当时美国政府保密文件里的数字，因此给许多投资者带来了丰厚的回报。格林斯潘正是凭着这次成功，引起了许多人的关注，也为他以后人生的辉煌打下了坚实的基础。

领域不同，但方法是相通的。老唐留一个练习题：我提供自己收藏的 2016 年茅台公司披露的部分信息，希望你试着分析这些信息，看能得出些什么结论。然后将你的推理假设、过程以及结论发给我，邮箱 yesvalue@163.com ，若有精品分析，我会发在唐书房，和大家一起点评和学习。

最后，加个彩头：被选中发在唐书房的精品分析中，最终将由大家投票选出一篇最赞的，老唐送《手财》+《手银》签名书各一本（等手银出版后一次寄出），包邮。希望大家踊跃参与，学习捕鱼，而不是只等着鱼送到口中。相信老唐，亲手算一次，比你看别人 100 篇文章提高的还快！

为便利阅读，全文分为三篇。虽然我知道中和下的阅读量必将“显著”低于上篇，但若想取得相对于别人的竞争优势，建议你硬着头皮阅读中和下。

第28篇. 2016.10.17-如何“早知道”？（中）

2016-10-17 唐朝

在分析之前，我先简单介绍一些关于茅台生产销售的基础知识和概念，以正确理解部分财报及公开信息。

1）受信息披露管理方面的约束，茅台公司发布信息谈的数字，基本都是控股股东--茅台集团的口径。但，由于茅台集团内部，只有上市公司贵州茅台股份有限公司生产茅台酒，茅台集团其他子公司一概不生产茅台酒，所以，茅台集团的茅台酒产销量数据，就是茅台股份公司的茅台酒产销量数据；

2）上市公司生产的酒分为茅台酒和系列酒两大类。其中茅台酒指飞天商标和五星商标的 53° 和 43° 茅台（38° 茅台基本不生产了），陈年茅台（15 年、30 年、50 年、80 年），以及在茅台和陈年茅台基础上做的各类小批量或不同容量的品种，例如生肖茅台、礼盒茅台、纪念茅台、蓝瓶的酱瓶的金瓶的黑瓶的、1 升的 2 升的 375ml 的 125ml 的等等；系列酒主要是一曲三茅四酱，贵州大曲、华茅、王茅、赖茅、汉酱、仁酒、王子、迎宾；

3）公司财报里披露的“生产茅台酒及系列酒基酒 XX 吨”，包含茅台酒基酒和系列酒基酒两种。茅台酒基酒全部在茅台镇生产，用于灌装茅台酒，每年 12 月中旬，公司经销商大会前后，会披露当年茅台基酒的产量。2011-2015 年茅台基酒产量分别为 30026 吨、33600 吨、38452 吨、38745 吨、32179 吨。2016 年数据其实已经出来了，我放在材料里，这里先不说。财报里的基酒总量减去茅台基酒数量，就是系列酒基酒数量；

4）系列酒基酒有三个来源：

①是位于习水县黄金坪的 201 厂。该厂是贵州茅台 2002 年 6 月收购原习酒公司（当时要破产了）酱香生产线而来的，

2013 年和 2014 年的生产量是 6256 吨和 8304 吨，主要为茅台王子酒提供基酒，汉酱和仁酒也有部分基酒来自此地；

②是位二合镇的 301 厂。该厂源于茅台公司收购的老怀酒厂，原位于中枢镇，2012 年 10 月搬迁至二合镇名酒工业园区，2013 年和 2014 年的生产量为 4600 吨和 7500 吨。汉酱和仁酒的主要基酒产于此地；

③是茅台酒的弃糟和备注酒，来自茅台镇茅台酒各生产车间。弃糟，指经过茅台 7 次取酒以后留下的酒糟，其中加入部分新高粱，再蒸一次，得到迎宾酒的基酒；备注酒，指茅台酒生产过程中，达不到茅台基酒要求的少量不合格品。这部分酒，虽达不到茅台酒要求，但可能品质可能高于其他系列酒基酒，添加入系列酒里，可以提升系列酒品质；

另外，一曲三茅的基酒究竟取自何处，目前老唐暂时不知，公司内部人员说是机密，不告诉我。慢慢收集。

5）茅台的生产过程是酱紫的：第一年端午踩曲（用小麦制作酒曲），重阳下沙（沙就是本地特产糯高粱），然后从 12 月或次年 1 月开始蒸馏取酒，每月一次，共计七次，次年七八月取酒完毕。酒糟拿去生产迎宾酒后，送去做肥料，称为丢糟。茅台酒糟管理很严格，丢糟跟押钞车一样，要严防被小作坊和内部人里应外合偷走酒糟再去做酒；

这七次取出来的酒，就叫茅台基酒。每年披露的茅台基酒产量，就指这个。基酒要按照酱味、醇甜和窖底三大类归类装坛，成为茅台财报上存货里面的自制半成品，这部分是茅台的财富，越多越好。有很多

一知半解的投资者和媒体，以存货数据增长，来说茅台积压，主要就是因为不懂这个。

装坛以后，要储存满三年，然后勾兑。勾兑是将三种基酒按照某比例混合，再加上一些老酒和调味酒。勾兑后重新装坛，继续存储半年到一年，就是可以销售的酒了。在市场需要的时候，灌进瓶子里，封箱打包，卖出去。灌进瓶子里的酒，在没有卖掉的时候，就是财报上的库存商品（包括销售公司存货、全国 11 个中转库存货、33 个自营店存货、以及其实已经提走了，但还没有发票入账的预收账款对应的部分）；

6）从上面的生产流程，可以看出，今年能灌多少商品酒，实际上在四到五年前就已经定死了，按照季克良老先生披露，当年可供销售的茅台商品酒，大约是四五年前（取决于勾兑后存半年还是一年）基酒的 75%，其他部分则是必须要存起来的老酒和保存期间挥发的部分。由于不能确定这个 75%，是否包括添加进去的老酒（53 度茅台大致由 85%基酒和 15%左右老酒构成），对可销售量估算有个基本不影响投资决策的空间。

7）茅台的基酒产能一直在扩，从 1951 年建厂到 2001 年上市前，50 年间茅台酒全部产量加总不到 6.6 万吨，而上市至今的 16 年间，茅台基酒产量已经超过 36 万吨了。目前年产量约 4 万吨；

8）系列酒里，迎宾酒是不储存的（公司酒库宝贵，不值当为低端酒占地儿），直接生产出基酒，然后勾兑装瓶；王子酒生产工序和茅台一样，但基酒存储只有两年。其他系列酒情况不明，估计也是两年的存储期。

暂时就想到这些，先介绍这么多吧，分析文章里，若有暴露出来的遗漏，我在继续补充！篇幅原因，我把数据单独作为下篇。记着，发 yesvalue@163.com，截止时间就暂定为下周一晚上吧——10 月 25 日零点。是个尝试，效果若好，以后老唐会继续搞这类练习题，如果都等别人动手，就放弃此种形式。

第29篇.　　2016.10.17-如何“早知道”？（下）

2016-10-17　唐朝

以下数据为老唐日常收集的茅台数据中的部分，此处仅按获取时间排列，特意完全未经整理。从中能分析和整理出些什么，取决于你愿意为之付出多少脑细胞，成文后请发　yesvalue@163.com

2015 年 1 至 11 月，茅台集团实现销售收入（含税）357 亿元，同比增长 4.0%（其中茅台酒销量同比增长 7.65%）；实现利润总额 193 亿元，同比增长 1.88%；上交税金 137 亿元；资产总额达 1050 亿元，同比增长 31%。前三季度，工业增加值占全省的比重达 10%以上，上缴利税约占全省公共财政预算收入的 11%，茅台酒股份公司营业收入、利润分别占全国 18 家白酒上市公司的 27%、45%。

2016 年 1 月 7 日，茅台酒包装车间员工们加班加点，成品库房格外繁忙，提货装车熙熙攘攘，即将到来的春节市场对茅台酒需求旺盛。，在控制开票的情况下，产品每天的市场需求量在 200 吨左右，但企业日包装产量只能达到 110 吨，还有将近一半的市场缺口。销售公司负责人告诉记者，当前茅台酒开票销售量平均每天超过 200 吨，而茅台酒包装量大约只有 110 吨，存在较大缺口，用开票员的话说，“茅台酒节前的销售‘火爆’得很！”

“现在包装车间的日生产量大约 110 吨，而物流中心开票量达到 200 吨左右，每天发货量至少在 150 吨以上，当天包装，当天发走，陈年酒、普通茅台酒以及酱香系列酒都存在较大缺口。”2015 年 12 月中旬以来，他们平均每天的发货量越来越大，最多时达 50000 多箱，就连淡季时备存在各中转库的 1500 吨

各类型茅台酒现在也所剩无几。

“我们班主要负责茅台酒的包装，元旦后，每天的包装量已经从31000瓶加量到35000瓶，接下来还要采取周末加班的作业方式，保证完成车间交予的任务。”包装五班班长祁小岭说，“我每天都是早上7点到班组，员工们中午吃饭时也只有半小时的休息时间，下午最早也要三点才能下班，上中班的员工有时要到晚上十点才能下班。”2015年，集团公司战胜各种困难和挑战，全面完成了董事会方针目标，以“逆势向好、稳中有进”的成绩，为“十二五”画上了圆满句号。

2015年，完成白酒销量同比增长3.59%，实现销售收入（含税）同比增长2.96%，利润总额同比增长1.78%，净利润同比增长1.21%；资产总额首次突破千亿大关，同比增长27.59%。从贵州省十二届人大四次会上，贵州省委副书记、代省长孙志刚所作的《政府工作报告》，贵州茅台销售收入419亿元，同比增长3%；利润总额226亿元，同比增长1.2%。全年完成增加值376亿元，同比增长3%，占全省工业增加值的11%;营业收入、工业增加值、利润和资产总额分别相应占省国资委监管企业（含参股企业）的14.4%、47%、87%、22%。上交国有资本收益7.7亿元，同比增长3%。上交利税160亿元，约占全省公共财政预算收入的11%，助力贵州GDP进入“万亿俱乐部”。

《茅台集团“十三五”发展战略规划》，到2020年实现千亿级企业的目标，其中酒业收入占65—70%，非酒类业务收入占30—35%，在集团内培育2—3个上市公司。

2015年度，制酒十六车间备注酒数量为30007.8kg，占基酒比率为1.88%，同比下降了三分之二，2015年度备注酒种类只有5种，同比减少了2种。

2016年1月，贵州省仁怀市国税完成税收收入100129万元，同比增长10.32%，增收9369万元。其中茅台集团销售稳居黔酒榜首，其旗下五家公司完成税收89845万元，同比增长7.67%，增收6399万元。2015年，茅台集团销售收入约(含税)419.12亿元，同比增长2.96%；实现利润总额约227.22亿元，同比增长1.78%，上交税金约151.27亿元。据了解，茅台集团受白酒消费税最低计税价格调整影响，主要产品均调高消费税最低计税价。

茅台集团1月份完成白酒销量近万吨，同比增长25%以上，其中茅台酒销量同比增长90%左右；实现销售收入近百亿元，同比增长75%左右；实现利润同比增长5%左右；完成增加值同比增长50%左右。

“十二五”期间，集团公司共实现白酒产量395,257吨，其中，茅台酒基酒产量173,002吨，较“十一五”期间增长72%，年均增长4.13%，合格率达99.87%以上。公司新建投产了茅台酒制酒十九、二十、二十一车间以及配套的制曲、储酒等设施，设计茅台酒产能达8500吨/年，制曲达6300吨/年，储酒15万吨。

“十二五”期间，公司各原料基地认证面积取得持续稳速的发展，有机高粱基地由2010的3个扩展至4个，认证面积也从2010的446505.8万亩发展到2015年的675184.3万亩，产能达16万吨以上。有机小麦供方基地涉及10省，有机小麦供方数量由2010年的2个发展至29个，认证面积也从2010年20万亩发展到2015年100万亩，产能达20万吨

“十二五”期间，茅台集团白酒销量288139吨，较“十一五”期间增长78%，年均增长11.09%；实现销售收入（含税）1825.61亿元，较“十一五”期间增长233%，年均增长21.85%；实现利税1416.35亿元，较“十一五”期间增长253%，年均增长22.24%；实现利润994.41亿元，是“十一五”期间的258%，年均增长23.49%；上缴税金659.81亿元，较“十一五”期间增长222%，年均增长22.85%；企业总资产增

长 3.19 倍。

“十二五”期间，公司主要经济指标实现了跨越增长，较“十一五”增长 92%，年均增长 8.93%，其中，茅台酒基酒产量较“十一五”增长 72%，年均增长 4.13%。销售收入较“十一五”增长 233%，年均增长 21.85%；利润总额较“十一五”增长 258%，年均增长 23.49%；上缴税金较“十一五”增长 222%，年均增长 22.85%；工业增加值较“十一五”增长 273%，年均增长 26.45%。五年来，企业资产总额增长 3.19 倍，资本保值增值率均在 121%以上，净资产收益率均在 20%以上。其中，公司 2015 年营业收入、利润、上缴税金、资产总额、出口额分别占全国白酒行业的 6%、31%、27%、18%、55%；营业收入、工业增加值、利润和资产总额分别占全省国资委监管企业的 15%、48%、88%、23%；上交利税约占全省公共财政预算收入的 11%。

十二五”期间，公司主要经济指标实现了跨越增长。实现白酒产量 39.5 万吨，较“十一五”增长 92%，年均增长 8.93%，其中，茅台酒基酒产量 17.3 万吨，较“十一五”增长 72%，年均增长 4.13%：销售收入(含税)1825 亿元，较“十一五”增长 233%，年均增长 21.85%；利润总额 994 亿元，较“十一五”增长 258%，年均增长 23.49%。五年来，企业资产总额增长 3.19 倍，资本保值增值率均在 121%以上，净资产收益率均在 20%以上。

2016 年 1 月，茅台集团 1 月份完成白酒销量近万吨，同比增长 25%以上。其中茅台酒销量同比增长 90%左右，实现销售收入近百亿元，同比增长 75%左右，连续实现新年开门红。

2015 年，系列酒实现销售量 7826 吨，同比增长 46%，实现销售收入 13.5 亿元，同比增长 33%。

袁仁国表示，当前茅台集团正在着力推进供给侧结构性改革，深挖海内外市场潜力。其中，针对 1.09 亿人的中产阶级推进消费转型，创新产品满足大众消费、商务消费、家庭消费和休闲消费。已经开发了 200 多个具有茅台特色的纪念酒、收藏酒、文化酒品牌，不断满足消费者多层次、个性化需求。

茅台酒的春节市场再一次喜迎新年开门红，仅 2016 年 1 月，集团公司就完成白酒销售近万吨，实现销售收入近百亿元。

从早上七点，包装车间大门打开那一刻起，洗瓶、灌装、贴标、拴丝带、装箱、打包……12 条生产流水线就开始了不停息的运转。

开年以来（3 月 20 日信息），贵州茅台的产品销量和销售额同比分别增长了 54%和 70%，出现了量价齐升的可喜景象。

在白酒业整体下滑的三年期间，贵州茅台逆势上扬，业绩精彩：实现白酒产量 39.5 万吨，较“十一五”增长 92%，其中，茅台酒基酒产量 17.3 万吨，较“十一五”增长 72%；销售收入(含税)1825 亿元，较“十一五”增长 233%；利润总额 994 亿元，较“十一五”增长 258%；上缴税金 660 亿元，较“十一五”增长 222%。5 年来，企业资产总额增长 3.19 倍，资本保值增值率均在 121%以上，净资产收益率均在 20%以上。

今年 1 月，茅台酒实现销量 4500 多吨，销售收入近 100 亿。这个数字与去年同期两个多月的业绩相当（销量 4000 多吨，销售收入 92.94 亿）

2015 年，遵义市白酒制造企业 86 户，全市销售产值亿元以上的企业达 43 户。白酒行业实现工业总产值 605.9 亿元，同比增长 14.5%；实现增加值 555.6 亿元，同比增长 11.5%；实现白酒产量 37.98 万千升，同比增长 9.8%；实现主营业务收入 456.1 亿元，同比增长 4.7%；实现利润 234.5 亿元，同比增长 0.9%。

中国酒业协会理事长王延才说：“贵州白酒以酱香型为主,用全国3%的产量完成了全国白酒行业32.5%的利润，全国系列酒280多位经销商齐聚贵阳，就如何做好2016年度酱香系列酒营销工作进行研讨。酱香系列酒营销规划显示，2016年酱香系列酒销量将达到1.2万吨以上，实现销售收入20亿元，力争达到23—25亿元；酱香酒销售量在2016年占茅台酒销售量的50%，未来三年超过一倍，未来五年超过两倍；酱香系列酒主要品牌在当地重要市场消费要进入当地消费量的前三名；2016年，酱香系列酒要实现井喷式增长，销售量超过2015年的60%以上，成为系列酒经销商最赚钱的商品。

4月6日，三轮次酒生产的第一天，袁仁国表示，从三轮次酒第一天的生产情况来看，总体正常，喜中有忧。

2015年茅台酒及茅台系列酒，共计出口1300多吨，实现出口创汇2.37亿美元，海外经销商总数已达84家，销售网络已覆盖亚洲、欧洲、非洲、美洲、大洋州63个国家（地区）的有税市场及重要口岸的免税市场，直接发货的国家（地区）达到53个，2015年全国酿酒行业规模以上企业完成酿酒总产量7429.33万千升（含酒精及白、啤、葡、黄、其他酒等六个子行业），同比下降1.73%；产品销售收入9229.17亿元，同比增长5.34%；实现利润总额1018.07亿元，同比增长3.93%；上缴税金853.15亿元，同比增长2.06%。——1033

贵州茅台一季度报告，实现营业收入99.89亿元，同比增长16.91%；归属于上市公司股东的净利润48.89亿元，同比增长12.01%；基本每股收益3.89元，同比增长12.01%。

据酿酒产业“十二五”规划，截止2015年末，我国白酒产量将达到960万千升的目标。但国家统计局的数据显示，截止2014年底，我国白酒累计产量就已达1257.13万千升，同比增长2.75%。事实上，整个“十二五”期间，白酒年均产量均达到千万千升级别。即使在行业低速发展的2015年，我国白酒累计产量仍达1312.80万千升。

目前，一方面是中国白酒企业开拓海外市场的整体能力偏弱，另一方面却是洋酒的进口井喷。2015年中国进口葡萄酒总量约为55.4万千升,同比增长45%,进口葡萄酒总量是2010年的3.8倍;进口啤酒53.83万千升，同比增加59.4%，进口啤酒总量是2010年的11.5倍，连续4年增长幅度超59%，进口额5.7亿美元，同比增长24.5%。进口葡萄酒2016年预计继续维持高位增长，市场总规模将达到800亿人民币。

据总部位于巴黎的“国际葡萄与葡萄酒组织”公布的最新统计数据：2015年中国葡萄酒进口大幅增加，进口葡萄酒约5.5亿升，比2014年增长44%；进口额约为18亿欧元，增长60.7%；葡萄酒消费量达16亿升，比上年增长3.2%，成为全球葡萄酒贸易发展的最大引擎。据海关数据显示，2016年1月瓶装葡萄酒进口同比增幅高达34.7%；2月份我国酒类进口金额2.2亿美元，同比增长40.5%，进口酒类中排名第一的是瓶装葡萄酒，进口金额1.1亿美元，同比增长41.7%。

2015年全国33家自营店实现销售茅台酒152.01吨，销售额：4.03亿元，系列酒：28.01吨，销售额：855.40万元，合计：180.03吨，金额：4.12亿元，茅台酒增长率为37%。2016年，就前3月份的销售数据来看，相比2015年同期销售也是处于上升趋势，增长率为45%。

茅台2015年度实现白酒销售收入326.6亿元人民币，实现归属于上市公司股东净利润155亿元人民币，营业收入、利润、上缴税金、资产总额、出口额分别占全国白酒行业的6%、31%、27%、18%、55%。截止到2016年2月，实现销售100亿元人民币。

未来五年，贵州茅台海外市场力争实现年均增长超过15%，到2020年，茅台酒在海外市场的销量将

占总销量的 10%以上。目前，茅台酒产能有限，在国内供不应求，国内高端白酒市场茅台酒占有率已超过 50%，处于领先地位。但是茅台集团要做大到千亿销售目标，光靠国内市场发力还不够。根据茅台集团“十三五”发展战略规划，2020 年，将实现白酒产量 12 万千升，其中茅台酒产量 5 万千升，茅台酒销量将达到 4 万千升，国内需求 2 万至 3 万千升，剩下的销量只能由国际市场来消化。而茅台酒的海外销售才超过 2 亿美元，仅占茅台酒总销量的 6.5%。所以，攻占国际市场，这是茅台必须过的一道坎，也是中国白酒必须过的一道坎。

“目前茅台酒已经进入韩国大型商超、酒类连锁店、餐馆、免税店等终端渠道。”茅台酒在韩国本地主流市场之中具有较高的知名度和美誉度，2015 年共计进口茅台酒及系列酒 7000 箱，同比增长 16%；今年一季度已完成全年计划的 40%。

2015 年，酱香系列酒实现销售量 7826 吨，同比增长 46%，实现销售收入 13.5 亿元，同比增长 33%。“十二五”期间，酱香系列酒销量较“十一五”增长 41%。“十三五”时期，集团公司把酱香系列酒打造成为股份公司新增长极的战略定位日趋突出，酱香系列酒将成为集团公司实现“千亿集团”目标的支柱，酱香系列酒正在为集团公司实现“千亿集团”目标释放无穷的潜力。

据酱香系列酒营销规划显示，2016 年酱香系列酒销量将达到 1.2 万吨以上，实现销售收入 20 亿元，力争达到 25 亿元；酱香系列酒销售量在 2016 年占茅台酒销售量的 50%，未来三年超过一倍，未来五年超过两倍；

5 月 6 日，股份公司总经理助理杨宗杰到 201 厂检查指导二轮次酒生产工作，强调要全力做好三轮次酒生产准备工作。

截至 2015 年年末，贵州省共有酒类制造企业 1207 户，白酒企业就有 1053 户。其中遵义市酒类企业数 601 户，占全省 49.7%，而仁怀市酒类行业企业就占 440 户，其中白酒类企业 433 户，规模以上(年主营业务收入在 2000 万元及以上)酒类行业企业数 54 户。

罗桂华是贵州茅台酒股份有限公司制酒一线的一名酿酒师，在他担任酒师的 11 年中，每年都超额完成产质量任务，平均每年产酒 78 吨，平均年产酱香 11.6 吨，每年合格率都是 100%，这在公司 500 多名酒师中都是非常骄人的成绩。

酱香系列酒销售大幅回升。到 6 月中旬，完成销售量、销售额分别同比增长 44%和 33%，

珠海龙狮瓶盖公司 2015 年度实现营业收入同比增长 7.33%，2015 年末资产总额 1.73 亿元，上缴各种税费共 1723 万元。收入的增长主要来自茅台酒股份公司，经营利润总额的增加主要是原材料价格下降降低了产品成本，提高生产自动化水平提高了生产效率，新材料的研发利用降低了采购成本，加强和提高管理水平降低各项费用和损耗等

从 1951 年建厂至 2011 年，公司累计生产茅台酒 25 万吨，其中，1998 年以来茅台酒产量达 19.5 万吨。茅台酒年产量由 1952 年的 75 吨增至 1068 吨，用了 26 年；从 1068 吨到万吨梦圆，用了 15 年；而从 1 万吨到 2 万吨，茅台仅仅用了 5 年。

股份公司总经理助理销售公司总经理马玉鹏：截至日前（7 月 10 日信息），与去年同期相比，茅台酒销量同比增长 39%，完成全年计划的 64%，销售收入同比增长 40%；43 度茅台酒销量同比增长 52%,销售收入同比增长 52%

截至 6 月 30 日，集团公司实现白酒产量同比增长 20%；白酒销量同比增长 14%；实现含税收入同比增

长 15%，占全年计划的 54%；利润总额同比增长 8%，占全年计划的 54%；完成增加值同比增长 13%，占全年计划的 53%；上交税金同比增长 26%，出口白酒创汇同比增长 10.46%，呈现出“稳中快进、稳中有新、稳中有转”的良好态势。茅台股价突破 300 元大关，市值首次突破 4000 亿大关，收盘价和总市值双创历史新高，占全国白酒上市企业总市值的 45%，在中国 A 股市场总市值排行第 11 位，利润占全国白酒行业利润总额的 47%，行业龙头地位更加巩固。

下半年务必咬紧牙关，确保完成增加值 398 亿元、销售收入 436 亿元、利润总额 231 亿元，白酒产量 7.8 万吨的全年任务上半年茅台酒销量已经完成全年计划的 64%，同比增长 39%，下半年可供市场销售的茅台酒仅有约 8000 吨。

截止 7 月 30 日，酱香酒公司销量较去年同比增长了 58%，销售收入较去年同比增长了 46%。截至 6 月 30 日，集团公司实现白酒销量同比增长 14%；出口白酒创汇同比增长 10.46%，利润占全国白酒行业利润总额的 47%，目前，集团公司分别在北京、上海、贵阳、珠海、沈阳等地设有 11 个中转库。

珠海库位于珠海广澳高速与谷都大道交汇处，整体面积有 7113 平方米，是一个立体仓库。库房当前共存放 30 个品种、一百多吨货物，其中茅台酒和酱香系列酒数量各占一半

8 月 26 日晚间，贵州茅台披露半年报显示，公司实现营业收入 181.73 亿元，同比增长 15.18%；实现净利润 88.03 亿元，同比增长 11.59%，上半年茅台出口营收增幅高达 69.46%，酱香系列酒营收增长高达 55.76%，成为半年报较大的亮点。

2015 年赖茅回归茅台当年即实现销售收入过亿元，2016 年销售收入目标 5 亿元。

2015 年，贵州出口白酒约占全国酒类产品出口额的 30.1%，占全国白酒出口额的 51.1%。其中，茅台酒及其系列产品占贵州省白酒出口额 99%以上。

今年 1-8 月，茅台集团完成白酒产量 69400 吨，同比增长 25%,其中，茅台酒 3.68 万吨，实现销售收入 308 亿元，同比增长 15%，完成增加值 277 亿元，同比增长 13.9%，利润总额 164 亿元，同比增长了 6.7%，上交税收 98 亿元，同比增长 23%。

上半年，股份公司实现营业收入 181.73 亿元，同比增长 15.2%，较去年同期高出 5 个百分点；实现净利润 88 亿元，同比增长 11.6%，较去年同期高出 2.5 个百分点。

自今年春节以来，茅台酒基本上是生产多少就发走多少，特别是近两个月来许多经销商都在催货，在业务部门严格控制开票的情况下，还存在 200 多吨已开票未提货的缺口，尤其是个性化产品由于受包装产能的影响，存在着很大的缺口，无法满足经销商的提货要求和市场需求。为此，公司在 9 月 1 日召开的专题会上作了硬性要求：确保 10 月底以前包装生产 400 吨猴年生肖酒，完成 350 吨国宴专用酒及已开票未提货的茅台酒个性化包装生产任务，以及完成正常的茅台酒及系列酒包装任务。

9 月 5 日，从机关职能部门抽出的管理人员已到包装车间报道，从制曲车间抽调的员工已于 9 月 7 日前往包装车间参加岗前培训。为了保质保量完成包装生产任务，当前包装车间各条生产线每天至少保证 16 小时正常运转，各班组延长工时至 8 小时，整个车间一个工作日较往常增量 10 吨左右。特别是在 9 月 5 日，有两个班组因设备原因导致成品不符合要求，已经下班到家的员工又被重新召回继续工作，一直到深夜 12 点，才完成了当天的生产任务。

9 月 8 日，股份公司总经理助理林忠义到 301 厂检查指导六轮次酒生产、设备设施运行、节能减排等工作情况。9 月 11 日，股份公司副总经理杨代永到 201 厂检查指导六次酒生产工作——1055

截至今年 9 月 14 日，2016 年系列酒销量和销售额双指标均超过 2015 年全年，销量较 2015 年同期增长 70.3%，销售额较 2015 年同期增长 62.6%。

在传统工艺与产质量方面，公司更是毫不马虎，未雨绸缪，对两个主要系列酒生产的 201 厂、301 厂进行技术升级，年产量确保 3 万吨。在今年一到四轮次的生产中，两车间分别完成公司下达的生产计划的 98.07%与 88.34%，超额完成今年的生产任务。在包装生产方面，经集团公司研究决定并且已经在技术开发公司增设系列酒包装生产线，在降低系列酒的包装成本的同时，全面确保了系列酒销售旺季的产品供应。

据 6 月 30 日数据，茅台王子酒、茅台迎宾酒销量占比分别为 38.6%和 55.2%，比去年同期分别增长 56%和 59%，汉酱酒和贵州大曲销量分别比去年同期增长 302%和 208%，品牌策略初见成效。

1 至 8 月，公司白酒产量同比增长 25%，实现销售收入同比增长 15%；完成增加值同比增长 13.9%；利润总额同比增长 6.7%；上交税收同比增长 23%，从产量看，茅台酒产量同比增长 22%，基本完成董事会 4 万吨的目标任务，201 厂、301 厂同比分别增长 1.6%、29.9%，完成包装量同比增长 37%。对于 2017 年总体工作，李保芳指出，茅台将立足迈上三个台阶，实施“54321”计划：一是茅台酒和酱香系列酒实现销售总量 5 万吨、销售收入跃上 500 亿元台阶；二是茅台酒产量达到 4.4 万吨、2018 年达到 4.8 万吨；三是确保 2018 年利润总额跃上 300 亿元台阶；四是上交税收跃上 200 亿元台阶；五是茅台定制酒、出口酒销量分别达到总销量的 10%左右。

今年 1 至 8 月，贵州全省白酒产业健康稳定增长，全省规模以上白酒企业已实现累计产量 31.8 万千升，同比增长 7.7%；完成工业总产值 587 亿元；工业增加值 488 亿元，同比增长 10.4%，主要指标稳中有进。其中，茅台集团龙头带动作用明显，茅台集团累计白酒产量 6.94 万千升，同比增长 25%，占全省白酒产量的 22%；完成总产值 331 亿元，同比增长 14%，占全省白酒工业总产值的 56.3%；完成工业增加值 278 亿元，占全省工业增加值的比重为 57%。茅台酒包装量 1.77 万千升，同比增长 19.3%；完成销售收入 265.5 亿元，同比增长 15%。此外，以贵州十大名酒为重点的其他企业增长平稳。除茅台集团外，规模以上白酒企业累计产量 24.86 万千升，占全省白酒产量的 78%；完成工业总产值 256 亿元，占全省白酒工业总产值的 43.7%；完成增加值 210 亿元，占全省工业增加值的比重为 43%。

截至 9 月 30 日，茅台酱香酒营销有限公司已完成销量 8927 吨，同比去年同期增长 74.5%；销售收入 14.59 亿元，同比去年同期增长 67.4%。

第30篇.　　2016.10.20-《商界局外人》书摘A

2016-10-20　唐朝

《商界局外人》书摘 A

作者：[美]威廉·桑代克

它们通常只关注＂（财富》世界 1 0 0 强”那样规模庞大、声名显赫的公司。这就是那些公司的 CEO 如此频繁出现在顶尖商业杂志封面上的原因。媒体通常关注的指标只是利润与收入的增长。这听起来就像（体育画报）的封面上总是出现长得最高的棒球投手和最为狂野的曲棍球守门员一样。显然，判断 CEO 是否伟大的终极指标应该是每股价值的增长，而不是销量、收入或员工数量的增长。

辛格尔顿执掌特利丹公司将近 3 0 年，给其投资人带来的年复合收益率达到了惊人的 20.4%。如果你

在１９６３年投资１美元给辛格尔顿，那么到１９９０年当他在一波严重熊市的当口卸任董事长时，这１美元将增值到１８０美元；如果你采取跟随标准普尔５００指数的策略，则仅收获不到１５美元。辛格尔顿的业绩令人瞩目，几乎是指数的１３倍。

辛格尔顿	vs	韦尔奇
20.4%	年复合收益率	20.9%
28 年	持续时间	20 年
几次大熊市	市场主旋律	超级大牛市
180 美元	1 美元最终收益	48 美元

这些人是管理界特立独行之士，也正是本书将描述的人。他们掌管的公司所处的市场既有增长的，也有衰退的；所涉及的行业五花八门，涵盖制造、媒体、军工、消费品和金融服务等。就企业规模和成熟度而言，他们的公司也有很大差别。相比于同行，他们当中没有一家拥有热门的、可快速推广的零售模式或者识产权优势，但最后都完胜其同行。

他们不会去商会发表演讲，也不参加达沃斯论坛。他们很少出现在商业出版物的封面上，也不写什么管理咨询类的图书。他们既非啦啦队队长，也不是推销人员或者自来熟的家伙。总之，，他们并不拥有那种超凡的人格魅力。

这个群体推崇那些老派的、不现代的价值观，包括节俭、谦和和独立既保守又胆大。他们通常在简陋的办公室里工作（并对此深感自豪），对免费使用公司飞机的额外福利，总是避之不及。他们尽可能远离聚光灯，很少和华尔街或商业媒体打交道。他们还主动避开银行家和外部顾问，更喜欢他们身边精挑细选出的某些人。这是一群婚姻美满的中年男人（有一位是女性），过着貌似波澜不惊、四平八稳、闷头做善事的生活。

本质上，这些商界局外人思考问题时更像投资人，而不是经理人。究其根本，他们都对自己的分析技能充满信心；在那些罕见的情况中，当他们发现在价值与价格之间出现了非常突出的差异时，他们就准备大胆地采取行动

当自己公司的股票被低估时，他们就买入（常常是很大的数量）；当自己公司股票昂贵时，他们就用其置换其他公司股票或筹集廉价资本为未来的增长提供资金。如果找不到让人心动的项目，他们就安于等待，有时候要等非常长的时间。

在资本配置领域里，墨菲的方法也与其同侪有着很大差异。他避免多元化经营，支付最低红利，很少发行股票，积极利用杠杆，经常回购股票；还会偶尔在两个很长的蛰伏期之间，来上一次极大规模的收购。

墨菲经常举债为收购筹集资金。他曾经这样总结自己的方法：“通常是这样，一旦付清了款项，我们就获得了资产。随后就以这些资产为杠杆去买其他资产。”结束一次收购之后，墨菲就会积极地分配自由现金流，以降低负债水平。这些债务通常都是在到期之前就付清了。绝大部分为收购美国广播公司所借的债务，在这笔交易完成后三年内就付清了。有趣的是，墨菲从来没有为股票回购借入资金，他更喜欢利用杠杆去购买运营业务。

墨菲和伯克积极避免因为发行股票导致股权稀释。除了曾经把股票卖给伯克希尔哈撒韦公司，用以筹措资金收购美国广播公司之外，公司在和迪士尼公司进行交易之前的２０多年里没有发行过新股。在这一时期，由于不断地回购股票，公司流通股减少了５３％。

为了一次有吸引力的收购，墨菲愿意等很长的时间。他曾经说过：“我拿薪水不光是为了做买卖，而是要做好的买卖。”一旦认准的东西时，墨菲是做好准备来上次豪赌的。在其将近３０年CEO任期内，他所创造的绝大部分价值都是通过少数几次大型收购决策取得的。每一次决策都带来了丰厚的长期回报。在进行这些收购时每一次的成交价格都占到了当时公司市值的２５％以上

在这种慷慨而友好的外表下面，潜伏着如剃刀一般锋利的商业头脑菲是一个非常讲原则的买家，有着严格的回报要求，不会为收购放宽标准——他曾因为５００万美元的差价，放弃了一笔极大规模的报纸买卖，涉及三家得克萨斯州的公司。正如本书中其他商界局外人一样，在评估收购时，他信赖简单而有效的法则对于墨菲来说，其基准就是在没有杠杆的情况下，１０年中税后年收益率要达到两位数。这一价格原则所带来的结果是，虽然他参加过很多次投标，却从未中过。墨菲告诉我，他开出的条件通常仅及实际成交价格的６０％～７０％。

墨菲的谈判风格与众不同。他相信“别占尽卖家的便宜”，并说过，最好的交易能让每个人开开心心地离开。他经常让卖家自己先报价，如果他认为要价是公平的就接受（就像安纳伯格告诉他三角通讯广播公司的价格是其税前利润的１０倍时，他所做的那样）。如果觉得他们的要价太高，他就会报出自己能给出的最高价格。如果卖家拒绝，墨菲就会走开。他相信，这种直截了当的方法既节约时间，又避免了不必要的恶语相向。

对墨菲来说，股票回购是另一个重要的资本出口，给他提供了非常重要的资本配置基准。这么多年来，他反复使用它。当相比于私募股权市场的估值水平，公司市盈率比较低时，墨菲就会买回自己的股票。多年来，墨菲在回购股票上花掉了１８亿美元，其中绝大多数的交易价格都保持了个位数的市现率。总体来说，这些回购对公司而言意味着豪赌，规模仅次于美国广播公司的交易。它们为股东带来了丰厚的回报，连续１９年年复合收益率达到了２４％。

到１９７０年底，约翰·马龙在麦肯锡公司已经待得足够久了，这使他能立刻意识到新行业所蕴含的机会。他对有线电视业务了解得越多就越喜欢它。特别是三样东西引起了他的注意：有高度可预见性的可靠收入；税收优惠；它如野草一般地成长着。他马上得出结论：要在有线电视行业成就一番事业。

高增长与可预见性的组合尤其有吸引力。在２０世纪６０年代以及７０年代早期，有线电视行业呈现出非常迅速的增长；随着全美各地的乡村社区用户为了他们喜欢的频道和节目寻求更好的电视信号，其用户数量增长了２０多倍。有线电视的顾客们按月付费、极少断线停用，使得这一业务非常容易量化，从而允许有经验的CEO以异乎寻常的精确度预见顾客增长率和未来盈利能力。

以价值为唯一衡量标准 本书所述商界局外人的一个重要共同点：在本质上，他们这个群体是理性的、务实的，也是持不可知论的和目光敏锐的。他们没有特殊的意识形态。给出一个恰当的价格，安德斯不会卖掉他母亲，但他却会毫不犹豫地卖掉自己钟爱的业务部门。

她与她的董事会一道把所有潜在交易都提交给一个严格的、分析性的测试。如汤姆·梅特所总结的：“收购需要获得至少１１％的现金收益，且杠杆工具的期限不得超过１０年。”再一次，这个看起来非常简单的测试被证明是一种非常有效的过滤器就像梅特所说：“很少有交易能够通过这一检测。公司整个关于收购的气质就是等待，等到恰当时机再交易。”

在消费性包装货品公司的CEO中，斯蒂利兹是利用债务作为资金来源的先驱者。在一个以保守金融管理著称的行业中，这样做被认为是异类。然而，斯蒂利兹却发现，谨慎地利用杠杆能够极大地提高股东的

收益。他认为，具有可预见的现金流的行业，就应该利用债务去提高股东的收益。为此，他非常积极地使用金融杠杆为回购股票和收购融资

史密斯在资本配置方面的表现同样是出色的。在他漫长的任期中，三个主要的资金来源分别是：业务现金流、长期债务和偶尔进行的大型资产出售。因为不需要太多运营资本（观众提前买票，而影院要在电影放映９０天之后才付钱给电影公司）和很低的资本需求旦影院建成，只需要非常少的投入就能维持），所以影院业务能够产生大量现金的，这种商业特征对史密斯形成其做买卖的商业世界观有着非常大的影响。

在公司历史上，他从很早开始就专注于现金流，而不是传统的每股收益。当我在史密斯的办公室见到他的时候，他给我看了公司１９６２年的年报，那是他的当上CEO的第一个年头。在年报中他反复强调现金收益（收入加上折旧）才是评估公司业绩的主要指标，而不是净收入。在美国的商业用语中，这个词很可能是第一次被使用，而现在它已经成了标准术语。

巴菲特说过：查理和我更愿意赚取波浪起伏的１５％，而不去赚平稳的１２％。毕竟，我们的利润每天都在宽幅波动。为什么我们要求它像地球围绕太阳转动的轨道那么流畅呢？这也概括了我的投资方法。我总是关注较长期间投资组合的最高平均回报，即使在每一年中业绩纪录中经历了很大的波动。

篇幅原因，AB合计仅为部分书摘。建议点击左下角#阅读原文#，购买正版，支持作者和译者。

第31篇.　　2016.10.20-《商界局外人》书摘B

2016-10-20　唐朝

《商界局外人》书摘B

作者：[美]威廉·桑代克

混合联合企业由多家彼此之间没有联系的业务部门构成，是那个时代资本追捧的对象，犹如今天的互联网企业。得益于其猛涨的股价，它们开始在相当广泛的行业中，几近贪婪地、常常是饥不择食地兼并企业，从而使得其规模不断增长。这些并购一开始会带来很高的利润，这又会导致更高的股价，用于收购更多的公司。

今天的观点认为：混合联合企业是一种低效的企业组织形式，缺乏“单一经营”企业所具有的灵敏与专注。情况并非总是如此。在２０世纪６０年代的大部分时间里，混合联合企业都是市场热点，有着极高

的市盈率，这使它们的服票成为硬通货，这非常有利于它们投身持续的收购狂潮当中。当时，围绕并购展开的竞争远远少于今天（私募股权公司甚至都不存在），购买一家正常经营企业的控制权所需支付的价格（以其市盈率计算））往往比收购者在股市中吸纳对方股票要低廉很多，这就为扩大收购提供了逻辑基础。

辛格尔顿充分利用了这一肥厚的套利机会，设计出一种多元化业务组合。１９６１－１９６９年，他买入了１３０家不同行业的公司，从航空电子、特种钢材到保险。除两家之外，买入这些公司靠的都是特利丹公司价格高企的股票。

辛格尔顿充分把握住了市场给予的黄金机会，构建出一种多元化业务组合。他不会不加选择进行收购，而总是会避开处于调整状态的公司，专注于那些可盈利、不断成长的企业。这些企业通常在小众市场中占据领导地位。辛格尔顿收购其他公司的价格通常不超过１２倍市盈率，而特利丹公司的股价始终在２０～５０倍市盈率。

在２０世纪７０年代之前，回购股票还不多见且充满争议；传统观念认为，回购表示缺乏内部投资机会因此被华尔街视为虚弱的标志。辛格尔顿对这一教条视而不见，在１９７２１９８４年的8次荷兰式拍卖回购中，他令人震惊地买回了特利丹公司９０％的流通股。正如芒格所说：“从未有人如此积极地回购股票。”

辛格尔顿相信，比起分红，回购股票以一种具有高避税效率的方法把资本返还给了股东；前者在他担任CEO的绝大部分时间里都被以很高的税率征税。辛格尔顿还认为，以有吸引力的价格回购股票具有自我催化效应，类似于压紧的弹簧，会在未来某个时间猛地反弹至其最高点。公司在此过程中能获得额外收益。这些回购提供了一个有用基准来衡量资本配置。任何时候，只要相对于其他投资机会，回购的收益更具吸引力，辛格尔顿就会发出要约。

２０世纪９０年代，回购变得普遍起来，近年来也经常被CEO用以支撑下降的股价。然而，只有以有吸引力的价格进行回购，才能给股东带来增值。不出意料，辛格尔顿干得相当出色，通过历次回购为特利丹公司股东带来的年复合收益率达到了令人难以置信的４２％。

伟大的投资者必须做到低买高卖。特利丹公司发行股票的平均市盈率超过了２５，而他回购的平均市盈率则低于8。

在一次重要的反向操作中，他大胆地重新配置了保险组合中的资产比例，把投资股票的份额从１９７５年的１０％增加到了１９８１年的７％（非常显眼的数字）。

他把股票池中超过７０％的资金投资于仅仅5家公司，还不可思议地把其中２５％投资给了一家公司。这种不同寻常的集中投资（一家典型的共同基金通常拥有超过１００只股票）引发华尔街一片哗然。

仔细观察下他如何投资这些组合还是很有指导意义的。没有例外，他优先持有自己非常了解的公司股票，包括像柯蒂斯.赖特这样更小型的联合企业，以及像德士古和联邦医疗保险这样大型能源和保险公司；在投资时，它们的市盈率都处于或接近历史最低点。

查理·芒格谈及辛格尔顿的投资手法时，说道：“就像沃伦和我一样，他喜欢集中化，只买他非常了解的少数股票。”

辛格尔顿可以被视作巴菲特的某种原型，在这两个大师级的CEO身上存在着神秘的相似性

- 他们都对组织加以设计，使得自己可以专注于资本配置，而不是经营。他们都首先把自己视为投资者，而不是管理者

去中心化经营，集权的投资决策。企业只有非常少的雇员，尽可能地减少经营公司与高层管理之间的中间层级。他们自己制定公司所有资本配置的重大决策

- 投资哲学。他们把他们的投资集中于自己非常熟悉的行业，并对证券的集中配置感到满意

  建立与投资者关系的方法。他们都不为分析师提供季报，或参加大会。他们提供包含详尽业务部门信息的年报。

- 分红。最初的２６年当中，特利丹公司没有派发过一次红利，伯克希尔则从未派发过红利。

  分拆。２０世纪七八十年代的大部分时间里，特利丹公司都是纽交所价格最高的股票。巴菲特从未分拆过伯克希尔A股。

- CEO持股。辛格尔顿拥有１３％公司股权，巴菲特则超过３０％。他们像所有者那样考虑问题，因为他们就是所有者。

  保险子公司。辛格尔顿和巴菲特都认识到了保险公司“浮存金”在增加股东利益方面的潜力。对他们各自的公司来说，保险都是最大和最重要的业务。

巴菲特说过：查理和我更愿意赚取波浪起伏的１５％，而不去赚平稳的１２％。毕竟，我们的利润每天都在宽幅波动。为什么我们要求它像地球围绕太阳转动的轨道那么流畅呢？这也概括了我的投资方法。我总是关注较长期间投资组合的最高平均回报，即使在每一年中业绩纪录中经历了很大的波动。

巴菲特的出色业绩来源于三个重要相关领域：资本形成、资本配置和运营管理。查理·芒格曾经说过，伯克希尔哈撒韦公司取得长期成功的秘密就在于，它能够“以３％的成本形成资金，再通过它们获得１３％的收益”。对于公司在金融方面取得的成功，这种持续创造低成本资金用于投资的能力显然被外界低估了。值得注意的是，巴菲特总是避免了举债和增发股票，伯克希尔哈撒韦公司的几乎所有资金都是从内部形成的。

当时的传统观点认为，抵御通货膨胀的有效避风港就是硬资产（如黄金、木材之类））。不过受到芒格的影响，巴菲特产生了一种不同的观点，这也是对格雷厄姆传统方法的背离。他用逆向思维认识到，只有资本需求不高又能够提高价格的企业，才最适合抵御通货膨胀的侵蚀性后果。

于是他开始投资于快速消费品品牌和媒体资产，它们都有着“特许经营权”、占据着市场的主导位置或拥有知名品牌等。伴随着这种投资标准的转变，巴菲特另一个重要的转变是长期持有，它可以在税收方面获得好处。

很难夸大这次转变的重要性。在其职业的中期，，巴菲特从一种已经得到确证的、累积性的投资方法转向了一种全新的方法。前者专注于资产平衡表和能够被触及的资产后者则关注着未来，重视的是收入报表和诸如品牌名称、市场占有率等难以量化的指标。在衡量安全边际方面，巴菲特现在依靠的是现金流折现和资产重置价值，而不是格雷厄姆所钟爱的对净运营资产的计算。

巴菲特不会花很多时间进行常规的尽职调查，总是以飞快的速度完成交易，通常在几天内就签订了第一轮合同。在决定一次收购之前，他从不拜访运营部门，也很少和管理团队碰面。汤姆。墨菲告诉过我：“首府广播公司是伯克希尔哈撒韦公司进行的最大规模的投资之一已只花了１５分钟就谈妥了交易，就条款达成一致。”

尽管巴菲特堪称授权管理的大师，他却从不把资本配置的决策权授予他人。在伯克希尔哈撒韦公司里面压根就没有业务发展团队或者投资委员会，巴菲特也从不向投资银行家、会计或律师（只有芒格是例外）

咨询建议。他自己完成分析工作亲自处理所有谈判。他从不翻开分析师们提供的前景报告，而更倾向翻阅历史数据并据此做出自己的预测。他之所以能够做到行动迅速，就是因为他只购买自己非常熟悉的行业内公司，这使他能够迅速将注意力集中到关键性的运营指标上。查理芒格曾经这样谈及伯克希尔哈撒韦公司的收购方法：“我们并不试图进行收购，我们只是坐等那些无须动脑就知道答案的机会。”

巴菲特的投资模式类似于他的保险子公司再保险业务的模式：长时间的按兵不动，偶尔被大型的投资所打断。伯克希尔哈撒韦公司的投资布局中，前五家公司通常占到总价值的６０％～８０％。巴菲特至少有４次在一只股票上投资超过伯克希尔哈撒韦公司账面价值１５％的资金。他还曾经将巴菲特投资合伙企业４０％的资金投资于美国运通公司。

巴菲特处理投资布局管理的方法还有另一个突出的特征：非常长的持有期。现在他所持有的５只主要股票的平均持有期超过了２０年（IBM是个例外，２０１１年它被卖掉了）。与之相对的，典型的共同基金的平均持有期都不超过１年。这就使其投资活动的活跃度非常底，巴菲特称之为“近乎懒惰的按兵不动"。

这么两条投资布局管理的教义组合在一起，形成了一种非常强有力且极具甄别性的过滤器，极少有公司能顺利通过。

篇幅原因，AB合计仅为部分书摘。建议点击左下角#阅读原文#，购买正版，支持作者和译者。

第32篇.　　2016.10.20-读书笔记之《商界局外人》

2016-10-20　唐朝

《商界局外人：巴菲特尤为看重的八项企业家特质》作者：[美]威廉·桑代克　翻译许佳。

这本书，是球友@simplify　推荐给我的。去年就给我推荐过英文版，但老唐渣英文，表示无奈。国庆节前，@simplify　通知老唐，翻译版本出来了，赶紧扫货。谢谢@simplify。

看作者简介，是一家老牌PE的创始人，是斯坦福商学院信托基金受托人、大西洋学院信托基金主席，美国煤炭巨头康索尔能源董事长，应该是企业经营和投资方面的内行。

这是一本写商界成功人士的书，介绍了８位给投资人带来丰厚回报的CEO，他们是：

1.效率决定生死　汤姆.墨菲和首府广播公司

2.聚焦资本配置　亨利.辛格尔顿和特丽丹公司

3.绑定股东利益　比尔.安德斯和通用动力公司

4.高效运用杠杆　约翰.马龙和 TCI 有线电视公司

5.勇于逆向而行　凯瑟琳.格雷厄姆和华盛顿邮报公司

6.数据思维致胜　比尔.斯蒂利兹和罗森-普瑞纳公司

7.永远关注现金流　迪克.史密斯和大众影院公司

8.首席执行官就是首席投资官　沃伦.巴菲特和伯克希尔公司

这八位 CEO，除了巴菲特以外的其他人，在中文世界知名度不怎么高（老唐知道 1 和 5，还是因为经常听巴菲特说）。但他们都是持续数十年为投资人创造高回报的商界精英。下面这张截图，展示了这八位 CEO 所掌控公司的回报率与 sp500 指数的对比。

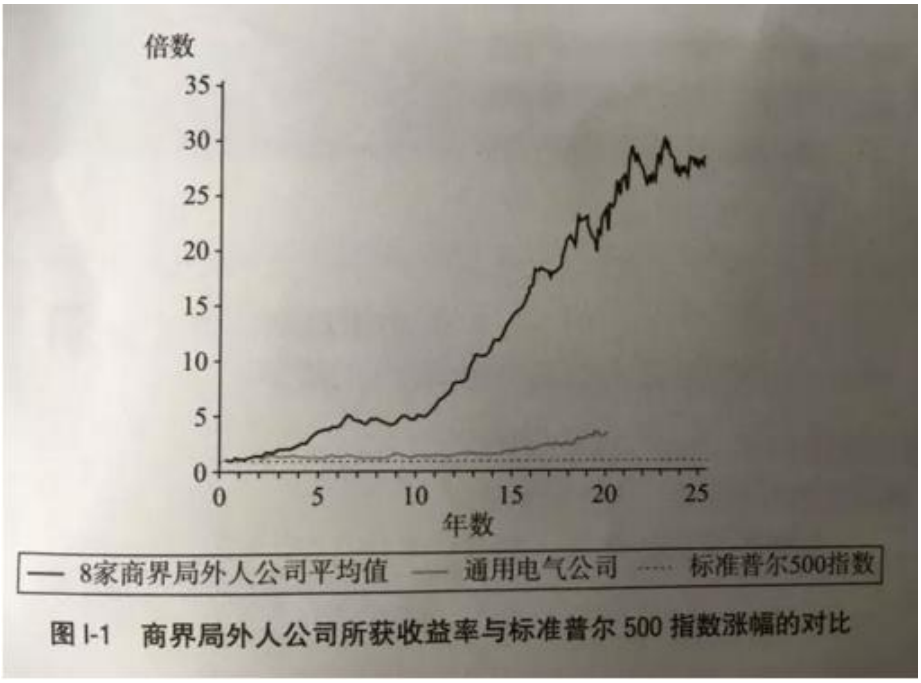


图 I-1　商界局外人公司所获收益率与标准普尔 500 指数涨幅的对比

无论是指数还是杰克.韦尔奇，在数据面前一律被虐成渣。

然而，本书并不是一本传记大全。他只是薄薄一本，正文部分仅有 194 页，侧重点不是讲传奇故事，而是总结和提炼了这八位创造高回报 CEO 的共同特点，以及他们创造高回报所依据的行为准则。

他们都远离市场、低调、节俭、喜欢做数据分析，没什么超凡的个人魅力。与商界舞台上闪耀的超级明星，例如杰克.韦尔奇、史蒂夫.乔布斯、马克.扎克伯格等人相比，他们更像是局外人，这应该是书名《the　outsiders》的由来。

这些创造数十年高回报的 CEO，所坚持的原则，老唐用一句话概括，那就是：“以所有者的身份思考问题，按所有者的利益最大化为原则行动”。

书中总结了我们应该向伟大的 CEO 学习的八大要点：

1.总是做小学数学

商界局外人总是以这样的问题开始：收益是什么。每个投资项目都要产生收益，这里用到的数学真的就是五年级算术。不过，这些 CEO 始终在做这些算术，**采纳最保守的估计，只推进那些能够带来诱人收益**

的项目。他们关注核心假定，不信过于追求细节的电子表格。

他们亲自进行分析，不依赖下属或者顾问。这些商界局外人相信，**项目的财务价值是由这些假定的品质所决定，**而不是看项目陈述写了多少页。他们中的不少人提出了简明的、一页纸就足矣的分析模板，让雇员们关注核心指标。

2．分母很重要

这些CEO们都**密切关注着最大化每股价值。**为了做到这一点，他们不是简单地关注作为分子的公司总价值。要使它增长，方法不少，包括过多地把钱花在收购或者是为那些没有经济价值的内部项目融资。通过非常仔细地管理投资项目的金融活动、抓住时机回购股票等，他们更关注对分母的管理。

3．一种顽强而自信的独立

这些商界局外人都是授权大师，但**他们不会把资本配置的决策授权给别人**。正如查理·芒格对我说过的，他们的公司“古怪地结合着运营的去中心化和资本配置的高度集权”；除了思想上的特立独行，他们采取行动时也尽可能少地听取外部顾问的意见，并对此感到很满足。

4．领导人的超凡魅力被高估了

商界局外人都特别不会推销自己，相比他们的同行，花在维护与股东关系上的时间也要少得多。他们不提供收益指南，也不出席华尔街的行业大会。作为个群体，他们并不外向或者具有十足的个人魅力。就此而言，他们具有的是谦卑的品质。吉姆·科林斯在《从优秀到卓越》中特别强调过这一点。他们并不寻求大家的关注。不过他们取得的收益足以补偿这种内向。

5．隐含鳄鱼般耐性的性情

以他们的收益计算为武装，所有这些商界局外人们都**愿意为好机会的出现等待很久**（在大众影院公司的案例中，迪克·史密斯等了足足10年）。

6．偶尔为之的大胆之举

非常有趣的是，这种对经验主义和分析的偏好并没有导致胆怯。事实恰恰相反，在极少数的场合，**当发现能够带来诱人收益的项目时，他们行动起来非常大胆，速度快到令人晕眩。**他们当中的每一个人都至少进行过一次收购或投资，数额达到公司市值的２５％以上。

7．在制定大大小小的决策中始终使用理性、分析的方法。

商界局外人处理资本像外科手术一般的精准，始终把可以获得的**资本引向最有效率、收益最高的项目。**他们的决策总是能够使股东价值得以增值，或避免使股东价值遭受损失。**这一准则会形成累积性的效果，在一个长时段中，对股东价值产生巨大的影响。**

8．一种长远的视角

即便生性节俭，这些商界局外人同样也愿意为他们的业务投资，以获得长期的价值。为了做到这一点，他们就需要**忽略像跑步机一般周而复始的季报，屏蔽华尔街分析师，充耳不闻来自于像《扬声器》（Squawk box）《我为钱狂》（Md Money）这样的有线电视节目的喧嚣，因为它们太强调短期思维。**这种长远的视角往往会带来逆流而上的举动。

这些共通的原则，指导着他们的经营和投资。这些原则，无论从逻辑上和实证中，都被证明是有效的成功准则。作为天朝小虾，我要求自己沿着有逻辑的、经由无数成功人士重复证明有效的道路走。你呢？

作者还基于商界局外人的经验，列出了10条经营和投资行动清单。老唐剔掉经营部分，保留对投资

有参考意义的部分，摘抄如下：

２．首先要**定好门槛收益率：**投资项目的最低可接受收益（这是每位 CEO 要做的最重要的决策之一）

评论：门槛收益率应该参照公司能够获得的各种机会来确定，通常要超过股票和债务资本的混合成本（通常是双位数或者更高）

３．**计算所有外部和内部投资选项的收益，根据收益和风险将它们排序（计算不需要非常精确），采用保守的估计。**

评论：风险更高的项目就应该有更高的收益。特别要当心形容词“战略性的”，它往往是低收益公司代码。

４．计算回购股票的收益。收购的收益必须大幅度超过这个标准。

评论：虽然对于商界局外人来说，**股票回购是价值增长的一个非常重要的来源，它却不是万能药。如果回购的价格太高，也会造成损失。**

６．**确定可接受的、保守的现金和债务水平，**管理公司时不得超过这些界限。

８．**仅当你有信心能够从业务中逐渐产生高于你的门槛收益率的收益，才把资本留在该业务中。**

１０．**如果价格非常高，挺合适考虑卖掉股票**或者业务。

第33篇.　　2016.10.21-东老调仓引发的思考

2016-10-21　唐朝

好久没上雪球了。上午十点多，收到消息，说东博老股民清仓兴业银行，买入了动态市盈率 170 多倍创业板股票。老唐去雪球窥视了一下，发现正在展开东老真假大讨论，遂致电东老，做了个确认。

对这件事儿，老唐同样惊讶，但没有什么看法要发表，毕竟投资是很私人的事情。倒是由此想起去年发在雪球的一次对话：信巴菲特，为什么不直接买巴菲特挑的股？应该是个有价值的、涉及投资体系的一个小讨论，转过来分享。读过的朋友，希望不介意被多刷屏一次。

原文如下，发表于 2015 年 11 月 15 日

△休谟：有一问题想讨论一下：既然我们如此深信巴菲特投资理念，也认为自身有许多知识上的局限导致对公司经营分析有偏差？为什么不直接相信巴菲特所投资的公司，跟随买入？比如比亚迪　，而非要加大难度另投外物？这倒底是为什么？本人观点：抄袭巴菲特成功率远大于自己作主。

△老唐：1）夹头理念要求我们将信仰建立在「股票的内在价值是其生命周期内全部自由现金流的折现值」这一基础上（虽然它几乎不可能被精确计算），多加任何不需要的变量，都在违背我们所相信的理念。

因相信某人而买入，就是附加了其他变量，是对投资理念的违背。如果我们真心相信巴菲特的思想，我们就不能因巴菲特买入而买入。但是，学习他的分析，并因被他的分析说服而买入，是可以的；

2）除非你直接购买伯克希尔哈撒韦，否则你无法完全复制巴菲特的持股，单买其中任何一只或数只，背后仍然是悄悄附加了自己的判断。在自己不研究的情况下，作出的判断，必将使自己面对不利环境时，患得患失，被股价折磨；

3）你我的生命周期大概率比巴菲特长，为未来计，越早开始独立判断，越能让错误和教训发生在资本金较小、未来改错时间越长的时间段里。

△龙虎山畔客：抄袭巴菲特不是完全没有道理。投资者最头疼的一件事，就是对于管理层的判断。这些人是否理性，是否对得起小股东，会不会吃里扒外，是不是会过度粉饰数据（做假账的客气表达），如果做恶事有没有人制约他们。至少对于美国公司，巴菲特这个图章能很大程度上能化解这些担忧。余下的，就是计算买入价格相对公司的近景和远景，是否合适，这个判断已经排除了很多变量，就比较容易了。

△老唐：既然要计算买入价格相对于公司的近景和远景，这算是你自己的判断吧，不算抄袭。只是你因巴菲特入股而对公司估值的确定性加分了，这个我也会做的。

△休谟：我们相信巴菲特理念，但怀疑其买卖，逻辑上说不通。若不怀疑其买卖的话抄袭跟随应该顺理成章。若时机不对，有更低成本应当跟随，若公司不对，岂不是直接否定巴菲特理念？

△老唐：这个理解完全不对。我们不怀疑其买卖，只是当我们不清楚公司内在价值、没发现当前价格和内在价值之间有足够吸引我们的价差的时候，我们不投资，无论有谁买入了——这就是巴菲特投资理念。所以，如果你信巴菲特理念，你就绝不能因为巴菲特买入而买入，逻辑上通的一塌糊涂。当然，巴菲特的买入可以作为你对公司确定性的加分，这个是正常的。

△休谟：我们能力圈局限，不全相信或没有能力理解其买卖，于是我们不跟随，是这意思吧？但我想说：巴菲特对其买卖是能力圈的事，我们选择相信巴菲特，为何因为我们能力圈局限而怀疑或否定巴菲特对标的的能力圈？

我们虽然理解不好标的，但巴菲特是能力圈的事呀，我们为什么不好让巴菲特帮我做投资呢？我们最大的能力圈就是知道巴菲特会做投资。原理就像：巴菲特不会造可乐汽水，但他知道谁做得好，给那个人造可乐呀；同理，我们知道巴菲特投资是优等生，让他来帮我做投资呀，抄呀。

△老唐：你当然可以抄，直接买伯克希尔就是抄袭优等生啊！但我刚刚已经回复你了，问题在于你迫于法规或者能力或者金钱，仅仅挑了一只或者数只来抄，仓位配比和巴菲特又不同，这就不是信任巴菲特，是扭曲巴菲特。

举个咱这儿的案例，就好比巴菲特买了部分分级 A，部分分级 B，配比吃套利。而你抄了一只 B 买进，没买 A，这是相信吗？不是。这是附加了自己的判断，基本是盲人骑瞎马了。最后赢钱了，加强骑瞎马的信心，死在下一回。输钱了，还要冤枉巴菲特个龟儿子选的啥破股嘛。

再说了，你跟着买入后，巴菲特没有义务随时给你通报他是否继续持股，如果他撤了你还在，股价大跌你肿么办？如果他还在，股价大跌，你怀疑他已经不在的时候，你又肿么办？最终你还不是疑神疑鬼折磨自己。

人，一定要靠自己.——by 医生《鼠胆龙威》

没有经过自己对企业价值的认真思考，将投资体系建立在对他人的信任上，然而，别忘了中文说法：盖棺定论，Things change，People change 。当变化来临的时候，你肿么办？心慌、气短、愤怒、不知所措，还是先割为敬？以上，是老唐的观点。对这件事儿，你怎么看，聊聊？

第34篇.　　2016.10.23-格老门与巴神堂之争

2016-10-23　唐朝

下午跑完步，收拾完毕，陪我家领导出去吃了饭，回到家中已经快九点了。点开雪球，看到财主发帖鄙视巴神堂。翻了一下评论，人气很高，评论七八百了，基本一边倒超过九成赞成财主。老唐不服气，出来发了个杂音。发完贴后，觉得这个杂音还有点价值，收在唐书房里。

起因，财主发帖说，他的投资体系就是“低估逆向平均赢，排雷排千平常心”，而努力研究企业的人，可能都是自视过高了（这不是原话，是老唐理解的意思），老唐回复如下：

首先，格老门和巴神堂都能赚到钱，这个没什么好争论的。财主质疑的也不是这，大致是想表达学巴神比学格老困难的多，普通投资人何必选一条困难的路走呢！——没理解错吧，财主？

就投资口号而言，财主的“低估逆向平均赢，排雷排千平常心”，或者奥特曼的“低估分散不深研”都挺好。而且就是走巴神路线的人，好像也对此没有什么争议，老唐就多次表达了对财主、佐罗、奥特曼等人投资体系的认同。

而且，就投资理念而言，两派的分歧并不大。比如，套用财主的话，我觉着自己的投资理念同样可以表述为“低估优势赢平均，排雷排千平常心”。

怎么解释呢？后半句直接套用财主的说法，或者直接用老唐的《手财》副标题——财报是用来排除企业的——均可。做投资的，当然排雷排千是第一要素，不掉进陷阱、不出现本金的永久性亏损，是投资者获取长期复利的重要条件。至于平常心嘛，就是别去眼红别人一时之间获利比你更多，或者某种方法技巧比你获利多。只要将期望值定在长期获取高于社会平均资金回报，并将所谓牛市带来的高收益视为意外惊喜，我觉着都算平常心。

前半句，我改了一个词，调整了一个字的顺序，可以说道说道。追求低估，是格老门和巴神堂的共同原则，至于低估多少属于可以接受的程度，那更多的是投资艺术的一面，没什么好争议的。倒是对于什么是低估，两派有着根本的区别。格老门偏向于从资产角度看，最好远远低于资产重置价值，这为低估。巴神堂偏向于从收益角度看，最好付出的市价远低于未来从这个企业中可获取的现金，这为低估。的确，对后者的认识毕竟涉及未来，要稍微复杂一点。但前者也并非看看 pb，看看 pe 就足够的。是简单一点，但也没简单多少。

有区别的，是财主讲的是“逆向平均赢”，我说的是“优势赢平均”。

所谓“逆向平均赢”，包含三大核心要素，第一与市场逆行，第二尽可能分散，第三，站在大概率胜的一面。所谓“优势赢平均”，同样包含三大要素，第一选择具有明显竞争优势的企业，第二站在大概率胜的一面，第三获取超越市场平均水平的回报。

这里，区别主要有二，一是财主讲逆向，跟大多数人对着干，难题在于谁是大多数，怎么认识。比如今天雪球的银粉是不是大多数？现在要跟大多数人对着干，该买还是该卖？老唐则不考虑什么向不向，我自盯着价格价值差走，至于其他人，爱顺爱逆，请自便。这样的后果，也许我们有时跟市场同向，有时跟市场逆向，但那只是表象；区别之二，是财主讲平均赢，是指输输赢赢都有之后的总结算，获利。老唐说的是赢平均，指每次下注，都要有证据和逻辑证明回报率会高于平均回报率。

也不难理解，在同样低估的情况下，举例子说，假如老管和老黄在 2013 年某一时刻，同时决定用部分资金投入低估的白酒行业，此时，老管可能选择茅台+五粮液+泸州老窖+洋河股份+山西汾酒，老黄可能选择茅台+茅台+茅台+茅台+茅台。因为老管讲究不深研，选择用分散来弥补自己所知不深，分散买五星到

一星，追求获取（5+4+3+2+1）/5=3 的回报。而老黄追求深入研究，选择其中自己更理解的，经过研究认为更有竞争优势的企业，追求（5+5+5+5+5）/5=5 的回报，结局就是如果老黄本来研究出茅台是 5 星，事实上茅台是 5 星、4 星或 3 星，那么老黄赢老管；反之如果老黄认为茅台为 5 星，结果是 2 星、1 星甚至零星，那么老黄输老管。

所以，老黄的成败，由他的研究结论和事实究竟有多大差异决定，如果他所研究的东东，品质超越平均水平，老黄收益不会差。而看懂一家企业究竟是不是高于行业平均水平，很难吗？也许吧！难者不会，会者不难。不付出，当然难。

我觉着两边仅此而已，没什么高下之分可争的。各人选自己性格上可以接受，投资上能够坚持的体系就好。

再次申明：格老门的投资体系很好。我知道它能赚钱，但就是学不了、做不到。

那为什么本帖评论区一边倒的赞同财主呢？我的理解，财主给了很多人一个懒惰的借口。似乎只要走上管财主指出的金光大道，只需要随便点点鼠标，看看哪个低估，然后买个 1%或者 2%的，反正每天此起彼伏的，东边不亮西边亮，天天有涨有跌的，心理比较容易接受。

一种很简单，不费事，轻松即可拷贝，并且经过巨 V（名字学自毛巨师）背书肯定能赚到钱的理论，多嘚！反而，类似老黄老唐那种，张嘴就要你先看企业及其竞争对手最近十年的财报，再来讨论这个企业……天哪，好难！

然而，财主真的那么轻松惬意吗？恐怕不是你看到的那么容易。凡是说投资容易的，一般都是郑渊洁一党：写童话的。没有哪种投资方法是容易的。

管财主关注几百只股票，每天要把交易所所有公告全部看一遍，不仅关注国内的，关注香港的，还关注美帝的、德国的、巴西的……，不仅看公告，但凡看见能初步入眼的企业，还要看财报，要拆解企业资产，给各块资产估值，财主将其命名为“翻石头”。你希望学习财主的“低估逆向平均赢，排雷排千平常心”，只要学会怎么鉴别低估高估，怎么找到别人的方向，怎么看出地雷，怎么躲过老千，然后能够像财主一样勤奋去翻石头就行了。难不难？我不知道，反正老唐早说过：我明知道那样能赚钱，我自问做不到。

至于老黄，则属于扎硬寨打呆仗，一个行业一个行业的拱，一个企业一个企业的去熟悉。不追求自己成为多么顶尖的水平，只要超越市场参与者的平均认识就好。对一个行业研究越深，对行业内的信息变动越敏感，对企业跟踪需要做的事情就越少。也许老黄这辈子可能就研究了七八个行业，三五十家企业，前年在雪球说公司甲乙，今天在雪球上说公司甲乙丙，二十年后，说公司甲乙丙丁戊，很无趣，不新鲜。但又不要勾粉，要新鲜干什么呢？那谁不是说过嘛：“投资真的很简单：你只需要找到一些你掌握很多信息并能理解的公司，然后和这些公司绑在一起就行了。就是这样。”——注意，说的是“简单”，可不是“容易”。

说完了。

补充一点：无数次地看到了有人用马化腾低价卖出腾讯股票来说研究企业之难，其实那只是证明了研究某类企业很难。有一尺高的栏，就别想着见栏就跳，这是所谓能力圈的核心要点。

这次真的说完了。

第35篇.　　2016.10.24-伪股神的破灭1—股神的国难财

2016-10-24　唐朝

《股市之神是川银藏》读书笔记 1

见过不少人推崇过《股市之神　是川银藏》这个人以及这本书，恰好这几天碰到是川银藏本人写的自传，学习了一下。大失所望，一个伪造或讹传的股神尔！

在自传的一开始，是川银藏就郑重告诫读者：“我决定用自己的手，写下自己的人生，藉此告诉世人，靠股票致富是件几近不可能的事。这是我的使命。一般人或许以为我推翻了这个「不可能」，靠买卖股票而获得巨富。可是，事实绝非如此。事实上，我现在一无所有，没有积累任何财产。”——真是位诚实的老人！（老人出生于 1897 年，这本自传写于 1991 年，自传出版后第二年逝世）

老人在书里总结了自己一生的投资经验，整理成「投资五原则」，他写到：“　我把我这一生的投资经验，整理成「投资五原则」，提供给读者参考。

一、选股票不要靠人推荐，要自己下功夫研究后选择；

二、自己要能预测一两年后的经济变化；

三、每支股票都有其适当价位，股价超越其应有水平是，切忌追高；

四、股价最后还是得由其业绩决定，做手硬做的股票千万碰不得；

五、任何时候都可能发生难以预料的时间，因此必须记住，投资股票永远有风险。”——这些经验当然没有什么错，但也没什么高深的，基本上是股市里张大妈王大爷都耳熟能详的口号了，也许，大道至简？

然而，看股神的一生投资经历，跌宕起伏，却与投资沾不上什么边，倒更像是实打实的赌博。下面老唐顺着老先生的自传，简略回顾股神的一生，并点评其投（du）资（bo）过程中成功与失败的因素。看完后，您来评判“股神”二字的含金量。

1914 年（书中说 16 岁，中国人的传统计算法应该是 17 岁，按书中表述）计划去伦敦读书，但由于第一次世界大战爆发，无法取得去伦敦的护照，于是，是川银藏跟着日本军队到青岛，成为青岛守备军司令部的御用商人。按书中说法，是自己的能力和热忱打动了管事儿的长官。但要说完全没有人情因素，我不太信。毕竟按照后面的介绍，是川银藏和东条英机之后的日本首相关系密切（同一个小学老师），以及和当时日军青岛司令部一位将军有密切关系等内容推测，恐怕是川家实力及关系网也不容小视。

在青岛，是川银藏开了洋行，主营就是把中国的华生、桐木卖到日本，吧日本的百货卖进中国——从时间和主业看，这不就是《大染坊》、《青岛往事》里陈六子和王满仓的鬼子对手嘛！

接着，是川开始在青岛做铜钱生意，这是个典型的套利行为。是川发现中国人使用铜钱，而且没有存银行的习惯，只是把铜钱堆在家里。而当时中国的银元兑铜钱比，是一枚银元兑换 1000 枚铜钱。由于第一次世界大战的因素，铜、铅、锌（铜钱是铜铅锌合金）价格高涨，将 1000 枚铜钱融化提取成铜铅锌后，可以卖 2-2.5 块银元。

这么好的生意，为什么没有人做呢？原来当时中国的法律规定「改铸货币者处死刑」，而是川不受中国法律管辖。于是是川找了一批中国人，大量收购铜钱（是川出价 1 块银元买 900 枚铜钱，中间人可以赚 100 个铜板），然后在青岛设立了一个冶炼厂。所有铜钱趁天黑拉进工厂融化，制成金属块运到日本卖出。就这样，是川发了财。

接着，日本青岛守备军帮助孙　zhong　shan 装备和训练针对中国政府的造反人士，是川资助了三万

银元，由孙的秘书来交割。按照是川原话“当时的三万元，相当于现在（1991 年）的五到六亿日元”（约折合 1991 年的 450 万美元，或 1991 年的 2400 万人民币）。是川为什么投入这样的巨资呢？因为孙中山承诺，占领了青州以后，青州所有的铜钱生意，全部归是川银藏一个人独占。

典型的赌徒下注，输了。是川的三万银元打了水漂。紧接着德国皇帝向美国总统威尔逊表达了讲和意图（这段情节，《巨人的陨落》里有细节），金属价格暴跌。两个因素叠加，是川破产了，差点儿自杀。

回到日本后，是川使诈躲过了服兵役，然后意图去东南亚闯荡。家里人不想让他远行，就出资给他开了一座生产纽扣的工厂，而且只管生产，他姐夫承诺买下他所有产品。可是经营工厂不符合是川的性格，是川干了一年左右，觉得无趣，就把工厂送给了哥哥。于 1919 年 7 月去了大阪，干上了倒卖废铁的生意。几个月就赚了 6000 日元（约折合 1991 年的 240 万人民币）。1919 年底，就在大阪开了一家铁器加工厂，1920 年，又买下了一家镀锌工厂，合并为「大阪延铁镀锌股份公司」。——是川没说本钱多少，本钱哪里来，但依据常识推测，捣腾废铁收购转手，赚取暴利，无外乎是本金大或者有渠道，这些应该都少不了家里的支持。

接下来是川发了一笔地震财，是果敢，反应快，敢下重注带来的财富。1923 年 9 月 1 日，日本历史上空前绝后的大灾难--关东大地震，发生。下午两点左右，是川看到朝日新闻发出的号外「横滨发生大地震，全市一片火海」。是川根据此消息判断，东京也全毁了。立刻召集所有员工，给每人五六张支票，要求以最快的速度，不计任何代价地抢购大阪所有的马口铁板、白铁皮和铁钉（地震后搭棚屋必需品）。全城狂买。很多出售者，合同签了，支票收了，然后知道新闻了，后悔莫及。第二天，是川 0.6 元一张买的铁皮，涨价到 5 元。实际上是川账上并没有那么多钱，开的空头支票，第二天兑付。第二天铁皮涨了，是川紧急找到野村银行的客户经理，要求贷款。具体是关系还是因为铁皮可以担保，总之，野村银行紧急放款，帮助是川度过了这次空头支票危机。是川爆赚一笔。

世间事，波澜起伏，真如“爱 bia 掐会牙”里唱的“人生可比是，海上的波浪，有时起有时落，好运、歹命”。1927 年，金融危机袭来，日本大量银行破产。搞笑的是，是川银藏存钱的两家银行，破产了，给是川贷款的野村银行，活下来了。于是，是川的铁锌公司破产了，是川身无分文离开大阪，投靠了京都一个同学。同学是米商，不仅免费提供房子住，还免费提供大米吃。是川在京都，没有做任何工作，足足泡了三年图书馆，研究政治、经济、股票。

1931 年 12 月，犬养毅内阁上台，股市走牛。是川决定到股市一搏。

第36篇.　　2016.10.24-伪股神的破灭2—神话和套路

2016-10-24　唐朝

《股市之神　是川银藏》读书笔记 2

1931 年 12 月，犬养毅内阁上台，股市走牛。是川决定到股市一搏。

他写下这样的文字：「左思右想，觉得重新创业未免太费事，不如活学活用，到股市这个天下第一赌场去一决胜负。当时的故事，成交额的 80%属散户买卖，法人机构的买卖非常少，因此，股市行情的涨跌自然深受散户的影响。可在我眼中，那些散户的投资手法实在幼稚的很。他们不懂的用科学方法分析经济，经济知识也非常肤浅，顶多看看报上消息做买卖一句，判断力很差。以这些散户为对手，这场仗赢定了。」

接着是川说他带着借来的 70 元入场，而当时股票的买卖单位是 10 股，买卖 10 股，最小的保证金是 200 元（注意，是川一开始就玩的是杠杆操作），钱不够。然后找到其中一个经纪人，这个经纪人的侄女婿欠过是川的情。经纪人帮是川垫了 130 元，是川开始了他的股票生涯。

接下来，激动人心和神秘的经历登场了。但冷静看，其实并没有什么可靠的逻辑和证据。是川说：「我股票做的奇顺无比。当时我们一家六口每月生活费要 100 元，而我拿着 70 元本钱投入股市后，不但能够每月交给内人 100 元，而且本钱还愈来愈大。到那年年底，70 元的本钱，变成了 7000 元，足足增加了 100 倍」。如果是川此段描述属实，那真就是股神附体了，不到一年的时间里，获利超过 100 倍，而且还是在每个月都要抽走 100 元的情况下。然而，书中没有谈过任何这段时间的操作案例和操作思路。

老唐认为可能性有二，一种可能性是正好遇上大牛市，配上赌到尽的高杠杆，带来了高收益；另一种可能性，是炒作，和今天股神的道路一样，包装一个低本金高收益的神话，利于开馆收徒。然后谎话说的时间久了，当事人自己也信了。坦率说，我偏向于认为是可能性二为主，可能性一为辅。

果然，接着「大阪的股票市场出现了一个不可思议的人物，无论买进或卖出，都百发百中——这样的小道消息逐渐在大阪股市传播，甚至传到了东京。没多久，我家就门庭若市。络绎不绝的访客，不是登门求教投资秘诀，就是邀我担任公司顾问」。

接着，1933 年，据说是信徒出资、雇人，帮着成立的「昭和经济研究所」面世。先期有会员 10 名，是川写到「会员们按照我的指示买进股票，全部百发百中，他们简直把我当成神了」——多么熟悉的味道，读到此处，老唐不由会心一笑！

然后，研究所的规模越来越大（很显然，是会员越来越多了），是川将研究所改名为「是川经济研究所」，请了 50 名研究员，影响力日渐增加，后来连大学都邀请是川去讲课（没说有木有客座教授的名头）。后来，因为预测准了美国会停止金本位而名扬天下。据是川说，:「当时，恐怕全世界都只有我一个人事先预知美国会停止金本位制，而且连日期也不谋而合」。

再后来，连宪兵队也请他去讲课，期间，是川利用种种发生时间、照片、中国军队的作息规律等蛛丝马迹，分析出“九一八事变”不可能是张作霖挑起的，是日本少壮派所策划的。被宪兵队抓了，是川的老师，「众议院议员，右派大人物，与军方过从甚密」的佐佐井一兆，通过东京宪兵司令部要求「不得拘留是川，还要好好听他的高论，虚心学习」。之后，是川经常给宪兵队讲解国际形势。——看出来了吧，家庭背景不会差，很容易就能动用宪兵司令部关系。

期间，是川银藏透露了他的研究方法：「收集各种重要的统计资料，每天详细分析，然后从里面找出国际经济可能变化，这就是我的基本研究法」。

在整个研究所时间段，是川没写过他的股市投资战果如何。后来，因为预测会爆发第二次世界大战，是川不断地向当局提出战备建议，成为国内主战派的重要顾问（这么说，这家伙对中国暴行也应负有责任）。因为战备需要扩大钢铁生产，是川去朝鲜开矿。1938 年 7 月，是川带着十五六个手下，去了朝鲜。

这里有个细节，是川写到「关掉是川经济研究所，拿出所有的财产 100 万元，当做资本，建立是川矿业公司」。可以看到，从是川 1933 年底，是川资金增值 100 倍，变成 7000 元之后，历经 5 年时间，通过股市、吸收会员、讲课等一系列的收入，资金总额为 100 万元。不再是一年一百倍了。当然，年复合收益 170%，也非常吓人了，如果全是投资所得的话。但事实上，阴暗估计，恐怕还是会员费收入是大头。

第37篇.　　2016.10.24-伪股神的破灭3—血泪财富

2016-10-24　唐朝

伪股神的破灭——血泪财富《股市之神　是川银藏》读书笔记 3

当时的朝鲜，已经被日本占领。是川去朝鲜当年就开发了一个金矿，第二年又开了一个铁矿，然后又收购了一个矿山。原文写到「是川矿业公司经营的很顺利，首先开发朝鲜江原到横域郡的井谷金山。1939 年秋，又开发江原道三涉邸三合里的三和铁山，接着，又向东洋拓殖公司买下临近三和铁山的矿区」。这些简单的笔墨，同样作为被侵略者，我们应该不难脑补出背后隐藏着的朝鲜人的血泪和哭喊。

接着，是川写到「一九四二年，我向产业设备营团贷款二千七百万元，加上自有资金三百万元，合计三千万元，设立了是川制铁公司。是川制铁厂占地三十七万坪，拥有十座二十万吨级的小型熔炉，员工三千人，是朝鲜数一数二的大企业。后来，在高原地带拥有十多万公顷土地的北鲜开拓兴业公司，因经营不善而委托我接手。至此，我在朝鲜半岛拥有三家大企——是川矿业、是川制铁与北朝鲜开拓兴业。

其实，我之所以能在短短数年间，拥有三家企业，除了自己的努力外，还有赖朝鲜总督小矶国昭的大力协助。和小矶总督认识，是靠恩师佐佐井一兆从中牵线。佐佐井当时担任众议员，在政坛的影响力很大。自一九三九年小矶赴任朝鲜总督以来，到一九四五年他回日本任内阁总理大臣为止的六年间，于公于私，我们交往非常密切，而我也受他照顾很多。

例如我爲了设立是川制铁公司，向产业设备营团贷款二千七百万元。此事若非小矶总督出面说项，恐怕无法借到这笔巨款。朝鲜的日本官员知道我是总督身边的红人，因此上自局长，下至县长，无不对我百般逢迎。曾经有二名县长、一名局长，对朝鲜人太过严苛，我看不过去，要他们改善。可是这些人平常作威作福惯了，在我劝说之后，仍旧我行我素，我就请总督将他们撤职。自此以后，官员们更加畏惧我。一九四四年七月，东条英机内阁总辞，接任总理大臣的是小矶国昭。」——这些很直白，不用解释也知道是川的钱是怎么赚来的了！

1945 年 8 月，日本战败，宣布无条件投降。是川三家企业被没收。1946 年 1 月，回到日本。

到日本后，很快地以每块 5 元的价格，收购了住友金属公司的大量废弃的、据说还要花钱雇人丢掉的马口铁铁皮（熟悉吧，搭木棚必需品，因为日本本土被美国轰炸机炸的一塌糊涂），然后请人清理干净（清理成本 30 元/张）后，在黑市以一张 300 元的价格卖掉。供不应求的抢手货，是川每天获净利润数千元——这要是没有关系或者猫腻，我觉着智商肯定欠费了，哈哈！

很奇怪，按照书中讲述，从 1946 一直到 1951 年，似乎是川都在干这件事儿，住友公司有那么多垃圾要扔吗？瀑布汗。

1951 年，是川有钱了，搞了一家是川农业研究所，在大阪市中心，借了一块地，搞起了一年两次收割的水稻研究（日本水稻之前都是一年收一次）。1953 年，研究成功。今天看，也不神秘，就是利用塑料大棚升温保温，便可以使水稻在低温季节里，也能生长成熟。

经过媒体广泛报道，是川再一次出名了。然后一直搞水稻和棉花研究，但没赚到什么钱。直到 1960 年，是川决定关闭农业研究所，重回股市。

插播一段趣闻：是川在大阪开钢铁厂期间（就是将纽扣公司送给哥哥，然后在大阪收废铁发财以后），由于工作环境污染严重，得了肺结核，住院期间，对养生产生了浓厚的兴趣，并做了大量研究。在写作本书时，写下了这样一段话：「当时，我认为如果持续这样的生活态度，可以活到 100 岁。事实上，今年已 94 岁，身体依旧好得很。现在我觉着我不止可以活到 100 岁，110 岁应该没有问题。」——现在我们知道了，老人家乐观了。图书出版次年逝世，享年 95 岁。

第38篇.　　2016.10.24-伪股神的破灭4—大赚30亿

2016-10-24　唐朝

《股市之神　是川银藏》读书笔记 4

1960 年，是川决定关闭农业研究所，重回股市。是年是川 63 岁。备注：按书中所说，1957 年至 1961 年，日本股市大牛市。1957 年初，股市 475 点，1960 年 11 月 1321 点，1961 年 7 月 1829 点。很明显，是川已经是在牛市末期，被周围无数赚钱效应感染，才决定重回股市的。

是川东挪西凑，凑了 300 万本钱，开始股市投资。并总结了一个乌龟三原则，他写到「投资人的心境必须和乌龟一样，慢慢观察，审慎买卖。所谓乌龟三原则，就是：⑴、选择未来大有前途，却尚未被世人察觉的潜力股，长期持有。⑵、每日盯牢经济与股市行情的变动，而且自己下功夫研究。⑶、不可太过乐观，不要以为股市会永远涨个不停，而且要以自有资金操作。」

书中对此段股市生涯，做的什么股票，赚钱没赚钱，赚了多少，通通没有谈。估摸着有赚也不多，基

本就是个随大市晃悠，甚至还不如大市。

1960 年 7 月，新内阁上市，提出了「国民所得倍增计划」（耳熟，我天朝也有），是川据此推测，要想国民收入倍增，必须要增加投资，增加投资，必然增加对厂房土地的需求，土地价格一定暴涨。于是，经过缜密的研究，在一边进行股市投资的同时，一边以 300 元一坪的价格，买下来数十万坪未开发的荒芜丘陵地带土地。1964 年，政府宣布要在是川买地的那个地方建立新城，土地涨到 1500 元/坪，是川爆赚 3 亿元。——这个究竟是缜密研究，还是内部信息，存疑，可能性都有，但跟股市投资没啥关系是确定的。

然后，是川将三亿元投入股市，原文写到「我自一九六六年，以三亿元为资金，投入股市以来，到了一九七六年十月，资金已增加到六亿元」。这个就比较符合常识了，十年翻倍，年收益约 7.2%。

1976 年 10 月，是川手握六亿，决定要轰轰烈烈地大干一场！目光投向了当时的一只亏损股「日本水泥」。日本水泥，股本 21606 万股，当年亏损 6.35 亿。股价已经从 1973 年高点 823 元，跌到 1976 年 11 月的 120 元上下。是川观察到每日成交量稀疏，仅 10 万股左右，判断浮筹不多。同时认为政府为了解决大量失业的问题，必将大兴土木，吸收大量劳动力，因此，水泥需求必将暴涨。而且，日本水泥公司自己拥有石灰岩矿山，在原料供应能力上，业界无出其右。

是川慢慢买，到 1977 年 7 月，持有日本水泥超过 3000 万股——很显然，上了高倍杠杆，按照是川说的购买成本 120 元-130 元间，3000 万股，需要动用资金 36—39 亿，而是川自有资金仅仅 6 亿。对比前面是川总结的乌龟三原则第三条“要以自有资金进行操作”，颇感荒诞。

持股超过 3000 万，成为日本水泥最大股东，惊动日本水泥公司的社长，亲自约见是川，询问他的目的，并请教水泥真的会涨吗？1977 年 7 月，政府发表一兆元以上的刺激计划，水泥厂订单爆满，供应严重不足，价格连续上涨。1977 年 8 月股价达到 180 元，是川卖掉了 1/3 股票。9 月 20 日，股价上涨至 249 元，11 月，突破 300 元大关，12 月 23 日，股价 337 元。

市场一片热闹之中，是川决定获利了结，从十一月到十二月，是川悄悄出货，并注意维护市场价格，一边拉一边出，最终基本全部出在 300 元以上。前后两年时间，获净利 30 亿，大胜！半年后，股价自 337 高点跌破 200 元，并继续下跌。

是川总结的自己获利经验，说「我获利的原因，是因为日本人视水泥为烂股的时候，我看出了它的未来性，默默买入。然后坚信自己的判断，耐心等待。等股价高涨的时候，我收敛贪欲，获利了结」。——这个，嗯，还算是有道理。放之四海而皆准的道理。

接着，是川拿着 30 亿资金，将目光瞄上了铜矿。

第39篇.　　2016.10.24-伪股神的破灭5—决战矿业股

2016-10-24　唐朝

《股市之神　是川银藏》读书笔记 5

是川拿着 30 亿资金，将目光瞄上了铜矿。原因一是因为他做过铜钱生意，对铜有所了解；二是当前铜价低迷，很多矿山不堪亏损，已经停止开采；三是是川考虑如果将来世界上什么地方发生战争，铜的供应不能马上跟上，价格一定暴涨。——这三个理由，第三个比较勉强，前两个还是贯彻了不熟不做和逆向而行的思维，值得借鉴。

接下来，是川挑出两个有铜矿的股票，选中其中一家连年亏损，最新年度亏损高达 36 亿，证券界一致认为即将倒闭的同和矿业。在铜价 35 万/吨（十多年来的最低价），股价 120 左右时，开始买入，前后买进 2200 万股，成为该公司最大股东。买入后一年，1979 年 1 月，铜价开始反弹，涨到了 50 万/吨。同和矿业的业绩，也从亏损 36 亿，逐渐走向有盈余。股价到 1979 年 3 月，涨到 270 元。接着公司释放利好消息，发现新矿，增加精炼厂产能等。股价在十月超过 400 元，是川通过股价回档时不断吸纳，持股总量超过了 3000 万股。

是川计划在 500 元以上出货。可是后来伴随着越来越多的利好消息，股价过了 600 元，是川犹豫了，将卖出价格先修订为 800 元，再修订为 1000 元，并在这期间不断买入——故事讲得自己也信了，这才是最高境界。

2 月 7 日，股价突破 900 元大关，是川持股超过 6000 万股，占公司总股本的 30%。然而，天违人愿，股价从 900 元见顶，一个月后，跌到 700 多元。是川丧失出货机会。

之后，是川为了获得出货机会，亲自上场，接受媒体采访，鼓吹同和矿业七八百元的股价很有投资价值，书中原话「我完全丧失了出货机会。最后，不得不打破“做手不得站在舞台表面”的铁则，答应接受日本经济新闻于 3 月 19 日的采访。我像跌到海中的落难者一样，拼命想抓住海面上的东西，哪怕是几根稻草……我说：“七八百元的股价还很便宜，只要资金没问题，我还会继续买进”」。

然而，市场并不买账，股价继续下跌，至 5 月，已经跌破 400 元，是川手头还约有 3000 万股，根本无法出脱。后来，日本最大的证券公司，野村证券帮助接盘 1000 万股（忽悠给科威特政府以及外国投资者），加上其他券商 100 万两百万的帮忙，是川终于出清，经历了一场 300 亿的梦，最终勉强保住 30 亿本金，平手出场。

经历了一场心力交瘁的生死折磨，是川向妻子发誓，终生不再碰股票。开始搞慈善事业，资助福利院孤儿。

最后一战。

1981 年，食言，再下注赌金矿。原文写到「“太惊人了！住友矿山公司的矿区，发现了全世界最大的金矿。在同和矿业股上得而复失的钱，这一次要从住友矿山赚回来。我虽然答应你这辈子不再做股票，可是，求求你，再让我做一次，一次就好！”我边说边磕头。

内人蹙著双眉，一副快快不乐的表情，说：“再一次、再一次，这样根本没完没了，结果还不是做一辈子股票。”可是内人毕竟了解我的个性，知道我一旦被股票迷住，再怎麼劝阻也没用。因此她最后还是无可奈何地说：“股票即是你的命根子，就去做吧！”」

过程不详细说了，大致就是住友公司隔很远距离打了两个矿洞，都有高品质的金矿。然后是川顶着全国一流金矿专家明确的否定意见，坚持认为这是一整条大型矿脉，下面全是高品质黄金。投入全部资金加上融资，累计买入住友矿业股票 5000 万股。同时，还出资 5 亿，买下了和住友矿区相邻的一块矿区。

期间，因为股价波动，是川被追保证金，被迫在重大利好发布的前一天，按照市价将 500 万股转让给住友矿山公司高层。当然，结局是美满的，确实是大金矿。是川顺利的在 1000 元以上将全部股票出清（从 230 元左右开始买入的，不断上涨中，不断扩大杠杆。截止追加保证金被迫转让时为 420 元，约定三日后交割。次日公司发布金矿确认利好，第三天交割时，股价 660 元）。

至此，是川银藏封神，拥有超过 200 亿资产。

封神之后的是川银藏，这样告诫投资人，对于股市投资人，我有两个忠告：

第一个忠告是，投资股票必须在自有资金的范围内进行。证券公司再怎么甜言蜜语诱惑你，也千万不可去做融资、融券；

第二个忠告是，不要一看到报章杂志刊出什么利好题材，就一头栽进去。单听别人的意见，或只凭报纸、杂志的报道就想赚钱，这样的心态本身就已经是失败的根源。自己不下功夫研究，只想在上班之余，看看报章杂志有何利好题材，以供买进股票之依据。这样是不可能成功的。

然后就是开头的「投资五原则」。

这是股神吗？是投资者吗？仁者见仁吧！反正在我眼中，就是天天在题材股、重组股里飞来飞去的赌徒。和输家的主要区别在于：赢了。

对了，后来是川又投资了生物医药行业，输。加上早年的偷税漏税的行为被查处，补缴税款及罚款，吸干了是川积累的财富。最终离开这个世界的时候，是川没有积累，只有债务。

因此，自传开始的一段话，还是加一个字比较合适，符合全文的论证结果：我决定用自己的手，写下自己的人生，藉此告诉世人，靠“炒”股票致富是件几近不可能的事。

元芳，你怎么看？这个老人传奇的一生，对你有些什么启发？

第40篇.　　2016.10.27-分级套利速成修正版

2016-10-27　唐朝

深表歉意，老唐昨天的《分级基金套利》文章里面，一时疏忽，把折价套利 5:5 分级，应买入等量的 A 和 B，写成买入等额的 A 和 B 了。非常感谢@晓风明月　指出老唐的错误，实在惭愧惭愧，是老唐不够仔细。因为公众号文章发表后无法修改，老唐只好等到零点重发一次，顺带把文章又修补了一下，算是赔罪。昨天那篇，老唐就删掉了，以免误导人。对不住大家了！

分级套利速成

好像是因为侍郎在雪球还是微博吆喝申购煤炭分级套利，有朋友跑来问老唐关于套利方法的问题，老唐犹豫了很一阵要不要做这个科普。实际上，老唐去年 7 月在雪球发过那篇万字科普《手把手玩转分级 A》后，引发了很多玩套利的朋友来抗议，说老唐做科普太通俗易懂，猛然增加了很多抢肉吃的。抗议之下，老唐基本不怎么谈分级的事儿了。

作为回馈唐书房的新朋友吧，老唐简单聊聊分级套利，基本上就是送钱的。至于你捡不捡，就是你的事儿了！早已埋头捡钱的，略过就是了！　至于分级 A　，现在已经变成高风险东东了，我上个月已彻底清掉最后一点 A（清了后，还涨了好多，但不蓝瘦，因为现在的利润是刀头舔血，应该留给勇敢者）。今天只说套利，无论 AB 处在什么位置，都可能让我们白捡钱的套利法。

分级基金套利，分为溢价套利和折价套利两种。都是利用「母基金可以按净值和基金公司交易，也可以拆成 AB 子基金；AB 子基金可以分别在股市买卖，也可以合并成母基金」的规则。当市场 AB 交易价格之和，和母基金净值出现一定幅度的偏差时，套利机会就产生了（以上表述是深圳基金，即 1 打头的分级基金。5 打头的上海基金，母基金本身也可以上市交易，套利更复杂，基本上是程序的天下，手工操作不大可能获利）。

溢价套利

溢价套利的原理，是市场交易的 AB 基金价格之和，比母基金净值高，于是我们按照净值从基金公司买来母基金，拆成 AB 基金，然后在股市卖出，获取差价。流程分三部：①第一天收盘前按照当日母基净值向基金公司申请买入母基金（申购）；②第二天，在交易系统里将母基金拆分成 AB 子基金；③第三天开盘，卖出 AB 子基金，套利结束。

具体操作步骤如下：

第 1 步：下午 14:50 左右（确保在 14:57 之前完成申购），进入集思录网站，点开分级套利。将 A 成交额和 B 成交额后面的空格，填上 500 或更大的数字，点击「买一（溢价套）」，得到下图；

A代码	A名称	A价格	A涨幅	A成交(万元)	A折溢(万份)	B代码	B名称	B价格	B涨幅	B成交(万元)	B折溢(万份)	A:B	合并价格	合并溢价	母基代码	母基名称	母基净值
150251	煤炭A	1.091	0.09%	1028.97	400	150252	煤炭B	1.471	7.37%	6382.67	400	5:5	1.2810	1.89%	161724	煤炭分级	1.2190
150247	传媒A级	1.133	-0.09%	709.05	723	150248	传媒B级	0.515	-0.19%	735.51	723	5:5	0.8240	0.80%	164818	传媒母基	0.8171
150299	银行股A	1.142	0.26%	3748.09	1216	150300	银行股B	0.472	-1.05%	1638.16	1216	5:5	0.8070	0.31%	160418	银行股基	0.8062
150223	证券A级	1.272	0.47%	7271.28	968	150224	证券B级	0.944	-1.46%	9766.84	968	5:5	1.1080	0.30%	161027	证券分级	1.1100
150196	有色A	1.166	-0.09%	1093.61	55	150197	有色B	1.079	3.95%	15271.76	55	5:5	1.1225	0.28%	160221	国泰有色	1.1022

第 2 步，排除掉 A 涨幅或 B 涨幅里是跌停板的一行不看（有跌停板存在的，溢价失真）；

第 3 步，选择最靠前的，且至少保证“合并溢价-申购费≥1.5%”，越大越好。例如图中，合并溢价=1.89%，申购费=0.01%（申购费在倒数第四列，截图上无显示，看网页），两者相减=1.88%，大于 1.5%，可做。1.5%为经验值，低于此值不建议参与；

第 4 步，保证你账上资金不少于 5 万元。进入交易系统，找到“场内基金申购”菜单，申购上图「合并溢价」后一列那个「母基代码」，比如上图就是 161724，金额填上你准备买的数额，确认。金额必须大于等于 5 万。绝大多数申购都要求 5 万起，很快还可能要求账户总资产不低于 30 万才有资格。资金低于 5 万的，算了，还是别操心套利了。

菜单路径各个券商不同，比如华泰证券 app，就在「交易--分级基金--购」里，国金佣金宝在「交易--场内基金交易--申/认购」里，国信证券在「交易--委托--交易所基金申赎--基金申购」里，其他券商，自己找找，实在找不到就打电话问自己的券商。但必须确认你的券商支持盲拆，如果不支持（不支持盲拆要多花一天时间），就要另外找一家券商开个户。已知确定支持盲拆的券商有：华泰、银河、信达、招商、湘财、第一创业、广发、中信、方正、国海、民生、兴业、国金、齐鲁、中金等。

第 5 步，第二天交易时间，打开交易系统，如果钱没有退回来，说明申购成功。找到券商交易软件里“基金分拆”菜单。依然是各个券商不同，例如华泰 app，在「交易--分级基金--拆」，国金佣金宝在「交易--场内基金交易--分级母基金分拆」，国信证券在「交易--委托--基金拆分合并」。

找到后，在基金分拆里，填上要分拆的基金代码和数量。代码就是你昨天申购的那个。数量稍微复杂一点，再去集思录，找到你昨天申购的那个母基代码，隔着母基名称，有一个「母基净值」。用以下公式

算出可拆母基份额「你申购的资金×（1-申购费）/母基净值」。然后去掉个位数，填在基金分拆的数量里。有些券商可以提示数量，但稳妥起见，还是自己按计算器比较靠谱。准确公式本应是“你申购的资金/{母基净值×（1+申购费）}”，老唐为稳妥起见，做了一点点实战改进。

去掉个位数的意思，就是如果你算出来是 7821X，就填 78210。如果刚巧你算出来个位数是零，那就减去 10，比如算出来是 78150，那就填 78140（由于是母基金还没有到账，而拆分数量可以少于申购数量，但不可以超，超数量拆分作废。拆分要求有偶数、5 的倍数和 10 的倍数三种，因而，一律保留到十位，可以满足所有要求）。确认。

第 6 步，一夜过后，开盘前，打开交易系统一看，账户上多了一只“某某 A”和一只“某某 B”。开盘的瞬间，立刻以能够成交的价格，迅速卖出全部某某 B，然后卖出某某 A。交易没有印花税，就扣券商佣金。然后你可以慢条斯理地计算你的套利战果了。

第 7 步，账户里还剩了几股或十股母基（总价值也就几块十块钱），进你第一天申购的那个位置，选择赎回，填上母基代码和账户所显示数量，点击确定，然后就不用管了。

套利占用时间为两天，目标获利 1.5%以上，如果能顺利达成，年化回报相当高。但有一大一小两个风险：

大的风险是经过第二天一天以及第三天开盘瞬间的交易，市场上的 AB 合计市价，跌了。原因既可能是母基金挂钩的指数跌了，也可能单纯是 AB 交易者们心理影响了出价；小的风险是你本来计划以集思录上显示的母基估计净值申购，结果集思录估计净值有误差，钱到基金公司后，母基实际成交价格略高于集思录估算的母基净值。

大风险是主要问题，次日的母基挂钩指数股票的涨跌，以及 AB 交易者们的心理预期变化，实在不是我们能掌握的。小风险问题不大，差异可能有利可能不利，就算真有 0.5%的不利差异，我们本来预留了 1.5%，结果两天获利 1%，年化回报率依然吓死人。

对于大风险，只能诉诸于概率思维，即平均赢思维。就是将市价波动视为随机运动，次日 AB 交易者们的出价以及挂钩指数的波动，可能是跌，也可能是涨。长期看，这部分额外的收益和损失，从统计角度互相对冲。而溢价的部分，将会是套利者的利润。

折价套利

折价套利，由于只需考虑指数涨跌，无需考虑 AB 交易者们出价的变化，不可控因素比溢价套利少，相对更保守和稳妥一些。老唐就更偏爱折价套利。

折价套利，是 AB 市价合计低于对应母基的净值，于是我们买来 A 和 B，合成母基金，拿给基金公司按照净值兑换成现金。其流程分两步：①第一天收盘前，买入 A 和 B，申请合并成母基金；②第二天交易时间内，向基金公司提交母基金赎回申请。套利结束。

具体操作步骤是：

第 1 步，下午 14:50 左右，进入集思录网站，点开分级套利，将 A 成交额和 B 成交额后面的空格，填上 500，点击「卖一（折价套）」，得到下图。

这里的 500，可以修改，只要前面的 A 和 B，在交易系统里显示的卖一数量大于你计划买入数量即可。比如上图，你可以进入股票交易系统，看看 150287 和 150288 两只“个股”，卖一数量是否足够你买。比如你准备买 10 万元，两只“个股”卖一上都有 2000 多手出售，那就不用非要成交额 500 万元以上。注意，本条仅适用于折价套利。至于溢价套，由于要向市场抛出 AB，一定要选成交量大、成交活跃的，否则申购容易卖出难。

第 2 步，排除 A 涨幅或者 B 涨幅为涨停板的不看；

第 3 步，确认合并溢价为负数，且合并溢价+赎回费＜-1%，例如上图，合并溢价为-0.78%，赎回费为 0.7%，相加得到-0.08%，大于-1%，无法套利。放弃。假如此处合并溢价为-2%，-2%+0.7%=-1.3%，-1.3＜-1%，可以套利；

第 4 步，如果可以套利，迅速买入对应的 A 和 B 代码。买入价格，按照卖一价格输入。买入数量，将你预备投入的资金总额，按照 A：B 比例分配数量即可。绝大部分分级都是 5:5，即资金分配满足买入等量 AB；如果是 7:3 分级，则买入数量满足每 7 份 A 对应 3 份 B；4:6 和 2:8 的，同理。交易无印花税，但要留一点点券商佣金余地，按照通常万分之三的标准，每 1 万元，准备额外 3 元佣金即可。部分券商有手续费最低 5 元起，所以建议至少单笔交易大于 2 万；

第 5 步，买入成交后。马上进入「基金合并分拆」（和溢价套利第五步的位置一样）里，选择「基金合并」，填入母基代码，例如若买入的是 150287 和 150288，那么母基代码就是 150287 那一行对应的「母基代码」168203。至于数量，填买入的 AB 数量之和，点击确定（或者叫合并），搞定；

第 6 步，第二天交易时间内，进入基金申购/赎回菜单，找到赎回，输入账户里显示的母基代码和数量，点击赎回（或确定），套利结束。等着钱回来就行，各基金公司和券商速度不同，一般快则次日，慢则三日。

折价套利，一旦买入 AB 之后，就和 AB 的价格无关了。但由于基金公司是按照你提出赎回申请日收盘的基金净值给我们，所以我们要承担提出赎回当日的基金净值波动。这一天，基金净值（也就是基金所买的股票，即后面的“跟踪指数”涨跌，后面如果没有跟踪指数，写的是主动基金，一般建议规避）如果上涨，我们能额外获利；如果下跌，幅度小于折价，仍能获利；如果下跌幅度大于折价部分，则可能亏损。这个，同样可以用概率思维来解决，次日的波动是随机的，长期来看，可以互相抵消掉，套利者能够获取目标折价利润。

没了。没看过老唐的分级 A 科普文《手把手玩转分级 A》的，可以去雪球看，点击左下角阅读原文直达。无论雪球和这里，不回答这方面的提问，能看懂就去捡钱，看不懂或者懒得看的，就当本文不存在即可！

第41篇.　　2016.10.27-MPA又是什么鬼？

2016-10-27　唐朝

今天，被一条“央行将要把表外理财纳入MPA体系监管”的新闻刷屏，很多朋友茫然地问：表外理财和MPA是什么鬼？

正好老唐的《手把手教你读财报2》里有两段文字涉及这块知识，直接摘录过来就是两篇应景原创。哦耶！

涉及到有些术语，书中本段之前讲过，这里没有前文，略显突兀。只有将就一下了。

央行MPA体系

除了上述银监会的各项监管指标之外（指本段之前的部分），银行还要面对来自中国人民银行2015年12月29日发布的、自2016年开始实施的MPA体系监管。

MPA，全称Macro Prudential Assessment ，中文名：宏观审慎评估体系。它可以简单理解为每季度末对商业银行的全部资产进行考核，也称为对广义信贷资产的考核。广义信贷包括信贷、债券投资、股权及其他投资、委托贷款以及对非银金融机构的拆借。考核广义信贷，实现了对借道加杠杆行为的监管，从以前只针对信贷规模的管控，过渡到全资产口径管控。

MPA体系重点监控资本和杠杆、资产负债情况、流动性、定价行为、资产质量、跨境融资风险、信贷政策执行等七大方面，其中资本充足率是评估体系的核心。央行在上述七大方面，设置了14个指标，要求比银监会要求略高。

所有监控指标均规定了具体分值，将所有金融机构分为全国性重要机构、区域性重要机构和普通机构三大类，每季度末打分，分别评出ABC三档。七大类指标均为90分以上为A档，算优等生，回头给糖吃；60分到90分为B档，算合格生，不奖不罚，无存在感；资本和杠杆情况、定价行为中任意一大类60分以下，或资产负债情况、流动性、资产质量、跨境融资风险、信贷政策执行中任意两大类得60分以下为C档，算差生，等着吃央妈的鞭子。

央妈的糖或者鞭子，主要是给银行法定准备金存款支付的利率上下浮动、货币数量工具资格（SLF、MLF、SLO、PSL等）、发行同业存单许可以及银行间拆借准入资格等。

第42篇.　　2016.10.27-表外理财是什么鬼？

2016-10-27　唐朝

今天，被一条“央行将要把表外理财纳入MPA体系监管”的新闻刷屏，很多朋友茫然地问：表外理财和MPA是什么鬼？

正好老唐的《手把手教你读财报2》里有两段文字涉及这块知识，直接摘录过来就是两篇应景原创。哦耶！

涉及到有些术语，书中本段之前讲过，这里没有前文，略显突兀。只有将就一下了。

理财产品

银行还有一种类似存款的重要负债来源：理财产品。部分理财产品会体现在资产负债表里，部分不体现在资产负债表里。是否体现为银行负债，取决于银行是否承担风险。简单的说，就看银行是否对该笔理财保本。

如果实施保本，无论是保本固定收益型还是保本浮动收益型，银行均承担了理财产品的风险，需要归入资产负债表内。具体表内哪个科目，各银行有不同。例如工商银行和农业银行将保本理财资金计入“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债”里；建设银行、交通银行、兴业银行、中信银行、平安银行、北京银行、南京银行，直接将其计入“吸收客户存款”里；宁波银行、浦发银行、华夏银行则将其归入“其他负债”；其他银行该项信息披露稍差，没有明确列出归类情况。

截止 2015 年底，上市银行共发行的保本型理财产品约 4 万亿，非保本类理财产品约 14.5 万亿。位列规模前三是工商银行、招商银行、建设银行，其中招商银行不仅规模全国第二，同时以近于全部是非保本产品的特色，独树一帜。

非保本理财产品，理论上说银行不需要承担理财本息风险，只是收取代理费或手续费的中间收入，无需计入银行资产负债表，一般称之为“表外理财”。但银行依然会在财报附注中以“理财产品”名目披露，计入“在未纳入合并财务报表范围的结构化主体中享有的权益”。例如 2015 年工商银行财报的 280-282 页（附件 101-103 页）附注四、46 项。

银行理财产品起初是以投资同业拆借和债券为主。其诞生背景是因为银行间市场较早实现了利率市场化（1997 年），利率比银行存款利率高。但个人存款无法直接参与银行间市场交易。货币基金和债券基金发现了这个无风险利率差，就通过向个人销售基金，然后将所得资金投入银行间市场获取无风险利率差，提取管理费后，将剩余收益分给基金持有人。当基金此行为对银行存款形成威胁后，银行干脆自己也发行理财产品，对抗基金对存款的分流。

然而，理财产品和基金在争夺存款的活动中，走了完全不同的两条路。基金是约定管理费（或者收益分账），投资收益中去掉管理费或分账，剩余部分归资金所有人享有，符合代客理财的定义。而银行，则走上了一条约定收益率，剩余部分全部归银行所有的道路。沿着这条道路，本应由资金所有者承担风险、享受收益的理财产品，被扭曲成为了刚兑的债务，更像是吸引存款的高息揽储手段，这也给很多银行埋下了纠纷的种子。

正因为银行或明或暗的刚兑承诺和约定收益率，资金所有者也没有动力去关心资金的投向。银行承担了固定风险（本金和约定收益的刚兑），获取约定收益率之外的剩余部分，因而银行也有了追求更高收益的冲动。在信托、券商资管、期货公司资管、基金各类通道的帮助下，银行变相地将理财产品大量投向了愿意给出更高利息的非标资产，实现了对企业的变相放贷，规避了监管政策中对某些行业或某些企业的贷款约束。这就是媒体经常谈到的“影子银行”。「脚注：非标资产，非标准化债权资产的简称，与标准化债权资产（例如国债、央行票据、企业债券等）对应。指那些没有在银行间市场及证券交易所公开交易的债权型资产，包括但不限于贷款、信托计划、委托债权、商业承兑汇票、信用证、应收账款、各类受益权、带回购条款的股权性融资等，其本质依然是贷款的各种化妆后形式，发展壮大于 2009 年四万亿刺激计划之后的贷款额度总量控制和行业投向限制背景下。相比标准化债权资产而言，非标资产具有收益较高、信息透明度低、形式灵活多样、流动性较差等特点。」

影子银行的主要特征是：同样从事类似银行的金融中介活动，但不受《巴塞尔协议 III》的约束。它游离于资本充足率、不良率等各种监管之外，其规模过大很可能对国民经济和金融系统稳定形成巨大威胁。

受制于银监会监管能力有限的现实，银监会干脆在 2013 年下文，直接规定了理财产品投向非标资产，不得超过该银行理财总额的 35%，且不得超过该银行上年度报表总资产的 4%。利用这两个刚性数字，控制着理财产品变身影子银行的规模（当然，依然有银行利用各种手段将非标转化成标准化债权，即所谓“非标转标”，以规避该规定）。

同时，为了规避银行理财产品投向集中、风险集中的问题，银监会还规定了理财产品募集资金用于投资单一借款人及其关联企业的银行贷款,或者用于向单一借款人及其关联企业发放信托贷款的，其总额不得超过该银行资本净额的 10%。

通过这些措施，非标资产规模在理财产品中占比逐渐被压缩，从 2012 年末的占比约 42%，降低至 2015 年末的不足 16%。未来，银监会很可能会进一步加强对理财产品的监管，逼迫理财产品回归代客理财、收取管理费或分账的本来面目。

第43篇.　　2016.10.28-茅台三季报杂谈

2016-10-28　唐朝

对今晚的三季报毫无期盼，饭后散步回来许久，才想起来下载财报看。没有期盼的原因，是因为情况基本已知，肯定是一份靓丽的报表。现在，已经远没有 2013 年和 2014 年熬夜刷财报，希望从中发现蛛丝马迹小变化的那种兴奋了。

早在 2014 年 3 月 28 日老唐发在《证券市场周刊》上的《2014，茅台的倒春寒》一文里，老唐就白纸黑字的写下了这样一段话**「2014 年-2018 年，公司很大概率将重演 2008-2012 年四年的高成长故事。所不同的是，前一个成长，主要是靠价格驱动。而接下来的成长，将主要靠量的驱动。」**

今天，已经是 2016 年 10 月，茅台的确走出了高成长，也确实没有调整价格，成长主要靠量的驱动。股价也磨磨唧唧地从 2014-3-28 日的 118 元收盘价（复权价）到了今天的 317 元收盘价——写下这段话，不是为了吹嘘老唐多么有预见性，或者装出一副牛 X 的股神模样，而是为了说：有些企业，它的商业模式和竞争优势决定了具备一定的可预见性。虚心是好事儿，但不能为了虚心，陷入了完全的不可知论中去。

套用巴神一段话说：**每个投资人都会犯错，但只要将自己限制在少数几个容易了解的投资对象上，一个有智慧、有知识和勤勉的投资人，一定能够将风险控制在一个可控的范围内。你不必成为所有公司的专家，甚至不必成为许多公司的专家，你只要能对个人能力范围内的公司做出正确评估即可。你正确投资一家有着单一成功要素、简单易懂并且可持久保持下去的公司，与你投资一家有着多项竞争变量且复杂难懂的公司相比，即使后者已经经过你缜密而深入的分析，它们的回报最终也差不了多少。**

比如茅台。绝大部分人读过我 11 天前发的《如何早知道》三篇文章及后面的一篇补充，稍微花点儿时间，基本上都能大体对茅台未来几年的经营情况，做出一个基本靠谱的推测。它是真正的一尺跨栏，赚到的钱，和追逐各种题材、猜测别人的心思、研究各种神秘莫测的线条指标赚来的钱，模样没有区别，购买力也没有区别。顺带说一声，大家交来的作业，我还在看。老唐没忘，只是邮件有点多，我争取在下周挑几篇较好的发出来点评。

扯几句三季报吧！但凡看过一眼财报的，都会惊讶那史无前例的、高达 174 亿的预收款。大家对 174 亿这个数字，很多朋友可能没有直观印象，我举两个数据供直观感受：

①目前的白酒业老三洋河，前三季度营收 146 亿，折合含税口径 170 亿，加上 13 亿预收，合计 183 亿。茅台现在手头的预收，大体顶上白酒业老三忙活 9 个月的全部努力；

②大家都知道，茅台的净利率约 50%，意味着 174 亿预收款里面大约含有 174/1.17×50%=74 亿净利润。74 亿净利润是个什么数量级呢？刚好等于 2016 年上半年除茅台和五粮液以外的全部 A 股白酒业上市公司的净利润总和。

是的，洋河、老窖、汾酒、古井贡酒、口子窖、今世缘、顺鑫（连顺鑫的养猪业在内）、迎驾贡酒、老白干、沱牌舍得、青青稞酒、水井坊、金种子、金徽酒、酒鬼、伊力特、皇台 17 家上市公司，调动那么多资源折腾半年，挣的净利润，茅台云淡风轻地放在池子里存着呢！

在股权激励以前，茅台会在会计规则范围内，尽可能地将报表利润做低，这个涉及到大批为茅台奋斗半辈子的管理层，是他们人生最大一笔也是最重要一笔财富，无可厚非。老唐在 2015 年 4 月 24 日发表在《证券市场周刊》的《茅台的春天》和今年 4 月 1 日发表的《茅台的供给侧之忧》中，都说过了，由于明年股权激励的原因，今年报表利润会尽可能做低。

无论做低做高，这些金钱都已经体现在报表上，只是暂时放在不同科目而已。

如果让老唐穿透报表迷雾，展示茅台的真实状况，那它可以简化成酱紫：

茅台 2016 年三季度合并资产负债表

资　产		负债及权益	
现金	654 亿	集团其他公司存款净额	123 亿
存酒	188 亿	预收款	21 亿
土地	35 亿	股东权益	901 亿
酒窖酒库	168 亿	归母公司股东净资产	868 亿
资产合计	1045 亿	负债及股东权益	1045 亿

茅台股份公司总资产是首次破千亿，创下历史新高。眼看着净资产也直奔千亿去了。当然，任何对茅台稍有了解的人，都会知道这个报表资产是严重偏低的：

其一是土地、酒库、酒窖都是按照成本扣除折旧以后入账。但谁都知道，今天你不可能用原价在茅台镇上买到一平米的土地，不可能去挖一口酒窖，更不用说还要扣除折旧；

其二是存酒全部按照制造成本入账，而哪怕将所有老酒按照普通茅台出厂卖掉，1 块钱成本的茅台存酒，要变成超过 12 元的营业收入，其中会给股东带来超过 6 元钱的净利润。

预留 21 亿预收款，大约是茅台两到三个星期的营业收入，属于正常的收款、发货及入账周期。

于是，得出三季度合并利润表如下：

营业收入	405 亿
营业总成本	139 亿
其中：营业成本	33 亿
营业税金	54 亿
三费	52 亿
营业利润	266 亿
净利润	197 亿
其中归母公司股东所有的净利润	190 亿
每股收益	15 元

嚯嚯，这就是穿透过去看，实际运营着的茅台大致模样。当然，这是企业投资者才关心的问题，对短期炒股票的人而言，报表上体现的数字，才是重要的。对了，四季度是白酒的传统旺季，去年四季度 95 亿营收。今年怎么压，也只要做到 105 亿营收上下吧，喜欢看短期报表数字算增长率的，直接加上去即可。

借着这杂谈，感谢一下阿茅：老唐十月里股票无交易。过去九个月除了各个股票的分红买入国投以外，交易的市值不足账户市值的 2%。依然是满仓，持股还是老掉牙的那几只：茅台、国投、民生 H、招商 H、洋河、信立泰、双汇。比例及交易明细都在雪球组合#老唐实盘#里。截止今天，依赖着我家阿茅扛起半边天，在不计算打新所得的情况下，今年账户收益大概 22%的样子。作为一个呆坐不动的投资者，相对于上证指数-12%的跌幅，老唐知足了。

第44篇.　　2016.10.30-薅羊毛薅羊毛

2016-10-30　唐朝

业绩会影响股价，预期会影响股价，但对股价的短期影响，业绩的好或坏，远不如预期差的影响力大。所谓预期差，指市场预期你增长 100%，而实际只增长 30%，一般市场以阴线反应——不是你不好，是你不如想象的好；反之，如果市场预期你亏 50%，而实际你只亏 10%，市场反而可能以长阳回应——不是你迷人，而是你没有原来想象的那么烂。

受出版社高明明老师委托，通知大家：今晚零点开始，京东进入图书超级品类日，活动持续 48 小时。据说优惠力度透支双 11，自营书籍折后价+满 6 免 3（当然，是免价格最低的 3 本的书价）。非自营书籍，也有满 199 减 100 的优惠。我看除了纸钱和快递费，跟白送也没啥区别了。赶快感谢电商及电商背后的美帝投资者吧！有毛堪薅直须薅，莫待无毛空挠墙。

经济出版社参与活动吆喝的主力，当然是当红炸子鸡任俊杰任老师的《穿过迷雾》喽 ！老唐拿到新书后，用了八个小时读完的，酣畅、痛快！而且，透露个秘密，老唐读书，作者陪读，哈哈。一边读，一边和任老师微信聊天讨论细节，那种赶脚，不嘚瑟一下，真就对不起党了！绝对保证，读的特别认真，特别仔细，任老师可以作证。

当然，《低风险投资之路》、《读懂银行股》、《手把手教你读财报》、《投资的本源》这几个过气的老家伙，如果你尚未笑纳的话，就当任老师的陪嫁，一起收了吧！反正都在一个链接页面上，不费事，而且满 6 免 3，你也要凑单不是？

天南兄的《巴菲特之道》、《一个投资家的 20 年》都是阅读快感超高的好书，乘机也收了吧！

刚入门需要建立整体框架的，建议冲着@水晶苍蝇拍 的《股市进阶之道：一个散户的自我修养》去，没别的，就是投资观正，知识系统，一次搭好框架，不走冤枉路，以后按不同部件慢慢填就是了。

还有，10 月里，老唐在唐书房发过读书笔记的几本书，可以先看读书笔记，若有看得上可用以凑单。

《做空：最危险的交易》——不推荐；

《股市之神是川银藏》——不推荐；

《商界局外人：巴菲特尤为看重的八项企业特质》——推荐。

人丑就要多读书，这是支撑老唐前进的动力！没背景，没学历，没脸蛋，不读书，你靠什么淫？错了，你靠什么赢！

点击左下角阅读原文，进入老唐荐书汇总，慢慢挑。

各位，这广告如何，薅到羊毛的，回头来夸夸老唐这个大喇叭呗！

第45篇.　　2016.10.31-预期和预期差决定股价

2016-10-31　唐朝

业绩会影响股价，预期会影响股价，但对股价的短期影响，业绩的好或坏，远不如预期差的影响力大。所谓预期差，指市场预期你增长 100%，而实际只增长 30%，一般市场以阴线反应——不是你不好，是你不如想象的好；反之，如果市场预期你亏 50%，而实际你只亏 10%，市场反而可能以长阳回应——不是你迷人，而是你没有原来想象的那么烂。

就好比老唐经常说自己丑，等见面的时候，你发现也没那么丑嘛，就是普通邻家大叔一枚。好感度暴增！若是我天天吹嘘自己貌似潘安，才若相如，等见面发现就算是加上沙和尚，也只比至尊宝高那么一点点，你就会心头暗骂：切！浪费老子眼水！

国投，应该要步入“原来没有想象的那么烂”阶段了。

三季报信息不多，且雅砻江水电公司的三季报还没有公开披露，而国投经营数据，老唐已经在 10 月 14 号已经发布过《深秋里的一抹亮色》一文，点评过了（后面简称《亮色》）。那篇文章中，老唐写下了「火电最糟糕的时期很可能已经静悄悄地过去了，估值修复行情，或许渐行渐近了。甚至可以更乐观一点看，整体经济也许已经悄悄翘头了。」目前，这个判断不变。

面对短期用电需求低增长的现状，老唐对未来持极度乐观态度，我们的人均耗电量相比发达国家还有很大的增长空间。中国人对能源的需求增长，我不认为我这辈子会看见天花板。从 1949 年全国总装机一共 185 万千瓦（相当于雅砻江锦屏一级水电站 360 万装机的一半左右，相当于国投公司总装机的不到 7%），发展到今天，全国装机超过 15 亿千瓦。60 来年，增长超过 800 倍的期间，多少“天花板”和“过剩”的聒噪和担忧，最终都是以拉闸限电的啪啪打脸声收场。这次，也没啥不一样——个人观点，仅供参考。

观点类的东西，不多说了。今天老唐想把三季报数据拆开，我们一起来看数据，看是哪些因素影响着今年利润的变化，这些因素未来是否会继续存在？注意，老唐这是自制简表，只列重要数据，且是四舍五入过的非精确数据，主要用以看概况。

科目	今年1-9月	去年1-9月	同比金额	同比增速	变动原因	可持续性
营业收入	221.4	243.9	-22.5	-9.23%	降电价	no
营业成本	104.4	111.8	-7.4	-6.62%	煤价下跌	no
财务费用	37.9	45.2	-7.3	-16.15%	降息	yes
投资收益	7	4.5	2.5	55.56%	新增投资	yes
营业利润	75.8	81.1	-5.3	-6.54%		
营业外收入	7.9	11.3	-3.4	-30.09%	退税	no
营业外支出	6	0.08	5.92	7400.00%	计提曲靖	no
利润总额	77.6	92.4	-14.8	-16.02%		
所得税	9.9	7.9	2	25.32%	优惠到期	no
净利润	67.7	84.5	-16.8	-19.88%		
归母净利	34.1	45.4	-11.3	-24.89%		
每股收益	0.5	0.67	-0.17	-25.37%		
				不利因素加红		

下面来解释这张表

①营业收入同比减少 22.5 亿，降幅 9.23%，是由于今年降低电价造成的。降低电价的主要理由，是煤电联动，去年煤价大跌，所以降低电价让电厂让出超额利润支持实体经济。然而，发改委在煤炭的供给侧

改革上操作过猛，煤价连涨 11 个月，从底部到现在翻了一倍有余，已经创下近三年多的高价了。因此，明年降电价的因素，是肯定没有了。若是今年最后两个月煤价继续维持高位，按照煤电联动的政策，反而需要上调电价了。也就是说，电价这个问题上，可能利好，可能啥也没有，但确定不会更糟；

②营业成本同比减少 7.4 亿，同比降幅 6.62%，降幅小于营业收入。大体上说，去年 45.8 元成本卖 100 元回来，今年要 47.1 元成本才卖 100 元回来。公司承担了近 3%的成本变化。这个核心因素，是三季度电价没变，煤价迅速上涨，抬高了成本。上半年，国投旗下所有火电厂，平均发 1 度电，耗标准煤 306 克，电厂用煤折合标煤单价 390/吨（不含税），意味着每度电的直接煤耗成本约 390*1.17/1000*306/1000=0.14 元，加上电厂运行自耗部分电力，直接成本可以按照 0.15 元/度估计（《亮色》里谈到过）。

基本上动力煤市场价格每上升 30 元，电价的直接成本就会提高约 1 分钱。所以，煤电联动政策也是煤价涨 30 元/吨，则电价提升 1 分钱。此时，距离年底还有两个月，估计煤企和发电厂，都盼望着煤价再涨高一点。虽然电厂用煤都有长协价，但伴随市价的上升，下半年用煤成本提升是在所难免的。由于煤电联动的电价是每年 1 月调整，所以，三四季度煤价上升部分，就只能由火电厂自己扛了。只有待来年，要么煤价被发改委干下去，要么电价跟着涨上去，总之，要么成本降下来，要么通过电价上调把成本增幅转嫁出去。所以，三季度煤价的不利因素，四季度也很不乐观，但明年将会消失（除非发改委不要脸不要命，又取消刚发布的煤电联动政策）；

③财务费用减少 7.3 亿，同比降幅 16%，这是利好因素，《亮色》里谈过。目前是利率下行期，今年前九个月财务费用减少了 7.3 亿，一方面是跟银行协调降低长期贷款利率，另一方面是借较低利率的新债，归还较高利率的旧债，一出一进就是利润。这方面的利好因素，今年明年还能陆陆续续地看见，比如前天（10 月 28 日），国投刚刚成功发行了一笔 5 年期的新债，利率 3.1%；

④投资收益增加 2.5 亿，同比增加 55%，主要增幅来自对赣能股份（sz.000899）的投资和卖掉南阳火电的收益。赣能股权已经获得，这部分收益，明年或增加或持平或小幅降低（取决于赣能的净利润），但确定不会大幅减少，因此这个利好因素继续存在；卖掉南阳火电，赚了近 1 亿，这笔收益，明年同期是没有的；

⑤营业外收入减少 3.4 亿，降幅 30%。原因在《亮色》里谈过，“雅砻江水电和大朝山 2015 年增值税超过 8%的部分，即征即退（退税算利润表的营业外收入），2016 年和 2017 年变成超过 12%的部分即征即退”，（同时还有今年经济不景气，地方政府手头紧的因素在）。这部分，2016 同比 2015 减少，但 2017 年同比 2016 年，政策无变化，利空因素消失；

⑥营业外支出增加 5.92 亿，增幅 7400%。这是一次性计提东源曲靖 5 亿多担保事件造成的，属于保守做账法，是假设东源曲靖 1 分钱也还不出来，全部损失由国投负担了。最终实际上的结果，东源可能真是要钱没有，要命一条，也可能还能榨出几两骨油。但无论怎么样，明年，这个因素没有了。如果东源没钱，那就此翻篇，无利空；如果东源那儿还能榨出个三瓜俩枣，会增加利润，是利好因素；

⑦所得税增加 2 亿，增幅 25%。这个利空因素，在《亮色》里也谈过“雅砻江水电的锦屏一级和锦屏二级两个水电站，2015 年是免所得税的，2016 年起（至 2018 年）变成减半征收”。这个因素和前面增值税退税同理，2016 年同比 2015 时有负增长，但 2017 和 2018 年同比 2016 年，政策无变化，无负面影响；最终以上各种因素叠加，2016 年前 9 个月，国投电力净利润 67.7 亿，归母净利 34.1 亿。假如我们考虑明

年同比，上述利空因素，煤价上涨利空还在，出售南阳火电近亿的收益会消失。而利好方面，火电的煤电联动足以对冲煤价上涨利空（或煤价不涨、电价也不涨），加上财务费用的降低及约 6 亿营业外支出不会再现，估算可增加合并报表净利润七八亿，增加归母净利润三四亿，确定的同比增幅约 10%左右；

上面的 10%+是确定性增加，另外还有个不确定的东东：假如最后两个月煤价没有大跌，明年元月电价如期上调，火电部分也许只是抵消成本上升，但水电部分增加的则是无成本的税前利润，收益提升会很惊人。目前市场依然沉浸在对发电企业的悲观预期中，未来“没那么糟”的预期差出现，以及可能变好的新预期，将是国投估值修复行情的主导因素。

提请注意：目前国投价格 6.65 元，市值 450 亿，介于老唐 2016 年 1 月 11 日和 1 月 28 日两次进入的价格区间内（11 日最高 7.24 元，28 日最低 5.75 元，老唐分别在这两天买的，具体买价忘记了），目前国投已经是老唐的第二大持股。以上看法中，或许有大量“情人眼里出西施”的因素在，请各位参考数据，参考逻辑，切勿直接引用结论。切切！切切！

PS：等老唐有闲心的时候，把国投所有资产大卸八块，一件一件摆出来估值，顺带把川投和长电，一起拉过来做参照物，给它们也来个全裸亮相。这可能是个大坑，先挖了，有没有心情填，再议！哈哈。

第46篇.　　2016.11.1-10月小结

2016-11-01　唐朝

10 月的记忆

①投资。

本月无交易。过去 9 个月，除了收到的分红都买进了国投之外，其他调仓交易占股票市值比例不到 2%。仍然一如既往的满仓，持股依然是老掉牙的几只：茅台、国投、民生 H、招商 H、洋河、信立泰、双汇。依赖着我家阿茅今年给力，老唐前 10 个月侥幸获得 22%+的收益（不计打新所得）。

一月份有两成左右的调仓，但至今没占到啥便宜，也没吃亏。也就是说，一月份动与不动，收益差不多都是目前这个样。详细交易及持股比例，在雪球组合#老唐实盘#里有。收益和仓位上稍有区别，是由于雪球组合不支持港股和 A 股混编，所以实际持仓的 H 股银行，组合里用 A 股替代。

这个收益虽然不咋地，但作为一名任何一次暴跌都满仓在场的呆坐型投资者，相对于上证指数 12%+的跌幅，老唐知足；

问：老唐，你截图里能显示今年以来涨幅的，是什么股票 APP？答：万得股票。

问：收费吗？我怎么找不到今年涨幅？

答：免费的。点股票后面涨幅的具体百分比，就会出来了。不是点“涨幅”两个字。

②阅读。

10 月，读过的投资类书籍有《做空：最危险的交易》、《股市之神是川银藏》、《商界局外人：巴菲特尤为看重的八种企业家特质》、《穿过迷雾：巴菲特投资与经营思想之我见》，前三本都在唐书房发过读书笔记和书摘，最后一本，还没来得及写笔记。

四本之中，前两本不推荐，后两本推荐。财报研报就不提了，娱乐类，同时追着三本网络 YY 小说：《我要做首辅》、《我要做皇帝》和《佣兵的战争》，哈哈，bigger 不高，各位莫笑！首辅和战争都不错，皇帝略逊一点，但也还可读。

问：老唐，你这能显示读书阅历的是什么软件？答：多看阅读。安卓苹果均有，手机 ipad 均可，下载即可。我用的是 kindle 刷成的多看系统，好处是看书时划线笔记，可以直接同步到自己的印象笔记里。怎么刷，问度娘。

问.老唐，你读书读财报用的是什么软件？答：读闲书用 kindle，读财报用福昕阅读软件，读研报用慧博。

③码字。

刷雪球少了，码长文的时间多了。10 月内，虽然头一周外出，但后面二十余天，居然在唐书房里码出投资感悟、财报分析、读书笔记等类别的原创文章二十余篇，近于每天一篇的节奏，实在是自己都有点佩服自己的话痨了！

另外，很多朋友关心《手银》的进度。这里统一回复：上个月已经交稿，目前编辑中，估计元旦前能面世。新书可能比《手财》略厚一点点，两本书重复的内容应该有 5%的样子。谢谢大家的关心。

④跑步

十月跑步 10 次，合计 121 公里。2016 年前 10 个月合计跑步 1267 公里。长跑 30 个月以来，合计跑步 4010 公里，累积跑量首次突破 4000 公里大关。

问：老唐，你这是什么跑步 app？需要带着手机跑吗？

答：我用佳明手表及其配套官方 app，不用带着手机跑。如果可以接受背着手机跑，不用买手表。直接装一个跑步 app 即可，我曾经试用过的 app 中，比较好用的有：郁金香、咕咚、悦跑圈、Nike+，推荐郁金香（上面这个统计就是郁金香里的，自动和佳明官方 app 同步数据）。

⑤影视

就跟了一部美剧《指定幸存者》，目前是第 1 季第 5 集。《西部世界》听说口碑很好，可惜我没看进去，可能还是需要去营业厅给智商充充值才行，养肥以后再试试能不能看进去。

国产电影里，就模仿《疯狂的石头》的《追凶者也》还凑合，虽然比石头差好多，但还可以看，其他没发现啥能看完的。

没了。时光如梭，还有好些事情还没来得及干，一个月就结束了。这个月，你过得还好吗？写个总结

给自己吧，记录平淡也是珍贵的记忆！独一无二的。

第47篇.　　2016.11.2-从雅砻江水电三季报说起1

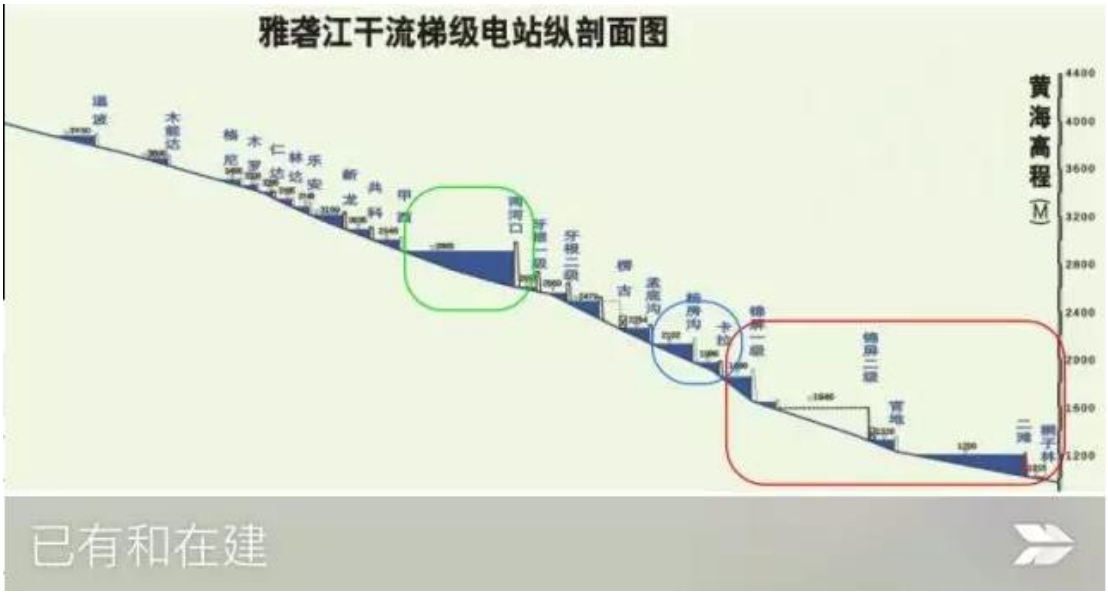
2016-11-02　唐朝

老唐昨天挖坑，说要抽空拆解一下国投的全部资产。借着今天雅砻江水电公司的三季报发布，先起个头吧！声明一下：因为是想到哪儿写到哪儿，具体究竟会有几篇，我现在也不知。

雅砻江水电公司，是国投电力和川投能源两家上市公司的核心资产，国投持有雅砻江水电的 52%，川投持有雅砻江水电的 48%。因为国投电力是控股方，所以雅砻江水电的全部资产、负债、收入、利润都算在国投电力的合并资产负债表里，被川投拿着的 48%股份对应的净资产，体现在国投合并资产负债表的「少数股东权益」里。雅砻江水电经营利润的 48%，体现在国投电力合并利润表的「少数股东损益」里。

至于川投，雅砻江一年赚 100 单位的利润，川投合并利润表里体现 48 单位的投资收益，因而川投报表的常态是合并报表净利润远远高过主营业务收入。

雅砻江全流域的水电开发，都归雅砻江水电公司独家拥有。全流域都有些啥呢？光说电站名字，很多朋友可能没啥感觉，我插一张图吧，比较直观！可以点击放大看。



我画了红圈的，就是现在已经建好运营，每天给股东挣钱的下游电站，共计 1470 万千瓦装机（还记得吗？前面说过，1949 年全中国各种电厂总装机一共 185 万千瓦）。蓝色和绿色圈里，就是当前每天花钱出去的在建工程，包括两河口、杨房沟两个水电站和卡杨公路。其他没在圈里的，就是暂时啥也没有的未来规划图，这些没在圈里的规划未来究竟会不会继续投资建设，恐怕最终要取决于国内电力供需情况，以及四川对外输电线路的建设情况了。

目前在建的重点是两河口。两河口对整个雅砻江有重大意义，其意义不仅是它自己的 300 万千瓦装机能发多少电，更重要的是水库库容足够大，扮演了一块超级无敌巨型电池的角色，可以跨年将丰水期的水存至枯水期，来供中下游所有电站发电，减少弃水增加发电量的同时，也可将电量更多地调整在价格较高时卖出。

我国 15.5 亿千瓦的总装机里，有 10.3 亿千瓦的装机是火电装机，同时，我国却在大量弃水弃风弃光。原因就是水风光的发电波动性大，必须要靠火电来弥补水风光发电的低谷，保证电网正常和安全运行。为此，哪怕给火电更高单价或者由水电给火电支付一定的补偿，也需要保住火电的存在（2015 年全国火电上网单价 0.3842 元，全国水电上网单价 0.2869 元）。

两河口这种大电池，就是另一种保证电力稳定输出的优质工具（抽水蓄能也是。电力过剩时，买低价电来抽水到高处，电力不足时，放水下来发电出售高价电，循环往复）。顺带插一句：正因为此，把国投的火电部分看成零价值资产是荒谬的。

将雅砻江水电的三季报资产数据简化可得：

资产类别	2016 年 9 月 30 日	年初
类现金	57 亿	31 亿
固定资产	1162-243=919 亿	1160-220=940 亿
在建工程	354 亿	292 亿
无形资产	17 亿	17 亿
其他	……	……
资产合计	1353 亿	1282 亿
短债	69 亿	119 亿
长债	761 亿	704 亿
负债合计	975 亿	941 亿
净资产	378 亿	341 亿
资产负债率	72%	73%

这其中，固定资产，主要就是下游 5 座电站，合计 1470 万装机，在建工程是两河口、杨房沟电站及卡杨公路，无形资产是土地和公路使用权。

水电企业的利润表很有趣的。不了解的人，很容易被表面数字迷惑。比如，老唐将 2015 年雅砻江水电的利润表简化一下：

科目	数额	占比	备注
营业收入	167 亿		政府补贴是增值税退税，合计是公司真实收入。
政府补助	14 亿		
收入合计	181 亿		
折旧摊销	32 亿	18%	实际无现金支出
其他成本	24 亿	13%	真实经营成本
利息支出	44 亿	24%	真实现金流出
成本合计	100 亿		
利润	81 亿		
所得税	3 亿		
净利润	78 亿		

有趣在哪里呢？核心是三点：

第一，折旧摊销 32 亿，占固定资产原值 1160 亿的约 2.8%，也就是说，大体是按照 35 年后资产归零计算的。然而，水电公司的主要资产是些什么呢？大坝、公路、水轮机等。这些东西，基本上确定能用一百年以上。举两个例子：①中国最早的水电站：昆明石龙坝水电站，目前依然正常运行。最早是多早呢？大清光绪三十四年（1908 年）建，1912 年运行，持续工作至今，目前看，嘛事儿没有，继续运行毫无问题；②国投旗下的大朝山水电站、雅砻江二滩水电站以及长电旗下的葛洲坝水电站，资产都已折旧完毕，归零了。但电站再运行个 100 年也是没有问题的。

假设我们按照 100 年资产清零来考虑，雅砻江水电 2015 年“真实”折旧就是 1160/100=11.6 亿。甚

至，还可以夸张的说，其实连 11.6 亿也没有。因为即便真有一天，大坝需要重建，也花不了这么多钱，固定资产原值中，大部分是移民、道路征地及建设费用。垮了重建，这部分费用也无需再支出。所以，这里面藏有大量资产。这些藏着的资产，就是支撑公司新投资的底气，比如雅砻江水电，仅仅依靠折旧，就可以每年投入 32 亿作为资本金（可支撑 160 亿工程进度）用以建设中游电站。

第二，利息支出 44 亿。杀人偿命，欠债还钱，这没啥说的。这个 44 亿，就是公司负债 941 亿的代价，平均来说利率约 4.7%。水电公司的资产负债率都很高，比如雅砻江水电目前的 72%。在上表的营收、成本及所得税率均不变的基础上，我们设想两个极端，一个是全部用自己的钱，税前利润 81+44，净利润 120 亿；一个 99%的负债率，净利润 59 亿（即负债按照 1353×99%，依然按照 4.7%利率计算利息支出）。两种情况哪个划算呢？任何生意人都晓得，后者划算。

全部用自有资金的投资回报率是 120/1353=8.9%，仅仅是马马虎虎的回报率而已。而用 99%负债，回报高达 59/14=421%，这个就高的吓人了。因此，若不是受限于“自有资本必须占项目的 20%以上”的规则限定，水电站这门生意，就是要把负债率搞的越高越好。恰好因为其收益稳定，现金流可预测性强，需求资金大，是债权人心目中理想的贷款对象，各大银行那是排着队上门求着你贷款。因此，大型水电站的开发权批文，基本就＝钱。

第三，没欠账，没销售费用。大型水电站，基本没有应收款（有也只是截止报表日还没有结算），销售费用也近于零。白花花的江水流过，亮闪闪的银子留下，按月自动收钱。真实的经营成本仅占营业收入的 13%（营业税金、水资源费、库区基金、人员工资、办公费用等等），售电多就多赚，售电少就少赚，自由现金流远不止报表上体现的那个数字，老唐曾在雪球上编过顺口溜说，雅砻江的特色就是：「无论经济有多烂，我也顶多是少赚；如果经济有好转，我要赚的盆盆满」。属于价投最爱之高确定性企业。

同样方法，把雅砻江水电三季报利润表简化可得，营收+补助 131 亿，折旧 21 亿，其他成本 19 亿，利息 28 亿，利润 63 亿，税后净利润 57 亿。

前三季度新增在建工程 62 亿（两河口和卡杨公路），进度不错。利息少了 6 亿多（全年预计减少利息接近 9 亿，《亮色》一文谈过）基本与优惠政策到期使增值税退税减少 2.77 亿、所得税增加 2.8 亿两个因素相抵消。前三季度上网电量 527 亿度，同比多卖了 23 亿度电，含税单价 0.2747 元，同比降低了 0.0283 元/度。

按照 2015 年四季度上网电量 149 亿度考虑，加上桐子林 4 台 15 万千瓦机组分别于 2015 年 10 月 20 日-2016 年 3 月 22 日投产的因素，2016 年全年售电量可按照 690-700 亿度毛估估，估摸着净利润 75 亿左右，对国投和川投的贡献分别为 39 亿和 36 亿。

这篇只是起个头，不知不觉超过 2000 字了，考虑到各位手机阅读的便利性，就到此分割吧！下一篇介绍雅砻江水电下辖的几家公司和水电站的资产及运营情况。不过，明天我要陪我家领导去米亚罗看红叶（你们看到此文时，我已经准备动身了），要出去个三五天，可能要下周才有时间动笔。反正也不急，慢慢来，对不？（茅台的邮件作业，只有推下周了。这两周完全被三季报相关文章占了，这个有时效性，优先。还请交了作业的朋友体谅！）

书房里有朋友找老唐要雅砻江水电公司财报，公众号里无法写网址，请点击左下角#阅读原文#，即可直达下载地址。平时雅砻江水电的公告、债券说明书、财务报表等信息都在这个地址披露，请收藏。

声明：老唐只是分析企业运营，且本人持有国投。请阅读本系列文章时，注意区分事实和观点，不要

轻易以此文观点为依据做出买卖决策。

第48篇.　　2016.11.6-从雅砻江三季报说起2

2016-11-06　唐朝

上一篇，老唐谈了大型水电站的经营特点。本篇盘点雅砻江水电公司的家当，为接着讨论估值做准备。

1 雅砻江水电概要

雅砻江，长江上游重要支流，四川境内叫雅砻江，出川后汇入金沙江。全长 1571 公里，流域面积约 13.6 万平方公里，天然落差 3830 米，是全国第三大水电基地。全流域共规划 21 级水电站，总规划装机约 3000 万千瓦，预计年发电约 1500 亿千瓦时，由雅砻江水电公司独家开发。

雅砻江水电公司，全称雅砻江流域水电开发有限公司，原名为二滩水电开发有限公司，上世纪末为建设二滩电站而成立（二滩电站，始建于 1991 年，1998 年首台机组运行发电）。2012 年 11 月更名为雅砻江流域水电开发有限公司，上市公司国投电力持股 52%，上市公司川投能源持股 48%。

公司现有已经投入运行的水电站五座，分别由三个公司持有：①雅砻江水电公司直接持有二滩水电站；②全资子公司雅砻江水电凉山公司持有锦屏一级、锦屏二级、官地三个水电站；③全资子公司雅砻江水电攀枝花桐子林公司，持有桐子林水电站。由于都是全资子公司，不涉及利益分配问题，相当于全部由雅砻江水电公司所有。由不同公司持有，仅仅是因为管理和税务上的便利。另有两河口建设管理局和杨房沟建设管理局负责中游两河口和杨房沟水电站的开发。

公司还有两个投资者可以忽略的、服务性质的子公司：一个是雅砻江水电公司持股 50%的四川二滩建设咨询公司，剩余股权由中电建路桥集团工程设计研究院有限公司和川大工程设计研究院有限公司各持有 25%；另一个是雅砻江水电持股 90%，二滩建设咨询公司持股 10%的四川二滩实业发展公司。这两家公司规模都很小，2015 年净利润均在 300 万出头，与雅砻江水电公司 2015 年近 78 亿的净利润相比，可以直接忽略。

2 重要会计政策

①折旧政策：公司拥有的资产，房屋及大坝等建筑物按照 10-50 年使用寿命折旧，机器设备按照 14-30 年使用寿命折旧。

②所得税政策：五家水电站适用的所得税率为 15%，其中官地电站，2015　年至 2017　年减半（即按照 7.5%缴纳所得税，下同），锦屏一级电站、锦屏二级电站，2016　年至　2018　年减半；桐子林，2015　至 2017　年免征，2018 至　2020　年减半。15%所得税率政策确定至 2020 年底，2020 年以后是否会延续，暂时不明。

③增值税政策：2016 年和 2017 年，五家水电站均享受增值税 12%以上即征即退的优惠，这个优惠可以直接理解为实际营业收入=报表营业收入×105%，或含税上网电价的 105/117≈89.74%是公司的收入。2017 年以后如何，政策暂时不明。

3 已投产电站

锦屏一级水电站

锦屏一级水电站是世界第一高拱坝，双曲拱坝高 305 米，水库具备年调节能力。装机 6 台 60 万千瓦机组，总容量 360 万千瓦，2013 年 8 月首台机组投产发电，2014 年 7 月机组全部投产。电站年可发电 166.2/184 亿度（单独发电/与上游联合，下同），2016 年前三季度发电 127.51 亿度，售电 127.13 亿度，平均上网电价 0.284 元（含税，下同）。资产总额约 400 亿；

锦屏二级水电站

锦屏二级水电站，利用雅砻江锦屏大河湾的天然落差，截弯取直开挖隧洞引水发电，四条引水隧洞平均长约 16.6 公里，洞径 13 米，为世界最大规模水工隧洞群。电站装机 8 台 60 万千瓦机组，总容量 480 万千瓦，2013 年 1 月 1 日首台机组投产，2014 年 11 月 26 日最后一台机组投产。年发电 237.6/242.3 亿度。2016 年前三季度发电 181.46 亿度，售电 180.26 亿度，平均上网电价 0.284 元。资产总额约 380 亿；

官地水电站

官地水电站拥有 4 台 60 万千瓦机组，总容量 240 万千瓦，2012 年 3 月首台机组投产发电，2013 年 3 月机组全部投产。年发电 110.3/117.7 亿度，2016 年前三季度发电 93.4 亿度，售电 92.97 亿度，平均上网电价 0.284 元。电力部分送川渝，部分送江苏。资产总额约 160 亿。锦屏一级、锦屏二级、官地三个水电站，合计 1080 万千瓦，同属雅砻江水电站凉山分公司，年发电量的 40%送川渝，60%送江苏。

二滩水电站

二滩水电站有 6 台 55 万千瓦机组，合计 330 万装机，年平均发电 170 亿度，水库具备季调节能力，是中国 20 世纪建成投产的最大水电站。电力供应四川和重庆，是川渝电网主力调峰调频电站。1998 年 7 月首台机组投产发电，1999 年 12 月机组全部投产。2016 年前三季度发电 116 亿度，售电 115.44 亿度，平均上网电价 0.24 元。

桐子林水电站

桐子林水电站，距二滩水电站 18 公里，距下游雅砻江与金沙江交汇口 15 公里，是雅砻江下游最后一个电站。电站总装机容量 60 万千瓦（4x15 万千瓦），2015 年 10 月 20 日首台机组投产，2016 年 3 月 22 日全部投产发电，年可发电 30 亿度左右，送四川电网。2016 年前三季度 12.16 亿度，售电 12.09 亿度，平均上网电价 0.306 元。资产总额约 60 亿；

以上五家电站，有电量数据，有电价数据，各处的营业收入都是已知的。加总来说，雅砻江水电公司 2015 年经营情况汇总为：2015 年，雅砻江水电公司收入 181 亿（报表售电营收 167+退增值税 14 亿），净利润　78 亿，经营现金流净额 157 亿（基本由净利润 78 亿，折旧约 32 亿，利息支出 44 亿组成）。2015 年完成投资 90 亿，借款 255 亿，还款 221 亿。下一篇谈雅砻江水电公司的估值时，将会以这些数据为基础。

4 在建工程

两河口水电站位于四川省甘孜州雅江县境内，处于雅砻江与庆大河、鲜水河分别交汇的地方，故名“两河口”，是雅砻江中下游的龙头水库。水库调节库容 65.6 亿立方米，具有多年调节能力，对雅砻江中下游乃至金沙江、长江的梯级电站都具有十分显著的补偿作用。

电站装机 6 台 50 万千瓦，合计容量 300 万千瓦，年发电 115 亿度。于 2014 年 9 月开建，计划投资 665 亿（按照 6%利率规划的，由于利率下行及建筑材料价格下行，毛估估最终总投资会在 500 亿-600 亿之间）。公司计划投入资本金约 136 亿，已获建行工行牵头、七家大型银行组成的优惠利率银团贷款承诺 530 亿。

按照 2016 年半年报披露数据，当前贷款利率 4.66%。

截止 2016 年年末，预计完成资本投入 60 多亿，2017-2019 年，年均投资资本金约 20 亿，剩余部分 2019 年之后完成，由于雅砻江水电年折旧有 30 多亿，足够支撑年度 20 亿出头的投资（也就是说，雅砻江水电每年的净利润全部分掉，也不影响中游工程的投入）。目前工程进展约 30%出头，计划于 2021 年-2023 年间投产。

杨房沟水电站，装机 4 台 37.5 万千瓦机组，总容量 150 万千瓦，年发电 59.6/68.5 亿度，2015 年 7 月开建，预计 2021 年-2022 年投产。规划总投入 200 亿，截止 2016 年上半年，投入 25 亿，进度约 12.5%。依照 2016 年半年报披露数据，资金利率 4.09%；卡杨公路，计划投资 38 亿，实际投资 51 亿，完工。超预算，估计是沿线拆迁移民吃大户造成的超支。

由于下游五座电站都已经正常运行，主要资产都已经转成固定资产。所以，雅砻江水电三季度报表的在建工程总额 355 亿，基本可以视为两河口、杨房沟和卡杨公路三处的总和了。记住这个数字，下一篇谈估值的时候，也要用到。

5 补充

最后，纠正老唐在《从雅砻江三季报说起 1》里的一个疏忽。在谈到利润表里 44 亿利息支出时，老唐一时马虎，忘记了 2015 年还有资本化的利息 5.4 亿元，感谢读者@随风　的提醒，谢谢！

因此，上一篇文章中“第二，利息支出 44 亿”那段，有三个数字要修改，不过，对原文表达的意思没有影响。一是平均利率从 4.7%修改为 5.24%；二是假设 99%负债率下的净利润从 59 亿修改为 53 亿，对应回报率从 421%修改为 53/14=378%。

备注：所谓利息资本化，就是在建工程里用到的部分借款，利息直接算成固定资产的成本，不列为利润表当期利息支出。2015 年全年资本化的利息为 5.4 亿。由于利率下降和部分在建工程转固定资产的原因，2016 年上半年利息资本化为 1.9 亿。

第49篇.　　2016.11.7-老唐的点评及投票处

2016-11-07　唐朝

不能再拖了，自己挖的坑，含泪也要填完。先放下雅砻江水电的系列文章，把前面《如何早知道？》三篇文章留下的作业处理掉。

今天，忙了大半天，看完了 29 位朋友发来的邮件。当然，水平肯定参差不齐，然而水平高低其实不重要，重要的是我们开始关注公司、关注经营、关注数据和数据之间的逻辑关系。从这个意义上说，所有发来邮件的朋友，在你们双手放在键盘上的时候，就已经取得了巨大的进步。

我挑选了四篇邮件，没有修改，原封不动的放在本帖。建议大家默默跟自己对比一下，面对同样的原始数据和材料，这四位朋友看到的东西，有没有你没看见的？或者有没有你看见了但他们没看见的东西？大家可以在留言区探讨。

老唐的补充

对于邮件里普遍出现的知识欠缺点，老唐在这里集中做个补充。

第一，对于茅台酒，今天，大家都已经知道了，暂时不存在能不能卖出去的问题（其实 2013 年和 2014 年老唐大量成文分析茅台的时候，面对的主要质疑是茅台酒究竟还能不能卖出去），只存在公司究竟有多少酒可以卖的问题。因而，研究茅台公司的营业收入乃至利润，核心就是茅台酒的可销售量。

可销售量，与基酒之间的对应关系，一般的表达是茅台酒的生产需要五年时间，四五年前的产量决定了现在的可销售量。但是不是直接用五年前的基酒产量乘以 75%，就可以得出现在的可销售商品酒？例如 2011 年基酒产量 30026 吨，是代表 2015 年呢，还是 2016 年的可销售量为 30026×75%=22500 吨。

我个人的答案一般会有一个区间，而不是一个准确数字。原因有两点：

其一，上次说过了，季克良老先生亲口说过的「每年出厂的茅台酒，只占五年前生产酒的 75%左右」。对这个信息，我个人的理解是商品酒总量（包含基酒和兑入的老酒）占五年前生产基酒量的 75%，也有人理解为五年前生产的基酒，有 75%变成了商品酒。由于 53° 普通茅台大致由 85%基酒和 15%老酒勾兑而成，那么这两个理解，就有了一定的差距。例如同样的 30026 吨，如果按照我的理解，对应商品酒就是 22500 吨。如果按照另一种理解，就是有 22500 吨基酒成为 85%，另外加上 15%的库存老酒，总计 26500 吨可售商品酒。这是一个差异，究竟哪种情况更吻合实际，公司保密，我们也只能推测。截止目前为止，总体来说，我的观点更吻合实际数据。这是其一。

其二，这个四五年，究竟是四年还是五年，2011 年的基酒，究竟是 2015 年可以卖还是 2016 年可以卖？这个表述，公司和媒体各种口径一直是比较混乱的。在研究过程中，我们可以根据公司在生产程序上的多次重复表述「端午制曲--重阳下沙--次年 8 月前取酒完毕--分类装坛--储存 3 年--勾兑--再储存半年到一年--灌装」，模拟一下从粮食变成一瓶茅台的时间历程，比如

2010 年端午制曲，重阳下沙；

2011 年 1-8 月取酒七次，按照醇甜、窖底、酱味三种类型装坛，储存 3 年；

2014 年 8 月，三年期满，勾兑。然后再储存半年或一年；

2015 年 2 月可售，或者 2015 年 8 月可售。

这个明细流程，可以看出：

①如果勾兑后只储存半年，那么 2015 年 2 月-12 月卖的是用 2011 年基酒勾兑而成的商品酒，而 2015 年 1 月就只能卖用 2010 年基酒勾兑的成品。

②如果勾兑后储存一年，那么 2015 年 8-12 月出售的是 2011 年基酒勾兑品，2015 年 1-7 月只能卖 2010 年基酒勾兑的商品酒。

从上面的细节推算可以看出，2015 茅台可售商品酒大致是由 2010 年和 2011 年生产的基酒数量决定，且销售火爆的时候，主要由 2011 年基酒产量决定（半年出厂也符合要求），因此，可售商品酒有一定的弹性空间。这也是老唐在《茅台的供给侧之忧》一文中表达为“2016 年，可售商品酒的上限大约在 2.25 万吨-2.52 万吨之间”的原因，即 2016 年可售商品酒介于 2011 年基酒 30026 吨的 75%和 2012 年基酒 33600 吨的 75%之间。

第二，关于单价，也有几点需要强调的：

1）茅台含税出厂价 819 元，意味着可以计入营业收入的部分为 819/1.17=700 元。一吨茅台酒可以灌

装 500ml 的标准瓶 2124 瓶，所以很多朋友就用了 2124×700=148.68 万作为茅台酒吨单价，然后乘以可售商品酒来预测营业收入。

这里面三个小问题，一是茅台酒有少量更便宜的低度酒（43°）；二是茅台酒还有价格略高的很多非普茅，例如蓝瓶、黑瓶、酱瓶、金瓶的，以及部分大容量包装和小容量包装的；三是茅台年份酒的影响。

这三个因素中，年份酒的因素影响最大。年份酒出厂价格数倍于普通茅台，15 年、30 年、50 年每 500ml 瓶出厂含税单价分别为 3799、8499、14999 元，即可以计入营业收入的吨单价分别约为 690 万、1540 万、2720 万，而茅台公司每年有少则两三百吨，多则近千吨的年份酒销售，举例说，若按照 300 吨年份酒，平均单价 800 万估算，创造营收 24 亿，比同样重量的普通茅台多出 16 亿多。而这部分年份酒的销售情况，公司从未对外披露，大家都是测算和摸索。具体测算方式，因为不敢确定一定正确，就不写出来了，以免误导。这里我们要知道是，茅台的实际销售收入，会高于对应可销售量×700×2124 即可（模糊的正确）。

2）按照公司的披露，上半年完成了计划的 64%，下半年只有 8000 吨茅台供应，可以推算出 8000/36%=22222 吨。实际可售量，会高于这个数据。这里有个口径，茅台的供应分为计划内和计划外两种。每个经销商都有一个准确数量的计划内茅台，也就是按照 819 标准提货的茅台，这个量是前一年底就能确定的，即前面披露的“完成了计划的 XX%”。但是，茅台公司还有部分计划外供应量，这是历史遗留下来的操作形式，通过权利人士批条的方式满足部分特殊渠道、特殊关系，价格略高于计划内出厂价，这几年的批条价是 999 元。

2014 年和 2015 年，由于一批价低于 999 元，计划外批条价格名存实亡。但 2016 年，伴随着茅台供应的紧张，一批价的上扬，年底可能还会有部分计划外供应。这里的 8000 吨口径，指计划内普通茅台的量。实际供应量会以计划外或其他小批量灌装、小容量等形态变相实现增量并提价供应的效果。故实际供应量很可能会顶着我预测的“2.25 万吨-2.52 万吨之间”的上限走。

最新消息

11 月 2 日，李保芳总经理在茅台海外经销商联谊会上的讲话，实际上已经将 2016 和 2017 年股份公司的主要数据透露出来了，如果你是常年跟踪茅台的投资者，基本上口算都能得出结果，他说：

按“十三五”规划和 2016 年计划安排，茅台集团的年度销售收入目标是 436 亿元。初步预计，年底将超过 500 亿元。据初步测算，2017 年茅台酒市场投放量将在今年基础上增加 15%，系列酒将按茅台酒市场投放量 1:1 的比例安排，较 2016 年增加一倍。具体投放量将在年底工作会上明确。（经销商）按照这个计划，去琢磨自己的事，考虑明年的市场。

茅台集团 2015 年含税销售收入是 419 亿，今年定的目标是 436 亿，现在看，实际情况会超过 500 亿。而茅台集团中，上市公司茅台股份营收长期占 90%-95%，也就是说茅台股份公司含税营收在 450 亿-475 亿之间，换算成财报口径就是 385 亿-406 亿之间，对应 2015 年营收 334 亿（酒和财务公司之和），增长将介于 15%-22%之间。按照净利率 47%（系列酒和财务公司营收拉低总体净利率）计算，净利润 180 亿-190 亿，每股收益 14.3 元-15.2 元。

2017 年，茅台酒供应会增加 15%，茅台酒和系列酒合计销售量将会历史性地突破 5 万吨。意味着 2017 年营收同比会增加 20%左右，净利润同比增幅会略高于 15%。

好了，老唐又啰嗦了这么多，下面请各位捧场投票，四选一，选出你认为完成的最好的一份作业。按照《如何早知道？》一文的承诺，得票最多的朋友，送《手财》+《手银》签名书一套。等手银出版后一

次性寄出，老唐包邮。投票截止日就定在本周日中午 12 点吧！

作为你坚持看到这儿以及参加投票的奖励，老唐告诉你平时这些信息都从哪里来：

①关注公司公告；

②每周一出版的《国酒茅台》报，准时下载阅读。地址我放在左下角阅读原文；

③关注以下微博：国酒茅台电视台、国酒茅台官微、国酒茅台报；

④关注以下微信公众号：茅台时空、茅台声影、酒说仁怀、酒业家、糖酒快讯、酒说、微酒。

投资真的很简单：你只需要找到一些你掌握很多信息并能理解的公司，然后和这些公司绑在一起就行了。就是这样——彼得.林奇

第50篇.　　2016.11.7-茅台作业1：张仁明

2016-11-07　张仁明

茅台未来业绩预测（2016-2025）

1、　茅台股份十三五末即 2020 年预计是什么样子的？说白了，我只关心未来 5 年能增长多少，盈利多少，从而预计股价多少，年收益率有多少

营收：2020 年可销售量为 2015 年基酒 3.2 万吨的 75%合 2.4 万吨，按 2015 年销量约 2 万吨 315 亿营收计算,加上系列酒预计销售 5-6 万吨约 100 亿，487 亿，预计加上高端定制大数也不超过 500 亿，营收与 2015 年相比增长约 53%,年复合增长 9%。

净利润：由于毛利率的下降，净利润增长会小些，取 45%（拍脑袋）。

市值：假定目前的 PE 不变，市值增长幅度同净利润，增长 45%，年复合收益率不足 7%。

2、　未来 5 年内营收增长曲线什么样子的？尽管 2020 年增长较小，中间可能有增长较大的区间。

1）系列酒的销量按公司规划假定，2016 年销量 1.2 万吨，收入 20 亿，2018 年销量 3 万吨，收入 50 亿，2020 年 5-6 万吨，收入 100 亿。

2）尽管系列酒增长强劲，但 100 亿内的收入与茅台酒相比改变不了大的趋势，下面主要分析茅台酒。

基本假定：茅台酒未来的 5 年内始终供不应求，考虑到 5 年内可销售量变化不大，从 2013-2014 年行业寒冬的销量及 2016 年的火爆销售看，答案是 YES!

由于茅台酒的 5 年的生产周期，2016-2020 年的可销售量对应着 2011-2015 年的基酒产量，2011-2015 年茅台基酒产量分别为 30026 吨、33600 吨、38452 吨、38745 吨、32179 吨，乘以 75%后分别对应 2016-2020 年销量：22519,25200,28839,29058,24539，可以看出 2016-2018 年增长强劲，2019 年缓增长，2020 年很困难，不下降就阿弥陀佛了，理论上与 2017 年应该差不多，2021 重拾增长。

2015 年茅台酒销量 27517-7820=约 2 万吨，按年报中 315 亿营收计算 2018 年营收约 455 亿，三年内销量可增长 44%，年复合增长 13%。

综合以上 1）及 2),2018 年营收约 455+50=505 亿，增长 55%，年复合增长 16%，超过了 15%的个人收益目标。

对策：预计 2019-2020 年股价会波动，计划 2019 年高估时卖出，2020 年低估时再买入。当然，茅台

的平滑手段及系列酒高端酒销售变化暂未考虑，但改变不了趋势。

3、长期（5-10 年）茅台的增长前景：长期很美好。

一要看基酒产量。根据公司规划，基酒产量 2016 年 4 万吨，2017 年 4.4 万吨，2018 年 4.8 万吨，2020 年保守也有 5 万吨。十三五期间的基酒产量保持平稳增长的轨道，预示着十四五的营收增长平稳向上的大趋势。从 2020 年的可销售量与基酒产量来看，2020-2025 年 5 年内营收翻番没有悬念（考虑部分提价因素）。

二看新的增长点：

1） 系列酒：未来 5 年内将会高速增长，成为茅台最重要的增长点。

资料显示：白酒是贵州省的支柱产业，特色产业，政策扶持和支持不言而喻；贵州白酒以酱香为主，是酱香酒的产酒大户，2016 年 1-8 月份资料显示，茅台集团产酒仅占全省的 22%，贵州省酱香酒的集体推广有利于增强消费群对酱香的认可度，目前贵州省白酒仅占全国 3%的产量，未来空间很大。

看好茅台系列酒的理由：

a. 茅台酒的酱香引领。大家都是先听说茅台，才了解它是酱香型的。但酱香一直是个小众的角色，群体认可度不足。

b. 在贵州省白酒业的酱香的集中推广下，加上多年的逐步经营，酱香的受众越来越多，逐步被大家所接收。大家开始买除茅台之外的酱香酒，如红花郎等。

c. 集团公司把系列酒看成公司未来的战略性增长极，毫不夸张，公司未来的增长主要靠系列酒的发展，因为茅台酒增长的太慢了！所以公司不遗余力加大投入。

d. 综上，茅台系列酒的优势：有品牌，有品质，有认可，有空间！

果然，2016 年系列酒开始大卖，增长超 50%。

2）出口和高端定制

2015 年茅台出口占全国白酒业的 51%，品牌影响力不言而喻。公司声称：2020 年，茅台酒销量将达到 4 万千升，国内需求 2 万至 3 万千升，剩下的销量只能由国际市场来消化。攻占国际市场，这是茅台必须过的一道坎，也是中国白酒必须过的一道坎。

个人认为，此话纯属危言耸听，国内需求的天花板远不止 2-3 万吨。只是说明公司对走向国际的紧迫感和决心。不过，看到茅台这么保守，俺就放心了。

高端定制有前景，公司十几万吨的老酒存量，是公司生产高端老酒的品质保障和价值沉淀，每年用于勾兑茅台酒的 15%的毕竟有限，剩余的走奢侈品路线，真正体现出茅台的高端品牌价值。

4、不打广告的茅台。

资料显示：公司在 9 月 1 日召开的专题会上作了硬性要求：确保 10 月底以前包装生产 400 吨猴年生肖酒，完成 350 吨国宴专用酒及已开票未提货的茅台酒个性化包装生产任务，以及完成正常的茅台酒及系列酒包装任务。

看到了吗？350 吨国宴用酒（半年的量还是一年的量不详），占年销量的 1.5%，俺就不信国宴中老外就能喝那么多，呵呵，大部分应该是各级高层享用了吧。看到领导这么喜欢茅台酒，俺就放心了。。。。

有国酒的尊贵地位，有领导的不二之选，茅台还需要广告吗？

综上，茅台的前景是：短期很美好，中期有波折，长期很美好。就是三年内（--2018 年）年复合增长率 16%，能达到个人要求的 15%的收益率目标。2019-2020 年业绩缓增长或大概持平，考虑到财务平滑能力，营收下降的可能性不大；从基酒产量上看，2020-2025 年实现营收翻番没有悬念，达到复合增长 15%的目标。

第51篇.　　2016.11.7-茅台作业2：Little　pig

2016-11-07　Little　pig

茅台基本面试分析

1 总体印象

总体印象

一、历年茅台及系列酒产量推测

品种 / 时间	集团白酒产量（t）	茅台酒及系列产品产量（t）	茅台基酒产量（t）	系列酒产量（t）	集团除股份公司外白酒产量（t）
2006 年	28837	17096	13839	3257	11741
2007 年	35894	20214	16865	3349	15680
2008 年	41839	25078	20431	4647	16761
2009 年	46839	29269	23004	6265	17570
2010 年	52432	32612	26284	6328	19820
2011 年	63217	39533	30026	9507	23684
2012 年	74274	42824	33600	9224	31450
2013 年	87042	52487	38452	14035	34555
2014 年	91273	58735	38745	19990	32538
2015 年	79451	50752	32179	18573	28699

符合老唐所言，系列酒产能不到 2 万吨；2015 年茅台基酒产量出现下降，原因不明，但根据 2016 年信息可以推测出基本恢复正常（估算为 3.68 万吨）。

4　月　6 日，三轮次酒生产的第一天，袁仁国表示，从三轮次酒第一天的生产情况来看，总体正常，喜中有忧。

【4 月三轮次取酒，每月取酒一次，可知 8 月份基本完成七轮次全部取酒】

今年　1-8　月，茅台集团完成白酒产量 69400　吨，同比增长　25%,其中，茅台酒 3.68 万吨，实现销售收入 308 亿元，同比增长　15　%，完成增加值　277　亿元，同比增长 13.9%，利润总额　164　亿元，同比增长了 6.7%，上交税收 98 亿元，同比增长 23%。

【基本可以推测出 2016 年茅台基酒产量 36800 吨，较 2015 年增长 4621 吨或 14.36%】

二、原材料

“十二五”期间，公司各原料基地认证面积取得持续稳速的发展，有机高粱基地由　2010 的　3 个扩展至　4 个，认证面积也从　2010 的　446505.8 万亩发展到　2015　年的　675184.3　万亩，产能达　16 万吨以上。有机小麦供方基地涉及　10　省，有机小麦供方数量由　2010　年的　2　个发展至　29　个，认证面积也从　2010　年　20　万亩发展到　2015　年　100　万亩，产能达　20 万吨

【招股说明书：茅台酒属高粮耗白酒，约五公斤粮食酿一公斤酒，其中高粱占 2.4 公斤，小麦占 2.6

公斤】

【以 2015 年的产能估算，高粱、小麦分别可以支持 6.67 万吨，7.69 万吨茅台产能，所以上游供应应该充足】

三、产能

（1）包装

2016 年 1 月 7 日，茅台酒包装车间员工们加班加点，成品库房格外繁忙，提货装车熙熙攘攘，即将到来的春节市场对茅台酒需求旺盛。，在控制开票的情况下，产品每天的市场需求量在 200 吨左右，但企业日包装产量只能达到 110 吨，还有将近一半的市场缺口。销售公司负责人告诉记者，当前茅台酒开票销售量平均每天超过 200 吨，而茅台酒包装量大约只有 110 吨，存在较大缺口，用开票员的话说，“茅台酒节前的销售‘火爆’得很！”

“现在包装车间的日生产量大约 110 吨，而物流中心开票量达到 200 吨左右，每天发货量至少在 150 吨以上，当天包装，当天发走，陈年酒、普通茅台酒以及酱香系列酒都存在较大缺口。”2015 年 12 月中旬以来，他们平均每天的发货量越来越大，最多时达 50000 多箱，就连淡季时备存在各中转库的 1500 吨各类型茅台酒现在也所剩无几。

【产品供不应求，包装车间日产能 110 吨，不能满足春节期间 200 吨市场需求/销售量要求，年化产能 40000 吨左右，若茅台销售量未来突破 40000 吨，需扩大产能】

（2）酒师

罗桂华是贵州茅台酒股份有限公司制酒一线的一名酿酒师，在他担任酒师的 11 年中，每年都超额完成产质量任务，平均每年产酒 78 吨，平均年产酱香 11.6 吨，每年合格率都是 100%，这在公司 500 多名酒师中都是非常骄人的成绩。

【股份公司酒师支持约 4 万吨酿酒任务，若茅台销售量未来突破 40000 吨，需扩大产能】

总体结论：

（1）茅台基酒生产 2016 年开始恢复正常，不用过度担心；

（2）丰富的原料基地，不用为五力之供应担心；

（3）包装及酒师产能随着未来公司发展，有待提高。

2、2016 年经营情况

2016 年 1 月 7 日，茅台酒包装车间员工们加班加点，成品库房格外繁忙，提货装车熙熙攘攘，即将到来的春节市场对茅台酒需求旺盛。，在控制开票的情况下，产品每天的市场需求量在 200 吨左右，但企业日包装产量只能达到 110 吨，还有将近一半的市场缺口。销售公司负责人告诉记者，当前茅台酒开票销售量平均每天超过 200 吨，而茅台酒包装量大约只有 110 吨，存在较大缺口，用开票员的话说，“茅台酒节前的销售‘火爆’得很！”

“现在包装车间的日生产量大约 110 吨，而物流中心开票量达到 200 吨左右，每天发货量至少在 150 吨以上，当天包装，当天发走，陈年酒、普通茅台酒以及酱香系列酒都存在较大缺口。”2015 年 12 月中旬以来，他们平均每天的发货量越来越大，最多时达 50000 多箱，就连淡季时备存在各中转库的 1500 吨各类型茅台酒现在也所剩无几。

“我们班主要负责茅台酒的包装，元旦后，每天的包装量已经从 31000 瓶加量到 35000 瓶，接下来还

要采取周末加班的作业方式，保证完成车间交予的任务。”包装五班班长祁小岭说，“我每天都是早上 7 点到班组，员工们中午吃饭时也只有半小时的休息时间，下午最早也要三点才能下班，上中班的员工有时要到晚上十点才能下班。”

【产品供不应求，先收钱后发货；加班加点搞生产，一片忙碌景象】

2016 年 1 月，贵州省仁怀市国税完成税收收入 100129 万元，同比增长 10.32%，增收 9369 万元。其中茅台集团销售稳居黔酒榜首，其旗下五家公司完成税收 89845 万元，同比增长 7.67%，增收 6399 万元。

茅台集团 1 月份完成白酒销量近万吨，同比增长 25%以上，其中茅台酒销量同比增长 90%左右；实现销售收入近百亿元，同比增长 75%左右；实现利润同比增长 5%左右；完成增加值同比增长 50%左右

2016 年 1 月，茅台集团 1 月份完成白酒销量近万吨，同比增长 25%以上。其中茅台酒销量同比增长 90%左右，实现销售收入近百亿元，同比增长 75%左右，连续实现新年开门红。

今年 1 月，茅台酒实现销量 4500 多吨，销售收入近 100 亿。这个数字与去年同期两个多月的业绩相当（销量 4000 多吨，销售收入 92.94 亿）茅台酒的春节市场再一次喜迎新年开门红，仅 2016 年 1 月，集团公司就完成白酒销售近万吨，实现销售收入近百亿元。

开年以来（3 月 20 日信息），贵州茅台的产品销量和销售额同比分别增长了 54%和 70%，出现了量价齐升的可喜景象。

从早上七点，包装车间大门打开那一刻起，洗瓶、灌装、贴标、拴丝带、装箱、打包……12 条生产流水线就开始了不停息的运转。自今年春节以来，茅台酒基本上是生产多少就发走多少，特别是近两个月来许多经销商都在催货，在业务部门严格控制开票的情况下，还存在 200 多吨已开票未提货的缺口，尤其是个性化产品由于受包装产能的影响，存在着很大的缺口，无法满足经销商的提货要求和市场需求。为此，公司在 9 月 1 日召开的专题会上作了硬性要求：确保 10 月底以前包装生产 400 吨猴年生肖酒，完成 350 吨国宴专用酒及已开票未提货的茅台酒个性化包装生产任务，以及完成正常的茅台酒及系列酒包装任务。9 月 5 日，从机关职能部门抽出的管理人员已到包装车间报道，从制曲车间抽调的员工已于 9 月 7 日前往包装车间参加岗前培训。为了保质保量完成包装生产任务，当前包装车间各条生产线每天至少保证 16 小时正常运转，各班组延长工时至 8 小时，整个车间一个工作日较往常增量 10 吨左右。特别是在 9 月 5 日，有两个班组因设备原因导致成品不符合要求，已经下班到家的员工又被重新召回继续工作，一直到深夜 12 点，才完成了当天的生产任务

目前，集团公司分别在北京、上海、贵阳、珠海、沈阳等地设有 11 个中转库。珠海库位于珠海广澳高速与谷都大道交汇处，整体面积有 7113 平方米，是一个立体仓库。库房当前共存放 30 个品种、一百多吨货物，其中茅台酒和酱香系列酒数量各占一半

【别说存货积压】

全国系列酒 280 多位经销商齐聚贵阳，就如何做好 2016 年度酱香系列酒营销工作进行研讨。酱香系列酒营销规划显示，2016 年酱香系列酒销量将达到 1.2 万吨以上，实现销售收入 20 亿元，力争达到 23—25 亿元；酱香酒销售量在 2016 年占茅台酒销售量的 50%，未来三年超过一倍，未来五年超过两倍；酱香系列酒主要品牌在当地重要市场消费要进入当地消费量的前三名；2016 年，酱香系列酒要实现井喷式增长，销售量超过 2015 年的 60%以上，成为系列酒经销商最赚钱的商品。

贵州茅台一季度报告，实现营业收入 99.89 亿元，同比增长 16.91%；归属于上市公司股东的净利润

48.89 亿元，同比增长 12.01%；基本每股收益 3.89 元，同比增长 12.01%。据酱香系列酒营销规划显示，2016 年酱香系列酒销量将达到 1.2 万吨以上，实现销售收入 20 亿元，力争达到 25 亿元；酱香系列酒销售量在 2016 年占茅台酒销售量的 50%，未来三年超过一倍，未来五年超过两倍；

【2016 年，茅台销量 2.4 万吨以上，由老唐提供资料 2011 年茅台基酒产量以及 53o 勾兑组成支持 2.6 万吨销量】

酱香系列酒销售大幅回升。到 6 月中旬，完成销售量、销售额分别同比增长 44%和 33%，

股份公司总经理助理销售公司总经理马玉鹏：截至日前（7 月 10 日信息），与去年同期相比，茅台酒销量同比增长 39%，完成全年计划的 64%，销售收入同比增长 40%；43 度茅台酒销量同比增长 52%,销售收入同比增长 52%

截至 6 月 30 日，集团公司实现白酒产量同比增长 20%；白酒销量同比增长 14%；实现含税收入同比增长 15%，占全年计划的 54%；利润总额同比增长 8%，占全年计划的 54%；完成增加值同比增长 13%，占全年计划的 53%；上交税金同比增长 26%，出口白酒创汇同比增长 10.46%，呈现出“稳中快进、稳中有新、稳中有转”的良好态势。茅台股价突破 300 元大关，市值首次突破 4000 亿大关，收盘价和总市值双创历史新高，占全国白酒上市企业总市值的 45%，在中国 A 股市场总市值排行第 11 位，利润占全国白酒行业利润总额的 47%，行业龙头地位更加巩固。下半年务必咬紧牙关，确保完成增加值 398 亿元、销售收入 436 亿元、利润总额 231 亿元，白酒产量 7.8 万吨的全年任务

2015 年赖茅回归茅台当年即实现销售收入过亿元，2016 年销售收入目标 5 亿元

2015 年，系列酒实现销售量 7826 吨，同比增长 46%，实现销售收入 13.5 亿元，同比增长 33%。

2015 年全国 33 家自营店实现销售茅台酒 152.01 吨，销售额：4.03 亿元，系列酒：28.01 吨，销售额：855.40 万元，合计：180.03 吨，金额：4.12 亿元，茅台酒增长率为 37%。2016 年，就前 3 月份的销售数据来看，相比 2015 年同期销售也是处于上升趋势，增长率为 45%。上半年茅台酒销量已经完成全年计划的 64%，同比增长 39%，下半年可供市场销售的茅台酒仅有约 8000 吨 2015 年，酱香系列酒实现销售量 7826 吨，同比增长 46%，实现销售收入 13.5 亿元，同比增长 33%。“十二五”期间，酱香系列酒销量较“十一五”增长 41%。“十三五”时期，集团公司把酱香系列酒打造成为股份公司新增长极的战略定位日趋突出，酱香系列酒将成为集团公司实现“千亿集团”目标的支柱，酱香系列酒正在为集团公司实现“千亿集团”目标释放无穷的潜力。

【2016 年，全年计划销量 8000/0.36=2.22 万吨，但据说要增加 200 吨供应，估计 2.25 万吨】

【2015 年，全年白酒销量 27517 吨，系列酒销量 7826 吨，茅台销量应为 1.97 万吨】

【全年茅台销量同比增加 14.2%】

截止 7 月 30 日，酱香酒公司销量较去年同比增长了 58%，销售收入较去年同比增长了 46%。

截至 6 月 30 日，集团公司实现白酒销量同比增长 14%；出口白酒创汇同比增长 10.46%，利润占全国白酒行业利润总额的 47%，8 月 26 日晚间，贵州茅台披露半年报显示，公司实现营业收入 181.73 亿元，同比增长 15.18%；实现净利润 88.03 亿元，同比增长 11.59%，上半年茅台出口营收增幅高达 69.46%，酱香系列酒营收增长高达 55.76%，成为半年报较大的亮点

今年 1-8 月，茅台集团完成白酒产量 69400 吨，同比增长 25%,其中，茅台酒 3.68 万吨，实现销售收入 308 亿元，同比增长 15%，完成增加值 277 亿元，同比增长 13.9%，利润总额 164 亿元，同比增长了 6.7%，

上交税收 98 亿元，同比增长 23%。

【基本可以推测出 2016 年茅台基酒产量 36800 吨，较 2015 年增长 4621 吨或 14.36%】

上半年，股份公司实现营业收入 181.73 亿元，同比增长 15.2%，较去年同期高出 5 个百分点；实现净利润 88 亿元，同比增长 11.6%，较去年同期高出 2.5 个百分点

5 月 6 日，股份公司总经理助理杨宗杰到 201 厂检查指导二轮次酒生产工作，强调要全力做好三轮次酒生产准备工作。9 月 8 日，股份公司总经理助理林忠义到 301 厂检查指导六轮次酒生产、设备设施运行、节能减排等工作情况。9 月 11 日，股份公司副总经理杨代永到 201 厂检查指导六次酒生产工作——1055

【看来系列酒中汉酱、仁酒、王子也是七轮次取酒，2016 年取酒期为 4 月—10 月】

截至今年 9 月 14 日，2016 年系列酒销量和销售额双指标均超过 2015 年全年，销量较 2015 年同期增长 70.3%，销售额较 2015 年同期增长 62.6%在传统工艺与产质量方面，公司更是毫不马虎，未雨绸缪，对两个主要系列酒生产的 201 厂、301 厂进行技术升级，年产量确保 3 万吨。在今年一到四轮次的生产中，两车间分别完成公司下达的生产计划的 98.07%与 88.34%，超额完成今年的生产任务。在包装生产方面，经集团公司研究决定并且已经在技术开发公司增设系列酒包装生产线，在降低系列酒的包装成本的同时，全面确保了系列酒销售旺季的产品供应

【系列酒生产情况较好，全年生产指标 7.8 万吨，已完成 6.94 万吨，完成 89%，另外茅台基酒取酒完成，迎宾酒取酒中，其他汉酱、仁酒、王子取酒未结束，估计问题不大】

1 至 8 月，公司白酒产量同比增长 25%，实现销售收入同比增长 15%；完成增加值同比增长 13.9%；利润总额同比增长 6.7%；上交税收同比增长 23%，从产量看，茅台酒产量同比增长 22%，基本完成董事会 4 万吨的目标任务，201 厂、301 厂同比分别增长 1.6%、29.9%，完成包装量同比增长 37%。对于 2017 年总体工作，李保芳指出，茅台将立足迈上三个台阶，实施“54321”计划：一是茅台酒和酱香系列酒实现销售总量 5 万吨、销售收入跃上 500 亿元台阶；二是茅台酒产量达到 4.4 万吨、2018 年达到 4.8 万吨；三是确保 2018 年利润总额跃上 300 亿元台阶；四是上交税收跃上 200 亿元台阶；五是茅台定制酒、出口酒销量分别达到总销量的 10%左右。

据 6 月 30 日数据，茅台王子酒、茅台迎宾酒销量占比分别为 38.6%和 55.2%，比去年同期分别增长 56%和 59%，汉酱酒和贵州大曲销量分别比去年同期增长 302%和 208%，品牌策略初见成效

【系列酒还是以王子和迎宾为主，占 93.8%】

今年 1 至 8 月，贵州全省白酒产业健康稳定增长，全省规模以上白酒企业已实现累计产量 31.8 万千升，同比增长 7.7%；完成工业总产值 587 亿元；工业增加值 488 亿元，同比增长 10.4%，主要指标稳中有进。其中，茅台集团龙头带动作用明显，茅台集团累计白酒产量 6.94 万千升，同比增长 25%，占全省白酒产量的 22%；完成总产值 331 亿元，同比增长 14%，占全省白酒工业总产值的 56.3%；完成工业增加值 278 亿元，占全省工业增加值的比重为 57%。茅台酒包装量 1.77 万千升，同比增长 19.3%；完成销售收入 265.5 亿元，同比增长 15%。此外，以贵州十大名酒为重点的其他企业增长平稳。除茅台集团外，规模以上白酒企业累计产量 24.86 万千升，占全省白酒产量的 78%；完成工业总产值 256 亿元，占全省白酒工业总产值的 43.7%；完成增加值 210 亿元，占全省工业增加值的比重为 43%。

截至 9 月 30 日，茅台酱香酒营销有限公司已完成销量 8927 吨，同比去年同期增长 74.5%；销售收入 14.59 亿元，同比去年同期增长 67.4%。

【2016 年，前三季度，系列酒销量 8927 吨，同比增长 74.5%；销售收入 14.59 亿元，同比增长 67.4%】

【2016 年，系列酒销量全年目标 1.2 万吨，已完成 75%；随着年底旺销季节来临，应该能完成指标】

【1-8 月，茅台完成包装量 1.77 万吨，结合目前情况看，可以认为是销售量，全年仅剩 0.48 吨可售，必然能完成】

总体结论：目前来看，完成全年指标没有问题，且大概率超预期。假设产品结构、出厂价等不变，估算全年收入：

（1）茅台：今年可售量 2.25 万吨，15 年茅台销量 1.97 万吨，销量同比增加 14.2%，估算全年茅台增收 14.2%或 315.5 亿*14.2%=44.8 亿；

（2）去年系列酒收入 13.5 亿元，今年以销售目标 20 亿元完成为假设（大概率完成），增收 48.1%或 6.5 亿；

（3）15 年全年应收 326.5 亿，16 年预估 377.8 亿，同比增加 15.7%。

3 其他

2015 年 1 至 11 月，茅台集团实现销售收入（含税）357 亿元，同比增长 4.0%（其中茅台酒销量同比增长 7.65%）；实现利润总额 193 亿元，同比增长 1.88%；上交税金 137 亿元；资产总额达 1050 亿元，同比增长 31%。前三季度，工业增加值占全省的比重达 10%以上，上缴利税约占全省公共财政预算收入的 11%，茅台酒股份公司营业收入、利润分别占全国 18 家白酒上市公司的 27%、45%。

2015 年，集团公司战胜各种困难和挑战，全面完成了董事会方针目标，以“逆势向好、稳中有进”的成绩，为“十二五”画上了圆满句号。2015 年，完成白酒销量同比增长 3.59％，实现销售收入（含税）同比增长 2.96％，利润总额同比增长 1.78％，净利润同比增长 1.21％；资产总额首次突破千亿大关，同比增长 27.59%。

从贵州省十二届人大四次会上，贵州省委副书记、代省长孙志刚所作的《政府工作报告》，贵州茅台销售收入 419 亿元，同比增长 3%；利润总额 226 亿元，同比增长 1.2%。全年完成增加值 376 亿元，同比增长 3%，占全省工业增加值的 11%；营业收入、工业增加值、利润和资产总额分别相应占省国资委监管企业（含参股企业）的 14.4%、47%、87%、22%。上交国有资本收益 7.7 亿元，同比增长 3%。上交利税 160 亿元，约占全省公共财政预算收入的 11%，助力贵州 GDP 进入“万亿俱乐部”

【2015 年，最后一个月收入 62 亿，是旺销月；利润占贵州国资委下辖企业的 87%，重要地位可见一斑】《茅台集团“十三五”发展战略规划》，到 2020 年实现千亿级企业的目标，其中酒业收入占 65—70%，非酒类业务收入占 30—35%，在集团内培育 2—3 个上市公司【2012 年酒类收入 650 亿—700 亿，相对 2015 年 419 亿增长 55%—67%】

2015 年度，制酒十六车间备注酒数量为 30007.8kg，占基酒比率为 1.88%，同比下降了三分之二，2015 年度备注酒种类只有 5 种，同比减少了 2 种。【2015 年，制酒十六车间反推出基酒数量为 1593.2 吨，另，备注酒占比和种类大幅减少，可以知道茅台基酒合格率提升】2015 年，茅台集团销售收入约(含税)419.12 亿元，同比增长 2.96%；实现利润总额约 227.22 亿元，同比增长 1.78%，上交税金约 151.27 亿元。据了解，茅台集团受白酒消费税最低计税价格调整影响，主要产品均调高消费税最低计税价。

“十二五”期间，集团公司共实现白酒产量 395,257 吨，其中，茅台酒基酒产量 173,002 吨，较“十一五”期间增长 72%，年均增长 4.13%，合格率达 99.87%以上。公司新建投产了茅台酒制酒十九、二十、

二十一车间以及配套的制曲、储酒等设施，设计茅台酒产能达 8500 吨/年，制曲达 6300 吨/年，储酒 15 万吨。

“十二五”期间，茅台集团白酒销量 288139 吨，较“十一五”期间增长 78%，年均增长 11.09%；实现销售收入（含税）1825.61 亿元，较“十一五”期间增长 233%，年均增长 21.85%；实现利税 1416.35 亿元，较“十一五”期间增长 253%，年均增长 22.24%；实现利润 994.41 亿元，是“十一五”期间的 258%，年均增长 23.49%；上缴税金 659.81 亿元，较“十一五”期间增长 222%，年均增长 22.85%；企业总资产增长 3.19 倍。

【“十二五”销量增长增长 78%，利润增长 258%，只能说销售价格提升了】

【“十二五”茅台基酒产量较“十一五”增长 72%，说明“十三五”可售茅台量增加 72%，假设与“十二五”相同提价因素，利润可以增长 238%】

“十二五”期间，公司主要经济指标实现了跨越增长，较“十一五”增长 92%，年均增长 8.93%，其中，茅台酒基酒产量较“十一五”增长 72%，年均增长 4.13%。销售收入较“十一五”增长 233%，年均增长 21.85%；利润总额较“十一五”增长 258%，年均增长 23.49%；上缴税金较“十一五”增长 222%，年均增长 22.85%；工业增加值较“十一五”增长 273%，年均增长 26.45%。五年来，企业资产总额增长 3.19 倍，资本保值增值率均在 121%以上，净资产收益率均在 20%以上。其中，公司 2015 年营业收入、利润、上缴税金、资产总额、出口额分别占全国白酒行业的 6%、31%、27%、18%、55%；营业收入、工业增加值、利润和资产总额分别占全省国资委监管企业的 15%、48%、88%、23%；上交利税约占全省公共财政预算收入的 11%。在白酒业整体下滑的三年期间，贵州茅台逆势上扬，业绩精彩：实现白酒产量 39.5 万吨，较“十一五”增长 92%，其中，茅台酒基酒产量 17.3 万吨，较“十一五”增长 72%；销售收入(含税)1825 亿元，较“十一五”增长 233%；利润总额 994 亿元，较“十一五”增长 258%；上缴税金 660 亿元，较“十一五”增长 222%。5 年来，企业资产总额增长 3.19 倍，资本保值增值率均在 121%以上，净资产收益率均在 20%以上。

十二五”期间，公司主要经济指标实现了跨越增长。实现白酒产量 39.5 万吨，较“十一五”增长 92%，年均增长 8.93%，其中，茅台酒基酒产量 17.3 万吨，较“十一五”增长 72%，年均增长 4.13%：销售收入(含税)1825 亿元，较“十一五”增长 233%，年均增长 21.85%；利润总额 994 亿元，较“十一五”增长 258%，年均增长 23.49%。五年来，企业资产总额增长 3.19 倍，资本保值增值率均在 121%以上，净资产收益率均在 20%以上。

【“十二五”净增加白酒存量 107118 吨，而茅台酒基酒产量 173,002 吨，而结合茅台基酒库存 4-5 年销售特点，大胆推测茅台不够卖，五年中在透支老酒，还是一句话“供不应求”】

袁仁国表示，当前茅台集团正在着力推进供给侧结构性改革，深挖海内外市场潜力。其中，针对 1.09 亿人的中产阶级推进消费转型，创新产品满足大众消费、商务消费、家庭消费和休闲消费。已经开发了 200 多个具有茅台特色的纪念酒、收藏酒、文化酒品牌，不断满足消费者多层次、个性化需求。2015 年，遵义市白酒制造企业 86 户，全市销售产值亿元以上的企业达 43 户。白酒行业实现工业总产值 605.9 亿元，同比增长 14.5%；实现增加值 555.6 亿元，同比增长 11.5%；实现白酒产量 37.98 万千升，同比增长 9.8%；实现主营业务收入 456.1 亿元，同比增长 4.7%；实现利润 234.5 亿元，同比增长 0.9%。

中国酒业协会理事长王延才说：“贵州白酒以酱香型为主，用全国 3%的产量完成了全国白酒行业 32.5%

的利润，【高毛利】

2015 年全国酿酒行业规模以上企业完成酿酒总产量 7429.33 万千升（含酒精及白、啤、葡、黄、其他酒等六个子行业），同比下降 1.73%；产品销售收入 9229.17 亿元，同比增长 5.34%；实现利润总额 1018.07 亿元，同比增长 3.93%；上缴税金 853.15 亿元，同比增长 2.06%。——1033

据酿酒产业“十二五”规划，截止 2015 年末，我国白酒产量将达到 960 万千升的目标。但国家统计局的数据显示，截止 2014 年底，我国白酒累计产量就已达 1257.13 万千升，同比增长 2.75%。事实上，整个“十二五”期间，白酒年均产量均达到千万千升级别。即使在行业低速发展的 2015 年，我国白酒累计产量仍达 1312.80 万千升。

目前，一方面是中国白酒企业开拓海外市场的整体能力偏弱，另一方面却是洋酒的进口井喷。2015 年中国进口葡萄酒总量约为 55.4 万千升,同比增长 45%,进口葡萄酒总量是 2010 年的 3.8 倍;进口啤酒 53.83 万千升，同比增加 59.4%，进口啤酒总量是 2010 年的 11.5 倍，连续 4 年增长幅度超 59%，进口额 5.7 亿美元，同比增长 24.5%。进口葡萄酒 2016 年预计继续维持高位增长，市场总规模将达到 800 亿人民币。

据总部位于巴黎的“国际葡萄与葡萄酒组织”公布的最新统计数据：2015 年中国葡萄酒进口大幅增加，进口葡萄酒约 5.5 亿升，比 2014 年增长 44%；进口额约为 18 亿欧元，增长 60.7%；葡萄酒消费量达 16 亿升，比上年增长 3.2%，成为全球葡萄酒贸易发展的最大引擎。据海关数据显示，2016 年 1 月瓶装葡萄酒进口同比增幅高达 34.7%；2 月份我国酒类进口金额 2.2 亿美元，同比增长 40.5%，进口酒类中排名第一的是瓶装葡萄酒，进口金额 1.1 亿美元，同比增长 41.7%。

【不光是白酒，是整个酒行业都出口能力偏弱，但是我国在酿酒总产量基本稳定的同时，白酒低速发展，葡萄酒及啤酒进口增加，可以看出我国酒类消费群体已经处于稳定，饮酒口味变化方向看不清，但是我估计，进口葡萄酒及啤酒挤压的多半是国产葡萄酒及啤酒行业】

茅台 2015 年度实现白酒销售收入 326.6 亿元人民币，实现归属于上市公司股东净利润 155 亿元人民币，营业收入、利润、上缴税金、资产总额、出口额分别占全国白酒行业的 6%、31%、27%、18%、55%。截止到 2016 年 2 月，实现销售 100 亿元人民币。

未来五年，贵州茅台海外市场力争实现年均增长超过 15%，到 2020 年，茅台酒在海外市场的销量将占总销量的 10%以上。目前，茅台酒产能有限，在国内供不应求，国内高端白酒市场茅台酒占有率已超过 50%，处于领先地位。但是茅台集团要做大到千亿销售目标，光靠国内市场发力还不够。根据茅台集团“十三五”发展战略规划，2020 年，将实现白酒产量 12 万千升，其中茅台酒产量 5 万千升，茅台酒销量将达到 4 万千升，国内需求 2 万至 3 万千升，剩下的销量只能由国际市场来消化。而茅台酒的海外销售才超过 2 亿美元，仅占茅台酒总销量的 6.5%。所以，攻占国际市场，这是茅台必须过的一道坎，也是中国白酒必须过的一道坎。

“目前茅台酒已经进入韩国大型商超、酒类连锁店、餐馆、免税店等终端渠道。”茅台酒在韩国本地主流市场之中具有较高的知名度和美誉度，2015 年共计进口茅台酒及系列酒 7000 箱，同比增长 16%；今年一季度已完成全年计划的 40%。【出口形势良好】

截至 2015 年年末，贵州省共有酒类制造企业 1207 户，白酒企业就有 1053 户。其中遵义市酒类企业数 601 户，占全省 49.7%，而仁怀市酒类行业企业就占 440 户，其中白酒类企业 433 户，规模以上(年主营业务收入在 2000 万元及以上)酒类行业企业数 54 户。

珠海龙狮瓶盖公司2015年度实现营业收入同比增长7.33%，2015年末资产总额1.73亿元，上缴各种税费共1723万元。收入的增长主要来自茅台酒股份公司，经营利润总额的增加主要是原材料价格下降降低了产品成本，提高生产自动化水平提高了生产效率，新材料的研发利用降低了采购成本，加强和提高管理水平降低各项费用和损耗等

从1951年建厂至2011年，公司累计生产茅台酒25万吨，其中，1998年以来茅台酒产量达19.5万吨。茅台酒年产量由1952年的75吨增至1068吨，用了26年；从1068吨到万吨梦圆，用了15年；而从1万吨到2万吨，茅台仅仅用了5年。

2015年茅台酒及茅台系列酒，共计出口1300多吨，实现出口创汇2.37亿美元，海外经销商总数已达84家，销售网络已覆盖亚洲、欧洲、非洲、美洲、大洋州63个国家（地区）的有税市场及重要口岸的免税市场，直接发货的国家（地区）达到53个，

2015年，贵州出口白酒约占全国酒类产品出口额的30.1%，占全国白酒出口额的51.1%。其中，茅台酒及其系列产品占贵州省白酒出口额99%以上

【茅台酒及系列酒出口占全国酒类产品出口额30%，占白酒50%以上，2015年报披露茅台出口收入16亿（认为是2.37亿左右），全国酒类出口额53亿，白酒行业出口额32亿不到，出口确实做得不好】

总体结论：加强国际市场拓展及打开系列酒市场是未来发展重点，短期来看茅台酒在国内还是处于供不应求状态，加之“十三五”可售量增加，且假设我国经济持续稳定发展，人民收入水平提高，未来茅台收入/利润增长没有问题，拍脑袋估计未来五年增长200%，哈哈。

第52篇.　　2016.11.7-茅台作业3：Wal

2016-11-07　Little　pig

老唐题解1、　历史数据表

1：茅台股份公司2011-2015年基酒产量数据

年份	基酒总产量（吨）	茅台基酒产量（吨）	系列基酒产量（吨）	营业收入
2011	39533	30026	**9507**	184
2012	42824	33600	**9224**	264.5
2013	52487	38452	**14035**	309.2
2014	58735	38745	**19990**	315.7
2015	50752	32179	**18573**	326.6
合计	**244331**	**173002**	**71329**	

附注：基酒总产量及营业收入年报有记录。

系列基酒产量　=基酒总产量-茅台基酒产量

2、逻辑

引用材料：上半年茅台酒销量已经完成全年计划的64%，同比增长39%，下半年可供市场销售的茅台酒仅有约8000吨。

测算结论1：2016年可销售茅台数量为8000/36%　=　22222（吨）　　方法1

引用材料 1：全国系列酒 280 多位经销商齐聚贵阳，就如何做好 2016 年度酱香系列就营销工作进行研讨。规划显示，2016 酱香系列酒营销量将达到 1.2 万吨以上，实现销售收入 20 亿元，力争 23-25 亿元。酱香酒销量在 2016 年占茅台酒销量 50%，未来三年超过一倍，未来五年超过两倍。2016 年，酱香系列酒要实现井喷式增长，销售量超过 2015 年 60%以上，成为系列酒经销商最赚钱的商品。

测算结论 2：2016 年可销售茅台数量为 12000/50% = 24000（吨） 方法 2

引用材料：按照季克量老先生披露，当年可销售的茅台商品酒，大约是四五年前基酒的 75%，其他部分原则是必须要存起来的来就和保存期间的挥发部分。测算结论 3： 方法 1 和方法 2 测算出 2016 年茅台就销售量在 2.2 万和 2.4 万吨之间，取中间值 23000 吨计算 23000/75% = 30666（吨），与 2011 年茅台基酒产量相近。即 2016 年销售的茅台酒由 2011 年的茅台基酒制品。（也就是勾兑后保存了 1 年，品质佳，订货啊！）

引用材料 1：2015 年，酱香系列就完成销量 7826 吨，同比增长 46%，实现销售收入 13.5 亿元，同比增长 41%。

引用材料 2：截至 9 月 30 日，茅台酱香酒营销有限公司已完成销量 8927，同比增长 74.5%,；销售收入 14.59 亿，同比增长 67.4%。

测算结论 4：2015 年酱香系列每吨售价为 13.5/7826 = 0.0017252016 年酱香系列每吨售价为 14.59/8927 = 0.001634 （售价略有下降）

假设 2016 年酱香系列销量为 12000 吨，则酱香收入为 0.001634*12000 = 19.6

引用材料：今年 1 月，茅台酒实现销量 4500 多吨，销售收入近 100 亿。这个数字与去年同期两个多月的业绩相当（销量 4000 多吨，销售 92.94 亿）

测算结论 5:2015 年茅台酒每吨售价为 92.94/4000 = 0.0232016 年茅台酒每吨售价为 100/4500 = 0.022 （售价略有下降）

假设 2016 年茅台酒销量为 23000 吨，则茅台酒收入为 0.022*23000 = 506

3、结论

由逻辑判断，可以总结以下几点：

2016 年茅台酒销售预估为 23000 吨，茅台酒收入 506 亿元左右

2016 年系列酒销售预估为 12000 吨，系列就收入 20 亿元左右

2016 年茅台股份公司营业收入预估达 526 亿元

同时关注到 2016 年 8 月份茅台集团茅台酒产量 3.68 万吨，茅台股份公司的 2016 年茅台基酒产量基本定在 3.68 万吨

茅台酒出口额逐年增长，可作为公司未来业绩第一个重要增长点系列酒作为公司新增长级定位，未来系列酒产量将大幅提高同时公司定位各阶级消费人群，推出对应产品，将带动收入上增长由此可见，公司在保证茅台酒的产量基础上，将大力发展系列酒，提供新的业绩增长点

4、其他问题

1)无法根据原料高粱和小麦等产量，预估得到茅台酒和系列酒产量

2)无法根据十二五数据信息，提炼以后预估（年均增长率？）

3)无法从 201 厂、301 厂和弃糟、备注酒等提炼有效数据

4)无法从仓储、打包、瓶盖等辅助性措施中提炼数据

注解：刚入股市小白，第一次看数据，有点狗吃刺猬的感觉—无从下嘴啊

第53篇.　　2016.11.7-茅台作业4：田文俊

2016-11-07　Little　pig

茅台分析

一、茅台产量（根据老唐以及官方提供的数据）

年份	集团白酒产量（吨）	茅台酒及系列酒基酒产量（吨）	茅台基酒产量（吨）	系列酒基酒产量（吨）	产量同比	可售量（吨）
2000			5397			
2001		8610	7317	1293	35.58%	
2002		10686	8640	2046	18.08%	
2003		11794	9757	2037	12.93%	
2004		15010	11522	3488	18.09%	4048
2005		15954	12500	3454	8.49%	5488
2006	28837	17096	13839	3257	10.71%	6480
2007	35894	20214	16865	3349	21.87%	7318
2008	41839	25078	20431	4647	21.14%	8642
2009	46839	29269	23004	6265	12.59%	9375
2010	52432	32612	26284	6328	14.26%	10379
2011	63217	39533	30026	9507	14.24%	12649
2012	74274	42824	33600	9224	11.90%	15323
2013	87042	52487	38452	14035	14.44%	17253
2014	91273	58735	38745	19990	0.76%	19713
2015	74951	50752	32179	18573	-16.95%	22520
2016			39258			25200

1、根据“2016 年茅台酒产量同比增长 22%，基本完成董事会 4 万吨的目标”以及 2015 年茅台酒产量，可得出 2016 年茅台酒产量在 39258 吨。

2、可售量为当年度茅台酒最大销售量，由 4 年前茅台酒基酒产量 75%可得 2016 年茅台酒的最大销售量为 25000 吨。

二、2016 年营收净利润估算

1、茅台酒销量：“上半年茅台酒销量已经完成全年计划的 64%，同比增长 39%，下半年可供市场销售的茅台酒仅有约 8000 吨”，可得出茅台酒全年计划销售 2.22 万吨左右，上半年已销售 1.42 万吨，下半年销售 0.8 万吨。

2、价格：根据老唐雪球发言讨论内容记载：“每吨茅台酒=2124 瓶茅台酒”，每瓶茅台酒出厂价（不含税）为 700 元，每吨茅台酒即为 148.68 万元。

3、2016 年茅台酒的营收大致=2.22（吨）*148.68（万/吨）=330 亿，按 48%的净利润计算，2016 年茅台酒净利润约 158 亿。

4、系列酒销售额 2016 年系列酒营收目标 20 亿，净利润约 10 亿。

5、综上 2016 年贵州茅台营收大致在 350 亿以上，净利润在 168 亿以上。

6、以上推算存在的错误请老唐不吝赐教，谢谢！

第54篇.　　2016.11.09-优势赢平均

2016-11-09　唐朝

连续多篇企业分析文章，一大堆经营数据，不少读者说吃不消了。那就停停，今天写一篇特别轻松简单的理念类文章，算是给大脑做个课间操吧！以后我也尽量控制一周双更，只是尽量，不保证！我老觉着有好多东西想码出来，哈哈！

——暂时把视线从刷爆屏的总统之争上移开吧！看看热闹吹吹牛可以，但个人的投资体系，越少和政治热点挂钩，生存和获利的能力会越强。反之亦成立。巴神曾这样谈过他对宏观和政治因素的看法：“54年来，我们从来没有因为宏观和政治环境的因素或基于其他人的看法而放弃买入某只具有吸引力的股票。事实上，这些不是我们做投资决策时会考虑的因素”——巴菲特2013年致股东信。

书归正传。记得上次老唐写《格老门与巴神堂之争》的时候，提到过我的投资理念也可以简化成口诀：低估优势赢平均，排雷排千平常心。今天咱们就来说说这个“优势赢平均”：什么样子的股票，才是具有优势，能够赢过平均水平的呢？

长期挣钱，日子过得滋润的企业，通常有些什么特征？你头脑里一下子涌出来的答案可能很多，也很混乱。实际上前辈投资大师们早已给我们总结过了，他们的共同特征是：提供的产品或服务具有三个特性①被需要②很难被替代③价格不受管制。

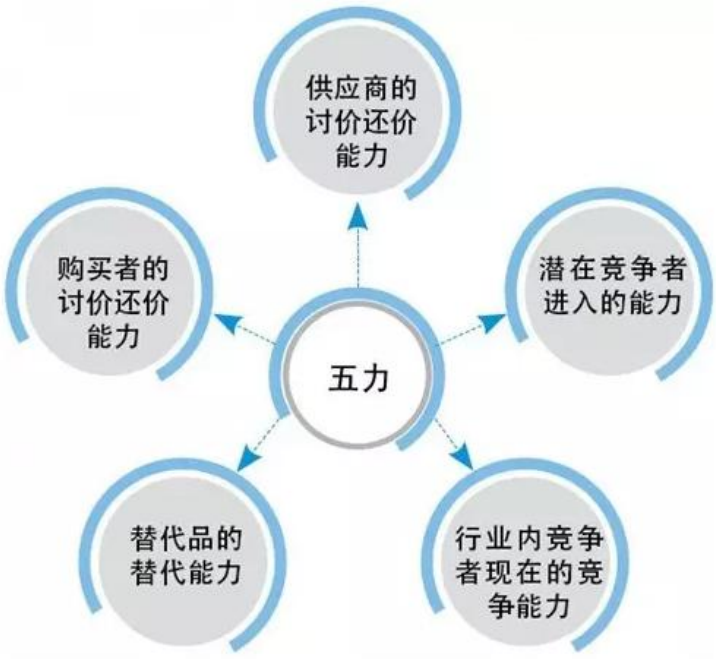
逻辑上也很容易推理，如果一家企业的产品或服务不被需要，那肯定没钱赚，结局早已草书于额头：死（不信，你现在生产竹制厕筹试试。啥是厕筹，别问老唐问度娘！）；如果一家企业的产品或服务没有什么差异性，很容易被替代，那最终结局就是价格战。杀敌一万、自损八千，生生便宜购买方，企业不死也只能苟活着；如果一家企业的产品或服务价格被管制，它必然很难获取高额利润。

比如就拿老唐前三大持仓茅台、国投、民生来说。首先，他们的产品或服务无疑都是被需要的，白酒、电力、资金及财富管理。

其次，就被替代的难易程度而言，茅台作为高端酱香酒，被替代的难度最高，竞争对手提供的产品与其有明显的口味差异性；国投的水电部分也比较难以替代，因为替代品的生产成本均远高于水电。火电部分则很容易被替代，近于无差异化产品；银行的资金及服务，被替代的难度介于水电之后，火电之前。一般来说，民生银行能提供的金钱或服务，绝大部分也能在其他银行获得。

最后，就价格管制而言，茅台酒价格无管制（2013年被发改委罚款，并非出厂价被管制，而是因为茅台公司限定经销商向消费者销售茅台酒的最低价格，违背垄断法）；银行服务价格以前大部分被管制，目前存贷款利率基本市场化，但仍接受央行的窗口指导，加上部分服务价格依然有管制，总体算轻度管制吧；国投的电力产品价格，则属于完全被管制，无论水电还是火电。在被需要、难以替代、无价格管制的基础上，上世纪八十年代，哈佛商学院教授迈克尔.波特在其经典名著《竞争战略》一书中，细化并提出了著名的“波特五力模型”。

他认为，每个行业中都存在着决定竞争规模和竞争惨烈度的五种力量，分别是进入壁垒、替代品威胁、买方议价能力、卖方议价能力以及现存竞争者之间的竞争。如下图：



这个波特五力模型，是现代 MBA、EMBA 必修课。它对于投资者而言，同样重要。我们怎么去选“优势赢平均”的企业？简单的说，就是去找在这五个角度上尽可能多地占据优势的企业。

依然拿茅台举例。

进入壁垒：至少存在三大进入壁垒，一，白酒生产许可证，目前已经不批，潜在竞争者，只能通过收购现有白酒企业的许可证进入；二，酱香白酒生产周期长，需要资金大、对熟练酒师的数量和质量要求都很高；三，高档酱香白酒需要数十年老酒参与勾兑，竞争者无法形成有威胁的竞争规模（要么小量同质，要么大量低质）；

供应商议价能力：供应高料和小麦的农民，议价能力非常小，粮食种下去的时候，就已经间接和茅台签定了长期供应合同了；

购买者的议价能力：购买产品的经销商议价能力近于零。当市场零售价格上升后，茅台公司仅需一纸通知，即可变更出厂价，获取超额利润；

替代品的威胁：同档次内，没有可以完全替代茅台的酱香型白酒。近似替代品，有五粮液，1573，梦之蓝等，然而无论是自饮还是请客，替代品和茅台无论在口味习惯上，或是档次定位上，均有明显差距，只能作为备选；

行业内竞争程度：高端白酒市场处于差异化竞争状态，各自诉求不同的口味和情感定位，各自锁定自己的基本盘，全体处于高毛利状态，竞争程度较浅。

综上所述，经过波特五力模型分析，茅台公司在以上五个方面均占有竞争优势，可供公司选择的经营模式很多。

如果我们再拿这个模型，套一下国投、民生，你会发现他们在某一方面甚至某几方面，是处于竞争弱势的，因而，可供公司选择的经营模式有限。出于篇幅考虑，就不一一展开了，各位有兴趣可以自己试试。你也可以用这个模型套一套你持有的或者感兴趣的公司。

学习了“波特五力模型”后，当我们面对一个新接触企业时，就有了一套章法去应对，不至于老虎吃天--无处下爪。而且，通过这样一个个的拿模型去“生搬硬套”，我们不仅能够更加深刻的理解企业竞争力所在，也会慢慢发现，原来这世界真的存在一些“结果必然如此”的企业。当然，数量是稀少的，而且常常不便宜。所以巴菲特自己也在致股东信里写到：就我们自己的投资组合而言，除了少数几个“结果必然如此”的企业之外，我们也只能再添几个“大概率胜出”的公司了。什么样子的公司又是大概率胜出的公司呢？抽空再聊。

说到这些结果必然如此的企业，想起前几天雪球头条推送的编程浪子兄的一篇文章，题目叫《股市亏钱的 21 种姿势》，文中表达的意思和我 10 月 11 日发表的《你靠什么在股市生存？》一文类似。

浪子兄在文章中说到：决定我们每一笔投资的结果的关键因素有 4 个：买入时公司的质地和估值；卖出时公司的质地和估值。然后浪子按照优质、平庸、垃圾三种质地，和高估、合理、低估三种估值，作出了 81 种排列组合，并对其结果制表罗列（真耐心，赞），找出了导致亏损的 21 种情况，如下表：

姿势编号	买入质地	卖出质地	买入估值	卖出估值	结果	实际
11	优秀	平庸	高估	合理	亏损	
12	优秀	平庸	高估	低估	大亏	
15	优秀	平庸	合理	低估	亏损	
19	优秀	垃圾	高估	高估	大亏	
20	优秀	垃圾	高估	合理	巨亏	
21	优秀	垃圾	高估	低估	亏得妈都不认识	
22	优秀	垃圾	合理	高估	亏损	
23	优秀	垃圾	合理	合理	大亏	
24	优秀	垃圾	合理	低估	巨亏	
26	优秀	垃圾	低估	合理	亏损	
27	优秀	垃圾	低估	低估	大亏	
39	平庸	平庸	高估	低估	亏损	
46	平庸	垃圾	高估	高估	亏损	
47	平庸	垃圾	高估	合理	大亏	
48	平庸	垃圾	高估	低估	巨亏	
50	平庸	垃圾	合理	合理	亏损	
51	平庸	垃圾	合理	低估	大亏	
54	平庸	垃圾	低估	低估	亏损	
74	垃圾	垃圾	高估	合理	亏损	
75	垃圾	垃圾	高估	低估	大亏	
78	垃圾	垃圾	合理			

blog.sina.com.cn/mypicure2010

各位仔细看，亏损的情况有 21 种，其中 10 种是购买现有的平庸或垃圾公司造成的。这意味着，如果我们永远只将目光投向买入时就是优质的企业（未来可能优、可能平庸、也可能变垃圾），那么，亏损姿势缩减为 11 种。

在这 11 种亏损姿势中，又有 5 种情况是高估买入造成的。这 5 种情况又可以很轻松地用一条规则避免：凡是市盈率高于市场无风险利率倒数的一律不碰。即假如市场无风险利率为 4%，所有当前市盈率高于 25 倍的股票，一律不碰。还剩几种亏损状态呢？6 种，全部是由企业变质引起的。它们分别是：

买入时	卖出时
优质+合理	平庸+低估
	垃圾+高估
	垃圾+合理
	垃圾+低估
优质+低估	垃圾+合理
	垃圾+低估

你仅仅使用两条最简单的规则——①只买过去和现在具有竞争优势的公司；②市盈率高于市场无风险利率倒数的一律不买——就站在了大概率赢的一面。躲过了 21 种赔钱姿势的 15 种，还需要担忧是能不能挣到钱吗？

因而，老唐的个人建议，要在股市里生存和获利，可以先以“求不败”的姿态入手：

①只与波特五力模型显示具备某些竞争优势的企业为伍。拒绝垃圾股、题材股击鼓传花游戏暴利的诱惑；

②拒绝在高市盈率水平买入；

③认真跟踪持仓企业信息，对企业竞争优势受损、可能导致变质危险的动态保持敏感。

难吗？不难吧！但真要做到其实也不容易，否则市场里为什么会有那么多人亏钱呢？如同跑步，不过是向前交替迈开双腿而已，然而……

第55篇.　　2016.11.11-盛名之下，其实难副

2016-11-11　唐朝

「为防止各位双 11 抢到烂书，老唐也是拼了：今天刚看完的书，硬是等到双 11 零点发书评。拦住一个算一个，哈哈！」

《商业的本质》，全球第一 CEO 杰克.韦尔奇继管理圣经《赢》之后，潜心 10 年，封笔之作，致敬工业时代，回归商业本质。

怎么样？看着封底这段广告语，心中有木有怦然一动？心动不如行动，老唐买了一本。然而一读之下，却觉得盛名之下，其实难副。不太客气的说，这本书没什么太大价值，不过是些企业管理的普通知识而已。

或许韦尔奇是写给刚刚拥有一家公司的新老板，或者刚刚晋升为小团队领导人物的年轻人看的？作为投资者，也许本就不是目标读者，没什么感触，可能情有可原吧！

全书更像是机场管理学 VCD 的底稿，核心内容是：商业要依靠团队的力量。做老板或 CEO 最重要的就是要建立和凝聚团队，无论在顺境或者逆境。

全书十三章，可简单粗暴概括为：

第一章：如何做领导

第二章：如何面对打击

第三章：如何实现增长

第四章：全球化发展注意事项

第五章：最基础的财务常识

第六章：如何做好市场营销

第七章：如何应对危机

第八章：如何做领导（你没看错，跟第一章类似）

第九章：如何招聘和留下优秀员工

第十章：如何面对公司里的天才、负面情绪人物以及非全勤员工

第十一章：来，干了这碗鸡汤

第十二章：好事成双，鸡汤再来一碗

第十三章：三碗不过岗，这是最后一碗

——然后，合上书，花 2 分 17 秒为那已经离你而去的书钱和时间默哀！

最坑就这种名人写烂书。要是一个叫唐朝的无名小卒写的，我最多看到第七页就丢垃圾桶了。然而，作者叫杰克.韦尔奇啊，怎么地也要硬挺几小时，万一后面有干货呢？

好歹也花钱了，摘录一点吧，你可以花 5 分钟快速浏览一下，然后就不用买书了。省下钱买个棒棒糖，把浪格里格浪的快乐，建立在老唐读烂书的悲楚上，多得劲儿啊！

以下为《商业的本质》内容摘录

——也就算矬子里拔将军的“精彩”吧！

在这个时代背景下，如果停滞不前，那么你就危险了。更准确地说，如果停止学习，你就危险了。

最好的使命陈述就是要这样，既目标远大，能鼓舞人又切合实际。　　所谓“目标远大”，就像：“哇，太好了，这个目标听起来太棒了，我要努力实现它。”所谓“鼓舞人心”，就像：“太好了，我知道如果我们努力做，一定能做到。”所谓“切合实际”，就像：“这个目标听起来非常合理，我要和我的团队努力实现它。”

你可以不厌其烦地向他人讲述你对于使命和行动的要求，但如果没有一个固定的落实机制，你的要求便无法落到实处，就像树林中的一棵树倒了，却无人听到。没有落实机制的保障，你的话谁也听不进去。

如果一个公司领导者任由公司使命摆在那里，等待别人去理解、去实现，那么公司就会错失很多大好机遇。领导者应该阐明使命，明确指出员工应该采取哪些行动，然后评估和奖励那些表现出色的员工。

对于硅谷的许多企业而言，灾难性的、突如其来的“颠覆”都是家常便饭了。对于这种情况，其实还有个专用的缩略词 WFIO（we’re fucked，it’s over 的缩写），也就是“我们玩完了，结束了”。高科技公司的性质决定了它们的确很容易遭遇这种突如其来的创伤。

“冠军”的共同特点就是工作起来近乎疯狂，具有永不言败的心态和精益求精的激情。研究‘冠军’的项目真的有助于终结自怨自艾的氛围，帮助我们反思如何变得更好。

我们倡导的“五张幻灯片法”。第一张幻灯片详细地评估了公司所处的“竞技场”。我们的竞争对手是谁？他们的市场份额有多大？他们的优点和缺点是什么？他们的内部状况如何？很多人在制定战略时日往往会过于注重眼前，而低估了竞争对手的未来前景。比如，很多人会不屑一顾地说，“那家公司简直疯了，价格那么低，肯定要倒闭”，却不知道反思自己的成本是不是太高了。

更糟的是，他们在预测未来时还设想竞争格局是固定不变的。关于这种想法，对不起，我们觉得怎么抨击都不为过。人们似乎总是无法自己地持有这种观点。在他们的分析中，自己是不断前进的，而他们的竞争对手则是原地踏步的。这种想法是疯狂的。对付这种思想的解药只有一种，那就是在分析市场时抱着害怕的情绪——非常害怕的情绪。

在第二张幻灯片上，你要分析的是竞争对手最近的活动。要从产品、技术及人员变动的角度去分析，因为这些因素有可能改变竞争格局。具体内容包括：过去一年里，各个竞争对手都有哪些可能改变市场格局的举动？是否有人引进可以改变竞争格局的新产品、新技术或者新的销售渠道？行业内是否出现了新的进入者以及它在去年的业绩如何？

在第三张幻灯片上，你要根据第二张幻灯片提到的这些方面分析自己在过去一年内的状况如何。

在第四张幻灯片上，你要分析的是潜伏的变量，尤其是你最担心的事情，比如竞争对手会不会推出某个新产品，会不会出现一桩可能改变竞争格局的并购交易，会不会有一匹黑马突然从其他行业窜到了本行业从而打破了本行业的竞争格局。

在第五张，也就是最后一张幻灯片上，你要分析的是自己的优势，看看在一个存在大量老对手、新对手以及潜在对手的市场上，是否具有重大的、令人惊叹的、能够出奇制胜的优势，能够让你改变和主导市

场。

总是担忧这担忧那是愚蠢的，对吗？错！真正愚蠢的是因自己有所担忧而焦虑不已！只要能弄清楚自己在担忧什么，并敢于面对，就是明智的担忧！担忧也是工作的一部分，我们所说的担忧是指建设性的担忧。

如果你因为某个趋势、事件、网络评论而担忧，或者有其他任何因素让你感到担忧，那么你可以深入研究一下自己究竟在担忧什么，然后再探究一下自己的担忧究竟是合理的，还是由自己的偏执导致的。

无论最后结果是哪一种，你都是赢家，因为如果你的担忧是合理的，就能及时采取措施加以补救，如果你发现自己的担忧是由偏执导致的，那么至少这一次你可以放宽心了，因为你知道自己再也不必唉声叹气地抱怨“该死的，我知道这种事情要发生了”。

市场营销最核心的内容，即合适的产品、合适的渠道、合适的价格、合适的宣传信息和合适的营销团队。市场营销最核心的内容一直以来就是这样，从未改变。

当谈到渠道的时候，要考虑的问题并不是“我们能通过多少渠道来吸引人们的注意力和购买欲望”，而是“我们应该选择哪些渠道才能卖出最多的产品从而获利”。

你可能会忍不住和亚马逊比拼价格，此举并万万不可。对你来说，反击的唯一办法就是为客户提供亚马逊提供不了的服务，比如专业水准、咨询指导、真挚的热情和深刻的洞察力。

一切终将过去。在危机发生后，要记住这条确定无疑的法则。是的，身处危机之间，别人对你的攻击会导致你陷入极度恐惧的状态。你可能害怕失去你的工作、你的名声和你的朋友。噪声似乎大得让你无法忍受，你觉得这会直持续下去，直到永远。你会觉得世界上每个人都关注你，想着你，分析你，你会觉得人们只要没睡着，每一分钟都在议论你，议论你在公众面前出丑的模样。

也许是这样，但我们认为这是不可能的。非议终将逐渐减弱。攻击你的网络暴民们迟早会消停的，但你不能控制他们消停的时机，你所能做的，只是控制自己，使自己相信事情还会好起来。你的危机可能在你不知不觉的时候就从“新闻”变成了“旧闻”。

第56篇.　　2016.11.14-从雅砻江三季报说起3

2016-11-14　唐朝

接着填坑。

周末两天没出去玩，一口气写了雅砻江水电估值文章三篇，分别用三种不同的方法，从不同的角度对雅砻江水电公司进行了估值。总长度约一万字，为避免遭抗议，分为三次推送，后两篇预计在本周三和周五早上发出。希望收到后抓紧看，否则慢慢垒多了累得慌，只能投降。

言归正传。前面第一篇说了水电行业特点，第二篇罗列了国投和川投的核心资产——雅砻江水电公司的资产构成。今天来谈老唐对雅砻江水电公司的估值思路。由于雅砻江水电的利润占了国投 2015 年净利润的 75%左右，川投 2015 年净利润的 97%左右，确认了雅砻江水电的估值，两投的估值也就八九不离十了。

上篇说了，雅砻江水电公司分为已经建成的、合计 1470 万千瓦的五个水电站和中游在建工程两部分。

截止 2016 年 9 月底，他们在资产负债表上的构成如下表：

资产	金额（亿）		负债	金额（亿）
类现金	57		短债	69
固定资产	1162-243=919		长债	761
其他	22		债务合计	975
在建工程	355		股东权益	378
总资产	1353		债务及权益合计	1353

为便于估值和对比，我们行使一次头脑风暴，在意念中将已运行资产和在建工程拆开：嗡嘛呢呗咪吽……一起念，发音：All money money go my home……

由于下游五座电站均已投产，资产继续保留在在建工程科目里的数额较小。2015 年底仅有锦屏一级、二级和桐子林三个电站累计约 24 亿在建（雅砻江水电 2015 年报 55 页）。此处我们保守假设，2016 年三季度这 24 亿依然是在建状态，意味着中游投资至少 331 亿。

为了给下游 1470 万千瓦电站做估值，我们假设现在将中游全部投资，零溢价转让。将已获发改委批文的两河口及杨房沟水电站项目（插播，双 11 当天，杨房沟成功实现了大江截流），在已投入了 331 亿资金，大量最艰难的前期工作（选址、设计、移民安置、基础建设、地方关系）已经完结的前提下，按照原投入资金值出让，这个假设无疑是足够保守的，这个就不花时间分析了。

出让以后，假设将所获 331 亿资金及账上原有 57 亿货币类资产合计 388 亿用于归还借款（虽然我们知道，当前这么低的利率，傻蛋才会停止有利可图的项目投资，而将数百亿资金拿去归还借款），使负债降低为 975-388=587 亿。这样，头脑风暴中的雅砻江水电公司，资产负债就变得清楚明了：五座运行中电站合计 1470 万千瓦，账面资产 965 亿，负债 587 亿，净资产 378 亿。

接下来，我们对它做个估值。怎么做呢？

首先，我们用同类重建成本来看。例如，同样的雅砻江上，两河口 300 万千瓦装机，预计投资 665 亿，平均每千瓦装机投资 2.2 万。预计年发电 115 亿度，为每年获得一度电的投资是 5.78 元；杨房沟 150 万千瓦装机，预计投入 200 亿，平均每千瓦装机投资 1.33 万。年发电最高 68 亿度，度电投资 2.94 元。

这两个电站中，两河口是建一个具有多年调节能力的大水库，除了自身发电以外，主要是为了跨年度调节全流域水量，自身发电不高，但为下游带来的增量效益比较高，因此单独测算的单位投入比较高，不具备可比性。

下游的锦屏是年度调节能力水库，二滩是季度调节能力水库，价值高于杨房沟，官地、桐子林和杨房沟是同样的日调节。所以，拿杨房沟建设成本做参照，或许是个保守和可信赖的办法，即经营水电站的产业资本，愿意为具备杨房沟同样发电能力的机组付出的代价。

如果按照杨房沟的每千瓦投资 1.33 万标准计算，下游已建好的 1470 万千瓦（总体资产盈利能力优于杨房沟），总价值至少等于 1470×1.33=1955 亿。这意味着全额收购，在承债 587 亿基础上，再付 1368 亿即可。若按照度电投资 2.94 元计算，年发电 690 亿度以上，值 2028 亿，承担负债 587 亿的基础上，再付出 1441 亿。

在 1368 亿和 1441 亿两者之间取较低值考虑，国投占雅砻江 52%股份，净价值 710 亿以上，川投占雅

砻江 48%股份，净价值 656 亿以上（备注：包含雅砻江水电 100%股权、其他 200 多万千瓦权益装机的水电、近千万千瓦装机的火电新能源以及部分股权投资的两投，目前合计市值 841 亿，其中国投市值 451 亿，川投市值 390 亿）。那么有没有可能因为雅砻江水电公司的项目，造价通通偏高呢？我们再看其他地区和电站的造价。中国水力发电工程学会副秘书长、水电专家张博庭在其《中国水电与水资源开发》一文中，披露过这样一个数据：“2013 年我国新建水电站的平均预算成本，已超过每千瓦 1.5 万元。”

现在是 2016 年了，数据是否依然如此？老唐查询了 2016 年下半年全国获批或建成的水电站信息，查到披露出来的几家水电站预算，有代表性的电站如下：

大型电站：乌东德水电站是我国继三峡、溪洛渡之后的第三座千万级巨型水电站，位于四川、云南两省交界处金沙江上。该电站 12 台 85 万千瓦装机，总容量 1020 万千瓦，年发电 389 亿度。总投资 967 亿元，每千瓦装机 0.95 万元，度电投资 2.48 元。

中型电站：金沙水电站，总装机容量 56 万千瓦，年平均发电 25.07 亿度。总投资 74.23 亿元，每千瓦装机 1.32 万，度电投资 2.96 元（大于 30 万千瓦装机，严格说也属大型，只是和巨无霸乌东德对比，暂列为中型吧）。

小型电站：10 月 27 日，四川通江洪口水电站试投产。洪口水电站是通江市级重点招商引资项目，总投资 3.76 亿元……装机容量 2×1.2 万千瓦，多年平均发电量 8891 万千瓦时。每千瓦装机 1.56 万，度电投资 4.23 元。

境外电站：葛洲坝公司签约拿下老挝色拉龙 2 号水电站，装机 3.5 万千瓦，投资 7000 万美元，年发电 1.4 亿度。按 6.7 左右的汇率折算，每千瓦装机投资 1.34 万，度电投资 3.35 元。

以上四个代表性案例，包含了大中小电站，有国内的，也有国外的。每千瓦装机最便宜的 0.95 万元，最贵的 1.56 万元。度电投资最便宜的 2.48 万元，最贵的 4.23 万元。看来，由于 2013 年至今的利率下行及建材价格下跌，水电站每千瓦装机比 2013 年花钱要少了。其他案例，各位朋友若有兴趣一一验证，可以自行搜索，下表是 2016 年 10 月份全国拟在建部分水电项目名称及投资。

全国水电站项目等44项，拟在建项目列表：

项目名称	进展阶段	总投资（万元）
沙湾县金沟河四级水电站增效扩容改造项目	施工招标	7000
广西融水苗族自治县河村水电站项目	工程设计	8000
赣江井冈山航电枢纽项目	设计招标	423600
霍童溪（南平境内）500km2以下河流综合规划项目	规划方案设计	100000
邵武市拿口水电站增效扩容改造项目	环境影响评价	4000
拉哇水电站项目	核准	850000
西藏澜沧江一级支流色曲流域综合项目	规划方案设计	1000000
山东沂蒙抽水蓄能电站项目	开工在建	600000
金沙江银江水电站项目	正编可研	664000
青海省海西州那棱格勒河水利枢纽项目	可研批复	221522.25
槟榔江土仓水电站增容项目	环境影响评价	18726.15
祁阳县内下一级电站增效扩容改造项目	施工招标	1635.85
民丰县尼雅水利枢纽项目	设计招标	6000
桃源县夷望溪支流桃安溪（木旺溪）水能资源开发项目	环境影响评价	2000
内蒙古芝瑞抽水蓄能电站项目	工程设计	597680
太白县鑫民水电站项目	施工招标	5670
汤原永久水电站增效扩容改造项目	开工在建	5000
通山县小水电站增效扩容改造项目	工程设计	1300
阿克苏地区乌什县燕子山水电站增效扩容改造项目	工程设计	8000
塔城地区乌苏市四棵树河二级水电站项目	工程设计	20000

作为非业内专业人士，我们无从知道这些差价具体是由什么原因造成的。但起码我们知道，用 0.95 万-1.56 万元，建设 1 千瓦装机，是实业界排着队、走着关系想要的；用 2.48 元-4.23 元去换取每年 1 度电，是实业界觉得合算的生意。而作为全国十三大水电基地排名第三的雅砻江，由于其来水稳定（降雨、地下水和雪水融化共同组成），流域范围大（全长 1571 公里，流域面积约 13.6 万平方公里，约等于 21.5 个上海市面积之和）、河流落差大（河流天然落差 3830 米）等优点，属于水电开发中的特优资源。

因此，我们可以取上述造价的简单中间值 1.25 万（低于专家披露的 1.5 万，低于杨房沟的 1.33 万），作为雅砻江水电保守的实业重建成本。则雅砻江下游 1470 万千瓦的价值为 1470×1.25=1837 亿，对应度电投资为 1837/700=2.62 元。因雅砻江水电公司下游电站负担有 587 亿债务，可知按照实业重建成本收购雅砻江水电的保守价格为 1837-587=1250 亿。即国投持有 52%雅砻江，净价值不低于 1250×52%=650 亿，川投持有 48%雅砻江，净价值不低于 1250×48%=600 亿。这是有经验内行给出的估值。对于这种估值法，常见的质疑是：小股东没有控股权，不能动用公司利润，如果公司不分红，小股东毛也捞不到一根。哪怕

只进行少量分红，没有分的那部分，不过是镜中花水中月。它和实业资本自己投资、自己控股、自己经营、自己掌控资金有巨大差别。

关于这一点，可以用 10 月 31 日老唐在任俊杰老师分享的伯克希尔股东手册后面，做的一段山寨式回复来解释：“我的首要选择，是建立一个多元化的虚拟企业集团，这个目标是通过持有多家可以持续产生现金流并且其资本回报能够一直高于市场平均水平的公司来具体实现，无论它们是否分红。我相信那些未被分配的利润最终会通过资本的长期增值而体现在股价中”。

这段话是仿原文巴菲特说的“我们的首要选择，是建立一个多元化的企业集团，这个目标是通过拥有多家可以持续产生现金流并且其资本回报能够一直高于市场平均水平的公司来具体实现”说的。它基本反映了老唐个人的投资体系：通过持有多家持续产生现金流，且（新投入资本的）资本回报能够高于市场平均水平的公司，来实现自己的资产增值。无论这公司是否分红。

为什么会用到“无论是否分红”这样一个与注重股息率的主流“价值投资”思想有显著区别的说法呢？因为，推到尽看，一家公司每年挣的净利润，对小股东而言，要么分红、要么留在公司成为净资产。而由于股市的存在，这些“能够持续产生现金流且资本回报一直高于市场平均水平”的公司，在天朝股市的市价，通常都高于甚至远高于 1 倍 pb，也就是说，留在公司的每一毛钱（未分配利润），市场先生的出价都高于乃至于远高于一毛钱。所以，除非看见股市关闭或者企业退市的迹象，否则，作为对流动性没什么冲击的小股东，我不操心它分红或者不分红的问题，持续关注其产生现金流的能力和新投资项目回报率就好了。

当然，持续拿出真金白银来分红的行为本身，能够起到证明公司利润为真的作用。但对于雅砻江水电这样几乎没有应收款，几乎没有销售费用的公司，不需要分红也能确认营收和利润为真的公司，这个证明作用可有可无（其他类似公司，同样）。同时，我也同意，对于没有新投资需求或者新投资所需资金较少的企业（类似茅台），留存远超所需资金的利润在公司，是低效的行为，损害企业价值，分掉会更好。

这是老唐对雅砻江水电的估值方法一：评估实业界内行的出价来估算公司价值，希望得到潜伏在唐书房的业内人士指教（呵呵，后台看见好几位高手了，别躲了，就说你呢）。下两篇，分谈另外两种估值方法。

第57篇.　　2016.11.16-从雅砻江三季报说起4

2016-11-16　唐朝

著名投资大师塞斯.卡拉曼在其经典著作《安全边际》里谈到：虽然存在许多用于企业价值评估的方法，但我发现只有 3 种方法是有用的。一种是计算企业未来可能产生的现金流的折现值，一种是评估老练的商人可能愿意以什么价格购买企业或将企业资产拆分出售能够卖到什么价格，一种是预测企业或其子公司分拆上市会在股市上以什么价格来进行交易（大意）。上一篇谈了资产分割和老练商人出价的估值法，这一篇聊现金流折现估值。

关于现金流折现的思路和误区，如果没有读过老唐前面发的《聊聊估值》系列 7 篇文章，建议先了解一下。点击唐书房下面的菜单#投资感悟--估值方法#就看见文章了。在那几篇文章里，老唐谈过了现金流折现更多的是一种思维模型，而不是一种计算方法。用它来“计算”价值，很容易屁股决定大脑，轻易通

过增长率及折现值的取数，随意获取自己需要的估值结果，误人误己。因而，老唐今天用一种更加简单粗暴的“现金流折现”来示意一个估值，完全没有公式（真要琢磨公式的，可以看那几篇估值文章或者《手把手教你读财报》206 页），供朋友们参考。

以雅砻江 2016 年的经营业绩推测，最终净利润大概率落在 70 亿至 75 亿之间，加上 32 亿无现金支出的利润表费用“折旧”，公司当年产生的自由现金流就毛估估按 100 亿说吧！所谓估值，可以转化为“年产生 100 亿现金的某资产（或永续债），你愿意出多少钱买？”的问题。

很多朋友看到上面这段话，可能条件反射地发问：100 亿现金还要投资建设中游呢？怎么能说全部是自由现金流呢？这里需要强调一个概念，投入到新项目上的资金并非费用（当然，前提是新项目预期有利可图），你可以将它视为股东收到现金后重新再投入公司的资本。如同你将生意 A 赚到的钱，全部投入生意 B 上，也不能说生意 A“一分钱赚头都没有，自由现金流为零”一样。

只有那些为了维持现有盈利能力而必须花出去的钱，才是费用。经营现金流净额减去维持现有盈利能力而必须花出去的维持费，剩下的就是自由现金流。

产生 100 亿自由现金流的资产或永续债，你愿意花多少钱买？这事实上是一个纯主观问题，它取决于你的机会成本——你的次优选择能获取什么回报率？例如，国投刚刚成功发行的债券，利率是 3.1%（10 年期国债目前收益率 2.8%左右），意味着有大量投资者，乐意将钱交给国投换取 3.1%的年收益。从这个角度看，每年能获得百亿现金流的资产/永续债，在他们眼中的价值可能高达三千多亿。

当然，债权获取收益的顺序排在股权之前，同时，若公司破产，债权也将优于股权获取赔偿，从这个意义上说，债权所获担保大于股权，股权所冒风险大于债权。由于股权承担的风险大于债权，理应要求更高的回报作为风险溢价。如果我们武断的以 3.1%的两倍来估算，产生百亿现金流资产的价值就是 1600 亿。“作为对股票定价的经验法则，我只选择那些收益率（也就是市盈率的倒数）至少是目前最好的公司债券（3A 级别）的平均收益的两倍——本杰明.格雷厄姆”

或者，我们以 10%的收益率要求这笔投资，产生百亿现金流的资产，价值就是 1000 亿。如果我们暂时假设两投除雅砻江之外的所有资产价值为零（实际并不为零，后面再谈），市值 841 亿暴露出来的回报要求就是 12%以上。

就这么简单吗？也不是。企业估值，真正难题在于：这个百亿，能确定今后一直是百亿吗？不会变成 200 亿或者 50 亿吗？于是，我们绕了一圈，又回到了对企业的理解问题上。

对于雅砻江水电，其未来创造的自由现金流多少，变量基本来自四大因素：电量、电价、税收、利息。

电量方面，从我国总的耗电量看，2015 年我国用电量 5.55 万亿度（火电占比 76.4%，水电占比 20%），人均耗电量约 4000 度，距离发达国家人均耗电量还有较大差距。即使按照发达国家较低水准 7000 度标准，我国人均耗电量还有 75%左右的增长空间。综合考虑我国到 2030 年非化石能源占比要达到 20%的减排目标，未来降低煤炭使用是大势所趋。按照规划，煤炭消费量将从 2015 年的 64%，降低为 2030 年的 44%-50%之间。电力市场总体格局，一定也是年均总量只有小幅增长，火电份额不断被水/风/光/核抢占的总体趋势。这个趋势，已经不是规划而是现实了，比如帝都，最近三年就先后关闭了四大燃煤电厂：2014 关停了高井热电厂燃煤机组，2015 年关停了国华、京能热电厂燃煤机组，2016 年关停了华能北京热电厂燃煤机组。

伴随着经济的发展，对空气质量的更加在意，更多使用清洁能源的大趋势是不可逆转的。即便是火电，现有 10.2 亿千瓦火电装机中，也必然是煤耗更低的、更环保的超临界和超超临界火电机组，替代煤耗更

高、污染更严重的老旧机组、小容量机组的大趋势。

落实到雅砻江，雅砻江下游 5 座电站设计年发电量在 720 亿度左右，2016 年估计售电 690 至 700 亿度。据专业人士测算，在历史平均来水数据下，在消纳有保障的前提下，下游电站理论发电上限约为 760 亿度。另，几年后两河口水库建成，还可增加下游发电能力约 110 亿度（增量 110 亿度全部是枯水期高价电，且成本近似为零）；

消纳方面，四川作为水电大省，自 2012 年起，弃水问题逐渐严重（所谓弃水，指有水流可以发电，但因输送能力和需求不足，导致只能让水白白流过。注意，弃水是可以额外捡的利润，没捡到。但不产生成本）。2012-2015 年四川弃水电量分别为 76 亿、26 亿、97 亿、102 亿度。2016 年来水偏丰，前三季度弃水电量已达 117.6 亿度。

为缓解消纳矛盾，四川省政府在今年 10 月出台了《关于进一步加强和规范水电建设管理的意见》，严格控制新上水电项目。“十三五”期间，除国家管理的主要河流外，暂停省内其他河流水电规划审批；未编制河流水电规划或与河流水电规划不符的水电项目，不得审批核准建设；除具有季及以上调节能力的中型(单站装机容量 5 万千瓦及以上，30 万千瓦以下)水库电站和以航运为主的航电项目外，四川省其余中型水电项目全部暂停核准；除具有航运等综合利用为主、兼顾发电的项目外，其余小型(单站装机容量 5 万千瓦以下)水电项目全面停止核准建设；已发布水电工程建设征地范围内停建通告的，依法解除；已建成的中小型水电站不再扩容。

停止供给侧的竞争是一方面，同时也要扩大对外输送能力。将弃掉的低成本清洁能源，输送到需要的地方，替代有污染的煤电，这是显而易见的利国利民利环境的好事儿，虽然由于建设进度及地方保护等因素，进展尚不如人意，但总归政策方向是尽可能增加水电消纳。

本月刚刚开工的，全长 327.5 公里的川渝电网 500 千伏第三通道工程，预计 2017 年 7 月建成。建成后将新增外送能力 200 万千瓦，预计每年额外消纳四川水电 70 亿度左右。同时，今年 5 月四川成立了电力交易中心，依托北京电力交易中心，通过电力企业与江苏山东浙江等受电端的市场化挖潜行动，预计年增加外送 30 亿至 50 亿度。截止 2015 年底，全四川省水电装机 6759 万，雅砻江的 1470 万约占 20%，预计能从上述增加的消纳合计 100 亿--120 亿度中分得 20%左右份额，这样，雅砻江水电的设计发电能力将基本能得消纳方面的满足。

伴随着两河口与杨房沟的建设进度，消纳还得依赖电网方面更大的动作，最寄予众望的就是雅中特高压的建设。雅中特高压指±800 千伏雅中－江西特高压直流工程，起点为四川省盐源县，途经四川、云南、贵州、湖南、江西 5 省，落点江西省南昌市。线路长度 1700 公里，电压等级为±800 千伏，输送容量为 1000 万千瓦，总投资 333 亿，是“十三五”特高压工程“五交八直”的首批直流特高压工程，预计今年年内获得核准。该工程建成后对于确保四川丰富的水电、风电和光电送出具有特别重要的意义（注意，这是国家电网投资的项目，不是两投的项目）。具体进度，网上现在可查到二次环评报告公示及部分中标公告。作为投资者，可以持续关注。但这里我们可以确定的是，消纳的方向只有一个：越来越好。

「说起特高压，想起书架上一本有关电力的好书，强烈推荐：特高压教父，我国特高压建设的主要推动者，国家电网董事长刘振亚写的《中国电力与能源》。虽是 2012 年出版的老书了，但老唐觉着依然值得所有投资电力、能源的投资者买来阅读。定价 76 元，有点小贵，但绝对超值，大开本 345 页，干货多多。链接我放在文末的“阅读原文”上，点开可见内容简介和目录，老唐就偷懒不写介绍了」

税收，这是另一个确定会增加的因素，然而，是掠夺者，负面因素。它主要指增值税和所得税相关优惠政策的到期。

增值税方面，2016 年和 2017 年，除桐子林以外的四个电站，均享受超过 12%的部分即征即退优惠，相比 2015 年而言，大约减少五六亿营业收入。2018 年及以后，优惠是否还会继续，不知。作为投资者，需要做保守预计，就按照 2018 年及以后，增值税优惠取消，恢复到统一税率 17%估算，会再减少公司营业外收入五六亿的样子。

所得税方面，见下表：

时间 / 电站	2015	2016	2017	2018	2019	2020	之后
锦屏 1	0	7.5%	7.5%	7.5%	15%	15%	?
锦屏 2	0	7.5%	7.5%	7.5%	15%	15%	?
官　地	7.5%	7.5%	7.5%	15%	15%	15%	?
二　滩	15%	15%	15%	15%	15%	15%	?
桐子林	0	0	0	7.5%	7.5%	7.5%	?

2020 之后，关于西部大开发的 15%优惠税率还会不会继续，目前暂时不知。作为投资者，可以保守预测税收优惠取消，2020 年之后，税率按标准税率 25%考虑。当然，2020 年之后的情况，现在也可暂不考虑，相关政策应该在 2018 年或 2019 年明朗，届时再行考虑不迟。

从上表大略地看出，2016 年至 2018 年，税收影响变化较小。因为利润来源的主要部分锦官电源组（即锦屏 1、锦屏 2 和官地电站，电量占雅砻江水电的 75%以上，营业收入占 78%以上），税率没有发生大的变化。

利息支出，2015 年利息支出近 44 亿（不含在建工程利息资本化部分），2016 年一季度利息支出 9.2 亿，上半年利息支出 18.6 亿，前三季度利息支出 27.3 亿，大致推测全年利息支出 36 亿左右，减少利息支出约 8 亿。明后年，还将继续有发行低息债券归还高息债券的行为，预计利息支出还能有部分降低。

综合对冲计算以上电量、税收和利息支出三方面的因素，可以看到，在未来三到五年范围内，在假设电价无变化的情况下，年产 100 亿自由现金流，是基本可以确认的。

电价，是个未知因素。锦官电源组是国家重点工程，由国网输送，发改委确定电价。按照发改委自 2016 年 1 月 1 日起实施的《关于完善煤电价格联动机制有关事项的通知》电价规则，以中国电煤价格指数（发改委与卓创资讯联合发布，网上可搜出每个月各省的具体价格指数值）为基准，每波动 30 元，同向调整上网电价 1 分，超过 150 元波动，不再继续调整（也就是说同向最大调整为 5 分钱），每年 1 月 1 日实施一次。

由于煤价 2015 年暴涨，无论这最后一个半月如何波动，2017 年的电价只有两个选择，要么上涨，要么原地不动（作为一名水电投资者，恨不得念 money　money 咒，推动今年最后 50 天煤价继续上涨，哈哈）。

作为保守的投资者，乐观的上涨面，先不用去看它了，当做安全边际处理。这样，在前三条因素的基础上，加上电价不动的考虑，得出 70 亿净利润、100 亿自由现金流数据 2017 年可持续的结论。至于 2017 之后电价的波动，我个人不看跌，但无法以确定数据支撑，暂时搁置。

二滩的电价和消纳都比较惨，属于投资雅砻江水电的不稳定因素。唯一可以自慰是，二滩电量只占总量的约 20%，且电价已经低至 0.205 元了（2016 前三季度，不含税），腿已打折，再惨也惨不到哪儿去了。

最后，给它出个价吧！在无风险利率 3%左右的现实条件下（10 年期国债收益率约 2.8%），我认为拥有 AAA 评级的雅砻江水电公司，可持续年自由现金流 100 亿，对应公允价值应介于 1500 亿-2500 亿之间（即回报率介于 4%-7%）——是的，真的确信理解了该企业的未来现金流，现金流折现法可以简单到拍脑袋的地步。巴神说他五分钟之内就能做出决策，老唐认为丝毫没有夸大。

当前市价约为公允价值下限的 5 折，严重低估——强调：本人拥有国投，请更侧重事实和计算过程，并对估值结果持怀疑态度，以免被老唐的乐观情绪影响。

第58篇.　　2016.11.17-坑人的书名儿

2016-11-17　唐朝

一个好名儿，就能带出几千本销量——看了半本《胡作非为：人性之本与金融暴行》后，老唐脑海里冒出来的第一感叹就是这句。

买书时，确实是冲着书名和简介去的。看了小半本，大失所望——之所以说是小半本，因为全书 13 章 268 页，我只坚持了 5 章约 100 页就丢掉了。

丢的时候瞄了一眼书皮上的英文名，才反应过来，是中了译者的招。原书英文名儿本来叫《swimming with sharks：my journey into the world of the bankers》，以老唐半罐子初中三年级渣英文水平，也能大概猜出，本来书名应该类似《与狼共舞：我所了解到的投行世界》。

是的，是一名博客写手，通过承诺保密，接受了大约 200 名在投行工作或工作过的各类员工匿名吐槽，然后整理出来的一本书。书的封面倒是非常形象。

恭喜你，读老唐书评，省钱又省时。

*PS：*借着这篇文章短，插两件闲事儿：

一、11 月 7 日发布的茅台作业投票，共计有 889 人参与了投票（谢谢捧场），其中作业 1《茅台未来业绩预测》获得读者投票 495 票，成为最赞作业。将获得老唐包邮送出《手财》和《手银》签名书各一本（等《手银》出版后一次寄出，大约在元旦），请作者张仁明记得看见《手银》面世信息后，及时将收货地址、收货人及电话发我邮箱。

二、上周末老唐闻到肉味儿，周六紧急重推了分级套利速成版。周末看了文章，周一就下手的，今天大肉已然进兜。迟疑到周二下手的，今天一看也是群情高涨，只要明天（周四）早上跌停板之上能出掉，就已经是肥到流油的大肉了。于是，今天中午和下午，在老唐陪我家领导爬山赏银杏时（黄的金灿灿的，太漂亮了。就是吃饱喝足后开车迷路了，靠高德导航才找到家。作为一名老司机，在领导面前丢大人了！），收到一大堆留言和消息来感（de）谢（se）的。老唐也很开心，但其中有些细节小问题，想啰嗦几句：

① 好几位朋友吃了大肉开心，封个红包表达谢意，老唐收到并深表谢意，分享动力再+100。没想起来或不觉得有必要封红包的，也没啥关系，老唐本也不是冲着这码字的。但是，可是，但可是，可但是，烦请不要在 ID 后面赫然显示着“赞赏次数 0”的状态下，发信息或留言告诉老唐：谢谢你的文章，我吃到大肉了！——老唐是凡人一枚，再怎么温良恭俭让，心里也会飘过一丝不舒服的。这种情况，你悄悄地进村，开枪地不要。这要求不过分吧？谢谢；

② 关于操作技巧，老唐的文章已经写成手把手级别了。没看懂就再看，实在看不懂，就放弃。别追问“老唐，XX 能不能套？”，“老唐，你今天套没有？”，“老唐，我怕跌，不敢下手怎么办？”，“老唐，我申购了才发现券商不能盲拆怎么办？”……诸如此类的问题，老唐实在也不知道该如何回答；

③ 套利，尤其是溢价套，干扰因素比较多（折价套会略好点儿），即涉及隔日挂钩指数的涨跌，涉及到分级 A 和 B 场内交易者们的预期变化，还涉及到套利同道们的出货欲望。单次套利，是赔是赚，真心难说。核心是大数定律，是占着对手便宜来打仗。就好比澳门赌场拥有胜率 52%，也不敢说下一把包赢，但敢说只要长期赌下去，赌场就能赢。套利，要随时有被套认错的准备，接受吃肉挨打都是正常态的现实。不要这次吃肉，下次加注；这次挨打、下次躲远，那样你是在装神搞预测，不是在玩套利；

第59篇. 2016.11.18-从雅砻江三季报说起5

2016-11-18 唐朝

之所以有这篇，是因为前不久长江电力完成了对川云水电公司的收购，而川云公司下辖资产，和雅砻江具有良好的可比性。通过观察长江电力收购活动中，中国平安、阳光人寿、中国人寿、广州发展、新加坡政府投资公司、上海重阳等多家重量级投资机构的参与，与长江电力各股东方一起展开对川云公司估价的专业博弈，再通过雅砻江水电与川云公司资产及获利能力的对比，也可侧面得出当前市场预期下的雅砻江水电公司应有的价值。

川云公司下辖两座金沙江上的水电站，溪洛渡水电站和向家坝水电站。溪洛渡水电站位与川滇交界处昭通市境内，装有 18 台 70 万千瓦水电机组，总装机容量 1260 万千瓦，是我国第二大水电站（三峡第一），主要供电浙江、广东地区。2005 年底开工，2014 年 6 月全部机组投产。

向家坝水电站位于川滇交界处的四川省宜宾市境内，装有 8 台 75 万千瓦水电机组，总装机容量 600 万千瓦，是我国第三大水电站，电力主要供应上海地区。 2006 年开工，2014 年 7 月全部机组投产。

这两座电站，均于 2014 年中投产，因此，2014 年之后的财务报告，已经能反映川云公司真实的经营情况了。

目前川云公司 2015 年财报未找到，有 2015 年前三季度的报告。同期雅砻江水电五个电站中，除了桐子林电站 60 万装机未投产以外（桐子林 4 台 15 万千瓦机组分别于 2015 年 10 月至 2016 年 3 月间投产），剩余 1410 万千瓦装机对应的 2015 年三季报，由于时间跨度一致，水文条件近似（金沙江是雅砻江的下游），经营模式相同，是比较可靠的对比对象。

罗列两家公司 2015 年三季报资产负债表及利润表关键数据如下：

2015三季度	雅砻江	川云
总资产	1281	1681
总负债	973	1262
净资产	308	419
资产负债率	76%	75%
营收	130	177
营业成本	35	65
利息	33	45
年利率*	4.52%	4.75%
利润总额	67	69
所得税	3	0
净利润	64	69

两家公司资产负债结构基本一样，资产负债率分别为76%和75%。贷款利率略有差别，考虑到雅砻江多出部分负债用于在建工程，利息资本化处理，没有计入当期利润表利息支出，所以，实际上两家的市场借款利率是基本一致的。

营收方面川云占优，主要由于装机大于雅砻江，前三季度发电690亿度，高于雅砻江的530亿度。同时上网电价也高于雅砻江约10%：溪洛渡右岸电站含税电价0.3421元，溪洛渡左岸及向家坝电站含税电价0.3218元。雅砻江2015年前三季度平均含税电价0.303元（主要是被二滩0.267的低电价拖累）。

但川云公司营业成本高出很多，导致两家的税前利润总额基本一致（如果假设前三季度桐子林正常运行，两家税前利润就不是基本一致，而是完全一致了）。川云公司营业成本高企，会不会是两家的折旧政策不一致造成的？抱着这样的疑问，查询了财报里两家的折旧政策，截图如下：

雅砻江水电公司折旧政策

各类固定资产折旧年限和年折旧率如下：

资产类别	预计使用寿命（年）	预计净残值率（%）	年折旧率（%）
房屋建筑物	10/20/25/30/35/50	0	2-10
机器设备	14/15/16/18/20/30	0/3	3.23-6.93
运输工具	5/10	0/3	9.7-20
办公及其他设备	3/5	3	19.4-32.33

川云公司折旧政策

各类固定资产采用年限平均法分类计提折旧、折旧年限和年折旧率如下：

类别	最高经济使用寿命	残值率（%）	年折旧率（%）
挡水建筑物	40年—60年	—	1.67-2.50
房屋及建筑物	8年—50年	0-3	1.94-12.50
机器设备	8年—32年	0-3	3.03-12.50
运输设备	8年—10年	0-3	9.70-12.50
电子及其他设备	5年—7年	0-3	13.86-20.00

对比两家公司的折旧政策，没有发现明显的差异。最核心的房屋及建筑物折旧（雅砻江把水坝也归入建筑物），雅砻江是 10-50 年，川云是 8-60 年，似乎雅砻江还略严格。大致推测，营业成本较高的原因不是折旧政策影响，而是因某种未知原因，川云公司运营成本的确偏高（见谅！老唐对川云公司情况知之甚少，本处仅为纯财务数据推测，不敢确认是否正确，期望读者中有业内人士赐教，先谢谢了）。

2015 年前三季度，雅砻江税前利润 67 亿，川云公司税前利润 69 亿。如果假设桐子林电站 2014 年底投产，则 1470 万千瓦装机的雅砻江水电，获利能力和 1860 万千瓦装机的川云公司几乎一模一样。2015 年，是川云公司免税期的最后一年，2016 年-2018 年税率变成 7.5%，略略好于雅砻江水电公司同期税率，毛估估 2016-2018 年川云相对于雅砻江，累计节约税金 3 亿出头。2019 和 2020 年变成 15%税率之后，又略差于雅砻江，但程度也小到可以忽略（雅砻江多节约桐子林利润的 7.5%）。

时间 / 电站	2015	2016	2017	2018	2019	2020	之后
锦屏 1	0	7.5%	7.5%	7.5%	15%	15%	?
锦屏 2	0	7.5%	7.5%	7.5%	15%	15%	?
官　地	7.5%	7.5%	7.5%	15%	15%	15%	?
二　滩	15%	15%	15%	15%	15%	15%	?
桐子林	0	0	0	7.5%	7.5%	7.5%	?

所以，雅砻江下游五座电站，基本可以视为和川云公司盈利能力相等。同时，雅砻江多了中游及上游所有电站按照成本价买入的权利，以及沿途风电光电的免费开发权。这是川云公司所没有的——自己投资建设，可以视为成本价买入。长电的集团先建设、然后卖给上市公司模式，一般成交价为电站建设成本的两到三倍。

依照上述论述，老唐认为，单独雅砻江下游 1470 万千瓦的估值可大致视为约等于川云公司。考虑中上游水电开发权，以及他们将给下游带来的近于零成本的约 30 亿上下的营收（对应年增净现金流至少 20 亿以上），还有沿途的风电光电独家开发权，雅砻江水电公司的估值，理应至少高于川云公司成交价百亿以上。

最后揭宝，川云公司的成交价究竟是多少呢？

在上述国内外资本大鳄与川云股东（长电大股东、川能投、云能投）的交易中，川云公司作价 797 亿元。但其中 422.8 亿，要求以 35 亿股长江电力股票抵付（相当于 12.08 元/股，停牌价格为 14.73 元）。

早在收购公告出来次日，即 2015 年 11 月 7 日，老唐曾在雪球发过标题为《从卖家行动推理，12.08 元的长电，划算》的文章推测，这 35 亿股 12.08 元的长电股份抵 53%（422.8/797）成交价，是川能投和云能投开出的条件（长电大股东搭车接受同样条件），如果不接受，川能投和云能投持有的 30%川云股份就不卖给长江电力（推测过程，请在老唐雪球主页搜索“12.08”即可找到原文看）。

既然川能投和云能投要长江电力股份，不要现金。证明他们认为 12.08 元的长江电力是低估的，价值

超过等价现金。这就好比，我有 1 套房，当前公允价值 800 万，你作价 500 万买，滚蛋。但如果你拿公允价值 700 万的黄金，作价 400 万，再加 100 万现金，来换我这个“500 万”的房子，没问题，500 万成交——举这个例子是想说：只有纯现金支付，成交价格才是清晰的。如果不是纯现金交易，协议价格只是个会计概念，真实成交价是需要推算的。

所以，川云究竟卖了多少钱，就要看这 35 亿股长电究竟低估了多少。

这个就难猜了，毕竟我们没有读心术。

如果按照停牌价格估算，（14.73-12.08）×35=92 亿，

即川云股东认为川云公司 100%股权实际卖了 797+92=889 亿；

如果假设他们认为 12.08 元购买长江电力打了 7 折，

则（12.08/70%-12.08）×35 亿=181 亿，川云的卖身价是 797+181=978 亿；

如果他们认为 12.08 元的长电打了对折，

那川云就是卖了（12.08×2-12.08）×35+797=1220 亿。

截止 11.11 日，上证指数相对于长电停牌日，下跌 38%，而长电股价经过分红除权后，股价依然为 13.12 元（加上分红，35 亿股权浮盈近 40 亿），侧面也证明了市场认可本次收购资产低估，大股东表现厚道。也许是弥补 2009 年高价卖垃圾资产给上市公司的负面形象吧！——2009 年，大股东将只能在地面电站弃水时捡漏运行，年发电量仅 30 多亿度的 420 万千瓦地下电站，作价 120 亿卖给了上市公司长江电力。

因此，我的粗糙结论是：参照大鳄云集的川云公司收购案博弈出来的成交价，按照保守底限估计，雅砻江水电的估值，至少应比 889 亿高百亿元，即毛估估 990 亿！——这是三种估值法里最残酷的结论，前两篇得出的结论分别为 1250 亿以上和 1500 亿以上。

备注：本文的精度和力度，比起前两种估值方法稍差，原因有二：

第一，老唐对溪洛渡和向家坝电站的了解不够深入，读者里若有熟悉情况的，烦请不吝赐教。勿需顾忌老唐面子，有不妥之处只管直面指出即可，谢谢；

第二，塞斯.卡拉曼谈到这种股市价值法的时候，特意强调过“这种方法的可靠性远不及另外两种，它只会偶尔成为有用的价值准绳”。老唐本人投资实践中也几乎不会运用此种方法对企业进行估值（本文纯属周末码字亢奋了，一气将三种估值法都过了一遍），仅供参考。

当前，国投及川投除持有雅砻江水电 100%股权外，还持有两百多万水电权益装机，控股近千万千瓦的火电及新能源装机，目前总市值为 841 亿。

那么，两投除了雅砻江水电之外的其他资产，又是些什么东东，值多少钱，能够给我们提供多大的安全边际呢？后面抽空继续码。

第60篇.　　2016.11.21-从雅砻江三季报说起6

2016-11-21　唐朝

前面 1 至 5 篇，谈清楚了川投和国投最重要的核心资产“雅砻江水电公司”的资产负债及估值。接下来，继续看两投除了雅砻江之外，还有些什么金刚杂货。

先从川投说起。说川投之前，增加一点对 5 的修补。读者@大熊　提醒了一种思路，可以直接替换第 5 篇中涉及长电股价的部分：

①既然下游 1470 万千瓦和川云公司的盈利能力基本一致，那么可参考第 3 篇资产分拆思路，假设将中游 331 亿在建工程 0 溢价卖掉，用于抵扣负债。于是“下游 1470 万千瓦+负债 644 亿（975-331）”，应等价于川云成交价；

②川云成交价=购买出价 797+承担负债 1262=2059 亿；

③对应雅砻江下游估值=2059-644=1415 亿。结束。

此思路中，忽略中游的增值，也忽略长电股价作为出资的低估，两相一抵，基本可靠。该方法更多确定数据、更少模糊估计，比老唐第 5 篇结尾的估算川云真实成交价思路更优。大赞@大熊。谢谢。

言归正传，说川投。川投的资产结构比较单纯。川投能源股份公司本体（即财务报表中的母公司资产负债表及利润表），就是一个控股公司，自身的存在就是为了持有一堆股权。所以，川投的特色是母公司报表营收小到可以忽视。

即使是合并报表，因为最重要的收益——雅砻江年净利润的 48%及大渡河的分红（大渡河因分类为可供出售金融资产，所以只有分红计入川投合并利润表的投资收益）只是计入投资收益，并不计入营业收入，因而营收也是远远小于投资收益、远远小于净利润。

对川投的估值，主要是对川投持有的各类公司进行估值，然后按照比例得出川投的价值。而川投持有的主要资产，可以用一张老唐风格的表格简单粗暴地概括如下（单位：亿）

公司	股权	净资产	年现金流	老唐估值	归属川投估值
雅砻江	48%	看本系列文 3~5		990~1500	475~720
田湾河	80%	13.5	2	20	16
大渡河	10%	180	52	520	52
其他渣渣	100%			5	5
合计					548~793

1.雅砻江，资产明细及估值过程略过，没看的可以回看本系列 3-5，那三篇里分别给出三种不同估值过程。这里保守取三种估值法中各自的下限值，将雅砻江取值为 990 亿-1500 亿之间，归属川投估值 475-720 亿。

2.田湾河，位于四川省雅安市石棉县，全称“四川川投田湾河开发有限责任公司”，上市公司川投能源持股 80%，中国电建集团成都勘测设计研究院持股 15%，四川沃能投资有限责任公司持股 5%。公司所

得税率为 15%。

田湾河是大渡河右岸支流，自上而下有三个水电站，依次为仁宗海水库电站、金窝水电站、大发水电站，具备不完全年调节能力。每个电站均安装两台单机 12 万千瓦机组，总装机容量 72 万千瓦，接入四川电网，设计年发电量约 34 亿度，2009 年全部机组投产。

2015 年，发电量 31.4 亿千瓦时，上网电量 31 亿千瓦时，设备利用小时数 4363 小时，高于四川省全口径水电设备平均利用小时数 4221 小时数 142 小时。2015 年营收 6.99 亿，净利润 1.85 亿，经营活动现金流 6.37 亿。总资产 37.8 亿，总负债 24.3 亿，净资产 13.5 亿。

2016 年上半年由于电价下调（2015 上半年不含税 0.282 元/kwh，2016 年上半年不含税 0.257 元/kwh，降幅 8.9%），田湾河营收 3 亿，净利润 0.61 亿，经营活动现金流 1.72 亿。全年净利润估算 1 亿多，加上 34 亿固定资产折旧估算 1 亿多，自由现金流按照年均大于 2 亿估算。给予十倍自由现金流估值 20 亿，归属川投 80%股权价值 16 亿。

3.大渡河，全称“国电大渡河流域水电开发有限公司”，国电电力（600795）持股 69%，国电集团持股 21%，川投能源持股 10%。

截止 2015 年末，国电大渡河公司 2015 年已投产装机 901 万千瓦，年发电量 277 亿千瓦时，总资产 868 亿，净资产 168 亿，负债 700 亿。2016 年内，新投产部分机组，最新装机数据为 968.738 万千瓦。资产总额 890 亿，负债约 710 亿，净资产约 180 亿。已经投产水电站明细如下表（单位：万千瓦/亿度）

国电大渡河主要投产水电站

电站	装机	年发电	状态	股权
深溪沟	4×16.5	32.4	投产	100%
枕头坝 1 级	4×18	32.9	投产	100%
大岗山	4×65	114.3	投产	80%*
瀑布沟	6×60	145.8	投产	100%
吉牛	2×12	10.4	投产	85%**
龚嘴	7×11	34.18	投产	100%
铜街子	4×17.5	32.1	投产	100%
其他小水电	39.738	估算 18	投产	估计 100%
合计	968.738	420		

*大渡河持有大岗山 80%股权，相当于川投间接持有 8%，另川投直接持有了大岗山 2%股权，因而，分析大渡河对川投价值时，可以简单理解为大岗山 100%归属大渡河所有（即川投依然间接持有 10%）

**24 万千瓦的 15%仅 3.6 万千瓦差异，对应川投 0.36 万千瓦，忽略。装机中的 2×12，代表该电站配备 2 台单机容量 12 万千瓦的机组，其他电站含义相同。

按照每千瓦装机 1.3 万的保守实业收购成本估算（方法及逻辑参看本系列文章第 3 篇，大渡河主要电站发改委定的上网电价都很高，这个估算成本确定是保守的），减去负债后，得出估值约 550 亿。川投 10%股权价值约 55 亿，计入川投报表的数额约为 16 亿账面余额，隐藏价值约 30 亿。

或按照年发电 400 亿度保守估算（今年之后），年收入约 105 亿，成本比例参考雅砻江水电的 13%估算为 14 亿；负债利率按照 5%计算，710 亿负债年利息支出约 35 亿；折旧按照 30 年考虑，890 亿总资产中固定资产约 860 亿年产生折旧约 29 亿；所得税率 15%；年净利润 24 亿，年产生自由现金流 52 亿，按照 10 倍自由现金流估值得出 520 亿的估值。

科目		数额（亿）
收入		105
成本	直接成本	14
	折旧摊销	29
	利息支出	35
税前利润		27
所得税（15%）		4
净利润		23
自由现金流		23+29=52
估值		520

备注：大渡河另有在建水电站猴子岩、枕头坝 2 级、沙坪、金川、双江口等，合计拟装机 513.5 万千瓦。

另外，大渡河在开发之初，由四川省政府承担了相关移民安置等费用，最初四川省电力公司持股 49%。后在 2002 年，按照国家计委的强制要求，省电力公司将 39%股份转给了国电集团。不知内里有什么纠葛，反正目前和国电集团遗留了 10%的股权归属争议。现状是国电集团认可历史遗留问题，表示“尊重历史，兑现承诺”，10%股权将交付川投（如果实施，川投将持有国电大渡河 20%股份），但究竟是以什么价格成交，双方还在扯皮。以历史成本或账面净资产，川投股东就能占到便宜，若以市场公允价值成交，就没什么油水。个人估计最终成交价既不会低至账面净资产，也不会达到市场公允价值，最可能在两者之间成交（拍脑袋说博弈结果可能是净资产值的 1.5 倍）。此处暂时忽略这个潜在利好。

4.其他渣渣。这里面包含项目较多。主要有：

①天彭水电站（100%）；

②嘉阳火电厂（100%）；

③成都交大光芒科技股份有限公司（50%）；

④长飞光纤光缆四川公司（49%）；

⑤川投电力有限公司（100%）等。

①天彭水电站，2015 年发电 1.2 亿度，营收 0.27 亿，利润 653 万；

②嘉阳火电厂，2015 年发电 4.73 亿度，营收 1.4 亿，净利润-0.12 亿；

③交大光芒，搞铁路制动控制系统的科技公司，2015 年营收 2.1 亿，净利润 0.19 亿；

④长飞光缆，2015 年销售收入 4.77 亿，净利润 0.11 亿。

⑤川投电力，是上市公司 2015 年 1 月出资 4.96 亿，从大股东手上收购来的企业，这个 4.96 亿基本就是川投电力的净资产。包含资产除了天彭和嘉阳各 5%股份（其他 95%川投能源直接持有），还有一堆小水电站的股权如下：

公司	净资产	川投持股	投产装机（千瓦）
华能东西关水电	3.5 亿	8.38%	18 万
华能宝兴河电力	12 亿	12%	73.5 万（在建 20.5 万）
大渡河电力*	3.7 亿	7.32%	10.85 万
四川槽渔滩水电	4.3 亿	7.28%	7.5 万
四川明珠水电	1.2 亿	2.302%	**
四川雅安电力***	6.9 亿	2.135%	13.22 万

*大渡河电力，不是前文所说国电大渡河公司，是峨边县的一个发电及供电公司，除自己装机 10.85 万千瓦发电以外，还拥有自建电网，覆盖峨边县 19 个乡镇；

**明珠水利电力，位于四川省射洪县（上市公司沱牌舍得的所在地）。它的估值，可以作为其他小水电的参考。因为正巧上个月（2016 年 10 月 18 日），公司大股东射洪县国有资产管理公司，在《四川日报》公开公告，现金出资回购该公司个人股。回购时间 2016 年 11 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日，出价 3.5 元/股。大股东国资的现金回购价，大致可以视为该股权的公允价值。川投持有 220 万股，账面净资产 220 万，按此价格估算，价值 770 万，是账面净资产的 3.5 倍。

***雅安电力除装机发电以外，还拥有雅安市七县一区地方电网。

以上所有渣渣，合计净资产约八到十亿。数字不大、项目多，不算细账了，直接打包按照 5 亿估吧！

这样，得出文章开头的表格：**川投保守估值 548-793 亿，当前 390 亿左右的市值，市场先生 5-7 折抛售。**

公司	股权	净资产	年现金流	老唐估值	归属川投估值
雅砻江	48%	看本系列文 3~5		990~1500	475~720
田湾河	80%	13.5	2	20	16
大渡河	10%	180	52	520	52
其他渣渣	100%			5	5
合计					548~793

以上就是川投能源的资产及估值，下篇开始谈国投。

本系列第 1-5 篇，请点击左下角阅读原文。

说个题外话，周末翻了翻书房历史文章阅读数据，发现每篇文章的数据都大致稳定：总体而言，100 名关注者里有 30 人会阅读文章，最后会有 0.3-1 人用真金白银鼓励老唐的分享。这 29%无打赏的，老唐能理解，或是微信没有关联银行卡，或是没这个习惯，或者不觉得文章有什么价值。

但这 70%完全不读的，是肿么回事？想破脑壳也想不出来，不读干嘛关注？关注了干嘛不读？难道微信也有僵尸粉一说？轻度偏执数据控求高人指点迷津……

值得高兴的是：后台显示的阅读次数基本每篇都超过阅读量的两倍以上，意味着这 30%的阅读者，大部分都是每篇文章读过两次乃至多次。这多少让老唐对自己的分享产生了一些成就感。

第61篇.　　2016.11.23-从雅砻江三季报说起7

2016-11-23　唐朝

国投的资产可以分为水电、新能源和火电三大板块，本篇先谈水电部分。

国投的水电，通过全资子公司“国投电力有限公司”持有的三家孙公司股权组成：雅砻江水电 52%股权，云南大朝山水电 50%股权，甘肃小三峡水电 60.45%。这三家公司均属于控股，全部资产负债和营业收入均并入上市公司合并报表。

这三块水电的估值，仍然可以用老唐风格的表格，简单粗暴示意如下（单位：亿元）

公司	股权	净资产	现金流	老唐估值	归属国投估值
雅砻江	52%	参看本系列 3~5 篇		990~1500	515~780
大朝山	50%	28	7	70	35
小三峡	60.45%	12	2.5	25	15
合计					565~830

1.雅砻江，资产明细及估值过程略过，没看的可以翻回去看本系列 3-5，那三篇里分别给出三种不同估值过程。这里保守取三种估值法中各自的下限值，将雅砻江取值为 990 亿-1500 亿之间，归属国投估值 515-780 亿。

2.大朝山，全称“国投云南大朝山水电有限公司”成立于 1994 年 11 月，注册资本金 17.7 亿元人民币，由国投电力 50%、云南红塔集团 30%、云南省能源投资集团 10%和云南华能澜沧江水电 10%四家股东拥有。

大朝山水电站位于云南省云县和景东彝族自治县交界的澜沧江上，距昆明 530 公里，总投资 88.7 亿，总装机容量为 135 万千瓦(6×22.5 万千瓦)，年平均发电 59.31 亿度。2001 年首台机组投产，2003 年全部机组投产。目前享受所得税税率 15%、增值税超过 12%的部分即征即退优惠。

最近三年主要数据如下（单位：亿度/亿元）

大朝山	2014	2015 上半年	2015	2016 上半年
发电量	64.98	29.79	55.76	25.3
售电量	64.75	29.69	55.51	25.13
含税电价	0.207	0.229	0.206	0.24
实际收入	12.49	6.33	10.65	5.41
净利润	5.77	3.51	5.22	3.62
净资产	24.7	26.8	24.4	27.4
分红	4.95	1.47	5.55	0.62
总资产	29.6	28.4	28.1	28.6
总负债	4.9	1.7	3.7 亿	1.2
净利润率	46%	55%	49%	67%

*实际收入包含报表营业收入和政府增值税退税。2014 和 2015 按照增值税超过 8%的部分即征即退，2016 年超过 12%的部分即征即退。即：2014 和 2015 实际收入=含税电价/1.17×售电量×1.09，2016 年实际收入=含税电价/1.17×售电量×1.05；

大朝山水电站是“水电站越老、盈利能力越强”的典范。期初负债 60 亿左右，按照 5%利率考虑，每年需支出利息约 3 亿。依赖过去 15 年不断运用计提折旧和部分净利润还账，目前负债仅余 1 亿出头；期初总资产 88 亿左右，通过不断地计提折旧，目前仅剩余账面固定资产约 25 亿出头。然而，大朝山创造营收和净利润的能力丝毫没有降低。

再有十年出头，大朝山可能就变成一个近于 0 资产、0 负债、0 净资产的公司，每年产生十几亿现金收入（看 pb 投资的瞬间懵掉了）。除了极少量的运行维护费用、国家按照发电量征收的水资源费、库区基金，以及增值税和所得税后，剩下的统统是股东的现金利润，净利润率超过茅台是板上钉钉的事儿（ROE 近于无穷大）。按照现有趋势看，四大股东是铁了心的将利润分光，大家拿着钱各回各家找各妈。

按照当前年净利润 5 亿多，年自由现金流（净利润+折旧）7 亿左右保守考虑，大朝山水电的估值不应低于 70 亿，归属国投估值不低于 35 亿。顺带说，澜沧江上除了大朝山以外的其他 22 个电站，都归华能开发。大朝山上游 18 个电站的建设，产生的水库丰枯调节，未来还将给大朝山送上枯期无成本高价电收入，这属于白送。

例如，在小湾电站的投资规划里，华能澜沧江公司就愤愤不平地表述如下：“小湾电站还使澜沧江流域和云南省水电站群的整体调节性能发生根本改变，使下游漫湾、大朝山和景洪 3 个梯级电站的保证出力增加了 110 万千瓦，发电量增加了 25.75 亿千瓦时，且全部是枯期电量，并将 15.65 亿千瓦时的汛期电量转化为枯期电量，其发电效益相当于新建一座百万千瓦级水电站。”——收下，谢了。我们雅砻江也帮长江电力出过这种憨力气。

3.小三峡。全称“国投甘肃小三峡发电有限公司”，国投电力持股 60.45%，甘肃电投陇能股份公司持股 32.57%，甘肃明珠投资公司持股 6.98%。公司下辖黄河中上游三个水电站：大峡水电站、小峡水电站和乌金峡水电站，合计装机 67 万千瓦。公司所得税率为 15%，因装机小于百万千瓦，不享受增值税退税政策。

大峡水电站装机 30 万千瓦（4×7.5），1998 年投产，年平均发电 14.65 亿度；小峡水电站装机 23 万千瓦（4×5.75），2005 年投产，年平均发电 9.56 亿度；乌金峡水电站装机 14 万千瓦（4×3.5），2009 年投产，年平均发电 6.83 亿度。

小三峡最近三年主要经营数据（单位：亿度/亿元）

小三峡	2014	2015 上	2015	2016 上
发电量	35.76	14.95	31.69	13.17
售电量	35.31	14.76	31.3	13
电价	0.251	0.275	0.26	0.281
营收	7.63	3.44	7.1	3.2
净利润	2.21	0.89	2	0.92
分红	1.82	0	1.96	1
总资产	27.7	27.7	27.1	26.8
总负债	15.6	14.7	14.9	14.7
净资产	12.1	13	12.2	12.1
净利率	29%	26%	28%	29%

小三峡的特点和大朝山很类似，不再赘述。按照年自由现金流 2.5 亿毛估，给予自由现金流 10 倍的

估值，归属国投的价值为 15 亿。

综合以上三部分，得出文章开头的表格：**国投电力的水电部分价值 565-830 亿，目前市值 451 亿，相对于水电部分价值的 55 折-8 折。**

公司	股权	净资产	现金流	老唐估值	归属国投估值
雅砻江	52%	参看本系列 3~5 篇		990~1500	515~780
大朝山	50%	28	7	70	35
小三峡	60.45%	12	2.5	25	15
合计					565~830

但别忘了，国投还有新能源和火电呢！新能源和火电又值几文银子呢？下篇接着聊。

第62篇.　　2016.11.24-上海分级套利速成

2016-11-24　唐朝

之前无论《手把手玩转分级 A》，或是《分级套利速成版》，谈到上海分级基金套利时，都是一笔带过，因为规则略复杂，且机会较少出现。老唐希望新学习者，专注于捡 1 打头深圳分级洒下的钱，待熟练后再接触 5 打头的上海基。

本周一，居然出了一只较肥的上海基。唐书房里不少读者都参与了，也遇到一些问题，有申购问题，也有盲拆问题，发信息追问老唐。干脆结合这次实际战斗，再送给唐书房读者一篇上海基捡钱速成教程。其中和深圳基金规则一致的地方就不重复了，自己点击阅读原文回看 11 月 12 日唐书房文章《分级套利速成版》。

1 先简单说规则：

市场上有 16 只母基本身也可以交易的分级基金。这 16 只里，除了 164705 添富恒生（子基金为 150169 恒生 A/150170 恒生 B）和 161831H 股分级（子基金为 150175H 股 A/150176H 股 B）之外，其他全部是 5 打头的上海基。点开集思录「实时投资数据--股票分级--母基可交易分级」可以看到。

这些分级基金，母基即可以从基金公司申购，又可以在市场买卖，还可以拆成 AB 基金在市场抛出；子基金可以合并成母基，合并后的母基可以直接在市场卖出，也可以向基金公司提出赎回。由此诞生了三种套利途径：母子溢价/折价套利；母基溢价套利；母基折价套利。

2 母子溢价/折价套利

母子溢价/折价，是指实时交易时，母基的市价和子基金 AB 的合并价格发生偏差，且偏差足以覆盖交易佣金时，买入母基立刻拆成 AB 卖出，或者买入 AB 立刻合并成母基金卖出。注意：分拆、合并申报数量必须是 100 份的整数倍，且不低于 5 万份（以母基金份额计）。

它盯的是“母子溢价”。母子溢价是指“合并价格”与“母基价格”之间的差异，只要有超过交易佣金的差异，便可套利。在集思录分级套利页面，点击上海分级母基金或者 AB 基金任意一个代码，均可打开页面显示“合并价格”、“母基价格”及“母子溢价”三个数据，如：

A代码	A名称	A价格	A涨幅	A成交(万元)	A新增(万份)	B代码	B名称	B价格	B涨幅	B成交(万元)	B新增(万份)	A:B	合并价格	合并溢价	母基代码
502014	一带一A	1.077	-0.19%	2081.34	-2	502015	一带一B	0.689	8.68%	4410.45	-2	5:5	0.8830	3.76%	502013

母基代码	母基名称	母基净值	估算净值	母基价格	母基涨幅	母基新增(万份)	母基溢价	母子溢价	跟踪指数	指数涨幅	申购费	备注
502013	一带一路	0.8510	0.8521	0.882	2.92%	2618	3.64%	-0.11%	CSSW丝路	1.26%	1.2%	

（这两张图片在集思录是一行显示，为方便手机屏幕阅读，我特意截成两行的）

这种套利，规则清晰，数据直接，即时完成，已经是机器人的天下了。普通投资人手脚再快，也无法与程序比，所以，它基本与我等无缘。也正因为机器人程序套利的存在，母子溢价通常极小，甚至完全没有。

3 母基溢价套利

和深圳分级一样，母基溢价套利，指市场交易的 AB 基金合并价格（或母基市价）高于母基净值，套利者从基金公司申购母基，然后在市场卖出的过程。

流程是这样的：第一天收盘前，如果发现有诱惑力的“合并溢价-申购费用”（一般建议不低于 1.5%），收盘前提出申购（操作要点和流程与《分级套利速成版》相同，不赘述了）；

第二日无事，最晚到晚上，你的账户里就应该出现了明确的母基数量。因为不需要盲拆，也就不需要计算，例如本周一发现 502013 溢价 3.64%后老唐做的申购，周二晚间就出现在账户里。这里的成本价，指的是周一收盘后的母基净值+申购费 1.2%（上图第二行末尾）。周一母基净值是 0.851，加上 1.2%的申购费，就成为了 0.861212 元的成本。

证券代码	证券名称	参考成本价	当前价	参考盈亏比例%
502013	一带一路	0.861	0.8750	1.626

注意，不是每只母基都有申购费，有 0 费率的、0.1%的、1%的、1.2%的。老唐的个人经验是：合并溢价减去申购费后，还有至少 1.5%以上的空间，才值得考虑。

后面的当前价，是周二收盘的母基市价。

502013 一带一路			
委比	-18.46%	委差	-240
卖五	0.883		488
卖四	0.882		
卖三	0.881		2
卖二	0.876		13
卖一	0.875		267
买一	0.874		1
买二	0.873		112
买三	0.872		10
买四	0.871		102
买五	0.870		305
现价	0.875	今开	0.882
涨跌	-0.007	最高	0.886
涨幅	-0.79%	最低	0.868
总量	302338	量比	2.25
外盘	172006	内盘	130332

本来周一收盘时，看见的母基价格是 0.882 元，但周二当日，母基价格下跌了 0.79%，导致利润空间从 3.64%-1.2%=2.42%，缩水至 1.626%。这周二当天的母基价格波动，是套利者需要承受的风险。

周三开盘，只要母子溢价很小，直接卖出母基，套利完成。如果居然有机器人没有行动，导致合并价格高于母基价格，也可立刻实施分拆，然后马上卖出分级 B，接着卖出分级 A 即可。当然，这种机器人睡着的可能性近于零。

老唐今天的实战成交，部分进行了分拆，不是因为机器人睡着了，而是为了便于本文的演示。部分母基直接卖出，部分母基分拆后立刻卖出 AB，成交结果如下图：

成交时间	证券代码	证券名称	买卖标志	状态说明	成交价格
09:30:25	502013	一带一路	卖出	成交	0.864
09:30:34	502013	一带一路	卖出	成交	0.864
09:30:35	502015	一带一B	卖出	成交	0.656
09:30:35	502015	一带一B	卖出	成交	0.656
09:30:35	502015	一带一B	卖出	成交	0.656
09:30:42	502014	一带一A	卖出	成交	1.073

很遗憾，由于正好遇到母子基金连续两天下跌（既有挂钩指数下跌因素，也有基金交易者心理变化博弈），最终本次套利盯着 3.64%的溢价去，但除去申购费和交易佣金后，仅仅获得了 0.32%的净收益。当然，资金占用两天，获取 0.32%的收益，年化百分之二三十，也算是捡了块瘦肉。

另外，还有一种退出途径，但非常不建议采用：如果周三反而出现了折价，母基价格低于母基净值，也可以向基金公司提出赎回，基金公司按照周三收盘的母基净值给钱。这种方法，要多承担周三全天的母基净值波动，且要负担 0.5%的赎回费，除非折价巨大，否则一般不建议使用。

4 母基折价套利

和深圳分级折价套利一样，如果发现溢价为负，且合并溢价+赎回费＜-1%，即可套利。由于上海母基可以交易，加上母子溢价一般极小，所以套利更简单：不需要分别买进 AB 搞合并，直接买进母基，然后立刻提出赎回，基金公司按照当日收盘的净值给你钱。

这个比深圳分级合并赎回快一天（深圳分级买进 AB 合并，第二天才能提出赎回），少承担一天的波动，基本上你看见多少负溢价，就拿到扣除了赎回费之外的利润，近于所见即所得。

风险有二，但非常小：一是买进母基至收盘这几分钟时间内的母基净值波动，二是集思录估算的母基净值与真实净值（一般要晚上十点后，基金公司才会披露）可能会有少少偏差。

当然，如果真遇到 AB 的合并价格低于母基卖一价格的情况（机器人睡着了），也可以和深圳分级一样，买进 A 和 B，合并。

然而，需要遗憾的告诉大家，正因为其几乎不承担什么风险，收盘前一瞬间就可以完成套利，所以有肉也是机器人的，普通投资者很难吃到——反正老唐从来没吃到过上海基的折价肉。

因此，归根到底，上海基的套利，真正具备普通投资者实操可能的，就一条路：溢价为正，且减去申购费后仍有足够诱惑时，申购 5 万份以上（保险起见，同时满足不低于 5 万元）的母基；承担次日母基价格波动风险；第三日早晨卖出母基，完成套利——即老唐周一到周三演示的这条路。

第63篇.　　2016.11.25-从雅砻江三季报说起8A

2016-11-25　唐朝

因为国投水电之外的资产涉及较多，第 8 篇较长，约 6000 字。为便利手机阅读，分为 ABC 三部分同时推出。A 部分谈国投控股火电厂情况；B 部分谈控股火电厂的估值；C 部分谈非控股电厂、新能源及总部资产，国投最终估值数据以及两投之间选择的依据。

先直接说结论：**在各种最保守和最败家的假设下，计算得出国投电力除水电之外的资产净值为 119 亿，即国投保守估值应该在 680~950 亿之间。**

11 月 23 日国投市值 462 亿，虽比 11 月 2 日本系列第 1 篇发表时上涨了 21 亿，但仍低于 5~7 折。上述数据由以下部分组成（2016 上半年数据，单位亿元）：

	控股火电	新能源	非控股火电	总部	水电	合并数*
总资产	380	116	308	17	1370	1928*
总负债	246	58	158	104	1023	1431
净资产	134	58	150	-87	347	497**
老唐估值	156	29	292	-87	1085~1600	
归属估值	94	23	89	-87	565~830	684~949

*五项加总不等于合并数，原因是非控股的资产、负债和净资产均不计入合并报表数据，合并报表中，非控股部分仅按照股权投资账面值计入。

**归属国投股东的账面净资产为 261 亿。

水电部分前文已表。现在我们来看其他资产价值 119 亿，究竟是怎么得来的。强调一句：老唐对火电

兴趣不大，研究不多。本文的立足点不是证明国投的火电究竟有多大价值，而是在尽可能保守的假设条件下，以实业眼光去看看这些“破铜烂铁”究竟有没有市场先生看的那么糟糕。

国投除总部之外的资产分为三大块：水电、火电和新能源，分布如下图。其中火电又分为控股和参股两大类。

图 1：国投资源分布图（红色为火电，蓝色为水电，绿色是新能源）

1 控股火电厂基本情况

表 1：控股火电 2015 年相关数据

公司	资产	负债	净资产	营收	净利润	经现流	2015运行	2016投产	在建装机	股权比例
天津北疆	115	80.4	34.8	33.2	6.1	16	2×100	1×100	1×100	64.00%
广西钦州	66.8	47.4	19.4	13	0.9	7.2	2×60	2×100		61.00%
广西北部湾	14.8	10.6	4.2	9.4	1.3	4.1	2×32			55.00%
安徽宣城	35.6	25.6	10	15.5	2.6	6.7	1×60+1×66			51.00%
贵州盘江	23.6	18.7	4.9	6.8	0.1	1.9	2×30			55.00%
甘肃靖远	23.3	10.4	12.9	9.4	-1.5	3.4	4×33			51.22%
福建华夏	22.8	7.5	15.3	15.3	2.1	6	4×30			56.00%
湄洲湾1期	29.6	13.3	16.3	15.3	2.9	6.9	39.3×2			51.00%
湄洲湾2期	35.2	25.4	9.8	/	/	/		1×100	1×100	51.00%
火电合计	367	239	127.6	118	14.5	52.2				

表 2：控股火电 2016 年上半年相关数据

公司	资产	负债	净资产	营收	净利润	经营现金流	股权比例
天津北疆	124.4	88.7	35.7	13.8	2.5	7.9	64.00%
广西钦州	72.3	48.1	24.2	4.8	0.1	1.7	61.00%
广西北部湾	14.4	9.9	4.5	3.2	0.3	0.7	55.00%
安徽宣城	32.4	22.1	10.3	8.3	0.6	3.8	51.00%
贵州盘江	22.9	18.1	4.8	2.6	-0.1	1.1	55.00%
甘肃靖远	22	10	12	3.4	-0.9	-0.1	51.22%
福建华夏	21.8	8.2	13.6	4	0.3	0.8	56.00%
湄洲湾1期	26.5	12.3	14.2	4.8	0.3	2.6	51.00%
湄洲湾2期	43.5	28.7	14.8	/	/	/	51.00%
火电合计	380.2	246.1	134.1	44.9	3.1	18.5	

这些电厂中，其中比较优质的有两家：天津北疆和安徽宣城；比较差的也有两家：甘肃靖远和贵州盘江；其他电厂介于优劣之间，普普通通吧！

①天津北疆，是经常上新闻联播的国家重点工程，由国投电力、天津市津能投资和天津长芦汉沽盐场分别持股 64%、34%和 2%。它是国务院批准的国家首批循环经济试点单位，也是国家发改委确立的国内首批海水淡化产业发展试点单位，是国投火电资产中的明星，全部装机都是顶级水平的超超临界百万机组，无论煤耗还是排放方面，均代表着火电技术的先进水平。在京津环保压力、循环产业试点以及海水淡化处理等各种光环下，北疆的盈利能力非常不错。

2015 年是全国火电设备平均利用小时自 1978 年以来的最低水平，全年仅 4329 小时。这种恶劣条件下，北疆电厂 2015 年净利润 6.1 亿，经现流 16 亿（基本可以看作净利润+利息+折旧）。2016 年上半年，在电价下调，煤价上涨，全国火电设备利用小时继续同比下降的三重压力下，北疆电厂依然获得 2.5 亿净利润，7.9 亿经营现金流。2016 年即将投产的 100 万千瓦，以及在建的 100 万千瓦，将是北疆未来的利润增长点。

②安徽宣城，安徽宣城是安徽省宣城地区和黄山地区唯一大型火电厂，也是超超临界先进水平机组，属于环保标准高、盈利能力好的电厂，另外 49%股份由国投集团旗下另一个上市公司国投新集持有。2015 年盈利 2.6 亿，经营现金流 6.7 亿。2016 年上半年盈利 0.6 亿，经营现金流 3.8 亿，2016 年三季度售电量同比增加 28.11%，上网电价增长 13.74%，达到 0.41 元/度，属于下金蛋的母鸡。安徽省是 2016 年 1~10 月火电发电量全国增长排名第四的省份，实现了 6.8%的同比正增长。

③甘肃靖远 2 电，这是一个很老的中美合资电厂，成立于 1995 年，设备老旧，加上所处区域经济不发达，区域内风电光电上的比较多，因而电厂挣扎在盈亏边缘。2014 年还能有 8000 万左右的净利润，2015 年已经陷入亏损，好歹经营现金流为正。到 2016 年，情况愈发严重，公司的经营策略已经变成只要能覆盖直接成本（煤、水、薪酬、易损件等），多少能有点落头就行。低价抢电的结果是 2016 年前三季度平均含税售电价格低至 0.178 元，区域内已经陷入恶性竞争环境。

④贵州盘江，盘江电厂是为了解决号称“江南煤都”六盘水市的低品质煤而就地设立的发电厂，和本地煤矿企业合资的。煤炭产区，经济不发达，水电资源也还不错，这几个条件注定这电厂好不了。但因为挨着煤矿边上，运输成本低，估计也大亏不了，就是个随着经济周期波动的主儿。

⑤其他电厂，在 2015 年和 2016 年的恶劣环境下，还能保有净利润，且有良好的正向现金流，按照普通电厂对待吧！略略压力较大的是马上有百万机组投产的湄洲湾。福建省今年火电设备利用小时持续恶化中，但由于新项目属于中外合资的超超临界的百万装机，在技术、环保和成本方面均有一定的竞争优势，投产以后即使导致本地供给竞争恶化，也最可能是死道友不死贫道的事儿，综合考虑，没有理由过于悲观。同样有百万机组投产的钦州二期则要轻松一些，广西本地装机总量偏低，电力缺口较大，需要大量从外地买电，钦州二期面临的供给面竞争比较温和，加上广西人均用电远低于全国平均水平，提升空间还比较大，钦州投产后取得基本满意的收益，可以预期。

接下来的 B 篇，老唐要对这些优秀的、普通的和垃圾的火电厂，分别做个估值。

第64篇.　　2016.11.25-从雅砻江三季报说起8B

2016-11-25　唐朝

2 控股火电厂估值

估值之前，先谈一下火电厂存在的意义。继续看图表

图 2:过去 10 年我国发电量（单位：亿度）

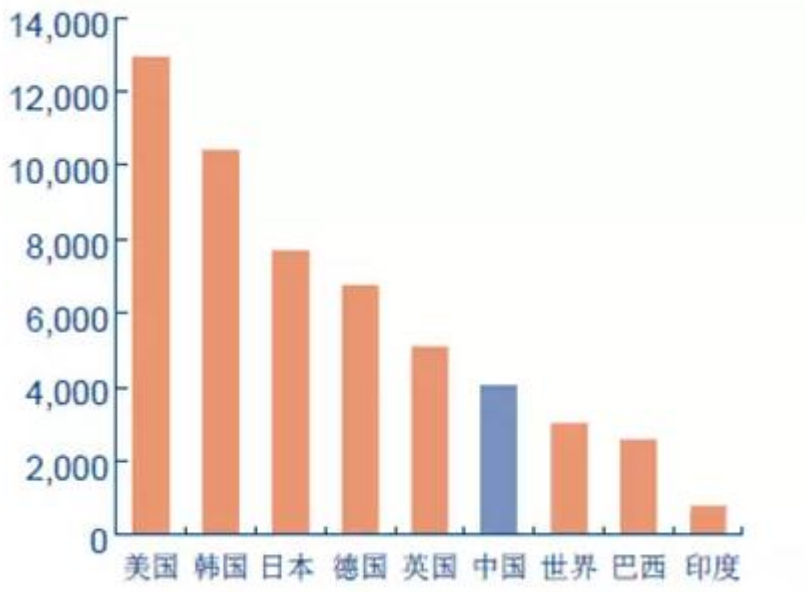
表 3:　2016 年前 10 个月全国发电量情况（单位：亿度）

	今年1~10月	占比	同比增长
火电	35868	73.73%	1.80%
水电	9037	18.58%	6.70%
核电	1719	3.53%	22.40%
风电	1913	3.93%	27.10%
其他	110	0.23%	/
总计	48647	100.00%	3.90%

看过这图 2 和表 3 后，应该立刻能够明白我国对火电的依赖性有多强。

电力是人类生活的必需品，人类社会进步的标志之一就是人均对能源的占有和消耗量。看图 3

图 3：2015 年世界各主流国家的人均电量消耗（单位：度）：



中国距离发达国家差距不小。事实上，近年我国社会用电总量增速变缓，很大部分是政策打压的结果。政策上严控高耗能企业项目上马，金融政策上惩罚对三高企业的资本支持（高耗能、高耗水、高污染），居民用电实施反市场的阶梯电价、用的越多越贵，商业用电收取更高价格等多种手段抑制用电。这是我国长期能源紧缺留下的后遗症，官僚机构反应迟钝，在电力已经转向供大于求时，依然没有取消这些打压政策。等官僚机构睡醒，取消或者减少这些反市场措施，用电量的持续增长才是符合人性、符合经济规律的。

电力有个特点，很难大规模储存。在这个前提下，水风光的发电量可控性太差，完全由自然条件决定。丰水/有风/白天，与枯水/无风/夜晚，发电量差距巨大。因此，这些发电方式，必须要有备胎，能够在水风光发电量不足，随时补充供应；在水风光发电充足时，随时停下来。这样才可能保障电网在可控波动范围内平稳运行。

作为水风光的候补，核电是不称职的，因为核电有个毛病就是停机重启不易，而且重启一次耗费巨大。于是，光荣的重任就历史地、宿命地落在火电头上（煤电和天然气）。简单的说，火电可以不需要水光风陪着，顶多是贵点儿。但水风光如果没有火电陪着，就是残疾，电网根本无法正常运行。

正是因为燃煤发电技术成熟（我国首座火力发电厂建立于 1882 年），初期投资小，建设周期短，每千瓦装机成本较低，并且对地理环境要求不高，不受季节和气候的影响。与水电相比，火电不会遇到枯水期

无法发电或供电能力下降的问题；与风电光电相比，火电的供应更加稳定，不受风速、风向、日照等自然条件的影响；与核电相比，火电相对安全，不必担心核泄漏等安全问题。加上我国能源结构以煤炭为主（储量世界第三，年开采量世界第一），石油天然气相对匮乏，煤/油/气的比例约为 94.4/2.5/3.1。自然而然，电力的主要来源（超过 70%）必然是燃煤火电，它是我国社会经济生活的基本保障。

作为用户，无论是个人还是企业，一按开关或遥控器，瞬间灯光机器电器设备立刻运行，似乎“电”就候在我们门口一般，召之即来、挥之即去。此时，用户是想不起来那些 365×24 小时默默听命的发电机组的。但行业内人士知道，为了保障电网的正常运行，全体用户必须付钱养着足够的火电，这是我们用便宜或无污染的其他电能的代价。就好比不打仗，军队也得养着一样，这是和平的代价。

举个现实例子，经四川省政府批准，四川省发改委、四川省经信委、国家能源局川办、四川能源局 2015 年 2 月 25 日联合下发文件《四川省统调统分公用燃煤机组电价补偿试行措施》，文件的核心精神是为了电网的安全运行，最坏情况下，电网必须收购燃煤机组一个保底电量，文件确定的保底机组利用小时是：“对符合环保要求的机组按以下标准分别确定补偿电量：20 万千瓦等级常规机组和 5 万千瓦以下等级机组为 3300 小时，成都负荷中心 60 万千瓦机组和 60 万千瓦循环流化床机组为 4400 小时，其他机组均为 4185 小时。”

电网也可以不要燃煤电厂的电（也就是煤电机组停机），但必须按照这个保底发电量给燃煤电厂结算（扣除燃料成本和直接变动成本）。2015 年的结算标准是 8 分钱/度。如果用电量较少，或者水风光发电量足够多，极端假设 4400 小时保底的 60 万千瓦火电机组，全年停机不动，也需要收到约 60×0.44×0.08=2.11 亿元的售电收入。煤电机组，甚至可以将这个保底时间“卖”给丰水期的水电。水电用零成本的水发电，卖给电网的同时，支付补偿款给让出运行时间的火电机组。水电站好歹一度电也能收到几分钱（2015 年是水电每度得到 5 分钱），总好过白白流走。这模式已经和碳交易类似了。

篇幅关系，其他省份情况就不讨论了。我国水电资源主要集中在川滇鄂三省——例如今年前 10 个月全国水电发电量前三的省份是四川（2306 亿千瓦时）、云南（1702 亿千瓦时）和湖北（1202 亿千瓦时），其合计水电发电量占全国水电发电量的 57.7%。水电发电量集中在中西部地区，而用电大省却是东部发达省份，所以，水电必须经过超长距离的传输才能到达用电大省。鉴于超长距离传输潜在的风险考虑，其他省份对火电的依赖性更强。这也是为什么有些东部省份明明有低价水电不用，也要支付高价买本地的高价火电的一个原因——火电的旁白是：今天，你若对我爱理不理，改日，我就让你点着蜡烛看电视。

为了电网和电力的安全，电网公司和政府必须让火电厂（尤其是环保和技术方面比较领先的大机组）生存着——当然，生存并不意味着年年有钱赚，而是经济好时多赚点，经济差时少赚点或者少亏点。本质上，火电属于典型的周期股，按照周期股的投资特点，一般是经营亏损是买点，大幅盈利是卖点（所谓高 PE 买，低 PE 卖），明白这个常识后，我们来考虑火电厂估值问题。

怎么估呢？我这么考虑，在 2016 年这个恶劣的经济环境下，被我归为普通的电厂，也就是那些还能略微赚点钱，并保持良好现金流的电厂，直接按照净资产算价值。这个考虑的出发点，是综合考虑了获批火电厂的政策壁垒、电厂的账面总资产由于折旧政策的存在而低于重建成本，同时足额考虑了负债。

事实上，国投今年 8 月 26 日刚刚卖掉过一个在建项目：国投南阳火电厂。国投的投入是 1020 万元，评估价值是 2880 万，成交价是 9998 万，也就是说账面 1020 万净资产换回来 9998 万现金。从这个案例中可以看到，直接以净资产值来估算这些在 2016 年还能赚钱的火电厂，是足够保守的。这样上面 5 家被我归为普通的电厂，**合计净资产 71.3 亿，按照股权比例计算，归属国投价值 40 亿。**

对于被我归为优秀的两家电厂，其中北疆，披露过二期 2×100 万机组总投资为 119.1 亿，现有已投产和今年投产的 3 个百万机组，总价值直接估算为 119.1/2×3，然后减去全部负债 88.7 亿，**得出价值 90 亿，归属国投价值 57 亿。**剩余一个在建百万机组，资产当做安全边际忽略掉，负债包含在 88.7 亿里计算。

对于宣城一台 60 万千瓦和一台 66 万千瓦的机组，按照 60 万千瓦当前平均建设成本 3600 元/千瓦计算，减去 22.1 亿负债，得出**总价值为 23 亿，按照 51%股权，归属国投价值为 11 亿。**

至于比较差的两个电厂，虽然两家合计有 22.9+22=44.9 亿总资产，有 18.1+10=28.1 亿负债，有 16.8 亿净资产。但我们直接保守按照破产考虑，44.9 亿资产极端化按 0 算，且假设全部负债均由股东提供了连带担保，负责偿还。**这意味着这两家净资产值为 16.8 亿的公司白送出去还要再倒贴 28 亿现金。**还有谁能想出来更悲观的假设吗？哈哈！意味着**这两家较差电厂的价值是-28 亿，归属国投的资产为-14 亿。**

最终，上述控股火电厂归属国投估值为 40+57+11-14=94 亿。

C 篇接着盘点其他资产。

第65篇.　　2016.11.25-从雅砻江三季报说起8C

2016-11-25　唐朝

3 新能源、总部和非控股

表 4：新能源 2015 年相关数据

公司	资产	负债	净资产	营收	净利润	经现流	股权比例
新能源	60.6	37.3	23.3	5	-0.1	5.3	64.89%
伊犁能源	27.5	20.8	6.7	5.6	0.02	2.3	60%
新能源合计	88.1	58.1	30	10.6	-0.08	7.6	

表 5：新能源 2016 年上半年

公司	资产	负债	净资产	营收	净利润	经现流	股权比例
新能源	62.4	38.9	23.5	2.9	0.2	1.6	64.89%
伊犁能源	25.6	19	6.6	2.4	-0.1	0.9	60.00%
海外及其他	28		28				100.00%
新能源合计	116	57.9	58.1	5.3	0.1	2.5	

风电光电，是产业政策鼓励的发展方向，赚的就是政府补贴，从净利润的角度看，基本为零，但有不

错的现金流。例如 2015 年国投的新能源获取经营现金流 7.6 亿，用以弥补利息支出和折旧，2016 年上半年也有 2.5 亿。

这部分怎么估呢？净资产打对折，足够保守了吧？海外部分资料太少，老唐又是渣英文，索性按照“28 亿出海半年，亏损 14 亿”考虑，也够保守吧！这样，**得出新能源总价值为(30+28)/2=29 亿，其中按比例归属国投的价值为 23 亿。**

把水电、火电和新能源全部单独计算后，资产就剩下总部资产和对外投资了，负债还有 104 亿——用国投 2016 年上半年合并资产负债表的总负债 1431 亿，减去三家水电公司合计负债 1023 亿，减去控股火电厂负债 246 亿，再减去新能源负债 58 亿。我们看看这部分又值多少钱。

总部简单，直接看母公司资产负债表，其中货币资产 14.1 亿和对国投财务公司的出资 2.8 亿，合计 17 亿计入，其他资产一概做 0 忽略。

对外投资部分是个什么情况呢？继续看明细表

表 6：非控股部分 2015 年相关数据

非控股	资产	负债	净资产	营收	净利润	国投获分红	装机	股权比例
徐州华润	21.7	6.1	15.6	21	5.7	1.3	4×32	30%
淮北国安	12.8	1.7	11.1	9.5	17.7	0.5	2×30	35%
铜山华润	52.3	26.2	26.1	36.2	8.8	1.4	2×100	21%
江苏利港	35.7	3.4	32.3	23.4	4.4	1.7	2×37+2×35	17.47%
江阴利港	116	79.2	37.1	75.6	11.4	2.4	4×63	9.17%
赣能股份	6.56元×3.29亿股，锁定至2019年2月2日							33.72%

表 7：非控股 2016 上半年相关数据

非控股	资产	负债	净资产	营收	净利润	国投获分红	股权比例
徐州华润	19.5	7.3	12.2	8.2	2	1.3	30.00%
淮北国安	12.3	2.3	10	3.7	0.6	0.6	35.00%
铜山华润	54.2	32.4	21.8	15	3.6	1.3	21.00%
江苏利港	36.1	8.1	28	9.4	1.3	1	17.47%
江阴利港	110.9	79.8	31.1	34.9	4.9	1	9.17%
赣能股份	74.8	28.4	46.4	9.4	2.6	1.3	33.72%
合　　计					15	6.5	

（备注，获分红指的是期间收到的现金，即上年度的经营分红）

一目了然，全部是优质火电，2015 年的极端恶劣情况下（还记得吗？自 1978 年来最差的火电设备平均利用小时），获得了 48 亿净利润，归属国投的净利润有 11.56 亿。2016 年上半年继续恶化的经济环境下，依然有 12.4 亿净利润（暂不计赣能股份），归属国投的净利润有 2.25 亿，全年就粗暴按照 4.5 亿净利润考虑吧。这部分怎么估值，按照 2015 年和 2016 年盈利的算术平均值给给 8 倍市盈率如何？（11.56+4.5）/2×8=64 亿。

还余下一个赣能股份，赣能股份是上市公司，股价有公开数据，目前股价为 10.56 元。我们按照过去一年里的最低价估算（相当于现价下跌 26%），应该算是合理吧？7.8×3.29 亿股=25.6 亿。

因此，非控股部分归属国投的价值为 64+25.6=89.6 亿。

4 估值结论及两投的选择

结论就是本文开头的表格

	控股火电	新能源	非控股火电	总部	水电	合并数*
总资产	380	116	308	17	1370	1928*
总负债	246	58	158	104	1023	1431
净资产	134	58	150	-87	347	497**
老唐估值	156	29	292	-87	1085~1600	
归属估值	94	23	89	-87	565~830	684~949

估值 684~949 亿，挪一下利于记忆吧，就是 680~950 亿之间。11 月 23 日 462 亿市值，市场先生以略低于 5 折—7 折的价格抛售。

接着谈谈很多朋友关心的在国投和川投之间，老唐为何选国投的问题。这个问题可以这么聊，首先我们假设市场给纯水电公司川投能源的市盈率是合理的（是否真合理不要紧，重要的是以同一标准来看），例如同样以 2015 年的收益看（只要同口径就行，都用 2016 上半年也行），川投水电部分净利润为雅砻江 77.8×48%+大渡河 13.65×10%+田湾河 1.85×80%=40 亿（注意，财报里大渡河是只算分红，少算了川投的水电收益），目前市值 396 亿，市盈率 9.9 倍。

同样，按照 9.9 倍给国投的水电利润估出一个值，即（77.8×52%+2×60.45%+5.2×50%）×9.9=44×9.9=436 亿，国投市值 462 亿，意味着市场给水电之外的全部资产出价 26 亿，相对于本文中穷尽可能保守做出的估值 119 亿而言，绝对值差了 93 亿，约为国投当前市值的 20%。

换个表述法：在我心目中，国投市值的合理值用公式表达的话，至少应＝44/40×川投市值+119 亿。围绕这个中值发生某种幅度的偏差，就值得搬砖了。至于具体幅度就偏艺术成分了，我个人是武断地以（44/40×川投市值+20）——（44/40×川投市值+200）为触发点，中间不动。

5 其他

扯两句题外话。一句是关于电力传输的，一句是关于 24 日赣能丰城电厂事故的。

下面照片是老唐本月初陪我家领导去看红叶时，路上随手拍的。

看见照片正中那根高压电杆了吗？这只是我堵车时随手拍的一张，并不是最艰难的，一路上看到比这更陡峭的还有很多。完全看不到人可以走的路（车就更不用想了），完全不知道这些杆子和工具是怎么运到那些位置的，想破脑袋也只能推测是拆成散件，由人或牦牛背上去，然后组装而成。看过这张图，再看0.3元的上网电价和0.57的家用电价，忽然释然了：该赚，电网真应该赚这笔钱。

11月24日早上，赣能丰城电厂在建工程发生脚手架垮塌事件，造成67人死亡、2人受伤。这个事件不好发表评论，说责任主要在施工方河北亿能烟塔公司，对上市公司影响不大，显得比较冷血。可要说它会有多大影响，也确实看不出来。

事故的建设单位为赣能股份丰城电厂，监理单位是上海斯耐迪工程咨询公司，总承包是中国电力工程顾问集团中南电力设计院，施工方是河北亿能烟塔公司。对国投真看不出什么实质影响，也许就是该工程原计划2017年11月28日投产发电，这个事件可能会导致延迟投产吧！倒是这个GRD河北亿能烟塔公司，

被曝光过多次同类死人事件了，也不知道是个什么粗腿背景，人命一次又一次的搭进去，怎么就没一点儿长进呢？

结束语：长出一口气，自己上月底随手挖的坑，总算是花了近一个月时间填平了。由于水平有限，其间肯定有很多不完善乃至错误的地方，希望路过的业内人士或投资高手不吝赐教。后面或许还会有一篇“两投的风险因素”，聊聊利率、电价、消纳、煤价、税收、环保等负面因素，以及老唐对这些因素的个人看法。先歇歇了，感觉好久没怎么看书了，等积蓄点新动力了再来动笔。

第66篇.　　2016.11.26-加急补推：雅8号外！

2016-11-26　唐朝

很抱歉，今天早上推送的《从雅砻江三季报说起 8》一文，出现了两个错误，一个重要、一个不重要。感谢读者@黄冬明　指出，谢谢，谢谢。

重要的错误是：**表 6 中非控股火电厂的淮北国安，2015 年净利润正确数字是 1.77 亿，老唐老眼昏花点错一个小数点，写成了 17.7 亿。**

因此：

①C 篇原文的“获得了 48 亿净利润，归属国投的净利润有 11.56 亿”应该修改为：“获得了 32 亿净利润，归属国投的净利润有 6 亿”；

②C 篇原文的“（11.56+4.5）/2×8=64 亿。”应该修改为：“（6+4.5）/2×8=42 亿”；

③C 篇原文的“非控股部分归属国投的价值为 64+25.6=89.6 亿。”应该修改为：“非控股部分归属国投的价值为 42+25.6=67.6 亿。”

④A 篇开头和 C 篇第四部分的估值总表，应该修改为：

	控股火电	新能源	非控股火电	总部	水电	合并数*
总资产	380	116	308	17	1370	1928*
总负债	246	58	158	104	1023	1431
净资产	134	58	150	-87	347	497**
老唐估值	156	29	188	-87	1085~1600	
归属估值	94	23	67	-87	565~830	662~927

⑤C 篇第四部分原文“相对于本文中穷尽可能保守做出的估值 119 亿而言，绝对值差了 95 亿。换个表述法：在我心目中，国投市值的合理值用公式表达的话，至少应＝44/40×川投市值+119 亿。”应该修改为：“相对于本文中穷尽可能保守做出的估值 97 亿而言，绝对值差了 73 亿。换个表述法：在我心目中，国投市值的合理值用公式表达的话，至少应＝44/40×川投市值+97 亿。”

实在是非常抱歉，估计是老唐当初看 2015 年财报，整理 excel 表格时，不小心把小数点输错了，自

己一直没有发现，就这么沿用到这儿了。再次感谢@黄冬明　的细心，也再次为老唐的粗心表示歉意。

至于搬砖阈值那部分，我不打算修改了。因为本就是偏艺术的个人看法，仅供各位参考。各位也不用过于担心这 22 亿数字差异，虽然看上去数字不小，但一者估值本就是个区间，660~930 和 680~950，相比 462 市值而言，毛估估都是 5~7 折；二者其他部分的保守也为这个错误建立了缓冲——当然，这并不意味着老唐的错误无足轻重，我明早儿就罚酒三杯，555555……

还有一个错误，对估值几乎没什么影响，就不修改了。但需要提出来让各位知道：伊利能源是火电公司，不是新能源公司，老唐归类错误。——感谢@黄冬明

另外，有一位读者@Eric 伟　在留言区提了两个很有趣的问题，他/她说：对于国投的结论，有以下疑问，希望唐老师能够抽空指导。　问题：对于结论‘市场先生以略低于 5 折—7 折的价格抛售国投电力’，不妨我们换一个角度来看思考。

第一，如果认同这个结论，也就意味着需要认同 2015 年国投的历史最高价 14.25，基本是合理的。因为，现在的股价 6.8，基本上是去年大水牛行情中国投的最高价是 14.25 的一半。

第二，同时，也意味着‘国投的复权后的股价，从 13 年底 2 块多一路飚涨到 15 年 14 块多’，这个过程中所有的价钱都是低估状态，几乎没有任何泡沫。而根据常识来看，大牛市中基本所有股票都会高估。上述两条结论，细思级恐。

这两个问题都很有价值，涉及到投资体系中重要的合理估值与泡沫、动态估值与静态估值的关系。老唐心中有答案，但不是几句话可以说清楚的。因而，看见他/她的问题后，我当时回复到：“这是一个有价值的问题。有价值的问题应该得到有价值的回答，下周抽空我写篇文章解答你。”

下周我会抽空写篇文章来谈谈我的看法，如果你对这两个问题有自己的答案，或者也有同样的困惑，不妨留言，火花就是这样碰撞出来的。

最后，再次为老唐的粗心道歉。

祝各位周末愉快！

第67篇.　　2016.11.28-投资的护城河

2016-11-28　唐朝

上次写完《优势赢平均》一文后，就想动笔写篇关于护城河的补充文章，谈谈企业的竞争优势来自何方以及如何保持。后来因为开工了雅砻江系列，就搁置了。正巧周末看了一本很不错的书，书名就叫《投资的护城河：晨星公司解密巴菲特股市投资法则》，将护城河的构成及不同行业护城河需要关注的要点，介绍的很清楚。于是索性本文就以读书笔记的形式出现了。

这本书是世界著名评级机构晨星公司（Morningstar）编写的。到底是顶级机构，系统而专业。和老唐曾推荐过的，同是晨星公司出品的《股市真规则：世界顶级评级机构的投资真经》以及《巴菲特的护城河：寻找超额收益，构建股票首富城堡》（作者均是晨星公司帕特.多尔西）一脉相承，甚至可以说《投资护城河》是多尔西那两本的综合+升级版。如果三本你都没买过，那就直接买《投资的护城河》一本就够了——作者是晨星俩金发美女高管，不是帕特.多尔西。

巴菲特说“投资的关键在于确定一家目标公司的竞争优势，尤为重要的是，确定这种优势的持续期。被宽阔的、长流不息的护城河所保护的产品或服务能为投资者带来丰厚的回报”，这本书是这一投资思想的细化实操本，属于那种可以对照应用的操作手册类型。

所谓护城河，就是一家企业靠什么东西阻挡别人来跟自己提供同样（或类似，下同）的商品或服务。因为同样的商品和服务，必将产生供给侧的竞争，导致利润率被拉低，降低企业的获利能力。按照晨星公司的总结，护城河来自五个方面，无形资产、转换成本、成本优势、网络效应、有效规模。

通俗理解，就是说：

①有法律或管制不让其他人提供同样的商品或服务；

②有专利、技术或工艺使别人无法提供同样的商品或服务；

③有品牌对用户心智的提前占领，导致用户优先信任本公司产品或服务，哪怕竞争对手的产品事实上是一样的；

④由于先发优势，用户转用其他公司的产品或服务，很麻烦或代价很高；

⑤同样的产品或服务，本公司有能力做到更低成本；

⑥本公司的产品或服务，每增加一个使用者，都会给新老客户同时增加更大价值，导致用户不愿离去；

⑦本公司占领了一个狭小的市场，该市场可以使现有参与者小日子美美的，但如果增加一个竞争者，所有新老参与者通通没饭吃，由此，潜在参与者没动力来抢食。

如果一家企业有这样一项或多项特点，并预计这些特点未来会持续存在，那么，这家企业就可能持续获取超额回报，这家企业的股权可能就是值得我们关注的投资对象。但是，这些特点有强有弱，有的护城河会越来越宽广，有的护城河则可能会更容易被填平。本书提供了观察不同行业护城河的经验视角。

无图无真相，老唐直接分享自己的读书笔记截图，你快速看看几张笔记截图，也能对本书做一个大致的浏览——但，推荐阅读全书。

图 1：全书框架（老唐的 xmind 笔记截图）

图 2：跑赢市场平均水平的关键要素

图 3：护城河的五项来源

图 4：无形资产护城河

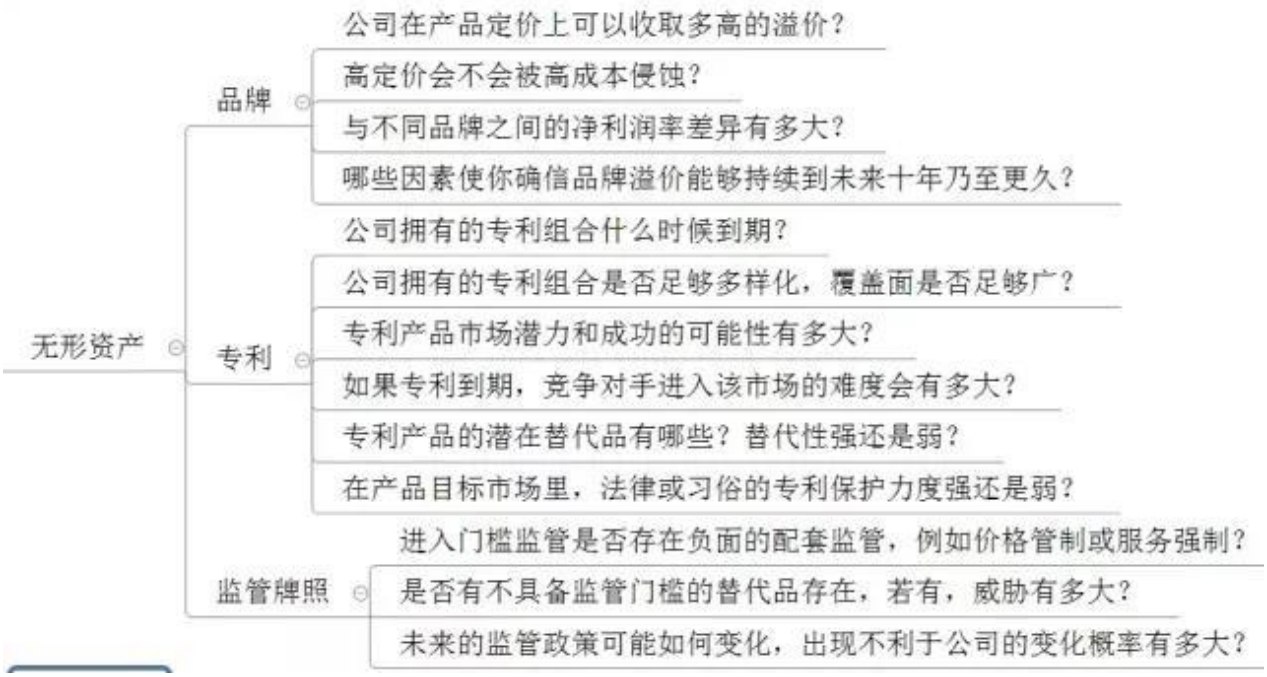


图 5：成本优势和转换成本护城河

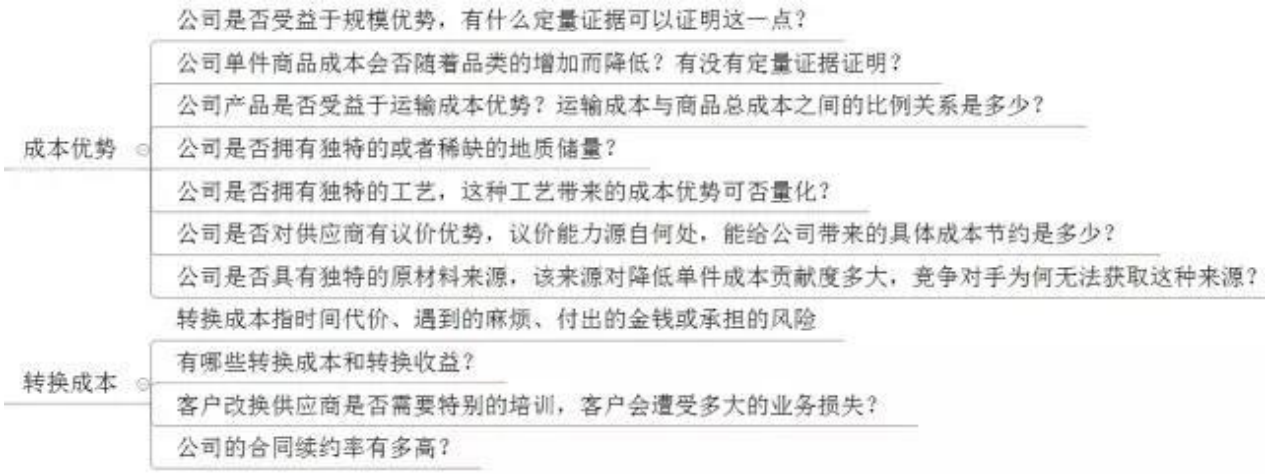


图 6：网络优势和有效规模护城河

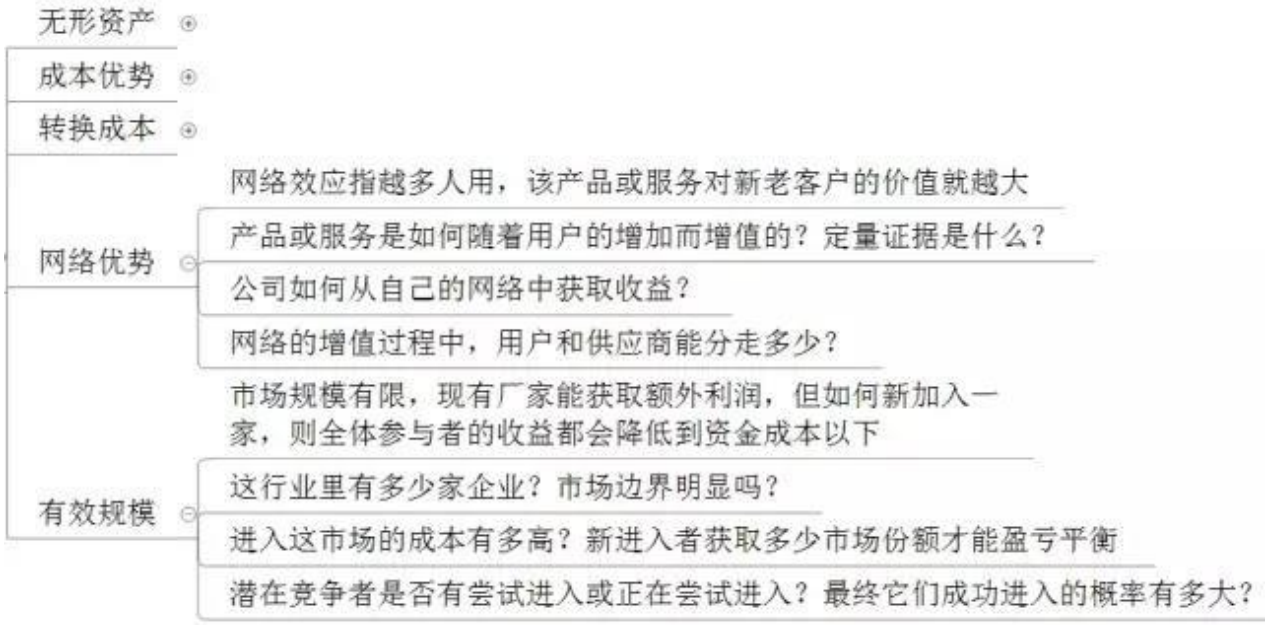


图 7：护城河在变宽还是变窄 1

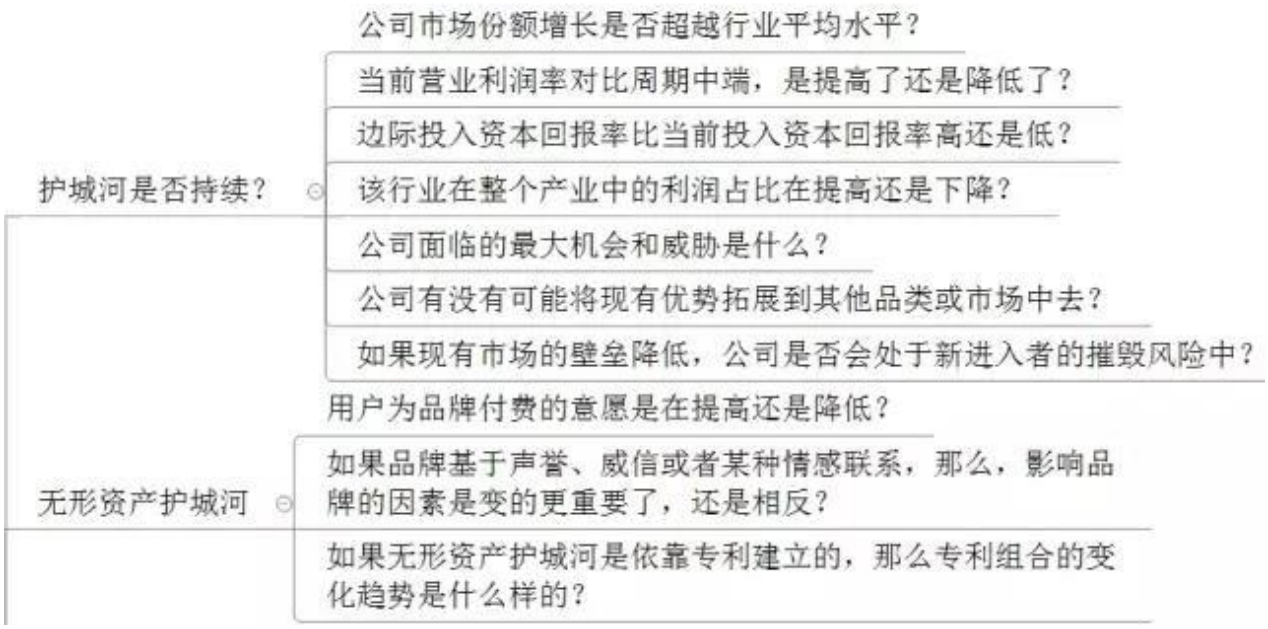


图 8：护城河在变宽还是变窄 2

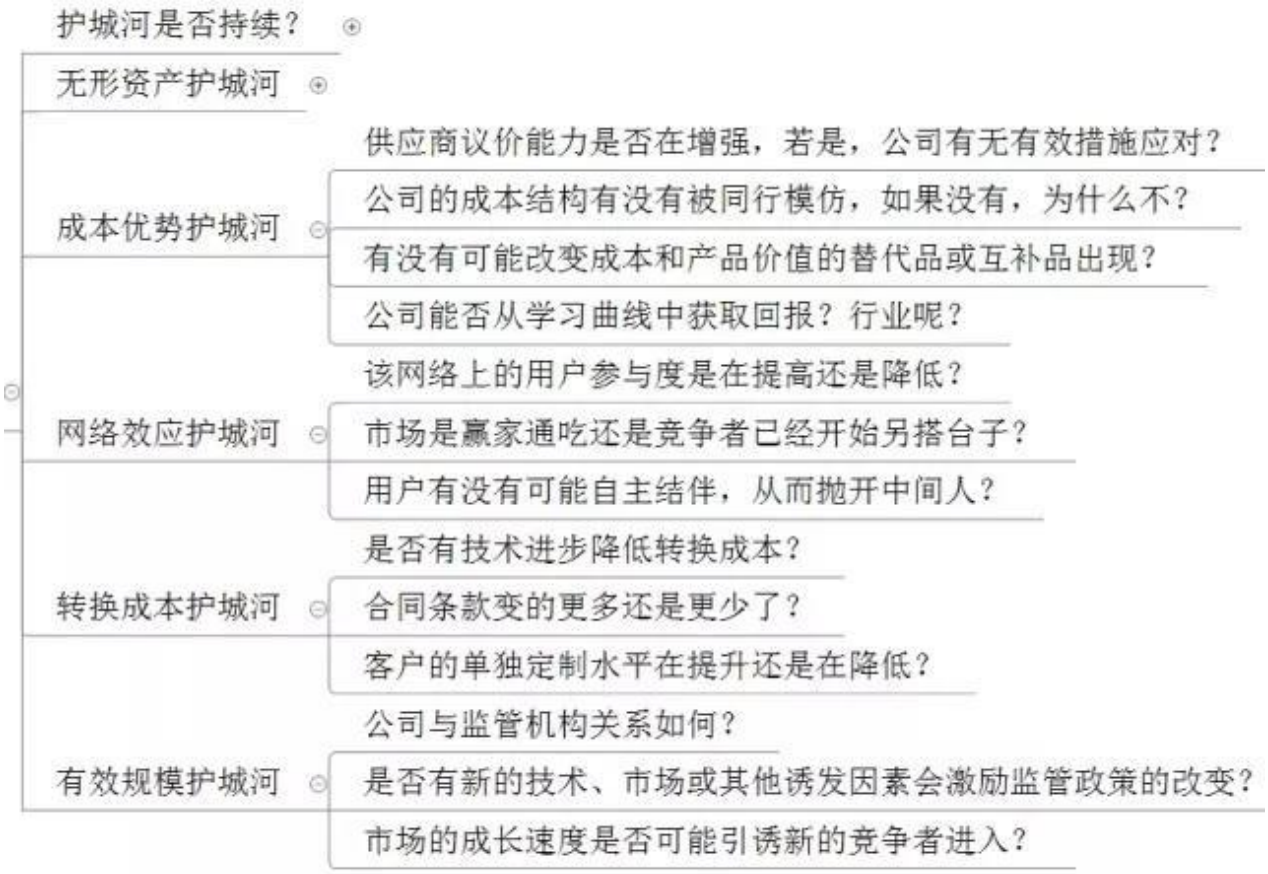


图 9：管理对护城河的作用、护城河在红利投资中的作用，企业估值方法及护城河评级组合的实战成绩

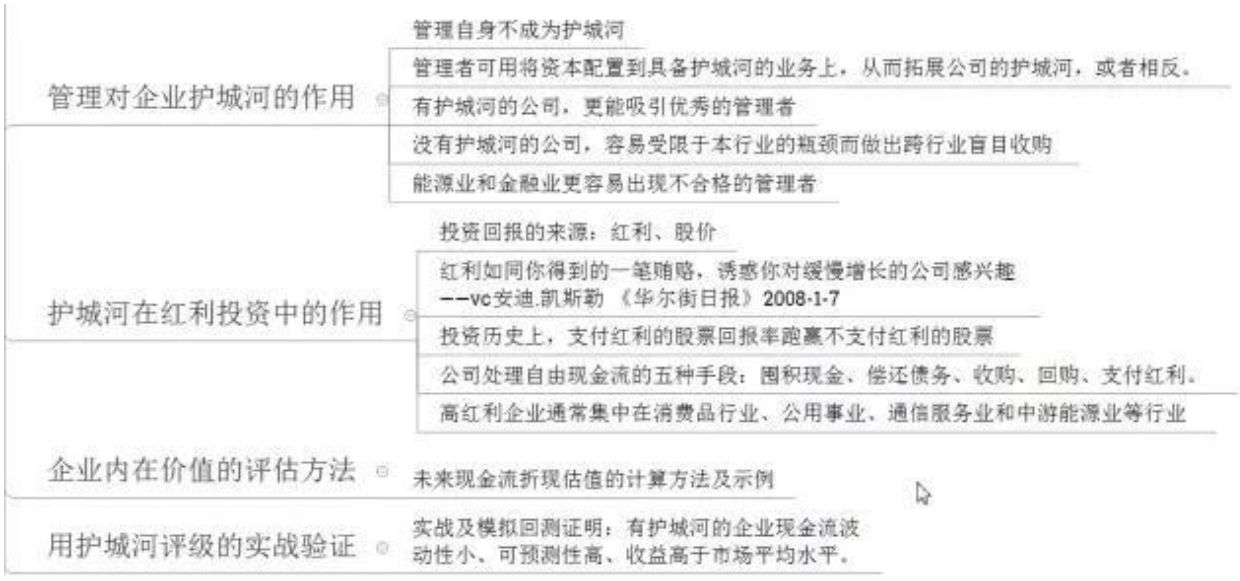


图 10：不同行业护城河关注点之基础材料业

基础材料业	
基础材料生产	成本优势
基础材料加工	难以复制的生产流程、工艺技术， 高转化成本的客户关系
金属采矿业	地质资源优势

图 11.不同行业护城河关注点之消费品业

消费品业	
饮料业	具有广泛分销体系的品牌
日用消费品	品牌 成本优势
烟草业	品牌 转换成本 ⊖ 独特口味 成瘾性
餐饮业	很难形成护城河
仓储式零售业	成本优势 品牌
专业零售业	很难形成护城河
住宿业	转换成本 网络效应

图 12：不同行业护城河关注点之能源业

能源业	
油气钻探业	很难形成护城河
油气开采业	成本优势
油气中游行业	有效规模
冶炼加工	成本优势 靠近原料 技术领先
工程服务	成本优势 无形资产 有效规模

图 13：不同行业护城河关注点之公用事业

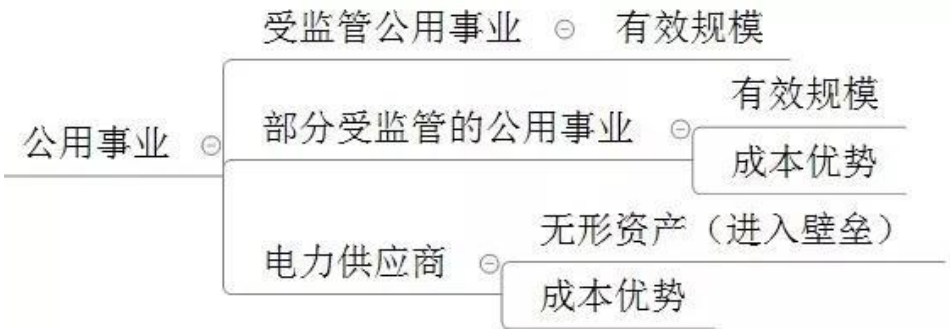


图 14：不同行业护城河关注点之金融服务业

金融服务业					
	银行业	投行业	信用服务业	交易所	保险业
	转换成本 成本优势	网络效应 成本优势 无形资产	网络效应 成本优势	成本优势 网络效应 无形资产	成本优势

图 15：不同行业护城河关注点之医疗保健业

医疗保健业				
	制药业	生物技术业	医疗设备业	诊断与研究业
	无形资产 有效规模	无形资产 有效规模 成本优势	无形资产 转换成本	转换成本

图 16：不同行业护城河关注点之工业

工业	
铁路业	成本优势 有效规模
机场业	无形资产 有效规模
航空航天防务业	无形资产 转换成本
货运水运	很难构成护城河
废品处理	无形资产（监管、准入）
重型装备	无形资产

图 17：不同行业护城河关注点之技术行业

技术行业	
消费品技术	转换成本
企业硬件系统	转换成本
信息技术服务	很难构建护城河
半导体	无形资产 成本优势
软件业	网络效应 转换成本
电信服务业	成本优势 有效规模

第68篇.　　2016.11.30-11月小结

2016-11-30　唐朝

照着 10 月小结的样板，记录一下本月的平淡日子，依然分投资、阅读、码字、跑步、影视五个主题。

1 投资

本月继续呆坐不动，无任何交易。不计算打新所得，今年收益约 24%。本月内除国投电力以外的持股，好像通通没有跟上大盘上行的步伐。

收益率和关注的一众高手及网络大神们比，差距颇大。但作为一个常年不看行情、满仓经历股灾 1.0 到 N.0 的懒鬼来说，看看年度涨幅为负的大盘指数，也就马马虎虎凑合过了。收益的核心因素是运气好，沾了第一重仓股阿茅年度涨幅约 50%的光。

熟悉的企业非常有限，持仓依然是那几张 N 年老面孔：茅台、国投、民生 H、招商 H、洋河、信立泰、双汇。持股比例及历次交易记录都在雪球组合$老唐实盘$里。组合创建于雪球全面开放组合功能之初的 2014 年 11 月 25 日，眨眼满两年了——除了强调一下组合里显示的民生 A 和招行 A 实际是 H 股之外，其他不细说了。

过去 10 个月，除了将各家公司的分红买入国投电力以外，其他调仓行为合计约总仓位的 2%，属于券商最恨的懒到无语型投资者。即便是 1 月 11 日用川投换国投，1 月 28 日用部分招商 H 换国投（狗屎运碰上了今年国投最低），对收益的贡献好像还是轻微负值（招商 H 涨幅大于国投），全年若更懒一点，今天的市值还会略高一半个百分点。

铁定被问之预回答：

问：老唐，你截图里能显示今年以来涨幅的，是什么股票 APP？

答：万得股票。

问：收费吗？我怎么找不到今年涨幅？

答：免费的。点股票后面涨幅的具体百分比，就会出来了。注意，不是点“涨幅”两个汉字。

2 阅读

这个月码字多、读书少。

纸质书，就看了 6 本，有 3 本写过读书笔记，只有 1 本值得推荐。简介如下：

①《投资的护城河：晨星公司解密巴菲特股市投资法则》，写过　书评文“投资的护城河”，好评，推荐。

②《商业的本质》杰克.韦尔奇——写过书评文“盛名之下　其实难副”，　中评，没啥看头。

③《胡作非为：人性之本与金融暴行》乔里斯.卢因迪克　——写过书评文“坑人的书名儿”，　差评，丢。

④《用年表读懂中国史》马东峰——差评，毁灭读书兴趣的中学历史教材式流水账，丢。

⑤《透过钱眼看中国历史》波音；

⑥《透过钱眼看大国兴衰》波音——波音的这两本书，浓浓的故事会行文风格，只能随便翻翻。真对此类题材感兴趣，推荐陈志武教授的《金融的逻辑》和王巍的《金融可以颠覆历史》。

电子书继续追着几本 bigger 很低的网络意淫小说，用以调剂大脑，不提了。

铁定被问之预回答：

问：老唐，你这能显示读书阅历的是什么软件？

答：多看阅读。安卓苹果系统均有。我用的是 kindle 刷成的多看系统，好处是看书时划线笔记，可以直接同步到自己的印象笔记里，便于整理。怎么刷，问度娘。

问.老唐，你读书、读研报、读财报用什么工具？

答：读闲书用 kindle，读研报用慧博，读财报用 ipad air+福昕 PDF 阅读软件。

3 码字

本月在唐书房发表原创文章 20 篇，其中企业深度分析类文章 12 篇，读书笔记类 3 篇，其他 5 篇。

开设唐书房刚好三个月，累计发表企业分析、投资理念、读书笔记、荐书荐剧等各类原创文章超过 60 篇，果然够话痨。

4 跑步

因本月内陪我家领导出游累计 7 天，加上本月成都雾霾天偏多，符合我跑步条件（空气质量优或良）的日子偏少，本月仅跑步 8 次，跑量 110 公里。今年跑步共计 119 次，合计跑量 1377 公里。长跑 31 个月以来，累计跑量 4120 公里。值得记录的是，本月创了个人半程马拉松新纪录 210（2 小时 10 分），比之前的成绩 213 提高了约 3 分钟。

铁定被问之预回答：

问：老唐，你这是什么跑步 app？需要带着手机跑吗？

答：我用佳明手表及其配套官方 app，不用带着手机跑。如果可以接受带着手机跑，个人推荐郁金香、咕咚、悦跑圈、Nike+等 app。上面这个统计界面就是郁金香，自动同步佳明数据。

5 影视

盘点发现，本月追剧不少。好像挺忙活的，汗~

①《指定幸存者》，打不死的鲍小强主演的，好看。但该剧似乎运气不好，10 周里面各种原因停播三周，再这么停下去，剧情都要忘记了，不如改名为《指定停播者》算了。

②《基本演绎法》第五季，美版福尔摩斯与华生；

③同名老电影改编的新剧《生死狙击》，才上映了两集，暂时觉得开局还蛮吸引人的；

④《This is us》，译名挺乱，《我们的生活》、《我们的一天》、《这就是我们》，高分喜剧，不错；

⑤网上口碑很好，评分很高的《西部世界》，两次放起来，两次看睡着了。实在不是我的菜，智商跟不上，罢了，口碑再好也不追了。

⑥有部国产剧不错：《如果蜗牛有爱情》，目前看到 19 集了。《欢乐颂》里面的曲筱绡和医生男友主演

的（王子文、王凯），名字像爱情剧，看剧情是刑侦剧，看颜值是偶像剧，最后发现是以刑侦剧情包装的青春偶像爱情剧。

小个儿美女王子文观察和推理能力比较强的心理学硕士，在大个儿帅哥王凯任队长的刑警队实习。刑警队长高富帅，家有背景，人有智商，功夫好似李小龙，还懂得细心体贴照顾人，大概是按照女观众 YY 标准打造的，整个一位潘驴邓小龙。

王子文演技不错，完全没有了《欢乐颂》里曲筱绡、《双刺》里吴佩欣的任何痕迹。能脱离本色饰演反差巨大角色的演员才是好演员，本剧之后，我认为王子文担得起好演员这个评价了。

大致就是这样，时光如梭，珍爱生命。让我们日拱一卒的同时，不忘享受当下。为本月离开人世的 70 后球友@樱桃之王　痛心，祝一路走好，望家人节哀！

第69篇.　　2016.12.02-从雅砻江三季报说起9

2016-12-02　唐朝　唐书房

本想另外起个标题的，架不住几位读者高喊“不要停、不要停”，还是续成雅砻江系列算了——据说是因为自老唐 11 月 2 日发出本系列第 1 篇后，国投绝地反击，在 11 月里晃晃悠悠地涨了差不多一个涨停板。如果这个因果关系属实，老唐真有写手财推高茅台、写雅砻江系列拉升国投的神力，我初步计划为了大家的性福生活，牺牲我的键盘了，本系列起码写它 2619 篇，把国投拉到比伯克希尔低一毛收手，绝不抢巴神风头——顺带预告，关于银行财报的新书，本月可能就要出来了，那什么你懂的……呸，老唐，你就自恋去吧！脸皮还能再厚一点吗？哈哈，Good　morning，Everybody！

扯淡结束，言归正传。

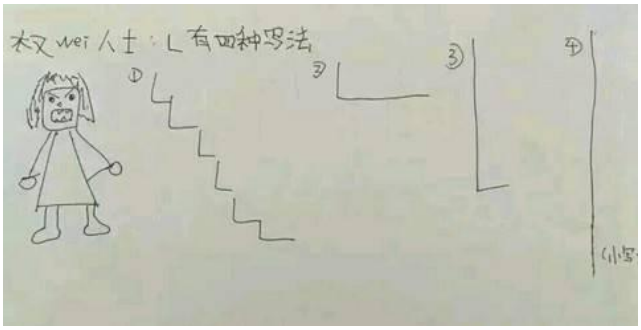
上周末，一位读者说：“对于结论‘市场先生以略低于 5 折—7 折的价格抛售国投电力’，不妨我们换一个角度来思考。第一，如果认同这个结论，也就意味着需要认同 2015 年国投的历史最高价 14.25，基本是合理的。因为，现在的股价 6.8，基本上是去年大牛行情中国投最高价 14.25 的一半。　第二，同时，也意味着‘国投复权股价，从 13 年底 2 块多一路飚涨到 15 年 14 块多’这个过程中所有的价钱都是低估状态，几乎没有任何泡沫。而根据常识来看，大牛市中基本所有股票都会高估。上述两条结论，细思级恐。”

上面问题的本质实际上是“估值究竟是静态的还是动态的？”的问题，从中还可以延伸出另一个问题：作为投资者，究竟应该在估值回归合理就卖出，还是享受一段泡沫？老唐试试谈谈自己的看法，供各位参考——不保对，只是个人看法，仅供各位参考。

估值究竟是静态的还是动态？老唐答：动态的。投资者需要经常检查企业面临的经营环境是否发生了变化，核心竞争力是否受损——当然，所谓经常，若没有重大突发事件的话，以半年或年为单位足矣，不需要每晚都看一遍。

以这位读者的提问来举例，2015 年上半年，国投所面临的经营环境与目前完全是天壤之别。也许人类天性健忘，总是对最近的事情印象深刻，从而遗忘了过去。

2015 年上半年，我们还不知道 L 和茴香豆的茴一样，有四种写法



2015 年上半年，投资者所能看到的，是国投的经营正处于高速增长的历史最好水平，2014 年年报净利润 56 亿，同比增长 70%。要知道这可是在 2013 年同比增长 230%的基础上实现的。

2015 年上半年，投资者看到的经营环境，是煤炭暴跌：从 2013 年底的高点 680 左右，一路暴跌到 400 左右，且根据各方面的预测，还将继续下跌（后来也确实继续下跌到 200 多才绝地反击，直至目前再次回到 600 附近）。火电经营环境一片大好，国投旗下主要火电厂 2014 年合计实现净利润约 50 亿，归属国投净利润高达 16 亿左右。

新能源方面，2014 至 2015 年正是投资热潮，具体多热，老唐关心不多，也懒得查资料了。但即便在新能源热潮过后的今天，上周上海电力（600021）收购了一块风电和光电资产，是按照净资产值的 1.25 倍作价 30 亿收购的。

在建工程方面，确定在 2015 和 2016 年投产的装机有超过 700 万千瓦，且主要是技术、耗能、排放等各方面占优的超超临界百万机组——顺带说一声，各方面领先的百万机组，建设成本比落后的 30 万机组还便宜，别不信，看图：

按介质压力分类的燃煤火电工程单位造价

机组类型	单机容量	填报了概算		同时填报了概算、决算			
		装机容量(兆瓦)	概算(元/千瓦)	装机容量(兆瓦)	概算(元/千瓦)	决算(元/千瓦)	变化率
超超临界	1000 兆瓦级	21192	3719	15072	3745	3632	4%
超超临界	600 兆瓦级	9580	3791	7180	3694	3651	1%
超临界	600 兆瓦级	20276	3844	16496	3864	3717	4%
超临界	350 兆瓦级	5600	4012	3500	4147	4069	2%
亚临界	300 兆瓦级	10510	4563	8630	4597	4377	5%
循环流化床	300 兆瓦级/300 兆瓦以下	2460	4332	2460	4332	3985	8%

本文数据来源：《2011~2012 年投产电力工程项目造价情况》。

（备注，1 兆瓦=100 万瓦=1000 千瓦，1000 兆瓦就是我们习惯表述的 100 万千瓦）

从技术上说，随着材料技术的不断进步和热能动力理论的日趋完善，火电机组蒸汽参数经历了低压、中压、高压、超高压、亚临界、超临界直至超超临界的发展过程。超超临界的百万机组，逐步替代和淘汰 30 万以下装机的老机组，是能源发展的确定方向（2016 年国家能源局 282 号文件，就明确 2016 年内淘汰落后燃煤机组 491.8 万千瓦，重点淘汰对象是装机 30 万千瓦以下老旧机组）。

从碳排放角度看，2015 年 6 月 30 日，中国正式承诺作为《联合国气候变化框架公约》缔约方的中国国家自主贡献：碳排放强度下降目标，将以 2005 年为基准，在 2030 年下降 60-65%。并力争完成早先承诺的 2020 年 40~45%碳强度目标的上沿，到 2020 年碳排放强度下降 45%。

这一切信息，都在告诉你，百万千瓦装机火电前途一片光明，而我国百万机组装机数量还远远不够。2014 年数据我手头没有（因为之前不怎么关注火电），但截至 2015 年末，我国百万装机的火电机组也不过 86 台，且分布如下（注意看国投百万机组所在地）

国投即将投产的百万机组位于百万机组较少的广西、天津、福建地区。广西、天津、福建与江浙粤的经济肯定有差距，导致电力需求也有差距，但直观感觉，最终差距决不至于有七八倍之多。因此，国投新装百万机组，可以预计又将是一台台印钞机。

这样的环境下，如果有人告诉你：国投的火电资产，有几家需要白送还得倒贴 28 亿现金，其余的也基本只能按照净资产打 5 折估值。至于新能源，最多按照净资产的一半算——“滚！你 TM 是玉皇大帝派来的逗逗吗？”八九不离十，你就是这么反应的，对不？

老唐在 2015 年 6 月 4 日发表的《两投搬砖的那些事儿》一文中，对国投火电估值 80 亿，并嘲笑了当时上海电力 600 亿市值的过分高估（上海电力直到今天也就 230 亿左右市值），评论区里是什么反应，现在依然可以去翻老帖的，帖子在雪球置顶帖第二部分第 7 篇。

这就是为什么投资者在 2015 年中 14 元不觉得贵，而 2016 年 6 元却不敢入场的原因：用以估值的假设条件变了。估值是动态的，且人们的观点更容易被最近发生的事情影响，或者换句话说最近的事情在我们头脑中权重更高。

这个道理，同样适用于第二问题中的 2013 年的 2 元到 2015 年的 14 元变化过程。因为自 2013 年开始，雅砻江进入全面确定性收获阶段，下游水电站陆续装机投产造成价值回归（下游电站的核心，锦屏一级大坝 2012 年 11 月 30 日开始蓄水，2013 年 8 月 30 日首台机组投产发电），是企业内在价值本身发生了动态变化，市场先生只是后知后觉完成纠错。

就这样了吗？别急。从这里我们还要引申出另一个结论，那就是经营环境变化越大，影响企业获利能力的因素越多，对该企业做出大致靠谱的估值就越困难。这也是巴菲特一再强调的能力圈概念：选择哪些你能预测出未来现金流大致情况的企业，规避那些难以预测的企业——“我们不挑战恶龙，我们只是躲开它们”，毕竟我们来市场是为了获取财富的增值。和跳水不同，即便我们选择难度系数更高的动作，也不会获得财富加分。

相比“无论经济有多烂，我也顶多是少赚；如果经济有好转，我要赚的盆盆满”的水电（老唐原创顺口溜，2015 年 10 月 15 日首发于雪球，哈哈），火电和新能源真不是我的菜，我也没做过多少深入研究。仅仅是因为投水电的时候，发现国投的火电处于白送甚至倒贴状态，才来捡个便宜，仅此而已。书房里留言发信息，希望老唐分析什么建投、国电、华能的，高看老唐了！老唐真心没这个能力挖它们。

至于“投资者究竟应该在估值回归合理就卖出，还是享受一段泡沫？”的问题，比较头痛。很显然，市场先生的情绪很难判断，估值合理就卖出，后面更疯狂的非理性部分就吃不到。很可能是苦哈哈守了两三年，赚一倍走了，然后下个月内就涨了三倍。抓狂 ing……但如果意图享受一段时间泡沫，又很可能乘坐 A 狗牌疯狂过山车，经历上上下下的享受。

坚守两年的成果在两周里又没了，这种感觉也确实难过。为什么会这样呢？核心原因是泡沫无法预测，更谈不上计算了。逻辑上，它只能被当做意外对待，正如老唐以前用过的雪球签名：牛市是投资者的 windfall。

泡沫是个比喻性词汇，很形象，很容易理解，但被用滥了，好像只要是什么东西价格大涨，就代表有泡沫一样。正如这位朋友的提问中所说“大牛市中基本所有股票都会高估”，就是将牛市和泡沫画上了等号，将股价上涨和泡沫画上了等号。

事实上，泡沫是什么，截止目前全球没有任何人能在事前识别和预防（若有，诺奖唾手可得）。有 Mr.Bubble（泡沫先生）美称的前美联储主席格林斯潘曾给泡沫下过一个经典定义：“如果价格在上升之后下跌了 40%或更多，那么之前的上升就是泡沫。”看后是不是哑然失笑？是的，泡沫无法识别，至少以现今人类的知识水平无法识别，因为它来自亿万参与者心中的癫狂，而人性的癫狂无法计算和预测。

由此，结论很简单也很无聊。我们究竟该在合理估值附近就离场，还是冒着做电梯的风险再享受一截泡沫？

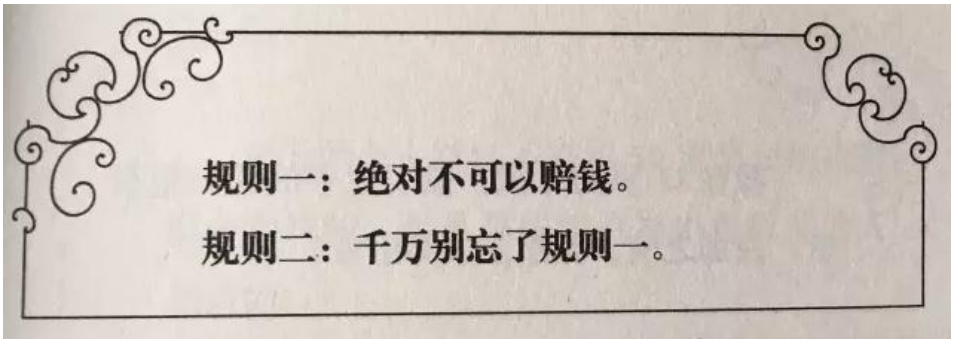
答：均可。各有利弊，采用哪种手段，享受它的便利，同时学会淡然接受它的弊端，不要将大好时光浪费在“为什么我没有两头逮住”的懊悔上即可。这种懊悔相当于仰天长啸：为什么我不是上帝？——是的，你不是。你要是的话，你不会在股市待着，你更不会来唐书房。

作为老唐个人，我采用的手段是超过合理估值后，分批逐步减仓。这方面我喜欢老佐的总结“三步取利大法”：不轻易卖=>分批卖=>一批足利卖=>二批高估卖=>三批卖在彻底坏。

第70篇.　　2016.12.05-如何才能不赔钱？

2016-12-05　唐朝　唐书房

有人提了一个很有趣的问题，“据说巴菲特投资有两条规则：



然而，巴菲特怎么做到这一点的？难道他买进的股票都是立刻涨，永远抄到大底吗？买了以后股价继续下跌怎么办？一直不赚钱又怎么办？”——我估摸着应该有不少朋友会有此困惑，三两句话说不清楚，

写篇小文聊聊。

先批判一下巴菲特。

巴菲特个骗纸，他经常亏损，经常处于赔钱状态的，这两条规则完全是骗人的鸡汤——如果按照这位朋友“买了以后股价继续下跌=亏损”的定义来衡量的话。

纳尼，巴神堂小喽啰老唐居然说巴神是骗纸？别急，往下看。

比如巴菲特经常拿出来嘚瑟的富国银行。1989 年，巴菲特买进了约 85 万股，每股买入成本约 70 美元，市盈率约 7 倍，市净率约 1.5 倍。1990 年，股价大幅下跌，巴菲特继续买进 400 多万股，成本大约 55 美元/股。注意，前面 70 美元买进的已经“亏损”超过 20%，“亏损额”超过千万美元了。

这还没完，直到 1992 年，巴神依然在持续买进富国银行，而且买入价格仍然在 70 美元以下。直到 1993 年，富国银行股价飙升，巴菲特的这些股票才转为“盈利”状态。盈利也不多，总账算下来说翻了一倍多，年均也就 20%上下吧！也就是说，巴神在富国银行这笔投资上面，持续“亏损”时间至少长达三年。

注意，这可是巴神特别有信心、特别有把握的一笔投资，他曾在 2009 年 5 月 2 日的股东大会上说过这样的话，可以证明他对富国银行的喜爱和了解程度：“如果我所有的资金只能买入一只股票,那我就全部买入富国银行。”

对于自己特别有信心的一笔投资，亏损长达三年，幅度超过 20%，就这还说“规则一：绝对不可以赔钱。规则二：千万别忘了规则一”，这不是自己打脸的骗纸吗？

如果说上述案例，巴神通过“摊低成本+死扛”熬过了大跌，最终好歹算是盈利了。还可以用“浮亏不算亏”来自慰的话，老唐可以再举两个彻头彻尾的亏损案例，一个非上市公司，一个上市公司。

①1993 年，巴神看上了德克斯特鞋业公司，作价 4.33 亿（市盈率约 15 倍左右）收购了这家鞋业公司，并在 1993 年年报里盛赞“德克斯特是查理和我职业生涯中见过的最好的公司之一”（原文）。当时，巴神向德克斯特股东定向增发伯克希尔的股票 25203 股，按市价折合 4.33 亿完成了支付。

很不幸，白纸黑字，巴芒俩大神被“职业生涯中见过的最好的公司”打脸了。这家公司在收购完成一年后，净利润就开始持续稳定的——下滑。原因嘛，主要是以我天朝为代表的发展中国家廉价鞋冲击。到 1999 年，德克斯特的年度净利润就只有 1100 万美元了（大约是 1993 年净利润的四成），2001 年，干脆就爆出 4500 万美元的亏损。

2000 年及之后的年报，巴神开始客气地批评自己，向股东承认错误了。批评的力度，伴随着德克斯特经营恶化的程度不断加强。到 2007 年，巴神直接在年报里把自己骂成一坨翔，他说：“我在 1993 年用价值 4.33 亿美元的伯克希尔股票买下了德克斯特鞋业。我当时认定的它具有的持续竞争优势，在后来短短几年内就消失了。但那只是开始，利用伯克希尔的股票，我严重扩大了这个错误。这一次花掉的不是 4 亿美元，而是 35 亿美元。实际上，我是用一个优秀公司——现在的价值是 2200 亿——的 1.6%，换来一个毫无价值的烂公司。到目前为止，买进德克斯特公司是我最糟糕的决策。”

②2014 年年报里，巴神自爆自己投资英国著名零售上市企业 Tesco 的经历：2012 年前，花了 23 亿美元买进了 Tesco 公司股票 4.15 亿股，2014 年清仓，割肉亏损合计 4.44 亿美元，亏损幅度近 20%。并在此发出了他那句著名的感慨：如果你在厨房里发现了一只蟑螂，伴随着时间流逝，你一定会继续遇到这只蟑螂的亲戚们。

这俩案例不是彻头彻尾的“赔钱”吗？所谓“绝对不可以赔钱”规则呢，哪里去了？

所以老唐说“巴菲特是个骗纸，他经常亏损，经常处于赔钱状态的，这两条规则完全是骗人的鸡汤——如果按照这位朋友的亏损定义“买了以后股价的继续下跌”来衡量的话”，不算过分吧！

但是，其实这只是理解的错误，巴神从来没吹嘘过自己永远是抄大底的，永远买了就赚，永远没有判断错误……这样吹嘘的，一般是网络口炮党，是真正的骗子。

虽然这俩“不要赔钱”规则（有些资料表述为“不要亏损”），我只是从巴菲特儿媳妇玛丽.巴菲特的书中看到的，据说是巴菲特日常说过的话，其原始出处没有可信文献。但作为一名巴神堂小喽啰，理解这句话并不困难，我选择相信巴神的确这么说过。只是他表述的意思并不是要确保买在最低点。更确切的说，是巴神的“赔钱/亏损”概念，和炒股人士的“市价低于买入价=亏损”概念有区别而已。

如果我们做过企业，就会很容易理解巴菲特心中的亏损概念。假设你家开了一家小饭馆，怎么样就是亏损了，怎么样就是盈利了呢？它是由隔壁小馆子或者同城其他饭馆的转让成交价决定的吗？不是。

盈利或者亏损，由你家小饭馆每天的流水，每天采购的原料，完成的销售，支付的成本等因素决定。简单的说，刨过人工、房租、材料、税收、装修及设备折旧等费用，每个月或者每年算下来还有现金剩余，你家小饭馆就有了会计意义上的盈利。如果这个现金剩余超过了你家这笔本钱不开饭馆可以选择的第二选项带来的回报（例如买成理财产品），你家小饭馆就有了投资意义上的盈利。

换成高大上的词汇就是：**如果这家企业生命周期里预计创造的自由现金流，折现至今天，超过你付出的成本（包含投入及次优选项带来的回报），你就有投资意义上的盈利。这笔投资盈利还是亏损，与这家企业股权目前在其他人之间以什么价格成交无关。**

有点拗口。就我个人理解，要点有三：

①要摆脱股价波动的影响。股市是产生股价的地方，它存在的价值是为了替你服务，而不是左右你的决定。巴菲特说：“对我而言，股市只是一个观察愚蠢行为的地方。”他多次谈到过的那个农场例子，透彻地表达了股价波动的本质以及投资者应该有的态度：

假如有个急脾气的人在我的农场旁边也有一块农场，他天天向我大声报告，他想以什么样的价格收购我的农场或是卖掉他的农场——而且这些价格还因他的情绪短时间内大幅变化——我怎能不趁机从他的疯狂行为中获利呢？假如他今日报价低的离谱，我又有点余钱，我会买下他的农场。假如他的报价高得荒唐，我可以把我的卖给他。

②关注资产的未来产出，选择哪些在稳定行业中，具有长期竞争优势的企业，以便于自己可以估算出其大概价值。只有能估算出大概价值，我们才可以通过与“隔壁农场主”的报价对比，确定自己是不是有便宜可捡。如果没有办法估算大概价值的企业，远离。因为你无法确认自己是否在出价的瞬间已经亏损。

同时，在计算企业大致价值区间的时候，尽可能取保守值，拒绝为未来的成长出价——成长只能视为价值的安全边际。保证在不成长的情况下，自己的出价也有利可图，否则不参与。“股市的好处在于没有三振出局的规则，如果球不在你的舒适击打区，没有人强迫你必须出击”。

③一旦“亏损”，神也要认错。梦想是丰满的，现实是骨感的。巴神被戏称为神，却并非无所不能的真神。他看中的“持续竞争优势”也会“在后来短短几年内就消失了”。当我们发现原本看中的持续竞争优势正在或者已然消失的时候，当我们发现该行业或者该企业发生本质变化的时候，企业未来的自由现金流数量就会与我们的预测值发生巨大的偏差，若由此导致折现值低于当下可以卖出的市价时，无论当下处于炒股人士们认为的浮盈还是浮亏（即市价高于或低于买入成本价），对于巴菲特而言，“亏损”已经出

现了。此时，巴神也要认错，正如 Tesco 一样，他说：“如果你发现自己已经在陷阱中，最重要的是想办法让自己不要继续下陷了”。

挺反人性的吧？是的，否则市场不会有那么多人赔钱。投资这条路，要说难，也真就难在这两条：

①人的本能，是用市价和买入价差额来衡量赚赔，“赚”了愉悦，“赔”了痛苦。而投资需要我们利用价格的极端波动，而不是让价格波动来操纵和影响我们的情绪和行为。

②投资需要我们懂得计算企业的价值，而不是错以为股价或市值就是这家企业的价值。——还记得老生常谈吗：投资只需要学习两节课……。

是的，我们这些小散，回报最终主要还是靠股价变现。但很不幸，无数大师用铁的历史和逻辑证明了：**盯着股价的，常被市场先生掏了腰包。盯着企业价值的，却常捡到市场先生的钱包。因为，股价必有机会等于或高于企业价值，是股市里（很想加“唯一”二字的，但为了不吵嘴，还是算了）确定会有兔子来撞死的树桩。**

第71篇.　　2016.12.07-经济学思维

2016-12-07　唐朝　唐书房

推荐一本刚读完的好书：罗辑思维主笔、铅笔经济研究社研究员李子旸老师的《经济学思维》。

大概是 2009~2012 年间，老唐也混过一段时间微博。主要兴趣就是和一大帮经济学同好吹牛、辩论乃至争吵，各种各样的命题。和子旸老师就是那个时间段认识的。网上聊的痛快，颇有些惺惺相惜的味道。

后来——忘记了是 2010 年还是 2011 年，反正是个秋天——有次他来成都，我俩差不多有近两天时间单独待在一起，喝酒喝茶吹牛聊天吵嘴。我俩同龄，我是五常经济学脑残粉，子旸老师那时是奥地利学派的坚定信仰者。在经济学领域，我们既有很多共识，也有不少分歧，加上俩人嘴皮子都还利落，你一段我一段的，只觉着时间不够用。

印象特别深刻的，是子旸老师有开放的头脑，没有国奥常见的那种真理在手、徜徉于牛 A 和牛 C 之间的气势，对某些理论不能解释的现实经济现象，会坦然说“这东西，我还没想明白”。

时光如梭，眨眼几年过去了。翻开这本子旸老师的新书，出于和他吵嘴的习惯，我会在看到题目的时候，默默猜一下他将要表达的观点是什么，会通过什么方法论证。最终，我不得不感叹：子旸老师提升了太多太多，显然我已经被甩下很远很远，以致于在阅读过程中，不得不常常拍腿叫好。

这本书有一股浓浓的亨利·黑兹利特《一课经济学》和巴斯夏的《看得见的和看不见的》所特有的气息。没有什么高深莫测的专业术语，没有任何复杂的数学公式，却能利用清晰的逻辑，将道理说的透透彻彻。以致于我看完后第一时间发给他的信息是：“你太适合做经济学科普了，说理特别清晰。”

子旸老师喜欢观察现实生活中约束理论发挥威力的那些约束条件，他相信人类的自利心和对美好生活的追求，以及出于自利而对这些约束条件作出的反应和相互之间的妥协，从中发现那些看上去怪异或不正常的现实背后藏着的合理和必然。

这种思维方式，在《投资最重要的事》中，被霍华德.马克斯命名为“第二层思维”，在《思考，快与慢》里，被丹尼尔.卡尼曼命名为“系统 2”。它们的共性，是让人不那么容易被本能和情绪支配。从这个意义上说，经济学思维对投资者来说，同样重要。

这是一本文集，不是宏大而系统学术著作，基本上每篇文章都在三四千字范围内，很适合快速阅读，一点儿不累。然而，文章水平的高低，并不是靠长短来区分的。本书用一篇一篇的短文，展示了面对一个个具体的现实问题时，怎么运用基本的经济学原理去理解和分析，甚至做出正确的预测。如果用投资来类比，就像一位投资高手拿着一家家不同的公司，不断的展示如何运用同一套理论完成估值、界定买卖区间、展示上涨或下跌的逻辑，并亮了实盘供围观。

围观一下，一定会受益匪浅的。千万别说，我对经济学不感兴趣，所以没有必要。经济学不仅是一门独立的学问，更是一种思维方式。尝试着去厘清世上很多“事与愿违”事件背后的道理，理解某些行为可能带来“意外之喜”的逻辑，看见那些普通人看见的表面背后所隐藏的必然。就是拿来网上网下吹牛侃大山，也会短时间内功力大增，让你的小伙伴顿生高山仰止万仞宫墙之心的。当然，也许书中某些观点，看上去很反直觉，甚至有点毁三观，可能你会不同意，甚至你会忍不住对着书和他吵架。恭喜你，炒赢炒输，你都定会大有收获的。

强烈推荐其中的《干掉计划经济的三种武器》、《理性还是非理性》、《无效的贸易战》、《教育投资：有用还是有益？》、《教育孩子的正确方法》、《越污染，越健康？》、《经济规律和市场规律》、《高额离职金的合理性》、《信息不对称--被夸大危害》、《价格竞争无输家》这几篇，坦率说，每一篇都值回书价，多读多赚，消费者盈余是大上天的。

第72篇.　　2016.12.07-关于广告

原创　2016-12-07　唐朝　唐书房

老唐，你被盗号了？

老唐，唐书房中毒了！

老唐，你居然推送广告？

老唐，你也开始骗粉丝了？

老唐，你胆大到给 p2p 站台？

老唐，你的广告发的太无耻了！

老唐，你自己买没买广告的 p2p？

老唐，你确定能保证 13%的收益吗？

老唐，毁三观了，你的伟大形象轰然倒塌！

老唐，我信错你了，取关……

老唐沉默，想看看反应到底有多强烈。

老唐没打算辩解，这里只列举十条事实：

事实 1：昨天的广告，不是盗号，不是中毒，就是老唐收钱发的；

事实 2：老唐写的文章，都会标“原创”，因而有留言和赞赏按键；

事实 3：老唐做推荐，非常严苛，会直接写明“推荐”或“经肉测”之类的文字；

事实 4：商业广告，会注明是广告，通常标题下面就会写明“广告”，或者文末会写上“商业推广，

不代表本人意见”；

事实 5：每天都有大量广告商找来，绝大部分会被拒绝，尤其是荐股入群类。但老唐不是桃花源中不食人间烟火的神，总有些人情无法拒绝，总有些价码让人心动；

事实 6：老唐也烦广告——六神磊磊的神广告除外，每次看他的文章，我都很期待猜出这篇是什么广告。在没达到六神那种水准以前，将心比心，我会控制 1 周不超过 1 次广告，无论是单独的还是文末附加的；

事实 7：老唐喜欢读完文章后的自愿打赏——那代表发自内心的认可和感谢，不喜欢将思想插上价格标签出售。所以，唐书房永远不会走收费阅读的路；

事实 8：唐书房所有文章中，打赏比例最高的是《雅 6》：100 人阅读 8 人打赏；其次为《雅 9》：100 人阅读 6 人打赏。其它的不提了。谢谢所有打赏过任意金额的朋友，谢谢你们；

事实 9：老唐个人的金融资产，除了有几十万生活备用金买的货基，随时用来套套利，其余部分始终是满仓股票，没有参与过任何合法或非法的理财项目。究其原因，不仅是平台可信度的问题，更重要的是，历史和逻辑都可以证明：股权资产预期收益率远高于债权；

事实 10：我们都是成年人，自带一颗会思考的大脑，不是需要呵护和照顾的宝宝。我们处在一个信息时代，天天遇到无数广告，对任何信息都要自行辨识，包括老唐发的——这是投资者的入门课程。看见“年化 13%”的表述，会直觉反应为 1 年保证收益 13%的，看好自行车，你可能是大忽悠的目标人群！

最后，说件搞笑的事儿：唐书房阅读量最高的文章，居然是这篇广告。费神费力的雅砻江系列，发出一个多月了，累积最高阅读也就四千出头，有几篇才两千多。这篇广告文，当天就过了六千。尴尬……

谢谢各位看这些垃圾文字！

如果影响了你的心情，

老唐表示抱歉。

要是长夜漫漫无心睡眠，

可以留言给老唐。

今晚，老唐也有点睡不着……

第73篇.　　2016.12.09-两投的风险因素1

2016-12-09　唐朝　唐书房

关于两投投资中的风险，老唐曾理过一下，抛开什么水坝垮了、核战争了之类没思考价值的臆想之外，能想到的风险，大致有 7 种。分别是：

1.升息带来利息支出增加的风险；

2.经济下滑带来的电力需求不振的风险。

3.上网电价政策性下调的风险；

4.来水量大幅降低的风险；

5.电煤价格上涨风险；

6.税收政策变动风险。

7.投资火电、新能源及海外的风险。

老唐试试分别来阐述一下个人看法，不知道能写几篇，反正我先扯着，你且看着，有几篇算几篇吧！

风险一、利率提升的风险。

水电具有投入大、建设期长、建成后收入稳定、收入含金量高、无应收坏账之忧等特点，从而以其贷款总量大、贷款期限长、还款来源可靠的特色，成为各大银行及债券投资人的挚爱。王八绿豆一对眼，金风玉露喜相逢，结局便是水电公司资产负债率高企不下。

前面谈过，资产负债率高低要结合商业模式来看，对水电公司而言，并不是坏事。若非国家强制规定自有资本金不能低于 20%，水电公司拿到建设许可后，99%的资金靠债务解决也是有能力的。但负债率高企带来的直接风险，便是利率变动直接影响利息支出，从而影响企业净利润。

例如，拿雅砻江水电公司自 2010 年以来的利息支出和净利润数据来看，如下表：

年份	利息资本化	当期利息	合计	净利润	利息/净利	总负债	总负债利率
2010	14.6	8.4	23	7.3	315.07%	575	4.00%
2011	20.8	7.4	28.2	5.2	542.31%	668	4.22%
2012	26.5	13	39.5	10.3	383.50%	828	4.77%
2013	22.5	27.1	49.6	33.8	146.75%	923	5.37%
2014	8.3	44.8	53.1	69.9	75.97%	952	5.58%
2015	5.4	43.5	48.9	77.8	62.85%	933	5.24%

备注 1：单位亿元。

备注 2：当期利息指利润表里的利息支出，加上资本化进入在建工程的利息。

备注 3：为省事儿，总负债一律里没有去掉经营性负债部分。

目前公司总负债九百多亿，利率每变动一个百分点，将会给公司增加或减少 9 亿左右的支出。所以，未来利率的变化趋势，是影响企业利润的重要因素。

要预测利率变化，有点超出老唐的知识水平了。这种事儿，五六年前乃至更早以前，老唐倒也无知者无畏，经常指点江山、挥斥方遒，仿佛小川是臭棋篓子，应该换老唐上一样。现在是越来越不敢放肆了。正所谓知识的岛屿越大，无知的海岸线越长。利率变动涉及到因素实在太多，不仅有经济因素，还有政治因素，顶级银行家们也常常预测错误，何况一个半罐子票友呢！

好在，我们是做投资的，对于利率而言，我们考虑的问题不是它会升会跌，会升到哪里或会跌到哪里——那归冲击诺奖的经济学家们管。我们要考虑的问题是：假设利率上升，能对投资回报造成多大伤害。这难度就几何倍数降低了。我们先看 25 年来我国长期贷款利率走势图

首先可以有轮廓性的印象，总体而言，长期贷款利率是一个向下寻底的过程。这个也有逻辑支撑，法币时代，大的趋势是货币供应量总是超过潜在需求（所以才有通货膨胀一说）。既然总体上是供大于求，作为货币价格的利率，大趋势就是向下的。

其次，利率的变动大体来说是缓慢的。1996 到 1999 年的陡峭下跌，仅是对 1996 年之前畸形上涨的一种修正，这种变化是有其深刻的政治经济背景的，预计未来很难再看见了。这种背景，我拷贝一段即将出版的《手银》里的话介绍一下：

在《人民银行法》和《商业银行法》颁布实施以前，我国的银行空有其名，实际上就是政府的钱袋子。只是个出纳角色，并非依赖信誉经营风险的金融机构。其主要功能仅在于尽可能低成本乃至负成本（存款利率低于通货膨胀率）吸收居民储蓄，然后补贴政府和国有企业。

据《中国统计年鉴》数据，这种负成本最严重的情况出现在 1994 年，真实存款利率（名义存款利率－通货膨胀率）为-10.72%。而当年国有企业贷款享受零利差，即国企平均贷款利率=居民名义存款利率，银行扮演着政府及国有企业掠夺普通人财富的帮凶角色。

这种情况下，银行的经营水平可想而知。以工商银行 2006 年申请上市的招股说明书披露数据看，在 1999 年 1 月 1 日以前首次发放、截止上市前尚未到期或者尚未归还的贷款，不良贷款率高达 50.66%。更夸张的是 2004 年数据，不良贷款率为 73.97%。

工商银行如此，其他银行也好不到哪儿去。据《金融研究》2005 年第 12 期刊登的央行调查报告《国有商业银行账面不良贷款、调整因素和严重程度：1994—2004》数据，截止 2000 年末，国有商业银行账面总体不良贷款率高达 29.18%，如果加回政策性剥离不良贷款的因素，不良贷款率实际数据为 55.11%，不良贷款余额超过 3.68 万亿。

要知道，2008 年，在全球金融危机的猛烈冲击下，我国银行业的不良贷款率也只有 2.42%；而截止 2015 年底，我国银行业贷款总量是 2000 年的约 15 倍，不良贷款余额尚不足 2 万亿。

那完全是一个搞到贷款就等于获利的时代、一个借钱的人没想过偿还的时代、一个权力掏空人民腰包的时代——当然，央行调查数据也承认，不良贷款中仅有约 20%是银行经营因素造成的，其他部分主要由政策性因素导致。

只有在以法律形式禁止了央行对政府的透支，禁止了央行直接认购、包销国债及其他各级政府债券，禁止了央行向各级政府及政府部门发放贷款，禁止了央行对银行以外的机构或个人直接提供贷款……后，

中国人民银行才转变为真正意义上的中央银行，我国的商业银行体系开始建立。

通过 1999 年国家建立的四大资产管理公司（长城、信达、华融、东方），对口承接了银行担任出纳时无规则发放的烂账，银行实现了凤凰涅槃。伴随着 2003 年 4 月 28 日，银行业专门的监督管理机构——中国银行业监督管理委员会（简称银监会）成立，以及 2005 年至 2010 年间，四大国有银行的陆续上市，银行业规范经营时代来临了。

这种背景下，我国银行业出现了爆发式增长。截止 2016 年上半年，总资产规模超过 212 万亿，净资产超过 16 万亿。拥有各类银行 2000 多家，农村信用社及资金互助组约 1500 家，企业集团财务公司 200 多家，其他非存款类金融机构 100 多家。

再次，目前处于连续多次降息的底部区域，从纯粹概率的角度说，也从投资者保守角度考虑，未来利率上行概率比下行概率大——所谓投资者保守角度，意思是：利率下跌带来的额外盈利，我们不管。我们只操心事情变糟，利率上升，对我们带来的伤害能否承受。

最后，在上述判断的基础上，我们看看，假如利率上行，给两投带来什么影响。两投资产太多，一一厘定的工作量太大，老唐还是以核心资产雅砻江水电举例，反正雅砻江水电估明白了，两投也就八九不离十了。

下图是过去五年里雅砻江水电公司负债利率与长期贷款基准利率（5 年以上）的对比图：

图中具体数据如下表：

时间	总负债利率	长贷基准	总债利率/基准
2010	4.00%	6.40%	62.50%
2011	4.22%	7.05%	59.86%
2012	4.77%	6.55%	72.82%
2013	5.37%	6.55%	81.98%
2014	5.58%	6.15%	90.73%
2015	5.20%	4.90%	106.12%

总体来看，在基准利率较高的时候，雅砻江的总负债利率在长贷基准之下，享受一定的折扣。这个不难理解，就好比信用良好的个人买房按揭可以享受基准利率打折一样。

和我们通常知道的中小企业和个人贷款贷款难情况不同，历史上，雅砻江建设所需贷款，那可一直是各大银行在成都设立专门的公关机构，排着队找上门，疏通各种阻碍，力拼争抢放贷资格的金饽饽。

这种趋势，在 2014 至 2015 年的降息周期中，出现了反向运动，公司的负债利率，超过了长期贷款基准利率。这是怎么回事呢？且听下回分解……

第74篇.　　2016.12.12-两投的风险因素2

2016-12-12　唐朝　唐书房

上回说到：在长贷基准利率较高的时候，雅砻江负债利率在基准之下，享受一定的折扣。但在 2014 至 2015 年的降息周期中，出现了反向运动，实际负债利率，超过了长期贷款基准利率。如下图：

这是怎么回事呢？

研究雅砻江负债明细会发现：　根子出在雅砻江开发之初，签订的长期（10~30 年）固定利率贷款上。据公司披露信息，公司早期签下的固定利率长期贷款，主要是以下 4 笔：

①2005 年 11 月，公司与国家开发银行、中国农业银行四川省分行、 中国工商银行股份有限公司四川省分行三家银行签署总额 达 196.63 亿 元 的 锦 屏 一 级 水 电 站 银 团

贷款合同（合同编号：5101100013005540143），固定利率5.895%，2030年12月20日到期。

②2007年7月公司与国家开发银行、中国银行股份有限公司四川省分行、中国工商银行股份有限公司四川省分行等七家银行签署总额达240亿元的锦屏二级水电站项目银团贷款合同（合同编号：5101100012007540201），锦屏电站建设资金得到保障。固定利率5.895%，2032年7月25日到期。

③2009年10月22日公司与国家开发银行股份有限公司、中国建设银行股份有限公司四川省分行、中国农业银行股份有限公司四川省分行、中国银行股份有限公司四川省分行、中国工商银行股份有限公司四川省分行、中信银行股份有限公司四川省分行和国投财务有限公司为官地、桐子林项目签署了总额179亿元的银团贷款合同（合同编号：2009基本建设银团贷款001号和2009基本建设银团贷款002号），落实该两电站项目建设所需的长期信贷资金。利率5.346%和5.40%，2035年10月18日到期。

④2010年6月3日,公司与中国农业银行股份有限公司四川省分行、中国建设银行股份有限公司四川省分行为雅砻江卡拉、杨房沟水电站交通专用公路工程项目签署了总金额35亿元银团贷款合同(合同编号:NO.51101201000003923/3924），使交通专用公路工程项目建设资金得到落实。利率5.535%，2030年12月12日到期。

以上4笔固定利率的贷款，合计授信总额650亿，数额达到了雅砻江当前总负债的2/3。这部分综合下来，利率负担约为5.73%。因此，当长贷基准降至5.73%以下时，这些固定利率贷款就会拖累公司负债利率的下降。

这个不难理解，2005~2010年间，长贷基准利率一直在6%~8%之间，谁也想不到今天市场利率会跌到3%+，正如我们现在也无法准确判断2020年~2025年间的利率状况一样。

今天利率是3%+，上述贷款给雅砻江的银行，笑的合不拢嘴，年度表彰大会上绝对吹的牛皮爆棚，感觉就是当时的决策者捆上八戒这个拖累，智商也要比诺奖得主水平高一点点。要是今天的利率是7%+，就该雅砻江管理层吹牛皮。但依老唐看，九成九都是瞎猫碰上的死耗子。

以上几笔固定利率负债都是2030年或以后到期，这部分利率支出，不以市场利率变化而变化。因此，真正影响负债利率的只有其他负债了。我们只需要假设出其他约300亿左右的负债，利率会怎么变，大致就能知道总的利息支出了。

简单粗暴的以2015年总负债利率5.2%，其中2/3按照5.73%估算（贷款不一定全部使用，会按照建设进度比例使用，所以只能是估算），推算出剩余1/3负债利率约为4.14%（其中有部分经营性无息负债），约为目前4.9%长贷基准的85折，大体符合常识。

另外，国投最近成功发行的两期五年期的债券（起息日分别为2016年10月27日和2016年11月18日），利率分别为3.1%和3.32%，分别约为长贷基准的64%和68%。

在64折、68折和85折中，我们选取较高基准，假设未来几年，公司现有负债的1/3平均按照长贷基准利率的85折付息。接着，我们就可以通过几个假设来模拟2017年及之后的利润表财务费用了。

假设1：自2017年开始，中国进入加息周期。至于频率，拍脑袋按照2017年1次，2018年2次，2019年3次，每次加息25个基点（0.25%），至2020年将长贷基准利率提升至2010年6.4%的水准——之所以

只预测到 2020 年，是因为 2020 可能有两河口和杨房沟的新机组投产，变量更多，测算难度更大了。

假设 2：按照 2016 年三季报在建工程总额 355 亿，其中 80%使用贷款考虑，这部分贷款的利息不需要在利润表列支，而是进行资本化处理，进入在建工程总额。所以，可假设需要在利润表体现利息支出的债务共有 975-355×80%=691 亿。

假设 3：公司每年产生的折旧，要么作为资本金投入新项目，要么用于归还借款。由于假设 2 已经假设新项目用贷款支付（配套资本金用分红剩余的净利润投入），这里就假设年折旧 32 亿均用于归还现有项目的贷款本金。

在上述三个假设下，我们可以得出下表

年份	情景	入表贷款	假设长贷	1/3 贷款成本	实际利率	利息支出
2016	————	691	4.90%	4.14%	5.20%	36.00
2017	加息 0.25%	659	5.15%	4.02%	5.16%	34.00
2018	加息 0.5%	627	5.65%	4.32%	5.26%	32.98
2019	加息 0.5%	595	6.15%	4.72%	5.39%	32.09
2020	加息 0.25%	563	6.40%	5.02%	5.49%	30.93
备注 1：1/3 贷款的成本为年初年尾的简单算术平均值的 85 折估算；备注 2：入表贷款以 2016 年需要利润表列支 691 亿贷款利息为起点，每年用折旧归还 32 亿；备注 3：实际利率以 2/3 为 5.73%，1/3 为当年贷款成本计算。						

结论：在 2017~2020 年连续加息 6 次的假设条件下，雅砻江水电年利息支出约 31~34 亿间，同比 2016 年减少约 2 至 5 亿。在 15%所得税的条件，利息因素增加净利润 1.7 亿至 3.4 亿。

补充说明：在利息支出方面，还有个不确定的利好因素，财政贴息：雅砻江水电的实际控制人国投集团，全称“国家开发投资公司”，其背景是国家财政部。近水楼台先得月，公司历年来获得了不少国家财政贴息。

截至 2015 年末，公司累计获得财政贴息资金 23.44 亿元，其中二滩水电站累计获得财政贴息资金 14.96 亿元，锦屏一级水电站累计获得财政贴息资金 4.33 亿元，锦屏二级水电站累计获得财政贴息资金 2.81 亿元，官地水电站累计获得财政贴息资金 0.94 亿元，桐子林水电站累计获得财政贴息资金 0.38 亿元。

但是，这玩意儿需要年年申请，不是定额，也没有明确的规则。究竟财政部给不给、给多少，那是需要“领导酌情考虑”的（你懂的），所以只能是一个利息支出方面的不确定利好因素。

老唐，不是说好谈风险的嘛，结果推导出来个利好因素？真不是故意的，老唐核定过各种假设，确实没发现什么过于乐观之处。不信，你也可以仔细瞅瞅。当然，别高兴太早，后面还有六大项风险等着我们呢！

然后，文末老唐要留个思考题了：什么情况下会加息？加息的经济状况与电量和电价会有没有什么关联？请留言说说您的看法！

另外，唐书房有可能会停更一周左右。周末，出版社把《手把手教你读财报 2》的编辑样稿快递过来了，需要老唐在一周内完成全书的精校，工作量不小，估计没时间码文了。各位先翻翻老文或者别处散散心，握手 ing……

第75篇.　　2016.12.19-两投的风险因素3

2016-12-19　唐朝　唐书房

前面两篇谈风险的文章，留言数量和打赏人数均出现明显锐减，暴露了读者潜意识里并不“真心”喜欢这个主题。或许，我们内心或多或少都有些叶公情节？不管喜欢或不喜欢，老唐自己挖的坑，含泪也要填了——当然，大家不怎么喜欢的坑，老唐就不谈那么细了，简单点儿填！

老唐前面罗列了七大风险，用了两篇来谈了加息可能带来的风险问题。这才没几天，上周四美帝就启动了加息，与之相伴的，是国债收益率周四飙升至3.34%（还记得吗，前段时间文章里还提到过国债利率为2.8%左右），周四债券市场投资者尸横遍野、哀鸿一片。

今天一锅烩，聊聊剩余的电力需求、电价、煤价、投资火电新能源、投资海外、雅砻江来水、税务政策等相关风险。

首先谈电力需求方面的问题。能源是人类活动的物质基础，人类社会的发展离不开优质能源的出现和先进能源技术的使用。可以说人类文明史，就是一部能源利用史。从我国历史GDP增长数据和用电量数据中，可以明显看出显著的正相关关系。

下图是本世纪中国经济GDP名义增长率和用电量之间的关系。所谓名义增长率可以简单理解为没有去掉通胀的GDP增长。真实GDP增长数据和用电量之间的关系，相关性略差，就不上图了。

这份图，一眼看过去，至少有三个要点是可以注意到的：

1）用电量绝对值始终保持增长，但最近几年的增速在放缓；用电量增速和GDP增速亦步亦趋，显示了良好的相关性；

2）2015年，无论是GDP增速，还是用电量增速，都创下了世纪新低。很不幸的说个小秘密：本届是2012年上台的，自己对照图表看2012年至今的GDP增长率和用电量的增长率；

3）如果用电量增长和GDP走势出现背离，很可能是GDP数据掺水了，或者是用电量增长率提前预告了GDP走势。例如2004、2007、2009、2011、2013、2014年。

——所以，连克强总都更相信用电量指标，2007年任辽宁书记的时候，克强总创造过一个被国际投行广泛认可的著名经济指数Li　keqiang　index——以耗电量、铁路货运量和贷款发放量为因子计算。

在 GDP 增长与用电量增长之间的关系上，专家的研究结论是酱紫滴：

用电量与经济增长变化基本同步。1998—2007 年，我国国内生产总值同比增速由 7.8%提高至 14.2%，而同期电力消费增速总体上呈现上升的态势；2008 年，受国际金融危机冲击，我国经济增速大幅回落，用电量增长也明显回落；在大规模刺激政策的作用下，2009—2010 年我国经济增速回升，用电量增长加快；2011—2015 年，随着经济增速的回调，用电量增长呈现放缓态势。

计量分析表明，1998—2014 年全社会用电量与国内生产总值增速的相关系数达到 0.741，工业用电量与工业增加值增速的相关系数高达 0.898。从用电量看，在经济上行期，我国电力消费增速一般快于 GDP 增速，在经济下行期，电力消费增速往往下滑更多。

我们再看另一张图

这张图里，如果用装机总量（万千瓦）和用电量（亿千万时）对比，图表坐标落差太大，不利于观察。老唐采用了一个变通方法，用 2000 年的用电量/装机总量，得出一个系数（实际上就是机组利用小时），然后用这个系数乘以历年的装机总量，得出一个观察指标，暂定名为“发电能力”，代表着假如当年装机总量按照基准年 2000 年的运行时间所具备的发电能力。这不是一个专业术语，仅仅是为了便于观察装机总量和用电量之间的关系。

备注：1 千瓦时，俗称 1 度电，代表着 1 千瓦装机运行 1 小时所发出来的电。一年 365 天有 8760 小时，但由于水电的枯水季，火电的检修以及用电高峰低谷的变化，机组年平均运行时间通常只有 4000 小时上下。

观察这个图能够发现：

1）装机总量绝对值也是一直在增长；从增速上来说，自 2006 年到 2014 年，装机增速是一直在下滑，但从 2015 年开始出现增速加大趋势；

2）2000 年到 2007 年，我国装机总量一直有潜在危机，体现在图表上就是用电量超过发电能力。2008~2011 年，基本能够满足需求。而自 2012 年之后，发电能力开始过剩了；

3）2014 和 2015 年用电量增速大幅下滑，同时装机增速持平和高速增长，由此造成电力供应增长大于

需求增长，机组运行小时下降，电力企业收益下降。

以上两张图可以看出，2015 年电力企业日子不好过的主要原因是 GDP 增速下滑和装机增速提升的两大因素叠加共振了。至于未来电力市场是否好过，同样是这两个问题：一是经济增长速度高低，二是装机增速与用电增速之间的大小关系。那么，未来 GDP 会怎么走，装机容量如何变呢？

未来 GDP 怎么走？答：老唐不知道。老唐知道的是，2016 年 11 月份，全社会用电量 5072 亿千瓦时，同比增长 7.0%，全国所有省份 11 月用电量均出现同比正增长。2016 年 1 至 11 月，全国全社会用电量累计 53847 亿千瓦时，同比增长 5.0%。上面那张用电增长率曲线，可以从 0.48%向 5%画一条线，至于趋势，请自动脑补。

不仅老唐个人不知道未来的 GDP 会怎么走，而且老唐不觉得哪位高人有这个预测能力。现实世界里，一堆经济学家挨着猜，反正围绕着党国定的标准上下 0.1%加加减减，总有猜中的。

我只知道，我天朝人民强大的拜金主义倾向（褒义词）、对财富的无限追求以及乐意为此付出的牺牲，绝非欧美发达国家吃福利的懒虫可比。

我还知道，天朝互联网及移动互联网已然有了独步天下的架势，除了对 zhegnzhi 内容有屏蔽之外，在经（zhuan）济（qian）相关知识的学习上，天朝人民及天朝企业不仅有着沙漠渴求雨水滋润一样的心，也有着发达通畅的学习渠道。

我也知道，我天朝 mz 集中制，在那啥上不尽人意（出于都懂的原因，不是这里要讨论的话题。即使你留言发表高论，我也不给你上墙，嚯嚯），但就经济效率而言，绝非事事都要讨好选民的国家可比。

再加上天朝以县级掌握土地，税收纵向分账、横向竞争的合约体制（这部分内容可以学习张五常的《中国的经济制度》一书，很容易读的，中英合订本，中文部分一共只有 73 页纸，定价才 25 元，电商还有折扣），具有强大的竞争力，因此，我对天朝经济发展前景非常乐观。

至于未来装机容量怎么变？这个好预测，因为装机有政府规划，而是否允许建设这些项目，天朝政府有发言权，所以，大体来说，结果和政府规划目标差距不会很大。前不久，我国电力工业十三五规划刚刚披露，主要指标如下图：

“十三五”电力工业发展主要目标

类别	指标		2015年	2020年	年均增速	属性
	名称	量纲				
电力总量	总装机	（亿千瓦）	15.3	20	5.5%	预期性
	西电东送	（亿千瓦）	1.4	2.7	14.04%	预期性
	全社会用电量	（万亿千瓦时）	5.69	6.8～7.2	3.6～4.8%	预期性
	电能占终端能源消费比重	（%）	25.80%	27%	[1.2%]	预期性
	人均装机	（千瓦/人）	1.11	1.4	4.75%	预期性
	人均用电量	（千瓦时/人）	4142	4860～5140	3.2～4.4%	预期性
电力结构	非化石能源消费比重	（%）	12%	15%	[3%]	约束性
	非化石能源发电装机比重	（%）	35%	39%	[4%]	预期性
	常规水电	（亿千瓦）	2.97	3.4	2.8%	预期性
	抽蓄装机	（万千瓦）	2303	4000	11.7%	预期性
	核电	（亿千瓦）	0.27	0.58	16.5%	预期性
	风电	（亿千瓦）	1.31	2.1	9.9%	预期性
	太阳能发电	（亿千瓦）	0.42	1.1	21.2%	预期性
	化石能源发电装机比重	（%）	65%	61%	[-4%]	预期性
	煤电装机比重	（%）	59%	55%	[-4%]	预期性
	煤电	（亿千瓦）	9	<11	4.1%	预期性
	气电	（亿千瓦）	0.66	1.1	10.8%	预期性
节能减排	新建煤电机组平均供电煤耗	（克标煤/千瓦时）	-	300	-	约束性
	现役煤电机组平均供电煤耗	（克标煤/千瓦时）	318	<310	[-8]	约束性
	线路损失率	（%）	6.64%	<6.50%		预期性
民生保障	充电设施建设		满足500万辆电动车充电			预期性
	电能替代用电量	（亿千瓦时）	-	4500		预期性

1.[]为五年累计值
2.2015年煤电平均供电煤耗根据中电联公布的火电平均供电煤耗估算

唐书房

一目了然。未来五年总装机年均增长 5.5%，其中火电年均增长 4.1%，至 2020 年煤电装机占比由当前的 59%下降到 55%。现役煤电平均煤耗从 318 克/kwh 降至 310 克/kwh 以下，新建机组煤耗小于 300 克/kwh。

水电年均增长 2.8%，抽水蓄能年均增长 11.7%，核电年均增长 16.5%，风电年均增长 9.9%，光伏年均增长 21.2%。西电东送年均增速 14.04%。顺带说一声，昨天（12 月 16 日）发改委刚刚印发的《可再生能源“十三五”发展规划》，原文清楚的写着可再生能源的并网运行和消纳指标：“到 2020 年，基本解决水电弃水问题，限电地区的风电、太阳能发电年度利用小时数全面达到全额保障性收购的要求。”——这种直接要求国家电网收购谁家电的事儿，请相信发改委具备这个神力来达成规划指标。

以上因素，可以直观的看到，国投目前正在投的风电和光电，都是产业政策鼓励的东西。所谓鼓励当然不是喊口号，而是从购电数量、购电价格以及税收政策上予以支持。保证有钱赚就是最好的鼓励方法。所以，在国投投资新能源这个问题上，我觉得担忧是多余的——这种担忧，通常只需要一根大阳线就解决了，如果一根解决不了，那就是需要两根。风电和光电是世界的方向，是未来的方向，作为一个以电力为主营业务的企业，不要说目前尚能赚钱，就是现在不赚钱，也需要尽快抢占风光资源。

为什么要抢占呢？因为电力行业有它的特殊性。有限的发电厂、巨大资本要求、电力输送限制以及输电损耗（上图中的线路损失率指标，会提高远距离购电成本）等因素的存在，导致电力市场更像一个寡头垄断的有限规模市场，一旦你在这儿建立了，就很难有其他人进入，你的用户也将对你的供应形成依赖，很难换用其他供应商。同样，一旦别人抢占了，你也很难再有机会插一脚。这种有限规模市场下，总体而言，资本回报是具备护城河的（参看前段时间发的书评《投资的护城河》）。

——未完待续——

「网络上出现了不少直接拷贝唐书房原文及图片的“深度研究报告”，改动之处主要集中在作者名及

文中的“老唐”自称。虽然老唐免费分享、乐见转发转载，但对这种特意删改作者名儿的行为还是有些不舒服。所以从本篇开始，图片设置为显示“唐书房”水印，若有影响阅读之处，还望见谅！」

第76篇.　　2016.12.19-两投的风险因素4

2016-12-19　唐朝　唐书房

——（续上篇）——

其实火电也一样。从十三五规划来说，火电的日子总体上是不好过的。因为要给新能源腾市场份额，也因为大国承诺“要降低化石能源消耗”，同时还要提高环保要求，降低煤耗标准，这些统统都是压力。

十三五期间,虽然数据上规划了 2 亿装机的增长,但根据国家能源局副局长李仰哲 12 月 10 日在“2016 年能源大转型高层论坛”上透露的信息：“实际上，在‘十三五’期间新投产的 2 亿千瓦煤电机组中，1.9 亿千瓦都属于‘十二五’期间已经布局规划并开工建设的接转项目，‘十三五’新开工的煤电机组只有 1000 万千瓦。”据业内专家介绍，目前全国在建、在审及规划的煤电项目已经有 4 亿左右装机了，最终要取消、推迟、淘汰一半左右，高层遏制煤电继续上项目的决心，显露无疑。

即便新开工只有 1000 万千瓦，但就 2020 年将达到的 11 亿千瓦装机总量而言，国内能源专家大多认为是过剩的，未来依然要依赖经济手段和环保手段淘汰一批落后机组。未来，能生存下来的煤电，只能是那些①生产成本低、成本管控能力强的企业；②机组容量大，在当地电网供电市场占有率高的企业；③安全生产管控能力强，没有或较少发生安全事故的企业；④环保数据好，单位发电污染物排放量少的企业；⑤对当地贡献大的，比如承担当地供热或为当地大企业直供电的企业。

那么，国投的火电是否属于能活下去的类别呢？又看图

这个图很直观，通俗的理解，装机多的省份，电力企业日子就不好过，如果是装机多、经济还不发达的省份，就更是额头若隐若现一个大写的草书：死。反之，在装机少的省份，电力企业日子就好过，如果是装机少，经济还比较发达，那就有旺股东相。

盘点国投控股火电主要新建项目所在地：天津、福建、广西（对了，上周最新消息：钦州二期4号百万机组刚刚建成了，正在检查验收），另外就是参股火电企业的大头：江西和江苏了。2016年1至11月的分省用电量增速数据中，江西同比增长9.4%，江苏同比增长6.9%，福建同比增长6.2%，分列全国各省增速排名的5、8、11名（天津和广西介于0%~5%之间，具体数据及排名不详）。

顺便说一声，四川省2016年1~11月水电发电量全国第一，累计发电2538亿kwh，同比增长7.5%，

占全国规模以上水电厂发电总量的25.8%。外送电量1258亿kwh，居各省外送电量第一，同比增长3.5%。

以数据观察，天津、福建、广西、江西，应该都属于经济中不溜，装机偏少的省份。广西未来的经济增长，去年习总给的定位：“发挥广西与东盟国家陆海相邻的独特优势，加快北部湾经济区和珠江-西江经济带开放发展，构建面向东盟的国际大通道，打造西南中南地区开放发展新的战略支点，形成21世纪海上丝绸之路与丝绸之路经济带有机衔接的重要门户”。

福建，则是习总的老根据地、第二故乡，所谓龙兴之地，从1985年一直干到2002年。现在中央给福建的定位是“21世纪海上丝绸之路核心区”。可以预计，在习总任上，福建的经济应该会有较大发展。但目前福建的火电厂，情况暂时还看不到乐观面，2016年1~11月发电量同比负增长18.9%，全国垫底。设备利用小时同比降低676小时，全国垫底。

江苏省，虽然装机量比较大，但由于江苏经济发达，仍然处于缺电状态。以最近的上海电力收购江苏电力相关披露资料看，江苏省2015年电力缺口1400万千瓦。2015年全省火电平均利用小时5125小时，高于全国平均水平796小时，位列全国第三。2016年1~11月，江苏火电利用小时4248，高居全国第二，高出全国平均水平892小时。江苏省内的火电，日子滋润着呢！（别忘了，江苏还大量从雅砻江买电）

在经济发达及未来可能会有较大发展的区域，投产技术先进、环保达标的百万机组，迅速占领未来的区域市场，形成寡头垄断优势，即便真有短期亏损，我也不认为这会形成负资产。这就是老唐对国投发展火电和新能源的相关风险认识。

关于新能源，还有个规划中的东东可以YY一下：雅砻江沿线风电和光电。这是一个目前市场普遍不太看好的规划（等股价涨起来以后，就会变成普遍看好了），然而由于道路交通电力输送等基础设施可以共享雅砻江水电已有便利，且沿线地广人稀，攀枝花和西昌一带又以日照时间长著称，加上和两河口、锦屏和二滩三块大电池（水库可以看作一种近似的大型储电设备）的配套，雅砻江水电发展风电和光电，先天就有成本及稳定性优势的——现在说这个似乎还有点YY，太早了！但是真等西电东送能力从2015年的1.4亿千瓦，增加到2020年的2.7亿千瓦以后，再回头来看这个规划，就不觉得意淫了。

电价和电煤价格上涨风险，可以放在一起说。在电价问题上，现在的政策就是煤电联动，总体原则是电价跟着煤价涨跌。以对发改委决策的影响力而言，电力企业号称五大集团四小豪门（五大集团：中国华能集团、中国大唐集团、中国华电集团、中国国电集团、中国电力投资集团。四小豪门：华润电力、国投电力、国华电力、中广核），全部是世界五百强企业，其政治影响力和经济实力相对于大型煤企，有过之而无不及。伴随着2016年电煤指数的持续上升，笼罩在电力企业头上的电价下调预期实际上已经在散去，并可能转化为电价上调预期。

煤价的上涨以及高位盘整，对水电是利好消息，有利于低成本水电的销售。目前主要煤企和电厂之间的长期协议价是以535元/吨为基础，然后双方分摊涨跌幅。相信那么多靠煤生存的人，比我专业。个人觉着大概率来说，2017年的煤炭就是以535为中轴晃荡。部分煤耗高、排放不达标需要投资改造、本地电力供求失衡严重的火电厂，可能日子难过。

关于来水量，对于部分规模较小，流域面积较小的水电企业是个问题，但对雅砻江不是问题。水文资料这样形容雅砻江：雅砻江全长1571公里，流域面积约13.6万平方公里，上游区降雨量为600～800 mm，中游区1000～1400mm，下游区900～1300 mm。 沿途有众多支流，流域面积大于100平方公里的支流有290条，其中大于500平方公里的有51条，大于或接近10000平方公里的主要支流有鲜水河、理塘河、安

宁河等。雅砻江径流水量一半由降水形成，一半为地下水和融雪/冰补充，年际变化不大，水量丰沛而稳定，河口多年平均流量 1890　m/s，年径流量 596 亿 m。丰水期（6～10　月）径流量占全年的 77%。

税收方面，增值税和所得税优惠到期后是否继续享受，是政策的未知因素。这个因素，作为投资者，估值的时候，按照到期不继续享有优惠政策考虑即可。若到期后能够继续享受，当做意外惊喜对待。

还剩个海外投资风险。这块儿实在是因为老唐渣英文，所能阅读的资料太少，对真实情况了解不多，只能根据常识大概谈谈。一个大型电力企业，在国内产能过剩的情况下，出海发展，这个是必然的——不然怎么办，守在那儿收钱然后全分掉？以上海电力为例，上海电力现在在马耳他、巴基斯坦、日本的项目，进展都不错，都实现了盈利。接受的伊拉克土耳其国家电站的管理业务，也还不错。

但坦率说，这帮人对海外的政治法律经济环境是否理解和适应，是否有能力在海外发展，现在老唐是不敢抱有多大希望的，但也没有必要妄自菲薄，就当个投石问路的实验好了。毕竟根据世界银行今年的报告数据，全世界还有 11 亿人生活在无电状态下（一半在非洲），同时，发达国家也在努力走淘汰火电，发展新能源的路，外面的世界还是很精彩的。

商业，总要需要承担一些风险的，只要能给我足够补偿风险的折价即可。就目前的国投电力的价格而言，这些风险，我个人觉着“水电超值，其他白送”的价格作为风险补偿，我可以接受。你呢？

文末，插一段关于利息支出的补充资料。

谢谢读者@王云飞　翻阅国投电力 2013 年年报，发现了一段被老唐忽略了的信息披露：关于锦屏一级、锦屏二级及官地的银团贷款，和当初签订合同时披露的利率有不同之处。看来后来又继续商谈过，老唐手头的资料 out 了。年报里这样披露：

单位：元 币种：人民币

贷款单位	借款起始日	借款终止日	币种	利率（%）	期末数	期初数
					本币金额	本币金额
锦屏一级水电站项目银团	2005 年 12 月 21 日	2030 年 12 月 20 日	人民币	同期同档次人民币贷款基准利率基础下浮 10%	17,860,000,000.00	15,820,000,000.00
锦屏二级水电站项目银团	2007 年 7 月 26 日	2032 年 7 月 25 日	人民币	分段计息，2007-2016.7.25 固定利率 6.642%，2016.7.26-2032.7.25 同期同档次基准利率下浮 10%	17,812,000,000.00	13,727,500,000.00
雅砻江官地水电站项目银团	2010 年 10 月 8 日	2035 年 10 月 7 日	人民币	5.3460	8,138,000,000.00	5,820,500,000.00
国家开发银行四川省分行	1995 年 11 月 21 日	2019 年 11 月 20 日	人民币	五年期以上下浮 5%	4,633,640,000.00	5,633,640,000.00

唐书房

这是比前两篇估算中更为乐观的因素，尤其是锦屏二级 178 亿银团贷款，2016 年 7 月 26 日之后，从 6.642%的利率，直接跌落为长贷基准的 9 折，节约的利息支出比我原文预算要高很多。因为是乐观因素，老唐就不再啰嗦了，以免看起来像是在竭力推荐一样。有兴趣细究的朋友，可以依葫芦画瓢自己算。谢谢

第77篇.　　2016.12.21-《手银》的简介和目录

原创　2016-12-21　唐朝

这是一本投资者写给投资者的书；

这是一本银行股财务报告的说明书；

这是一本银行股投资者必备的工具书；

这是一本人人都能看懂的银行业学习指南。

在多年投资银行股的过程中，老唐不断发现问题，不断解决问题，最终在书柜里留下了超过 60 本与银行业知识相关的书籍。

这 60 多本书，大致可以分为三类：

第一类，面向银行业从业人员的各类培训教材，如面向普通员工、银行财会、客户经理、信贷员、支行行长的；

第二类，面向专家学者的理论书籍，如探讨银行业风险经营的、探讨银行业改革或转型的、探讨银行业如何面对互联网金融的、探讨数字时代银行业新模式的、探讨如何加强银行业监管的、探讨货币创造与经济结构的，等等；

第三类，面向券商研究员的，主要探讨银行业各类估值方法，以及对多家银行数据和指标对比分析的。

第三类算是和投资者沾边，其中比较好的有现任央行副行长潘功胜的《上市银行价值分析》、杰恩·德米内的《银行估值与价值管理——存贷款定价、绩效评估和风险管理》、王胜春等人编著的《中国上市银行年报分析》。

前两本侧重谈银行的各类估值方式、影响银行利润增长和估值变化的各种因子，全面且专业，缺点是模型和公式太多。尤其是杰恩·德米内教授那本，坦率地说，500 多页的图书，至少有 1/3 老唐是跳着读过去的。后一本，每年所有银行年报出完以后，都会出新版，不仅对每家银行的数据做出统计，还会从多个不同角度，对同业数据进行专题对比。

然而，这中间有个断层。

作为投资者，翻开常常厚达三四百页的银行股年度财务报告时，你会发现大量显著区别于普通企业的表述方式。面对全新的生意模式，有很多专业术语，各种数据之间的关系也显得扑朔迷离，让人感到云山雾罩。

这时候，想解开疑惑，翻第一类书，你会发现很少有涉及。即便有，也是散落在数本乃至数十本不同业务类型中；第二类书，直接以这些术语和数据作为基础，丢出来一串串复杂的数学模型和公式，默认读者都是金融专家；第三类书则侧重对这些数据的估算和对比。

然而，天哪，他们看上去很厉害的样子，但究竟在说些什么呢？不知道，我还是装死算了！　投资者就这样被迫离开，或者索性进入以 PE、PB、ROE 等简单数据为投资依据的阶段。

老唐想补上这个断层，于是有了这本书。

这本书，只有不到 20%的部分涉及银行估值和不同银行间的对比，另外超过 80%的笔墨用于解释银行业务模式、各种专业术语所代表的意义以及它们之间的相互影响。

目的是让一位没有财会基础、对银行业一无所知的普通投资者，通过 18 节课的学习，拿起一份银行股财报，可以愉快地读下去，最终明白这份财报阐述的银行经营情况，明白银行在战略战术上做了哪些调整以及为什么如此调整，明白银行真实资产质量比报表数字更好还是更差，明白银行的实际经营利润比报表数字更高还是更低，明白财报里埋着哪些潜在利好或利空因素……

全书共 18 课。第 1 课谈银行业基础知识；第 2 至第 12 课详细介绍银行资产负债表科目及数字背后的含义；第 13 至 15 课谈利润表及关键财务指标；第 16 至 18 课谈选择银行股的定性、定量及估值方法。

在 18 课末尾，老唐还总结了拿到一份银行财报后的阅读流程：先读哪里，后读哪里，哪里可以不管，每部分的阅读方法对应本书的第几课。初学者照着流程走即可。

坦率地说，这本书没有什么全新的创见，只是将现有知识按照投资者阅读和理解银行业和银行财报的需要，分门别类整理，并运用老唐简单粗暴、通俗易懂的叙事风格，使任何具备初中以上语文水平、加减乘除数学水平的读者，只需付出少许耐心（第 3 课和第 9 课略难），就可以依靠每天 1 小时的投入，在 18 天内达到顺畅阅读银行财报的水平。

为保持表述的完整性，全书大约有 5%~10%的内容与《手把手教你读财报：财报是用来排除企业的》重复。读者可以在没读过上一本的情况下，独立阅读本书。当然，若有上一本的基础，读起来会更轻松一些。

18 小时入门一个行业，在未来 30 年里，有能力去面对这个可能带来财富百倍增长（预计每 10 年周期里能产生一次四到五倍的机会）的机会，这就是老唐对自己写这本书的期望上限。

至于下限，起码让读者在围观网络或媒体上银粉银黑大战的时候，能看懂双方的核心观点，知道哪些人是真有料，哪些人是半罐子，甚至间或还可以插几嘴 Zhuangbility！

能达到吗？等您读完来评价。谢谢。

目录

前言

第一课　银行业基础

第二课　银行的会计资本

第三课　银行的监管资本

第四课　银行负债之存款

第五课　银行的其他负债

第六课　银行的资产配置

第七课　客户贷款与垫款

第八课　减值准备（上）

第九课　减值准备（下）

第十课　贷款的定价与管理

第十一课　票据贴现

第十二课　风险加权资产

第十三课　利润表（上）

第十四课　利润表（下）

第十五课　重要的财务指标

第十六课　银行股的选择（上）
第十七课　银行股的选择（下）
第十八课　估值与财报使用流程
后记

第78篇.　　2016.12.21-货基捡钱大法速成版

原创　2016-12-21　唐朝

如果说分级套利是通过微弱优势，累积概率获取大概率盈利，那么货币基金套利就是真正的无风险白捡钱。昨天早上自己做了后，顺手推给唐书房读者（老唐不荐股，但这种白捡的确定性钞票，有时也乐意吼一嗓子。也是狗屎运吧！99.928 基本是全天最低价），结果海量信息扑来，直接把老唐给淹没了——除了感谢之外，还有各种各样的稀奇古怪的问题。

这种白捡钱的机会，自上周四开始，已经持续四个交易日了，而且很可能本月内还有几次。想起那句老话：机会只会光顾有准备的心灵。本以为这件简单的事情，经　@饕餮海和老唐在雪球上啰嗦过那么多次了，结果哈哈，看来还是需要老唐临时加推一篇简单粗暴版的货基捡钱大法才行。下面分条说：

1）货币基金套利，一般以银华日利（511880）或华宝添益（511990）为操作对象。虽然同类产品不少（20 多家），但基本同质化，且这两家是规模最大，成交最活跃，最有代表性的品种。规模小的，容易出现赎回障碍。后面就以华宝和银华为例子谈了；

2）银华日利每天的利息加在净值上，净值每天都在增长。与银华日利不同，华宝添益利息是单算的，卖出或赎回时付息。如果一直持有的话，每垒够 100 元利息，就多给一份货基。无论银华还是华宝，都是买进那天就有利息——周五买进周一卖出，收五六日三天的利息，国庆春节大假同理；

3）货币基金套利的原理很简单，基金公司拿钱做了通知存款、大额存单、央行票据等资产的投资，目前年化收益约 2.2%~2.5%，所以，每 100 元本钱，每天大约产生 0.006 元~0.007 元利息，这个是确定的；

4）任何一个交易日，持有者都可以按照当日净值向基金公司要求赎回。周二交易时间内提请赎回，基金公司按照包含周二利息在内的净值给你，周四早上资金可用。至于是否可取，取决于你周二资金的本来状态：周二买入前，资金是可取，周四就是可取。否则就是可用不可取；

5）同时，银华日利和华宝添益又在二级市场交易。当某些持有者由于某些原因突然需要钱，又恰逢市场资金紧张，就会出现折价抛售。当市价和净值之间的差异足够吸引我们的时候，我们市价买入，按照净值赎回，差价到手；

6）我个人更喜欢操作华宝添益。因为银华日利的价格，是显示累加利息的，例如当银华日利市价是 102.49 的时候，我们需要先查它的净值，才知道它是否折价。否则，我们不知道这个 102.49 是否有便宜占。

但华宝添益就直观多了，因为它的净值就是本金+当天的利息，本金 100，当天利息不是 0.007 就是 0.006（因为理财收益的不同），所以，当我看见 99.928 的时候，我立刻就能知道相比今天净值 100.006 元或 100.007 元，每份至少有 0.078 元可赚。要么今天会上涨我能赚到差价，要么我直接申请赎回，后天就能拿到 100.006 或 100.007 元。

每 100 元捡 0.078 元，代表每 10 万元 2 天捡 78 元，折合 1 天捡 39 元。就算口算能力不好，只要知

道一年有 365 天，就能模糊地晓得，年化收益率肯定超过 12%了。这时候，那些闲在银行或理财产品上挣 3%、5%的钱，必须马上杀出来，捡钱啊！

7）操作门槛很低，1 万元就可以参与了。操作费用为 0，没有印花税，没有佣金，没有交易所费用，没有赎回费用。但是，请注意，只有部分券商是酱紫的。以下是华宝官方公布的 69 家零费用券商名单

如果你的券商不在名单里，你需要致电券商，咨询是否零费用——否则你忙活半天还不够黑心券商的费用，那就比较郁闷了；

8）不是所有券商都开通了赎回功能，如果你的券商不支持赎回，就没法玩。以下是华宝添益官方提供的截至 2016 年 4 月 12 日具备赎回功能的 45 家券商名单：

安信证券、渤海证券、财达证券、财通证券、长城证券、长江证券、第一创业证券、东北证券、东方证券、东海证券、东吴证券、东兴证券、光大证券、广发证券、广州证券、国都证券、国海证券、国金证券、国泰君安证券、国信证券、国元证券、海通证券、恒泰证券、华安证券、华宝证券、华福证券、华泰证券、平安证券、山西证券、上海证券、申万宏源证券、万联证券、西南证券、湘财证券、信达证券、兴业证券、银河证券、浙商证券、中金公司、中泰证券、中投证券、中信建投证券、中信证券（山东）、中信证券、中银国际证券。

如果你的券商不在这份名单里，你需要换个券商，或者致电你的券商，咨询是否最近开通了赎回功能。

9）当前短期理财收益大多在 3%上下，如果这个套利有 5%以上收益，且收益高于 204001 价格时（例如 204001 成交价为 7.04，代表年化收益为 7.04%），我觉着都可以顺手搞一搞。当然，如果和 204001 收益率差不多，还是直接卖出 204001（或 204003，204007，204014 等）更简单快捷；

10）不想口算收益的，可以到 www.jisilu.cn 集思录网站看“实时数据--现金管理”菜单下的“交易所 T+0 交易货基”板块，里面有计算好的年化回报，例如周二中午 1 点左右的截图如下：

交易所T+0交易货基(刷新)　货币ETF FAQ

代码	名称	净值	价格	溢价	买入赎回年化	到帐日	七日年化	规模(亿元)
511990	华宝添益	100.006	99.933	-0.073%	13.355%	12-22(周四)	2.206%	717.00
511880	银华日利	102.571	102.490	-0.079%	14.347%	12-22(周四)	2.155%	362.00
511810	理财金H	100.007	99.934	-0.073%	13.316%	12-22(周四)	2.728%	212.00
511900	富国货币	100.006	99.928	-0.078%	14.169%	12-22(周四)	1.588%	153.00
511980	现金添富	100.007	99.928	-0.079%	14.394%	12-22(周四)	2.506%	119.00
511860	博时货币	100.006	99.926	-0.080%	14.635%	12-22(周四)	2.103%	60.00

周书房

看“买入赎回年化”一列，它代表若以 99.933 买进，然后提交赎回，折合年化收益率 13.355%。银华日利 102.49 买进赎回，年化收益率为 14.347%。其他同理（除了银华之外的其他货基，利息支付方式和华宝一样。截图只截取了规模较大的几家）；

11）交易时间内都可以赎回。如果怕忘了，可以买入后马上提交赎回。老唐之所以提醒收盘前，是因为也许收盘前，价格直接涨起来了，比如到了 99.9 甚至 100，那就没必要去赎回，直接卖掉即可。是的，它们是 T+0 交易，每天随时可买，随时可卖，不限次数。究竟是直接卖掉还是提申赎回，就看最新的市价和确定的净值之间还剩下的差价，值不值耽误一天资金使用而决定了；

12）买进卖出，大家都会，跟股票一样操作。但赎回，各家券商操作菜单不一样，需要自己找找。汇总饕餮海和老唐的实操经历，华泰在货币基金菜单、长江在 T+0 货基菜单、银河在跨境 ETF 菜单、中信和国金在 ETF 业务菜单、海通在其它基金菜单……不同的券商，自己摸索一下。实在找不到的，打电话问你的券商。别问老唐，老唐没玩过那么多券商；

13）赎回代码，是把货币基金代码尾号改成 1，如华宝添益就是 511991，银华日利就是 511881。至于券商软件里显示的可用数量 0，赎回上限为 0 什么的，别管它，按照你拥有的数量提交就行。提交过后，如果没有显示失败或拒绝，那就说明你的姿势正确；

14）货币基金可以作为信用账户的融资担保品，折算率最高 90%。但是信用账户里不能赎回，只能买卖。所以，用年化 8%的券商融资玩年化 14%货基赎回套利的梦，你就趁早别做了。另外，信用账户里的华宝添益，利息凑够 100 元，不会折成份额给你，而是你卖出后直接拿现金利息；

15）如果股市上成交的价格远高于净值，也可以按照净值从基金公司申购，然后来市场卖掉，操作路径是一样的。申购 100 元起，没费用。但这种机会很少遇到，我没怎么关注过。虽然货基申购有场外场内之分，但不用担心不小心申购成场外基金还要另外转一次了。原因嘛，因为场外申购是 1 亿元起，我打赌你申购错误还成功了的概率近于零；

16）风险提示：货币基金持有的东东，理论上是无风险的，截止目前也确实没有发生过无法兑付本息的事儿，但不代表未来永远不会有任何风险。银行也可能破产，货币可能作废，国家可能换人，地球可能被彗星撞……请正确理解老唐本文的前提条件。

附：货币基金持有资产类别，以华宝添益为例：

①现金；

②通知存款；

③短期融资券；

④剩余期限在 397 天以内(含 397 天)的债券；

⑤1 年以内(含 1 年)的银行定期存款、大额存单；

⑥期限在 1 年以内(含 1 年)的债券回购；

⑦剩余期限在 397 天以内(含 397 天)的资产支持证券；

⑧期限在 1 年以内(含 1 年)的中央银行票据(以下简称“央行票据”)；

⑨剩余期限在 397 天以内(含 397 天)中期票据；

⑩中国证监会、中国人民银行认可的其他具有良好流动性的货币市场工具。

第79篇.　　2016.12.23-股市获利的路径和逻辑（上）

原创　2016-12-23　唐朝

一个人，带着自己积累的财富进入股市，本着对自己负责的态度，首先应该思考：我是来寻开心的还是来赚钱的？如果是寻开心，当然怎么高兴怎么玩，玩了之后居然有赚，开心。玩了之后为开心付费，天经地义。但若目的是为了赚钱，那么可能需要继续思考：我的利润从哪里来？我凭什么认为自己可以赚？

10 月 11 日，老唐在书房发表了《你靠什么在股市生存》一文，谈到了 ABCD 四类不同类型的投资者，各自依据什么去获取股价变化带来的利润。今天，接着上回的话题聊“引发股价变化的基础是什么”。

大量前辈们的研究表明，股价变动的基础有三种来源：①企业经营增值；②公司高价增发新股或分拆下属子公司 ipo 融资；③投资者情绪的变化，引发股价的无序波动。前两项是市场参与者购买的目标资产发生了变动；第三项则是市场参与者之间以企业股权为筹码的博弈，与企业没有关系。下面分类聊。

企业经营增值

一个国家的经济运行结果一般以 GDP 衡量。GDP 是“国内生产总值”的缩写，它指一个国家一年内新增加的产品和服务的价值总和。正是这些新增加的产品和服务，提供了人们吃穿用住行以及社会扩大再生产所需。人类的生存和发展及其需求的不断增长，推动着 GDP 的持续发展。纵观人类发展史，特别是近现代史，可以清楚地做出判断，人类社会所创造的产品和服务总量是持续增长的。

国民经济是人的生产劳动成果，也由人及其组织分享。如果按照参与创造和分享 GDP 的主体区分，它由四个部分组成：一是中央政府和地方政府拿走的税费；二是参与 GDP 创造的个人的收入；三是非营利部门获得的捐赠和服务部门提供的中介服务费用；四是企业的盈利。除非某一特定时期的极端情况导致人类文明和经济倒退，否则，人类将长期维持 GDP 的持续增长（背后的原因，是人口增长、土地等资产的产出、交换和分工的深化及其带来的知识积累。这部分与投资关系不大，不扯远了）。

显然，一国所有企业作为一个总体，不仅能够分享利润，而且所分享的利润是持续增长的。在现代经济中，一国 GDP 的 70％左右是由企业创造的，且由于企业的盈利能力高于个人和中间组织。所以，企业的生产经营成果不仅左右着一国 GDP 的结果,而且优于以 GDP 所反映的社会整体新创造的产品和服务价值(四个部分的加权平均值)，投资于全部企业回报会高于 GDP 平均增长。

企业是追求收益的经济主体，没有收益，就没有企业长期存在的理由。另一方面，企业能够创造较高的收益，是因为企业这种经济组织比个人、家庭或政府有更低的交易费用支出——通过深化分工、专业化协作，以及对利润的激励和对损失的惩罚机制等原因（若有对这部分内容感兴趣的朋友，可以阅读诺奖得主、新制度经济学鼻祖罗纳德.科斯的《企业的性质》——这是他 1991 年被授予诺贝尔经济学奖的主要贡献）。

虽然上市公司不见得各个都是优秀企业，但由于有利润、盈利能力、后续融资可能、上市费用支出等多种条件的筛选，总体来说，上市公司收益水平高于全社会所有企业平均水平。无论是中国证券市场 2 0 多年的运行情况，还是发达国家更长时间的实践，都证明了这一点。有研究表明，1995－2014 年的 20 年跨度里，天朝全部企业的净资产收益率（ROE）保持着年均近 10%的水平，而同期上市公司的净资产收益率则实现了年均大于 12%的水平（别小看 2%的收益率差距，20 年时间里，12%收益率资产赚到的利润是 10%资产所获利润的 150%+）。这意味着，如果买下全部上市公司，将能够获得超越全社会企业平均收益水平的经营收益。

接下来的推理更简单了，所有上市公司中净资产收益率高于 12%的企业，其盈利能力会高于上市公司平均。哈哈，这其实是一句废话，但往往被人忽略。这句废话意味着，如果通通都按照净资产买下所有 ROE＞12%的企业，长期来看，这些企业将赚到高于上市公司整体，更高于全社会整体的利润——这其实就是巴菲特投资框架的全部奥秘。老唐以前曾随手在雪球发过一个这样的帖，说的就是这个原理：

老唐书念得少，喜欢简单粗暴。简单粗暴的说：巴菲特思想被太多人弄玄乎了。他只不过认为：

1）一个优秀的企业，能跑赢社会财富平均增长速度。就好比班上的前三名成绩会高过全班平均成绩一样明显；

2）如果能够能以合理乃至偏低的价格参股这些优秀企业，长期看，财富增长速度也会同样超过社会平均增长速度。古今中外有不计其数的成功商人，都这么干的，毫不神秘、也不难懂；

3）他找到市场先生这个经常提供更好交易价格的蠢对手；

4）他很早就发现并利用了保险公司这个资金杠杆。于是，股神练成了。

对我们而言，第 4 条可能机会很少，但懂了前三条，专心寻找优秀企业，等待合理或偏低的价格，也许你永远成不了巴菲特，但你也成不了穷鬼。完毕。

——未完待续——

第80篇.　　2016.12.23-股市获利的路径和逻辑（下）

原创　2016-12-23　唐朝

——接上篇——

融资增值

持有上市公司股票，还有一项额外的利润来源，那就是上市公司的融资权利。当上市公司以高于净资产的价格向其他股东增发新股，或者按照高于净资产的价格拆分某部分资产独立上市融资，这些通常被称为圈钱的行为，如果我们是股东，就是我们圈别人的钱来增加自己拥有的企业净资产。

但必须要补充一点，上面说高于净资产值融资会增加企业净资产，但并非意味着高于净资产融资，老股东就是划算的。比如老唐就曾经呼吁反对过国投电力 7.95 元向大股东增发（当时股价约 7 元）。国投每股净资产 4 元出头，7.95 元增发的确增加了企业净资产，但却并非增加其他股东的利益。因为这个 4 元，其盈利能力对应的价值高于 7.95 元，如果大股东想 7.95 元要，完全可以到市场去买其他对国投估值低于 7.95 元者手里的股票，这样就不需要强迫其他股东跟着出让股权。

也许国投这个案例还不够明显，另外假设一个对比悬殊的例子来说明。茅台 2013 年市价 100 元的时候，每股净资产约 40 元，总股本 10.38 亿。假如当时茅台意图向某新股东增发 3 亿股，每股 120 元（新股东投入 360 亿，总股本变成 13.38 亿股），不仅是净资产的 3 倍，也高于市价 20%。如果孤立的以增加净资产就占便宜的角度看，似乎 120 元定向增发挺划算，应该投赞成票。

然而，从公司所有权角度看，老股东让渡了约 22.5%的公司所有权给新股东；从净利润角度看，2013 至 2016 年，茅台净利润总和近 630 亿，新股东拥有了其中的约 142 亿；从分红角度看，4 年里新股东合计收到现金分红约 58 亿（假设 2016 年分红 85 亿，4 年累计现金分红近 260 亿）；从市值角度看，今天 4000 多亿市值，新股东占有其中的 900 多亿……不管从哪个角度看，新股东回报都高的惊人。这些本该属于老股东所拥有的收益，就通过“高”价增发的把戏被新股东拿走了。

以上题外话，想说明一个道理，高于净资产的融资会增加企业净资产，但不一定对老股东有利。只有明显高于企业内在价值的融资，才会增加老股东利益。

在 A 股市场，高价发新股或者增发新股比较常见，极端形式就是 IPO 上市，给原老股东带来巨大的财富。拆分旗下资产或子公司独立上市，虽然国内还比较少见，但道理上就是将一块资产拨出来高价卖掉部分股权。这些很容易理解，老唐就不啰嗦了。

短期内股价的无序波动

股市最诱惑人的，恰恰是这个短期内的无序波动。之所以说它是“无序”，因为自股市诞生几百年来，无数顶级聪明人都在花费心血，力图找到股价波动的规律。只要找到一种把握股价波动的方法，哪怕每个月有一次高抛低吸获利 10%的能力，就能靠 10 万本金，在 10 年变成约百亿净资产富豪，登上中国福布斯排行榜前 100 名。然而，无数理论和实践，都证明人类没有能力掌握股价的短期波动——至少截止目前没有这个能力。

以上三个利润来源中，前两个因素整体是获利的，而且因为第二个因素的原因，获利率会高于上市公司平均净资产收益率，这个是确定的。第三项追逐短期波动的人，因为印花税和佣金的存在，整体是亏损的，这也是确定的：按照 2015 年 254 万亿交易量，0.1%印花税和万 2.5 佣金计算，净亏损 3175 亿。以中登公司披露的 2015 年底共计 5077 万位持仓者计算（一个身份证无论几个账户，在中登都算一个），人均亏损超过 6000 元。当然，其中必然有少部分人因为好运气、内幕消息或者其他某些因素，收益率高于平均值，表现为获利甚至是暴利。

因此，目标获取前两项利润来源，你位于水面不断上升的池塘里。如果智商和知识是平均水平，你就能确定性获取略高于 GDP 增长的收益率；如果你还能略高于平均水平，那就能获取超额回报；即便是略差于平均水平（只是不是差太狠）你依然能够保持正回报；只有在你的智商和知识水平大大落后于平均水平状态下，才可能导致亏损。

而意图获取第三种利润来源，至少要求你在所有参与博弈的人群里，无论能力、知识和运气都需要高于平均水平才能力保不亏。反之，无论你是等于平均或者落后于平均，都是额头一个大写的草书——死！不知道你是否有把握确定自己的能力知识和运气都高于平均水平，反正老唐没有——也不能说没有，20 年前曾经有过。后来发现无论怎么熬更守夜、发粪涂墙，都只是随着运气和大势波动，无法获取确定性收益，时间稍微拉长，结局总是躲不开亏损和破产，然后就没这种自信了。

另外，博弈中的情绪变化，带来的股价无序波动，常常给意图获取前两种利润来源的人，带来额外惊喜——情绪性的股价大跌，常常给意图赚取企业经营增值者以远低于企业内在价值入股的机会，这又会是另一块搂草打兔子的捎带回报。

这个市场里，追逐短期波动的人，估摸着占 9 成以上，无论他/她是否自知，这种行动体现了自信是高于平均水平的，可以获取短期波动收益的，来市场是准备从对手（说不定就是你的亲朋、老师、前辈、同行、上司、邻居）那里抢钱的。这样的打算下，每天的波动，都代表着打劫成功或者成功被人打劫。一两天的波动，一两个涨跌停，代表着一次打劫与被劫的胜利或失败，自然就会随着股价波动而亢奋、得意、

意气风发或苦恼、焦躁、不知所措。

如果是冲着企业经营增值和占新股东便宜来的，必然会以长期心态持有，以划算价格买入。因为企业的经营增值，要靠生产销售人员一天一天、一单一单去积累，不可能一锄头挖个金元宝，等待是天然本份。同样，高价增发或分拆上市这样钓凯子的好事儿，不可能俩礼拜来一次，它常常以年甚至以数年为单位的。

有了这样的心理准备，无序波动的随机价值（远低于内在价值的买入和远高于内在价值的卖出），自然就可以当作锦上添花、薅羊毛。有了就薅一把，没有那是本份。有了这样的认识，当你 7 折买入后，市价变成 5 折，你也不会惊慌失措，不会手忙脚乱。那只不过是更多便宜，更多羊毛，有能力就继续笑纳，没能力就放手让跟你持同样投资体系的同好去吃——虽然你并不知道他/她究竟是谁。

这样，屏幕上那些每天跳来跳去的波动，就成了你眼中的白骨精画皮，是无法掌控的幻象，是诱惑人走向迷蒙的法术。穿过这些表象，盯住股票背后的企业经营及融资特权，你终于可以放心地长吟一句：一切短期波动，如梦幻泡影，如露亦如电，应作如是观。然后，安安静静、舒舒服服地享受学习，享受研究，享受阅读，享受思考，享受金钱自己滚进来的乐趣了——所谓的“好心态”，就这样练成了。阿弥陀佛，善哉善哉！

附件 1

文章写完的时候，正好有位读者在唐书房里问“国投那么好，为什么不涨”。老唐回答如下：

企业好，股价就是不涨怎么办？推荐阅读 9 月 6 日的文章《聊聊估值（续）》。当然，9 月份发的估值

系列 7 篇文章都看，更好。

附件 2

附上一篇老唐于 2014 年 8 月 22 日发在雪球上的、《价值：公司金融的四大基石》一书作者写的股票市场价格波动模型，供大家思考股价波动的本质。

股票市场价格波动模型

假设市场上有两类投资者 A 和 B，交易一家企业的股票。A 类投资者研究企业情况，推导出股票的内在价值，并依此决定买卖。一部分 A 类投资者认为股票的价值是 40 美元，一部分认为是 50 美元，还有一部分认为是 60 美元。

B 类投资者则不对公司做研究，而是依据价格走势趋势决定买卖。当股票价格上升时，他们买入，认为股价将继续上升；当股价下跌时，他们卖出，认为股价将继续下跌。他们通过跟随趋势，意图通过较小的损失博取较大的收益。

假设交易开始的时候，股价为 30 美元。A 类投资者开始买入，因为他们相信股票的价值为高于当前股价。他们的购买推高了股价。B 类投资者发现股价上涨趋势，也开始买入股票，进一步推动股票价格的上涨。

越来越多的 B 类投资者加入购买行列，进一步带动上升势头。随着股价上升到 40 美元时，一部分 A 类投资者停止购买，但 B 类投资者及另一部分 A 类投资者继续购买。一旦股价上升到接近 60 美元，一些 A 类投资者可能认为股价已经被高估了（认为值 40 的那些），开始卖出。一旦股价超越 60 美元，所有的 A 类投资者都停止购买，其中许多开始抛售。这就减缓了上涨的势头，部分敏锐的 B 类投资者发现了这一点，他们也开始抛售。

最终卖盘力量超过了买盘，股价开始下滑。随着更多的 B 类投资者发现下跌势头，并参与到卖出行列，股价下滑越来越快。价格一直下降到接近 A 类投资者在此开始购买的那一点为止，下跌趋势止住并开始出现逆转。

这种模式持续进行，没有新的消息刺激，股价就在 A 类投资者设定的范围震荡。

现在我们假设公司宣布一个没有任何投资者预期到的新产品。A 类投资者修正了对公司价值的估计，范围变为 60~80 美元，他们开始买进，从而使股价开始一个新的震荡周期，但是震荡范围更高了。

这个模型展示了股市的两个重要方面：

第一，即使没有关于公司的任何新信息，股价也会波动；

第二，A 类投资者是决定股票价格水平的最终力量。

文章完了，请向自己提问并尝试回答：

我想赚什么钱？

我在股市的利润将从哪里来？

为此我需要付出什么，我将不得不承受什么？

第81篇.　　2016.12.26-阅读辅助神器

原创　2016-12-26　唐朝

连发多日的企业分析和投资理论文章了，今天发篇轻松的吧！介绍一款阅读神器。先申明，本文很像广告或软文，然而它不是。我太喜欢这款 APP 了，跟他家提了不少建议（这些建议大部已经体现在新版本里了，当然，不一定就是我一个人提到的），计划给大家推荐的时候，确实意图搂草打兔子，蹭点广告费的。聊天聊的高兴，我跟对方说，我有 18 万多粉丝，如果我帮你们做推荐，有没有广告费收啊！

老唐心说，再差也要顺手蹭个 VIP 资格或者 app 内部使用的积分或者啥币吧！结果，你们知道什么结果吗？聊的好好的人，立刻不在了，再聊就是机器人自动回复了！哈哈哈……我也是服了这家公司的人了。

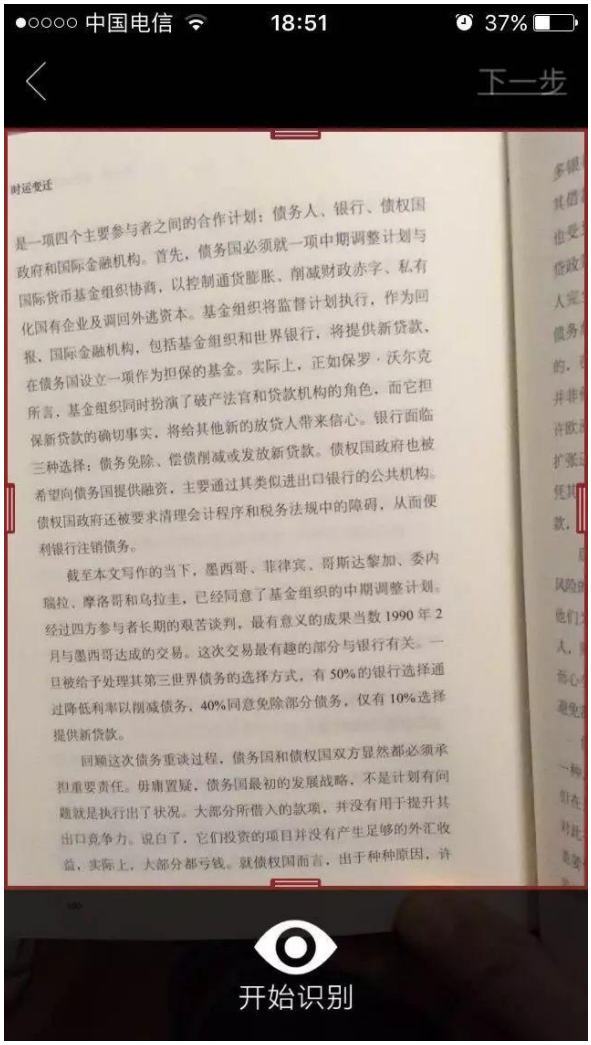
言归正传，没 VIP 蹭，义务推销员也要当，谁让人家做的东西好呢！这个 APP **叫萝卜书摘**，星期五刚刚推出的 1.7.1 版，基本上已经调整的比较顺手了。干什么用的呢？主要功能就是看书时做笔记用的。听上去似乎跟神器二字不搭界吧？但是，用了之后你就知道有多神了。

安卓苹果版本都有，下载安装进去之后，界面是酱紫滴（我用的苹果版，或许安卓版略有差异）：

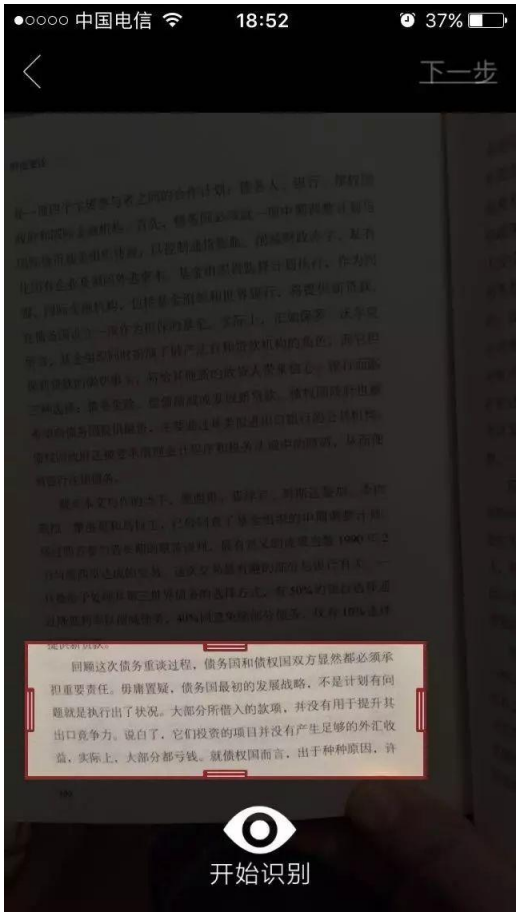
这家公司似乎定位既想做工具，也想做社交，所以同样有关注、聊天、广场之类的功能设置，但我只把它当做一款好用的书摘工具对待，只用它的一项功能，那就是做笔记。怎么做呢？当我看纸质书的时候，

发现了精彩段落需要摘抄的，点击下面的+号（以前版本在右上角的二级菜单里，难按死了，提了好几次意见，上周才调整到下面主菜单），弹出下面的界面

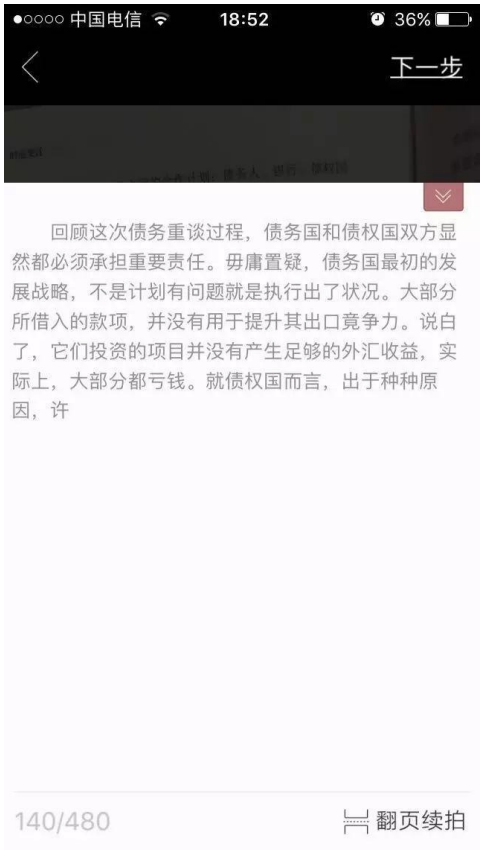
随笔就和记事本类似。这里最常用的是点击“拍摄识别书摘”，拍摄。比如我正在看《时运变迁》时，发现有段话很有意思，随便拍摄之后得到下面的照片，注意这张照片并不会出现在你手机的相册里，所以，请随便拍，不会增加垃圾。为了示意，我特意拍出界，而且还斜着。



接下来，拉动四周的红框，将范围集中在你要摘录的段落，如图。

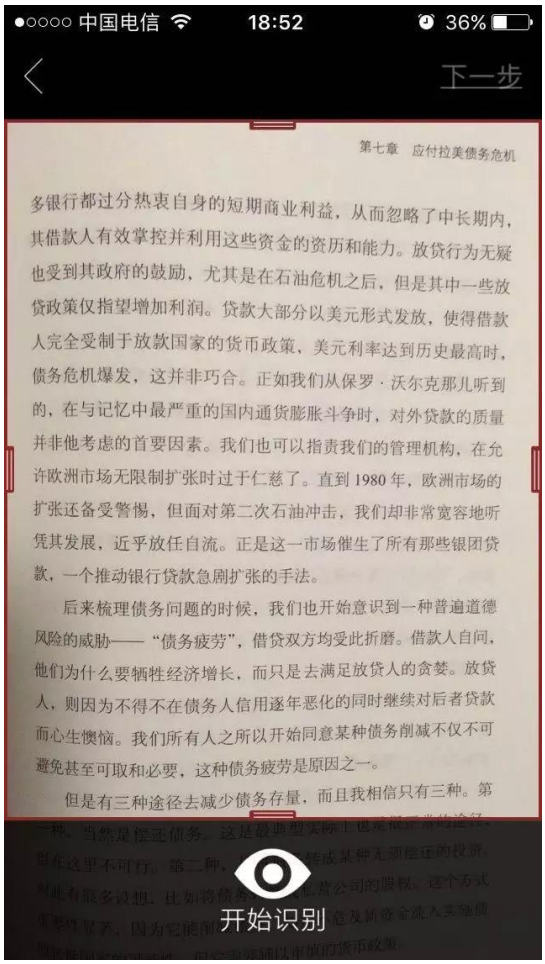


然后点击开始识别，文字就识别出来了。依据老唐的使用经验，正确率比我自己输入一次，还略高。如果没有啥特殊符号，基本不需要改。

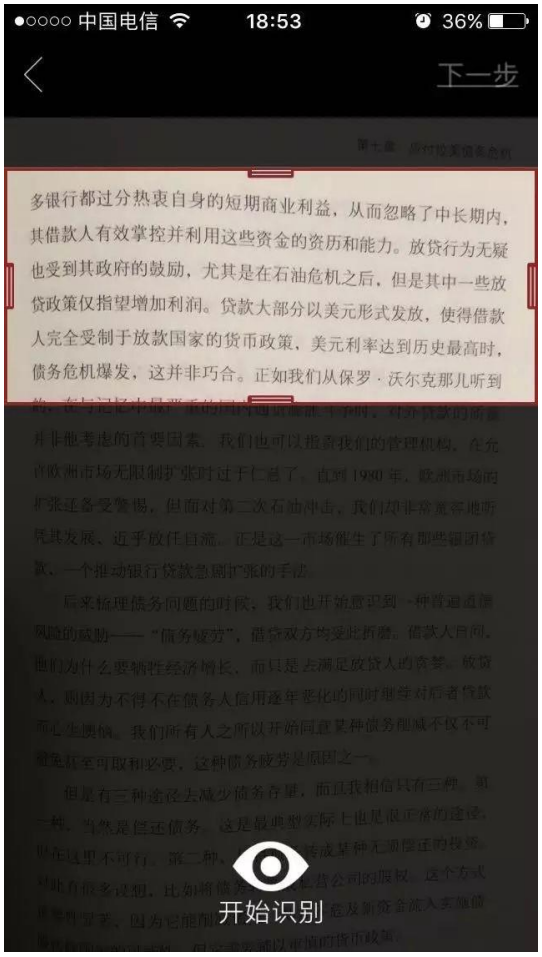


这还不是最酷的，很多时候，想摘录的文字不一定刚刚好在一页纸上，肿么办呢？下面有个翻页续拍

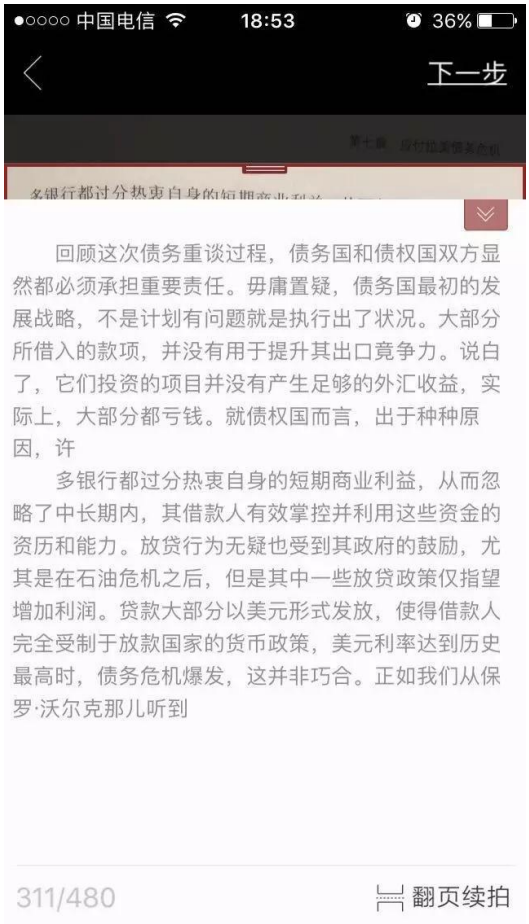
按钮，点击后，把下面的一页继续拍上，不用特意对准，随意拍就好，比如下图。



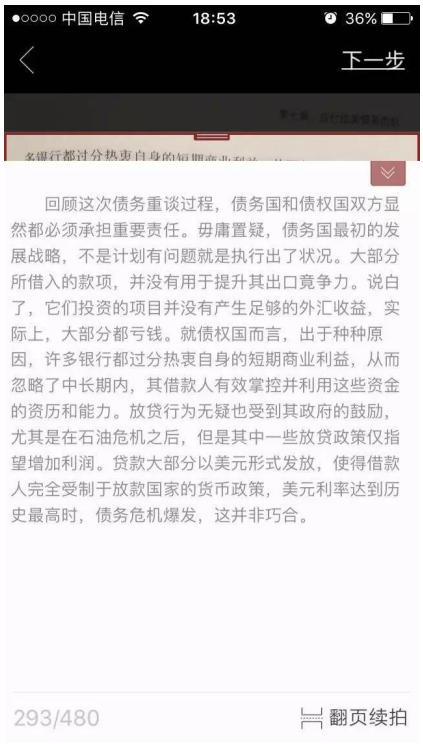
然后，同样拉动红框，框好要的文字，如图。


●○○○○ 中国电信
18:53
36%
下一步
多银行都过分热衷自身的短期商业利益，从而忽略了中长期内，其借款人有效掌控并利用这些资金的资历和能力。放贷行为无疑也受到其政府的鼓励，尤其是在石油危机之后，但是其中一些放贷政策仅指望增加利润。贷款大部分以美元形式发放，使得借款人完全受制于放款国家的货币政策，美元利率达到历史最高时，债务危机爆发，这并非巧合。正如我们从保罗·沃尔克那儿听到
开始识别

再点开始识别，搞定。


●○○○○ 中国电信
18:53
36%
下一步
回顾这次债务重谈过程，债务国和债权国双方显然都必须承担重要责任。毋庸置疑，债务国最初的发展战略，不是计划有问题就是执行出了状况。大部分所借入的款项，并没有用于提升其出口竞争力。说白了，它们投资的项目并没有产生足够的外汇收益，实际上，大部分都亏钱。就债权国而言，出于种种原因，许
多银行都过分热衷自身的短期商业利益，从而忽略了中长期内，其借款人有效掌控并利用这些资金的资历和能力。放贷行为无疑也受到其政府的鼓励，尤其是在石油危机之后，但是其中一些放贷政策仅指望增加利润。贷款大部分以美元形式发放，使得借款人完全受制于放款国家的货币政策，美元利率达到历史最高时，债务危机爆发，这并非巧合。正如我们从保罗·沃尔克那儿听到
311/480
翻页续拍

这个时候，可以把文字中段落或者多余的删除，也可以自己添加文字进去，如下图

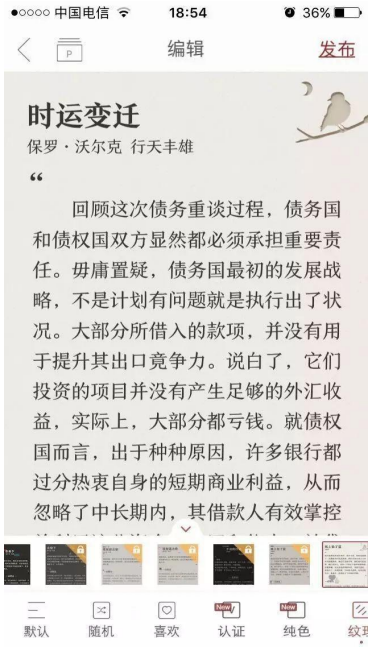


笔记就成了。这样一篇笔记，支持 480 字，基本就是正常书页满满一页的样子。然后点击下一步，出现下面的界面。

一本书的第一份笔记，扫一下封底的条形码，自动就能识别书名和作者。不能识别的，可以手写输入，但我还没遇到过不能识别的。以后再看时，不用再扫码识别，选择下面的书名归类即可。这里我给他们提

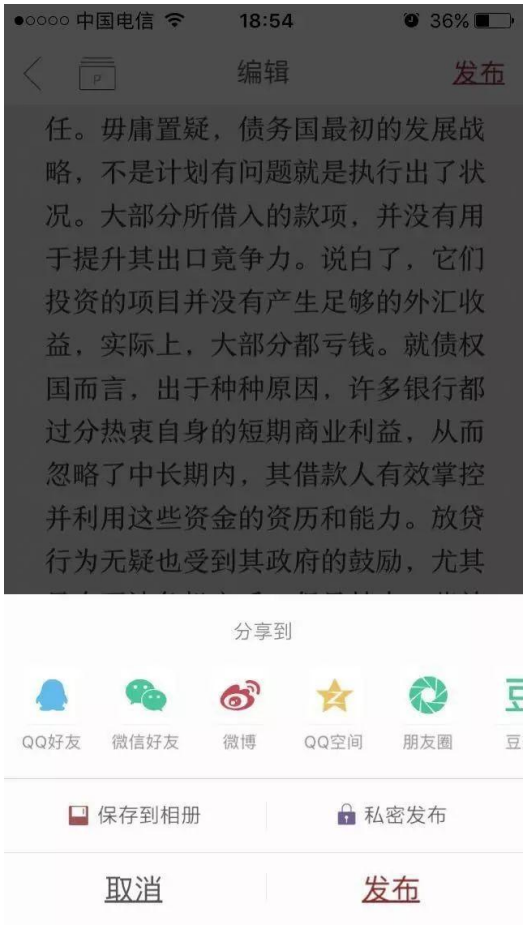
过一个意见，让默认自动选择上次读的书名，如有改变，读者再手动选择。但不知出于什么考虑，他们做的依然是每次保存都要手动选一次书名。

书名识别确认后，美美的笔记自动生成了，页面很唯美，有多种风格可选。



这个页面下拉，书摘下面有个位置叫“一点想法”，你可以输入你此时要记录的读后感或关联资料，然后可以发布了。默认是公开发布在萝卜书摘里，方便你勾引看同一本书的人或对你正在看的书感兴趣的人关注你。

我只拿它当工具用，不想公开笔记，点一下公开发布，书摘就转为私密发布状态，只有自己可以看了。也可以发布到微信、微博、QQ、豆瓣等社交平台，或者将这个笔记作为一张图片保存在自己的相册里。



私密发布后，在底栏“我”菜单里看到自己摘录的笔记，可以按照不同的书排列，或按照时间顺序排列。

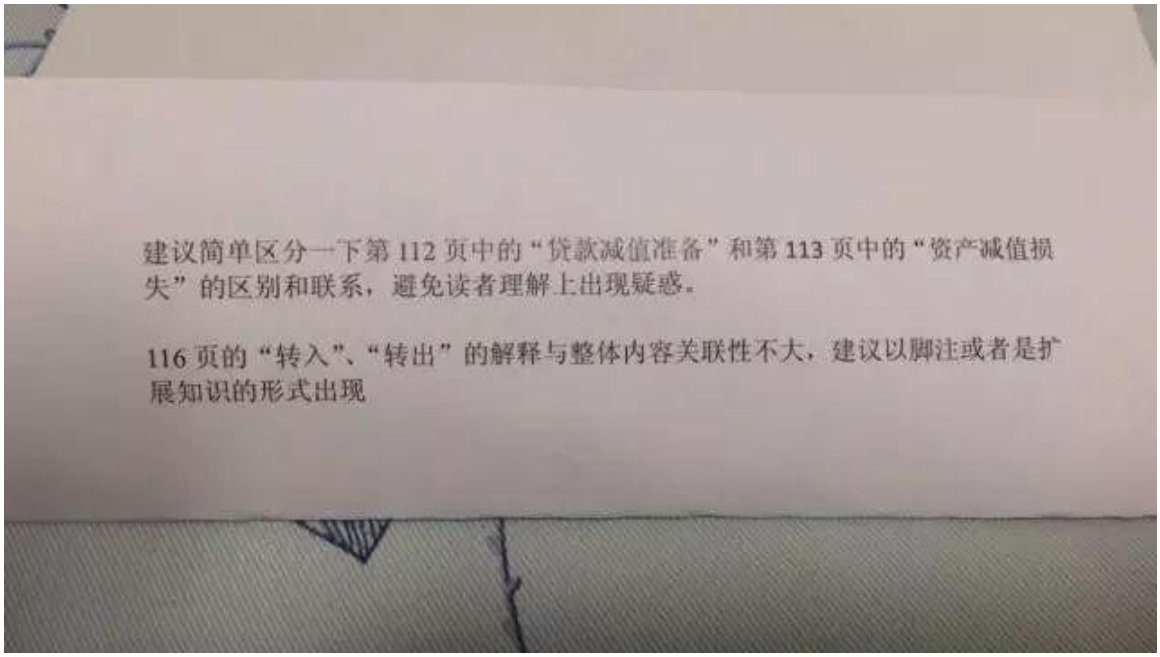
第82篇.　　2016.12.28-开心事儿！

原创　2016-12-28　唐朝

周一下午，负责《手银》审稿的银行业专家，终于审完了老唐的书稿，和燕博士碰头交流了。我滴神也，专家整整看了 20 天，老唐可是提心吊胆了 20 天。生怕书中有知识错误，被专家鄙视或需要搞大修。这位专家是谁，请容我暂时保持一下神秘感，反正离曝光也没几天了。总之，一位银行业内大名鼎鼎的人物！根本不可能花时间来帮人审书稿的名家，老唐还是沾各位的光，才有此荣幸。

为啥说沾各位的光呢？燕博士苦心积虑找到这位专家，人起初没啥兴趣，后听说前一本大卖，很受投资者欢迎，来了兴趣，说没怎么接触过这个圈层，想了解一下投资者究竟是怎么看待银行业的。这才有了百忙之中接下审稿任务的事儿。真是我的好运气，沾了各位支持的光！

说结论。专家礼貌性夸了一下书稿：“很不错，与现有教材完全不同的写作方法，没有发现知识点错误”，然后给了两条打印好的细节修改意见。燕博士转告我的时候，瞬间石头落地，提心吊胆多日也算有了回报。


建议简单区分一下第 112 页中的“贷款减值准备”和第 113 页中的“资产减值损失”的区别和联系，避免读者理解上出现疑惑。

116 页的“转入”、“转出”的解释与整体内容关联性不大，建议以脚注或者是扩展知识的形式出现

这些天，追问进度的朋友不少，一直说不了准确的日子，就是因为专家太忙，没办法催，只能等。等他看完，才有办法确定日子。今天终于可以告诉大家了，预计元旦节收假，就下印刷厂。估计下印刷厂的同时，就已经可以在京东、当当或亚马逊当中的哪一家预定了，具体是京东先有货，还是当当或亚马逊，是出版社的安排，我目前也不知。

关于签名书（无论 1 还是 2），同样要等到元旦后印刷出来，出版社一次性寄给我后，我才能一一签过，再寄给大家。后台的收货信息，我家领导正在整理。老唐从来没干过这种事儿，没经验，加上中途被举报滥用赞赏功能，最终搞得信息分开几处，有点小混乱。合计四五百人的信息，要在赞赏、支付宝和公众号留言里一一对应上，是个不小的工程，辛苦我家领导了。大家别留言催问，一本都少不了。

元旦节过后，我打算开始在唐书房连载《手银》内容。不过，根据出版社版权要求，只能免费曝光 50%

内容，就连载前面 9 课吧！全书就第 3 课和第 9 课偏难一点，其他 16 课都比较容易理解。我打算尽量一周三篇能连载完一课，然后大家有问题的提在留言里。春节过后，我抽时间发前 9 课的统一答疑帖，正好 9 篇答疑帖的下面方便留后 9 课的提问。

今天的内容少，推荐一本书凑凑吧！就是老唐刚看完的《时运变迁》——紧赶慢赶，终于看完了。

以老唐之见，作为一名投资者，应该搞一本，无论是读还是收藏，都有必要。为何这么说呢？老唐个人对宏观类的东西，好感不大，一贯认为靠宏观的东西来做投资，不太靠谱。但宏观类的东西，对于理解这个世界，理解国家与国家之间的关系，理解人与人之间的合作与纷争，还是挺有帮助的。它不能直接帮助我们作出投资决策，但能告诉我们身处历史长河的哪一段，类似的情形是否已经发生过，应对措施是什么，这些措施的结果是什么。我想，知道这些或多或少还是有帮助的。

前些日子，我在雪球上说，别被《时运变迁》的副标题《世界货币、美国地位及人民币的未来》吓倒。这本书副标题起错了，应该选类似《从布雷顿森林体系到广场协议——亲历者口述历史》之类的才贴切。的确有些知识蛮绕的，但也没想象的那么难。而且，就凭书中的生动的故事和段子拿来当茶余饭后的龙门阵吹水素材，也足够值回书价了。看完全书，看法没变。

这本书最大的特点，就是亲历者的口述历史，套用译者的话，它不是一本教科书，而是一个历史记录。以时间为主线，有经济、金融、军事、政治的事件，也有人情世故，更有插曲式的故事还有作者的诸多反思。有理论，却不是宣教，也不难懂。历史可能不会完全重演，但有本质可循。中国过去参与全球化后的增长模式，与当年的日本并无根本区别，而书中记录的 2 0 世纪 8 0 年代的拉美债务危机，更可成为当下中国的借鉴。

这本书采用了一种新颖的手法，每一章内容，都分别由当时的亲历者保罗.沃尔克和行天丰雄分别从美日不同的立场和角度阐述。其中沃尔克的阐述，稍微难读一点，行天丰雄的部分，更轻松愉快一些。

保罗.沃尔克被称为“史上最伟大的联储主席”。他主导了世界经济体系从“美元-黄金本位“到浮动汇率制的切换，以惊人的勇气和远见成功治理美元通胀，缓和拉美债务危机的冲击。这些卓越贡献在奠定美元、美联储乃至美国地位方面的作用，堪与赢得二战和冷战相提并论。

行天丰雄，服务于日本大藏省长达 30 余年，参与了包括“广场协议”在内的几乎整个日元国际化过程，被称为“日元大师”。根据对日本教训的深刻洞悉，他认为人民币未来的挑战不在于汇率，而在于政府与民间的共识和远见、相关重大改革的措施能否与国力的提升同步。

这两位大师，是历史的亲历者，是具备理论水平金融学者，也是具备实操经历的政治家。从他们诙谐幽默的回忆中，读者可以看到一个个伟大的历史事件，是怎么在大家的试探、博弈甚至是误会中诞生的，有助于直接消除流传甚广的两条常见的阴谋论口径：布雷顿森林体系及其崩溃是美帝阴谋；美帝通过广场协议坑了日本 20 年。如果你曾经或者现在还相信着其中一条甚至两条，这本书更是必看品。

以《货币战争》为代表的部分垃圾书籍，喜欢将一件庞大的国际事务，形容成背后有一个人或者一个家族，算计好了一步又一步的阴谋，其中一方是陷阱设计者，另外一方或多方是受骗者，一步一步被坑死。很符合小时候受到的好人坏人教育，也很符合好莱坞大戏善恶相争的模式，所以“收视率”很高。

然而，现实世界远比好坏善恶复杂，很少有大事件是一开始设计好，然后按照剧本走的。都是通过参与者根据实际情况的演变，不断提出修正方案，不断按照趋利避害原则摸索、博弈和妥协，最终得到某种结果的。现实没那么爱憎分明，大家都是一般一般的自利人，知识能力有差别，但各有自己的局限。

两位作者各自为本书的中文版新写了一章，价值巨大，分别是第 11 章和附录 1，别错过了。另外，表扬一下译者于杰老师，太认真了，书里有好几处原文错误，都是于老师读出来然后找两位大师亲自核对，然后修改过来的。这些脚注是译者心血的见证，证明译者是理解吃透了原文内容，而不是简单的英翻中了事。

这书厚达 532 页，其中有不少一遍没看懂的东西，尤其是沃尔克描述的内容。但我估计在我的一生中，时不时地还会拿出来翻翻，会不断的在历史中找到适合现实的智慧。说句题外话，这本书还勾起我的兴趣了，我打算把历届美联储主席写的书都买回来瞅瞅，哪怕自己不装那啥，也不能被装的人唬住，哈哈。

有兴趣的，建议购买雪球定制版。学总说，元旦前合作书店有促销，定制版包邮才 58，算下来比普通版贵了几块钱，但多了 47 页的导读，还送 10 元蛋卷基金份额。不过听说只有几百本库存了，手快有、手慢无，点下面阅读原文下手。

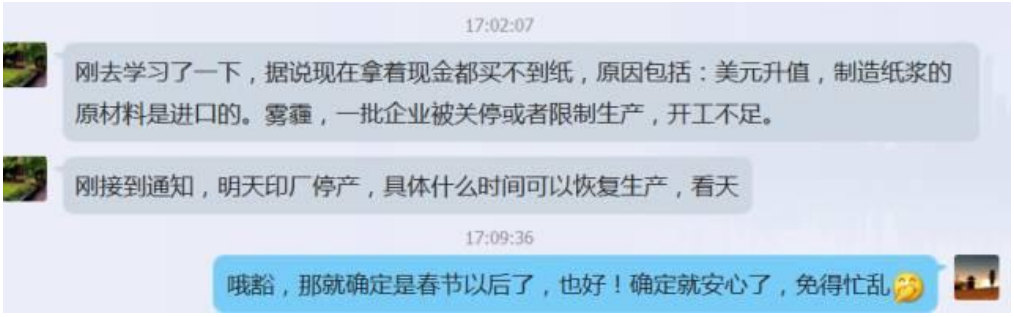
第83篇.　　2016.12.29-我被雾霾撞了一下腰

原创　2016-12-29　唐朝

我被雾霾撞了一下腰——预备唱！

很不好意思地通知大家，今日帝都雾霾来袭，印刷厂被要求停工，具体什么时候复工，要看天儿！这是编辑微信上通知我，“可能”要停产。

接着就是 QQ 通知我，确定了停产。



由于今年春节比较早，1 月 27 日是大年三十，1 月 13 日开始春运。印厂停产加上纸张难求，很多民工就要提前放假离京了（部分北京快递公司 1 月 12 日停止收单）。因而，《手把手教你读财报 2》的面世时间，可能只能是在春节以后了——更头痛的是，元旦后《手 1》又必须要加印，编辑正在对封面纸的供应和印厂问题癫狂中……

这下子，各位春节可以安心吃喝跑赌了（要是看错字了，恐怕该考虑面壁了），不用操心看书的事儿了！真要看的，下周开始，咱唐书房开始连载，有东西润着，也不算耽误。

接下来，需要部分朋友补充资料。由于预定签名版的有四五百人，资料分开几处，虽经我家领导数日整理，但仍然有十来位朋友快递数据没能对应上，麻烦在本帖下面补一下，感谢了：

一、 有 4 位通过支付宝转账的朋友，找不到地址，麻烦你们将收货地址、收货人和电话再发一次给支付宝 puzhou98@qq.com 可以加好友然后留地址，待书收到后，再删好友：

①凯 136 元

②浩 88 元（后台有数位用户名为浩的，找不到地址的这位是江苏南京的）

③郭新柱 136 元

④王晓明 88 元。

二、唐书房里的，有 11 位朋友的收货地址没查到，请留在本文下面。

①XALEX 136 元

② 熙泰 88 元

③Genhzh 88 元

④黄卉 88 元

⑤ye’s 88 元

⑥ bp 88 元

⑦大漠潇骢 88 元

⑧张纪鹏 88 元

⑨梅花 136 元

⑩ 沧海一声笑 88 元

⑪问号 88 元。

三、另外，在唐书房留了地址，但没有对上付款信息的有 4 位朋友，烦请将付款信息截图发信息给唐

书房：

① 南京　　葛*骥

②深圳　　那来自***崽子

③北京西城区　　袁*怀

④ 上海**大厦 25 楼 C 座　　*杜。

四、还有，有少量朋友是 66 的，其中几位我需要确认一下是单要《手 1》而不是看错数字的，请在留言里确认一下。单要《手 1》签名版的，这几天内就能寄出。

①上海静安区***304 室　姚先生；

②上海张江高科　　李*东；

③ 沈阳**117 号　黄*峰

④福建厦门***66 号 龚*

⑤山东高密　　于*生

⑥深圳**805　　李*峰

⑦北京金融街　卢先生

给各位添麻烦了！谢谢体谅！祝各位新年快乐！

明天不推文了，周六或者周日发年度总结，下周开始连载《手 2》。

第84篇.　　2016.12.31-老唐的2016年

原创　2016-12-31　唐朝

喜欢回看过去，究竟是渐渐老去的标志，还是我们都有的文化烙印？2016，就这样悄无声息地从我们身边滑过了。回望自己的 2016 年，可以用 5 个数字概括：23%，2，81，613，1452。

数字一：23%，是今年不含新股收益在内的股票市值变动。

从今年 2 月到 12 月，除了用各家企业的分红买入了国投电力以外，其他调仓不足市值的 2%。1 月份里动的略多，不仅将当时占比约 14%的川投全部换成国投，且曾卖出约 4%的招行换入国投。作为一个死多，全年的每一天都是满仓，熔断也好，股灾也罢，笨老唐一次也没躲过，通通满仓陪跌。当前持仓依然是茅台、国投、民生 H、招商 H、洋河、信立泰、双汇。这几只股票一年来的市价变动如下图

基本上收益就是沾第一重仓股茅台的光，仅此而已。具体比例在雪球组合$老唐实盘$里，因组合不能显示两只 H 股银行，用 A 股替代，比例上有些小差异。写总结才发现今年民生 H 股表现远好于 A 股，可能是去年落后太多的缘故吧！

因为都是多年老面孔，具体企业分析已经说成祥林嫂了，没啥新意可聊，聊聊我个人眼中的投资体系问题吧！

投资的方法很多，雪球上流派众多。作为我个人，坚信企业作为一个整体，增长速度会超过 GDP 平均，而优秀企业又会超过企业整体平均。故希望与可预测性较强的优秀企业长久为伴，以赚取企业经营增值为基础，捎带捡一点市场先生馈赠。不知道这个会不会被归入“中巴”、“拜巴菲特教”或是“原教旨主义

价值投资”？

除了坚持以买股票就是参股企业为思考角度的同门师兄弟之外，其他我目力范围以内比较认同的投资体系有：以@David 自由之路　@紫葳侍郎　为代表的低风险+套利投资体系；以@ETF 拯救世界　@银行螺丝钉　等人为代表的、利用历史估值和无风险收益为参考依据，对大类指数进行低估买进、高估卖出的投资体系；以@微光拂晓　@管我财　等人为代表的更注重资产价值的低估值+大分散投资体系——这些都属于靠知识获利的，方法都有逻辑支撑。但凡乐意学，乐意付出时间的，即便不能达到他们的水平，也会是市场赢家的。

至于其他流派，例如技术趋势、高抛低吸、热点追踪、宏观周期等等，属于我的笨脑筋完全无法理解的东西，视而不见、听而不闻——申明：老唐可没说这些不能挣钱，只是表明我个人理解不了。

2017 年，老唐希望能继续拓展自己的能力圈，将目光放在白酒、银行和水电之外的行业，看看有没有自己能够理解的企业，有没有自己能够把握的机会，有没有能够继续深度研究并分享的新对象。我始终相信深度研究创造价值，在深度的前提下寻求力所能及的广度，相信不怕慢只怕站，日拱一卒，就会不期而至。永远只在自己熟悉的圈子里活动，在圈内形成局部的比较优势。不追求收益率领先，不惧怕收益率落后，始终坚持和优秀的企业捆在一起，寻找水平面不断上浮的池塘，然后漂浮在上面晒太阳睡懒觉，轻松投资、快乐生活，这就是我的生存之道。

数字二：2，今年写完了《手把手教你读财报 2》。

这是一本关于银行股财报的工具书。去年 11 月，老唐一嘚瑟，在雪球给自己挖了个新坑，要写一本关于银行股财报阅读的书籍，今年含泪填了坑。2017 年说啥也不给自己挖坑了，要陪我家领导出去走走了。自 2003 年起，自驾游是全家的寒暑假标配，自从 2011 年儿子升初三后，基本被剥夺了长假，我们夫妻俩也就成了专业居家陪读，没什么机会出远门了。直到去年 9 月，儿子进了大学，算是我们夫妻俩正式解放。现在这个坑填完了，明年必须要陪我家领导了。

这本书，自己觉得写得还比较满意，是市场上从来没有过的写法，也得到了银行业界专家的认可。本来应该这几天就发售了，但帝都雾霾来袭，环保部门要求纸厂印厂停工。为了帝都人民的呼吸健康，可能要推迟至春节后面世了。

搞定雾霾要靠风，老唐的新书也要乘风。前年的《手把手教你读财报 1》以贵州茅台为范例，面世后搭上了贵州茅台股价翻倍有余的大风。希望这次以工商银行为范例，也有搭上银行股顺风车的好运气。

数字三：81，发表原创文章 81 篇。

自 9 月 1 日开设了个人公众号唐书房，至今整整四个月，共计发表原创文章 81 篇，其中 79 篇为首发。主要由投资理念、企业分析、读书笔记等内容构成，算是一个保存自己想法的自留地。

从 2017 年元旦起，准备在唐书房连载新书。按照出版社版权要求，允许免费公布 50%内容，所以，全书 18 课，我打算连载前面 9 课。顺带收集和回答读者朋友们的一些疑问。

数字四：613，kindle 显示的读书时间 613 小时。

查了 2015 年的总结，算了下差值，今年电子书阅读时间为 613 小时，读完 28 本电子书。至于纸质书，除了唐书房里最近四个月写过读书笔记的约 10 本之外，其他的忘记了。

数字五：1452，今年跑步 1452 公里。

长跑三年的跑量分别是 1366、1377、1452，合计 4195 公里。目前体重还在 79kg 上下浮动，期望早日在不忌嘴的前提下降至 70~75kg 之间，届时想尝试跑一次全马。三年来，跑步成了一种娱乐，成了一种习惯，已经不需要谈坚持，看着天气好，就心中痒痒想出门跑，我觉着这是最近几年最大的收获。

老唐的 2016，大致就是这样了，平平淡淡的一年，平平安安的一年。平平淡淡的生活，记录下来就是未来珍贵的记忆。习惯性做个总结，如同年终必须出一张资产负债表，便于来年回头看自己是从哪里开始的，走了多远，又收获了些什么。强烈建议你也做个坦然面对自己的年终总结，不见得一定要公开，但得有！

祝各位朋友新年快乐、天天开心！

◆ ◆ ◆ ◆

2017 新年快乐

HAPPY NEW YEAR

◆ ◆ ◆ ◆

第85篇.　　2017.01.01-《手银》连载01

原创　2017-01-01　唐朝

连载说明：全书共计 18 课，根据出版社同意，可以免费公开不超过 50%的内容，所以，打算连载 9 课。考虑到阅读的便利性，每一课的内容，根据字数和内容或许分为三到五篇文章发布。同时，根据电子阅读的特点，我会将纸质书中的页底脚注或扩展知识，直接以括号或者小字体的形式，插在文章中间。不过，拷贝的底稿是我手头的，排版和图表都略丑。正式出版的书，是经过编辑和美工在排版和图表方面美化过的版本，这个美化后版本，我手头也没有，只有委屈各位将就一下了。

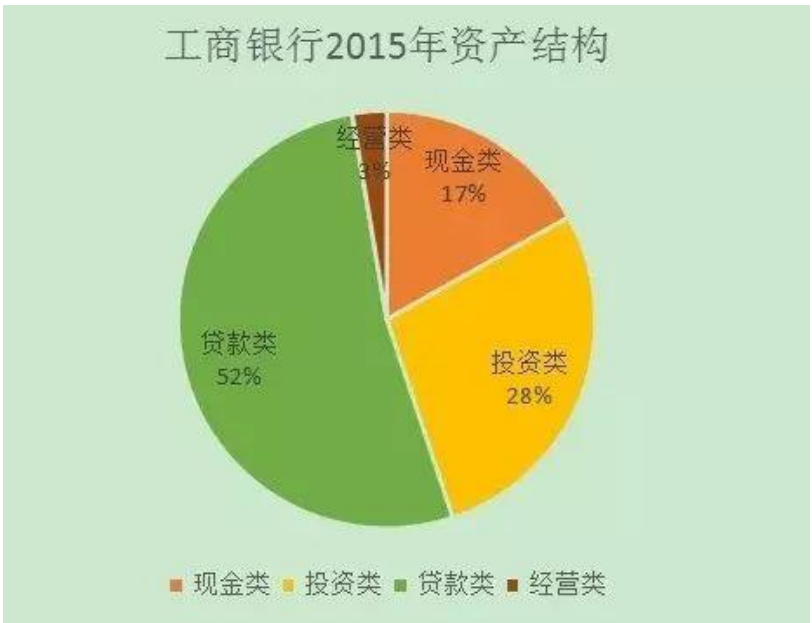
阅读中若有疑问，可以留言，只要我看见了，就会公示问题，也欢迎读者回答留言中的提问。提问前，请看一下是否已有同样的问题提出。若有，请直接点赞问题，不要重复提问，因为公众号文章下可显示的留言条数仅为 100 条。问题我暂时不会回答，累积到春节后，待九课连载完，我可能会将每课的问题单独成文解答——注意，是打算，不是承诺。

第 1 课，是银行业的基础知识，约 7000 字，分为三小节，分别为：银行业的特点、银行的印钞戏法、我国银行业概况。内容比较简单，阅读应该轻松，估计很少有问题，但知识点其实不少，就算 1 月 1 日黄道吉日起个头吧！

银行业的特点

工商银行 vs 伊利股份

翻开一家银行的资产负债表，你会很轻易的发现它和一般企业有着明显的不同。例如，拿中国工商银行 2015 年度财务报告来看，其资产结构可以简化如下图（比例已四舍五入，下同）

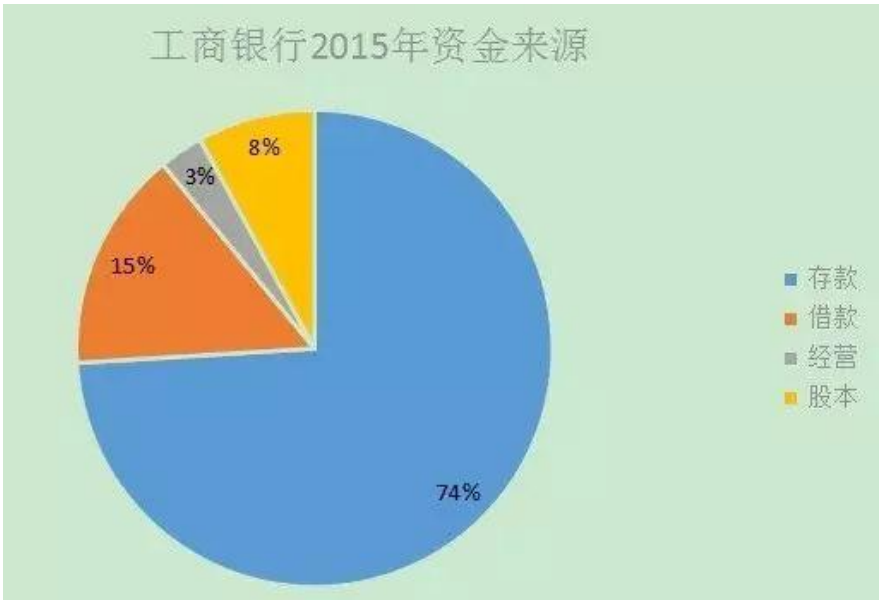


饼图中的现金类包括了现金及存放中央银行款项、存放同业及其他金融机构款项、拆出资金三项科目；投资类包括了以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产、衍生金融资产、买入返售金融资产、可供

出售金融资产、持有至到期投资、应收款项类投资、长期股权投资、贵金属八项科目；贷款类指客户贷款及垫款；剩余的固定资产、在建工程等归入经营类。

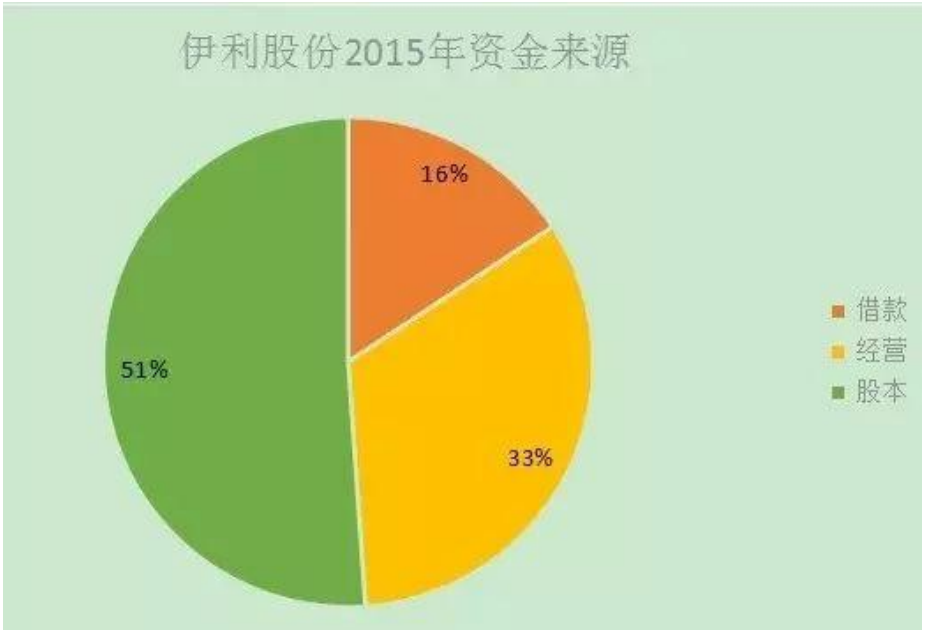
通过饼图可以看出，工商银行名下资产，超过一半份额由贷款构成。如果考虑到部分应收款项类投资和买入返售金融资产，实际也是由贷款化妆而来的（后面谈），贷款真实占比更高。除贷款外，对外投资和现金类占据了另外的近半壁江山。至于银行本身经营所需固定资产（类似房产设备等），占比非常小。

资产不会从天而降，任何一笔资产都必定有资金来源支持。银行弄这么多资产，钱从哪儿来的呢？看资产负债表的负债及权益部分。



很明显，银行资金近九成来源于存款和借款，另有少量经营过程中暂时占用的上下游资金，只有很小比例的钱（约 8%）是股东出的本钱。

随意找一份普通企业的财务报表来对照查看，比如就拿伊利股份来说，同样将资产配置和资金来源做成饼状图：



信用：银行的命根子

对比可以发现，伊利股份和工商银行资产负债结构的不同在于：

伊利股份，资产配置为制造或销售服务，以土地、厂房、设备、存货为主；工商银行，资产配置以贷款和投资为主；

伊利股份，资金来源以股东投入为主，借款和经营中占用他人资金为辅；工商银行，资金来源以吸收存款和向他人借款为主，股东投入占比很小；

伊利股份，资产主要为生产销售服务，经营重心是考虑自己的产品和服务是否被需要；工商银行，资产主要由发放给客户贷款构成，经营重心就必须是衡量和控制风险——借款人能否按时足额还款。

伊利股份，资金来源主要依赖股东投入，来源稳定，成本可控。工商银行，资金主要来源于存款和借款，来源依赖于信誉，成本也依赖于信誉。且由于银行保留的现金一般远小于吸收的存款，而放贷及投资形成的资产，如果变现，往往需要缓冲时间和恰当的时机。所以，银行一旦被怀疑无法兑现，很可能就真的会无法兑现。因为那时，原本并无兑现需求的人也会迫切要求兑现，俗称“挤兑”，而银行则无法立刻将按照合同约定发放的贷款换成现金。挤兑一旦出现，银行就面临巨大的生存危机。从这个意义上说，离开债权人的信任，银行是片刻也生存不下去的。

银行经营风险，依赖信用生存，然而银行却时刻干着印刷“伪钞”的勾当。当客户来银行借款时，银行只是给客户在账户里记录一个数字，例如 1000 万，于是客户马上就有“钱”了，就可以动用这 1000 万去买布买丝、开矿造船了。这个时候，存款人户头里的钱少了吗？没有。银行给客户发放贷款，并没有导致任何存款人的资金减少，就让接受贷款的客户账户里多了一笔钱，魔术般地创造了一笔钱。

那么银行是不是可以不停写数字而后买下整个世界呢？梦想是美好的，现实是残酷的。银行监管机构规定了银行增加存款时，必须按照一定比例上缴以备提取。这部分强制缴纳的钱，叫做“法定存款准备金”，这个缴纳比例，叫做“法定存款准备金率”。这个手段，限制了银行生产“伪钞”的总量。法定存款准备金具体按照什么比例缴纳，在我国由中国人民银行（一般简称央行、人行，或戏称央妈）制定。

◆ ◆ ◆ ◆

2017 新年快乐

HAPPY NEW YEAR

◆ ◆ ◆ ◆

第86篇.　　2017.01.02-《手银》连载02

原创　2017-01-02　唐朝

银行的印钞戏法

银行是如何创造“伪钞”的？是不是和电影里那样，搞一块电板，然后秘密开工印刷一张张的钞票呢？不是。我们用一个极度简化的例子来观察一下银行和贷款户共同创造“伪钞”的过程。

从一张存单开始

简单起见，先做两个假设：假设 1，全国只有一家银行，叫工商银行；假设 2，央行规定的法定存款准备金率是 20%（截止 2016 年上半年，人民币存款法定准备金率的实际标准为大型金融机构 16.5%，中小金融机构为 13%；外币存款则一律为 5%）。

起初，伊利股份拿着 1000 万元存进工商银行。工商银行将 20%的存款准备金合计 200 万交给央行。此时，万科公司需要贷款 800 万，成交。于是，工商银行的资产负债表就发生了这样的变化：

资产		负债	
万科公司贷款	800 万	吸收伊利公司存款	1000 万
存放央行	200 万		
资产合计	1000 万	负债合计	1000 万

接着，假设万科公司贷款是为了支付中铁二局建筑款项，800 万付给了中铁二局。中铁二局的银行账户上增加 800 万存款，工商银行依然需要按照 20%的存款准备金率缴纳 160 万给央行，然后顺手批准了乐视网申请的 640 万贷款。于是，资产负债表继续发生如下变化：

资产		负债	
万科公司贷款	800 万	吸收伊利公司存款	1000 万
存放央行 1	200 万		
乐视网贷款	640 万	吸收中铁二局存款	800 万
存放央行 2	160 万		
资产合计	1800 万	负债合计	1800 万

继续下去，比如乐视网收到贷款以后，用 640 万签约范冰冰拍了一条广告。范冰冰的账户上收到这笔钱以后，工商银行缴纳 20%存款准备金计 128 万以后，将剩余资金 512 万贷给了东方财富公司，资产负债变化情况为

资产		负债	
万科公司贷款	800 万	存款 1	伊利公司存款 1000 万
存放央行 1	200 万		
乐视网贷款	640 万	存款 2	中铁二局存款 800 万
存放央行 2	160 万		
东方财富贷款	512 万	存款 3	范冰冰存款 640 万
存放央行 3	128 万		
资产合计	2440 万	负债合计	2440 万

东方财富拿到贷款后，用于购买了浪潮信息的服务器……资产负债表继续演变

资产		负债	
万科公司贷款	800 万	存款 1	伊利公司存款 1000 万
存放央行 1	200 万		
乐视网贷款	640 万	存款 2	中铁二局存款 800 万
存放央行 2	160 万		
东方财富贷款	512 万	存款 3	范冰冰存款 640 万
存放央行 3	128 万		
某公司贷款	409.6 万	存款 4	浪潮信息 512 万
存放央行 4	102.4 万		
资产合计	2952 万	负债合计	2952 万

这个游戏可以一直这么走下去，最终你会发现表的左边，工商银行手头的现金、存放央行的总额加上放出去的贷款合计会高达 5000 万。而负债总额，也就是表的右边，这些公司或个人拥有的存款总额也会高达 5000 万。

货币乘数

这期间银行股东从自己腰包里拿钱出来了吗？没有，一分也没有，一切的源头就是伊利公司存进来的那 1000 万。在存款总额变成 5000 万的过程中，银行和申请贷款的客户共同给整个社会创造了 4000 万货币。这个从 1000 万变成 5000 万的比例，就被称为“货币乘数”。货币乘数=1/存款准备金率。

用 1000 万变出 5000 万，是不是很像印假钞啊！通常新闻媒体里说的开印钞机、放水什么的，描述的主要就是这个过程。不是真的拿纸和油墨印刷了一些纸币出来，而是银行通过借贷活动创造了货币。只不过一般谈论放水，源头指央行，也就是用中国人民银行替代本案例中的伊利股份。

央行有枪杆子保护的法定特权，可以直接印刷 1000 万现金，投入市场购买任何它需要的商品、服务或者资产，启动上面案例所讲的社会货币总量扩张过程。本案例之所以用伊利而不用央行来做源动力，是想强调：没有央行参与，银行体系本身就能生产出货币，只要有借贷需求以及法定存款准备金率小于 100%即可。这种小于 100%的法定存款准备金率制度，称作“部分准备金制”。

截止 2016 年上半年，我国法定准备金要求，是以每月的 10 号、20 号及月底最后一天的存款为基数，乘以法定存款准备金率，得出应缴纳的法定准备金额度（千元以下四舍五入）。10 号为基数算出的额度，适用于 15 号至 24 号，依此类推。日间可以透支，日终结算不可透支。

自 2016 年 7 月 15 日起，人民币存款准备金的考核基数由考核期末一般存款时点数，调整为考核期内一般存款日终余额的算术平均值。也就是说，不再以某一天的基数为计算依据，改以 10 天存款的算术平

均数为准，给了银行调剂和周转的空间，属于政策松绑。这部分法定准备金，央行付利息，目前标准为年息 1.62%。

货币创造中的漏损

从上面案例我们还可以发现，即使伊利股份投入的初始 1000 万不变，若央行降低或者提高法定存款准备金率（简称降准、提准），比如从 20%降低为 18%或者提高为 22%，整个银行体系能创造出来的货币总量也会跟着改变。“降准、提准”是央行最常见的宏观经济调控手段。若是央行不改变准备金率，直接扮演伊利股份的角色投放货币，就是另一种宏观经济调控手段了，一般被称为“量化宽松”，媒体新闻里经常说到的英文缩写 QE，就是指这个。

「脚注：货币总量在我国有三个层次的概念，分别定义为 M0，M1 和 M2。M0 指流通中的现金，也就是整个银行体系之外的企业和个人拥有的现金总量；M1 指 M0 加上单位在银行的活期存款；M2 指 M1 加上单位的定期存款、个人各项存款及证券客户保证金。央行调控货币总量，主要针对 M2，即广义上的“钱”。」

上面描述的是理想状况：所有人都不在手上持有现钞，银行也将缴纳准备金之外的钱全部放贷。现实体系里，可能范冰冰收到 640 万以后，会留个 10 万现金晚上出去嗨皮，只存 630 万进银行。银行按照 630 万基数缴纳 20%存款准备金以后，也可能留个 10 万现金在出纳的保险柜里，只贷出 494 万（而不是表格里的 512 万），由此引发的连锁反应，会导致银行创造的货币总量达不到 5000 万，这种情况也被称之为“现金漏出”或者“现金漏损”。现金漏损会降低银行创造货币的能力。

「脚注：事实上，如果没有监管部门的存贷比限制（贷款/存款≤75%），银行甚至不需要伊利或央行参与，在没有现金漏损的假设条件下，通过直接给万科公司发放一笔贷款，在资产端记录对万科公司发放贷款 800 万，同时在负债端记录吸收万科公司存款 800 万，就能推动上面那张表格的变化，创造出新的货币。这部分略复杂，且与投资关系不大，此处略过。」

由于现实体系中并非只有一家银行，所以工商银行存在着和其他银行结算的需要。如同企业和个人之间的结算通过企业和个人在银行的账户里保留存款来完成一样，银行和银行之间的结算通过银行在央行所开账户里保留的存款来完成。出于交易和结算的需要，银行在规定的准备金之外，还需额外保留一部分钱，这些钱被称为“超额准备金”，超额准备金的多寡由银行自主决定。存在央行的超额准备金，央行也付利息，但很低，目前标准是年利率 0.72%。超额准备金加上银行各处网点机构保险柜（库）里存放的现金，组成银行的“超额备付金（或简称备付金）”。

超额准备金利率低，现金则完全无收益，所以，在保证正常支付结算的前提下，如何尽可能减少备付金数量，是银行管理能力的体现之一。截止 2015 年末，银行业超额备付金占存款总额的比例（称超额备付金率或简称备付率）为 2.1%，比 2014 年底下降 0.55 个百分点。一般来说，规模越大的银行备付率越低，规模越小的银行备付率越高：大型银行约 1.5%，而城商行普遍约 4%。道理也简单，大行支付系统庞大，很多支付可以在行内对冲。同时，大行信用高，临时筹款能力强，有能力保持较低的备付率。

总结上述内容，老唐想让大家初步感知到银行业的核心特点是：1）银行经营风险；2）银行依赖信用生存；3）银行是合法的伪钞印刷厂。

第87篇.　　2017.01.04-《手银》连载03

原创　2017-01-04　唐朝

我国银行业概况

空有其名

在《人民银行法》和《商业银行法》颁布实施以前，我国的银行空有其名，实际上就是政府的“钱袋子”，只是个出纳角色，并非依赖信誉经营风险的金融机构。其主要功能仅在于尽可能低成本乃至负成本（存款利率低于通货膨胀率）吸收居民储蓄，然后补贴政府和国有企业。《中国统计年鉴》数据显示，这种负成本最严重的情况出现在 1994 年，真实存款利率（名义存款利率－通货膨胀率）为-10.72%。而当年国有企业贷款享受零利差，即国企平均贷款利率=居民名义存款利率，银行扮演着帮助政府及国有企业掠夺普通人财富的帮凶角色。

这种情况下，银行的经营水平可想而知。工商银行 2006 年申请上市的招股说明书披露数据显示，在 1999 年 1 月 1 日以前首次发放、截至上市前尚未到期或者尚未归还的贷款，不良贷款率高达 50.66%。更夸张的是 2004 年数据，不良贷款率为 73.97%。

工商银行如此，其他银行也好不到哪儿去。据《金融研究》2005 年第 12 期刊登的央行调查报告《国有商业银行账面不良贷款、调整因素和严重程度：1994—2004》数据，截至 2000 年末，国有商业银行账面总体不良贷款率高达 29.18%，如果加回政策性剥离不良贷款的因素，不良贷款率实际数据为 55.11%，不良贷款余额超过 3.68 万亿元。要知道，2008 年，在全球金融危机的猛烈冲击下，我国银行业的不良贷款率也只有 2.42%；而截至 2015 年底，我国银行业贷款总量是 2000 年的约 15 倍，不良贷款余额尚不足 2 万亿元。

那完全是一个搞到贷款就等于获利的时代、一个借钱的人没有认真想过偿还的时代——当然，央行调查数据也承认，不良贷款中仅有约 20%是银行经营因素造成的，其他部分主要由政策性因素导致。

银行业规范经营的时代

有了整个金融系统濒临崩溃的经验，政府终于明白了国民经济正常运营需要信用基础，而信用基础首先就需要约束政府，约束政府不能随意借钱，不能随意“赖账”。当然，除此之外，政府还需要打击假币，并保证司法力量可以协助银行与借款人之间的贷/还款协议依法履行。

只有在以法律形式禁止了央行对政府的透支，禁止了央行直接认购、包销国债及其他各级政府债券，禁止了央行向各级政府及政府部门发放贷款，禁止了央行对银行以外的机构或个人直接提供贷款，等等之后，中国人民银行才转变为真正意义上的中央银行，我国的商业银行体系开始建立。

通过 1999 年国家建立的四大资产管理公司（长城、信达、华融、东方），对口承接了银行担任出纳时无规则发放的烂账，银行实现了凤凰涅槃。伴随着 2003 年 4 月 28 日，银行业专门的监督管理机构——中国银行业监督管理委员会（简称“银监会”）成立，以及 2005 年至 2010 年间，四大国有银行的陆续上市，银行业规范经营时代来临了。

这种背景下，我国银行业出现了爆发式增长。截至 2016 年上半年，总资产规模超过 212 万亿元，净资产超过 16 万亿元。拥有各类银行 2000 多家，农村信用社及资金互助组约 1500 家，企业集团财务公司 200 多家，其他非存款类金融机构 100 多家。

「脚注：非存款类金融机构指信托公司、资产管理公司、金融租赁公司、汽车金融公司、消费金融公司、贷款公司（银监会口径不包含八千多家小额贷款公司）和货币经纪公司。」

银行日常经营活动涉及的各类审批和监督管理职责，主要由银监会承担。同时，银行还需要接受央行的业务指导和检查监督。央行会通过调整利率及法定准备金率，调整央行给予银行资金支持的数量、频率、利率及抵押品种要求，通过公开市场买卖各类票据及其他资产投放或回收货币，直接指导银行放贷总量或放贷对象等多种手段来影响银行的经营。

银行业的格局：定位与竞争

截至 2016 年上半年，在 A 股市场上市的银行共有 16 家，包含 5 家大型国有商业银行，即工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行；8 家股份制商业银行，即招商银行、浦发银行、兴业银行、民生银行、中信银行、光大银行、平安银行、华夏银行；3 家城市商业银行，即北京银行、宁波银行、南京银行。

5 家大型国有商业银行归银监会“国有控股大型商业银行部监管部”（简称“大型银行部”）监管；8 家 A 股上市的股份制银行及其他 4 家未在 A 股上市的股份制银行（广发银行、渤海银行、恒丰银行、浙商银行）归银监会“全国性股份制商业银行监管部”（简称“股份制银行部”）监管；城市商业银行及民营银行归银监会“城市商业银行监管部”（简称“城市银行部”）监管。其他政策性银行、农村金融、外资银行、非银金融等，与上市银行投资者无关，此处略过。

「脚注：大型国有商业银行、股份制商业银行、城市商业银行等叫法是沿袭习惯分类，实际上所有上市银行都是各类资本混合参与的股份制商业银行。」

依照央行、银监会、证监会、保监会及国家统计局联合发布的《金融业企业划型标准规定》，总资产 4 万亿元以上的银行为大型银行，5000 亿元至 4 万亿元之间的银行为中型银行，总资产 5000 亿元之下再细分为小型银行和微型银行。以 2016 年上半年财报数据界定，16 家上市银行由 10 家大型银行和 6 家中型银行组成。

其中又可以大致分为三个竞争层次：工、建、农、中四大行为第一层次，合计总资产占整个中国银行业 1/3 以上。工商银行总资产超过 23 万亿元，遥遥领先，建行、农行、中行三家规模接近。这部分银行具有规模、网点及渠道优势，涉及业务大而全，但国企气息相对浓厚，往往因为政治需要，做出一些违反经济规律的行为（主要体现为经济下行期，因政府稳定需要，“不抽贷”甚至加大放贷力度，保证国企资金需求），对市场环境变化的反应速度稍显不足。

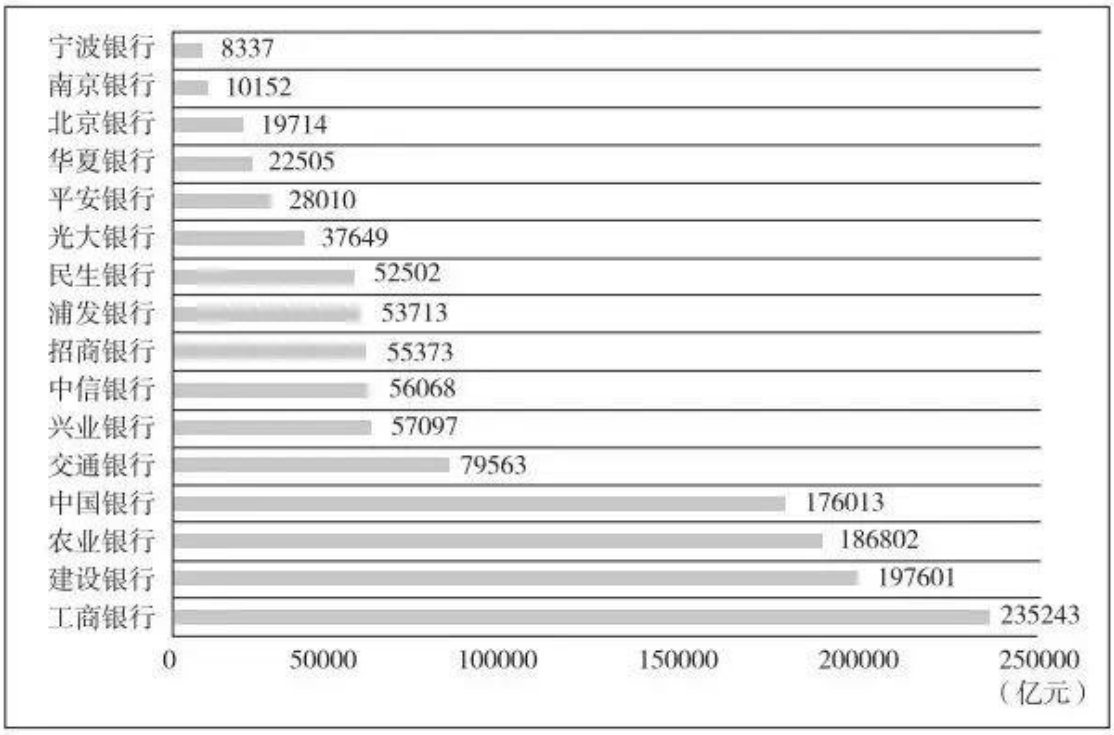


图 1－5　各银行总资产规模

交行及兴业、中信、招商、浦发、民生六家大型银行可划为第二层次。交行总资产近 8 万亿元，在该层领先，但资产增速低于其他五家，规模差距处于不断缩小阶段。后五家银行具备相对灵活的经营自主权，资产规模相近、竞争激烈，资产或净利润排名时有上下浮动。与四大行大而全的定位不同，这个层级的银行初步具备了一些差异性，如招商的零售业务、兴业的同业业务、民生的小微业务，特征显著、定位鲜明，具备一定的竞争优势。它们算是中国银行业上市公司中成长活力和经营稳定性兼备的品种。

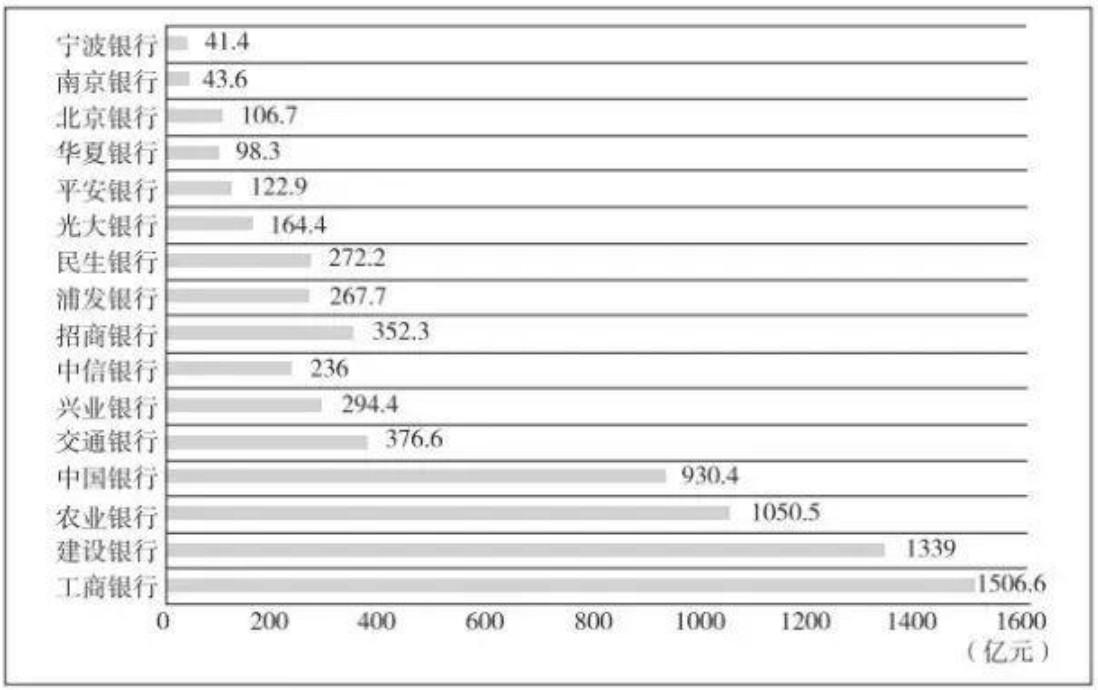


图 1－6　各银行净利润状况

剩余 6 家中型银行，总资产及净利润规模相对偏小。其中城市商业银行中的北京银行，资产规模逼近股份制商业银行中的垫底小弟华夏银行（华夏银行前身为首钢集团财务公司，大国企气息同样浓厚），净利润甚至已经超过华夏银行。股份行与城商行之间的差距正在缩小。这部分银行或由于资产规模偏小，或由于经营区域集中，对宏观经济波动更为敏感，经营业绩的波动性更大一些。

——第 1 课完——

「小提示：从下节课开始，就要直接开始财报的阅读了。本书用工商银行 2015 年财报为范例，需要大家下载一份在手边，否则你可能在学习过程中掉队。在上海证券交易所 http://www.sse.com.cn 或巨潮资讯网 http://www.cninfo.com.cn 输入“工商银行”或者“601398”均可搜索下载。

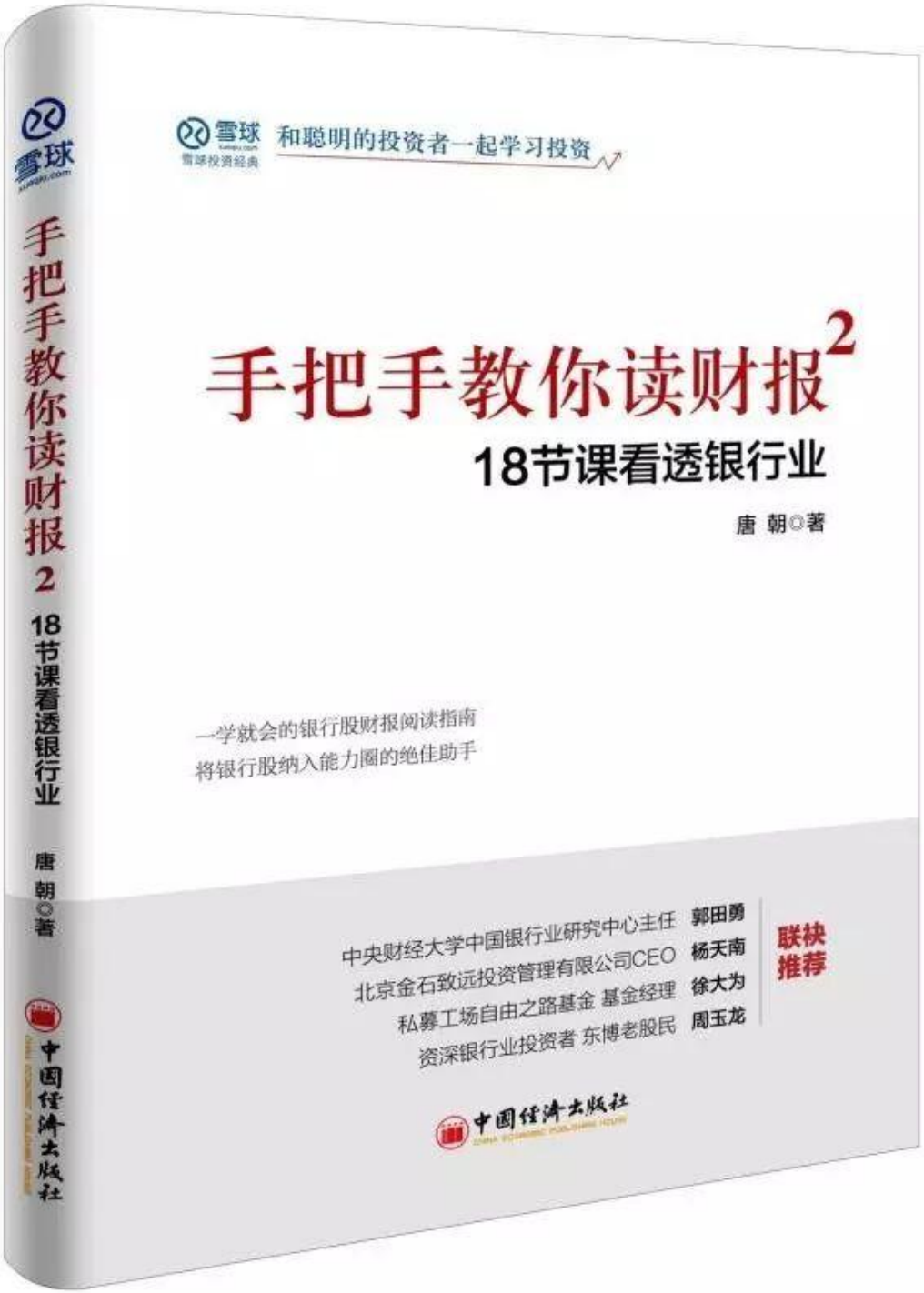
其实我非常建议各位在某宝上搜索“打字 复印”，然后随便找一家把下载的 pdf 文件发给对方，商家会打印装订好一本纸质年报寄给你，含邮费在内也就 18~25 元。杂志那么大的 360 多页，厚厚一大本，包邮才 20 多元，太超值了，对眼睛的保护和阅读的便利性，至少值回 1000 个 20 元」

第88篇.　　2017.01.06-《手银》的五大爆料

原创　2017-01-06　唐朝

本周已经连载三篇了，周末就不给大家加专业知识了。爆点秘料，先睹为快一下。

秘密 1：新书封面



上一本《手把手教你读财报》红白相间的封面，实在是被用太多了，中国经济出版社足足搞了 9 本长相差不多的书，吐血中……。这次老唐希望搞个不一样的版本，免得审美疲劳。出版社在既需要保持风格一脉相承，又需要有显著区别的前提下，重新设计了封面。看着比较素净，我挺喜欢的，不知道你喜不喜欢。管她呢，核心是内容，对不？封面嘛，只要不讨厌就行。哈哈。

秘密 2：审稿专家及推荐人

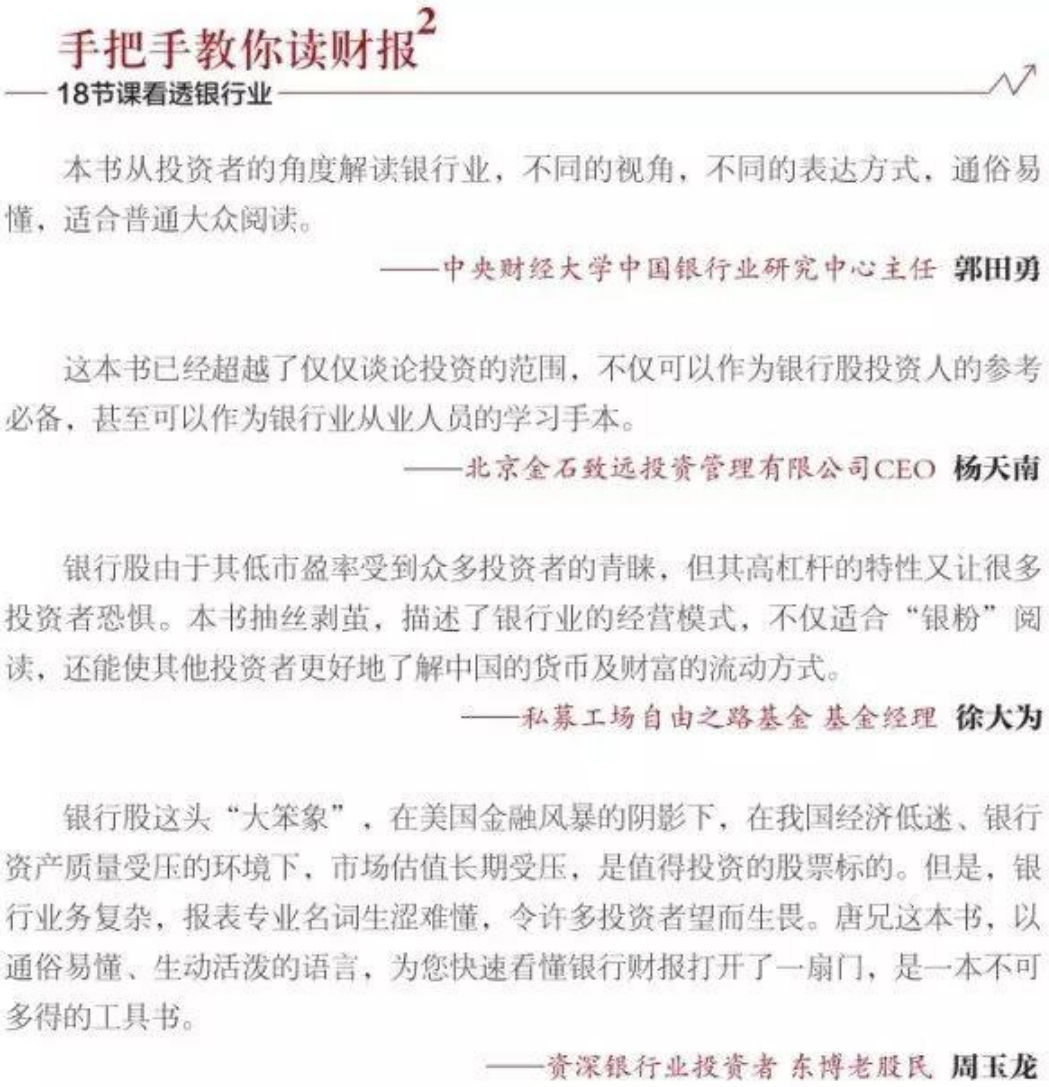
想必大家从封面上已经看见审稿专家和三位好友的推荐了。这次特别荣幸，出版社邀请到了中央财经大学中国银行业研究中心主任、著名经济学家郭田勇教授来审稿。郭教授是银行业知名专家，不仅主编过

大学《货币银行学》教材，主编过《银行业从业人员资格考试试卷》，还有很多关于银行业监管和运作的专著问世，各位感兴趣可以百度。上次我在《开心事儿》一文里说暂时保密的时候，书房里马上就有人猜出来了，老唐很没有、很没有成就感！比如这位……

沾各位的光，因为上本书畅销，郭教授听说是特别受投资者欢迎的作者，想看看投资者是怎么理解和看待银行业的，这才在满天飞的百忙中（审稿期间，郭教授在台湾），赏脸看了老唐这本小书。谢谢郭教授，也谢谢大家。

另外三位推荐人都是雪球名人，各位都很熟吧，就不一一介绍了。万一有不熟的，本文结尾我附上书中的感谢词，内有简介。

秘密 3：推荐词



秘密 4：明细目录

有很多心急的朋友，看前面连载的时候，会问到后面将要讲到的内容。我先发个明细目录，大家心中有数，知道哪些内容是可以不急不急的。

目　录

前　言

第一课　银行业基础 …… 1

银行业的特点 …… 1

银行的“印钞”戏法 …… 5

我国银行业概况 …… 10

第二课　银行的会计资本 …… 15

银行财报的特点 …… 15

股本 …… 18

其他权益工具 …… 20

资本公积 …… 21

其他综合收益 …… 21

盈余公积 …… 22

一般准备 …… 23

未分配利润 …… 24

股东权益 …… 24

第三课　银行的监管资本 …… 26
资本充足率 …… 28
资本的分类 …… 30
资本充足率的观察意义 …… 37

第四课　银行负债之存款 …… 39
银行的高负债特点 …… 39
存款：负债的核心 …… 43
存款面对的监管 …… 46
理财产品 …… 50

第五课　银行的其他负债 …… 54
同业及其他金融机构存放 …… 54
存款证 …… 58
向中央银行借款 …… 59
已发行债务证券 …… 61
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 …… 61
衍生金融负债 …… 61
卖出回购款项 …… 62
递延所得税负债 …… 63
其他几项 …… 64

第六课　银行的资产配置 …… 66
初识资产表 …… 66
现金及类现金资产 …… 70

唐书房

投资类资产 …… 71
经营类资产 …… 77
银行资金配置的原则 …… 77

第七课 客户贷款与垫款 …… 79
基本概念与分析思路 …… 79
贷款分类 …… 82
贷款的五级分类 …… 84
不良贷款和逾期贷款 …… 93

第八课 减值准备（上） …… 97
贷款减值准备 …… 98
拨备的计提 …… 101
超额贷款损失准备 …… 104
资产质量关键指标 …… 105

第九课 减值准备（下） …… 110
黑屋子里重点找什么 …… 110
解读大原则 …… 114
细读贷款减值准备 …… 115

第十课 贷款的定价与管理 …… 126
违约风险溢价 …… 126
违约风险溢价的测算与管理 …… 131
贷款的展期与重组 …… 135

不良贷款的处置 …… 136

第十一课　票据贴现 …… 141

票据及票据贴现 …… 142

银行承兑汇票的变形 …… 146

商业承兑汇票 …… 149

其他垫款业务 …… 151

第十二课　风险加权资产 …… 153

风险的种类 …… 153

信用风险加权资产 …… 155

市场风险加权资产 …… 161

操作风险加权资产 …… 164

风险加权资产透露的重要信息 …… 167

第十三课　利润表（上） …… 170

利润表概览 …… 170

其他综合收益 …… 173

银行的营业收入 …… 177

第十四课　利润表（下） …… 191

营业支出 …… 192

净利润 …… 195

所得税费用计算实例 …… 199

如何观察利润表 …… 200

第十五课 重要的财务指标 …… 205
监管体系 …… 206
风险水平类指标 …… 207
风险迁徙类指标 …… 210
风险抵补类指标 …… 212
央行 MPA 体系 …… 215

第十六课 银行股的选择（上） …… 219
银行业是否值得投资 …… 219
关于时机 …… 221
银行的差异化之路 …… 224

第十七课 银行股的选择（下） …… 231
重点观察指标 …… 231
经营效益 …… 232
资产质量 …… 240

第十八课 估值与财报使用流程 …… 249
估值方法 …… 249
银行财报的阅读流程 …… 258

参考文献 …… 263
后 记 …… 265

发现你最关心的知识点了吗？

秘密 5：上架时间。

目前最新通知，是帝都印厂一律停工到 1 月 7 日。如果天气预报准确的话，可能 8 号可以开印。出版社各位编辑和领导，看着内容还凑合（淡定淡定，此处作谦逊状），网络书商回馈也比较给面子，临时决定将首印量扩大到三万册（出版合同签的首印一万），说印刷和装订需耗时 7 天。 这么推算，春节前，应该可以保证大家都能拿到书——前提是霾大爷真的如期离开帝都，且快递公司别早早放假。如果霾大爷再赖三两天，那就踏踏实实等春节后了。大致情况就是如此。

附新书后记：

2016 年 9 月 22 日午时，小雨轻风。老唐点击了确认键，把本书初稿发给了编辑燕丽丽博士。当时的心情，就和窗外扭腰摇臀的雨丝一样轻快。

从动笔到完成初稿，耗时约 150 天，刷新了过去 10 年里老唐连续做一件事的极限时间。如同上本书一样，这 150 天里，有时下笔如有神，一口气熬到半夜三四点，写出七八千字；有时数日徘徊，写了删、删了写，毫无进展。写作的过程，也是一次系统整理学习笔记、整理过往所思的过程。书完成了，关于投资银行股的思路也更加清晰了，这让我非常开心。同时，想到还会有许多读者因为这本书，可以节约大量的学习时间，增加对一个行业的理解，更是让我有了一点小小的成就感，仿佛“宅”在家中的自己也挤进了“劳动者”的行列。

非常荣幸，出版方邀请了中央财经大学中国银行业研究中心主任、著名经济学家郭田勇教授对本书进行了审读。郭教授是银行业界知名专家，能得到郭教授的审阅，本人深感荣幸，在此向郭教授致以深深的谢意！

感谢《手把手教你读财报》的读者，若非你们的鼓励和支持，作为非专业人员，老唐实在不可能壮起胆子去写一本关于银行业的书籍。谢谢大家！

感谢好友杨天南兄百忙之中撰写推荐序。天南兄是北京金石致远投资管理有限公司 CEO，他不仅是一位具有 24 年成功投资经验的金融投资家，还致力于财务健康投资理念的研究和传播，著有《规划财富人生》《一个投资家的二十年》，以及译著《巴菲特之道》。天南兄以其诗歌一样的行文风格，耀眼的长期投资业绩，被业内称为“投资界写文章最好的人”，他优美的序言为本书增色不少。感谢天南兄！

感谢东博老股民周玉龙老大哥。老大哥是网络知名的资深银行业投资者，对银行业的研究和理解深度，曾引发民生银行董事史玉柱先生的感叹和佩服。史玉柱先生曾在 2011 年 6 月 4 日发微博公开赞扬老大哥：“价值投资的理解在我之上，研究深度在著名分析师之上，顿生敬意。每周都会去他博客看看。”老大哥有一颗乐于分享的慈悲心，常常将自己的研究成果毫无保留地分享给广大网友。受益于老大哥的网络读者有很多，老唐也在其中。这本书能得到老大哥的指点和推荐，老唐深感荣幸。谢谢老大哥！

感谢好友徐大为兄对本书的推荐。徐兄是私募工场自由之路基金的基金经理，特别擅长低风险套利，同时也乐于分享。汇集了他投资理念与方法的《低风险投资之路》一书，引导了很多朋友在市场里“捡钱”。徐兄很少投资具体企业，但对宏观经济有着独特认识。老唐送这本书给徐兄审阅时，也是希望徐兄从宏观经济的角度对本书做出指正。感谢徐兄读后给出的高度评价！

感谢本书编辑燕丽丽博士。燕博士热爱出版事业，有着和老唐一样的轻度偏执症状，做事追求完美，是一位非常认真负责的编辑。上本书的畅销有燕博士很大的功劳，且若非她的鼓励、调侃和激将，这本书也可能不会诞生。谢谢燕博士！

最后，要特别感谢妻子小琴，感谢她 25 年的陪伴，感谢她 25 年的鼓励和信任。在本书写作过程中，她无微不至的照顾和无处不在的鼓励，使老唐觉得每一次敲击键盘，都有着无穷的乐趣。这里老唐要对妻子说：遇到你是我人生最大的幸运！

让我引用周玉龙老大哥的一句话作为本书的结尾，老大哥在 2014 年雪球嘉年华活动中演讲时说：“能力大于理念！”老唐深表认同。投资的理念并不复杂，几分钟就可以说透。但研究具体企业却需要踏踏实实读财报，仔仔细细核数据，没有任何捷径可走，没有投机取巧的空间。老唐始终相信：深度研究创造价值！希望这本书能够在您对银行业展开深度研究的时候，起到一点点帮助作用。

老唐既非银行业从业人员，也非金融专业出身，关于银行业所有知识，均是在投资过程中摸索学习而得，因此内容难免存在错漏，还望读者谅解，也希望得到专业人士的指教。若有指正可以发邮件到yesvalue@163 com ，或者通过公众号“唐书房”（微信号：clouds70）面对面探讨。谢谢各位！

祝各位投资顺利！

第89篇. 2017.01.10-可转债及其套利

原创 2017-01-10 唐朝

《手银》连载04下面，有读者说可转债看的有点晕。老唐曾在2014年12月25日和26日在雪球连续发过三篇《手把手教你转债套利》，可能有些朋友不一定看过。干脆临时补发一篇可转债的科普短文。

可转债，是公司发行的一种带有转股权利的债券。债券通常约定了“购买可转债的人，有权以某固定价格向公司换成股票”。注意，“有权”换股票的含义，是持有人可以换，也可以不换。

如果你是买了可转债的人，当你向公司申请换股票时，就相当于公司对你定向增发了新股，你变成了公司的股东，股票你可以持有，也可以卖出。如果你不换，你就是公司的债权人，公司按照约定利率每年（或者每半年）付你利息，直至到期后，归还你的本钱。

由于附送有转股权利，所以可转债约定的债券利率，比不含转股权利的普通债券低很多。比如工商银行财报里提到的这个2010年8月31日发行的可转债，利率约定就是第一年0.5%、第二年0.7%、第三年0.9%、第四年1.1%、第五年1.4%、第六年1.8%。

相对于普通债券利率而言，持有可转债的人，相当于付出利息差额，购买了一份按照约定价格购买该公司新股的权利。工行转债起初约定的转股价是4.2元，这就意味着每份面值100元的可转债，可以在允许转股的时间里，随时申请向公司换取100/4.2≈23.81股工商银行的股票（不足1股的零头，退现金给你）。

这个换不换的权利在你，只要你申请，公司就给你换（在股票交易系统里操作一下即可完成申请）。你不申请，你拿的就是债券。

备注：在持有可转债期间，如果该公司的股票有分红送配需要除权时，转股价格会跟着除权。例如到2015年工行可转债转股价格已经变成3.27元了。同时，如果股价跌了很多，公司可以根据实际情况，决定是否向股东大会提交下调转股价议案——注意，只是提交，而最终是否下调转股价，由股东大会审议决定。

很显然，如果工商银行股票股价低于4.2元，傻子才会去申请换股。当股价高于4.2元时，持有可转债的人，可以将债券换成股票然后卖掉获利。而如果股价低于4.2元，可转债持有人继续持有债券，就是每年利息少点儿，但妥妥地本金无损（相对于以面值购买而言）。

因而，可转债对于投资者而言，是一种进可攻退可守的投资品种。对于公司而言，则是一种低利率融资的手段。

通常可转债发行后半年就可以转股了（这个时间要看具体债券的发行约定，但大部分都约定的是半年），比如工商银行这份可转债，就是2011年3月1日后随时都可以申请转股。

目前市场现存二十几只可转债，相关转股价及转股时间等具体约定，可以在“集思录——实时数据——可转债”栏目下看到。

为了敦促可转债持有人转股（转了股公司就不用继续付利息了），可转债通常都有约定“当股价持续多久高于约定转股价某比例”时，可转债持有人必须转股。如果不转，公司有权提前还债。例如工商银行这份可转债，就约定在 30 个交易日中有 15 个交易日收盘价高于转股价格的 130%时，你如果不转，公司就还债。

因为公司还债是还本金 100 元及当期利息，所以，与你转股卖掉即可赚取超过 30%以上的利润相比，如果没转股，就白白损失了利润。比如文中说过的被公司付息还本赎回的 1423.6 万面值可转债，就属于忘了转股或者知识缺乏的马大哈，白白丢掉超过 30%的利润。

由于可转债可以上市交易，当该公司股票上涨，转股有利可图时，可转债本身的价格也会上涨。所以，可转债有三种获利方式：①可以持有收息至到期后还本；②可以在股票市价高于约定转股价格时，申请转换成股票后持有或抛出获利；③可以在可转债交易价格上涨后卖出获利。

因为可转债等于固定比例的该公司股票，所以可转债价格和对应股票价格之间有个固定的关系。比如当约定转股价格为 4.2 元时，可转债的正确价格=工商银行的股票市价×100/4.2。

然而，由于市场里有各种各样的投资者，分别交易着可转债和股票，两者之间可能会出现价格不同步的现象。一般而言，熊市里，保守的投资者偏爱可转债，而股价通常跌的厉害，因此，可转债的市场价格，常会高过「正确价格」；而牛市里，由于可转债的认知度比较低（比如唐书房读者都知道股票，但很多人并不知道可转债），常常出现可转债市场价格低于「正确价格」。

当可转债价格低于「正确价格」时，一种完全无风险的捡钱机会就诞生了。简单说，就是当可转债价格低于「正确价格」时，卖出原本持有的股票或者融券借来的股票，然后立刻买入可转债向公司申请换回股票，或继续持有或归还融券，无风险差价到手。

具体操作方法及流程，老唐曾经在 2014 年 12 月 25 日，一边利用手头的民生银行股票和可转债现场直播捡钱，一边写过一个《手把手教你转债套利》和《手把手教你转债套利（续）》，后来在 12 月 26 日汇集了一个《手把手教你转债套利完整版》。这三篇文章都在雪球置顶第二部分，感兴趣的自己去翻看。

这里把完整版的链接放在左下角“阅读原文”里了。如果看懂本文说的原理，完整版可以直接拉到文末，就看最后的 1234 步，那就是捡钱的标准姿势。一看就懂、一学就会，可惜现在市场没机会给我们捡。当然，正所谓“有知识储备，才看得见机会”，现在学会，免得机会真来了，别人捡钱你却只能拔剑四顾心茫然。

在《手银》连载 04 一文里，是说当可转债申请转股时，会造成公司股本的增加。哪年有转股，哪年就有股本增加，增加数量就等于当年申请转股的债券面值/当年的转股价。就这么简单，还晕吗？

「抱歉，昨天马虎了，写错一段话。谢谢读者张海明和杨广胜发现，今日修订重发」

第90篇.　　2017.01.11-《手银》连载05

原创　2017-01-11　唐朝

资本公积

见惯了高价发新股的 A 股投资者，很容易理解资本公积的含义。比如说新股面值 1 元，但发行价可能

是 25 元，假设券商、会计师事务所、律师事务所等机构收取的发行费用合计每股 0.1 元。那么公司发行新股收到每股 24.9 元，其中面值 1 元计入股本，另外的 23.9 元就计入资本公积。

计入资本公积代表着这钱虽然归企业股东所有，但它不是企业通过生产经营赚来的。

不仅发行股票，发行其他带有权益性质的金融产品，带来的溢价收益，也需要计入资本公积，例如前面谈到的可转债含有的权益部分（可转债发行所得分为两部分：相当于不附带认股权且其他条件相同的公司债券公允价值的那部分计入负债，差额部分计入资本公积）。

类似这样“属于股东的，但不是生产经营赚来的”资本公积还有：企业接受捐赠的资产；部分符合规定的政府拨款；关联交易中一些显失公平的利得或损失；在企业清产核资或兼并重组时资产评估增值部分；企业以非现金资产对外投资时评估增值部分；企业收到外币股本投资时，相对于签订投资合同时汇率发生变化带来的损益等。这些看字面就很容易理解，不细说了。

因为资本公积不是企业通过生产经营赚来的，所以当企业用资本公积来转增股本时，税务局将其视为股东资本在不同科目之间的挪动，不是“所得”，不征收所得税。

与之不同的，当企业用经营利润（包括未分配利润和盈余公积）来送红股，是将经营利润转化为资本再投入，税务局将对股东收到的红股，以面值为基数征收所得税。

其他综合收益

其他综合收益是 2014 年 7 月新会计准则加设科目，是将以前归入“资本公积——其他资本公积”里、最终将会变成利润表里损益的那一部分，挪出来单列汇报了，相当于利润的临时中转库。

其他综合收益主要包括企业持有的可供出售金融资产的公允价值变动；企业对持有的投资资产重新分类时形成的利得或损失；补充退休福利产生的精算利得或损失；以及外币报表折算差额等。

前两项与银行投资资产有关，放在资产章节谈。

补充退休福利产生精算利得或损失，指企业计算应该向退休职工补充退休福利时，在不同的社会发展条件下，可能采用不同的假设条件，如贴现率、死亡率以及通胀水平等，由此产生计算上的应付薪酬差异。

外币报表折算差异，指银行如果在境外有全资或合营的经营机构，其境外资产负债表折算为人民币报表时，产生的折算差额中应归属于上市银行股东所有的部分。

工商银行 2015 年财报的其他综合收益数字为（4,655），单位百万元。在财务报表中，数字用括号括起来，表示负值，也就是说此处（4,655）的含义就是：2015 年底工商银行的其他综合收益余额是-46.55 亿元。

关于其他综合收益的内容，在本书第十三课利润表部分会有更详细的阐述。

盈余公积

盈余公积是从企业经营利润中提取出来用于企业发展的资金。它分为强制性的法定盈余公积和非强制性的任意盈余公积。法定盈余公积必须提，额度是当年利润的 10%（注意，基数不是合并报表利润，而是一个个拥有营业执照的法律实体的利润）。

如果历年累计达到注册资本的 50%以后，可以不继续提法定盈余公积。任意盈余公积由股东自行决定提不提或者提多少。

盈余公积可以用来弥补企业亏损，也可以用来送红股（用盈余公积或未分配利润转增股本，一般称之为“送红股”或“送股”），但对数量有限制，要求送红股后剩余的盈余公积数量，不得低于注册资本的25%。

极少数的情况下，盈余公积也可以用于分红，一般是企业利润较少甚至亏损，但历史累积的盈余公积较多的时候。将盈余公积用于分红，分红额不允许超过面值的6%。

一般准备

一般准备，类似于金融行业专属的盈余公积金。前面说了，盈余公积是强制要求从企业利润里提取出来，用于企业未来发展的一笔钱。一般准备则是特别针对金融企业强制要求再次提取的一笔钱，专为弥补可能存在（也可能不存在）的潜在损失。

按照财政部的规定，自2012年起，银行的一般准备不能低于风险加权资产年末余额的1.5%，确实达标有困难的，可以分五年内达到此标准。当然，困难是针对部分未上市小型银行的，这几年银行业赚得盆满钵溢，16家上市银行全部都是达标的。

脚注：风险加权资产是银行业非常重要的一个概念，老唐会在本书的第十二课专门讲述。此处你先理解一个基本概念，所谓风险加权资产，就是以银行持有的各项资产所承担风险的不同，分别乘以监管部门规定的不同加权系数（如国债加权系数为0，个人房贷为50%，普通企业贷款为100%，主动投资的工商企业股权为1250%等）后加总得出的。

理论上这个风险加权资产可能大于、等于或小于银行总资产，但由于种种监管政策引导银行对资本的高效利用，风险资产总额通常都是小于银行总资产的。所谓对资本的高效利用，指的是监管部门强制要求银行按照其持有的风险加权资产总额，配比固定比例（例如10.5%）的自有资本。

因此，同样总额的资产，若加权系数不同，银行需要为之准备的本钱也不同。例如放1000万元个人房贷，风险加权资产只算500万元，如果资本要求是10.5%，那么需要银行配比自有资本52.5万元。但如果买进1000万元工商企业股权，风险加权资产要算1.25亿元，则需要配比自有资本1312.5万元。这样，银行资本的回报率就有了巨大的差别。

未分配利润

企业挣的钱，提取了盈余公积和一般准备后，剩下的就是未分配利润。未分配利润的用途由股东自己决定，或分红，或送股，或留在公司用于再投资，均可。当然，如果是当年赔钱了，新增未分配利润就是负数，需要从以往积累的未分配利润里扣。未分配利润=上一年度未分配利润+本年利润-利润分配。

股东权益

银行的资产减去负债，剩下的就是股东权益，一般也被称为“净资产”。它是上面那些股本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益、盈余公积、一般准备、未分配利润等科目的总和，囊括了股东投入、非经营性利得或损失、经营盈利或亏损三种来源。

从股东权益中减去下属子公司中的少数股东权益，剩余的权益就是归上市公司股东所有的，在财报上的名字就叫作“归属于母公司股东的权益”。所谓少数股东权益，指上市公司非全资子公司里占有少数股

份的股东拥有的权益，只有合并报表里才有这个科目。

例如，工商银行有个子公司叫“浙江平湖工银村镇银行”，工商银行持股 60%。因为是控股子公司，所以该村镇银行的全部资产和负债会计入工商银行的“本集团”数据。最终工商银行本集团的股东权益数据里，就包含了其他 7 家股东（平湖市国资公司、浙江晨光电缆股份公司等 7 家企业）持有的村镇银行 40%的权益。因此在计算归属上市公司股东拥有的权益时，就需要从总的股东权益里减去这 7 家少数股东拥有的浙江平湖工银村镇银行 40%的净资产。

因为股东权益=资产-负债，所以资产=负债+股东权益，财务报表最后一行的“负债和股东权益总计”数据，永远等于企业的资产总数，企业的任何一笔资金，都需要在“负债及股东权益”端记录其来源，同时在“资产”端记录其去处。

看到这儿，银行的会计资本部分就了解完了。下节课我们谈银行独特的资本概念：监管资本。（第 2 课完）

本书共有两课较难，

第 3 课监管资本和第 9 课拨备。

下节课我们开始啃第一块硬骨头。

你，磨好獠牙了咩？

第91篇.　　2017.01.11-手2可以预定啦！

原创　2017-01-11　唐朝

上架啦，上架啦！

京东首发，开始预定啦！

下手下手，早定早踏实，

避免遇上断货或者物流排队。

出版社消息：12 号书出印厂，估计还要几天到达京东各地仓库。现在下单，放假前应该可以到手。

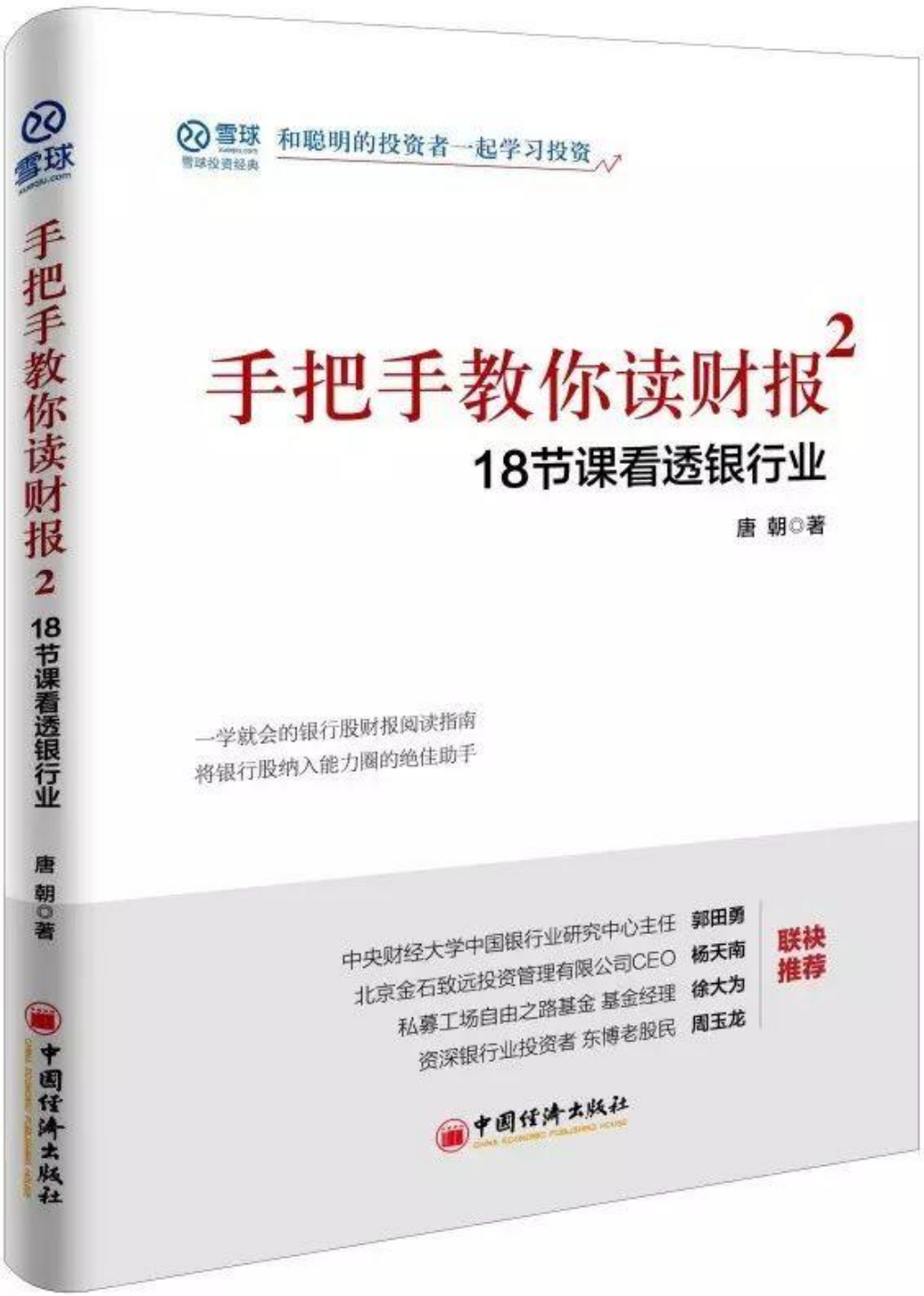
预定页面显示的预计 23 号有货，是最保守的估计，推测上各地仓库都用不了 11 天的。当然，新疆西藏的朋友，还是算了，节后再说吧！

点击左下角“阅读原文”即可购买。

一学就会的银行股财报阅读指南

将银行股纳入能力圈的绝佳助手

秉承《手把手教你读财报》简单粗暴、通俗易懂风格，摆脱生涩难懂的公式和术语，说透银行财报阅读中的各种难点和重点。



这是一本投资者写给投资者的书，

这是一本银行股投资者必备的工具书，

这是一本银行股财务报告的阅读说明书，

这是一本人人都能看懂的银行业学习指南。

读完正好赶上年报出炉，

一步跟上，步步跟上，现学现用，

立刻能够投入实战运用，帮助投资决策！

银行，百业之母。你可以不投，但不能不懂。

老唐出品 质量保证

本书从投资者的角度解读银行业，不同的视角，不同的表达方式，通俗易懂，适合普通大众阅读。——中央财经大学中国银行业研究中心主任　郭田勇

这本书已经超越了仅仅谈论投资的范围，不仅可以作为银行股投资人的参考必备，甚至可以作为银行业从业人员的学习手本。——北京金石致远投资管理有限公司 CEO 杨天南

银行股由于其低市盈率受到众多投资者的青睐，但其高杠杆的特性又让很多投资者恐惧。本书抽丝剥茧，描述了银行业的经营模式，不仅适合“银粉”阅读，还能使其他投资者更好地了解中国的货币及财富的流动方式。——私募工场自由之路基金　基金经理　徐大为

银行股这头“大笨象”，在美国金融风暴的阴影下，在我国经济低迷、银行资产质量受压的环境下，市场估值长期受压，是值得投资的股票标的。但是，银行业务复杂，报表专业名词生涩难懂，令许多投资者望而生畏。唐兄这本书，以通俗易懂、生动活泼的语言，为您快速看懂银行财报打开了一扇门，是一本不可多得的工具书。——资深银行业投资者 东博老股民 周玉龙

最后回答两个反复被问的问题：

1）还能定签名版吗？

答：抱歉，不能。希望见谅！

2）手银有电子版吗？

答：有，预计 2017 年 10 月份出。

第92篇.　　2017.01.12-《手银》连载06

原创　2017-01-12　唐朝

手银连载最近几篇阅读量比较低，估计有些朋友是打算直接看书，有些朋友是打算养肥了一口气宰，也有些朋友更喜欢看投资理念和具体公司分析。但无论怎么样，老唐挖过的坑，是一定要填完的，计划连

载 9 课，其他公司分析类文章，春节前后都会给连载让路的。我考虑略微加快一点速度。

还是那句话，对于银行这个号称百业之母的行业，作为一名对自己钱包负责的投资者，可以不投，但不能不懂。老唐还是希望大家跟着连载走，有问题尽管提。勾起好奇心，永远是最有效的学习方式。很多疑问，都会在后面的连载中不断的解决掉，这个过程，便是“知“了的快乐！

先提醒，第三课是全书最难的一篇，老唐已经使出了洪荒之力把它变简单。但由于这一课的概念特别多，大致只能中翻中成现在这样了。即便暂时看不懂第三课，对后文的理解影响也不大。这一课啃过去了，后面一马平川。待第十二课看完后，再回头来看第三课就简单多了。

本课 7000 多字，分为三篇连载。今天一次发出，方便愿意学习的朋友周末一口气搞定。

第三课　银行的监管资本

第三课　银行的监管资本 …… 26

资本充足率 …… 28

资本的分类 …… 30

资本充足率的观察意义 …… 37

本书就两节课比较难：第三课和第九课。本节谈银行的监管资本，概念比较多，难度偏高。如果读后感觉云里雾里，可以先行跳过。待第十二课讲完全部资产负债表后，再回来复习这节课也是可以的。

按照我国银行业自 2004 年推广实施的《巴塞尔协议Ⅱ》监管要求，银行的监管主要从三个角度入手，分别是：资本充足率要求、监管部门外部监督要求、信息披露规范，合称巴塞尔协议三大支柱，其中资本充足率要求又是监管的核心。

扩展知识

《巴塞尔协议》又名“资本充足协议”，是国际清算银行于 1988 年 7 月在瑞士巴塞尔通过的《关于统一国际银行的资本计算和资本标准的协议》的简称。该协议建立了一套完整的、国际通用的、以加权方式衡量银行资产风险的资本充足率标准，有效地遏制了与债务危机有关的国际风险。

巴塞尔协议标准不是强制标准，但它得到了世界各国（包括中国）监管机构的普遍赞同，已成为国际社会普遍认可的银行监管国际标准。巴塞尔银行监管委员会（后文简称“巴塞尔委员会”）构成事实上的国际银行监管标准制定者。

《巴塞尔协议》运行至 1995 年，遭遇二百多年历史的英国老牌银行——巴林银行破产事件后（事件可以参看当事人尼克·里森出狱后写的书，书名叫《我是如何弄垮巴林银行的》），银行界开始意识到应该将市场风险也纳入监管体系。

2004 年 6 月，对《巴塞尔协议》进行大修后的全新版本——《巴塞尔协议Ⅱ》（以下简称“巴Ⅱ”）实施，将市场风险和操作风险纳入监管体系，确立了资本和风险之间的动态联系机制，建立了以三大支柱为核心的资本监管体系。

2008 年全球次贷危机后，巴塞尔委员会再次总结经验，修正巴Ⅱ漏洞，侧重于加强资本质量管理，强调危机应对。最终于 2010 年 12 月推出巴Ⅱ的修改版——《巴塞尔协议Ⅲ》（以下简称“巴Ⅲ”）。

2012 年 6 月 8 日，中国银监会发布了参考巴Ⅲ制定的《商业银行资本管理办法（试行）》（后文简称《资本办法》），自 2013 年 1 月 1 日起实施。目前我国上市银行均处于自巴Ⅱ标准向巴Ⅲ标准变化过程中。

理论上说，只要存款人或债权人信得过，银行是永远也不会缺钱的。但这个信得过是需要条件的：万一经济不景气，银行（或其担保人）有能力用自有资本承担损失，保障存款人或债权人的资金。而银行的经营目标是为股东创造财富，衡量标准就是净利润/股东权益（即净资产收益率，ROE）。

为尽可能提高 ROE，银行有扩大负债或减少本金，从而扩大杠杆的潜在冲动。在杠杆倍数过大的情况下，一旦出现不利局面，就可能损害存款人或债权人利益，引发威胁整个银行业生存的信任危机。所以，现代银行监管的首要指标，就是强制要求银行自有资本保持在风险加权资产的一定比例之上，即资本充足率要求——事实上，借用融资炒股的概念，资本充足率就很容易理解——就是强制要求自有资本不能低于持股总市值的某一固定比例。

一般来说，上市公司财报会把最重要的财务数据和财务指标，放在财报最前面的“财务概要”里，便于投资者或媒体快速浏览。在工商银行 2015 年财报的“财务概要——财务指标”部分（财报第 11 页），就展示了盈利能力指标、资产质量指标和资本充足率指标三大部分，这就是分析银行经营的关键指标。工商银行资本充足率指标如下表所示。

资本充足率指标（%）			
核心一级资本充足率[10]	12.87	11.92	10.57
一级资本充足率[10]	13.48	12.19	10.57
资本充足率[10]	15.22	14.53	13.17
总权益对总资产比率	8.11	7.46	6.76
风险加权资产占总资产比率	59.51	60.53	63.34

资本充足率

资本充足率是资本与风险加权资产的比率，它涉及三个概念：（1）资本充足率的标准；（2）什么钱可以算作资本；（3）资产如何进行风险加权。这节课我们先聊前两个问题，资产的风险加权放在第十二课聊。

执行标准

根据《资本办法》规定，我国将银行分为系统重要银行和其他银行两大类，提出了不同的监管要求。被归入系统重要银行的，代表该银行对我国金融系统拥有重大影响力，一方面在政策上会享受一些优待，另一方面也将面临更严格的监管。

目前我国系统重要银行一共六家：工商银行、建设银行、中国银行、农业银行、交通银行、招商银行。监管机构对它们在各级资本充足率的要求上，都要比其他银行高 1%。

按照《资本办法》要求，银行核心一级资本充足率不低于 5%，一级资本充足率不低于 6%，资本充足率不低于 8%（这三种资本的概念下面马上就会谈到），同时计提储备资本（又称“缓冲资本”）2.5%（由核心一级资本满足）。

再考虑系统重要银行额外增加的 1%，就变成系统重要银行 2013 年核心一级资本充足率不低于 8.5%，一级资本充足率不低于 9.5%，资本充足率不低于 11.5%了（其他银行少 1%）。

另外，《资本办法》还规定了在特定情况下（未规定具体条件和时间），监管机构还可以要求银行额外计提 0~2.5%的逆周期资本（由核心一级资本满足）。

此标准一出，各大银行纷纷表示“压力山大”。经过与监管层的讨论与平衡，再加上监管层为配合政府宏观调控节奏，也需要适度放松监管要求，于是银监会在《资本办法》的基础上，妥协出一个 6 年过渡时间表，最终执行资本要求变为表 3-1 所示。

表 3－1　我国银行业资本要求具体标准

时间	核心一级资本充足率	一级资本充足率	资本充足率
2013 年末	5.5%	6.5%	8.5%
2014 年末	5.9%	6.9%	8.9%
2015 年末	6.3%	7.3%	9.3%
2016 年末	6.7%	7.7%	9.7%
2017 年末	7.1%	8.1%	10.1%
2018 年末	7.5%	8.5%	10.5%

注：系统重要银行需要全部加上 1%。

这一堆数字，貌似复杂，其实很简单，可分四步解读。

（1）按照《资本办法》要求，从 2013 年起，核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率标准强制提高至 5%、6%、8%。

（2）监管层让步，放弃 2.5%储备资本要求，改以 0.5%起步，年递增 0.4%，直至 2018 年末达到巴塞尔委员会要求 2.5%。

（3）暂时不要求计提逆周期资本。

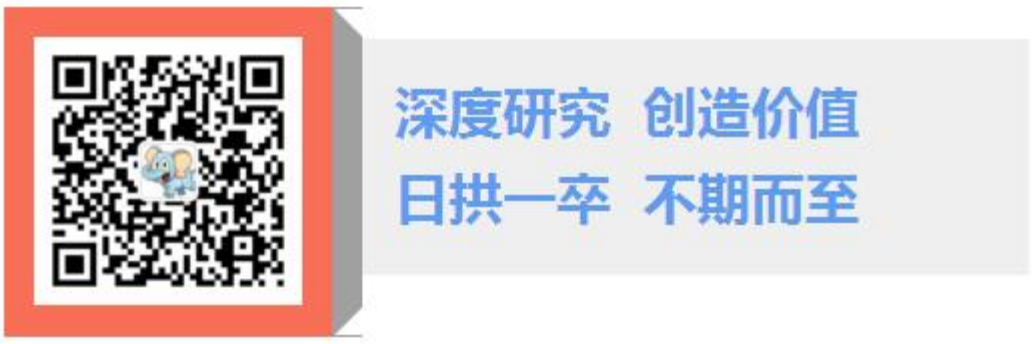
（4）于是 2013 年的核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率基数要求分别变成 5.5%、6.5%、8.5%，系统重要银行额外加 1%。以后每年增加 0.4%的储备资本要求，直到 2018 年达标。

「脚注：根据银监会年报披露，截至 2015 年底，我国商业银行资本充足率的整体状况是：核心一级资本充足率为 10.91%，较 2014 年底上升 0.35 个百分点；一级资本充足率为 11.31%，较 2014 年底上升 0.55 个百分点；资本充足率为 13.45%，较 2014 年底上升 0.27 个百分点。」

不达标的后果

资本充足率，是银行不同资本占风险加权资产的比例，是银行面对的核心监管指标。如果银行达不到资本充足率标准，监管部门会有无数办法“治”你，常见的有：限制银行放贷规模；限制银行员工薪酬；限制银行向股东分红；限制银行开设分支机构；限制银行投资其他金融机构；停止银行某些业务直至资本充足率达到标准，等等。总之一句话，银监会虽然不叫“叶良辰”，但他也有一百种方法叫你“混不下去”。

另外，关于资本充足率，我们还需要知道一条由监管机构掌握的可变因素：在巴塞尔协议的三大支柱之监管部门的监督检查里，授权监管部门可以根据具体某家银行的风险管理水平或特定事件，单独提高资本充足率要求或提高针对该银行特定资产组合的资本充足率要求。



第93篇.　　2017.01.12-《手银》连载07

原创　2017-01-12　唐朝

「强调：连载 07 和连载 08 若是看着晕，跳过去就是了，不妨碍后面的理解。等学完前 12 课，在回过来看，就好理解多了」

资本的分类

监管口径的银行资本分为核心一级资本、其他一级资本和二级资本三类，其官方定义复杂难懂。例如，核心一级资本的标准定义是：“核心一级资本指在银行持续经营条件下用来吸收损失的资本工具，具有永久性、清偿顺序排在所有其他融资工具之后的特征。”这种定义具有学校教科书的典型风格——准确严谨，每个字我们都认识，但读完之后基本不知道说的是啥。还是启动老唐的简单粗暴解释法吧！

核心一级资本

作为投资者，我们这样简单理解核心一级资本足够了：核心一级资本是会计报表上的净资产；但会计报表上的净资产不全是核心一级资本，需要在净资产的基础上一减一加。

（1）减去净资产里其他资本工具及其溢价。目前我国市场环境下，这个其他资本工具暂时就两样：一是带有强制转普通股条款、且股息不可累积的优先股；二是可转债里包含的权益部分。以后也许还会有新的符合《资本办法》规定的创新工具出来，取决于银行业的创新和监管机构的审批了。后文的其他一级资本工具和二级资本工具同样如此。

「脚注：所谓强制转股条款，就是约定某种条件下优先股必须变成普通股，如前面说过的工行资本充足率等于或低于 5.125%时。所谓不可累积，就是假如某年因亏损无法支付优先股股息，以后赚了钱的年份里也不补这笔欠息」

（2）如果银行控股的下属子公司里，有除了保险公司以外的其他金融机构，则加回这些金融机构中少数股东权益中的核心一级资本——意思就是说，下属子公司（保险公司除外）中属于少数股东所有的那部分核心一级资本，在监管者眼里，也是银行的核心一级资本。若银行经营真出了问题，下属子公司名下的资产，同样要负担起对债权人的责任。

其他一级资本

同样，其他一级资本的标准定义是：“非累积性的、永久性的、不带有利率跳升及其他赎回调控，本金和收益都应在银行持续经营条件下参与吸收损失的资本工具。”

投资者可简单理解为两条：一是上文核心一级资本里从净资产里减出来的两种其他资本工具及其溢价；二是下属子公司中除保险公司以外的其他金融机构（若有）少数股东权益中属于其他一级资本的部分。

但需要特别注意一点：银行及受其控制或影响的关联方认购的本银行其他资本工具（如优先股或可转债），或者银行直接或间接为购买本行该资本工具提供了融资的，不算入一级资本。为什么这么规定呢？很简单，防止银行把自己印的“伪钞”腾挪成自有资本。（还记得第一课里“伪钞”的诞生过程吗？）

这里两次提到除保险公司以外的金融机构，涉及监管资本的并表范围和会计并表范围的一点区别。按照我国银行业监管要求，银行需要分别计算并表范围资本充足率和本行范围资本充足率。作为投资者，依然是主要关心并表范围资本充足率即可。

监管资本计算的并表范围和会计资本的并表范围，主要区别有三条。

（1）银行持有的保险公司不纳入监管资本并表范围（如工行旗下的子公司工银安盛人寿保险，不纳

入监管资本并表范围）。

（2）银行持有的非金融类工商企业不纳入监管资本并表范围。

（3）银行控制的金融机构，若出现某些特殊情况，导致控制权或表决权无法实施的，不纳入监管资本并表范围。例如，被投资金融机构进入破产程序、停业清算程序，境外被投资金融机构出现资金调度受到限制等。

当然，如果该银行旗下并无保险公司，也没有非金融类工商企业，所控制的下属金融机构没有第 3 条的特殊情况，那么监管并表范围和会计并表范围就是一样的。

二级资本

资本充足率要求和一级资本充足率要求之间的差额，可以是一级资本，也可以是二级资本。二级资本主要包括二级资本工具及其溢价、超额贷款损失准备可计入部分、少数股东资本可计入部分。

二级资本工具目前主要指发行期限大于五年的、无担保的、约定受偿顺序排在股东之前但在存款人之后的债券（意思就是如果银行破产，银行资产要先付清所有存款人之后有剩余，再支付这些二级资本工具）。

这些债券，距离到期日前大于等于五年、四年、三年、二年、一年时，分别按照面值的 100%、80%、60%、40%、20%计入二级资本。

超额贷款损失准备，指银行计提的贷款损失准备超过监管最低要求的部分。这个贷款损失准备的监管最低要求，又根据银行对信用风险采用权重法还是内部评级法有不同标准。

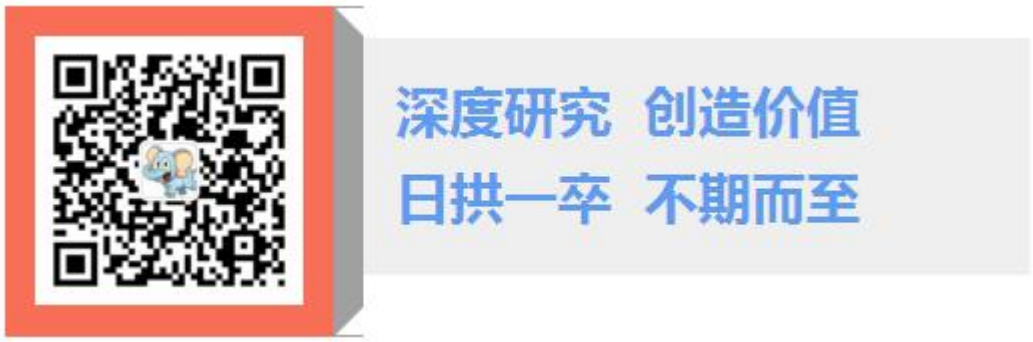
贷款损失准备，是理解银行业和银行股的重头戏，因此超额贷款损失准备将放在第八课和第九课的贷款损失准备部分细谈。这里先知道超额贷款损失准备可以算银行的二级资本即可。

少数股东资本可计入部分跟前面一样：银行下属子公司中若有除保险公司以外的其他金融机构，其中少数股东权益中的二级资本部分计入银行二级资本。

目前在某些国家，银行的资产重估也可以计入银行的二级资本。例如，银行持有的房产、土地或者其他资产，入账是历史成本，经过公允价值评估，其间的差额可以计入银行二级资本。这种做法，截至目前在我国银行暂未实施，这算是我国银行业的一个隐藏红利。

例如房产，有媒体专门做过统计，我国上市银行的自有房产，入账历史成本（购买/购建成本）约 8000 亿元，经过历年折旧计提，截至 2016 年上半年，在资产负债表中记录资产值约 5500 亿元。若以当前公允价值估算，这部分房产公允价值约在 4 万亿~6 万亿元，隐藏资本约 3.45 万亿~5.45 万亿元。

如果在极端情况下，监管部门允许资产按照公允价值计入银行资本，银行资本总量将立刻大幅增加，迅速提升资本充足率。这个 3.45 万亿~5.45 万亿元是什么概念呢？可以用两个数字对比理解：（1）2015 年全年，上市银行净利润总和 1.28 万亿元；（2）截至 2015 年末，上市银行不良贷款总额 9942 亿元。



第94篇.　　2017.01.12-《手银》连载08

原创　2017-01-12　唐朝

「强调：连载 07 和连载 08 若是看着晕，跳过去就是了，不妨碍后面的理解。等学完前 12 课，在回过来看，就好理解多了」

资本扣减项

核心一级资本、其他一级资本和二级资本共同构成银行的资本。总体来说，我国银行业的资本构成更依赖核心一级资本。其他一级资本和二级资本工具则处于相对匮乏、有待发展的状态。

按照《巴塞尔协议Ⅲ》的设计，银行资本结构最理想的状态是核心一级资本、其他一级资本、二级资本占比分别为 71.4%、9.5%、19.1%（至于为啥是这么精确的数据，别问老唐，世界银行业顶级专家们就是这么说的，背后的论证我也没研究过）。

截至 2015 年末我国银行的情况分别是 81.1%、2.9%、16%，明显是核心一级资本偏多、其他一级资本偏少、二级资本略少的样子。

在计算资本充足率的时候，需要在核心一级资本、其他一级资本和二级资本总和的基础上，减去规定的扣减项，才可以作为资本充足率的分子值。

资本扣减项，可视为监管层挤银行资本中泡沫成分的动作。其规定就是指出什么不算进监管资本，要点如下：

（1）报表里包含的商誉，从核心一级资本里扣除；

（2）报表里除土地使用权以外的其他无形资产，从核心一级资本里扣除；

（3）由银行经营亏损导致的净递延所得税资产，其他依赖于银行未来盈利的递延所得税资产超出银行核心一级资本 10%的部分，从核心一级资本里扣除；

脚注：企业经营赚钱，税务局收企业所得税。企业经营亏损，税务局不退税，但允许企业从以后某时间段的盈利里填补本年亏损后，再缴纳企业所得税。如果预期以后可以盈利，本年度的亏损额对应的所得税款，相当于企业预缴了所得税，算报表上的资产，叫递延所得税资产。所谓净递延所得税资产，大致可以看作递延所得税资产和负债相抵以后的净额。若需详细了解，可以阅读《手把手教你读财报》69~73 页。

（4）贷款损失准备计提达不到规定最低水平的，缺口直接从核心一级资本里扣除；

（5）资产证券化销售利得，从核心一级资本里扣除；

（6）确定受益类的养老金资产净额，从核心一级资本里扣除；

（7）对资产负债表中没有按照公允价值计量的项目，实施套期保值形成的损益，从核心一级资本里扣除（损加回，益扣除，下同）；

（8）商业银行自身信用风险变化导致其负债的公允价值变化带来的未实现损益，从核心一级资本里扣除；

（9）银行直接或者间接持有的本行股票，从核心一级资本里扣除。直接或间接持有的其他各级资本工具，从对应层级的资本里扣除；

（10）商业银行之间通过协议互相持有的各级资本工具，从对应层级的资本里扣除；

（11）银监会认定为虚增资本的各级资本投资，从对应层级的资本里扣除；

（12）银行对其他未达并表条件金融机构的投资，投资额或核心一级资本投资额超过本行核心一级资本净额 10%的部分，按规则扣除（规则琐碎拗口且与投资关系小，不介绍了）。

脚注：需要从对应级别的资本里扣除的，若本层级不足以扣除的，从更高一级资本里扣除，即二级资本不够扣的，从其他一级资本里扣；其他一级资本不够扣的，从核心一级资本里扣。

再一次感谢我们遇到了相对简单的时刻，上面这一大堆规定的扣减项，很多科目尚未在我国银行业实践中出现。因而，在我们目前看到的银行报表中，扣减项相对还很简单。

例如工商银行的各级资本及其扣减项在财报 89 页和 90 页，以及 322 页和 323 页（附件第 143 和 144 页）披露如下。

	2015 年 12 月 31 日	2014 年 12 月 31 日
核心一级资本	1,713,160	1,498,403
实收资本	*356,407*	*353,495*
资本公积可计入部分	*151,963*	*144,874*
盈余公积	*178,040*	*150,752*
一般风险准备	*246,356*	*221,622*
未分配利润	*781,853*	*650,308*
少数股东资本可计入部分	*4,340*	*2,191*
其他	*(5,799)*	*(24,839)*
核心一级资本扣除项目	11,665	11,670
商誉	*8,478*	*8,487*
其他无形资产(土地使用权除外)	*1,356*	*1,279*
对未按公允价值计量的项目进行现金流套期形成的储备	*(3,869)*	*(3,796)*
对有控制权但不并表的金融机构的核心一级资本投资	*5,700*	*5,700*
核心一级资本净额	1,701,495	1,486,733
其他一级资本	79,567	34,500
其他一级资本工具及其溢价	*79,375*	*34,428*
少数股东资本可计入部分	*192*	*72*
一级资本净额	1,781,062	1,521,233

从上表中可见，核心一级资本扣减项仅有 4 项，其他扣减项科目银行未涉及。下面二级资本扣减项只有 1 项，同样未涉及其他科目。

(除特别注明外，金额单位均为人民币百万元)

	2015 年 12 月 31 日	2014 年 12 月 31 日
二级资本	244,641	306,704
二级资本工具及其溢价可计入金额	*180,242*	*187,829*
超额贷款损失准备	*63,398*	*118,633*
少数股东资本可计入部分	*1,001*	*242*
二级资本扣除项目	13,600	15,800
对未并表金融机构大额少数资本投资中的二级资本	*13,600*	*15,800*
总资本净额	2,012,103	1,812,137
风险加权资产(1)	13,216,687	12,475,939
核心一级资本充足率	12.87%	11.92%
一级资本充足率	13.48%	12.19%
资本充足率	15.22%	14.53%

有关监管资本的信息披露，作为银行财报的补充资料，在财报末尾按指定格式披露，如工商 2015 年财报的 348~352 页。

以上部分解释了资本的构成及资本的扣减项，投资者通过本节内容，了解到银行面临的严格资本监管及监管资本组成后，更重要的是理解资本充足率数据所蕴含的观察意义。

资本充足率的观察意义

为何监管机构要如此严格细致地规定各类资本构成及其比例呢？因为银行通过发放贷款而创造出来的钱，实际上类似一种可流通的担保凭证。

借款人首先以现有资产或未来收入对贷款做出超额担保，如拿 100 万元的房产担保贷款 60 万元；然后银行再以自身资本金给这笔贷款或现金提供连带担保责任；最后，政府以打击假币、协助清收的隐形承诺，又加了一层担保。

三层担保叠加后，账户上的数字才获得了社会的信任，具备了购买力。政府是兜底的最后一家担保机构，对前两层担保监管越严格，自身责任才会越小。

资本充足率是一个比率，自然有两种方式可以改变它，一是改变分子，即资本总量；二是改变分母，即风险加权资产总量。

如果一家银行的资本充足率等于或低于监管标准，或者只是略高于监管标准，则意味着这家银行诸多业务可能受限。接下来银行要么将资产更多地配置在低权重的资产上（如债券），要么就得收缩信贷规模，总之要缩小分母，达到在分子不变的前提下提高资本充足率的目的；或者可能寻求融资手段（配股或增发

新股、发行优先股或可转债等），扩大分子，提高资本充足率。

缩小分母，其后果最大可能是营收或者利润的增长受限，导致每股收益增速下降；扩大分子，则要根据具体融资手段及价格来分析对银行股东利益的影响。

相反，如果一家银行的资本充足率数字高于监管标准，则意味着该银行短期无融资需求，具备进一步扩大资产规模、提高营收和利润的能力，或者在维持资产规模的情况下，有加大分红的能力。

另外，由于资本充足率是自有资本占经风险加权后的资产总额的比例，因而它也代表银行股东承受的经营杠杆的大小。

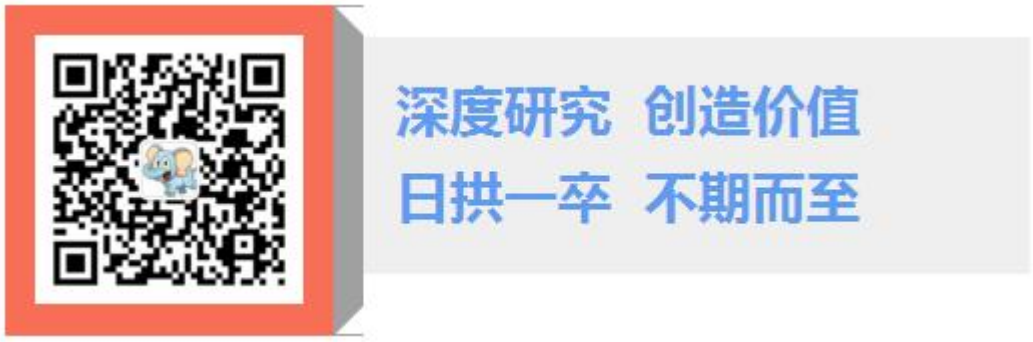
资本充足率越高的银行，意味着承受的杠杆倍数越小，在经济不景气时股东可能面对的损失就越小；反之，资本充足率偏低的银行，意味着使用了更大的杠杆，在经济不景气时股东可能面对的损失就越大。

当然，和投资者利用杠杆投资一样，在上升期中，杠杆用的越足，可能收益也越高。

这就是投资者粗看资本充足率数据可以得到的直观结论：资本充足率与监管标准之间的差距，可以作为估算银行未来业绩变化趋势及数量的工具。

——第三课完——

怎么样，这块硬骨头够难啃的吧？这是本书里概念最多的一篇。这篇啃过了，后面基本一马平川了。第 9 课虽然也略难，但没有这么多概念。与这两课比起来，其他 16 课基本就是玩儿中学了！当然，连第 3 课都没有难住你的话，恭喜你，银行业快要进你的能力圈了。



第95篇.　　2017.01.16-《手银》连载09

原创　2017-01-16　唐朝

第四课　银行负债之存款

第四课　银行负债之存款 …… 39
银行的高负债特点 …… 39
存款：负债的核心 …… 43
存款面对的监管 …… 46
理财产品 …… 50

银行资金来源由股东权益和负债两部分构成。这节课我们开始学习银行资产负债表的负债部分。

银行的高负债特点

翻开工商银行 2015 年财报 181 页（附件第 2 页），我们可以看到负债部分如下。

中国工商银行股份有限公司
合并资产负债表和资产负债表 (续)
2015 年 12 月 31 日
(除特别注明外，金额单位均为人民币百万元)

		本集团		本行	
	附注四	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年
负债：					
向中央银行借款		210	631	-	226
同业及其他金融机构存放款项	16	1,788,267	1,106,776	1,721,749	1,092,303
拆入资金	17	477,593	432,463	381,540	300,977
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	18	303,927	589,385	297,414	589,217
衍生金融负债	5	76,826	24,191	33,144	22,324
卖出回购款项	19	337,191	380,957	130,830	161,718
存款证	20	183,352	176,248	150,113	137,109
客户存款	21	16,281,939	15,556,601	15,781,673	15,024,101
应付职工薪酬	22	31,717	28,148	28,932	26,013
应交税费	23	75,234	72,278	73,591	71,441
已发行债务证券	24	306,622	279,590	240,175	243,690
递延所得税负债	14	995	451	-	-
其他负债	25	545,388	424,930	446,039	371,735
负债合计		20,409,261	19,072,649	19,285,200	18,040,854

关于本集团、本行以及附注项目的含义，请参照本书第二课，此处及以后不再重复。

这份负债表显示截至 2015 年末，工商银行及其下属子公司共计负债约 20.41 万亿元（不足百亿的小钱四舍五入处理。下同），相对于 2014 年的 19.07 万亿元，增加了 1.34 万亿元。若不计算并表范围内的子公司，则工商银行负债约 19.29 万亿元。投资者主要关注本集团数据。

回忆会计资本部分。资产负债表的股东权益部分显示，股东们投的钱一共有约 1.8 万亿元，股东权益和负债合计（等于工商银行的总资产）达到 20.41+1.8=22.21 万亿元。你看，银行用自己的 1.8 万亿元，做了高达 22.21 万亿元的生意，杠杆放大近 12.5 倍。

股神巴菲特的银行股投资观

正因为银行生意是高杠杆的经营模式，所以巴菲特曾多次谈过银行股投资的风险问题。他说：“银行业不是我们的最爱。当一个行业的资产普遍是其股东权益的 20 倍时，只要资产端发生一点点状况就有可能把大部分的股东权益给蚕食掉。”

“由于 20 比 1 的杠杆比率会使管理中所有的优点与缺点被放大，所以我们对用便宜的价格买下一家经营不善的银行一点兴趣都没有。相反，我们只对以合理价格买进一些经营良好的银行感兴趣。”

既然不是最爱，为何股神在其投资生涯中，长期大仓位持有富国银行以及伊利诺国民银行（后因监管要求不得不卖掉）呢？股神曾这样详细解释过他买进富国银行的理由，摘录如下供读者参考。

“我们是趁着 1990 年银行股一片混乱之际买进富国银行的。这种失序的现象有一定的必然性：几个月来一些原本经营良好的银行，其愚蠢的贷款决策逐一被媒体揭露出来。随着一次次庞大的——原被管理

层普遍看好的——坏账被公布出来，公众有充分的理由去质疑任何一家银行报表的可信度。

趁着银行股价的快速下滑，我们逆势以 2.9 亿美元，5 倍不到的市盈率（如果以税前利润计算，市盈率则不到 3 倍）买进富国银行 10%的股份。富国银行的规模很大，账面资产达 560 亿美元，股东权益报酬率为 20%，总资产报酬率为 1.25%。

我们买下 10%的股权，可被视为买下一家有 50 亿美元资产且具有相同特质银行的 100%股权。但是要真能达成这样的交易，我们需要支付的价格将会是我们购买富国银行价钱（2.9 亿美元）的两倍。”

在我们学习股神实战案例的具体估值数据的同时，请牢记他老人家的银行股投资原则：**我们对用便宜的价格买下一家经营不善的银行一点兴趣都没有。相反，我们只对以合理价格买进一些经营良好的银行感兴趣。**

关于杠杆率

这里，有个概念需要提醒大家。前面说工商银行的杠杆约为 12.5 倍，这和银行业“杠杆率”的概念不是一回事。

前文说约 12.5 倍的杠杆，是简单地用银行股东权益和银行总资产比较，而杠杆率则是一个监管专用的名词。我国银监会在 2015 年 1 月 30 日颁布的、自 2015 年 4 月 1 日实施的《商业银行杠杆率管理办法》，是参考《巴塞尔协议Ⅲ》制定的，强制要求商业银行的杠杆率不得低于 4%，即杠杆倍数不高于 25 倍。

监管要求的杠杆率，指银行一级资本净额与调整后的表内外资产余额的比率。其公式为：杠杆率=（一级资本－一级资本扣减项）/调整后的表内外资产总额×100%≥4%

这个指标是监管部门在资本充足率的基础上，另设的一个兜底指标，它与资本充足率的主要区别在于分母是否加权。

脚注：说“主要”，是因为还有些细小而琐碎的规定，例如，衍生产品怎么算、融资余额怎么算、有合格抵押品的应收资产怎么算，等等，影响较小，跟投资者关系也不大，本书就不细说了。这里只说说资产加权与不加权的区别。

例如，银行买 10 亿元国债或者借出一笔钱给农业发展银行，在计算资本充足率的时候，由于国债或者拆出给政策性银行的款项加权系数均为 0，所以，这 10 亿元就以 0 计入分母（风险加权资产）里。但计算杠杆率的时候，不需要加权，就按照 10 亿元算。

因此，杠杆率指标通过忽略银行资产类别，限制了其放大倍数的上限，从而达到限制银行总资产过度扩张的效果，即：哪怕你全部配置风险系数为 0 的资产，也无法无限扩大，而是被限制在一级资本净额的 25 倍以下。

分子的两个概念在上节课都解释过（杠杆率分子中的一级资本扣减项与计算资本充足率时的扣减项略有细微差异，但关注价值不大，可以忽略），这里的新概念是分母“调整后的表内外资产总额”。表内外的“表”指的是资产负债表。

银行利用自身信用提供某些担保、承诺、授信之类的服务，能够为银行创造收入，虽然这些担保、承诺、授信并不体现为银行资产负债表内的资产，但实际上银行也为它们承担着风险。这种银行承担风险但不记录在银行资产负债表内的资产称为“表外资产”。

以后章节里也要多次用到表内资产、表外资产、资产出表等概念，概念中的“表”与此处含义相同，

均指资产负债表。

对于表外资产，监管部门要求按照一定的转换系数折算成表内资产。例如，银行给你的信用卡透支额度为 5 万元，你透支了 3 万元。这 3 万元是银行借给你的钱，计入了银行的资产负债表内。但另外 2 万元就没有体现在表内，按照监管规定，此类表外资产转换系数为 20%。故计算杠杆率的分母里就需要包含 2 万×20%=0.4 万元的调整后表外资产。杠杆率计算公式中的“调整后表内外资产总额”，指的就是包含调整后表外资产在内的银行资产。

这个杠杆率指标，法定为不低于 4%（杠杆倍数不允许高于 25 倍），但我国上市银行因为金融创新业务还比较初级，杠杆率基本在 6%以上（杠杆倍数低于 16 倍），例如，工商银行 2015 年杠杆率就是 7.48%。

对 A 股银行投资者而言，该指标关注意义不大，只要知道有婆婆负责盯着这个即可。杠杆率数据在工行 2015 年财报 91 页以及倒数第二页都有披露：调整后的表内外资产余额为 23.81 万亿元（还记得吗？表内总资产为 22.21 万亿元），杠杆率 7.48%。

第96篇.　　2017.01.16-《手银》连载10

原创　2017-01-16　唐朝

存款：负债的核心

在第一课里，我们看到了银行资金来源的饼图（图 1-2），知道了银行资金来源主要由存款、借款、经营欠款及股本四部分组成。其中，股本属于权益，其他三项就是负债了。

具体而言，资产负债表的科目里，同业及其他金融机构存放款项、存款证、客户存款三项，可归入银行吸收的存款；

向中央银行借款、拆入资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债、衍生金融负债、卖出回购款项、已发行债务证券等六项，可视为银行的借款；

应付职工薪酬、应交税费、递延所得税负债及其他负债四项，是银行截至年末的经营活动产生的应付款项。

工行的负债结构

我们将财报科目顺序做个调整归类，就可以清晰地看到：存款是银行资金来源的核心。

以工商银行 2015 年财报为例，客户存款、存款证和同业及其他金融机构存放款项合计 18.25 万亿元，占工商银行负债总额的约 90%。其中尤其以客户存款为重中之重，占负债总额的约 80%。调整后的负债表如下。

科目	2015 年本集团	占负债的比例
客户存款	**16,281,939**	**79.78%**
同业及其他金融机构存放	1,788,267	
存款证	183,352	
存款合计	**18,253,558**	**89.44%**
向中央银行借款	210	
拆入资金	477,593	
已发行债务证券	306,622	
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	303,927	
衍生金融负债	76,826	
卖出回购款项	337,191	
借款合计	1,502,369	7.36%
应付职工薪酬	31,717	
应交税费	75,234	
递延所得税负债	995	
其他负债	545,388	
经营负债合计	653,334	3.20%
负债合计	20,409,261	100.00%

看过调整表之后自然知道，阅读和分析银行资产负债表的负债部分，核心是搞清楚银行在客户存款方面的特点、竞争力以及发展趋势。

查阅财报客户存款科目的附注列：附注四——21。翻阅或搜索，可在财报 255 页（附件 76 页）找到如下信息披露。

21. 客户存款

	本集团		本行	
	2015 年 12 月 31 日	2014 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日	2014 年 12 月 31 日
活期存款：				
公司客户	4,507,661	4,134,828	4,413,305	4,026,374
个人客户	3,390,514	3,153,817	3,344,216	3,115,187
定期存款：				
公司客户	3,929,353	3,902,305	3,645,906	3,601,210
个人客户	4,210,600	4,034,790	4,134,525	3,950,564
其他	243,811	330,861	243,721	330,766
合计	16,281,939	15,556,601	15,781,673	15,024,101

这个分类披露，将银行存款以活期和定期分类，每类里再披露个人存款和公司存款量，信息相对比较

简单，但对于投资者而言，已经足够了。

存款的分析方法

银行是借鸡生蛋的生意，主要利润来源是存款和贷款之间的利息差。因此，无论以更低的价格吸收客户存款，还是在同样风险水平下以更高的价格贷出款项，都能构成银行的核心竞争力。

投资者分析银行的客户存款，就是要从银行存款数量的变化趋势、吸收存款的成本变化趋势、存款的组成结构等方面，判断该银行在吸收客户存款方面的竞争力是处于不断上升过程，还是相反。

对这个数据，投资者可以采用下面的方法进行分析。

（1）列出连续多年的活期占比、定期占比，看定活期占比的变化，以及吸收存款成本的变化。通常而言，活期存款占比越高的银行，经营成本对央行基准利率或市场利率的波动越敏感。

（2）列出连续多年的个人存款占比、公司存款占比，以及各自的定活期比例，分析个人存款与公司存款的比例变化及其意义；列出连续多年的客户存款总量的变化，观察其趋势；并将以上数据与其他银行同口径对比，分析目标银行在吸收存款方面的优劣势变化。

（3）对照前一年度或前几年度管理层对客户存款发展方向的规划（若有），看实际变化和管理层规划是否一致。

与以上方法相关的财报章节阅读，除了资产负债表的负债数据，还有利润表的利息支出及附注（如工行财报的 25 页及 268 页），以及财报中管理层自己做的“讨论与分析”章节的“客户存款分析”部分（如工行财报的 37~38 页）。

存款面对的监管

银行存款面对的监管，主要有存款准备金（已经谈过）、存贷比（存贷比是习惯叫法，事实上叫贷存比更合适，指贷款占存款的比例）、存款偏离度、存款保险等。

存贷比

存贷比指标诞生于 1994 年 2 月，央行发布了《关于对商业银行实行资产负债比例管理的通知》（银发〔1994〕38 号），规定贷款占存款的比例不得超过 75%。1995 年《中华人民共和国商业银行法》将该指标定为法定指标。

监管部门当时设置存贷比指标目的有二：其一是控制银行信贷盲目扩张，其二是保持银行资产的流动性。

20 世纪 90 年代，我国银行管理比较粗放，市场资金需求非常旺盛，若是没有存贷比强制限制，估计银行会把货币乘数放到最大，贷款给地方政府、国企及部分关系私企。

如果各家银行都按照这样的思路走，金融危机爆发的可能性就非常大。存贷比指标在这样的环境下，约束了商业银行的过度扩张，起到了防范金融风险的作用。

然而，存贷比带来的副作用也非常明显，一是约束了央行通过法定准备金率调节市场信贷的功能——75%的存贷比，理论上说法定存款准备金率在 25%以下的变动，是无法起到引导作用的；二是导致银行在月末和季度末通过各种或明或暗的高息手段吸收存款，人为扩大月末和季末的存贷比分母，引发市场利率巨大波动。

很多朋友应该有过经验，以前银行会在月末、季末、年末拉存款，只需要存一两天，除正常利率之外，会额外再给一笔不同名目的补贴以吸引储户。2015 年 10 月 1 日起，监管部门取消了存贷比指标的强制地

位，转为非强制性观测指标。

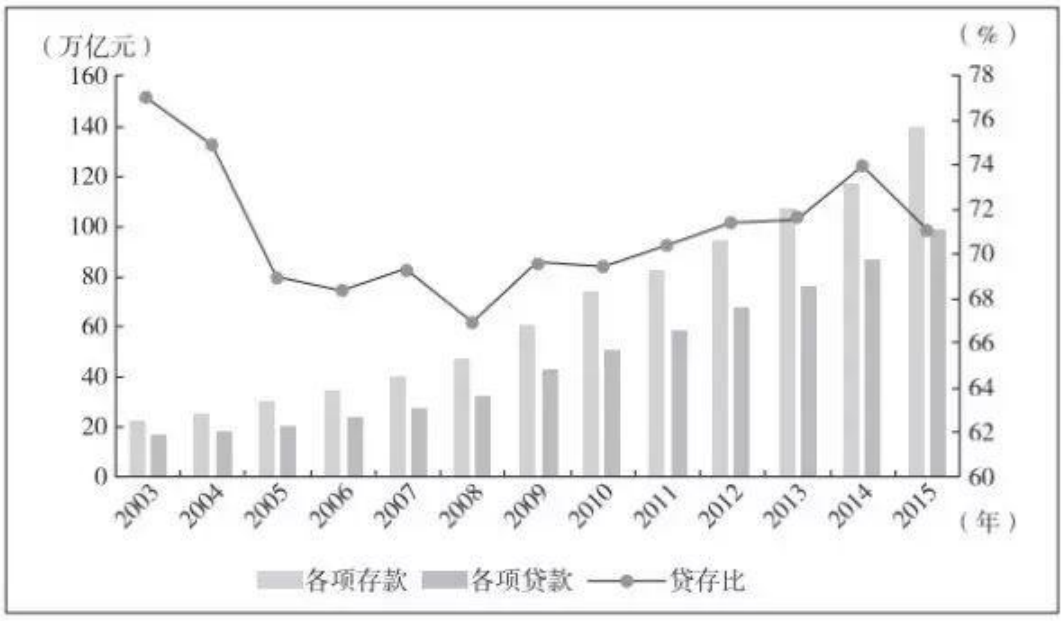


图 4－1　2003—2015 年银行业存贷比走势

资料来源：银监会年报

存款偏离度

在取消存贷比指标强制地位之前，银监会于 2014 年曾经给存贷比打过一个补丁，设立了存款偏离度指标，主要就是为了遏制月末/季末拉存款的力度。

存款偏离度指标规定：银行的月末/季末存款偏离度不允许高于 3%，也就是说月末那天的存款总额不能超过银行全月日均存款额度的 103%，否则将面临银监会的处罚。

监管要求的计算公式如下：

月末存款偏离度=（月末最后一日各项存款-本月日均存款）÷本月日均存款×100%

计算每季最后一月的月末存款偏离度时，“本月日均存款”的可计入金额不得超过上月日均存款×（1+最近 4 个季度最后一月日均存款增长率的均值）。

月日均存款增长率=（本月日均存款－上月日均存款）÷上月日均存款×100%

这个指标目前尚未取消，但估计也是离死不远了。以前考核存贷比指标时，银行会刻意在月底或季末，用没有现金、大额取款需要支行长签字（当然，支行长当天一定是不在的）或者系统坏掉了等借口，施展拖延大法，让客户存款拖过月底或季末那一天。又或者把理财产品设计成月末到期，当天变成活期存款，但客户最快也要第二天才能提款，这样给银行增加存款统计数据。

现在，考核存款偏离度了，有些小银行反而出现在月底或季末用系统故障来拒绝大额存款，或者收下客户存款但不入存款账，先记一天的往来账（至于一天的利息，要么从某处挤点费用出来存进客户账户，蒙混过关，要么就干脆坑客户一天的利息）等畸形行为，想想也实在荒诞！

存款保险

存款保险制度是 2015 年 5 月确立的。简单地说，就是银行需要以吸收的存款数额（不含同业存放和本行高管个人存款）为基数，按照万分之一点六的比例，缴纳存款保险金，每半年交一次（基数×0.016%/2）。

换取的保障是：若该银行破产，单个储户在这家银行存款总额 50 万元以内（含利息）的部分，央行包赔，7 个工作日到账。

这东西，就目前的信用环境而言，就是上市银行的一笔额外成本，看不出什么作用来，知道即可。

脚注：2016 年 10 月，财政部、税务局发文通知：自 2015 年 5 月 1 日起，允许银行的存款保险作为费用，在税前扣除。算是帮银行分摊了这笔额外成本的 1/4。

关于存款，就聊这么多。下面附上工商银行上市十年来的客户存款数据及其结构，送给读者。其他银行也可以这样收集数据，用于银行存款分析及不同银行间的对比。

表 4－1　2006—2015 年工商银行存款结构（1）　　单位：百万元

时间	个人存款	个人存款占比	公司存款	公司存款占比	存款总量	存款同比增长
2006	3,317,253	52.44%	2,915,451	46.08%	6,326,390	10.28%
2007	3,276,574	47.50%	3,506,809	50.84%	6,898,413	9.04%
2008	4,049,215	49.24%	4,058,201	49.35%	8,223,446	19.21%
2009	4,701,330	48.11%	4,933,232	50.49%	9,771,277	18.82%
2010	5,299,444	47.55%	5,653,237	50.72%	11,145,557	14.06%
2011	5,901,435	48.13%	6,182,465	50.42%	12,261,219	10.01%
2012	6,554,287	48.04%	6,908,936	50.64%	13,642,910	11.27%
2013	6,895,839	47.16%	7,503,497	51.32%	14,620,825	7.17%
2014	7,188,607	46.21%	8,037,133	51.66%	15,556,601	6.40%
2015	7,601,114	46.68%	8,437,014	51.82%	16,281,939	4.66%

表 4－2　2006—2015 年工商银行存款结构（2）　　单位：百万元

时间	个人存款	个人活期占比	个人定期占比	公司存款	公司活期占比	公司定期占比
2006	3,317,253	33.30%	66.70%	2,915,451	68.10%	31.90%
2007	3,276,574	36.10%	63.90%	3,506,809	67.80%	32.20%
2008	4,049,215	35.70%	64.30%	4,058,201	63.50%	36.50%
2009	4,701,330	38.90%	61.10%	4,933,232	64.80%	35.20%

续表

时间	个人存款	个人活期占比	个人定期占比	公司存款	公司活期占比	公司定期占比
2010	5,299,444	42.90%	57.10%	5,653,237	63.40%	36.60%
2011	5,901,435	43.50%	56.50%	6,182,465	61.80%	38.20%
2012	6,554,287	42.70%	57.30%	6,908,936	57.80%	42.20%
2013	6,895,839	43.40%	56.60%	7,503,497	53.80%	46.20%
2014	7,188,607	43.90%	56.10%	8,037,133	51.40%	48.60%
2015	7,601,114	44.60%	55.40%	8,437,014	53.40%	46.60%

需要注意的是，个人存款和公司存款占比加总不等于 100%，是因为银行还有少量其他存款，如外币存款、在途汇款等。其中外币存款既有国内居民或企业存的外币，也有因银行开展离岸银行业务而吸收的外

币。

脚注：离岸银行，指银行吸收非居民的资金，服务于非居民的金融活动。非居民指在境外（含港澳台）的自然人、法人、政府机构、国际组织及其他经济组织。

我国离岸银行业务最早是 1989 年 5 月招商银行开办的。目前拥有全面经营离岸银行业务牌照的有招商、交通、浦发、平安四家银行。工行深圳分行、农行深圳分行、广发行深圳分行及其总部，拥有限制性离岸银行牌照。

第97篇.　　2017.01.16-《手银》连载11

原创　2017-01-16　唐朝

理财产品

银行还有一种类似存款的重要负债来源：理财产品。部分理财产品会体现在资产负债表里，部分不体现在资产负债表里。是否体现为银行负债，取决于银行是否承担风险。简单地说，就看银行是否对该笔理财保本。

保本与非保本

如果实施保本，无论是保本固定收益型还是保本浮动收益型，银行均承担了理财产品的风险，需要归入资产负债表内。具体表内哪个科目，各银行有不同。

例如，工商银行和农业银行将保本理财资金计入“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债”里；建设银行、交通银行、兴业银行、中信银行、平安银行、北京银行、南京银行直接将其计入“吸收客户存款”里；宁波银行、浦发银行、华夏银行则将其归入“其他负债”；其他银行该项信息披露稍差，没有明确列出归类情况。

截至 2015 年底，上市银行共发行的保本型理财产品约 4 万亿元，非保本类理财产品约 14.5 万亿元。位列规模前三的是工商银行、招商银行、建设银行，其中招商银行不仅规模全国第二，同时以近于全部是非保本产品的特色，独树一帜。

非保本理财产品，理论上说银行不需要承担理财本息风险，只是收取代理费或手续费的中间收入，无须计入银行资产负债表，一般称之为“表外理财”。但银行依然会在财报附注中以“理财产品”名目披露，计入“在未纳入合并财务报表范围的结构化主体中享有的权益”。例如，2015 年工商银行财报的 280~282 页（附件 101~103 页）附注四、46 项。

从理财产品到影子银行

银行理财产品起初是以投资同业拆借和债券为主。其诞生背景是因为银行间市场较早实现了利率市场化（1997 年），利率比银行存款利率高，但个人存款无法直接参与银行间市场交易。

货币基金和债券基金发现了这个无风险利率差，就通过向个人销售基金，然后将所得资金投入银行间市场获取无风险利率差，提取管理费后，将剩余收益分给基金持有人。当基金此行为对银行存款形成威胁后，银行干脆自己也发行理财产品，对抗基金对存款的分流。

然而，银行理财产品和基金在争夺存款的活动中，走了完全不同的两条路。基金是约定管理费（或者收益分账），投资收益中去掉管理费或分账，剩余部分归资金所有人享有，符合代客理财的定义。

而银行则走上了一条约定收益率，剩余部分全部归银行所有的道路。沿着这条道路，本应由资金所有者承担风险、享受收益的理财产品，被扭曲成了刚兑的债务，更像是吸收存款的高息揽储手段，这也给很多银行埋下了纠纷的种子。

正因为银行或明或暗的刚兑承诺和约定收益率，资金所有者也没有动力去关心资金的投向。银行承担了固定风险（本金和约定收益的刚兑），获取约定收益率之外的剩余部分，因而银行也有了追求更高收益的冲动。

在信托、券商资管、期货公司资管、基金各类通道的帮助下，银行变相地将理财产品大量投向了愿意给出更高利息的非标资产，实现了对企业的变相放贷，规避了监管政策中对某些行业或某些企业的贷款约束。这就是媒体经常谈到的“影子银行”。

脚注：非标资产，非标准化债权资产的简称，与标准化债权资产（如国债、央行票据、企业债券等）对应。指那些没有在银行间市场及证券交易所公开交易的债权型资产，包括但不限于贷款、信托计划、委托债权、商业承兑汇票、信用证、应收账款、各类受益权、带回购条款的股权性融资等。

其本质依然是贷款的各种变形，发展壮大于 2009 年四万亿刺激计划之后的贷款额度总量控制和行业投向限制背景下。相比标准化债权资产而言，非标资产具有收益较高、信息透明度低、形式灵活多样、流动性较差等特点。

影子银行的主要特征是：同样从事类似银行的金融中介活动，但不受巴塞尔协议的约束。它游离于资本充足率、不良率等各种监管之外，其规模过大很可能对国民经济和金融系统稳定形成巨大威胁。

然而，受制于银监会监管能力有限的现实，银监会干脆在 2013 年下文，直接规定了理财产品投向非标资产，不得超过该银行理财总额的 35%，且不得超过该银行上年度报表总资产的 4%。利用这两个刚性数字，控制着理财产品变身影子银行的规模。（当然，依然有银行利用各种手段将非标转化成标准化债权，即所谓“非标转标”，以规避该规定）

同时，为了规避银行理财产品投向集中、风险集中的问题，银监会还规定了理财产品募集资金用于投资单一借款人及其关联企业的银行贷款,或者用于向单一借款人及其关联企业发放信托贷款的，其总额不得超过该银行资本净额的 10%。

通过这些措施，非标资产规模在理财产品中占比逐渐被压缩，从 2012 年末的占比约 42%，降低至 2015 年末的不足 16%。未来，银监会很可能会进一步加强对理财产品的监管，逼迫理财产品回归代客理财、收取管理费或分账的本来面目。

——第四课完——

第98篇.　　2017.01.18-聊聊国投经营数据

原创　2017-01-18　唐朝

国投发布了 2016 年全年经营数据，总体来说，水电比预想的情况略好，火电除福建区域比预想的略差以外，其他和预期情况差不多。估摸着年报就是四十来亿净利润，对应目前四百六十多亿市值，约 11 倍上下的市盈率，继续显著低估中。

老唐在雅砻江系列的第一篇《从雅砻江水电三季报说起 1》里说过雅砻江“2016 年全年售电量可按照

690~700 亿度毛估估，估摸着净利润 75 亿左右，对国投和川投的贡献分别为 39 亿和 36 亿。”。从今天公布的经营数据看，雅砻江 2016 年售电量是 706.42 亿度，在预期值的上限多一点点的样子。

多的这点儿，是二滩带来的。二滩电站下半年多卖了 16.7 亿度电，同比增加 25.7%，这可是个惊喜的数字。单就第四季度而言，二滩 2016 四季度，比往年同期售电量多出 1/3 有余，这可能说明二滩的消纳问题已经引起各方面重视，并采取了一些措施。

要知道，二滩弃水可是老大难问题了，它是触发我国“西电东送”战略和“厂网分离”改革的导火索。因为电力供需的变化，四川和重庆的分立，电力调度体制问题等多方面原因，二滩电站自第一台机组并网发电开始，就面临着“卖电难”问题，投产前三年就弃电一百八十多亿度，大大高于同期实际售电量。

这难题当时轰动全国，引发过业界乃至经济界的大讨论，吸引了党和国家领导人的高度关切，最终推动了“西电东送”战略的出台和“厂网分离”的电力体制改革。正是这些改革措施，西南的水电行业才迎来了黄金大发展。

也正是由于西南水电装机的大发展，而输送通道由于各种各样的原因，未能同步跟上，四川（以及云南）受省内经济发展水平等诸多因素影响，近几年弃水问题再一次考验西南水电行业，也再一次考验着我国电力的运行体制。

继 2012 至 2015 年四川电网弃水电量 76 亿千瓦时、26 亿千瓦时、97 亿千瓦时、102 亿千瓦时之后，2016 年弃水电量再创新高，达到 142 亿千瓦时。

如果把 2016 年全国火电机组设备平均利用小时按照 4100 小时估算，这 142 亿度电若能输送到东部地区去，足够东部地区关掉 340 多万千瓦的火力发电机组。要知道国投电力投资的上市公司赣能股份投产火电一共才 140 万千瓦。上次事故死了 70 多人的事故，就是为了新建 2×100 万千瓦火电机组。

如果四川弃水 142 亿度能送出，顶的上整个赣能股份新老火电机组的合计发电量（垮的火电可以不建，悲剧也就不会上演），而且这 142 亿度是 0 成本清洁能源，不烧煤，不冒烟，不排废气。

然而，中东部地区出于保增长，保就业的考虑，更倾向利用当地的火电，加上按照成本加成定价的水电，经电网长途输送收费后，相对于当前火电价格，也没多大的竞争力，从而导致一边丢弃清洁水电，一边燃煤发电，一边抗议雾霾污染的怪相同时发生着。这问题，只能亟待高层从行业和体制的角度搞点大智慧出来才能解决。

以目前四川省的情况看，约 7000 万千瓦的水电装机，省内约 3000 万千瓦的消费能力，现有约 2850 万千瓦的外送线路，预计今年 7 月竣工的川渝第三通道新增 200 万千瓦输送能力（参看从雅砻江三季报说起 4），还有巨大的富裕产能亟待外送。

然而，不乐观的是，技术上的争论导致原来规划的雅安--武汉 1000 千伏交流特高压搁浅，而替代雅武线的 800 千伏直流特高压，也因地方利益争端迟迟不能落地。

2016 年 12 月 20 日《中国能源报》采访雅砻江水电董事长陈云华时，陈董透露说：“由于江西计划大规模建设火电项目，所以当地政府明确向国家能源局行文，提出不愿意接受（雅中直流输送的）四川水电。”这种显然利国利民、为后代节约资源、为当下保护环境的事情，却由于地方利益被搁置，实在令人痛心，看大人物们有什么办法解决吧！

扯远了，说回经营数据。水电方面，除了二滩不错以外，小三峡也不错，4 季度售电量基本持平，度电价格上涨了 25%，全年在来水偏少，发电量减少约 11%的情况下，靠电价提升使营收同比只下滑了约 4%。

大朝山四季度数字看着吓人，电价只有 6 厘。但看一下电量就知道了，全年多卖了 10 亿度电。虽然四季度 16 亿多度电，一共只卖回来一千万左右，但考虑到云南弃水现象比四川还要严重，6 厘也好过白白流走。始终记得弃水电量是近于 0 成本，捡回来好过流走，四川水电也搞过 5 分钱一度的结算价。

然而，6 厘，无论怎么有心理准备，也确实太特么过分啦！川滇的老爷们，赶紧想办法把能关的煤电机组关了吧，火电燥热，用水电润肤啊！（搞笑的，不会有人当真吧！）以大朝山全年均价 0.158 元看，痛心，但基本也在预料之中。对比火电看，国投旗下甘肃靖远的火电，要买煤来烧的，还在以 0.177 元的价格抢着卖呢！

由于国投相关分析已经在唐书房发过十几篇文章了（点左下角阅读原文，可看到系列文章），实在也没什么新意好聊了，大致就这样吧！等年报出来再看看有没有啥新东西。

第99篇.　　2017.01.18-年报浅印象

原创　2017-01-18　唐朝

每年年报季，老唐会翻看很多公司的年报。发的少的时候，都看。发的多的时候，就随便抓着看，一般是先看摘要。看的时候，会顺手乱画一些直观印象。

这些直观印象，基本上算是纯外行浮光掠影看企业，绝大多数的结论都是“滚粗”；少量是“贵，再跌多少才有关注价值”；只有极少量的企业值得去看年报全文。

这种直观印象，我一般是随手写在纸片上，过后就丢掉了。今天想发出来，看看大家对这样的东西有没有阅读兴趣。如果有的话，我以后就发在唐书房，也算留个底子。如果没兴趣，我就继续按照以往的习惯处理了。

比如截至今天，A 股已经发出来的三家公司财报，老唐的读后随笔就是酱紫的：

1.北特科技　603009

制造汽车转向系统和减震系统的，无明显护城河。维修市场和生产市场都不大可能指明要某品牌转向和减震，在整车厂商面前不具备强势基础。

因而净资产收益率偏低，仅为 6%左右，净利率 7%左右，基本属于糊口的苦力。再考虑到新车市场整体增速已经放缓，对应当前市值 70 亿，市盈率 120 倍左右，基本不具备投资价值，丢。

2.富春环保　002479

做垃圾和污泥处理的，具备日处理垃圾 1000 吨，污泥 6000 吨的生产能力。2016 年营收 27 亿，净利润 2.4 亿，净利率偏低。经营现金流 5.6 亿，超出净利润两倍，回款良好。净资产收益率不到 9%，偏低。

大体来说，属于披着高科技皮的公用事业股，具备一定的区域排他性，收入稳定但受到管制。当前市值 100 亿，40 倍市盈率。市盈率 20 倍以下勉强具备关注价值。

3.汇金科技　300561

从事银行系统内部实物流转管理软件开发的，例如银行自助现金管理系统，银行现金流转内控系统，银行印章管理系统等，属于软件行业。

2016 年营收 2.2 亿，净利润 0.75 亿，净利率约 1/3，经营现金流净额 0.63 亿，回款基本正常。净资产收益率 28%，符合软件行业轻资产特性。

就行业而言，属于蓝海，有市场空间。但公司无技术垄断能力，客户财大气粗选择多，在产业链上，公司没有显著优势。当前市值 55 亿，近 70 倍市盈率，2016 年新上市，三年之内不用看。

这类看法，基本就是纯外行的第一印象。比如以上三份，我都是只看了摘要，连年报全文都没读，很可能错漏百出、误导大家。

要说有用呢，也就是能帮助大家走马观花地看一眼企业，或者刚好哪位对某家企业有研究，而老唐的印象错的离谱，这时可以提出来讨论研究研究。

所以，我颇犹豫这样的注水文字——感觉就像电视股评师打开 K 线看一眼，然后开始建议高抛低吸日内做踢一样，有没有必要发唐书房。你的意见是……？

第100篇.　　2017.01.20-《手银》连载12

原创　2017-01-20　唐朝

第五课银行的其他负债

第五课　银行的其他负债 …… 54
同业及其他金融机构存放 …… 54
存款证 …… 58
向中央银行借款 …… 59
已发行债务证券 …… 61
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 …… 61
衍生金融负债 …… 61
卖出回购款项 …… 62
递延所得税负债 …… 63
其他几项 …… 64

详细了解过占银行负债八成的客户存款后，这节课接着谈负债表里其他负债科目。

同业及其他金融机构存放

本科目披露银行吸收的境内、境外金融机构的存款（不含保险公司。保险公司存的钱算客户存款），按“境内同业”和“境外同业”分别列示（工行财报 252 页）。

2014 年 5 月 16 日发布的《关于规范金融机构同业业务的通知》（业内称为“127 号文”），规定同业存放期限不得超过一年。所以目前同业存放或是活期，或是一年以内的定期存款。

科目出现的缘由：两大主因

同业及其他金融机构存放，是其他银行或金融机构（如证券公司）在本行开户存的钱。为什么会有一家银行（或其他金融机构）把钱存在另一家银行的情况呢？主要原因有两个：一是甲银行需要和乙银行发生业务往来，因而在乙银行开户以便利结算；二是甲银行的富余资金需要寻找更高的回报。

第一个原因很容易理解，由于网点或者牌照的限制，或者客户账户在不同银行的原因，银行总有些业务需要其他银行协助，所以需要在别的银行开户。通常各类许可牌照越多、网点分布越广泛的银行，越容易吸收同业存放。

但第二个理由怎么理解呢？就是存贷比作祟。存贷比限制了银行放贷总额不可以超过吸收存款数额的75%，也就是说，大致上你吸收100元存款，最多只可以放75元贷款出去。或者说，你如果想要放75元贷款出去，必须配套100元存款。

还记得第一课里提到银行“印伪钞”总量受限于法定存款准备金率吗？银行靠一笔存款可以创造出“伪钞”的倍数上限=1/准备金率。然而，因为有了存贷比的限制，即便没有现金漏损，银行也无法触及这个上限——这是因为存贷比指标约束了央行法定准备金率政策的威力。

例如，我们假设法定存款准备金率为10%，无现金漏损情况，民生银行吸收100元存款，缴纳10元准备金，然后放出去90元贷款……stop，stop！不可以。因为存贷比规定你最多只可以放出去75元贷款。于是，发生了什么呢？民生银行吸收了100元存款，交了10元准备金，放了75元贷款，还剩了15元在手。

我们知道，银行吸收存款是要付息的，而现金锁在保险柜里是没有收入的。如果一时找不到有效投资渠道，那至少可以存进别的银行去，多少能收几个利息。于是接受存款的银行，比如说工商银行，就诞生了一个会计科目叫作“同业及其他金融机构存放”，而民生银行资产负债表的资产端也会对应产生一个科目，叫作“存放同业及其他金融机构”。

这个科目和下面的“拆入资金”很类似，都是民生银行的钱交给了工商银行。只不过若是民生银行在工商银行开立了账户，钱存进民生银行在工商银行的账户里（就好比你把钱存进你在工商银行的户头里一样），就是民生银行的资产——存放同业 、工商银行的负债——同业存放；

如果民生银行的钱直接借给了工商银行，那就是民生银行的资产——拆出资金、工商银行的负债——拆入资金。

资金的成本：Shibor

同业资金拆入或者拆出的价格（即拆借利率）在我国已经市场化了。由十家核心成员（五大国有行、国开行及招商、浦发、兴业、中信）及近百家基础成员，在央行的监督和管理下，构成我国同业资金交易市场。其形成的市场价格，即上海银行间同业拆放利率（缩写Shibor）。Shibor自2007年1月4日正式运行，现在已经是我国金融机构之间拆借资金的权威指导价格。

Shibor拆借报价团（目前由18家大型银行组成）每日根据手头资金的多寡，报出愿意拆入资金的利率（买钱的价格）和愿意拆出资金的利率（卖钱的价格），然后由同业拆借中心剔除最高、最低各4家报价，对其余报价进行算术平均计算后，发布各期限品种的Shibor价格。目前主要期限品种有隔夜、1周、2周、1个月、3个月、6个月、9个月及1年的，报价可以在www.shibor.org看到。以2016年6月数据看，银行间拆借市场日均成交约3.18万亿元，加权平均利率为2.14%。拆借主要集中在短期，以隔夜或一两周的资金交易为主。监管政策不允许有超过一年期限的拆借，实际上超过1个月期限的拆借，成交就很清淡了。

其他需求的拆借

银行同业市场交易，依赖于银行开立在央行的账户结算，所以他们交易的对象，实际就是各银行的超额准备金。除了上面说的追逐更高收益和结算需求之外，银行也会因为贷款需求和提现需求而向超额准备金有富余的同业拆借资金。

贷款需求，是因为银行放贷的同时，需要给央行缴纳一笔对应的法定准备金。如果银行超额准备金不

足，就无法缴纳法定准备金，这个时候，银行若需要完成放贷，就必须向同业临时买入超额准备金向央行缴付。

提现需求，指当银行客户要求提取现金而银行库存现钞不足时，银行需要向央行金库（人民银行设立于各城市的金库）申请提取现金。但央行只允许银行在超额准备金为正值的时候提现，且提现最大额度为超额准备金部分。因而，当突发提现使超额准备金低于日常经营需要时，银行就需要先依赖信用向超额准备金富余的同业买进超额准备金，然后向人民银行本地金库申请提现。

监管要点

关于银行依赖同业存放和资金拆入的总量，监管部门主要有清晰易懂的三条监管要求：

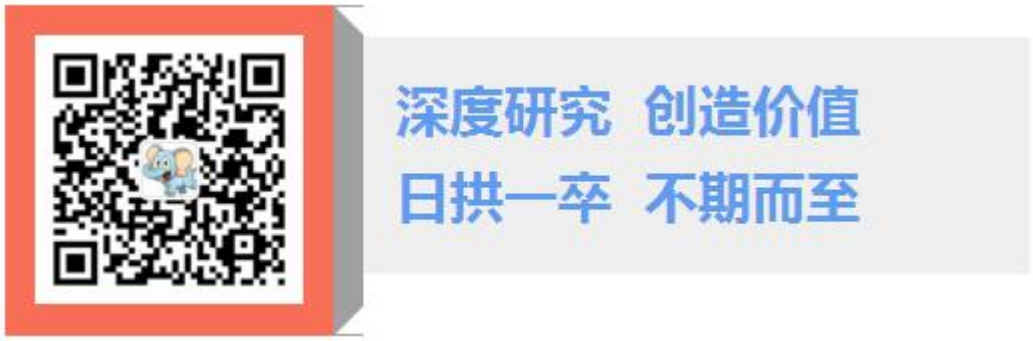
（1）单家商业银行同业融入资金余额，去掉从境外拆入的资金后，剩余部分不得超过该银行负债总额的 1/3（农村信用社有例外规定，与上市银行无关，不谈）；

（2）同业拆入资金最高金额不得超过该银行各项存款余额的 8%；

（3）去掉结算性同业存款和风险权重为零的资产后，对单一金融机构同业融资净额不得超过融出银行一级资本的 50%。

脚注：融资方为政策性银行及中国出口信用保险公司，风险权重为零；融资方为其他存款性金融机构，3 个月以内风险权重为 20%，3 个月以上风险权重为 25%；融资方为其他非存款性金融机构，风险权重为 100%。

有存贷比指标强制要求的时候，还规定同业存放和资金拆入不计入计算存贷比指标时的存款总数。由于目前存贷比指标强制监管已经取消，该规定亦失去意义。



第101篇.　　2017.01.20-《手银》连载13

原创　2017-01-20　唐朝

存款证

存款证又称为“同业存单”，是由银行（或其他存款类金融机构）在全国银行间市场上发行的记账式定期存款凭证（一般是电子的，没有纸质载体），是一种货币市场工具。当然，不是所有银行都有资格发行，具体资格管制由央行考评掌握。

从本质看，存款证是可以交易的同业存款，类似于银行向金融机构发行的短期债券，其投资和交易主体为全国银行间同业拆借市场成员、基金管理公司及基金类产品。相比同业存放，存款证最大的优点在于可在二级市场流通，持有机构可以在到期日前转让它。

它既可以是固定利率计息（通常比定期存款利率高，因为有到期才能提取的限制。定期存款不到期也可以提取，只要愿意接受按照活期利率计息的条件即可），也可以是挂钩某公开利率的浮动利率计息。固

定利率计息的同业存单，期限一般短于 1 年；期限长于 1 年的，一般采用浮动利率计息，通常挂钩 Shibor。

存款证是近几年银行尤其是经营网点较少的银行迅速上规模的利器。以兴业银行为例，兴业 2015 年累计发行存款证 445 期，发行规模为 5628 亿元，平均利率约为 3.6%。当年新增存款证 1952 亿元，基本与同期兴业吸收存款的新增量 2161 亿元平分秋色。存款证已经成为该行不可或缺的资金来源。

存款证的发行，从财务角度看节约了两笔成本，一是法定存款准备金，二是营业费用。

从银行的各类负债来源看，在数量、期限以及成本上，与存款证近似的是对公定期存款：单笔金额都比较大；期限多为三个月、六个月或者一年的；成本也接近，兴业银行 2015 年对公定期存款平均利率为 3.22%，存款证 3.6%，存款证获取成本略高 0.38 个百分点。

然而，由于存款需要缴纳法定存款准备金，所以，银行吸收到的对公定期存款中只有部分，如 82%（假设法定存款准备金率为 18%），可以用于投资或放贷。法定准备金部分将被央行的 1.62%低利率水平锁定。这样算下来银行获取 82 元资金需要付出的利率不是 3.22%，而是[（3.22%-1.62%）×18+3.22%×82]÷82=3.57%。

而存款证不需要缴纳准备金，仅此一项，两者的获取成本就从 0.38%缩小到 0.03%了。再加上银行吸收对公定期存款需要设置大量网点机构，配备专门营销人员，营运费用、人工成本及营销费用都比较高，而发行存款证则直接省略了这些成本。两者相比，利率高 0.03%的存款证对于网点比较少的银行而言，反而可能更划算。

向中央银行借款

该科目指银行向中央银行借入的款项。中央银行享有发钞权，拥有“无限”的流动性。它是银行的银行，可以在银行失去流动性的时候，向银行提供借款。媒体上经常看到的一些关于央行“放水”报道时谈到的 SLF、MLF、SLO、PSL 等工具，都是允许银行在某种条件下向央行借款的工具。

扩展知识：戏说 SLF、MLF、SLO、PSL

SLF，戏称“酸辣粉”，学名“常备借贷便利”（Standing Lending Facility）。银行用合格抵押品从央行借款的手段，期限一般为 1 至 3 个月。目前央行接受的合格抵押品有国债、央行票据、国开行及政策性金融债、高等级公司信用债（当然，必然是打折抵押）。

MLF，戏称“麻辣粉”，学名“中期借贷便利”（Medium term Lending Facility）。跟“酸辣粉”一样，靠合格抵押品从央行借款。期限比“酸辣粉”略长，一般为 3 个月的、6 个月的和 1 年期的，且允许到期展期。但“麻辣粉”一般都有贷款投向约束限制，也就是说，借这笔钱的银行要承诺把钱投向央行要求的某特定领域，如“三农”领域、小微企业等。

SLO，戏称“酸辣藕”，学名“短期流动性调节工具”（Short term Liquidity Operations）。央行的七天以内短期流动性调节工具，基本就是将以往的 7 天、14 天的正回购、逆回购，补上更短、更灵活的期限，利率同样采用市场招标。正回购指央行卖各种票据，从市场中收钱回来，是收缩流动性的手段。逆回购指央行花钱在市场买票据，是投钱到市场的增加流动性行为。

PSL，戏称“胖死了”，学名“抵押补充贷款”（Pledged Supplementary Lending）。就是央行向银行放贷款，期限一般是 3 至 5 年。由于时间比较长，银行可以用这笔钱再放贷，息差吃到“胖死了”。它和央行对银行的再贷款类似，但略有区别：再贷款不需要抵押，一般含有金融稳定意义。银行获取央行再贷款，容易被市场认为出现流动性危机了。而“胖死了”需要抵押物，是银行正常的资金获取手段。央行

使用 PSL，不仅可以向市场释放流动性，还能起到引导市场中长期利率的作用——如果同等条件下，向其他机构借款利率高过 PSL 利率，那就改向央行借喽！所以 PSL 相当于设置了利率的上限。

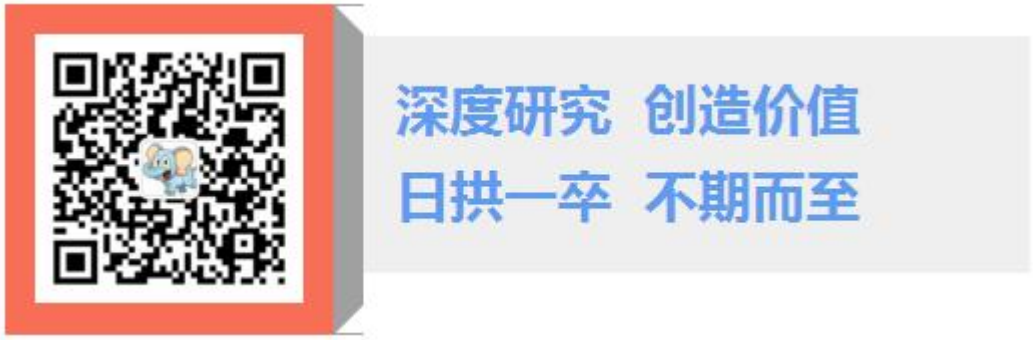
但正因为央行是银行最后的流动性来源，一般而言，但凡同等条件下能在市场借到所需资金，银行会尽量避免向央行借款。因为这个借款行为容易被市场联想到该银行出现同业信任危机或流动性困境，从而可能导致银行经营信用下降。所以这个科目数额一般较小，通常是央行直接对银行投放的低利率政策性优惠支持，如专项支农再贷款、支小再贷款等。

已发行债务证券

指银行发行的各类债券。明细直接看附注即可，例如，工商银行 2015 财报 256~260 页（附件 77~81 页）。

以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债

一些金融负债在计入报表之初就归入以公允价值计量且其变动计入当期损益（也就是赚赔要进入利润表，参看《手把手教你读财报》76 页的交易性金融资产），主要包括银行利用发行的保本型理财产品购买的金融资产、与市场利率挂钩的金融负债、与贵金属或其他大宗商品价格挂钩的金融负债、外币债券卖空等。



第102篇.　　2017.01.20-《手银》连载14

原创　2017-01-20　唐朝

衍生金融负债

衍生金融工具复杂难懂，指价值随着特定利率、其他金融工具价格、商品价格、汇率、某种价格指数、信用评级等多种约定对象价格变动而变动的工具。目前衍生金融工具在我国金融业应用范围还比较窄，如对于工商银行，暂时仅限于货币、利率和商品的掉期、远期及期权交易。主要被银行用来作为某种风险的对冲工具，而非类似西方发达国家投资银行的主要盈利工具。

脚注：掉期，又称“互换”，同时买入近期并卖出远期某货币或利率产品，或者卖出近期并买入远期某货币或利率产品，意图获取或锁定期间价差变化的交易行为。

远期交易，类似期货。区别只是交易对象的标的物、数量、金额、交割方式和地点等非标准化，由交易双方个案约定。

期权，期权买方通过向期权卖方支付权利金，购买未来某段时间或某天以某固定价格买入或卖出某商品的权力（只是权力，无义务，期权买方可以弃权。当然，已经支付的权利金不退）。

正因为是用于对冲，所以它在资产端有个伴生科目，叫作“衍生金融资产”。当前我国银行业该科目

数值占资产比例一般都不大，尤其是两者的差额一般不大。出于保守的考虑，这个科目若在资产或负债中占比突然变大，或者衍生金融资产和衍生金融负债的差额如果突然变大，投资者就需要警惕，并仔细挖掘发生了什么变化，为什么发生了这样的变化。

卖出回购款项

卖出回购款项，简单理解就是金融机构之间的抵押贷款。银行 A 把自己持有的票据、证券、贷款等金融资产先作价 100 元卖给银行 B（或者信托、券商、保险等金融机构），同时约定以后的某具体时间加价买回，如 102 元买回来。这个加价部分就等于是借款利息。

对于银行 A 而言，相当于拿某种金融资产做抵押从 B 那儿借了一笔钱，按照监管规定，这个计入负债端的“卖出回购款项”。对于银行 B 而言，就在资产端记录为“买入返售款项”。

在 2014 年 5 月 127 号文出台以前，银行业大量利用买入返售和卖出回购将贷款出表，隐蔽贷款规模，同时满足理财产品市场需求（A 银行发行理财产品，用于购买 B 银行的贷款包，并约定未来某日由 B 银行加价购回。A 银行理财产品获得加价部分收益，B 银行则降低了本期贷款总额）。

127 号文针对此情况出台，禁止了“非标资产”的卖出回购/买入返售。只允许包括银行承兑汇票、债券、央行票据等在银行间市场、证券交易所公开交易的、具有合理公允价值和较高流动性的金融资产作为卖出回购/买入返售的抵押物。之后，该方式基本回归了短期抵押借款的本来面目。

需要注意的是，买入返售或卖出回购科目里，目前只允许记录两家金融机构之间直接进行的交易，如果中间还有第三方或更多方参与转手，则不允许计入本科目。这样的监管规定，是为了堵住银行通过第三方通道转手，甚至跨行业、跨区域的多个通道、多次转手，规避 127 号文规定，将信贷资产包装成同业间买入返售/卖出回购，实现从信贷资产的 100%风险权重转化为同业资产的 20%或 25%风险权重，从而实现减少银行资本占用、提高资本回报率的监管套利行为。

递延所得税负债

递延所得税负债以及资产端的递延所得税资产，是因为公司会计按照财政部规则计算的收入和费用，与税务部门按照国家税务局规则计算的收入和费用之间存在差异，带来所得税数字上的计算差异。如果这个差异是暂时性的（只是所得税在不同年份缴纳的差异），则归入递延所得税负债或者递延所得税资产。

税务局比银行会计算的利润多，产生递延所得税资产（提前交税了，银行会计将其视为预存在税务局的资产）；反之，税务局比银行会计算的利润少，产生递延所得税负债（拖后交税了，银行会计将其视为欠税务局的钱）。

递延所得税资产和负债不能两抵，资产记入资产，负债记入负债。是什么项目产生的，就在以后用什么项目抵。例如，按某税务优惠政策，某固定资产可以加速折旧。今年银行会计从利润里扣除该折旧费用 100 万元，但税务局扣折旧 200 万元，这样，税务局计算的银行税前利润就比银行会计算的少 100 万元。如果所得税率是 25%，则报表上会产生 25 万元递延所得税负债。这个负债不允许和银行其他科目产生的递延所得税资产两抵清零，而是待税务局以后的某一年或某几年，必然会少认 100 万元折旧（资产价值固定，折旧总额固定），少认的一年或某几年里，25 万元递延所得税负债就被慢慢抵扣掉了。

想进一步了解递延所得税资产和负债的读者可以参看《手把手教你读财报》69~73 页。

其他几项

剩余的几项，如应付职工薪酬、应交税费、其他负债都很简单，老唐就在这里“一锅烩”了。

应付职工薪酬截至2015年12月31日，总有些12月该发的职工工资、奖金、津贴、福利、工会拨款什么的（如规定是下月5月发）没来得及发，那就是应付职工薪酬。

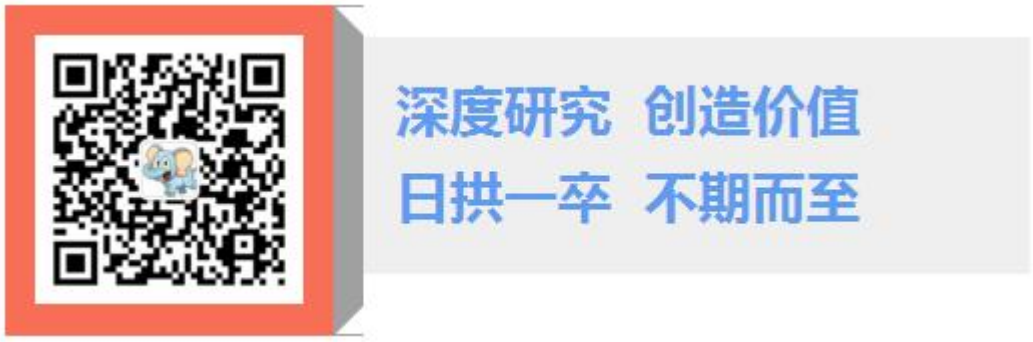
应交税费有些本月乃至本季度应付的所得税、营业税、城建税、教育费附加等，总要过些日子才能交（不可能报表还没算出来，就去交清了），那就是应交税费。

这里需要提一下营改增：自2016年5月1日起，我国银行业全面推进营业税改增值税改革（简称“营改增”）。以前银行业实行的是营业税，直接对营业收入征税，税率5%。改为增值税（税率6%）以后，报表上的营收口径会发生变化：如银行收到贷款利息收入100元，以前营业税规则下，计入营业收入100元，营业税金及附加里面计入营业税5元；增值税规则下，计入营业收入的数字变成100/（1+6%）=94.34元。投资者在这个新旧税制交替时，对比数据需要注意口径的不同。

其他负债有些该付未付的利息、政府补贴递延收益、具有融资性质的长期应付款、委托资金和委托贷款的差额以及一些无法归类的应付款项，就扫进其他负债。部分银行把保本理财产品资金也归入其他负债。

至此，银行资产负债表的股东权益和负债部分就阅读完了。下一课进入资产部分。

——第五课完——



第103篇.　　2017.01.23-《手银》连载15

原创　2017-01-23　唐朝

第六课银行的资产配置

第六课　银行的资产配置 …… 66
初识资产表 …… 66
现金及类现金资产 …… 70
投资类资产 …… 71
经营类资产 …… 77
银行资金配置的原则 …… 77

前面我们谈了银行的股东权益和负债，读懂了银行的钱从哪里来。这一课开始，我们看银行拿到这些钱以后投到哪里去。

初识资产表

翻开工商银行 2015 年资产负债表的资产部分（财报 180 页），可以看到工商银行资产明细如下。

中国工商银行股份有限公司
合并资产负债表和资产负债表
2015 年 12 月 31 日
(除特别注明外，金额单位均为人民币百万元)

		本集团		本行	
	附注四	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年
资产：					
现金及存放中央银行款项	1	3,059,633	3,523,622	2,991,619	3,473,327
存放同业及其他金融机构款项	2	211,559	304,273	190,270	270,129
贵金属		114,619	95,950	92,967	95,885
拆出资金	3	472,234	478,503	582,298	467,611
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	4	343,272	346,828	322,232	343,263
衍生金融资产	5	78,870	24,048	33,290	22,292
买入返售款项	6	996,333	468,462	792,876	259,213
客户贷款及垫款	7	11,652,812	10,768,750	11,026,476	10,184,215
可供出售金融资产	8	1,444,195	1,188,288	1,299,068	1,090,116
持有至到期投资	9	2,870,353	2,566,390	2,813,091	2,548,977
应收款项类投资	10	352,143	331,731	338,839	319,108
长期股权投资	11	24,185	28,919	122,460	106,777
固定资产	12	195,401	171,434	107,413	106,436
在建工程	13	26,101	24,804	19,690	17,750
递延所得税资产	14	21,066	24,758	20,354	23,899
其他资产	15	347,004	263,193	281,155	216,833
资产合计		22,209,780	20,609,953	21,034,098	19,545,831

如果与非金融类企业做个对比，你会发现银行的资产表很清爽，科目并不多。例如，依然拿伊利股份的资产表来对照查看。

合并资产负债表

2015 年 12 月 31 日

编制单位:内蒙古伊利实业集团股份有限公司

单位:元币种:人民币

项目	附注	期末余额	期初余额
流动资产:			
货币资金		13,083,666,953.14	14,272,616,386.47
结算备付金			
拆出资金			
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产			
衍生金融资产			
应收票据		147,173,512.55	139,400,000.00
应收账款		572,177,041.87	513,023,498.21
预付款项		614,524,341.58	389,960,876.90
应收保费			
应收分保账款			
应收分保合同准备金			
应收利息		71,193,654.78	69,266,144.61
应收股利			
其他应收款		49,871,200.05	66,233,526.28
买入返售金融资产			
存货		4,663,128,747.30	5,008,246,399.60
划分为持有待售的资产			
一年内到期的非流动资产			
其他流动资产		584,416,955.75	542,319,468.46
流动资产合计		19,786,152,407.02	21,001,066,300.53
非流动资产:			
发放贷款和垫款			
可供出售金融资产		985,423,952.71	822,022,809.62
持有至到期投资			
长期应收款		2,640,092.22	
长期股权投资		121,879,207.33	25,726,556.22
投资性房地产			
固定资产		14,558,600,146.77	13,121,335,667.91
在建工程		776,269,197.23	939,357,029.80
工程物资		6,685,264.22	18,825,024.39
固定资产清理			3,601,099.09
生产性生物资产		1,298,538,966.77	1,289,067,343.70
油气资产			
无形资产		956,425,978.64	930,399,642.79
开发支出			
商誉		10,678,610.25	10,678,610.25
长期待摊费用		216,376,722.70	185,625,659.56
递延所得税资产		411,671,286.96	686,182,446.30
其他非流动资产		499,626,415.68	460,410,626.87
非流动资产合计		19,844,815,841.48	18,493,232,516.50
资产总计		39,630,968,248.50	39,494,298,817.03

无须细看科目，仅看表格长度及填有数字科目的多寡，也可以明显发现银行资产负债表更简单，尤其是如果我们按照现金、投资、贷款及经营对工行的资产归类得出下表后，资产表的阅读就更加容易了。

资产科目	金额（百万元）	占比
现金及存放中央银行款项	3,059,633	13.78%
存放同业及其他金融机构款项	211,559	0.95%
拆出资金	472,234	2.13%
现金及类现金合计		16.85%
贵金属	114,619	0.52%
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	343,272	1.55%
持有至到期金融资产	2,870,353	12.92%
可供出售金融资产	1,444,195	6.50%
长期股权投资	24,185	0.11%
应收款项类投资	352,143	1.59%
衍生金融资产	78,870	0.36%
买入返售款项	996,333	4.49%
投资类资产合计		28.02%
客户贷款及垫款	11,652,812	52.47%
贷款类资产合计		52.47%
固定资产	195,401	0.88%
在建工程	26,101	0.12%
递延所得税资产	21,066	0.09%
其他资产	347,004	1.56%
经营类资产合计		2.65%
资产总计	22,209,780	100.00%

上表数据显示，工商银行资产由约17%的现金及类现金资产、约28%的投资类资产、约52%的客户贷款及垫款以及不到3%的经营类资产组成。结合前面谈过的负债和所有者权益，至此，我们可以将工商银行2015年整张资产负债表简化成如下百分比表来看。

资产		负债及所有者权益	
科目	占比%	科目	占比%
现金类资产	17	存款	74
投资类资产	28	借款	15
经营类资产	3	经营欠款	3
贷款与垫款	52	资本	8
资产合计	100	负债及权益合计	100

下面我们来一一了解银行的各类资产。

现金及类现金资产

指现金及存放中央银行款项，非常简单。现金就是银行柜台内、保险柜里、自动存取款机里以及在途

运钞车里的现钞，包括人民币和外币的纸钞和硬币；存放中央银行款项，在第一课谈过，就是银行按照法定存款准备金率要求，按照存款一定比例存在中央银行的法定准备金，以及为了业务结算需求、与其他银行资金划转需求而存在央行的超额准备金，也包括银行境外分支机构按照他国法规要求存在他国中央银行的法定准备金和超额准备金。

这个科目简单，只有一点需要提醒注意：财政性存款，不计入商业银行报表资产。财政性存款，指银行经办的各级政府财政预算内存款及集中代缴财政部门的各种款项形成的存款，它属于中央银行的资金来源，只是因为央行不直接办理开户业务，所以央行付费委托给各地商业银行代收代支。以现在的支付系统，各地财政性存款当天就结算给央行了。只有极少数偏远乡镇受限于金融环境，账户上可能保留少量经费，算成了银行吸收的存款。由于数量很少，从投资者角度可以忽略。

本类里的存放同业和拆出资金在上节课的负债环节已谈过，此处省略。

投资类资产

银行的钱，主要是用来放贷收息，但或由于存贷比的限制，或为了保持一定比例的快速变现资产，或为了更高的收益，或暂时没有满意的放贷项目等原因，银行总有部分资金需要寻找放贷以外的其他获利渠道，投资类资产主要汇报的就是银行如何配置这部分资金。

贵金属

银行持有的黄金、白银等贵金属的价值，按照报表日贵金属成本和公允价值两者中较低的值计量。所谓报表日，年报就是 12 月 31 日，一季报就是 3 月 31 日，依此类推。而大宗贵金属都有活跃市场交易，公允价值可以直接理解为市价。

以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产

指银行出于赚取交易差价目的而买入的一些金融资产，如债券、股票、基金、权证等。一般来说，银行投资的金融资产主要还是各类债券。归入此类的金融资产，一般有公开的市场报价、流动性良好。

银行买入并将其归入报表的本类里，以后不可以调整到其他财务科目中去，它的市价波动带来的盈亏直接算进银行当期的利润表里。参看《手把手教你读财报》76 页“交易性金融资产”部分。

银行投资的债券，主要有国债、地方政府市政债、央行票据、其他金融机构发行的各类金融债券、由资产证券化带来的资产支持债券、企业债券、公司债券等。其中占比较大的是央行票据、国债和政策性银行发行的债券。

脚注：企业债券指中央直属机构、国有独资或控股企业依据《企业债券管理条例》发行的债券；公司债券指依据《公司法》发行、可以在交易所交易的各类债券，发行主体一般是上市公司。

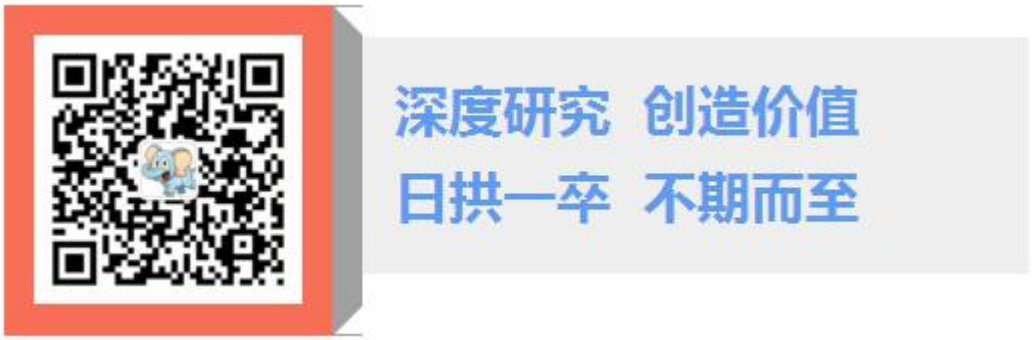
持有至到期金融资产

指银行买入时就计划持有至到期的金融资产，类别也以上条所说各类债券为主。它和“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”的主要区别是：持有至到期金融资产用摊余成本法计算当期收益。持有该债券期间，除非因发生意外，需要计提的减值准备（减值准备是分析银行业最重要的话题，第八和第九课细说）之外，单纯的价格波动不影响银行的利润表。对于理解银行业财报该科目，知道这些基本足够。如果想进一步了解什么是摊余成本法及更多有关持有至到期金融资产知识的，可以翻阅《手把手教你读财报》77~82 页。

可供出售金融资产

包括划分为可供出售的股票、债券、理财产品、资金信托计划、专项资产管理计划等金融资产。实践中也是以债券为主，以公允价值变动计量。但归入可供出售金融资产的债券，公允价值变动计入其他综合收益里，影响净资产，不影响当期利润。待其卖掉时，盈利或亏损计入卖出年份的利润表，同时将原计入其他综合收益的获利或损失转出（关于其他综合收益，在第十三课利润表部分详解）。另外，未上市公司的股权，因为没有公允价值可参考，大部分也是归入可供出售金融资产，以成本计量。

要简单理解上述三个“××金融资产”的区别，可以这么看：买进来时就打算短期赚差价的，归入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产；买进来就准备一直拿到债券到期还本付息的，归入持有至到期金融资产；买进来时没想好到底是炒个短还是持有到期，就归入可供出售金融资产。



第104篇. 2017.01.23-《手银》连载16

原创 2017-01-23 唐朝

长期股权投资

对于其他企业而言，该科目比较复杂。在《手把手教你读财报》中，老唐用了整整十页介绍它。但对银行股而言，这个科目很简单，一般占比也极小。原因正如前面所说，银行的经营主要在“本行”。控股和参股子公司——通常是村镇银行、金融租赁公司、信托公司之类的——无论是资产数额还是经营利润，占比都很小。

对银行业的长期股权投资而言，需要重点理解的是：本集团和本行资产负债表中，长期股权投资科目的差异是什么。

例如，工商银行发起设立了某村镇银行，该村镇银行总投资 2 亿元，工行投入 1.2 亿元，持股 60%。在本行资产负债表的长期股权投资科目里，会记录 1.2 亿元长期股权投资，但在本集团资产负债表的长期股权投资科目里，这笔 1.2 亿元的长期股权投资却会归零。

为什么会归零呢？因为本集团算资产负债和经营业绩的时候，该村镇银行算工商银行的控股子公司，要合并报表。所谓合并报表，就是将该村镇银行的全部资产、负债、净资产都加进工商银行本集团资产负债表的资产、负债和股东权益里。然后再将该村镇银行股东权益的 40%单独列为少数股东权益，从股东权益里减去少数股东权益，得到归属于工商银行股东的股东权益。因为已经计算了全部资产、负债和股东权益数据，所以工商银行对该村镇银行的投资 1.2 亿元就不用重复计算了，这就叫作并表。

利润表也是如此。该村镇银行的全部收入、费用和利润，全部合并到工商银行本集团数据的收入、费用和利润数据里，最终再把应该属于另外 40%少数股东的利润，单独列为少数股东损益（注意，资产负债

表叫权益，利润表叫损益）。

无论资产负债表还是利润表，并表过程，会把该村镇银行和工商银行之间所有的交易余额进行相互抵消，防止重复计算。例如，若该村镇银行欠工商银行一笔钱，这笔钱在工商银行“本行”报表上是一笔应收款，在村镇银行账上是一笔应付款，合并为“本集团”报表时，这应收应付就互相抵消了。

至于在本行资产负债表里，只需记录对该村镇银行的 1.2 亿元长期股权投资；在本行利润表里，直接将该村镇银行当年净利润的 60%记录进投资收益即可。

可是，仔细看工商银行 2015 年财报的长期股权投资科目，我们会发现本集团数据并不为零。例如，2015 年工商银行资产负债表的长期股权投资科目数据如下。

	本集团	本行
长期股权投资	24,185	0

唐书房

本行数据 1224.6 亿元，其中有 1224.6-241.85=982.75 亿元归零了，但依然有 241.85 亿元存在，这是怎么回事呢？

原来，本集团合并报表只合并银行可以控制的子公司。但银行可能还投资了一些自己不是控股股东的公司，对这些公司的持股，就会继续保留在本集团报表的长期股权投资科目里。

这些因为没有并表而继续保留在本集团长期股权投资科目里的公司，工商银行按照持股比例乘以该公司净利润来计入利润表。这些公司具体是哪些，哪些参与合并了，哪些没有参与合并，它们各自的经营情况如何等信息，均会在长期股权投资科目的附注里进行解释。例如，工商银行 2015 年财报的 237~243 页（附件 58~64 页）。这一部分对银行报表影响很小，此处不细谈。有兴趣进一步了解的，可以参看《手把手教你读财报》84~94 页。

应收款项类投资

指银行买进的非上市的、缺乏活跃市场报价，但具有固定或可确定偿付金额的债权。该科目和企业报表上常见的“应收账款”面孔类似，内容却有云泥之别，极易混淆，也不知哪位高人起的这折腾人的混账名儿！

一般说应收账款，是其他企业或个人购买企业产品或服务尚未支付的款项。但应收款项类投资，指的是没有活跃市场报价、回收金额固定或可确定的非衍生金融资产（衍生金融资产概念，前面解释过），如非上市凭证式国债、不可转让专项央票、四大国有资产管理公司定向债券、金融机构次级债、保险资产管理计划、资金专户及子公司资产管理计划、证券定向资产管理计划、资金信托计划、购买他行的理财产品、受益权转让计划等。

该科目与持有至到期投资非常类似，以摊余成本法计价，需要计提减值准备。不过，由于资产信息的不透明，减值准备操作空间比较大，实践中各家银行对应收款项类投资的减值准备计提比例，都是远低于贷款的减值准备计提比例的。

上节课说过，127 号文禁止了非标资产进入买入返售科目。那么之后非标去哪里了呢？主要来了这里——应收款项类投资。由于跨行业监管相对困难（涉及保险、券商、基金、信托等，都不是银监会的权力管辖范围），加上应收款项类投资目前没有额度和期限的约束，坏账计提操纵空间较大，自然而然地成为了目前银行表内规避监管最重要的渠道。

比较明显的例子，是 127 号文颁布后，兴业银行 2015 年财报里买入返售余额同比锐降 68%的同时，应收款项类投资同比狂增约 160%，应收款项类理财产品余额则飙升为 2014 年的 28 倍。这就是监管部门和业务部门之间的猫鼠游戏了，监管部门追求的是别出事，业务部门想的是多挣钱。两者间的博弈，是推动金融业创新的主要动力之一。

当然，应收款项类投资里并不全是非标资产。非上市的凭证式国债、商业银行及其他金融机构的债券等就属于标准化债权。能放进这里来的标准化债权，主要特征就是非上市品种、没有公开报价。

衍生金融资产

科目含义参看上节课的“衍生金融负债”。工商银行 2015 年财报 224 页（附件第 45 页）披露了公司持有的衍生金融工具。

本集团及本行于各资产负债表日所持有的衍生金融工具如下：

本集团

	2015 年 12 月 31 日						
	按剩余到期日分析的名义金额					公允价值	
	3 个月内	3 个月至 1 年	1 至 5 年	5 年以上	合计	资产	负债
货币衍生工具：							
货币远期及掉期	1,211,545	1,309,472	139,060	4,290	2,664,367	35,533	(37,722)
买入货币期权	39,851	65,470	778	-	106,099	1,074	-
卖出货币期权	50,866	53,240	283	-	104,389	-	(1,203)
小计	1,302,262	1,428,182	140,121	4,290	2,874,855	36,607	(38,925)
利率衍生工具：							
利率掉期	209,289	373,438	647,015	161,450	1,391,192	26,769	(28,079)
利率远期	69,289	193,918	322,529	-	585,736	119	(111)
买入利率期权	5,386	28	8,059	-	13,473	101	-
卖出利率期权	5,386	-	7,383	16	12,785	-	(46)
小计	289,350	567,384	984,986	161,466	2,003,186	26,989	(28,236)
商品衍生工具及其他	691,028	266,823	44,352	1,460	1,003,663	15,274	(9,665)
合计	2,282,640	2,262,389	1,169,459	167,216	5,881,704	78,870	

唐书房

注意看上表最后一行加灰色的资产和负债的公允价值合计数，2015 年工商银行持有衍生工具金融资产 788.7 亿元，但同时持有衍生工具金融负债 768.26 亿元，两者对冲的差值（业内习惯叫“敞口”或“暴露”）仅 20 亿元出头，在工行资产总额中占比不足万分之一，影响小到几乎可以忽略。

这里提一句：衍生金融资产和衍生金融负债里，都不包含现金流套期工具的有效部分。关于什么是现金流套期的有效部分和无效部分，在第十三课“利润表”的“其他综合收益”环节谈。

买入返售款项

这部分内容可参看上一课的“卖出回购款项”。

经营类资产

经营类资产在银行资产中占比很小，且和普通企业报表没什么区别，非常简单。比如，固定资产和在建工程，就是用于银行日常经营的房屋、设备等；其他资产，里面是应收利息、无形资产、商誉、长期待摊费用、待处理抵债资产以及其他应收款等内容；

脚注：其他应收款指除应收利息以外的其他应收款，如财产损失应收保险公司赔款；应收的各类罚款，如员工失职或违规而应该向该员工收取的罚款；经营租赁的各种租金；存出的保证金，如租用包装物支付的押金；员工或部门领用的备用金；其他各种应收、暂付款项，如一些垫付款，帮员工垫付的水电费、医药费、房租什么的。

递延所得税资产参看上一课递延所得税负债部分，此处省略。

以上部分，就是银行除了客户贷款与垫款以外的全部资产。客户贷款与垫款，内容较多，下节课单独谈。

银行资金配置的原则

银行资金配置在什么类别的资产上，配置的先后顺序是什么，每类资产具体配置多少，是大体按照以下原则操作的。

首先，银行需要考虑的是流动性需求，保持足够应付日常经营支付的现金、央行要收取的法定准备金，保持各项业务结算所必需的超额准备金。

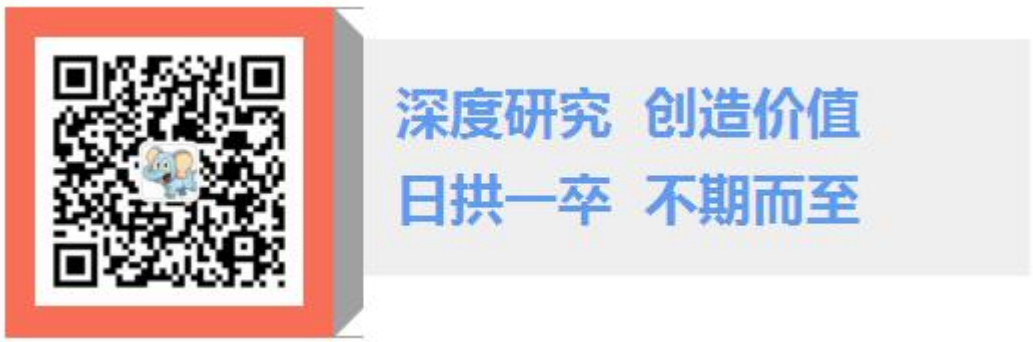
其次，持有一些短期国债、地方政府债券、金融债券等安全等级较高、流动性较强的证券，用于满足意料之外的提款或者规划之外的意外贷款需求。

再次，接下来的资金，就可以按照回报率高低和长短期限匹配的原则，或放出贷款，或进行投资。

最后，在上述规划下，银行遇到现金不足情况时，如突发大额提款或损失、更好的投资机会等，银行就需要利用同业拆借、票据或证券的卖出回购、出售中长期金融资产、出售或抵押贷款等方式弥补资金缺口。

当然，需要注意的是，由于不同资产有不同的风险权重，所消耗的资本不同，所以名义利率的高低并不代表收益率的高低。银行配置资产除了流动性、收益率之外，也要考虑不同风险权重资产的资本占用多寡。例如，风险权重为 50%、利率为 5%的资产，其真实收益率就比风险权重为 100%、利率为 6%的资产高，因为前者只需要消耗一半的银行资本。

——第六课完——



各位，春节前的连载就到这儿了。

后面跟着的第 7 课到第 11 课合计 5 课（书的 79 页~152 页），全部用来阐述银行的核心资产：客户贷款与垫款和贷款的拨备。其中第 7~9 课会在春节后接着连载，第 9 课之后的部分，受限于版权协议，就不能在唐书房免费发表了，见谅！

2017，让我们 17 赚钱，17 成长！

祝各位新春快乐，万事如意！

第105篇.　　2017.01.24-年报浅印象2

原创　2017-01-24　唐朝

过去一周，有 4 家公司发布了 2016 年度财务报告，它们是：000838　财信发展；603025 大豪科技；

000545 金浦钛业；300401 花园生物。

④财信发展　000838

1997 年上市的老股，以前叫国兴地产。一家注册和办公都在北京，项目、土地和主要资产都在重庆的地方中小型地产公司。

现金买地——建房卖掉换现金——拿卖回的现金再搭上一点借款去买入更贵的地——建房卖出换回现金——拿卖回的现金再搭上一点借款去买入更贵的地……周而复始，最终留给股东的，究竟会是一大堆现金，还是一大片荒地？一直没想明白，十年后，二十年后，房地产企业的终极形态究竟是什么样子呢？所以，一直对地产公司不太感兴趣，也错过了很多地产大牛股。

即便什么时候对地产发生兴趣了，也会把目光放在更能抵御经济波动、获取资金的渠道更多、融资能力更强的全国知名大型地产企业上，对于这种集中一地、靠天吃饭的小地产商，兴趣不大。

再看财信发展当前 80 多倍市盈率，股价一边上涨，二股东一边减持，态度坚决地一直减到清仓。这样的态势，摆明击鼓传花的博傻游戏，对于没打算来市场缴费娱乐的老唐而言，那就一个字：丢！

⑤大豪科技，603025

2015 年上市次新股。专业从事工业缝纫机智能系统开发生产，客户全部是为缝制及针织设备生产企业。公司采用直销模式，按照客户订单研发和生产。

大豪品牌创立 30 年，目前是该领域龙头企业，其主导产品刺绣机电控系统 2016 年在国内市场的市场占有率约 80%。

工业缝纫机和刺绣机设备市场趋于饱和，行业增速较慢，但由于中国是纺织品出口大国，行业竞争激烈。终端的惨烈竞争，导致生产厂家对于个性产品和智能产品的升级需求强烈，由于现有设备维修保养、配套使用等原因的影响，转换其他厂家产品相对麻烦，形成一定的路径依赖，大豪科技的电控系统具备一定的护城河，盈利能力还不错。

以 2016 年为例，工业缝纫机行业同比增长约 3%，公司营收 6.9 亿，增长约 11%，扣非净利 2.07 亿，增长约 19%，经营现金流 2.4 亿，Roe16%，经营状态良好。

股权结构合理，国资、管理层和公众股东三分天下。公司基本属于一个狭小利基市场里的大佛，外面的资本看不上，里面的同行很弱小。值得关注。

脚注：利基是英文 niche 的音译，佛龛的意思。利基市场，指容量较小，面向特定小众的市场。一旦有一尊佛像占领了利基市场的大部分，新资本若进入将导致大家都亏损，新资本不进入则佛龛里的大佛日子还算滋润。

这种属于由“有效规模”构成的护城河。参看去年 11 月唐书房笔记《投资的护城河》

缺点方面：

首先，公司上市仅一年多，财务数据可信度暂时要持高度怀疑态度；

其次，刚刚募集了一大笔钱，新投产项目与要钱时的天花乱坠之间差距究竟有多大，会否显著拉低现有净资产盈利能力，需要观察；

再次，当前虽然距离新股上市第一个月爆炒后的高点跌去约 2/3，但依然有近 150 亿市值，市盈率高达 80 多倍，对应企业预期营收和净利增速而言，估值太高，也需要等待；

结论：企业有潜力，但两三年内不值得入手，可以保持关注。

⑥金浦钛业　000545

曾用名吉林制药、恒和制药，现在被南京金浦借壳上市，注册地在吉林，办公和业务在南京，典型性资本市场玩家，来割韭菜的。

从事钛白粉生产销售的。钛白粉这东西，听着高大上，就是一种白色颜料。主要用户是涂料、塑料、造纸、油墨等行业，行业整体态势是中低端过剩，高端进口。

这种中间无差别商品，如果没有技术或资源上的明显优势，很容易两头受气，沦为苦哈哈。例如金浦钛业，2016 年财报里管理层不喘气儿，只用一个句号写了一大段长文，把自己夸成薄皮儿、大馅儿、十八个折的一朵花儿，为了我们读起来接的上气儿，我把它拆开：

在全体干部员工戮力同心，积极化解严苛环保要求大环境下的生产经营压力，生产系统依托技术创新、环保综治、节能降耗等各项举措，努力挖潜增效、提质降耗；

供应系统把控钛矿等大宗原料行情，依托金浦钛业集中采购优势，实现最佳节点最优性价比采购；销售部抓住机遇，通过重点客户提量、潜在客户开发、电商平台合作等一系列措施，

在徐钛达产增量情况下实现产销平衡，结合国际市场开拓力度持续加大，进一步强化品牌建设，提升国内外市场竞争力，提高企业持续健康发展水平，

在董事会的关心支持下，公司经营班子成员带领全体　干部员工戮力同心，努力拼搏，较好地完成了董事会下达的年度各项经营目标任务。

听上去一定觉得 2016 年赚嗨了，数据拿出来一看，全年销售钛白粉 10.3 万吨，营收 10.5 亿，净利润 0.4 亿，低端产品毛利率不足 15%，高端产品毛利率 19.1%，综合净利润率不到 4%。

产销量同比增加 35%，而销售费用同比增加 60%，一看就是求爷爷告奶奶卖东西的主儿。就这，还是白条，经营活动现金流净额为负的 1.3 亿。

靠着 3 亿多收益率高达 30%的信托产品产生的利润（这收益，卖什么钛白粉啊，除非把钛字去掉，否则肯定全买信托拉倒），贴补报表净利润（年年买高风险劣后级炒股信托来补贴报表，也是奇观了）让 pe 显得不那么刺眼。

拿着 19 亿净资产，加上不靠谱的杠杆炒（du）股（bo），外加一群人忙活钛白粉生产销售，一年下来赚 1.2 亿，基本上就是个价值毁灭型企业。当然，不妨碍市值 55 亿，显然比一年前的百亿市值“便宜”多了。

只要实际控制人郭氏兄弟不爆仓，这击鼓传地雷的游戏就还可以玩。郭氏兄弟持有的金浦钛业股票已经全部抵押，股价也已经腰斩，不知道还撑的住不？反正看热闹的不嫌事儿大，听说郭金东、郭金林俩兄弟最近闹分家，打起官司来了。郭金东上法院告了郭金林，郭金林也上法院告了郭金东……听着名字挺耳熟，不如请小三子郭冬临来调节调节吧（老唐逗闷子的，别信，郭冬临跟他俩没血缘关系）。

⑦花园生物　300401

位于浙江东阳的创业板企业。2014 年 9 月 IPO 上市，募集资金 1.6 亿，最近拟定向增发融资 4.6 亿，增发价格心理底限约为当前市价的不到 4 折（原文表述为“拟非公开发行股票不超过 3500 万，融资不超过 4.6 亿，该事项尚待中国证监会核准。”），当前总股本 1.81 亿股，市价 36 元，市值 65 亿。

做维生素 D3 的，看描述是用于饲料生产的，据说是全球最大的维生素 D3 生产企业，拥有产能 3000 吨，占全球总产能的一半。同时，是全球仅有的四家有能力生产 D3 原料 NF 级胆固醇的企业之一（国内唯

一），拥有产能 200 吨，市场占有率 50%。

不懂这个 VD3 是个什么东东，但听上去很牛的样子。然而看财务数据，却又不能佐证和支持这牛叉。2016 年营收 3.3 亿，净利润 0.38 亿，净利率近 12%，经营现金流净额 0.49 亿，回款情况还可以。然而 2015 年营收仅 1.5 亿，净利润更是只有 476 万，似乎这东西波动的很厉害，具有很强的周期性，全球最大和全球唯四似乎也没什么掌控力。

企业管理层对于一年能赚 3800 万似乎很满意，管理层发扬表扬和自我表扬的精神，如此表述 2016 年的经营状况：“公司管理层精心经营，锐意创新，狠抓落实，凝心凝力，围绕公司的总体战略目标，出色地完成了 2016 年的各项工作任务……”

VD3 的毛利率约 40%，胆固醇的毛利率约 30%，和全球最大、市场唯四的形象不吻合，推测上，是供应有限，但需求也非常有限。公司已经占据 50%市场份额了，一年也就不到 0.4 亿利润，看上去发展空间不大。

所以，公司才推出募集 4.6 亿资金的计划，准备投产环保耗子药新项目。当前市值 65 亿，市盈率 170 倍，上市刚满两年，三年后来看看耗子药投产后效益如何再说。

第106篇.　　2017.01.26-年报浅印象3

原创　2017-01-26　唐朝

又有 6 家企业发布了 2016 年财报，分别是：安泰集团 600408；云意电气 300304；沃华医药 002107；安信信托 600816；*st 景谷　600265；三圣股份 002742。

8）安泰集团　600408

位于山西介休市。主营生产焦炭，供应钢厂，连亏 N 年了。2015 年刚刚靠政府补贴 1.2 亿、债务减免 1.4 亿、关联企业付资金占用费 2 亿等多种手段，加上用部分亏损业务与关联企业的 120 万吨 H 型钢生产资产置换，来了一把众志成城、官民一心，大搞生产自救，总算摘帽保住壳了。

摘帽之后的 2016 年，公司生产焦炭 150 万吨，型钢约 70 万吨、发电 3.72 亿度、生产矿渣粉 21 万吨，基本上都卖出去了，实现营业收入近 34 亿，同比增长约 43%，结局呢？

巨亏 5.82 亿，一年就把公司净资产亏掉约 38%。现在还剩下 9.6 亿，再这么努力拼搏一两年，差不多就可以净资产归零，更方便重组卖壳了。继续呼儿嘿呦，努力生产自救。

管理层真的挺努力的，他们这么夸自己 2016 年的巨亏行为：

报告期内，面对复杂严峻的外部环境，公司管理层审时度势，紧跟市场步伐，主动应对焦化、钢铁行业产能过剩，产品价格跌宕起伏的经营压力，积极克服资金紧张匮乏，原料供应艰难等不利因素，科学优化生产组织，适时调整经营计划，大力推行成本管理，节能降耗，通过各项积极应对措施基本保证了公司生产的稳定顺行和平衡过渡。

一个个夸起自己来，真特么挺勇敢的，全然不顾连到期的银行贷款，也只能靠赖了。不过呢，反正市场也吃这套，就这企业，也有近 50 亿市值。

是等钢铁需求大回升？是相信曾经的山西首富“焦炭大王”李安民藏有必杀秘籍，一招亢龙有悔力挽狂澜？还是都在等待资本玩家入场做接盘侠？

炒家的世界我不懂。

9）云意电气　300304

江苏徐州的汽车配件生产商，客户为整车生产厂家。专业生产车用供电及控制装置中的整流器和调节器的，两种产品各占营业收入的46%。

按照公司财报表述，在新车市场，公司与上汽集团、广汽集团、长安福特、北汽集团、东风日产、上汽通用、吉利汽车，江淮汽车、长安汽车、奇瑞汽车、中国重汽、俄罗斯拉达汽车等国内外知名汽车厂商建立了稳定配套关系；在售后服务市场，公司产品供应奔驰、宝马、奥迪、别克等中高端汽车的维修体系。

该产业的发展逻辑有三：

其一，是整车行业本身的大发展；

其二，依照发达国家经验，汽车零件行业总产值，约为整车行业总产值的1.7倍，而我国目前是84%。逻辑推理，当汽车保有量达到一定程度的时候，维修市场带来的新增零配件增量，（加上新车配套，合计）会使零配件市场增长高于整车市场；

其三，我国零配件产业集中度低，现有车用零配件企业1.5万家，年产值过亿元的大型企业非常少，未来通过竞争或并购，带来的产业度的提升，是企业的另一个增长极。

公司2016年营收5.4亿，同比增长24%，净利润1个亿，同比增长57%，利润增长速度显著高于营收增长速度，企业可能存在明显的产量越大、成本越低的规模效应。由于客户都是大型整车厂，虽有账期，但回款情况还不错，经营现金流净额接近净利润。

企业可以关注。可惜的是，估值太高，就算保持这样的增长速度N年，也架不住估值回归的潜在威胁。2015年中，就曾从约百倍市盈率跌至约30倍市盈率，股价从42腰斩之后再腰斩，直至11元多才站住。当前市盈率又接近130倍了，新一轮乐观派正茁壮成长。

企业也迎合着市场炒作口味，推出10送28股的高送转数字游戏，按照这种送转方案，股价也就14块上下的样子，在菜市场大妈级别的炒家眼中，会比较“便宜”。

大致结论是：企业可以关注，但无需着急，起码要反复割好几茬韭菜，几度春风几度霜，夹头才能轮上岗。

10）沃华医药　002107

智商税企业。出于你懂的原因，书房回避这话题。我跳，我跳，我跳跳跳。以后同类企业，直接略过不提。

11）安信信托　600816

信托行业，在我看来，属于比银行还要略复杂的金融企业。现有全国近70家信托公司，其主要业务模式，依然是扮演其他金融机构的通道，在黄世仁和杨白劳之间拉皮条抽头获利，或者为他人躲避监管提供便利收点过路费。

以当前中国的金融市场看，但凡需要通过信托借钱的，要么是不符合银行贷款条件，也不符合发债条件；要么是产业政策控制对象（例如挖矿的，炒股的，房地产的），在银行和资本市场融资有颇多限制。总体上来说，属于风险较大、信用情况略差的贷款人。

正因为条件差点，给的利息也高，给皮条客的抽头也大方，在经济环境较好的情况下或者在有条件借旧换新的环境下，各方满意。一旦环境逆转，比较考验信托公司的产品设置和风险控制能力。

至于信托公司原本被赋予的资产管理功能，在银行、券商和基金公司的竞争下，没发现信托公司找到独特有效的细分竞争模式。

安信信托，民营背景的信托公司，收购以前的鞍山信托更名而来。2016 年营收构成中，发行和管理信托产品的手续费佣金收入 45 亿，占总营收的约 87%，投资和利息收入占营收的 9%左右。净利润 30 亿（金融企业直接看净利润数字，参考价值并不大，核心是资产质量），当前市值约 515 亿，市盈率约 17 倍。

业务复杂，无法简单评价，要想真看懂，需要付出大量时间和精力，且企业竞争优势不明显，不确定较高，市场估值还不便宜，这些因素导致老唐不怎么看信托行业。跳过。

12）st 景谷　600265

云南傣族自治区里的木材加工厂，生产人造板的。这企业，一看就是我党特批少数民族一个依法骗钱名额，下山来均贫富的。

一年下来，卖人造板 7000 万，生产成本 6600 万，然后公司管理费用、销售费用、财务费用加总 4600 万，这种生意怎么做？

2014 年和 2015 年已经连亏两年，亏得公司资不抵债，净资产为负的 8150 万了。所以，今年必须淫！必须滴，否则最后一块冰棍——壳，也要化成水。

于是，政府、银行、信托公司联手减免债务本息，使净利润从亏损 4682 万，变成盈利 3371 万，并使得净资产由负转正，拥有了高达 2029 万的账面净资产，每股净资产由负数变成了接近一毛六了。

高增长。增幅大的已经脱离了数学的管辖范围。于是炒家们很开心，预计将摘帽保壳，所以给出了每股 33 元的价格，市值 43 亿。

这种资不抵债，越亏越光荣，经营越烂股价越涨的情况，往往导致很多初入市场的新朋友，夜不能寐、辗转反侧，几度怀疑人生。唐书房的朋友里，有没有因此而怀疑人生的（笑）？

可爱的是，这家公司财报用了满满一页，足足超过 1000 字，详细展示了企业的“核心竞争力”，分别阐述了公司具有的资源优势、规模与品牌优势、队伍优势、上市公司优势、扶贫带动优势和技术优势。好荒诞的一幕。

董秘绝对是位幽默大师，坦然地告诉股民（请恕老唐不用股东二字）：我们依赖着企业的资源、规模、品牌等方面具备的核心优势，上下同心，众志成城，终于把公司亏得裤衩都木有了。靠着政府和黄世仁施舍的几块布，我们成功地遮住了秘密基地。哈哈，够厉害吧！请为我们点赞！

13）三圣股份　002742

2015 年 2 月上市的中小板企业，位于重庆，拥有石膏矿，挖矿然后深加工，生产商用混凝土、减水剂等建筑材料的石膏深加工企业。连续几年都是十来亿营收，一亿多净利润，说明在原行业干的挺稳定。

纯民营企业，夫妻俩持有公司 57%+的股份。上市拿到钱之后，立刻预谋投资一家药企，后因故没搞成。2016 年抬望眼，仰天长啸，一口气将视力投向了遥远的松花江，成功收购了吉林省辽源市的一家小型化学药生产企业。

这个收购跨度有点大，我们可以脑补一群挖矿然后加工成混凝土卖的人，突然穿上纯白阿玛尼进入化学药生产管理的场景，非常违和。

药厂很小，2016 年营收不到 6000 万。公司 2016 年的 15 亿营收，1.18 亿净利润，主要还是靠传统的混凝土和减水剂支撑，其中混凝土营收 12 亿多，是主力产品。

原行业稳定，发展空间不大，刚刚上市来了一笔资本块钱，地域和行业跨度极大地收购一家几千公里外的小型药厂，企业实际掌控人持股比例较高，可以迅速决策……这几项因素加总来了，基本上可以确定，董事长及其夫人现在是耗子扛枪——起了打猫心肠，计划里应外合和某金主一起在资本市场玩把概念。

看颜值，也有条件玩：总市值仅 45 亿，符合市场依赖壳资源价值托底的炒小习惯。流通盘小，仅有 7000 万，流通市值仅 14 亿左右，如果董事长肯参与配合，按照控制流通盘两到三成的比例考虑，有个三五亿资金就可以玩的风生水起。

董事长夫妻，传统行业奋斗一生，习惯了求着人贷款，苦哈哈土里刨钱。虽然生意忙的嗨，现钱却铁定是没存下几个的。突然上市，无中生有的账上多出四五亿白花花的现银，人生观价值观世界观难免受到巨大冲击。上市融资 4.88 亿，付出 5000 万中介费用的经历，也必定让董事长明白了“舍不得孩子、割不到韭菜”的伟大理念。现在 360 度凌空转体三周半，将目光瞄上那么寒冷遥远的小药厂，老唐 YY，这是“参与配合”的体征表现。

综上所述，这股票今明两年，变身题材股概念股的几率很大。老唐不参与这些东东，感兴趣的朋友可以端板凳围观，当个乐子看呗！——申明，以上推测，纯属老唐 YY，请勿依此决策。

怎么样，读财报是不是挺好玩的？《手把手教你读财报》的副标题：“财报是用来排除企业的”——唐朝

“我没有失败，我成功地排除了一千多种不能用来做灯丝的材料”——托马斯.阿尔瓦.爱迪生。

第107篇.　　2017.02.03-《手银》连载18

原创　2017-02-03　唐朝

第八课减值准备（上）

上节课我们谈了贷款的五级分类。依靠这种分类识别出正常、关注、次级、可疑和损失五类贷款，有什么价值呢？银行能不能只放正常贷款，不放不良贷款呢？

银行当然想只放正常贷款，不放不良贷款。然而，银行没有预知未来的能力，不知道哪些客户未来还款会出现问题。所以，贷出去的款一定有关注和不良产生，这是银行生意的宿命，不可能隔离。换个角度看，铁定会出现的关注和不良，就仿佛是银行为赚取正常贷款利息所支付的“成本”。这个成本如果算错了，贷款生意就可能亏损。

成本要怎么算呢？原理简单，有两大块：一是预先从银行的经营收入中抠一块出来去填，这叫计提贷款减值准备；二是在给贷款定价时，就将预期损失分摊在所有贷款人身上，这叫违约风险溢价。

这两部分都是理解银行业的重要环节，本节和下节课集中谈贷款减值准备，第十课谈违约风险溢价。

贷款减值准备

银行需要对所有承担风险和损失的资产计提减值准备金，包括发放贷款和垫款、可供出售金融资产、持有至到期投资、长期股权投资、应收款项类投资、存放同业、拆出资金、抵债资产、其他应收款项等，也包括转贷并承担对外还款责任的国外贷款及表外承担风险的资产。但以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产不需要计提准备金；不承担风险的资产也不需要计提准备金，如委托贷款或持有的国债等。

这其中针对“贷款和垫款”所做的减值准备，就叫贷款减值准备。贷款减值准备是减值准备金的主要

构成部分，以 2015 年工商银行财报数据为例，贷款减值准备占据所有资产减值准备总和的 98.88%。

基本概念

这里的准备金术语，容易和前面说过的交给央行的法定准备金、超额准备金混淆。以免产生歧义，对银行因承担风险和损失的资产计提的准备金，一般称为“资产减值损失”“资产损失准备”或者“拨备”，拨备就是拨出来准备着的意思。

拨备是预估的损失。例如，某日银行发放 1000 万元贷款，银行会根据预估损失率（如 2.5%）立刻拨出 25 万元备着，将剩下的 975 万元计入资产负债表的“客户贷款与垫款”科目。这 25 万元就算作了银行当期的经营成本，计入利润表的营业支出里，科目名就叫“资产减值损失”。

这拨出来的 25 万元在资产负债表里不见了，从利润表里支出去了，但它并没有实际支出去，它还在银行，只是相当于找了个黑屋子单独存放。这个黑屋子在银行账本上就叫“拨备余额”或者“资产减值损失余额”。等日后损失真的发生了，如果数量没有超过预估的损失，如损失了 16 万元，只需要从黑屋子里拿出 16 万元“烧掉”即可。这个“烧掉”的过程就叫“核销”。核销行为是假定损失变成真实损失的过程，对于利润表和资产负债表都没有直接影响。

从财务角度说，拨备是一种谨慎的态度，把可能的损失当作成本对待，提高了财报数据的可靠性。从银行业务角度说，拨备可以起到平滑盈利波动的作用。在盈利好的年份里，通过多提拨备，减少当期利润；在盈利差的年份，通过少提拨备，增加当期利润，从而使经营结果相对平稳，不出现大起大落。

拨备，通常包括专项准备和一般准备，也有比较少见的、在特殊情况下计提的特种准备金，如国家遇到政治动荡、金融危机，直接影响到该国所有公司偿还贷款的能力，这时银行就可能需要单独提取特种准备金。

专项准备指针对非正常类贷款（关注类、次级类、可疑类和损失类）计提的减值拨备；一般准备指在专项准备不足以覆盖资产潜在风险，或者专项准备总额无法满足监管要求时，额外计提的拨备。一般准备通常以正常贷款余额为基数计提，也有以全部贷款或全部贷款减去专项准备后余额为基数的。监管要求一般准备不低于年末贷款余额的 1%。

初解拨备计提标准

计提拨备，主要依赖对资产预期损失的估算。这个估算，有条件的银行可以使用内部模型法，依照银行历史经营过程中积累的、至少一个以上经济周期（指经济整体经历了繁荣、衰退、萧条、复苏、繁荣循环的时间段）的完整数据，根据各种资产的违约概率、违约损失率、不同资产之间的相关性等多种数据，建立模型估算。这种方法对银行数据累积和技术能力要求较高，只有被监管机构批准使用资本管理高级法的银行才有能力采用。截至目前，我国只有工、农、中、建、交五大行和招商银行，合计六家银行被允许使用高级法，其他银行只能按照监管部门规定的标准操作。

脚注：所谓高级法，全称“资本管理高级方法”。指银行可以利用自己的数据和模型，对资产的信用风险使用内部评级法、对市场风险采用内部模型法、对操作风险采用标准法或高级计量法。这部分内容将在第十二课详谈。

这里暂时只需知道一点：银行的数据积累和技术能力得到监管部门审查认可后，就可以使用自己的、更吻合实际情况的各项预测数据来做决定；反之，就必须按照监管部门提供的、无论是否符合本银行实际情况的“一刀切”标准。这个“一刀切”标准，对于信用风险和市场风险而言，叫作“标准法”或“权重

法”。对于操作风险而言，叫作“基本指标法”。

央行给的计提指引标准是：正常类贷款为 1%，关注类贷款 2%，次级类贷款 25%，可疑类贷款 50%，损失类贷款 100%。其中，次级和可疑类资产计提比例可以上下浮动 20%。实践中，银行内部会根据本行更细的分类，如九级乃至十二级分类，分别给予不同的计提比例。

按照指引计提出来的专项准备，是无法达到财政部要求的“拨备必须能够覆盖资产潜在风险值”。财政部要求银行对所有实施了五级分类的资产，按照正常类 1.5%、关注类 3%、次级类 30%、可疑类 60%、损失类 100%的风险系数计算潜在风险值，未实施五级分类的非信贷资产，按照余额的 1%~1.5%计算潜在风险值。所以，专项准备显然不够。

同时，专项准备也可能无法满足银监会的监管要求。银监会的监管要求是：“资产减值准备/不良贷款≥150%”且“资产减值准备/贷款余额≥2.5%”。这两个指标，前者叫“拨备覆盖率”，简称“拨备率”，后者叫“贷款拨备率”，简称“拨贷比”。从监管指标计算公式就可以看出，除非关注类贷款总额非常高，否则专项准备无法满足银监会监管要求。

由于“不良贷款率=不良贷款/贷款余额”，如果将不良贷款引入银监会拨贷比公式，我们就会发现三个指标之间的关系：

拨贷比=资产减值准备贷款余额=资产减值准备不良贷款×不良贷款贷款余额=拨备覆盖率×不良贷款率

顺便，我们还可以推导出同时满足拨贷比 2.5%、拨备覆盖率 150%的不良贷款率数值≈1.67%。当不良贷款率小于 1.67%时，银行主要盯着拨贷比，只要拨贷比满足了 2.5%，则拨备覆盖率必然大于 150%；反之，当不良贷款率大于等于 1.67%时，银行主要盯着拨备覆盖率，只要拨备覆盖率大于等于 150%，则拨贷比必然大于 2.5%。

截至 2015 年底，我国商业银行不良贷款余额 1.27 万亿元，不良贷款率 1.67%。看明白了这段监管指标推导，再看这个 1.67%，不得不会心一笑，说一声：呵呵，真巧。

专项准备无法满足监管要求怎么办？答：计提一般准备。也就是把不足部分从正常类贷款或全部贷款中提取出来。怎么提呢？举个例子来说明。

拨备的计提

为了解拨备究竟怎么计提，我们虚构两家同样拥有 1 万亿元贷款总额的银行，银行甲不良贷款率为 1%，银行乙不良贷款率为 3%。其贷款五级分类数据如表 8-1 所示。

表 8-1　甲、乙银行贷款分类　　单位：亿元

科目	甲银行	乙银行
贷款总额	10000	10000
正常贷款	9000	8500
关注贷款	900	1200
次级贷款	70	150
可疑贷款	20	100
损失贷款	10	50

甲银行，不良率 1%，小于 1.67%，所以银行为满足拨贷比 2.5%的监管要求，需要计提 250 亿元拨备。

银行首先对不良贷款进行计提，如按照关注 2%、次级 30%、可疑 60%、损失 100%的指引，合计计提专项准备 900×2%+70×30%+20×60%+10×100%=61 亿元。

差额 250-61=189 亿元，则需要计提一般准备。以全部贷款余额为基数，比例为 189/10000=1.89%；以正常类贷款为基数，计提比例为 189/9000=2.1%。

对于乙银行，由于其不良贷款率为 3%，高于 1.67%，故银行需要盯着拨备覆盖率 150%的监管要求。针对 300 亿元不良贷款，需计提拨备 450 亿元。

银行同样先对非正常类贷款进行计提，得到专项准备 1200×2%+150×30%+100×60%+50×100%=179 亿元。

差额 450-179=271 亿元，计提一般准备，以全部贷款为基数，计提比例 2.71%，以正常类贷款为基数，计提比例 3.19%。

脚注：为描述简单，本例中直接用了按照不同级别贷款组合计提的方式。实践中，银行会先针对数额巨大的单项不良贷款，核查并计提减值准备，然后再对其他数额较小的不良贷款打包按比例计提。但原理相同，都是先确定符合监管需要的计提总数，然后对非正常贷款进行计提，最后把不足部分在正常类或全部贷款中分摊计提。

从上面的例子也可以看出，当不良贷款率高于 1.67%的时候，150%的拨备覆盖率对银行利润表形成很大压力。一般来说，由于抵押、质押、担保等因素的存在，并非所有的不良贷款都会损失殆尽，所以最低要求 100%拨备覆盖率已是足够。

监管部门目前 150%的拨备覆盖要求，是针对银行业景气阶段，有意识地引导银行多提拨备，为可能到来的经济下行期做准备。一旦确认进入经济下行期，银行不良率普遍超过 1.67%之后，监管部门很可能会选择降低过高的拨备覆盖率监管要求，增加银行资本，引导银行释放信贷，对冲经济下行。

在不良贷款率较高的阶段，降低拨备覆盖率对银行降低经营成本有很大帮助。例如上面的银行乙，3%的不良贷款率时，按照 150%拨备覆盖率要求，需要计提拨备 450 亿元。而如果按 100%拨备覆盖率要求，则仅需计提拨备 300 亿元（仍然足够满足 2.5%拨贷比要求），直接增加银行税前利润 150 亿元（按 25%所得税率估算，约增加 110 亿元以上净利润）。

按照银行业目前净利息收益率约 2.5%的水平衡量，类似于银行乙贷款规模在 1 万亿元基数上暴增 45%左右的效果；按照资本充足率要求 8%毛估，110 亿元净利润（核心资本）足够支撑银行发放 1300 亿元以上的新增贷款，意味着仅靠降低拨备覆盖率监管要求一项手段，就使银行具备了贷款规模增速达到 13%以上的能力。

此处还需要提一点：有些银行通过将贷款化装为非信贷资产，进入应收款项类投资科目。由于非标资产的信息不透明，按照“未实施五级分类的非信贷资产，按照余额的 1%~1.5%计算潜在风险值”的要求，非信贷资产在减值准备计提上操作空间较大。实践中，应收款项类投资中的非标资产，其拨备率通常远低于贷款的拨备率。

这是否意味着非标的质量显著优于贷款呢？恐怕不能，投资者面对此种情况时，可能需要按照该银行贷款的拨备率水平，重新审视非标所需计提的拨备以及这样操作后对该行资产和利润产生的影响。

以 2016 年中报数据看，上市银行中，五大国有行应收款项类投资占总资产比例较低，最低的工商银行占比仅 1.43%；股份行应收款项类投资占总资产比例较高，最高的兴业银行占比高达 37.66%，超越客户

贷款与垫款项（占总资产比 32.92%），成为了兴业银行资产配置的第一选择。

超额贷款损失准备

银行按照拨贷比和拨备覆盖率要求计提拨备，甚至在此基础上主动以更高标准计提拨备，所超出监管最低要求的部分，称之为“超额贷款损失准备”。已经假设损失掉并丢进黑屋子的超额贷款损失准备，在计算资本充足率时，可以计入二级资本里。

所谓监管最低要求，针对使用高级法的银行，指银行依照内部模型计算出来的预期损失。由于银行按照 2.5%拨贷比或 150%拨备覆盖率计提拨备，所以实际计提必然大于模型计算出来的预期损失。超过部分可以计入二级资本，但不是全部计入，有个上限：计入二级资本的超额贷款损失准备，不得超过信用风险加权资产的 0.6%。同时又设置了一个宽限期：从开始被允许以高级法计量起的 3 年内（中、农、工、建、交、招六家银行是 2014 年 4 月被批准使用高级法的），拨备覆盖率 100%~150%之间的超额贷款减值准备，计入二级资本不得超过信用风险加权资产的 0.6%；拨备覆盖率超过 150%的部分，不受限制，全部计入二级资本。

针对不使用高级法的银行，最低监管要求指实行 100%拨备覆盖率所需要减值准备和应计提的专项准备金二者中数值较大的那个。但也不是所有的超额贷款损失准备都可以计入二级资本，也有上限：可计入部分不得超过信用风险加权资产的 1.25%。

这里需要特别提醒一个很多专业人士也容易犯糊涂的东西：拨备中的“一般准备”和资产负债表股东权益里的“一般准备”不是同一个东西。不同部门的“老爷”，出文件时没有统一口径，搞得把猫叫咪，把狗也叫咪，纯粹折腾业内人士和投资者。

谈拨备时说到的一般准备，指为了满足拨贷比或拨备覆盖率监管要求，计提的超出专项准备之外的贷款损失减值准备，它可以部分计入二级资本；而资产负债表股东权益里面的一般准备科目，是银行税后净利润的一部分，用以弥补未来莫须有的损失，虽然不可以用于股东分配，但依然属于股东权益，是银行的核心一级资本。

资产质量关键指标

对于投资者而言，拨备相关的监管指标非常重要。因为拨备是作为成本计入银行利润表的，其计提的多寡直接影响银行当期利润，影响银行的每股收益，从而影响银行的股价。

指标的实际执行

不良贷款率、拨备覆盖率、贷款拨备率这三个与拨备相关的指标，构成了监控贷款质量的核心数据。我们可以在财报一开始的“财务概要”部分迅速地找到它们（还记得吗？我们前面在这儿找到过资本充足率指标），如工商银行 2015 年财报第 11 页。

资产质量指标（%）	2015 年	2014 年	2013 年
不良贷款率	1.50	1.13	0.94
拨备覆盖率	156.34	206.90	257.19
贷款拨备率	2.35	2.34	2.43

老唐，站住，哪里跑！你前面不是说不良贷款率在 1.67%之下的时候，银行主要需要满足拨贷比 2.5%的监管要求吗？为何这里三年（上表加灰色的 2015、2014、2013 年数据）全部都不足 2.5%？工商银行为

何会堂而皇之地出现计提不足的现象呢？

待老唐另放一张图，再来解释这个问题。

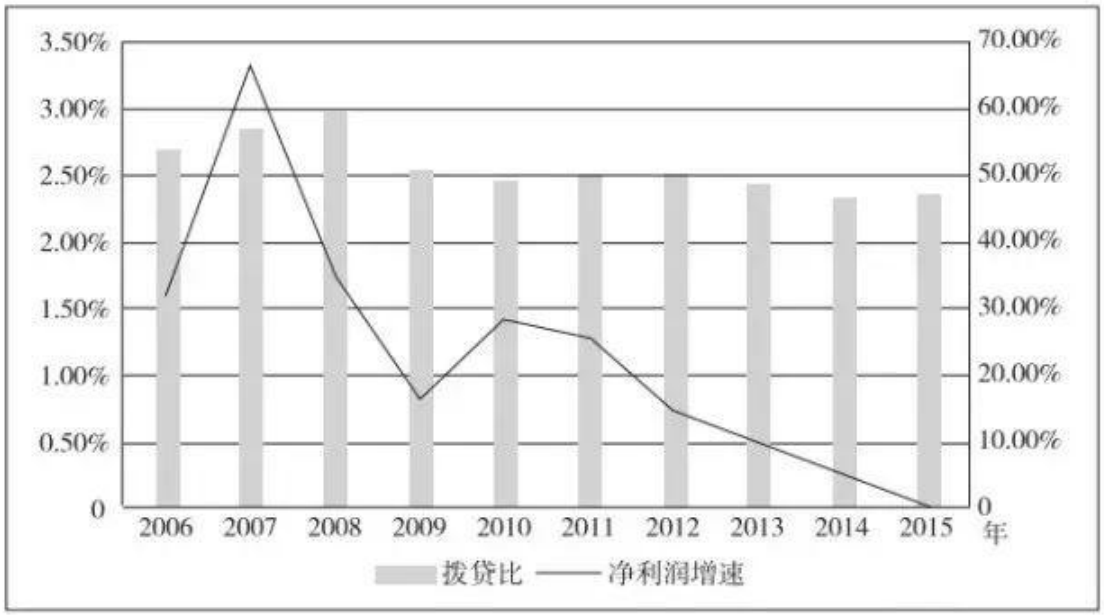


图 8－1　2006—2015 年工商银行拨贷比与净利润增速对比

图 8-1 是过去十年工商银行的拨贷比和净利润增速对比图。拨贷比 2.5%及拨备覆盖率 150%的监管要求，是 2009—2010 年期间设计、2011 年 7 月正式公布的。如果你用手盖住 2010 年之后的数据，会发现这行业实在是太火爆了，太高成长了！净利润增速动辄百分之二三十，甚至有超过 60%的，即便遭遇 2008 年全球次贷危机，最低增速也超过 16%，且在 2010 年迅速扭转，重新回到近 30%的高增长态势。用某银行行长知名言论表达，就是“赚钱赚的自己都不好意思了”。此时，无论监管机构还是业内人士，对未来均持乐观态度，此种心态下设计的监管标准很难不高。

然而，看监管标准执行以后的净利润增速曲线，2012 年 15%左右，还算远高于国家 GDP 平均增速，但 2013 年面临什么情况呢？净利润增速 10.17%，这是在拨贷比 2.43%的情况下达到的。如果按照监管要求增加拨备，将拨贷比提升至 2.5%以上，会面临什么情况呢？

2013 年末贷款余额 99223 亿元，需要额外计提 0.07%约 70 亿元拨备，即减少税前利润约 70 亿元。按照工行实际税负约 23%计算，减少净利润 54 亿元，当年净利润增速将从 10.17%降低为约 7.8%。10.17%和 7.8%，首先，有两位数增长和个位数增长的区别；其次，7.8%的数据或许会低于当年我国 GDP 增长，导致工商银行扮演拖全国 GDP 增长后腿的角色（说或许，是因为工行做财报的时候，2013 年全国 GDP 增速数据尚未出炉，但已知 2012 年全国 GDP 增速是 7.8%）。

同样原理，如果 2014 年财报做到拨贷比 2.5%，净利润增长将从报表体现的 5.07%，变成-0.2%。正增长和负增长之间的差异，对于国有大行领导的意义，你懂的；依然是同样原理，如果 2015 年财报做到拨贷比 2.5%，净利润增长将从报表体现的 0.52%，变成-4.5%，也就是说这个 2.35%的拨贷比，是在保证净利润增长为正数（虽然只有 0.52%，也是正数啊）的前提下倒推出来的。

这些数据说明什么呢？如果我们能读懂在同样拨贷比的条件下，2013 年的净利润增速是从 2012 年的 15%左右，腰斩为 7.8%左右，并且拨备里面有欠账等待 2014 年来填坑，一个理性投资者至少需要对银行业

2014 年的发展排除乐观，改持谨慎态度；当我们阅读了 2014 年财报，发现银行在贷款规模增长的情况下，仍然需要竭尽全力从报表上腾挪，来力保净利润持平时，行业的下行期已经可以基本认定；2015 年财报则进一步展示了银行依赖少提拨备，将-5%左右的负增长美化成 0.52%的正增长，掩盖净利润加速下滑的事实。注意，这里说的是行业情况，不是谈股价。股价不仅受行业情况、企业情况影响，还受估值高低、市场情绪、短期热点等多种因素影响。

监管与被监管的博弈

可是，另一个问题出现了：监管部门要求的监管指标，下面的银行没达标就没达标吗？为什么银监会不管呢，为什么不强制要求增加拨备计提呢？

这里就要说到银行监管方面的一个指导理论：动态拨备理论。所谓动态拨备理论，指金融监管机构需要依据经济周期、宏观经济政策、产业政策、银行贷款分类偏离度、贷款损失变化趋势等因素对银行贷款损失准备监管标准进行动态调整。金融企业根据宏观经济形势变化，采取逆周期计提拨备的方法，在宏观经济上行周期、不良贷款率相对较低时多计提拨备，增强财务缓冲能力；在宏观经济下行周期、不良贷款率升高阶段，少计提拨备，并动用积累的拨备吸收损失。简单说也就是拨备覆盖率 150%和拨贷比 2.5%的指标值不是一成不变的，是可以由监管层根据多种因素进行动态调整的。

理论上说，高拨备要求在经济下行期本就不合理，必将和政府宏观经济调控的扩大信贷、刺激需求的要求相抵触。例如，当经济下行，银行的不良贷款率由 1.67%以下变成 3%的时候，如果拨备覆盖率维持为 150%，拨贷比要从 2.5%提升为 4.5%。这样，银行就必须再提取所有贷款的 2%作为拨备，这几乎就能吃掉银行贷款全部净息差，意味着银行全年所有贷款不创造一分钱利润，无法对资本进行补充。

资本无法得到补充，资本充足率的硬指标就决定了银行将无法扩大信贷，除非继续融资。而经济下行期，从宏观角度讲，中央政府恰恰需要的是银行扩大信贷、刺激经济。正因如此，监管层才能够接受动态拨备的监管理念，并在拨备覆盖率和拨贷比等指标上，采取根据情况适时调整监管力度的弹性做法。

当然，制约监管层降低拨备覆盖率和拨贷比监管标准的问题也存在，主要是对金融动荡的恐惧。毕竟我国银行业贷款五级分类的真实性、可靠性都未经市场考验。包括使用高级法的银行在内的我国所有银行，都没有经历过一个完整的市场化经济周期，一直面临的是 GDP 平均增速高达 10%以上的环境，没有机会积累 GDP 增速 6.5%情况下的银行不良数据。

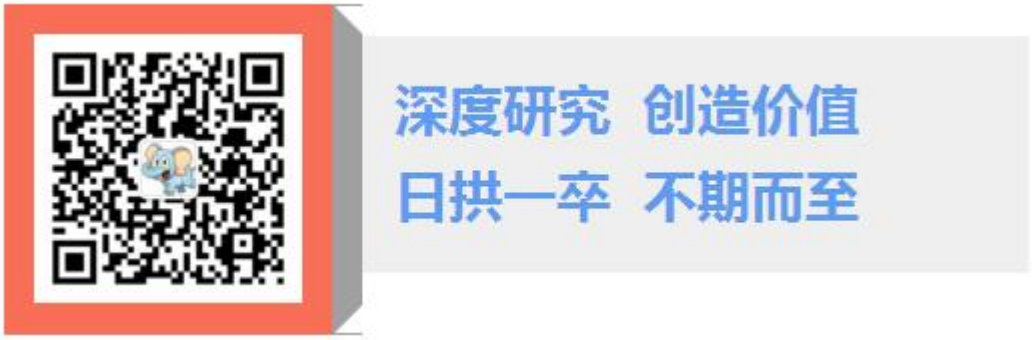
无论是监管机构给的分类指引，还是银行自有数据对于违约概率、违约损失率等数据的估计，是否贴近真相，监管层心中也没有底。这种情况下，宁愿保守一些，放缓增长，也要高标准计提来保护银行资本，以免在意外危机来临时，银行资本不足以应对，出现系统性经济危机。

银行业和宏观经济现状需要监管标准降低，然而监管机构却担忧降低标准可能埋下金融危机的祸根。标准降或不降，就在两种力量之间博弈前行。国有大行主动暴露数据，突破监管指标数据要求，也算是这博弈的一部分（2016 年 10 月，工行为此被央行“打屁股”——MPA 考核扣分。关于央行 MPA 体系相关知识，在第十五课谈）。

附上工商银行过去十年的贷款质量指标数据，方便各位直接使用。

表 8－2　2006—2015 年工商银行贷款质量指标　　单位：百万元

年	不良贷款	不良率	贷款余额	拨备覆盖率	拨贷比	净利润	净利润增速
2006	137,745	3.79%	3,631,171	70.56%	2.68%	49,436	32.16%
2007	111,774	2.74%	4,073,229	103.50%	2.84%	81,990	65.85%
2008	104,482	2.29%	4,571,994	130.15%	2.97%	111,151	35.57%
2009	88,467	1.54%	5,728,626	164.41%	2.54%	129,350	16.37%
2010	73,241	1.08%	6,790,5[illegible]	228.20%	2.46%	166,025	28.35%
2011	73,011	0.94%	7,788,897	266.92%	2.50%	208,445	25.55%
2012	74,575	0.85%	8,803,692	295.55%	2.50%	238,691	14.51%
2013	93,689	0.94%	9,922,374	257.19%	2.43%	262,965	10.17%
2014	124,497	1.13%	11,026,331	206.90%	2.34%	276,286	5.07%
2015	179,518	1.50%	11,933,466	156.34%	2.35%	277,720	0.52%



银行，百业之母，你可以不投，但不能不懂。

读一本书，成为银粉银黑辩论时的内行观众；

读一本书，将银行业纳入自己的能力圈范围。

第108篇.　　2017.02.03-《手银》连载19

原创　2017-02-03　唐朝

第九课　减值准备（下）

上节课说过，在资产负债表的资产部分汇报的各项资产数据，是已经去掉了拨备之后的净值。计提的拨备则直接送进一间银行单独建造的黑屋子里，假设已经亏掉了。这个假设并不会告知业务部门，也不会免除客户还款的义务。如果最终并没有产生损失，这笔拨备就需要从黑屋子里出来，重新回到光明正大的账上来。

那么，这间黑屋子里的进进出出，投资者又如何通过阅读财报来了解呢？下面我们把目光投向这间神秘的黑屋子。

黑屋子里重点找什么

首先，需要银行承担风险的资产（以公允价值计量且变动计入当期损益的交易性金融资产例外），都会通过附注来披露资产原值、拨备及净值数据。我们随意拿“拆出资金”举例，2015 年工商银行财报 222

页（附件第 43 页）如下。

3. 拆出资金

	本集团	
	2015 年 12 月 31 日	2014 年 12 月 31 日
拆放同业及其他金融机构：		
境内银行同业	55,375	90,107
境内其他金融机构	284,335	272,392
境外银行同业及其他金融机构	132,563	116,030
小计	472,273	478,529
减：减值准备	(39)	(26)
合计	472,234	478,503

上表的含义就是截至 2015 年 12 月 31 日，工商银行对同业的拆出资金总额是 4722.73 亿元，其中计提了 0.39 亿元的减值准备丢进黑屋子里，假设已经收不回来了。这样，剩余的净值 4722.34 亿元填在资产负债表的资产端的“拆出资金”科目里。

银行的现金类、投资类和经营类资产，要么无须拨备，要么就是损失的可能性极小，拨备比例很低。例如这里的拆出资金，拨备占拆出资金总额的比例仅为 0.008%，所以银行也就没有进一步披露相关明细。真正重要的、需要详细披露给投资者的拨备数据，主要集中在“客户贷款与垫款”科目下。

顺着资产负债表客户贷款与垫款科目后面的附注四第 7 条，我们能在财报的 230 页（附件第 51 页），看到如下表述。

7. 客户贷款及垫款

7.1 客户贷款及垫款按公司和个人分布情况分析如下：

	本集团		本行	
	2015年12月31日	2014年12月31日	2015年12月31日	2014年12月31日
公司类贷款及垫款：				
贷款	7,869,552	7,612,592	7,315,786	7,083,319
票据贴现	522,052	350,274	511,707	344,099
小计	8,391,604	7,962,866	7,827,493	7,427,418
个人贷款：				
信用卡	419,499	366,245	415,134	362,624
个人住房贷款	2,516,197	2,070,366	2,486,150	2,047,764
其他	606,166	626,854	570,255	597,571
小计	3,541,862	3,063,465	3,471,539	3,007,959
客户贷款及垫款总额	11,933,466	11,026,331	11,299,032	10,435,377
减：减值准备（附注四、7.4）				
单项评估	(51,499)	(41,245)	(47,874)	(39,080)
组合评估	(229,155)	(216,336)	(224,682)	(212,082)
小计	(280,654)	(257,581)	(272,556)	(251,162)
客户贷款及垫款净额	11,652,812	10,768,750	11,026,476	10,184

这里展示了截至2015年12月31日，工商银行客户贷款及垫款的总额为119334.66亿元，减去拨备2806.54亿元，得出的客户贷款与垫款净额116528.12亿元，就是资产负债表中记录的工商银行的客户贷款与垫款数。

减值准备项目下又分单项评估和组合评估进行披露。这就是前面说过的银行计提减值准备的顺序：首先对大额不良贷款逐笔评估潜在损失，计提减值准备，这一步叫“单项评估”；接着对剩余的不良贷款按照分类，或根据银行自有模型估算的违约概率、违约损失率等数据，或根据监管部门的计提指引标准，计提减值准备，这一步叫“组合评估”。有些银行会采用将公司贷款细分为单项和组合、个人贷款全部按照组合评估的方法披露。

单项评估和组合评估加总起来，就是减值准备的总数。因为是财报里的损失项目，所以数字用括号括起来（括号的作用等于负号）。

这个减值准备数据是黑屋子里的存货总量，是历年累积变化的滚存数据，所以银行还需要披露期内变动数据。期内变动数据顺着减值准备四个字后面括号里所指向的“附注四、7.4”去阅读。

来到位于财报232页（附件第53页），看到了附注四、7.4的披露如下。

7.4 贷款减值准备

本集团

	单项评估	组合评估	合计
2014 年 1 月 1 日	39,065	201,894	240,959
减值损失（附注四、40）	37,610	18,657	56,267
其中：本年新增	59,516	134,411	193,927
本年划转	861	(861)	—
本年回拨	(22,767)	(114,893)	(137,660)
已减值贷款利息收入（附注四、32）	(2,779)	—	(2,779)
本年核销	(33,875)	(4,489)	(38,364)
收回以前年度核销	1,224	274	1,498
2014 年 12 月 31 日及 2015 年 1 月 1 日	41,245	216,336	257,581
减值损失（附注四、40）	63,728	22,294	86,022
其中：本年新增	91,878	134,262	226,140
本年划转	902	(902)	—
本年回拨	(29,052)	(111,066)	(140,118)
已减值贷款利息收入（附注四、32）	(4,156)	—	(4,156)
收购子公司	326	88	414
本年核销	(50,365)	(9,931)	(60,296)
收回以前年度核销	721	368	1,089
2015 年 12 月 31 日	51,499	229,155	

这张表对投资者而言，算得上整份财报中最重要的表格了，大部分的银行股投资者被难住，也是在这张表上。学会看懂这张表，银行财报阅读基本就不会有大障碍了。

解读大原则

首先，这是一份记录黑屋子里存货进出的流水账。

其次，我们只用看最后一列的合计数据即可。至于减值准备里有多少是单项计提的，有多少是组合计提的，相当于黑屋子里分设了两个大柜子，存货放在哪个柜子里，盘库的监管检查人员会关心，但与投资者关系不大。

然后，还得知道这份流水账仅仅记录的是客户贷款及垫款科目下的减值准备。至于其他资产对应计提的减值准备在哪里呢？上表中方框内显示“附注四、40”。在财报 271 页（附件第 92 页）可以找到资产减值损失构成如下。

40. 资产减值损失

	本集团	
	2015 年度	2014 年度
存放同业及其他金融机构款项减值损失	98	48
拆出资金减值计提/(回转)	13	(40)
贷款减值损失(附注四、7.4)	**86,022**	**56,267**
可供出售金融资产减值(回转)/计提	(4)	163
持有至到期投资减值(回转)/计提	(25)	3
固定资产减值损失(附注四、12)	324	123
抵债资产及其他资产减值损失	565	165
合计	86,993	

上表中灰色的“资产减值损失”合计数 869.93 亿元，就是工商银行需要在 2015 年度利润表里作为经营成本扣除的。其中加粗字体“贷款减值损失”是核心部分，占据全部减值损失的 86022/86993=98.88%。也就是最重要的“7.4 贷款减值损失”表剖析的数据。

细读贷款减值准备

现在我们来看黑屋子占全部减值损失 98.88%的“贷款减值准备”明细账（其他 1.12%，数字太小，银行没有提供明细）。

7.4 贷款减值准备表的上半部分，讲的是前一年（2014 年）贷款减值准备的变化，如下所示。

7.4 贷款减值准备

本集团

	单项评估	组合评估	合计
2014 年 1 月 1 日	39,065	201,894	240,959
减值损失(附注四、40)	37,610	18,657	56,267
其中：本年新增	59,516	134,411	193,927
本年划转	861	(861)	—
本年回拨	(22,767)	(114,893)	(137,660)
已减值贷款利息收入(附注四、32)	(2,779)	—	(2,779)
本年核销	(33,875)	(4,489)	(38,364)
收回以前年度核销	1,224	274	

减值损失

上表最后一列第一行数字 240959（单位百万元，下同），是 2013 年财报里汇报的黑屋子里的总存货，也是 2014 年财报的起始数字。

第二行最后一列标注的减值损失 56267，代表 2014 年往黑屋子里送进去 562.67 亿元。它是直接成为 2014 年利润表里的支出项“资产减值损失”567.29 亿元的核心部分（占比约 99.19%）。

第二行下面的方框，是交代上面的 562.67 亿元是如何产生的。这里有三个关键术语需要解释。

（1）本年新增。本年新增代表当年新计提的贷款减值准备，这是黑屋子里的新增存货，有些银行写作“本年计提”。它是银行当年持有贷款资产付出的代价（本年计提与贷款平均余额之比，一般也被称为“信用成本”或“信贷成本”）。本年计提的具体方法上节课已经谈过。银行的不良资产率越高，本年需要计提的拨备就越多，当期利润表里需要减去的“资产减值损失”就越大，利润和净利润数据则相应减少。

（2）本年划转。本年划转合计数为零，而单项评估和组合评估数字一样，一正一负，啥意思呢？很简单，就是在黑屋子里从这个柜子搬到那个柜子的行为。为啥搬呢？回忆我们前面说的银行首先对某些大笔的不良进行单项计提（嗖！丢进单项评估的柜子里），然后对于剩余的、较小数额的不良贷款，打包评估计提（嗖！丢进组合评估的柜子里）。

过了一段时间，某些以前在组合柜里打包评估的贷款，成长为需要单独评估了。仓库管理人员进去库房，从组合柜里扯出来，丢进单项评估的柜子里。或者相反，有些以前单项评估的不良贷款，现在或由于部分还款，或由于其他更大的不良贷款挤压，重要性排名下降了，被库管从单项里扯出来丢进组合柜了。所以，对这个划转行为，你可以想象成库管在黑屋子里高喊：“我们不生产拨备，我们只是拨备的搬运工。”它既不影响黑屋子里拨备的库存总量，也不影响黑屋子外面的资产负债和利润状况。

（3）本年回拨。回拨是把存货从黑屋子里搬出来，回到银行正常账册上的行为。它会减少黑屋子里的拨备，对冲搬进来的“本年新增”，从而减少银行当期支出，增加银行当期利润，同时也会增加资产负债表的客户贷款与垫款科目的总额。为什么要从黑屋子里搬出来呢？通常是有两种情况：一是收回部分本金；二是贷款升级了！

某笔贷款收回部分本金，但原贷款编码未变（银行内部给每一笔贷款有个唯一的识别编码），这样，这笔贷款期末所需的拨备小于期初拨备，所以，需要将收回本金部分的拨备从黑屋子里搬出来，叫作“回拨”。这个很容易理解，不太好理解的是贷款升级。

什么叫贷款升级呢？例如，某笔贷款本来已经归入五级分类里的损失类，按照100%计提了。后来贷款客户或担保人好一通挣扎，居然败中求胜，打出一片天地，或者找到一个“接盘侠”投入资金，总之现金流等各项经营数据变好了。按照银行模型或分类指引特征，可以从损失类变成可疑类了，这就是贷款升级了。同样，也可以是可疑变次级、次级变关注、关注变正常。

贷款的升级引发计提比例的变化，对于该笔贷款的拨备就需要少提乃至不提了。这时候，把以前提的拨备从黑屋子里搬出来，这个行为就叫“本年回拨”，有些银行命名为“本年转回”或“转回”（有部分银行直接在“本年新增”科目下披露本年新增和本年回拨的合计结果数据，因而不再单设回拨或转回科目）。

由于贷款升级会通过本年回拨科目对冲本期新增拨备，减少当期利润表的支出，增加当期净利润，因而在经济周期好转的时候，除了银行正常经营的收益好转以外，还会通过本年回拨产生利润叠加效应，即所谓拨备反哺利润现象，从而使经济触底之后银行利润的增长明显优于经济复苏的程度。

扩展知识

另外有两个常见名词“转出、转入”，和转回长得很像，容易混淆，这里也一并解释一下。

转出指某些不良贷款进行了重组，变成了对其他主体的债权甚至变成了该公司或其他公司的股权（债转股，从贷款变成长期股权投资或可供出售金融资产），或者对相关资产处理后归还了不良贷款（如将不

良资产转化成为抵债资产或者卖给资产管理公司），导致债权和拨备都不存在了，这个叫转出。

转入这个名词，指从原非信贷资产（贷款与垫款之外的其他银行资产）变成贷款时，一并跟着进来的减值准备。现在绝大部分银行已经不用这个名词了，它实际上可以看成“本年新增”的一部分。

回拨或转回，是债权本身还在（大部或全部），只是银行对其的评价和估值发生变化，造成的拨备减少；转出是债权和拨备都一起没了。在“债权和拨备一起没了”这个特点上，转出和核销类似，因而也有些银行将转出和本年核销放在一起汇报，叫“本年核销及转出”或“本年转销”。

另外还有一种针对可供出售金融资产的“转出”，虽与贷款拨备无关，但由于叫法一样，此处也顺带做个解释。前面谈资产的时候说过，可供出售金融资产的公允价值波动，是直接进入净资产、不影响当期利润的。但当有可靠证据确认可供出售金融资产发生减值的时候，无论该项资产是否终结，原来计入净资产里的累计损失，将从净资产里转出来，进入利润表的减值损失准备里，变成当期利润表的成本项，减少当期利润。这个行为也叫“转出”——从“净资产——其他资本公积”里“转出”至资产减值损失准备里。

当可供出售金融资产确认减值损失后，如有证据表明该金融资产价值已恢复，且客观上与确认该损失后发生的事项有关，原转出的减值损失又按以下三条规则处理：（1）债权类可供出售金融资产，原转出的减值损失予以转回（回拨），影响当期损益；（2）权益类可供出售金融资产，公允价值的上升直接计入净资产；（3）以成本计量的权益类可供出售金融资产（一般为非上市公司股权），原转出的减值损失不允许转回。（参看《手把手教你读财报》83 页）

总结：这个方框里的变化结果，就是方框上面“减值损失”的总数，它直接与银行当期资产负债表和利润表相关。“本年新增”是从银行贷款里切了一块丢进黑屋子，减少银行当期利润，减少银行总资产和净资产；“本年划转”是黑屋子里面的腾挪，与利润表及资产负债表无关；“本年回拨”是从黑屋子里搬回银行资产负债表的行为，减少黑屋子存货总量，通过对冲“本年新增”，减少了利润表“资产减值损失”数据，增加银行当期利润，增加银行“客户贷款和垫款”净值（或现金类资产、长期股权投资等其他资产），增加银行总资产和净资产。

已减值贷款利息收入

已减值贷款利息收入，有的银行叫作“已减值贷款利息回拨”“已减值贷款折现回拨”或“已减值贷款折现转出”，它减少黑屋子拨备的总量。这个结论简单易记，对投资者而言，也够用了。但要完全理解它，还略显麻烦。

首先要知道，减值贷款产生的利息收入不符合会计的审慎原则，也不符合生活常识——本金的偿还都可能出问题，你显然不能继续假装它还在给你产生利润。但是，银行计算贷款利息收入的时候，会使用合同约定利率或者摊余成本法下的实际利率（关于摊余成本，请参看《手把手教你读财报》77~82 页），从而导致部分不应产生利息收入的贷款产生了数字上的利息收入。这些收入是权责发生制下的“假收入”，会虚增贷款账面值（可以理解为老本金加上应收利息成了新本金），于是就需要有个方法将这个虚增部分对冲下来。

扩展知识

权责发生制与我们日常收支及利润概念不同。生活中的收支和利润概念，多以现金的收和支来界定收入和费用，收到手上的就是收入，支出去的就是费用。而会计准则里的权责发生制，不考虑是否在本期收到或付出现金，只是以权利或责任的发生来确定应收（应该得到的收入）和应支（应该支出的费用），差

额就是会计意义上的利润。详细了解请参看《手把手教你读财报》132 页。

怎么对冲呢？方法是减少拨备，利用“已减值贷款利息收入”处理。例如，原某笔不良贷款 100 元，减值准备提了 30 元，贷款就由账面值 70 元和拨备 30 元组成了。年末，利润表计算了 5 元应收未收的利息收入，那么该笔贷款就变成了 75 元+30 元，虚增了资产值。为了解决这个问题，会计准则就要求记录 5 元利息收入的同时，记录负值的“已减值贷款利息收入”，减少 5 元拨备，使其变成 75 元面值和 25 元拨备。然后在计算本年计提时，这笔贷款只有 25 元的拨备了，在贷款分类和计提比例没有发生变化的情况下，拨备不足了。计算本年计提时，就会多计提 5 元拨备出来，补足 30 元，从而从账面上干掉那笔虚增的利息收入。

顺着该科目后面的附注四、32，会找到位于财报 268 页（附件 89 页）的附注 32 的说明：“（1）本年度的客户贷款及垫款利息收入中包括已减值贷款利息收入人民币 41.56 亿元（2014 年：人民币 27.79 亿元）。”这里的 27.79 亿元就是这笔 2014 年已减值贷款产生的利息收入，在方框下面用（2779）记录，代表存拨备的黑屋子减少了存货 27.79 亿元。

本年核销

核销比较简单，就是损失发生后，经过绞尽脑汁追讨，穷尽手段也没办法追回来，然后经过监管部门“恩准”，这笔不良贷款从不良贷款账本里划掉，把它所对应的拨备也从黑屋子里搬出来“烧掉”，有些银行命名为“本年处置”。

核销行为减少监管机构眼里的不良贷款总额（实际并没有减少，只是银行单独建一笔“追杀名单”讨债而已），同时直接减少黑屋子里的拨备存货。核销行为不改变资产负债表记录的贷款净额数据（会减少贷款总额），因而也不影响资产负债表，不影响利润表。但核销会影响不良贷款率、拨备覆盖率以及拨贷比等监管指标。

怎么影响呢？依然举个例子解释，假如某银行有贷款总额 10000 亿元，不良贷款 250 亿元，黑屋子里存着拨备 350 亿元，不良贷款率 2.5%，拨贷比 3.5%，拨备覆盖率 140%。此时，拨备覆盖率低于监管要求。

为了达到监管标准，一种方法是银行增加 25 亿元拨备，提升拨备覆盖率至 150%，提升拨贷比至 3.75%，代价就是当期税前利润会降低 25 亿元；另一种方法是核销 50 亿元不良贷款，在不新增拨备计提的情况下，不良贷款变成 200 亿元，拨备变成 300 亿元，不良贷款率由 2.5%降低为 2%，拨贷比由 3.5%降低为 3%（依然高于监管要求的 2.5%），拨备覆盖率变成 300/200=150%，也达到监管要求，且无须付出减少当期利润的代价。 两种方法的差异如表 9-1 所示。

表 9－1　计提拨备 VS 核销坏账　　单位：亿元

	贷款总额	不良贷款	不良率	拨备	拨贷比	拨备覆盖率	税前利润
当前贷款现状	10000	250	2.5%	350	3.5%	140%	X
计提拨备 25 亿元	10000	250	2.5%	375	3.75%	150%	X－25
核销坏账 50 亿元	10000	200	2.0%	300	3.0%	150%	X

雪书房

通过核销，不仅使拨备覆盖率达标，还使得不良率下降了，同时没有对当期利润造成任何影响。如果银行直接核销 100 亿元，不良率瞬间降为 1.5%，满足拨贷比 2.5%的同时，拨备覆盖率还可以升到 250/150≈167%，报表会更好看。银行为什么不这么干呢？

不是不想干，是被监管部门卡着干不了。不良贷款的核销是有严格要求的，并非银行想核销就可以核销。它的认定和批准有一整套严格流程。根据《金融企业呆账核销管理办法》（2013 年修订版）规定，核销不仅要出具一大堆能够证明这笔钱确实收不回来的证据，还需要出具能证明银行已经使用过所有可行手段，且这些手段大部分还需要法院文书或者政府部门文件证明，甚至某些坏账还需要官司打了、法院裁决了、然后公安部门立案侦查两年以上不能追回这样一些急不来的时间限制。

财政部和银监会对银行核销不良贷款的行为进行监督和管理，每年检查的覆盖面不低于核销金额的 20%。虚假核销要根据金额和性质承担行政处分乃至刑事责任。其中各类令人头皮发麻的材料要求，如果您感兴趣的话，可以搜管理办法原文来看。

财政部这么严格盯着，很容易理解。因为核销代表确定的损失造成，这笔损失就可以抵扣税款，直接减少国家财税收入。对于财政和税务部门而言，财报上计提的减值损失准备，并非银行真实支出，你们怎么保守做账是你们的事。财政和税务部门必须坚守规则，严格审核不良贷款的核销，不让一个偷漏税分子得逞。银行的减值计提和税务部门的损失认定差异，也是银行递延所得税资产和负债的主要来源。

不过，若银行真是被逼急了，必须得满足什么监管指标的时候，也还是有办法走另一条核销之路的，就是将不良贷款打折转让给特殊目的载体（SPV）或者资产管理公司，使估算损失变成真实损失，从而满足税法规定，实现核销。当然，由于卖给 SPV 或资产管理公司，必定要让接手者有利可图，其转让价格相对于预计能够回收的金额是有折让的，银行一般情况下并不乐意这么做。

扩展知识

银行发行一个非保本理财产品，买入了某些理财协议约定好的资产，这些资产产生的盈亏均由购买理财产品的客户负担，此时银行就必须单独为这些钱建一笔账，这个账本就类似设立了一个虚拟的金融机构，称之为“特殊目的载体”或者“特定目的载体”，英文简称“SPV”。特定目的载体最常见的是理财产品、信托投资计划、证券公司资产管理计划、基金公司资产管理计划、保险公司资产管理计划等。

收回以前年度核销

说完本年核销，下面的“收回以前年度核销”也就容易理解了。当银行把不良贷款及其拨备从黑屋子里拿出来烧掉以后，居然有部分钱被收回来了。收回来的这部分钱，扣除收账的相关费用（如诉讼、执行、媒体、差旅等）后，就要召唤“月光宝盒”了，嗖的一声把原来烧掉的拨备和贷款对应数额一起还原。收回以前年度核销就是这个还原的过程，它增加黑屋子里的存货总量。

解读总结

通过上述步骤，工商银行财报展示了拨备这间小黑屋里存货总量在 2014 年度内的变动情况，具体过程如下。

期末减值准备余额=期初减值准备余额+本期减值损失-已减值贷款利息收入-本年核销+收回以前年度核销

=期初减值准备余额+（本期计提-本年回拨）-已减值贷款利息收入-本年核销+收回以前年度核销

=240959+56267-2779-38364+1498

=240959+（193927-137660）-2779-38364+1498

=257581

这个 257581 就是 2014 年 12 月 31 日拨备这间小黑屋子里存货的总量，也就是下一年的期初减值准备

余额。接下来，财报继续汇报 2015 年的流水账。

2014 年 12 月 31 日及 2015 年 1 月 1 日	41,245	216,336	257,581
减值损失(附注四.40)	63,728	22,294	86,022
其中:本年新增	91,878	134,262	226,140
本年划转	902	(902)	—
本年回拨	(29,052)	(111,066)	(140,118)
已减值贷款利息收入(附注四.32)	(4,156)	—	(4,156)
收购子公司	326	88	414
本年核销	(50,365)	(9,931)	(60,296)
收回以前年度核销	721	368	1,089
2015 年 12 月 31 日	51,499	229,155	280,654

唐书房

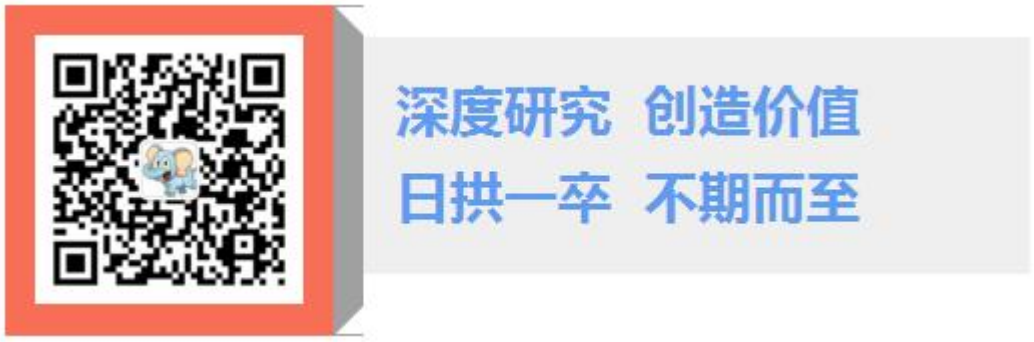
各项内容含义和上面谈的 2014 年一样。年初余额 257581（单位百万元，下同），加上当年利润表里体现的减值损失 86022（占利润表里减值损失 86993 的 98.88%），减去已减值贷款利息收入 4156，加上 2015 年内因收购子公司而计提的贷款减值准备 414，减去 2015 年的核销数 60296，加上 2015 年内收回以前年度核销 1089，得出截至 2015 年拨备小黑屋里的存货总量 2806.54 亿元。

用 2806.54 亿元除以贷款总额 119334.66 亿元（注意，不是资产负债表客户贷款与垫款净额数据 116528.12 亿元），得出拨贷比 2.35%；用 2806.54 亿元除以不良贷款总额 1795.18 亿元（次级、可疑和损失贷款合计，财报 72 页有披露），得出拨备覆盖率 156.34%。

脚注：根据银监会年报，截至 2015 年底，商业银行贷款损失准备金余额 2.3 万亿元，比年初增加 3，493 亿元；拨备覆盖率 181.18%，比年初下降 50.86 个百分点；贷款拨备率 3.03%，比年初上升 0.13 个百分点。

这里唯一比 2014 年多了一项，叫“收购子公司”，并为此计提减值准备 4.14 亿元。查阅工商银行 2015 年财报，152 页有披露，涉及子公司收购的主要是收购标准银行、收购 Tekstilbank 以及终止收购台湾永丰银行，这里产生了与贷款有关的减值损失 4.14 亿元，估计和放弃台湾永丰银行相关。因数额较小，财报未做详细披露。

至此，各位已经理解了拨备的构成及其变化，越过了银行财报阅读最困难的环节了，恭喜！



银行，百业之母，你可以不投，但不能不懂。

读一本书，成为银粉银黑辩论时的内行观众；

读一本书，将银行业纳入自己的能力圈范围。

第109篇.　　2017.02.03-《手银》连载20

原创　2017-02-03　唐朝

第十七课银行股的选择（下）

上节课主要谈从宏观和战略的角度去思考银行业的未来。这节课我们谈谈普通投资者如何通过少量重点指标，从微观角度快速观察和判断一家银行的经营情况。强调一下：本课可能是全书最没有营养，错谬最多的一篇，因为它全部是未经一个以上完整经济周期考验的个人经验，请审慎阅读。

重点观察指标

对于券商或基金的银行业研究员而言，经常需要对研究对象做出经营数据预测。他们一般会先以期初资产负债表负债总额为基数，做一个负债增长率假设，得到本期末负债总额；接着，加上净资产，得出银行负债与股东权益合计，知道了本年内银行可使用资金总数；然后，按照法定准备金、同业资产、客户贷款与垫款、投资等资产的期初数及预计增速（大部分是拍脑袋），将可使用资金一一“花”掉。

得出各项资产数据后，就可以估算出这些资产在本年度即将产生的收入和营业税金；然后毛估业务及管理费用支出，并根据监管指标要求，推算出期末资产所需对应的拨备总额，减去期初拨备，得到当期需要计提的拨备数，这样营业利润大致就出来了；最后，按照历史所得税率，得出税后利润，一键生成长相专业、数字精确的未来数年财务报表 Excel 版，搞定。当然，必不可少的，是再拍一次脑袋给出一个略高于现有市场估值的市盈率倍数，得出强烈推荐、推荐、买入或增持的结论。

如果不是以写研报为生，老唐一般建议无须做这类精确计算，只需将关注重点放在两个角度即可：一是经营效益，二是资产质量。当然，每个角度需选择少量具体财务指标。通过这两个角度，可得出经营是否正常、资产质量是否可信的结论。有了这两个结论，结合上一课的定性内容，就已经足够展开估值（估值方法见第十八课），做出投资决策了。

经营效益

对于资本市场而言，最关心的永远是企业的经营效益。在经营效益问题上，老唐习惯从营业收入开始看，重点关注收入结构、资产利润率和净利息收益率三大块。

收入结构

银行的利润，可调节性太强，而且几乎永远无法说清楚业绩真假，但营业收入可靠性就强多了。在面临同样的市场环境下，营业收入同比增速是高于同行还是低于同行——最好是同一级别的银行对比，例如工、农、中、建对比，股份行放一起对比，这可以观测到银行相对强弱的变化。同行营业收入增速 5%，你的营业收入增速 10%，说明在新蛋糕里你不仅占了自己该有的那份，还额外多抢了一块，自然比较牛，更值得关注。

与收入结构相关的财务指标，除了营业收入以外，主要还有净利息收入比、中间收入比、成本收入比。分母都是营业收入，分子分别是净利息收入、手续费及佣金净收入、业务及管理费。

净利息收入比

一般来说，净利息收入比越大的银行，未来可能面临的转型压力越大。我们可以在同一级别银行中选

择进行数据对比，如表 17-1 所示。

表 17－1　四大国有商业银行净利息收入比与营收份额

净利息收入比	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
工商银行	87.8%	84.9%	79.4%	79.8%	76.3%	77.8%	75.2%	74.9%	72.8%
农业银行	87.9%	91.8%	81.7%	83.4%	81.3%	81.0%	81.3%	82.5%	81.3%
中国银行	84.0%	71.4%	68.4%	70.1%	69.5%	70.2%	69.6%	70.4%	69.3%
建设银行	87.8%	84.1%	79.3%	77.7%	76.7%	76.7%	76.6%	76.7%	75.6%
营收份额	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
工行/四大行	30.56%	30.47%	30.01%	29.95%	30.11%	30.07%	29.96%	29.86%	30.16%
农行/四大行	21.44%	20.77%	21.56%	22.84%	23.93%	23.63%	23.50%	23.61%	23.18%
中行/四大行	21.76%	22.45%	22.52%	21.77%	20.79%	20.50%	20.70%	20.68%	20.50%
建行/四大行	26.25%	26.31%	25.91%	25.44%	25.16%	25.80%	25.84%	25.85%	

唐书房

通过表 17-1 净利息收入比数据，可以看到农业银行净利息收入比相对较高，在依赖资产规模扩张的旧模式遇阻时，可能面临更大的转型压力。同时，通过营收份额对比，可以看到四大行发展差距并不大，这也是银行经营同质化的佐证之一：工行营收维持 30%、建行维持 26%，倒是农行上市后抢了中行一点市场份额，从垫底升级为老三。

当然，如果我们加上其他上市银行的数据统计后对比，会发现相对稳定只是四大行内部，而四大行和其他上市银行的市场力量对比，过去十年发生了很大改变。这部分统计分析，各位朋友可以自己做。

中间收入比

再看中间收入比，我们从四大行和股份行里各拿两家来进行对比分析，如图 17-1 所示。

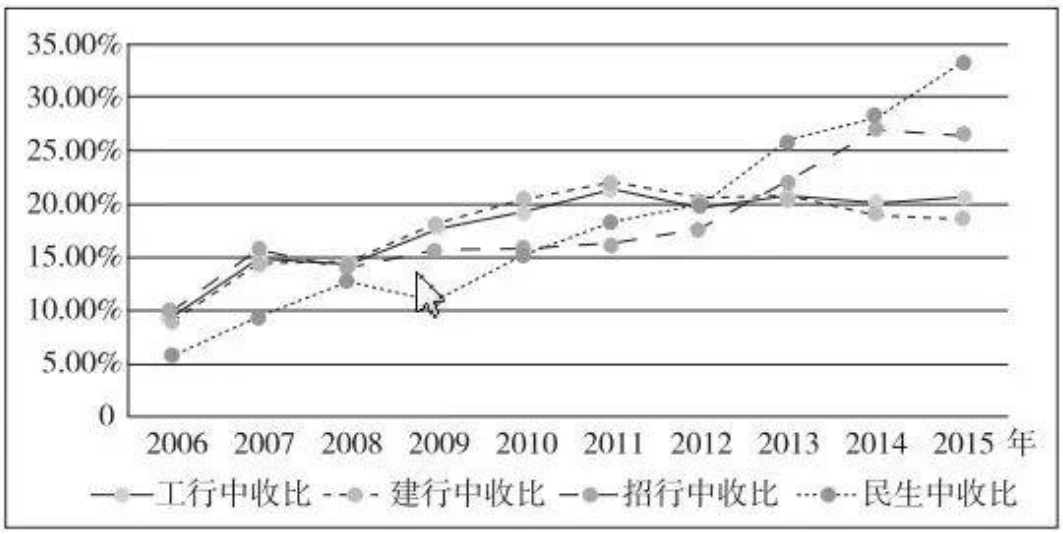


图 17－1　2006—2015 年四大商业银行中间收入比

唐书房

十年前，这四家银行的中间业务基本都是“鸡肋”状态，中间收入创造的手续费和佣金收入占营业收入的比例均在 10%以内。经过十年的竞争，两家股份行的中间业务在整个收入中的占比，已经显著超过了依赖资产规模吃轻松饭的工行和建行。中间业务可能是未来银行最靠得住的护城河。就我个人而言，同等

估值水平下，中间业务收入占比较高的银行，我会优先选择。

成本收入比

成本收入比是业务及管理费与营业收入之比，是衡量银行取得一个单位的营业收入所需要花费的成本，是评价银行成本控制和经营效率的指标，可以在所有银行之间横向比。一般来说，该指标越低越好，但事实上成本的控制总是有限度的，过度减少薪资或日常支出，并不是最优做法，毕竟企业经营目的并非成本最小化。因而该指标需要一个稳定的区间，不要大起大落（粉饰财报嫌疑），不要高过同行太多（成本控制不力），也不要低过同行太多（不太合理）即可。

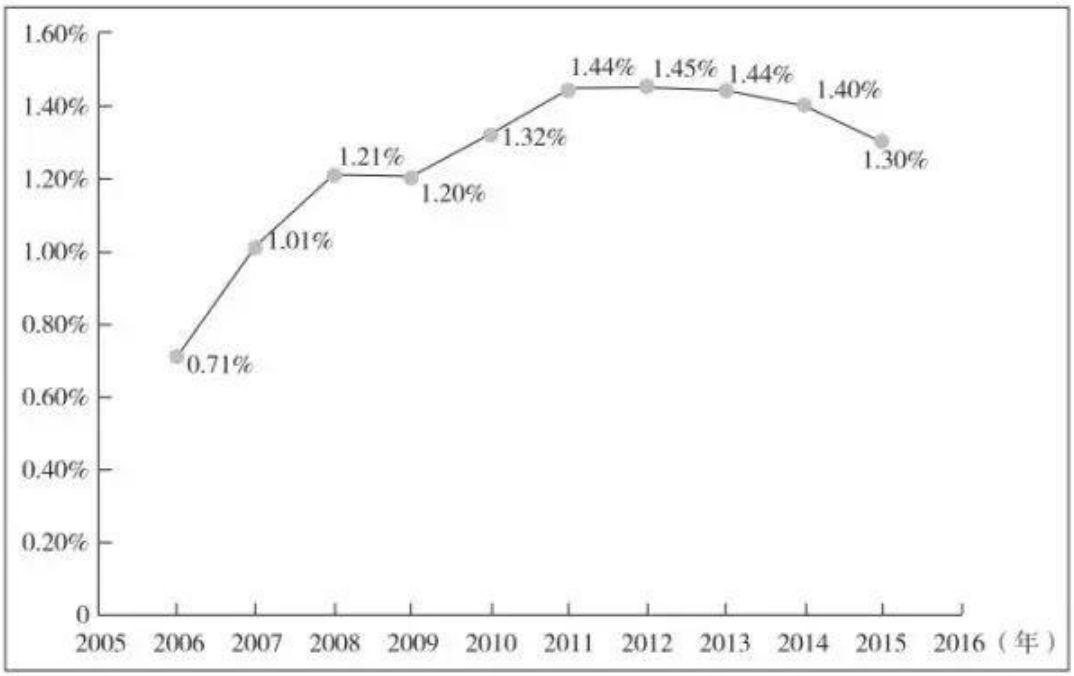
资产利润率

资产利润率（ROA），也叫平均总资产回报率，计算公式：资产利润率=净利润 / 资产平均余额，监管要求≥0.6%。其中资产平均余额指期初资产和期末资产总和的 1/2。

资产利润率=净利润资产平均余额=净利润营业收入×营业收入资产平均余额=净利润率×资产利用率

因而，资产利润率的高低取决于两个因素：一是盈利性资产的收益能力，二是资产利用率，即生息资产（或产生投资收益的盈利资产）在总资产中所占比例。

资产利润率是资产运用效果的评价，指标值越高，单位资产收益水平越高，说明银行在拓展收入渠道、提高产品收益水平、控制负债成本等方面越有效。例如，我们看到工行的资产利润率走势，如图 17-2 所示，会发现从 2012 年起出现了停滞，2013 年之后更是出现了明显的下挫。



眉书房

图 17－2　2005—2016 年工商银行 ROA

此时，我们就需要分析资产利润率的下降，究竟是分子（净利润）的原因，还是分母（生息资产）的原因，原因出在哪个环节，提示我们警惕什么？

与资产利润率相关的指标，还可以看一个“风险加权资产收益率”，分子同样是净利润，分母是期初风险加权资产与期末风险加权资产之和的平均数，这个指标同样是越大越好。当它和资产利润率波动方向和幅度出现不一致的时候，就预示了银行业务出现了重大调整。此时就需要仔细阅读报表资产配置部分，

来揣摩管理层为何会这么做？这代表他们对未来的看法发生了什么改变？

净利息收益率

净利息收益率=利息净收入/生息资产日均余额，很多书籍和论文也将之称为“净息差”（这个称呼很容易误导人，下文细说），英文缩写 NIM，指净利息收入与平均生息资产的比率，用以衡量银行生息资产的获利能力。它是评价银行生息资产收益能力和风险定价能力的关键指标，指标值也是越大越好。

生息资产指银行以收取利息为条件，对外融出或存放资金形成的资产，包含类似“零息债券”这种虽然票面无利息，但却隐含利息条件的资产。概括来说，所有能在利润表里产生利息收入的资产都是生息资产，主要包括：存放中央银行款项、存放同业款项、各项贷款、拆出资金、债券投资、买入返售资产以及其他能够产生利息收入的资产。

银行总资产中，除生息资产之外的是非生息资产。非生息资产是银行经营过程中不直接带来利息收入的资产，主要包括现金、各种应收及暂付款、固定资产及在建工程、递延资产及无形资产、免息期内的信用卡透支额，以及不能给银行带来利息收入的不良贷款等。

生息资产和非生息资产的数据在银行财报的“财务报表分析——净利息收入”章节有披露。例如，工商银行 2015 年财报的 22 页（注意，这个数字是日均余额，和报表的年末余额数据有差异是正常的）。

项　目	平均余额
资产	
客户贷款及垫款	11,607,327
投资	4,333,202
非重组类债券	4,136,085
重组类债券	197,117
存放中央银行款项	3,161,562
存放和拆放同业及其他金融机构款项	1,448,398
总生息资产	20,550,489
非生息资产	1,515,899
资产减值准备	(273,612)
总资产	

唐书房

净利息收益率反映银行运用生息资产的效率，其高低既取决于生息资产的收益能力，也取决于对应的资金成本高低。指标值高，要么证明商业银行有能力对生息资产定出高价，要么证明银行吸收负债成本低，或者干脆两者兼而有之。通过对比不同银行的净息差数据，投资者可以发现一个分析银行竞争优势的入口。

有个指标与净利息收益率很像，叫“净利息差”（NIS），很多书籍和论文喜欢将其称为“净利差”。名称和英文缩写都非常容易和“净息差”混淆，让初次接触银行业的投资者头痛不已，这里老唐来做个区分。

净利差 NIS，指银行生息资产和付息负债的利率差。如果用投资者熟悉的指标来帮助记忆的话，净利差近似存贷款利率差（假设用且只用全部存款发放成贷款的话，净利差就是存贷款利率差），是个“利率之差”；而净息差是个“收益率”，表达的是资金运用的结果。两者的关系可以用公式表达如下：

净利差=净息差+（利息支出/生息资产日均余额-利息支出/付息负债日均余额）

推理过程如下：

净利差=利息收入/生息资产日均余额-利息支出/付息负债日均余额

=（利息净收入+利息支出）/生息资产日均余额-利息支出/付息负债日均余额

=利息净收入/生息资产日均余额+利息支出/生息资产日均余额-利息支出/付息负债日均余额

=净息差+（利息支出/生息资产日均余额-利息支出/付息负债日均余额）

付息负债是所有以支付利息为条件，或隐含利息条件（即虽不支付利息，但价值受实际利率影响，如零息债券）融入或吸收资金形成的负债。所有在利润表里能产生“利息支出”的项目，都算付息负债。包括各种存款、向中央银行借款、同业存放款项、同业拆入资金、存款证、卖出回购款项、存入保证金、应付债券以及其他产生利息支出的负债。

从上面的公式可以看出，净利差和净息差之间的关系，主要看（利息支出/生息资产日均余额-利息支出/付息负债日均余额）的值——下面简称 X 值——为正数还是负数。

当生息资产日均余额>付息负债日均余额的时候，X＜0，净利差＜净息差；

当生息资产日均余额=付息负债日均余额的时候，X=0，净利差=净息差；

当生息资产日均余额＜付息负债日均余额的时候，X＞0，净利差＞净息差。

由于银行的生息资产可以粗略地看作付息负债+自有资本-非生息资产，而非生息资产一般规模较小，所以，X 值一般为负数，银行的净利差（净利息差）通常小于净息差（净利息收益率），如工商银行过去十年的情况，如图 17-3 所示。

图 17－3　2006—2015 年工商银行净利息差与净利息收益率

当然，如果银行更多地向投资银行方向发展，越来越多的资产并不配置为生息资产，而是成为产生投资收益的资产（可简单理解为赚差价的资产，例如交易性金融资产），那么也可能会出现“生息资产日均余额＜付息负债日均余额”的情况，导致“净利息差＞净利息收益率”的情况。

这两种数据，在财报开始的“财务概要——财务指标”里都有披露，如工商银行 2015 年财报 11 页。

	2015	2014	2013
盈利能力指标（%）			
平均总资产回报率	1.30	1.40	1.44
加权平均净资产收益率	17.10	19.96	21.92
扣除非经常性损益后加权平均净资产收益率	16.93	19.86	21.83
净利息差	2.30	2.46	2.40
净利息收益率	2.47	2.66	2.57
风险加权资产收益率	2.16	2.26	2.45
手续费及佣金净收入比营业收入	20.55	20.11	20.75
成本收入比	25.49	26.75	唐书房

净利息收益率是衡量资产盈利能力的极好指标,但对于指标值及其变化,有必要进一步分析。当指标值比较高的时候，投资者需要层层递进思考以下几个问题：

（1）它是来源于低成本负债，还是高收益资产？

（2）如果是低成本负债，银行是如何做到的？什么因素导致了其他银行没有（或无法）模仿？

（3）如果是高收益资产，是因为银行满足了某种独特需求，还是因为承担了更大的风险？

（4）如果是某种独特需求，其他银行有模仿条件吗？如果有条件模仿，那么该独特需求市场会因为参与者越来越多而变得更大，还是市场是一定的，竞争者进入只是分食蛋糕？

（5）如果是因为承担了更大风险，拨备计提上体现出该因素了吗？

这个指标的作用，就是引导我们思考上述几个问题，使我们对银行的竞争优势产生更深刻的认识，从而帮助我们做出正确的投资决策。

资产质量

除了经营效益之外，作为银行股的投资者，更应该关注的是资产质量。资产质量方面，老唐个人主要看资本充足率、不良与拨备两大块。

资本充足率

资本充足率是银行业首要监管指标，投资者主要观察银行资本充足率高出监管标准多少，推测银行有没有急迫的再融资需求，有没有高比例分红的可能，新的一年里资本所能允许的最大规模扩张是多少。这个比较简单，前面谈过，此处不再详述。

不良与拨备

不良是拨备的母体，而拨备则是银行利润表的减项，降低当期利润。不良与拨备是理解银行报表的核心部分。一家银行拨备充足，意味着利润含金量高，意味着未来经济情况如果好转，不仅利润本身会增长，而且会出现拨备反哺利润的叠加效应；反之，如果拨备不足，不仅当前利润质量差，净资产总额值得怀疑，而且即便未来经济好转，带来的利润增长也有可能被拿去平滑现在所掩盖的坏账，使利润增长情况落后于经济回暖程度。

拨备是否充分，涉及两个概念，一个是不良率（尤其是不良贷款率）数据的可信程度，一个是拨备覆盖率数据的大小，前者是后者的基础。不良率可信，直接可以看拨备覆盖率。若不良率不可信，不能直接

看拨备覆盖率，而需要先想办法尽可能地让不良率接近真相。

验证不良数据是否可信，老唐个人喜欢从逾期 90 天以上贷款/不良贷款、逾期不良差、贷款迁徙率这几个指标去看。

逾期 90 天以上贷款/不良贷款，这个数据正常而言应该小于 1。因为从五级贷款的分类标准看，逾期 90 天以上的贷款，应该归入不良贷款。但不良贷款里除了因逾期 90 天以上划入的贷款，还有因为其他因素划入的。所以，这个比值如果大于 1，意味着有部分逾期 90 天以上的贷款并没有被归入不良贷款，该银行的五级分类很可能就有问题。五级分类有问题，不良贷款数据自然也成了无源之水，可信度降低。

（逾期贷款-不良贷款）/贷款余额。鉴于逾期贷款比较刚性，只要本金或利息逾期 1 天就是逾期贷款，没什么调节空间。因而，这部分差额——多数是逾期 1 天~90 天的——大体上可以看作不良贷款的预备队，属于潜在风险较大的贷款。该比例的变化可以用来观察银行资产质量变化的趋势。

贷款迁徙率，主要看关注类贷款迁徙率和次级类贷款迁徙率两组数据，其指标意义和计算公式在第十五课的风险迁徙类指标中有介绍，具体数值财报中有披露，直接引用即可。例如，工商银行 2015 年财报第 95 页。

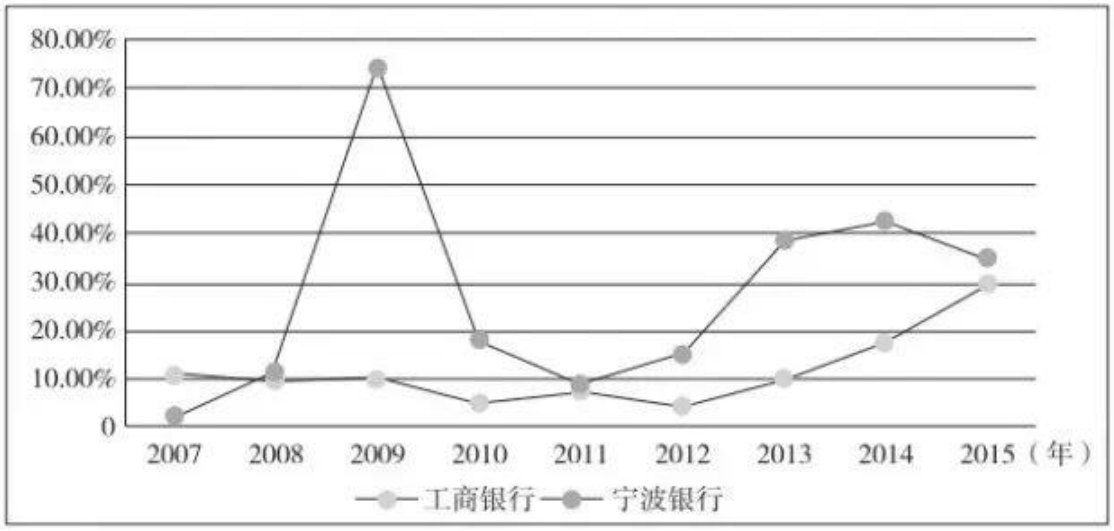
主要监管指标

项目	监管标准	2015	2014	2013
流动性比率（%）	人民币≥25.0	35.5	33.2	30.2
	外币≥25.0	98.1	91.1	61.0
贷存款比例（%）	本外币合计	71.4	68.4	66.6
流动性覆盖率（%）	本外币合计≥100.0	145.1	142.4	—
最大单一客户贷款比例（%）	≤10.0	4.2	4.8	4.2
最大十家客户贷款比例（%）		13.3	14.9	16.2
贷款迁徙率（%）	正常	4.4	2.7	1.7
	关注	29.6	17.2	9.7
	次级	38.9	37.4	43.9
	可疑	10.5	5.2	5.3

唐书房

关注类贷款是出现了某种不好的苗头，但银行依然认为可以全部收回本息的贷款。因此，我们通过对“关注类贷款迁徙率”数据的历史统计，可以观察这些“银行预计可以全部收回本息的贷款”，最终有多少变成了不良贷款。从而看出该银行将出现变坏苗头的贷款放在关注里（而不是划为不良贷款）是否可信。该指标数值越低，意味着较少的关注贷款变成了不良贷款，说明银行的“预计”可信，五级分类标准比较严格，资产质量值得信赖。

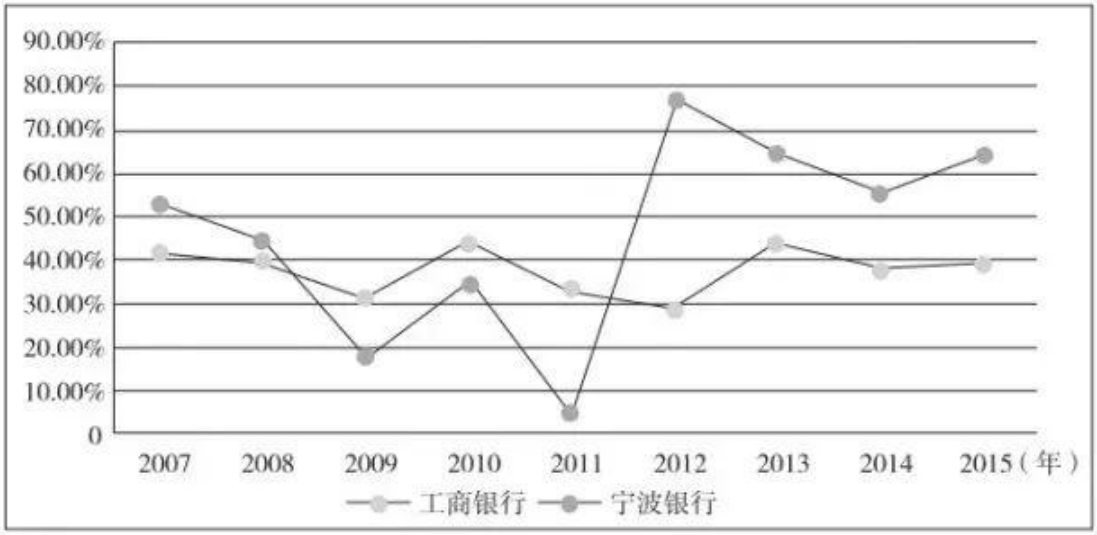
例如，我们选 A 股最大和最小的两家银行来对比，统计该项历史数据可以得到图 17-4。很明显，工商银行的关注类贷款恶化成不良贷款的比例相对稳定，且总体较小。相对于宁波银行而言，工行的五级分类标准更值得我们信赖一些。



盾书房

图 17－4　2007—2015 年工商银行与宁波银行关注类贷款迁徙率对比

同样，还可以观测次级类贷款迁徙率。逻辑上说，已经归入了不良贷款，再行美化的必要性下降，恶化数据相对靠谱。观察其一年内变成可疑类贷款和损失类贷款的概率，该指标值越低，说明次级类贷款的质量相对较好，在一年时间里恶化成可疑类和损失类的贷款比例较小。如图 17-5 所示，宁波银行起伏比较极端，在不足 5%和近 80%之间大幅波动。而工商银行则相对稳定，基本上在 30%~40%之间窄幅波动。这一者是规模的因素，贷款规模越大，受个案影响就越小，越接近市场平均水平；二者也体现了贷款分类的可信程度。



盾书房

图 17－5　2007—2015 年工商银行与宁波银行次级类贷款迁徙率对比

验证过数据可信度后，就可以看拨备是否充足了。拨备是否充足，可以直接看拨备覆盖率的指标值，也可以变通将逾期 90 天以上贷款和重组贷款之和看作不良贷款的替代品，更保守地看待拨备。即，采用拨备/（逾期 90 天以上贷款+重组贷款），看是否能够覆盖（即是否大于 100%），同时也看和同行该口径数据对比的高低。

注意一下，此处一般使用逾期 90 天以上贷款和重组贷款，而不是逾期贷款和重组贷款。因为银行的逾期贷款里有很大部分是技术性逾期。简单地说，就是信用卡透支人或者企业个人贷款客户在应还款当日，

忘记保持账上留有足够的活期存款，或者企业资金没衔接好，刚好差那么几天。在银行报送监管的数据里，逾期 90 天以内还会分成更细的几部分。依照工行的数据说，大约有 30%的逾期贷款是逾期 10 天以内的技术性逾期。

不良的样本

接下来就是看不良率（主要是不良贷款率）的变化趋势了。通过财报里的不良贷款余额及不良贷款率数据构建曲线，观察不良率的方向和趋势。以工商银行为例，如图 17-6 所示。

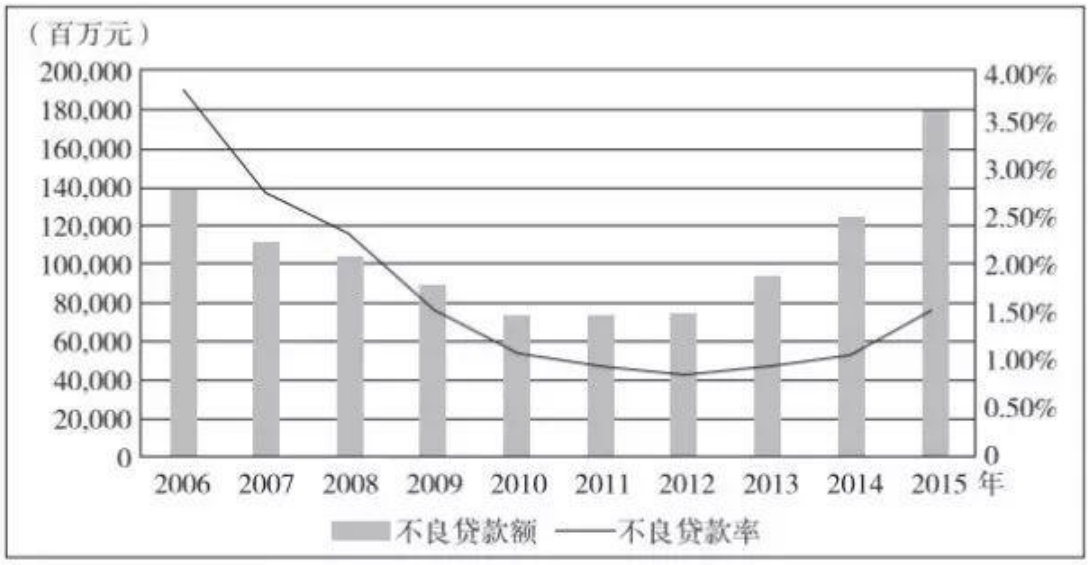


图 17-6　2006—2015 年工商银行不良贷款

观察工行的不良状况，2015 年工行的不良虽然距离 2006 年的 3.79%的高度，还有很远的安全距离，但依然呈明显加速暴露态势。未来的不良率，何时重新出现持平乃至扭头向下，是银行股投资者需要密切关注的数据。

总体来说，不良率变化的趋势，除了银行自身的风险控制以外，还取决于三个方面。

一是 GDP 增长速度，GDP 增长越快，产生的新蛋糕越大，银行的日子就相对好过；反之，GDP 增速下滑，部分企业的经营就会恶化，不良会越来越多地暴露。

二是宏观产业调整。宏观产业调整，必将对某些产业产生釜底抽薪的作用，促使其产生不良资产。

三是货币政策。宽松的货币政策导致市场利率下降，减轻企业债务负担，增加企业生存和获利的可能，从而减少银行潜在损失；宽松货币政策产生通货膨胀，债务人名义债务不变的情况下，真实债务下降，偿还的可能增加；宽松的货币政策导致企业获取新贷款或者利用其他融资手段获得资金的可能性增加，从而使资金链断裂的可能性减少，利于降低银行不良率。

上述三个角度，站在 2016 年中，可以预见的是，宽松的货币政策将继续保持，GDP 增速会保持相对稳定，不会大起大落，这两项是银行不良的利好因素。但宏观产业结构的调整，仍然是中国经济必须面对的趋势，这个过程中，仍然将会暴露更多的不良贷款，尤其是在与中央经济政策发展方向不吻合的落后产能里聚集较多贷款的银行，必将承受更大的不良暴露压力。银行的分化趋势将会越来越明显。

沾我国地域广大、各省发展不均匀的光，分省来看，某些地区实际上已经给我们展示了 GDP 下滑和产业结构调整双重压力测试下的银行业样本。透过这些悲惨样本，投资者可以观测和设想银行业可能遭遇的

最坏情况。

案例分析：面对极端悲观情况银行会如何？

例如，以本次产业结构调整中受伤相对严重的山西省为例。由于山西没有上市银行，老唐拿2009年2月28日成立的、总行位于山西太原、主要服务于山西企业的非上市银行“晋商银行”的数据来对比。之所以选它，实在是因为它太过典型：一是经营范围位于本次供给侧改革中受伤最严重的山西省，全省GDP增速从2010年的13.9%一直跌落至2015年的3.1%，堪称断崖式、高空跳水；二是晋商银行这个“倒霉鬼”成立于2009年初，正好赶上四万亿“大放水”的刺激政策，然后立刻赶上供给侧改革，相当于成为了现实中的压力测试实验室。看晋商银行的财报，完全有一种“人生大起大落，实在是太刺激了”的感觉。

样本太有价值，老唐下面直接给出晋商银行的经营数据表。

表17-2　晋商银行经营状况　　（单位：亿元）

年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015
全国GDP增速	10.6%	9.5%	7.7%	7.7%	7.3%	6.9%
山西GDP增速	13.9%	13.0%	10.1%	8.9%	4.9%	3.1%
晋行营业收入	12.29	21.10	29.23	34.45	43.35	43.94

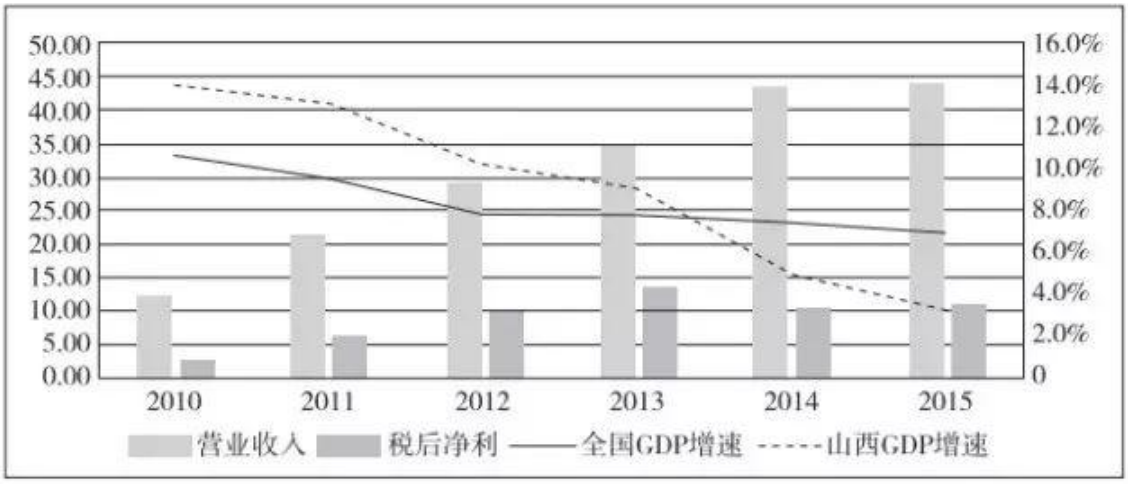
唐书房

续表

年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015
晋行营收增速	56.76%	71.68%	38.53%	17.86%	25.83%	1.36%
晋行本期计提	1.87	3.03	4.73	3.64	14.68	12.01
晋行税后净利	2.65	6.11	10.1	13.29	10.31	10.85
晋行净利增速	80.27%	130.57%	65.30%	31.58%	-22.42%	5.24%
晋行不良贷款率	1.30%	1.06%	0.87%	0.81%	1.67%	1.87%
晋行本期核销	1.38	0	0.19	0.33	1.78	6.19
晋行拨备覆盖率	182.11%	289.75%	407.79%	411.22%	287.41%	272.89%

唐书房

上述数据，首先我们可以看到的是山西GDP增速从13.9%跌落至3.1%的过程中，晋商银行的营业收入和税后净利，如图17-7所示。



盾书房

图 17－7　2010—2015 年晋商银行营业收入与税后净利

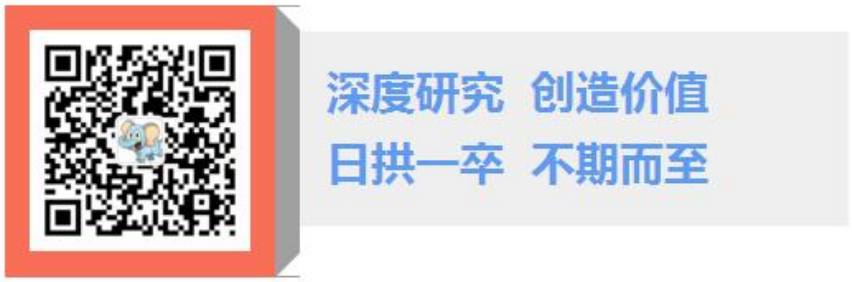
表 17-2 和图 17-7 的最大作用是帮助我们分析：假设悲观情况下，全国 GDP 走势如同山西省 GDP 一样，从目前的 6.9%滑落向 3.1%，银行会怎样？会亏损，会破产？

晋商银行给出的答案是：营业收入保持稳定，净利润增速会出现高达 22%的下滑。下滑的主要原因是当期为了应付翻倍暴露的不良贷款率，而实施的高达 300%以上的拨备计提。然而，最终结果我们看得见，依然是——保持稳定盈利！

当然，代价是即便通过大力核销手段——2014 年和 2015 年的核销额分别是 2013 年核销额的 539%和 1875%，拨备覆盖率也从 400%+跌落至 200%+。如果 2016 年拨备覆盖率监管指标不下调的话，库存拨备可供腾挪的额度已经不多，依然需要本期计提额来填补新的不良暴露。但可以推测，即便山西省的 GDP 继续恶化，短期内晋商银行出现亏损的概率依然很低——当然，有些朋友喜欢谈，如果不是借新还旧等腾挪手段，情况一定比这个糟糕得多！但，很遗憾，银行业的腾挪手段过去存在、现在存在、未来也将存在，且将被永远使用，它本就是银行业优势的构成部分。所谓“无腾挪、必悲惨”的假设，如同“不呼吸、一定死”的假设一样，对投资而言，正确但没有意义。

产业结构单一，处于供给侧改革打压重灾区的银行，不过如此。相比山西而言，全国的产业结构就均衡多了。全国 GDP 增速走出如山西省 GDP 一样的曲线，老唐估计至少十年内是看不见的。上市银行，尤其是经营地域分布较广、跨越产业数量较多的五大行及股份行，出现如晋商银行这么“糟糕”的情况——其实也不算糟糕，只是赚的没以前多而已——概率依然极其微小。

这就是晋商银行这只“小白鼠”，在这个时点对投资者的价值所在。此时，监管层给出的银行业总体结论是：信贷资产质量总体可控；银行业利润增长趋缓；银行业整体风险抵补能力稳定；针对信用风险计提的减值准备较为充足。未来是否如此，我们可以观察和验证。



银行，百业之母，你可以不投，但不能不懂。

读一本书，成为银粉银黑辩论时的内行观众；

读一本书，将银行业纳入自己的能力圈范围。

第110篇.　　2017.02.03-一把梭

原创　2017-02-03　唐朝

Hello，各位朋友春节好！年过的可安逸？

是不是已经按照“每逢佳节胖三斤”定律，变身重量级人士啦？

目前你的状态是酱紫

还是酱紫？

嚯嚯嚯，不怕不怕啦，从今天起，可以收心转入能量消耗程序啦！

今日恰好是立春，时刻是晚上 23：34 分。多么合适的转折日啊！

立春，是冬的结束，是春的开始，是旧你的离去，是新你的开始。

无限的可能，美好的未来，从今日开始吧！

言归正传。年前，《手把手教你读财报 2》连载文章，阅读量一直严重偏低。老唐推测，意图学习银行业的，直接买书了。不想学的，免费连载也懒得读。由此手银连载成了老唐纯粹履行“免费发 50%”承诺的事儿了。

这样的话，免费连载、每天学习一点点的意义已经丧失，加上目前新书已经在京东、当当、亚马逊、天猫全面上市，索性今天一把梭了，一次连载完毕，履行完自己的承诺了事。

前面 16 篇连载已经刊发了《手 2》前 6 课，今天推出 3 课，合计 9 课，占全书 18 课的 50%。乐意看的慢慢翻看，懒得看的跳过去就是了。后面就不再发连载了，也好给我的《年报浅印象》系列腾地方。

有很多买了书的朋友，对 17 课里的晋商银行例子赞不绝口，老唐在遵守免费公开不超过 50%的版权要求下，跳过第七课“客户贷款与垫款”，免费连载第八九两课“减值准备”上下篇，以及第十七课“银行股选择（下）”，以飨读者。

依然认真说一句：为了对自己的钱包负责，为了把投资之路走的更稳，和宏观经济联系最紧密的、号称百业之母的银行业，你可以不投，但不能不懂。一本工具书四五十块钱，最差也能让你围观银粉银黑撕那啥的时候，变身内行观众，而不是只能

读书，在我心中，是一个看别人吃一堑，让自己长一智的行为，是回报率最高的投资行为，是性价比最高的娱乐活动。当然，如果谁觉着老唐是在打广告，为了多卖几本书，那就一笑而过好了！

PS1：由于整个春节前后，老唐都没登录公众号后台，后台累积了很多的留言和信息，只有等回头抽空慢慢翻了。不过，大体瞄过一眼，其中有不少问题，实际上是书中后文有解释的，所以，我建议大家有问题先记录，读完整本书后再提问。我也准备再等上个把月，等大多数人都读完全书了，再专门发帖征集和解答相关疑问。

PS2：谢谢春节期间，在唐书房打赏红包给老唐的各位朋友，谢谢啦！春节期间没登录后台，没有及时答谢，今天已无权一一回复了，只好在这里统一答谢。祝各位身体健康、家庭和睦、投资顺利、天天开心！老唐会记得您的认可，会更努力地分享更多“硬”知识的。谢谢。

第111篇.　　2017.02.03-工匠精神话唐朝（总第117期）

杨天南　2017-02-03　唐朝

以下文章来源于杨天南财务健康谈 ，作者杨天南

杨天南财务健康谈 .

这里文章多为杨天南先生为《中国金融家》杂志撰写的专栏文章，通常只将文字部分放在这里，专栏中投资组合部分被省去，主要是担心误导大众。如联系，可发邮件至 chinagoldenstone@163.com 谢谢关注。

总有一件事情令人分心，总有一个意外猝不及防，

让人偏离初心，渐行渐远，忘却本来的目标。

工匠精神话唐朝

文 / 杨天南

提起唐朝，人们会想到“强汉盛唐”、“远迈汉唐”这样的豪迈词语，因为在人们心目中，那是一个强盛开放、昌明繁荣的时代。

这里提到的唐朝，是个笔名。他是财经网站上的知名大咖，他是在投资的道路上，经历坎坷之后，终于取得了财务自由的人。他在自己投资之余，热心于回答各类问题，以至于忽然一日心血来潮，将其集结成书，名为《手把手教你读财报》，将原本枯燥的财务报表，春风化雨般娓娓道来，解答了股市投资人遇到的多种疑问。

能将味同嚼蜡的内容深入浅出，虽然是用中文解析中文，却也可以算是再一次的翻译了。这种“中翻中”的手法虽不至于前无古人，但作为财经书籍并不多见。这本书受到市场热捧的程度令人吃惊，以至于

成为一本“现象级”的财经书，也令“手把手”一词成为爆款，仿者甚众。

号称“聪明的投资者都在这里”的雪球财经，被人称为中国财经第一社区，能人辈出，著书立说者不下数十人，但冷眼旁观，默默估算，唐朝这一本书的版税所得，应该超过其他所有人出书版税之总和，可谓一骑绝尘，令人望尘兴叹。

老唐无意间成为畅销书作家，此次再接再厉完成的《手把手教你读财报 2 ——18 节课看透银行业》，专门解读了银行这个行业。

在中国股市上，银行业类股票，从五大行、股份制银行到城商行，数目占中国上市公司比例虽然不大，但该行业的利润、市值等指标在整个证券市场具有举足轻重的地位。2008 年全球金融危机，引发整个世界垮掉的起因恰是源自于美国金融业的坏账。欧美银行业坏账连环爆发，至今不绝，使投资者对于银行业充满畏惧，也令过去十五年飞速成长的中国银行业遭受到与欧美银行业一样的低估值待遇。

出事的欧美银行股跌的只剩下零头，相形之下，“完美的多”的中国银行业竟然境遇相仿，这种现象正是应了股市那句谚语：“所谓熊市就是，出事的跌，没出事的、估计你要出事，也跌!”

面对中国银行业的这种低估，到底是“陷阱”还是“馅饼”，广大投资者心存疑虑。而疑虑的根本原因是心中没底，唐朝的这本新书正可以帮助投资者摸摸底。

通过 18 个章节的条分缕析，新书对于银行进行了全貌概括、业务解析，来龙去脉，一气呵成。这本书已经超越了仅仅谈论投资的范围，不仅可以作为银行股投资人的参考必备，甚至可以作为银行业从业人员的学习读本。

唐朝用了近乎一年的时间打磨这本作品，为此专门阅读了六十多本有关银行的专著。这样如海绵般如饥似渴地勤奋，使得并非专业出身的他，俨然已经成为业内专家。读者有机会用数十元换取一年青春时光，如果读书同时还伴随着投资上的回报，这样，无论怎么算，都是读书人的福音。

近一两年，“工匠精神”一词日渐风靡。人们讨论德国工业 4.0、日本千年老店，将这些成就归结于工匠精神。所谓的工匠精神，就是用时光去打磨一件心爱的东西。**在这样一个快节奏、碎片化的时代，心无旁骛、专心致志是不容易的，因为总有一件事情令人分心，总有一个意外猝不及防，让人偏离初心，渐行渐远，忘却本来的目标。**

此外，工匠精神还意味着，极有可能是在相当长的一段时间里，没有经济效益，也就是不赚钱，甚至于以后赚不赚钱，也不确定。

因此，如果不是出于热爱，就不会有坚持，就不可能达到忘我的工匠精神境界。

巴菲特曾说：“**有钱的好处在于，我可以有选择的自由**。” 二十年前读到这句话，多么神往不已。令人欣喜的是，经过多年的努力，现在国人终于有了些物质上的积累，令那些有热爱的人可以有选择的自由。

当人们不再被贫瘠的经济基础所困，他们内心的工匠精神开始迸发出火焰，为社会增添光彩，唐朝的这本书可以说是这种历史必然的体现。

本月中国刚刚公布了亮眼的 2016 年经济成绩单：GDP 增长 6.7%，增速全球第一，经济总量达 74.4 万亿 RMB。

新年来了，如果只有一次机会可以许下一个心愿，我希望，**再给中国一点时间、一点耐心**，人们会看那些具有工匠精神的人如何渐渐胜出，看到祖国如何重回“远迈汉唐”的美好时代。

备忘：2017/ 01/ 31 周二，

中国银行外汇折算价：美元 685.88，港元 88.42。

专栏自 2007 年 4 月开启至今（总第 117 期），

上证综指自 3 525 点到 3156 点，-10.47%；

香港恒指自 20 520 点到 23352 点，+13.80%；

道琼斯自 12 923 点到 19 851 点，+53.61%；

专栏投资组合自 100 万元到 614.47 万元，514.47+ %。

接力计划自 2014 年 5 月 20 日开启至今（总第 33 期），

上证综指自 2,010 点到 3,156 点， +57.01%；

香港恒指自 22,836 点到 23,352 点，+2.26%；

道琼斯自 16,421 点到 20,100 点，+22.40%；

接力计划从 10,000,000.00 元到 17,175,269.35 元，+71.75%。

第112篇. 2017.02.06-1月小结

原创 2017-02-06 唐朝

今年 1 月，感觉还做了不少事儿，小结一下。

一、先说投资。

1 月，儿子放寒假回家了，拿他的身份证享受了一盘唐书房超低佣福利，多开个账户打新。去年下半年的免费摇奖活动，只中了 9 签彩票。今年有 3 个账户了，期望多中几次体彩。

因为打算陪我家领导出去走走，不太放心 2005 年的老别克出长途，就换了台 Q5（颇痛苦，十二年前近 30 万买的君威，现在 2 万不到抵给 4s 店，肉痛 ing）。在买车和新账户打新门票需求之下，左看右看，只能找第一重仓阿茅下手，其他的实在是低估的下不了手。

没能力作 T，只好利用手头现金同时买卖，两边慢慢搬。乱七八糟捣鼓了好几天才搞定。今天（2 月 5 日）抽空盘了盘库，目前持仓约为：茅台 38%，洋河 5%，国投 26%，民生 H12%，招商 H10%，信立泰 3%，双汇 2%，广发医药 3%，腾讯 2%（老唐不玩融资，总和 101%，是零头四舍五入造成的）。

前 7 只都是老熟人了，其中白酒水电银行 3 个行业 5 只股票合计占总仓位约九成，是核心持股。后面的信立泰、双汇以及新面孔广发医药（159938）、腾讯控股（00700）总计占仓位约一成。

增加广发医药是因为最近啃了一些医药资料，读的愈多，无力感越强。对大学都没读过的老唐而言，想吃透医药行业，路途遥远，道路坎坷。但又非常确定医药行业将是营收利润双增长的好行业，是大牛股集中诞生地。

一边想搭上成长列车，一边想激励自己学习，索性就买了点儿医药行业 ETF 基金，先勉强跟上行业跑着再说（没抄到底，在 1.27~1.28 间买的，浮亏中）。对 159938 的投资，可能有闲钱还会追加，一直到觉得自己有能力找出超越行业平均回报的确定性企业后再做打算。

腾讯，则纯粹是 2016 年 9 月开设唐书房以来，跟公众号这个东西打交道多了，对腾讯的好感越来越强（科技小白，实在太迟钝了）。在 197.3 港币的价格，建了点儿观察仓位，亏了就算做科技股学费，赚了就当小马哥对唐书房原创奉献的奖励了。

说到腾讯，前几天去看了电影《乘风破浪》（电影不错），里面小马哥 1998 年还穷的叮当响呢，若属

实，从一无所有到千亿身家，也就不到 20 年，确实是难以想象的互联网奇迹。

二、《手 2》面世

2017 年 1 月，最重要的事情是《手把手教你读财报 2——18 节课看透银行业》面世了，算是填掉一个坑，了却一桩心事。

这本书写的比《手把手教你读财报——财报是用来排除企业的》辛苦，花费的心血和时间都更多。但预期《手 2》的受众会比《手 1》小很多，几乎不可能重演《手 1》上市两年销售 15 万册的奇迹。

对老唐而言，完工出版是真正值得庆祝的大事，至于销售多少册，能对得起出版社和编辑就好。

三、读书。

自己的书完工了，终于有闲心读读书了。这里把 1 月份读过的书，做个简略的记录，如果恰好有你感兴趣的，就算老唐帮你肉测趟雷了。

1.《人类简史》

《人类简史》，创新性地以生命演化发展的角度，而不是以民族或者国家的角度，去书写人类历史。是一种全新的角度，很有趣。但要说多么震撼，除了最后一篇关于未来智能生命部分，吓到我了，其它倒也没啥震撼的，和我的世界观价值观差不多。

不喜欢作者关于农业文明是史上最大骗局的历史观。喜欢的新观点有三处：一是认知革命，人类认同虚构的想象，才有了协作，有了战胜其它生物的力量；二是自认无知带来的探索欲，使欧洲发展了科学，战胜了自认什么都已经知道的亚洲老帝国；三是金钱和信贷是真正基于信任的产物。信任，是这个世界最顶级的资源。

很轻松就可以读完，推荐读一读，但期望值别太高，没有媒体说的什么惊艳啊、重塑三观啦那么夸张。但值得读，打算抽空把该作者的《未来简史》也买来看看。

2.雪球球友杨饭写的《港股投资指南》

去年 12 月初，一位没什么交集的雪球球友杨饭，将他即将出版的《港股投资指南》发给我。老唐本就对港股市场了解偏少，正好需要这样一本书。粗读之下，甚是惊喜，非常不错，对于理解港股市场表述习惯和市场特点颇有帮助。当时就发信息给杨饭说

后听作者说出版稿在此基础上做了扩充，于是“勒索”作者，要等全文打印稿读后才能做推荐，此处先记录一下。

3.台湾医生苏上豪写的《暗黑医疗史》

一本猎奇之作，该书翻了许多资料，介绍了现代医学诞生之前的中西方医学蒙昧时期的真实故事，展示了那时他们将治病建立在想象基础上的或搞笑、或恶心、或恐怖的治病案例。小科普短文合集形式，读着很轻松，可为茶余饭后增加一点谈资。

4.陈江挺的《炒股的智慧》

名字起的很合适，果然一个“炒”字。一堆谈心态的鸡汤，加上一点概率知识，再加上顺势而为、截断亏损让利润奔跑之类的口诀，就可以支撑一本畅销书了。

给读者的建议居然可以是（书中原文）：

（1）忘掉基本分析，完全用技术分析操作，记熟这本书介绍的几个图。

（2）做短线！看10分钟或30分钟的K线图，5分钟也成。

（3）定个止盈或止损点百分比。比如5%止损出场，但赚15%也止赢出场，短线交易不可以照搬“让利润奔跑”的教条。

这不是作家，是坑神。很奇怪有不少人对这书评价甚高。

5.《巨婴国》武志国

这本书没通读，只是大略地翻看了一下。翻看的原因，是到处遇到“巨婴”这个词儿；没通读的原因，是读了部分就发现非常失望。

全书没有数据，缺乏严谨论证过程，充满了作者的臆测和突兀的结论。以社会中确实存在的一些个案，推广到“中国人”这个集合概念上，并着力从“文化”上挖根，推理出中国文化导致全民成为以自己为中心的“巨婴”。然后再组合一通网络鸡汤，搞定。

典型属于“路上踩泡狗屎，最终发现是一 D 专政的体制导致的”套路。哗众取宠型儿的文字堆砌，不值一看。

6.菠萝的《癌症.真相》

强烈推荐的一本医学科普书籍。尤其是第一章“癌症是什么”，第三章“癌症治疗，现在和未来”，以及第五章“那些坊间关于癌症的传言”特别精彩。

作者李治中是美国杜克大学癌症生物学博士，跨国顶尖制药公司癌症新药开发部资深研究员，实验室负责人。他用通俗易懂的语言，科普有关癌症及当前治疗方式现状及发展，并揭露了市场常见的一些有关癌症体检和治疗的谋财害命或谋财不害命的把戏。

读后受益匪浅。我自己都差点去做个据说能很轻松查出癌症风险的癌症体检套餐，读了这本书不仅省下几大千，还少了提心吊胆的恐吓。相对于二三十元的书钱，消费者盈余无限大。感谢作者，强烈推荐人手一本，并花上一个下午读完。

7.浪翻云的《黑帮的童话》3 和 4

浪翻云的《打拼：六兄弟的血色往事》和《湘西往事：黑帮的童话》1,2，都是我以前推荐过的书。过年时间里，又奖励自己享受了《黑帮的童话》3 和 4。

相当过瘾，作者把上世纪八九十年代乡镇混混的故事，写出武侠小说的味道，让人一捧上手，就欲罢不能。文笔风格像古龙，故事也是一波三折出人意料，而且和古龙一样，书中有很多貌似有理（实为歪理）的名言警句，很有趣。

据资料介绍：浪翻云真名王钦华，湖南常德人，毕业于湖南师范大学法学系。少年时曾为洪门双花红棍，后旅居海外，就读于法国国立格勒诺布尔大学，从名师攻读硕士学位。现为职业泰拳手，无国界医生组织长期捐助人。

浪翻云曾经是问题少年，他说：“我曾经一脚踏入黑道，高中便成了一方大哥，最终悬崖勒马，人生回到正轨，多年后将自己的耳闻目睹编撰成一部小说，《湘西往事：黑帮的童话》里都是真人真事，只是换了名字。”

我 X，“洪门双花红棍，硕士，职业泰拳手，高中就是黑道大哥”，属实的话，确实是传奇人生。不管有没有炒作成分，反正这书写的是极精彩，属于我读完电子书，还打算买纸质书来随时翻翻的好东东。强烈推荐。

8.另外，还跟着几本网络 YY 小说：齐橙教授的硬工业穿越文《大国重工》，水如意的军事意淫文《佣兵的战争》，一位雪球球友推荐的冰临神下写的《孺子帝》，马伯庸推荐的穿越回原始社会的《从酋长到球长》，草席的外挂爽文《医师》。

没了，就这些。读书的 Bigger 不高，属于乱吃一通型儿，莫嘲笑。谢谢。

四、跑步

1 月份跑步情况很悲惨，我大成都全月空气质量为优和良的日子，一共只有 6 天。老唐 1 月跑步 5 次，合计 70 公里，印象中是创了近三年来月跑量最低记录。

承蒙儿子不嫌弃，肯接手我的 Garmin220，过年有借口给自己买了块最新款的 Garmin235，终于不需要心率带也可以监控心率跑步了，算是对自己的小奖励吧！希望 2017 年能跑的更爽更开心。

五、新年计划。

不知不觉，年就过完了。本以为 2017 年会比较闲，但今儿盘算了一下，好像居然可能会比去年还忙。

首先，本月底或下月初，准备陪领导出门走走了。初步计划走两三个月，大约五月份回来吧！

回来又要接着考虑装修房子了。关注老唐超过两年的朋友可能还记得，2015 年春，老唐为节约每次跑步的 10 元停车费，去跑道边某售楼部蹭免费停车位，结果一时不察，被售楼先生忽悠，一激动买了套房。

那套房，下半年要交房了。正好现住房子的装修也快 10 年了，加上地铁通到小区门口，变的吵杂起来了。所以干脆把新房装了，搬过去住。预计夏天规划设计，秋天装，冬天搬，一年 biubiu 两下就没了。时间真心经不起几下糟蹋。

顺带，还在唐书房刨了个《年报浅印象》系列坑，打算借着填坑的动力，尽可能多看几家公司。也好等白酒水电银行收割后，给自己找几块新庄稼地。

投资这东西，今年收获的是三五年前播下的种。现在播下去的，就是三五年后的庄稼。天天在市场里杀出杀进的那套，老唐不懂、也不想懂。天天研究央行 OMO、看习总讲话、听椰奶表态的另一套，格局宏大、场面热闹，然而并没有什么用。踏踏实实地看我的财报，期望几年后有另一拨庄稼收（说起宏观的热闹，想起前年在雪球的一篇戏谑之作，附在文末阅读原文上，博您一乐）。

欢迎各位监督和敦促，欢迎各位拿钢锄儿鼓励《年报浅印象》系列，争取胡萝卜+大棒，两手都要抓，两手都要硬，逼（gou）迫（yin）苦力唐“旅游不忘虚荣、装修不忘填坑”，熬更守夜翻它一千块石头，最终若是能翻出 30 家能看的企业就算皆大欢喜了。

是不是挺忙活的？

也许，明年才会真的闲下来？

“啥，闲？宅家里十多年，就没见你真闲过！”

——我家领导如是说——

“明年，农夫山泉，有点悬！”

瀑，布，汗。

第113篇.　　2017.02.08-宏观的幽默

原创　2017-02-08　唐朝

——很多人催问浅印象系列。知道大家想看，但不是老唐偷懒，是自《年报浅印象 3》发布至今两周时间，因跨春节的原因，深沪两市只有 1 家公司发布年报，还是个 ST，不足以成文。

前天发布的《1 月小结》一文，提到前年在雪球的一篇关于宏观的戏谑之作，不少朋友读后爆笑。其实另外还有一篇的，也是前年写的，同样是顺手回复别人的。

今天把这两篇凑在一起收进唐书房，做个资料存储，各位当幽默或者段子看即可。如果以后遇到类似的多空争论，你能拈花一笑，直接跳过，就算老唐的段子起到作用了。

段子 1

缘起，青城山中鸟兄 2015 年 11 月某日发帖，标题为《千金购买看空 A 股的理由》，内容如下：

千金购买看空 A 股的理由

我先罗列理由如下：

1、经济形势不好；

2、汇率贬值预期；

3、中小市值股价高耸入云；

4、看空成主流，机构仓位普遍较轻；

5、IPO 和大股东减持政策恢复；

6、注册制制度实施逼近；

7、严厉打击庄股和内幕交易（含调查公募基金）；

……

还有哪些？欢迎补充，有理有据且逻辑自洽者，每给出一条补充理由奉送雪碧 50 枚。那就让我们开始吧……

老唐回复：

鸟兄列举的理由可以按需处理：

1、经济形势不好；

——看空：股市是经济晴雨表，经济不好，股市很难走好；

——看多：经济形势不好，可能引发刺激政策出台。股市是经济的领先指标，一般会领先 6 到 23 个月反映经济状况，经济不好就是股市上涨的理由，牛市可期。

2、汇率贬值预期；

——看空：汇率贬值预期，将引发资本外逃，诱发资产抛售浪潮，造成股市下挫；

——看多：汇率贬值预期，增强中国外贸竞争力，带动经济复苏，并加大境内货币投放。两者共振，牛市可期。

3、中小市值股价高耸入云；

——看空：从来没有树能涨到天上去，均值回归必将导致泡沫破裂，股市暴跌；

——看多：中小市值股价高耸入云，创造财富效应，刺激消费。同时，改变 A 股定价中枢，提高整体估值，牛市可期。

4、看空成主流，机构仓位普遍较轻；

——看空：主流资金避险思想严重，入市欲望不强。无资金推动，股市不可能上涨；

——看多：多头才是杀跌的动力，因为他们手头都是票。空头才是牛市的主力，因为他们手头都是钱。股市亘古不变的定律：多数人从来都是错的。这次也不例外，牛市可期。

5、IPO 和大股东减持政策恢复；

——看空：圈钱一触即发，抽血必将导致市场崩塌；

——看多：股市的核心作用便是融资，失去融资功能的股市是残缺的。此时管理层敢于恢复 ipo 和减持，足以证明股市恢复了健康向上的状态，且后续非常可能出台一系列保驾护航政策呵护融资的顺利成行。市场不缺资金，只缺信心和注意力，一旦 ipo 放开，市场注意力将被打新的赚钱效应吸引，引发存款搬家，推动市场上行。牛市可期。

6、注册制制度实施逼近；

——看空：一大波吸血鬼来了，股市雪崩；

——看多：注册制下的良性竞争，才能使良币驱逐劣币，长期利好股市，牛市可期。

7、严厉打击庄股和内幕交易（含调查公募基金）；

——看空：打击庄股和内幕交易，严重压制股市活跃性，打击市场参与热情，大资金必将逐步远离股市，促成股市进入长期下降通道；

——看多：严刑峻法才能促成良好投资氛围，让股市真正成为资本参与产业的途径。打掉依附在投资者身上的骗子和吸血鬼，市场的活力必将进一步提升，最终促使市场进入长期健康向上的道路。牛市可期。

8、……

结论：脱离了具体公司估值谈多空，都是“父在母先亡”的话术，怎么说都有对的，怎么说都有错的，怎么说都是有理的，怎么说都是没用的，怎么说都是浪费生命，怎么说都是自我麻痹……（换稿费除外）

段子 2

缘起，同样在 2015 年 11 月，“时间紧急，不多说了”版权所有人大隐无言发帖，标题为《大盘暴跌千股跌停》，帖子内容如下：

大盘暴跌　千股跌停

时间紧急，不多说了。下周大盘的形势非常明朗：暴跌，千股跌停。理由简单地归纳一下：

一、10 月银行贷款下降到 5000 亿，宽松货币政策失效。面对典型的流动性陷阱，不要再指望双降了，传统产业已经产能过剩、衰退和萧条，新兴产业能吸纳的资金有限，放再多的水也没有用。

二、大宗商品价格继续大跌，实体经济崩盘。全行业亏损了，石油价格、煤价、钢价、铜价还在下跌，比价格下跌更可怕的是没有需求，一些做实业的朋友反映现在最大的问题是降价也没人买，这才是最可怕的。继恒鼎后，山水水泥债务违约曝光，亏损、债务违约、三角债，资金断流、破产等开始浮现，很快会蔓延开来，实体经济崩盘潮将来临。

三、人民币贬值压力山大，连续两周大跌，已跌到 9 月以来的新低。一旦跌破汇改时价格，可能引发恐慌性抛售。保汇率已成为最紧急任务，股市等必须让路了。

四、外围股市大跌，全球金融危机警报再次拉响。亚太股市早已跌回到了 9 月底，本周四、周五美股连续两日大跌，嘉能可股价又开始暴跌，情形很像雷曼兄弟破产前。更有传言俄罗斯可能全面国际违约和赖账。

五、压缩融资杠杠政策出台。政策信号十分明显，对恶意做多的多头当头一棒。更带来沉重的资金压力，初略估算，将减少融资 4000 亿以上。

六、新股发行紧锣密鼓，各种板都准备推出了。节奏超预期，各方圈钱抽水真是急不可耐。

七、巴黎恐怖袭击案。引发新的不确定性和恐慌，对本已处于下跌态势的国际金融市场是雪上加霜。

八、时间窗口关闭，多头相互践踏。下周五，新股公布招股书，炒新开始。12 月初美联储议息，明年一月初，禁售令等到期。多头只能玩跑得快、相互践踏的游戏了。

九、恒指期货和 A50 期货都是大跌。

最佳策略就是现金为王，空仓，手握现金，等危机爆发后再抄底。

老唐回复：

时间紧急，不多说了。下周大盘的形势非常明朗：暴涨，千股涨停。理由简单地归纳一下：

一、10 月银行贷款下降到 5000 亿，财政宽松政策箭在弦上。配合年前可能还有的一次霜降，大水蔓延，传统产业已经产能过剩、衰退和萧条，新兴产业能吸纳的资金有限，大水必将借着各种渠道进入资本市场。

二、大宗商品价格继续大跌，对于资源进口国的天朝，大大利好。进口通缩创造大肆放水机会，博士不能不用，不会不用。继恒鼎后，山水水泥债务违约曝光，亏损、债务违约、三角债，资金断流、破产等开始浮现，再不注入资金，恐实体经济崩盘潮将来临。

三、月底人民币加入特别提款权篮子，几乎板上钉钉，由此带来各国央行近万亿人民币配置需求，人民币升值之旅已成明牌，为对冲人民币升值压力，放水已成为最紧急任务，股市必将搭上顺风车一路向北。

四、外围股市大跌，全球金融危机警报再次拉响。亚太股市早已跌回到了 9 月底，本周四、周五美股连续两日大跌，嘉能可股价又开始暴跌，情形很像雷曼兄弟破产前。更有传言俄罗斯可能全面国际违约和赖账。国际资金进入估值洼地避险需求强劲，香港及中国股市是首选目标，更是带来牛气冲天。

五、压缩融资杠杠政策出台。政策信号十分明显，对恶意做多的多头当头一棒，维护慢牛走势态度明显。原有融资政策不变，新融资政策明白稳定，初略估算，将增加融资 4000 亿以上。

六、新股发行紧锣密鼓，各种板都准备推出了。节奏超预期，显示政府对于后市走势有充分把握，放心大胆让各方圈钱抽水。

七、巴黎恐怖袭击案。引发新的不确定性和恐慌，对本已处于下跌态势的国际金融市场是雪上加霜。由此将直接促使国际热钱进入政局稳定，经济增速高达 6.5%的中国市场避险，必将抬高中国资产价格。

八、时间窗口关闭，多头相互践踏。下周五，新股公布招股书，炒新开始，全体股市参与者获得天降打新红利，势必新发围观资金入市抢筹。12 月初美联储议息，明年一月初，禁售令等到期。多头只能在此之前大玩跑得快，争分夺秒拉高股市，获取年底吃饭行情。

九、恒指期货和 A50 期货都是大跌。下周有强烈反弹需求，估值和技术的反弹配合共振，下周红盘可期。

最佳策略就是满仓股票，千万不要手握必将贬值的现金，傻等笨司机抄底。

~~~~~以上为搞笑之作，拷贝主帖原文，用同样的理由作出完全相反的结论。如果你看后会心一笑，觉得好像也有道理，那就对了。说明你已经知道了，看这些和算命一回事，自圆其说就是高手。

段子看完。老唐的观点很鲜明：宏观变量太多，任何变量都可以产生多种解读和预期，事后看逻辑鲜明，但对投资决策没任何帮助，只会误导投资人走入浪费生命、浪费金钱的死循环。

伟大的巴神也这样说过：

关注宏观经济形势或者聆听其他人有关宏观经济或市场走向的预测，都是在浪费时间。实际上这样做还会很危险，因为它可能会模糊你的双眼，反而看不清正在发生的事情。

不看宏观，应该看什么呢？巴神如是说：

聚焦你所关注资产的未来产出。如果你觉得很难对一项资产的未来产出做出哪怕是大致的估算，那就忘了它并让自己走开。没有人可以对所有项目都能做出准确的评估。无所不知是不需要的；大家只需要知道你自己正在干什么就可以了。

如果大家关注的只是资产价格的短期变化，那么这就是投机。投机没有什么不好，但是我知道我自己做不到能一直成功地投机，我也怀疑那些声称自己可以持续投机成功的人。
~~~~~

我只考虑资产在未来的产出，而不是它们每天价格的波动。赢家之所以会赢，是因为他关注的是比赛，而不是记分板。如果大家周末时可以不看股价也过得很轻松，那么不妨试着在工作日的时候也这样做。

Over，都是大白话，不需要中翻中。Investing is simple, but not easy——Warren Buffet。投资很简单，但并不容易——沃伦.巴菲特。

别被巴神的名头吓倒，试试认真思考他这几段话，甚至可以在脑中跟他吵吵，看看能否驳倒他，或者让自己被他说服——会很有受益的。

第114篇.　　2017.02.09-年报浅印象4

原创　2017-02-09　唐朝

自 1 月 26 日至今，深沪股市共计有 3 家公司发布年报。其中精华制药跳过，另外 2 家中，貌似有宝。

14）联美控股　600167

公司最早叫黎明股份，后来被 st 了，再搞重组，从 st 黎明，变成 st 沈新开，2006 年联美集团入主后，主业就彻底变成以沈阳市的供暖服务为主了，但公司继续保留沈阳新开的名字，到 2008 年才更名为联美控股。

这家公司实际控股人苏氏家族，看上去貌似很沉稳。自 2006 年入主后，就一直踏踏实实地从事沈阳市区供暖业务，没起过什么其他歪念头。供暖行业主要收入来源，一是初装费（一次收钱，但分 10 年计入营业收入），二是供暖费。收入稳定可靠，经营现金流净额远高于净利润，典型的公用事业股。

2016 年以前，公司核心资产是全资子公司“沈阳浑南热力公司”，主要为沈阳市浑南新区供热。2016 年又通过发行 4.7 亿股作价约 47 亿（每股 10.13 元），收购了沈阳新北公司和国惠新能源公司全部股权，使公司控制的供热区域扩大至约占全沈阳市 15%左右的供热面积。

以这俩收购对象 2016 年净利润约 3.7 亿计算，按照增发时的股价 16 元计算，4.7 亿股约 75 亿，20 倍市盈率。考虑到锁定期折让，大股东心不算黑，交易价格基本合理。2016 年浑南、新北和国惠三家全资子公司，合计净利润约 6.5 亿，占合并报表净利润的九成以上，公司主业清楚集中。

2016 年供暖及蒸汽营收 12.7 亿，毛利率 33.8%，管道接入营收 4 亿，毛利率 91%，两项合计占据总营收 16.7 亿的 80%以上。其他业务主要是发电，电厂装机很小，年发电只有 4 亿度左右，但设备运行小时远远高于全国火电平均水平，估计是因热电联产，得以挟供热之威以售电。

总体而言，收入稳定，成本主要受煤价波动影响。公司 2016 年供暖面积约 4600 万平米，接网面积 6160 万平米。按照现在的接网面积，会成为未来供暖面积的常识考虑，企业有潜在的成长性。

很奇怪，公司 2016 年 11 月再次更名为：联美量子股份有限公司，简称暂时还是联美控股，但很显然很快也会改成“联美量子”了。同时幕后老板也借原董事长过 60 岁的契机，正是登上了法人代表一职。

这个“联美量子”的名儿，似乎酝酿着啥蠢蠢欲动的意思。一个供热的公司，跟量子有毛线关系，就因为旗下搞了一个注册在拉萨的三六六移动互联科技公司？也跟“量子”二字不搭界啊！

当前市值约 120 亿，以 2016 年净利润计算，pe 约 17 倍，以扣非净利算，pe 约 30 倍。总股本 6.8 亿，流通股本 2.11 亿，股价约 18 元。以 A 股小盘受追捧的特性看，该公司优良的资产，稳定的现金流，朦胧的题材，在 A 股小盘里可能算是佼佼者了，相当值得关注。

以资产结构看，总资产 65 亿，流动资产 25 亿（其中现金 13 亿），固定资产 27 亿，资产结构干净合理。负债方面，几乎没有有息负债，主要由预收款 10 亿、递延收益 23 亿、经营性占款 6 亿组成。其中递延收益主要是一次性收取用户的接网费用，按照会计规则计入负债，分 10 年转入营业收入。可以说，所有负债都是良性负债，穿透看，已经是公司资产而不是负债了。

唯一比较不舒服的是，账上大把现金，居然不分红。是 2017 年有重大投资需要呢还是别的什么理由？需要进一步阅读。

至于风险，暂时我能想到的就四条：①东北衰败导致的人口外流，使供暖面积增长乏力；②煤价上涨导致成本提升。毕竟煤价已经市场化，而供暖价格却依然处于管制之中。反过来说，如果煤价走下降趋势的话，该特性又会为公司增加利润；③大股东苏氏家族将公司现金腾挪到其他产业上去，且投机失败；④国惠环保和三六六两家子公司的所得税优惠，都将在今年年底到期。届时国惠环保所得税率将从 15%变成 25%，三六六将从 9%变成 15%。

本文只是老唐粗看过一眼后的浅印象，请勿依此决策。哪位对这家公司有研究的，还望不吝分享。或者有好的券商研究报告，也欢迎推荐。谢谢。

15）ST 工新　600701

公司名字挺高大上的，叫“哈尔滨工大高新技术产业开发股份公司”，第一大股东确实是“哈尔滨工业大学高新技术开发总公司”，然而，高端大气上档次的名字也挡不住传统产业的没落。

2016 年营收 16.5 亿，净利润从去年的亏损 1800 万，变为盈利 7600 万，但如果扣除非经常性损益，净利润就还是亏损 600 万。盈利来自出售资产，是常见的保壳游戏。按照规定，财报发布后 5 个工作日（本周五），交易所就要确定它是否摘帽。一般来说，不会有悬念的，应该会摘。

公司以前做牛奶、豆制品的，貌似有点丢“工业大学+高新技术”这组合的脸。确实丢了，这些牛奶和豆制品的，经营的很烂，目前只占到公司营收的 1 成出头的样子。2016 年牛奶豆制品营收 7000 多万，毛利率只有 4.8%，毛利润仅 355 万，肯定是大亏的。估计是老职工没处打发，只好苟延残喘开着门。2016 年产销量相比 2015 年是腰斩，看不见前途。公司主要靠零售和商场出租撑着。零售和商场出租产生营收约 7.5 亿，有 1.5 亿左右的毛利润。

2016 年 10 月和 11 月两次增发合计约 5.36 亿股，增发价格 6.05 元，换来 7 亿多现金和汉柏科技 100%股权（该公司账面净资产 10.8 亿，评估值 16 亿，成交价 25 亿）。定增进来的股东，持有了公司约 52%的股份。

通过定增，公司净资产从 9 亿左右变成 42 亿多。如果不是上市公司的话，新股东来进来占一家净资产 9 亿多、连续亏损的夕阳企业 52%股份，通常而言，对应投入 10 亿左右净资产足矣。多出来的二十多亿，扣掉汉柏科技评估虚高部分，剩下的就可以看作资本市场对壳的定价了。

汉柏科技，主打网络安全、云计算、人脸识别等领域，号称“全球领先的人工智能.云计算专家”。但 2016 年财报里，可能跟汉柏科技有关的部分，商品销售毛利率 8.92%，信息服务业毛利率 23.59%，看上去长得不像是高技术脸，倒是一脸的 IT 民工苦相。

公司玩个小把戏，故意把传统的商业服务业和高科技的信息服务业混在一起汇报，大概是想引导读者以为高科技部分有十多亿营收吧！

软件行业有个好处，造假成本低（原因参看《手把手教你读财报》59 页）。如果炒家需要提升公司营收和利润很容易，以老唐的小人之心推测，这家公司 2017 年和 2018 年“业绩”可能会出现高增长态势，当然，前提是 2 月 10 日前上交所同意它摘帽。

因为对汉柏这个品牌好像有点耳熟，一时手痒，上京东搜了一下，有个旗舰店，摆了三种服务器，评价数均为 0，其他商品分类里都没东西。

经验说，当旗舰店里的高价虚拟产品成交量抬头时，可能就是股市故事会要开始了。闲的那啥疼的人，若有兴趣可以端板凳扮演吃瓜群众。

第115篇.　　2017.02.13-年报浅印象5

原创　2017-02-13　唐朝

周四早上 7 点，唐书房推送了《年报浅印象 4》，文中提到一家可以看的公司“联美控股”。为了纪念翻完发布年报的全部 15 家，就找到这么一家“可以看”的公司，老唐躲在被窝里投入“重”金，于 18.44 元（　回笼觉醒来遇到的价）买入了——100 股（哈哈，老唐保证绝不是漏打了万字），结果当天居然拉高到 20 元，差 2 分钱涨停，收盘 19.51 元，上涨 7.2%（周五跌 2%），获“暴利”数十元。

周三翻联美控股财报的时候，有两个小困惑，一时大额货币资金对应低利息收入的问题；二是大额其他应收款资产来源问题。当时没有时间细翻，正好周末只有一家公司发布年报，老唐又翻了翻联美控股的前几年的年报，大致梳理了一下。

第一，关于账上大额现金问题。

公司过去 5 年账上的现金如下表（亿元）：

	2016	2015	2014	2013	2012
货币资金	12.74	6.97	13.41	11.19	7.18
利息收入	0.1	0.17	0.17	0.14	0.14
加权收益率	1%	1.7%	1.4%	1.5%	1.9%

所谓加权收益率，是老唐以年初和年末资金总和的一半，毛估估算作一年内的平均持有资金。

以上面的收益率看，非常可疑。账户上高达数亿乃至十多亿资金，不做理财，不搞投资，甚至连定期存款的收益率都达不到。考虑到实际控制人旗下有数家房地产企业，对资金的成本和收益应该相当敏感，这个现象相当反常。

老唐推测，这些钱，一年的大部分时间，都不在股份公司账上，已经被控股股东直接或间接挪用了，只是在季末年末才回到账上，供会计师事务所验帐。这也顺带可以解释为何账上有大量现金，同时每年还要收到大量现金，却连续三年不分红的原因：大股东其他产业有严重的资金饥渴症，需要股份公司输血。

至于 2015 年货币资金突然少了 6 亿多的问题，在下面一个疑惑里谈。

第二，关于大额其他应收款问题。

在 2016 年财报中，公司资产里有高达 10.2 亿其他应收款，其中以上海金沪集团欠的 9.5 亿为主。理了一下这笔钱的来龙去脉，总体不算负面，但故事比较长，待老唐慢慢说来。

2015 年 1 月，联美控股花 9000 万收购了一家名叫“上海澜盛”的地产公司。这家公司是个壳公司，2013 年 11 月 19 日成立，本身没有经营活动，只是持有“上海虹桥置业”33%股权。

在联美控股买上海澜盛的时候，上海澜盛的资产负债表超级简单

资产		负债及所有者权益	
其他应收款	8.7 亿	其他应付款	8.65 亿
		股东权益	0.05 亿

也就是说，这家公司成立收到了股东 500 万的投资，然后借了 8.65 亿，凑够 8.7 亿，直接借给项目公司“虹桥置业”，拿去付了买地的钱。

地，位于上海青浦区西虹桥商务区内，174 亩（约 11.65 万㎡），容积率为 2.5（建筑面积 29.14 万㎡），商业办公用地，土地拍卖成交价 26.22 亿（楼面地价约 9000 元/㎡）。这 8.7 亿，就是按照 33%股权应该交的土地款，2014 年 3 月 17 日交清了。

这 8.65 亿，是上海澜盛向当时的大股东上海复地借的。2015 年 1 月，上海复地把上海澜盛卖给了联美控股。为啥会找到联美控股呢？因为虹桥置业的其他 67%股份，是由联美控股的大股东苏家直接和间接持有的。也就是说上海复地把这块地的权益卖给了合作伙伴，顺理成章。

联美控股花了 9000 万，然后又拿出 8.65 亿借给上海澜盛（→虹桥置业），归还了上海复地的借款（所以 2015 年联美控股账上现金锐减），复地退出。这块地就 100%掌控在苏家手中了，其中上市公司联美控股占权益 33%。

接下来，土地要开发了，联美控股追加了 1980 万投资，同时和苏家一起按照股份比例，借给虹桥置业一些钱用于前期开发（正常行为），这样，虹桥置业欠上海澜盛 9.5 亿左右，上海澜盛欠联美控股 9.5 亿左右。

到了 2016 年 9 月，联美控股把上海澜盛公司转手卖给了上海金沪集团，作价 1.7 亿。同时，金沪集团负责代替上海澜盛归还欠联美控股的 9.5 亿欠款。

至此，联美控股完成了一次地皮炒作。0.9 亿买进来，追加了 0.2 亿投资，然后垫付了 9.5 亿现金，干了 10 个月左右，1.7 亿卖出去。账面上是赚了 0.6 亿的样子，但 9.5 亿现金什么时候还，我没查到合同。

依照 2015 年和 2016 年间上海房价涨幅毛估，即便联美控股最终收到上海金沪集团的 9.5 亿欠款（我估计问题不大），这笔生意也很难说做的划算。

相当于说，把一块上海西虹桥商务区价值 26.22 亿的土地，持有了 10 个月，完成了前期开发，只增值了约 1.8 亿（占股 33%，获利 6000 万，相当于整块地增值 1.8 亿），涨幅 6.8%，这比房地产行业常见的融资成本还略低。等于联美控股花了 10 个月左右时间，动用 11 亿左右，在上海房价大涨的期间，地价的增值部分最终归了别人（推测是大股东苏家），自己就收了 6000 万利息，且本金的大头还没拿回来（1.7 亿转让款已经收到）。

综上所述，上市公司联美控股，在一买一卖上海澜盛的过程中，主要扮演是提供资金、承担风险的角色，没享受到投资收益。当然，苏家也不算很过分，给了勉强合理的资金利息，同时，金沪集团承诺的本金归还，也还是基本有保障的（毕竟这块地的开发还控制在苏家手上），不大可能变成坏账。

结合以上两点疑惑，以及《年报浅印象 4》中关于联美控股主业经营的判断，老唐个人认为：

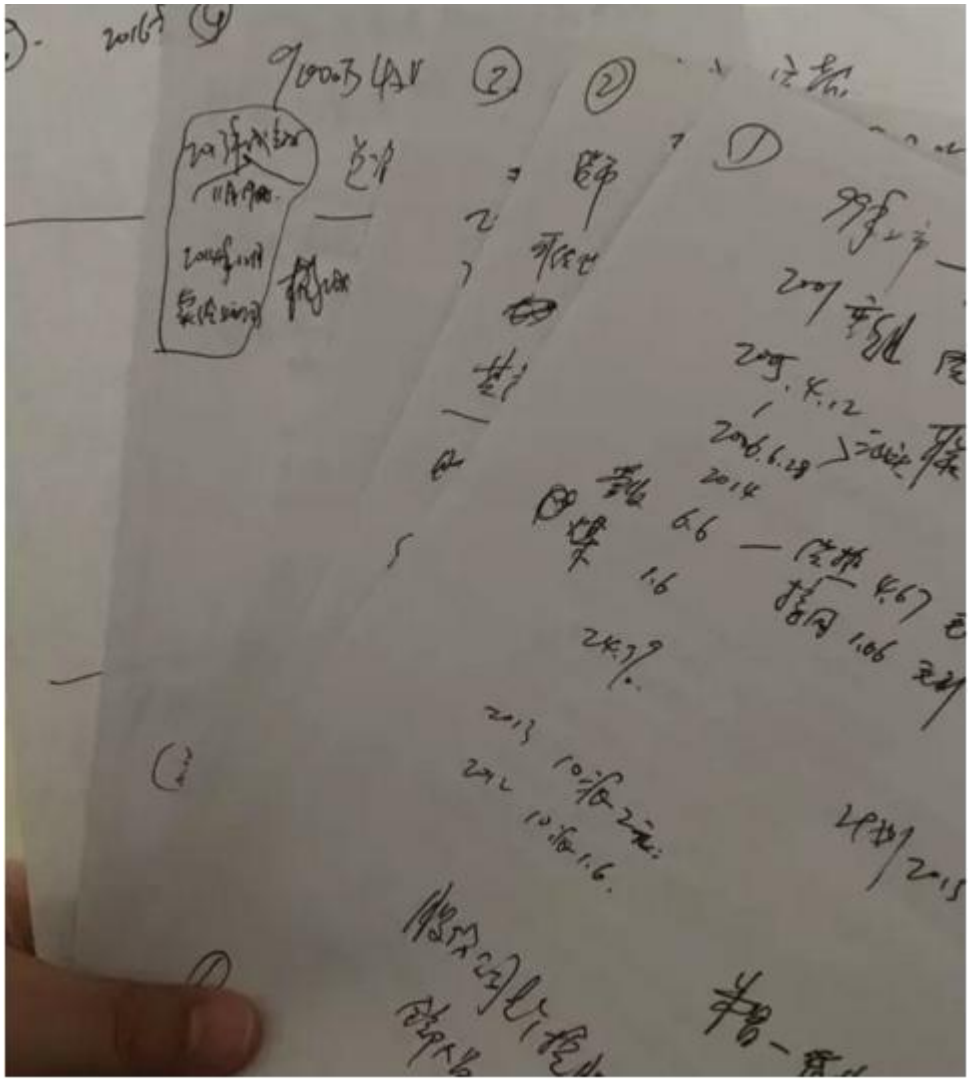
①这家企业的主业不错，供暖面积和接网面积增长量都不错，收益稳定有保障，现金流良好，具备一定的成长性——供暖面积过去三年分别为 1760 万㎡、1980 万㎡、4600 万㎡，接网面积过去三年分别为 2400 万㎡、2600 万㎡、6160 万㎡（2016 年的大幅增长是有沈阳新北和国惠新能源两家公司的资产注入）。以主业看，当前估值基本合理；

②然而，公司需要扮演协助大股东发展其它产业的角色，现金很可能被大股东秘密挪用，并可能时不时地按照大股东的需要担任垫脚石角色，有一定的道德风险。因此，需要一定的道德风险折扣才值得下注；

③依照“无端改名联美量子+实际控制人在原董事长距离任期截止仅有数月的情况下（原任董事长任期 2017 年 5 月到期）主动登台”两点迹象推测，有资本运作打算，可能意图在市场上炒一波。但什么手法，什么时机，无法推测。

结论：就 100 股保持观察，若有市值八十亿左右的机会，我可能愿意入场试试。否则，纯观摩表演。

有朋友想看老唐的手稿，给张照片你就晓得了：原稿属于乱涂乱画型，除了我自己，其他人看了绝对晕菜，哈哈。



16）同花顺　300033

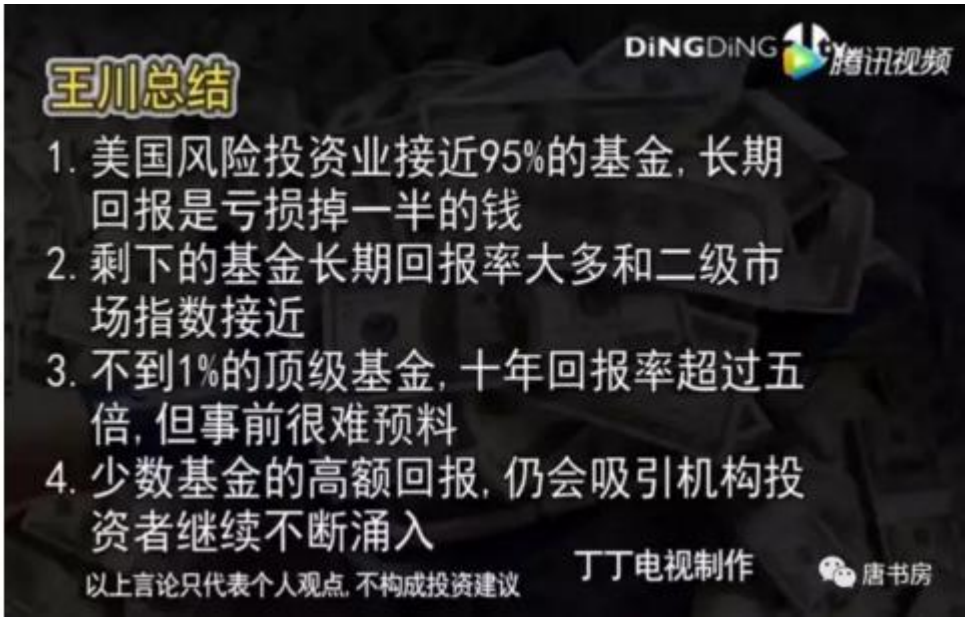
这个行业，老唐纯小白，想不通它的确定性在哪里。很早的钱龙独霸天下，后来的东大同群雄并起，到现在的百花争鸣，不明白这类企业的护城河在哪里。

同花顺产品毛利率超过 90%，净资产收益率高达 50%左右，肥的流油。要说其他资本不觊觎这块肥肉，那铁定是没人信的。但东大同们，究竟靠什么阻挡新的竞争者进来提供更好更廉价的产品呢，技术、渠道、服务、已经形成的网络……？

行情技术，似乎不难；渠道，没什么渠道是低价拿不下来的；服务，除了正确稳定的交易数据以外，从没体验过行情软件附带的任何服务，理解不了这种优势；已有网络，据说全国 90%的券商都用同花顺，但在核新同花顺崛起之前，好像全国券商 100%都用钱龙，后来呢，今天钱龙还在吗？

科技行业，是个考眼光的行业，看见的是高回报，看不见的是高风险。

正巧今天看了一个视频：



——以保守投资者的眼光看，科技领域下注，更像是一种有利于推动社会生产力进步（区别于赌场）的赌博活动：整个行业平均投资回报率平平，极少数项目暴富，绝大多数投资表现为亏损或巨亏，而社会及消费者从中获取极大收益。

不懂，所以没法评价。欢迎有研究的朋友留言发表看法。

第116篇.　　2017.02.15-年报浅印象6

17）金盾股份 300411

主营地铁和隧道的风机、风阀和消音器，其中地铁配套是核心业务，2015 年地铁类产品占总营收的 2/3，2016 年地铁类产品占总营收的 58%。经营区域以华东为主，拿工程依赖于各地政府开工地铁线路多寡，这两年全国开建地铁较多，应该属于该行业日子相对好过的时间段。

前五大客户销售额占据总营收的 3 成以上。受规模所限，中标或没有中标某地铁项目，会给公司营收和利润带来较大波动。

3.44 亿营收，对应经营现金流净额仅 1700 万（2015 年为-2867 万），政府地铁建设工程款，成为坏账可能性较低，但账期可能较长。推测公司的经营模式就是部分垫款建设，完工慢慢要钱，要来的钱又垫进下一个项目。

资产负债表显示应收账款 5.15 亿，占总资产的 58%，和净资产 5.8 亿非常接近。垫款为当年营收的近 1.5 倍，佐证着资金回收期约为一年半。所以，公司拿工程不仅受限于与招标，也受限于自有资金的多寡。

这马上要融资了，要融十多亿，据说前五大股东认购 90%，不知道资金从哪里来，刚刚上市的企业，总共融资也就两亿多，大股东一下子要拿 9 亿多出来，恐怕也不是容易的事情。

融资过后，就是收购，要花二十多亿收购一家做红外线成像仪、一家做伪装涂料的公司（军工概念），看着也不省心，这仨领域搭界吗？出圈了。就算收购靠谱，资金又是大问题，除了股权融资，还得大大提升资产负债率多多借钱才搞得定。

当前市值约 70 亿，市盈率约 160 倍，市净率十多倍，这也就是大 A 股赌徒炒炒筹码玩，都相信会有更傻的傻蛋会出高价接手。最终接下最后一棒的就头顶傻帽，刷刷冒傻气的卢瑟，脱手的上家就可以梳理胸毛自称东方不败，大碗喝血大块吃肉了。

残酷的游戏！

18）雪浪环境　300385

这名起的好，不知为什么，一看见就想起那著名的“长头发大波浪”女友标准的段子，略污。但雪浪环境这名真挺好听的，而且无锡天然就绝配环保产业。“东周至秦，此地有锡山产锡，至汉代被挖空，故得名无锡”，这活生生就是一个资源型废城逆袭转型的天然榜样嘛！

无锡雪浪环境科技股份公司，2014 年上市的次新股。1.2 亿总股本，算得上袖珍型上市公司了。主营业务分三大块：烟气净化设备、灰渣处理设备、危险废弃物焚烧处置。其中前两项业务是雪浪的老底子，医疗废物、工业废物焚烧这一块，是 2015 年通过收购“无锡工业废物安全处置公司”后新拓展的业务范围。

医疗废物、工业废物处理业务，毛利率不低（53%），远高于企业原来的设备生产业务（28%左右），雪浪吃到了甜头，继续集中力量在废物处理这块发力，收购了江苏汇丰天佑环境公司、准备参股上海长盈环保公司以及宜兴凌霞固废处置公司，同时卖出全资的机电子公司。明显是以设备生产守土、以废物处理拓疆的战略布局。

这种拓展，挺有眼力的。废物处理这种行业，听着脏兮兮的，但业务稳定，且一旦建立了，就能形成覆盖半径内的垄断（政府不大可能再批准新建第二家），形成由“有效规模”构建的护城河。

2016 年营收约 7 亿，同比增长 20%。其中各类设备生产销售创造营收约 5.8 亿，废物处理创营收 1.1 亿。设备生产销售中，又以垃圾焚烧发电设备中标带来的业务收入增长最为迅速，垃圾焚烧发电这块创造营收 4.8 亿，增速高达 40%。全年净利润 0.89 亿，增长 57%，扣非净利润 0.59 亿，增长 10%（这种企业的扣非净利润有低估之嫌，其部分归为营业外收入的政府补贴，实际上是营业收入的一部分）。

当前总市值 44 亿，pe 约 50 倍。站在旁观者的角度看，这家公司是一个很不错的炒作标的。

首先，流通市值非常小，仅有 17 亿出头，有个三五亿资金便有能力兴风作浪了；

其次，以大 A 股习惯，一个干净的空壳也要给个十多二十亿估值，而这家企业还有约莫八亿净资产，且资产本身质量还不错。这就相当于给当前 44 亿市值兜了一个约 30 亿上下的底，坏也坏不到哪儿去；

再次，我天朝子民现如今肚皮吃饱了，有闲心来关心环境了。有没有落实能力先不说，中南海里总要时不时地弄出一些打击污染、鼓励环保的政策条文，向人民表示没忘大家淹没在迷雾中的灰黑色口罩。这些政策先不说结局如何，也不说公司能否从中捡到实惠，至少可以确定，它们免不了被资本玩家利用来创造市场炒家挚爱之“想象空间”。

最后，公司本身在垃圾焚烧发电设备总包方面有龙头优势，这行业内也没有什么巨无霸，市场大大滴，对手弱弱地。同样，医疗和工业废物处理，利用无锡工废的成熟技术和经验，异地复制也不是难事，同样也是全国没有行业巨头，市场大大滴，对手弱弱地。如果不出什么幺蛾子烂事儿的话，企业和炒家完全可能形成良性循环：炒家推高股价→企业高位增发或配股融资→异地收购扩张→扩展提升业绩→业绩推动股价上涨→企业继续融资扩张……

以上故事，纯属 YY，如有雷同，也是瞎撞，请勿依此决策。另外，公司财报给自家做的 swot 分析蛮不错的，截图来观摩一下。

内部条件 外部环境	优势（S） 1 公司在烟气净化和灰渣处理的细分行业处于龙头地位，品牌优势明显 2 业主大多为知名和大型企业 3 公司募投项目投入使用，能够有效解决产能不足问题 4 公司技术人员多，技术实力强 5 公司已成功涉足危废运营领域 6 作为上市公司，融资渠道较多	劣势(W) 1 总体规模不大 2 危废运营时间较短，危废运营主体数量较少 3 资金较为紧张 4 应收账款高
机遇(O) 1 国家环保政策倾斜 2 经济发展更加倾向于与民生相关方面 3 城镇化率和经济发展提高垃圾量 4 钢铁企业整合带动钢铁企业利润上行，环保需求加大 5 危废处置行业目前集中度不高 6 长三角地区危废产生量较多	SO战略选择： 1做好企业宣传，提升行业知名度 2 依靠技术优势，获得合作伙伴的认可和推荐； 3聚焦垃圾焚烧和钢铁行业，积极跟踪项目，未雨绸缪，强化市场开拓； 4 利用产能优势和融资优势，加大主业发展； 5外延式发展优先考虑在长三角地区做大做强。	WO战略选择： 1 充分利用当下环保行业的大好时机，坚持烟气净化和灰渣输送不动摇，为企业发展提供支持； 2 利用和发展好无锡工废，作为人才基地和研究基地，进一步提高危废方面人才数量和质量； 3 多措施筹措资金，实现企业发展。
挑战(T) 1 市场竞争加剧 2 行业兼并重组加速 3 钢铁价格上涨推动成本上涨	ST战略选择： 1采取切实有效措施，降低成本；2 进一步开拓市场，利用品牌优势和技术优势提升竞争力；	WT战略选择： 1 有选择性进行竞争，避开低价竞争，实行聚焦战略； 2 加强对外合作，实现资源互补 脑书房

19）澳洋顺昌　002245

这公司，完全看不懂想干嘛！

最早就是个货运公司吧，从事钢板铝板物流配送的；

2010 年收购一家农村小额贷款公司，进军金融业；

2011 年收购一家公司生产 LED 照明芯片；

2016 年收购一家锂电池生产企业，从事锂电池生产；

现在又设立一家集成电路企业，准备投资集成电路芯片；

期间还卖掉了一家搞什么围栏系统的公司，听名字应该是搞车库门、小区门之类的业务吧！

下属十多家公司，从事着至少五个完全不搭界的行业，累计合并创造营收 19.3 亿，这究竟是比全时四驱还要多一驱的五轮驱动，还是意图学习伟大的剥壳虾？

要说学巴神，这眼光可就差远了。旗下钢板物流和铝板物流，2016 年创造营收约 13 亿，毛利率基本也就 20%出头，净利率约 5%；LED 听着听洋气，毛利率 17%，还不如送货呢！锂电池总够前沿了吧，毛利率 27%，看样子也卖不起价；至于小贷和集成电路芯片，拉倒吧！那玩意儿能活着就算比较有能耐了。

你说要早些年就把这东一榔头西一棒子的钱集中发展物流，说不定也是钢板铝板界的顺丰了——澳洋顺昌速运，多跩！

现在这样子，真替董事们心累，你说开个董事会，先讨论送钢板铝板超载面临的高速路乱罚款乱收费，然后研究 LED 发光技术前沿以及能源供应对光源材料未来的影响，再高瞻远瞩一下我国新能源汽车的发展趋势和董小姐收购银隆失败的经验教训，总结一下最近央行货币政策对市场资金供求的短期及长期影响，然后就集成电路是否依然遵照摩尔定律发表自己的看法……这听着像是德云社小岳岳一伙的。

第117篇.　　2017.02.18-年报浅印象7

20）英唐智控　300131

这公司财报蛮奇怪的。营收 42.2 亿，其中 40.3 亿是“电子元器件分销业务”创造的。但这个电子分销业务的经营主体华商龙公司，是去年才收购来的。收购的时候，华商龙净资产 2.43 亿，卖给上市公司作价 11.5 亿，承诺 2016 年净利润不低于 1.4 亿。

今年股份公司（含华商龙在内）营收 42.2 亿，扣非净利润 1.38 亿。意味着上市公司原来的业务基本没了，眼睛一眨，老母鸡变鸭。一年时间，公司就完成了脱胎换骨的大转变，其营收和净利润近于全部由华商龙创造。然而，华商龙的 100%股权交易价格是 11.5 亿，英唐智控现在的市值是 100 亿，细思极恐。

电子分销业务，面向国内和国外的销售大约六四开，看不明白，不太清楚卖些什么东东。创造了超过 40 亿的营收，想必卖的东西确实不少。以公司网站披露信息看，主要是代理别家的电子产品销售，属于贸易公司。毛利率很低，不到 9%。看不出有什么竞争优势。

21）露笑科技　002617

论收益率，露笑和卖笑差远了。露笑的净资产收益率才 3%出头，还不如买银行理财！公司净资产 22.7 亿，全年净利润仅 6500 万，经营现金流居然是负的 2.9 亿。这数字的含义是：卖了货收不到钱，进货则需要付现金。怪不得要“露笑”，一副到处赔笑脸的形象。

看公司业务介绍，挺高大上的：“公司是专业的节能电机、电磁线、涡轮增压器、蓝宝石长晶片研发、生产、销售与一体的企业，公司在品牌和客户资源、研发、产品质量品牌、技术、规模等方面具有一定的优势。”

老唐估摸着写这段话的作者，憋死了无数脑神经才把一个以生产销售漆包线为主，机电产品、汽车配件和晶片为辅的传统企业，以如此婉转的笔法表达出来。

然而，掩盖不了的是，公司主营收入 14 亿，其中 11.8 亿是漆包线业务带来的，毛利率仅有 10%。而另外的 2 亿左右营收，分别为：机电产品 1.5 亿，毛利率 20%；汽车配件 0.4 亿，毛利率 33%；蓝宝石晶片 0.15 亿，毛利率-47%。

——你没看错，蓝宝石晶片毛利率为-47%。成本 2200 万的东西，以 1500 万卖出去，还得额外拿钱发工资缴税。就这，还卖不出去，2015 年生产了 197 万片，只卖出去 146 万片。所以 2016 年不敢开工生产了，产量一共只有不到 39 万片（减产超过 80%，可以想象数字背后的工厂情况有多惨），销售了不到 77 万片，总算清了一些库存。

唉，残酷的商业社会，不是所有的牛奶都叫特仑苏，不是所有的球队都叫特能输，不是倒贴钱就一定有人愿意看你露笑。

有趣的是，2016 年应收款从 2015 年末的 3.07 亿，增加到 2016 年的 4.34 亿。全年一共赚了 1.38 亿报表净利润，应收款就增加了 1.27 亿，一位赚白条的主。按说管理层是不是应该自我批评一下，或者解释一下造成这个局面的原因吧？

呵呵，财报里解释应收账款时，主要侧重谈了应收账款占总资产比例从 2015 年的 16.49%下降至 2016 年的 13.15%，是因为“增发到位，改善了公司资产结构”。哈哈，挺善于发现自己的亮点啊！

当前市值 110 亿，市盈率约 170 倍，赌桌上的筹码。

22）金马股份　000980

黄山金马股份有限公司，做汽车零配件的。2016 年，中国汽车市场继续产销两旺，产量 2811.88 万辆，销量 2802.82 万辆，同比增长分别为 14.5%和 13.7%，连续第八年蝉联世界第一。

这种情况下，理论上来说，如果竞争力达到或略高于市场平均水平的汽车配件企业，增长率应该也在两位数。然而金马股份 2016 年营收 17 亿，同比增长仅 4%。扣非净利润 0.83 亿，同比增长倒有 50%（今年净利润率还不到 5%，去年更是低的惨不忍睹，只有 3.4%）。

再看净资产收益率，更惨。2016 年 4%，2015 年 3%，2014 年 2%——你生产啥配件嘛，你把上市募集资金直接放在银行吃利息，收益还要高点。

大牛的市场里，企业也赚不到钱，要是碰到整体增长率下滑甚至负增长的时候，怎么过？穷则思变，公司给出的答案是：收购转型。出价 119 亿收购天朝汽车行业著名山寨王——众泰汽车。

公告里一看，这众泰汽车和金马股份，背后的实际控制人都是“铁牛集团有限公司”。听铁牛的名字，我以为是当地原拖拉机厂改制变更过来的，查了一下，不是。

铁牛集团要把众泰作价 119 亿卖给上市公司（上市公司目前总市值仅 77 亿），同时增发新股募集资金 100 亿。这一大股东肆无忌惮套现割韭菜的行为，被英明伟大光荣正确的证监会慧眼看破了，小胖手一挥，丢过来一个字儿：不同意。

然后，近期改方案了，不仅通过一系列运作绕过了借壳上市的关卡，同时把增发募集资金额度降低为 20 亿了（众泰作价 119 亿不变），本来估计应该能过了。然而，计划不如变化快，赶上本周末证监会的再融资新规，这下子，脑壳青痛，增发又卡起了。哈哈，这只倒霉鬼。

这不是众泰，明明是众不泰。但以众泰和金马的现状，估计办法还得想，壳还得借，资还得融，韭菜还是得割。投行和律师又有生意了，赶紧研究新规以及如何避开新规吧！

备注：本周末的证监会再融资新规，总结起来主要三句话：①非公开发行股份，不能超过之前股本的 20%。想搞蛇吞象、变相借壳上市的，滚；

②距离上次股权融资（不包括优先股和债券融资）需要超过 18 个月。防止某些不要脸的公司，把一斤肉切成五个二两来报批；

③账上钱多多，买了不少交易性金融资产、可供出售金融资产和理财产品的，滚。有钱闲着没地儿用，你还融个毛线——金融类企业除外。

这只金马，背后总站着一位手持镰刀阴笑着的大黄雀，不知道炒这票的螳螂和蝉们，是否随时能感受到后脑勺阵阵阴风？

23）明泰铝业　601677

河南明泰铝业，专业搞铝板带、铝箔生产的。业务模式非常简单，买铝锭，然后按照需求方的需要压

制成铝板带或者铝箔，收费就按照铝锭价格+加工费。

公司主业非常清楚，就这一项。2016 年营收 75 亿，扣非净利润 2.4 亿，净利润率约为 3%出头，Roe 则稳定在 6%~7%之间，看上去是个知足常乐的苦力。

因为多年集中在这个领域，而且加工费要价也不高（铝板带毛利率 7%，铝箔毛利率 15%），公司应该积累了一定固定的客源（客户一般也不愿意没事儿就换供应商），2016 年铝板带产销量 45 万吨，铝箔产销量 6 万吨。

企业财报一眼看上去属于需求稳定，业务聚焦的多年老厂，有着不轻易更换的客户关系，回款情况也基本正常：一年有 75 亿销售，有 3.3 亿应收账款（基本都是一年以内的），应收账款总额约为不到两周的销售额，大致属于符合商业常识的正常账期。另有 6.6 亿应收票据，经查，全部属于基本等于现金的银行承兑汇票。

然而商业模式限制，利润空间狭小，想象空间几乎木有。这种企业属于踏踏实实干事的老实人，解决当地就业不错（公司有 3744 名员工）。但作为投资对象，则需要有很便宜的估值弥补才行。当前市值 73 亿，市盈率约 30 倍，腰斩以前，我觉着没什么吸引力。

24）凤形股份　002760

安徽凤行耐磨材料股份公司，专业生产耐磨材料，主要产品为高铬球、段，特高铬球、段。这东西就是我们今天听到的球磨机里面的“球”，特别坚硬，用来磨碎矿石、石灰石、煤炭等东东，是矿山、建材水泥、火电厂必备的易耗品。长的就下面这样子，傻大黑粗的。

似乎没什么门槛，国内同行有 1000 多家，年产耐磨材料超过 200 万吨。公司目前具备产能 8.5 万吨，算是其中比较大的企业（行业内企业平均产能仅 0.2 万吨），算是一种优势吧！

2016 年营收 3 亿，同比增长-26%，净利润 1000 万，同比-65%，ROE 仅 1.8%，若看扣非净利的话，亏损 2300 万。

当前市值 32 亿，市盈率 320 倍。投资自是谈不上的，但考虑到大 A 股市场的“风俗”，仅韭菜收割权一项，单独估值也可以估个十几二十亿的，也许都在参与一个重组预期吧！还算合理。

各位，要开万 1.5 佣金的 A 股账户，情况介绍和客服链接请点击超级福利！——同样，要开低佣金美股港股的，情况介绍和客服链接请点击老虎来了！ 遇到问题烦请直接咨询客服人员。

老唐不是不乐意回答问题，实在是老唐就是确认事情真实以后，帮着喊一嗓子，希望有更多唐书房读者享受到这福利，但有些细节情况我也不专业。

再说了，后台太多人问，老唐也确实没有足够的时间接招，还望见谅。你去问客服，给老唐省点时间多翻几块石头，利你利我，对不？谢谢！

第118篇.　　2017.02.20-年报浅印象8

原创　2017-02-20　唐朝

25）齐星铁塔　002359

山东齐星铁塔股份公司，主营通讯及电力铁塔、立体停车设备。其中铁塔类产品 2016 年营收 8 亿，同比增长 49%，毛利率 23%，主要销售对象是各级电力公司和三大电信商（2016 年电信商采购较少，主要

是电力公司）。立体停车设备营收 1 亿，同比增长 8.5%，毛利率 32%。

公司总营收 9.4 亿，净利润-0.5 亿，扣非净利润为 0.4 亿。这是由于公司有一笔在南非的金矿项目收购没有履约，最终被仲裁赔别人 1.1 亿人民币，造成当年营业外支出 1.1 亿。不过，这 1.1 亿，大股东说他认了，不亏小散。可以预计 2017 年公司将多一笔 1.1 亿的非经常性收入，带来净利润的同比大幅增长。

这公司，单纯就现有业务没啥看头。未来发展取决于收购北讯电信 100%股权后的无线宽带业务发展情况。不过呢，齐星铁塔的收购史，劣迹斑斑，也不知道资本市场究竟有没有记性。

2010 年齐星铁塔上市，上市当年就玩川剧变脸，净利润同比下滑三成。2011 年继续同比下滑 55%。然后就投资 4800 万收购大庆佳昌晶能，收购的时候，当然是千好万好的小甜甜。然而，2012 年佳昌晶能亏损 163 万，2013 年前八个月，亏损 496 万元。这就不是萌宠小甜甜了，已经比牛夫人还讨厌了。

为了保住韭菜收割权，大股东齐星集团以 4980 万的价格把佳昌收了房。牛夫人推给集团，上市公司算解脱了。但光推开牛夫人还不行啊，得找新的小甜甜。

2012 年里又募集资金 3.66 亿投资立体车库。说投产后一年能产生 6.35 亿营收，将极大地提升上市公司经营业绩。呸，到 2016 年喽，立体车库一年营收才 1 亿。那些冲着小甜甜去的，结果发现娶回家的还是一枚挖鼻孔的如花。

2013 年，还投资搞了一家手游公司。2014 年，这家手游公司获“巨额”盈利 45 万元。还好，估计手游业务也就请几个码农，提供几卷卫生纸，总体来说不怎么糟蹋钱，一共也就投了 2000 万。

还有，2015 年前后，准备花 8.7 亿收购澳大利亚一家金矿，结局嘛，黄了！2016 年终极仲裁结果，上市公司赔偿对方 1260 万美元，加上杂七杂八的各类仲裁费、律师费等等，一共赔偿人民币 1.1 亿。

现在，要收购北讯电信。这个北讯电信，2014 年净利润 448 万。然后上市公司和北讯电信原股东达成的收购价格是 35 亿多。条件嘛，2015~2017 年净利润分别要保证 1.44 亿、2.75 亿、4.5 亿，如果达不到，卖股份的原股东负责用现金补足。

从 448 万，4 年增长到 4.5 亿，4 年 100 倍的净利润增长，这是何等的牛气啊！也不知这牛气来自何方。无线宽带数据业务，有那么肥？移动联通电信三巨头都是傻的？是不知道杀入呢，还是缺本钱？

幸好老唐突然想起和蔼可亲的小学二年级数学老师，曾经教过我受益一生的尖端投资秘笈：35-1.44-2.75-4.5=26.3 亿。哦~~（以下请用日语朗读）嗦嘎，那路或多！靠你一起挖，你豁我我豁你都是一码事！

26）卧龙地产　600173

一家本部在浙江绍兴的袖珍型地产业上市公司。当前总资产 41 亿，净资产 17 亿，2016 年营收 14 亿，净利润 0.8 亿，roe5%，当前总市值 83 亿。

公司目前在浙江绍兴、广东清远、湖北武汉、山东青岛有在建地产项目。布局区域看不出什么战略或喜好，应该是小老板模式，哪里有机会拿到合适的地，就去哪里开工。

预计能够在 2017 年销售的项目有：广东清远五洲 776 亩，是公司最大的一块地，已经卖掉了约一半的样子；武汉墨水湖置业 231 亩；绍兴两块地分别为两湖置业 73 亩，天香南园 121 亩；青岛嘉原盛 60 亩。累计可供出售面积仅有 12.5 万平米，相比 2016 年初可销售面积缩水约三成。

由于地产公司的收入确认，不是按照销售完成时间，而是按照交房时间。所以，看地产公司核心是看当年销售面积，这些已销售未交房（未确认为当年营业收入）的面积，会成为次年的主要业绩来源。

比如 2015 公司销售面积 25.4 万㎡，销售金额 16.7 亿元，2016 年确认营收 14 亿；2016 年初可供销售面积 17.3 万平米，最终全年销售面积 25.5 万㎡（期间还有部分陆续取得预售证的项目），销售金额 18.4 亿，按照同等确认比率毛估估，2017 年营收可能就会是增长 10%，达到 15.4 亿左右；但目前，已经取得预售证的可销售面积仅有 12.5 万㎡，预计在市场环境没有大幅变化的情况下，2017 年实际销售面积同比应该可能会下降，也就意味着 2017~2018 年的营收增长乏力。

总体上来说，这种布局二三线城市的小型地产公司，业绩波动性比较大，会显著地受到房地产整体形势及个别地块的偶然性因素影响。套用炒家们喜欢的一个词，叫做“业绩弹性大”。如果有精力和乐趣跟踪拿地情况和地产市场风向，偶尔会成为良好的短期投机目标，但不太适宜作为投资对象。

27）永新股份　002014

地处黄山的国内著名包装材料生产企业，主要客户为食品、日化和医药领域内知名企业。从行业角度来说，处于成熟行业，行业内竞争比较激烈。但永新聚焦于包材生产二十多年，属于行业内在产能、技术及品牌方面均具有一定竞争力的龙头企业。

公司架构清晰简单，主要盈利来源是股份公司本部。下属四家子公司：黄山包装、广州永新、河北永新、新力油墨，全部是盈利企业。除广州永新为持股 66%的控股子公司以外，其他三家均为持股 100%的全资子公司。四家之中，河北永新和 2016 年新收购的新力油墨经营情况较好，净利润均在千万级别。

2016 年公司营收 19 亿，其中核心业务彩印包装材料创造营收 16 亿，占总营收的约 85%；镀铝包装和塑料软膜分别创造营收 0.5 和 1.3 亿。

回看过去数年公司这三项业务的营收变化，可以清楚的看到这是一家向上向下空间都不大的企业：客户稳定，收入稳定，利润稳定。

业务	2016	2015	2014	2013	2012	2011
彩印	16	16	15	14	14	14
镀铝	0.5	0.37	0.38	0.46	0.27	0.39
软膜	1.3	1.1	1.2	1.1	0.6	0.3

（单位亿元，有四舍五入）

正因为行业和生意模式决定了向上向下空间均不大，所以公司持续稳定的分红：自上市以来，每年均进行了现金分红。

年份	2004	2005	2006	2007	2008	2009
10派N元	3	4	4	3	2.5	4.5
年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015
10派N元	3	3	3	3	3	4

2016 年的分配方案是 10 派 5 元，以目前 16.18 元的股价看，股息率超过 3%。

公司 2016 新收购的子公司“新力油墨”，当年产生营收 7000 万，毛利率 27%，创造扣非净利润 1424

万，净利润率约 20%。对比新力油墨公司 4000 万净资产，ROE 超过 35%。

该次收购，公司可能主要还是从业务协作的角度考虑，使自己的彩印业务较少的受制于人，具备更多的掌控权，加强供应链的稳定性，以便在工期和质量方面提升竞争力。但仅从投资角度看，新力油墨 100%股权的收购价仅为 1.43 亿，实在是我大 A 股收购活动中罕见的良心价了。赞一个。

官网上查看，其客户多为知名企业。和知名企业形成稳固的供应关系，通常而言，优势是营收稳定，劣势是毛利率很难起来。

身处低速增长的成熟行业里的一家有竞争力的企业，由良心管理层执掌，聚焦于主业，有良好的分红记录以及还算满意的股息率，对应当前 54 亿小市值，老唐觉着这是个非常合适的深圳打新门票股。

没有意外发生的话，小市值+合理分红两点因素，就基本堵死了股价大幅下跌的空间。同行业的另一家上市公司奥瑞金，通过二级市场购买股票成为永新股份第二大股东，除了战略协作上的考虑之外，与同行看到永新的业务稳定性可能也有关系。

退一步说，就算真有什么系统性股灾发生，股价来个腰斩。就凭超过 6%的股息率和天朝股市间歇性癫痫周期，顶多就是三两年时间之内，群情激昂的大叔大婶，会排着整齐的方阵，喊着“消灭小盘股”的口号，把你从坑里捞起来了的。既然最坏情况也大概率不死，剩下的就是考虑赚多赚少和能中几只新股的人品问题了。

郑重申明，老唐对该行业了解并不多，只是通过简单阅读公司年报和网站，累计涉及时间也不过 1 小时左右。做出的判断，仅供参考，切勿据此草率做出投资决策。

28）力源信息　300184

跟前一篇谈过的英唐智控一样，从事“电子元器件”分销的，规模不足英唐的一半，卖的东西一扒拉，全是能让本小白天灵盖冒黑线的高科技。

看一眼约 11%的毛利率，5.63%的 ROE，以及 130 倍的 pe，瞬间就没心肠去看这堆黑科技是啥了，Let it go！

3、占公司主营业务收入或主营业务利润 10%以上的产品情况

√ 适用 □ 不适用

单位：元

产品名称	营业收入	营业利润	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业利润比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
微控制器器件	845,452,695.51	75,911,624.86	8.98%	35.42%	21.67%	-2.49%
电源管理器件	87,781,985.72	11,653,360.80	13.28%	9.25%	-28.99%	-7.14%
信号放大调理器件	132,810,281.58	17,676,493.39	13.31%	82.79%	5.03%	-4.63%
通信接口器件	50,872,024.64	5,881,729.52	11.56%	26.78%	-15.20%	-5.73%
系统管理器件	15,117,090.21	2,616,835.32	17.31%	-4.41%	-24.54%	-4.56%
分立半导体器件	106,662,981.41	13,512,712.25	12.67%	59.61%	6.82%	-6.26%
数据安防器件	10,436,879.09	1,102,285.83	6.88%	70.66%	-24.64%	-7.69%
数字电位器器件	8,993,289.72	1,320,846.73	14.69%	2.62%	-28.28%	-6.33%
时钟管理器件	16,554,623.92	5,976,095.44	36.10%	-11.03%	-29.09%	-8.19%
模拟开关器件	4,844,969.17	367,537.88	7.59%	-6.75%	-89.61%	-6.45%
数字图形器件	5,731,444.56	829,499.27	14.47%	44.65%	0.82%	-6.29%
无源滤波元器件	76,709,141.53	10,882,177.70	14.19%	45.49%	32.98%	-4.14%
存储器器件	70,028,052.01	5,963,435.02	8.94%	64.52%	11.17%	-4.09%
功率驱动器件	18,967,251.15	1,419,900.40	7.49%	69.74%	-8.89%	-6.46%
开发工具	962,499.25	784,255.66	81.48%	72.91%	138.55%	22.42%
光电器件	34,197,580.54	4,257,406.27	12.45%	85.50%	41.04%	-5.91%
连接器	761,318.48	176,464.95	23.19%	261.14%	517.14%	9.62%
电力线通信模拟	38,796,985.53	9,122,357.28	23.76%	100.00%	0.00%	0.00%
非嵌入式软件前芯片及套件	15,935,178.86	3,321,209.93	20.84%	100.00%	0.00%	0.00%
电线表	16,276,023.51	2,620,913.28	16.10%	100.00%	0.00%	0.00%
数据采集系统产品	1,143,574.60	193,007.18	17.02%	100.00%	0.00%	0.00%

第119篇.　　2017.02.21-实盘翻倍有感

原创　2017-02-21　唐朝

中午，心血来潮去雪球看了看，偶然发现“老唐实盘”组合今天翻倍。

相对于一年三五倍的大神而言，两年零三个月才翻了一倍，不值得喟瑟。

但作为累计只有屈指可数的几次小量调仓，平均每天看盘时间不会超过 5 分钟，始终是满仓状态，从没躲过任何一次股灾，没抄到任何大底，没买中任何黑马，没用过一分钱杠杆的实盘，老唐还是知足于此表现。

且自认这是可以复制的投资正道，是可以慢慢一直走、一直走、一直向东北方向前进的坦途。

坚持股票代表企业所有权的理念，坚持不理解的钱不赚的原则，坚持承认无知、预留安全边际缓冲的理念，始终和持续赚钱的优秀企业站在一起，日复一日，伴随着资产增值的，是对人性的理解，对商业的理解。这就是老唐的两本书以及唐书房，始终坚持传达的投资理念。

财报，不是用来选牛股的

财报是用来排除企业的。“我最想知道我会死在何方，然后我就永远不去那里”——西海岸哲人如是说。

无论是投资还是生活，当你排除了垃圾人，排除了垃圾企业，绕开了哪些谋杀财富和生命的陷阱，快乐和增长只是多少和快慢的差异。书房的《年报浅印象》系列，是对“排除”的现场直播。

投资的大道很简单，没有什么神秘的，没有什么未成文的秘笈。在老唐看来，凡声称有无法用文字或语言表达的绝招，有某种威力无比但需要“悟”的必杀秘笈，不是_____就是_____！嚯嚯嚯，不得罪人，空格留下，自己填。

然而，顺着大道走，并不容易。因为小路上始终有暴富的幻象飘来飘去，不断有悲欢离合上演、有大起大落高潮迭起的精彩剧情，人群自然挤得摩肩接踵，对市场参与者来说，小路太有诱惑力了！

而大道上，则永远是空旷宽敞，路人脸色平静、默默前行，没什么热闹可看，一副稀稀拉拉的样子，凑不成群，一步一步，日拱一卒……Investing is simple, but not easy——Warren Buffet

备注：今年 1 月小结里写过的的少量调仓和资金抽离，雪球组合没有同步调整。一者不知道抽出资金应该怎么体现在组合上，二者现在也很少去雪球了。1 月调仓比例很小，对组合成绩影响不大。真实收益比组合高一点点，主要是持有港银而非 A 银的缘故。

恰好今晚美剧《亿万》第二季第 1 集出炉，AXE 和他的律师在赛马场里有段对话，我觉着和本帖主题非常吻合，截图来分享给大家

怎么样，有木有什么感触？

话说最近我喜欢的好剧不少：美剧《24 小时：遗产》（明天播第 4 集），《国土安全》第六季（今天播第 5 集），《亿万》第二季（今天第 1 集）。还有国产剧《射雕英雄传》（看到 24 集）、《大秦帝国之崛起》（看到 12 集），都是可以追的好剧。另外，听说《小镇滋味》和《傲骨贤妻》的衍生剧《傲骨之战》也不错，可惜忙不过来，这两部还没肉测。

第120篇.　　2017.02.22-年报浅印象9

原创　2017-02-22　唐朝

29)　晨鸣纸业　000488

公司财报数据不错，看上去增长靓丽，资本市场也挺买账，股价已经走牛一段时间了。这家公司在雪球上关注者众，大 V 看好的多，人气很高。但老唐粗略地翻看了一下年报，认为这是一家颇为复杂的公司。高手才能投，普通人还是闪避为上。

复杂点主要有 2：

1.业务多而杂；

2.融资成本和金融工具复杂。

复杂 1.业务多而杂

公司 2016 年创造营收 229 亿，净利润 20.6 亿，其中非经常性损益约 4.5 亿，融资租赁业务净利润约 9.3 亿，造纸及其他业务净利润合计约 6.8 亿。这个“其他业务”种类繁多，规模庞大，包括电力热力、建筑材料、化工用品、房地产、矿产、保险、码头等。

229 亿营收中，有 195 亿是造纸业产生的，但即便是在 2016 年由于环保压力关停众多造纸厂及其他多种利好因素叠加的大好环境下，造纸业的净利润率依然薄如纸，不到 3.5%。如果遇到外部环境不好，恐怕压力山大。

所以，投资晨鸣纸业，需要有对造纸行业的周期波动具备把握能力，更适合生活或投资环境和该行业有一定关联的春江鸭，普通投资者不占优势。更何况还需要关注众多“其他业务”的具体发展情况，对能力圈要求有点高。　　至于融资租赁业务，这两年高速发展，成为了晨鸣纸业的主要利润来源，在今年的扣非净利润里，融资租赁业务创造的净利润占比近六成。然而，融资租赁，实际上是一种金融业务，和银行放贷给某人去买设备或厂房，没什么本质区别。

在《手把手教你读财报》51 页最后一行，老唐曾写到：“所谓融资租赁，就是公司买个大件（如挖挖机、大货车、厂房、机床等）租给需要用这个东西的企业 A，双方约定 A 每年或每月支付多少租金。N 年或 N 月后，按照某价格把旧设备或厂房卖给 A。租金加上旧货成交价之和大于最初买价的部分，相当于是 A 为这笔借款支付的利息。

是不是和银行业经营的贷款业务差别不大？而且银行实际上也一直在做。这方面晨鸣纸业会有什么竞争优势呢？是经验更丰富，还是资金更雄厚，或者资金成本更低呢？哪一项比起多年积累的银行业都不会占优。哪怕晨鸣是 ABH 三地上市的上市公司，其资金成本也不会低过银行自己印的“伪钞”（看过《手 2》的应该都能理解）。

真要经验丰富，着力转型发展融资租赁，恐怕也不会同时再涉足电力热力、建筑材料、化工用品、房地产、矿产、保险、码头。看上去，更像是大型国企在造纸业前途暗淡的情况下，管理层到处乱撞，遇上各种“听说不错”的项目都投点钱试试，看能不能来个东方不亮西方亮，获取意外惊喜的样子。

而且，从资金运用的角度看，这家公司的管理层对金融业认识度非常低。为何如此说呢？看复杂 2

复杂 2：融资成本和工具运用复杂。

公司总资产 822 亿，负债 597 亿，资产负债率约 73%。然而，净资产当中包含着两项权益工具“优先股和永续债”合计 71 亿。这两样东西，虽然计入股东权益，但它们实际上的属性是债，除非公司破产，否则都是需要付息及偿还的。

加上这个的话，资产负债率就上升到 81%多，对造纸和金融这两项明显具有经济周期特点的产业而言，这个负债率高了，公司的财务比较脆弱。同时，公司账上显示的 101 亿货币资金，其中 81 亿都属于不能调动的资金，相对于 229 亿营收规模、年支付借款利息超过 20 亿、一年内需要偿还的各类短期借款 300 多亿的晨鸣而言，绷的比较紧，企业有变身千手观音的需要。

（81 亿为企业为承兑、保函、信用证交付的押金，公司下属财务公司上缴央行的存款准备金）

这还不是核心。核心是公司的负债成本非常高。26 亿永续债，资金成本约 5.9%。而 45 亿优先股，则完全是个奇葩，要么是管理层笨的要死，要么就是纯粹的里应外合喝上市公司的血。此话怎讲，且听老唐慢慢到来。

2016 年，国内利率环境是什么样子？大家若是看过老唐的雅砻江系列，大致有个印象，上市公司发债借钱的话，债券利率基本在 3%上下浮动，基本不会超过 4%。

即便是不利用资本市场，直接在银行贷款，央行公布的五年期贷款基准利率是 4.9%，稍微条件合适一点的企业和个人，都能拿到基准利率打折的贷款，且贷款利息是可以作为财务费用在所得税前扣除的。

然而，晨鸣纸业在 2016 年 3 月、8 月、9 月分别发行了三批优先股（关于优先股的介绍，参看《手把手教你读财报 2》20 页，核心意思就是如果企业经营正常，优先股就收取约定利率回报，如果企业遇到危机，优先股就转化为普通股票，成为股东）。发行条件和发行用途非常奇葩。

2016 年 3 月，发行 22.5 亿，票面利率 4.36%；8 月发行 10 亿，票面利率 5.17%；9 月发行 12.5 亿，票面利率 5.17%。看上去没啥哇，即便考虑到不能税前扣除，顶多也就是比贷款利率高了不多一丢丢，对吧？

但是，可是，但可是，还有俩附加条款：

A.优先股除了拿票面利率之外，还可以和普通股东一起共同参与公司剩余净利润 50%的分红。

所谓剩余净利润，是指当年公司从税后净利里，支付了永续债利息和优先股利息之后，所剩下的那部分。

B.满五年之后，如果公司不回购优先股，则年利率加 2 个百分点。

2016 年，26 亿永续债支付了 1.53 亿利息，优先股则按照票面利率支付利息之后，又拿了 1.2 亿分红走。这 45 亿优先股，公司支付的实际成本是多少呢？

因为有 22.5 亿是 3 月发行的，公司只用了 9 个月，另外 22.5 亿是八九月发行的，只占用约 3 个多月，加权来说，基本刚好相当于用满全年的 22.5 亿。按照票面利率付了息之外，还额外付了 1.2 亿“分红”。再考虑发行优先股的时候，给券商会计师和律师支付了 2250 万佣金，这笔钱在 2016 年内的实际年化利率高达 14%左右。有 3%~5%的钱不借，去借 14%的钱，这是不是作死？

（票面息大致可以这么估算：22.5×4.36%×9/12+22.5×5.17%×3/12）

这还不算，公司借来这 45 亿，干什么呢？其中 30 亿用以归还银行贷款，另外 15 亿补充流动资金。OMG，I 也是服了 You，不细说了。就这，你还涉足金融业？

再说这个融资租赁业务。基本按照 6.15%~10%之间收取租赁设备的厂家利息。然而，坏账准备是按照 0.5%~1%规则计提的——综合下来的实际数据是按照 0.82%比例计提的。

要知道，银行的正常贷款，也基本是按照 1.5%标准计提坏账准备的，如果晨鸣的 138 亿融资租赁余额，也按照银行业 1.5%的标准计提的话，biu 的一声，大约 1 个亿从报表上消失了。

还有，公司有美元人民币浮动利率借款 361 亿，人民币固定利率借款 280 亿。后者没啥，前面这个浮动利率借款 361 亿，利率如果上升 1 个百分点，就增加 3.6 亿支出，减少约 2.7 亿净利润。因而，投资于它，还得对利率周期有个大致的判断。

潜在威胁因素，至少有纸业经营环境周期性恶化、融资租赁业务坏账率提高及借款利率提高三项。三项合计的潜在影响，相对于公司总共就只有 16 亿扣非净利润而言，波动幅度会很大。

当然，同样的上述几个因素，如果朝相反方向发展，则也可能会带来巨大的增长。因此，对于了解造纸行业，对利率周期有一定分析能力的高手而言，晨鸣可能是个不错的参与对象。反之，如果没有这个能力，可能风来了，以为自己厉害。风去了，以为自己运气不好。不知因何而赚，也不知因何而赔。

以上，为老唐耗时不足 1 小时粗略翻阅财报后的个人浅见。

若据此决策，风险自负。

30）新华百货　600785

不小心把晨鸣写的有点多了，本篇就只写两家了。这家简单点写。

新华百货，宁夏银川的一家零售企业，营收主要来源于零售和房屋租赁，其中前者占据主要地位，约 93%，其下又分为超市、百货和电器销售，分别占据零售业务的 48%，29%和 23%。

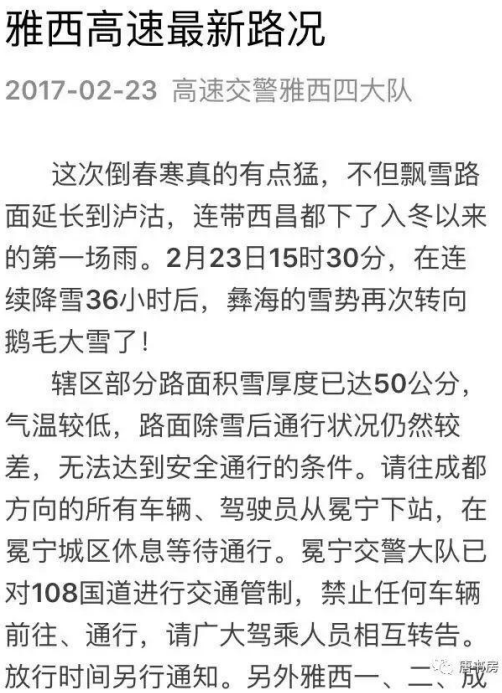
百货超市电器零售，竞争激烈，且受电商冲击很大，毛利率普遍不高，基本维持在 8%~17%之间。全年营收 44.5 亿，基本持平，净利润 0.63 亿，同比减少 54%。

当前股价 25 元多，市盈率约 90 多倍，市值约 57 亿。这种企业，没什么看头，除非股价跌个三成以后，有成为重组卖壳概念的炒作目标，否则就是个随波逐流的代码。

第121篇.　　2017.02.24-《手银》勘误及几件琐事

原创　2017-02-24　唐朝

我大成都风和日丽，按之前计划，今天要出门了。然而，喜遇拖乌山倒春寒，连续几日瑞雪之后，昨天下午变成了鹅毛大雪。看样子，还要在家温暖几日才能出行。


雅西高速最新路况

2017-02-23 高速交警雅西四大队

这次倒春寒真的有点猛，不但飘雪路面延长到泸沽，连带西昌都下了入冬以来的第一场雨。2月23日15时30分，在连续降雪36小时后，彝海的雪势再次转向鹅毛大雪了！

辖区部分路面积雪厚度已达50公分，气温较低，路面除雪后通行状况仍然较差，无法达到安全通行的条件。请往成都方向的所有车辆、驾驶员从冕宁下站，在冕宁城区休息等待通行。冕宁交警大队已对108国道进行交通管制，禁止任何车辆前往、通行，请广大驾乘人员相互转告。放行时间另行通知。另外雅西一、二、成

计划与出发前推送的勘误汇总，昨晚就写好了，还是补充两句推送给大家了。

关于《手银》的勘误

这两个月里，读者反馈了《手把手教你读财报 2——18 节课看透银行业》里的一些错、漏、别，走之前统一做个推送，各位可自行在书中修改。

感谢@随风@绿水青山@梦落华沙@俊毅@饕餮海@张留强等多位朋友的细心，也为老唐不够认真仔细表达歉意，还望各位读者见谅！

① 21 页第三段第二行，“有：企业接受捐赠的资产；”应为“有：企业接受股东捐赠的资产”；

②64 页“应付职工薪酬”小段第二行括号内的（如规定下月五月发），应该为（如规定下月五日发）；

③100 页第四自然段第二行有两个“资产减值准备”，均应为“贷款减值准备”；

④121 页表格第三行的第一个数字“10000”，应为“9950”，第三个“2.0%”，可以修改为“2.01%”（不改也可）；

⑤227 页第二自然段结尾“有急于扩张动力的中小型企业”可修改为“又急于扩张的中小型企业”，比较符合汉语表达习惯。

各位在阅读期间，若发现其他错误，也可直接留言，我下次再汇总发给大家。谢谢。

另外，按照 12 月 3 日财政部发布的《增值税会计处理规定》要求，192 页讲解的利润表“营业税金及附加”科目，自 2016 年年报开始统一修改为“税金及附加”科目。

同时，将之前归于“管理费用”中的房产税、土地使用税、车船使用税、印花税，调整入“税金及附加”科目。

由于这政策发布于《手银》成书之后，故 192 页脚注内容“房产税、土地使用税、车船使用税、印花税，归于业务及管理费用里”的表述与最新政策不符了。各位请自行备注。

除了勘误以外，再说几件琐碎事儿：

① 从 2003 年开始，每年寒暑假我都会安排个十来天的自驾游，到处走走。自儿子进高中后，寒暑假便被学校剥夺成仅剩一周，于是我和我家领导宅在家里做了三年陪读。其后又逢老唐连续填了《手 1》和《手 2》两个坑，一直没有机会出门。

今年，坑填掉了，儿子上周也返校了（大二），我和领导打算出去走走。按照领导“攘外必先安内”的大政方针，先国内后国外的规划，今春目标直指南中国区域，预计可能会出行两到三个月。这两三个月时间里，唐书房的更新频率会显著降低。老唐尽量保证一周一更吧！望各位体谅。

②近期可能是《年报浅印象》系列文章被转发到朋友圈较多的缘故，唐书房里来了不少新朋友，后台经常收到信息，如“联美”、“分级 A”、“永新”、“套利”、“开户”等关键词以及一些股票代码。

我知道公众号有关键词自动回复，但老唐这儿文章比较杂，加上老唐对这些科技东东始终有点笨，摸索着也做了些，但没那么全面。所以，发送这些关键词，并不能自动收到对应的文章。

如果在老唐出游期间，有新朋友需要翻看过去的老文章，请点击屏幕下面的菜单。唐书房开设半年来，累计超过 140 篇原创文章都在里面分类放置着。

“投资之道”下面的“投资理念”、“估值方法”里面都有老唐自认不错的文章，而“套利总结”里面则放置的一些白捡钱的方法速成。

“企业分析”下面分为四个子菜单“手银连载”，“食品饮料”，“水电能源”和“浅印象集”。其中“手银连载”因为书已经出版了，已经没什么价值了（除非你为了省三四十块钱，宁愿盯着手机看），但其他三个子菜单里的一些文章，应该还是勉强有翻阅价值的。

尤其是“水电能源”里的雅砻江系列文章有十来篇，加上国投风险系列，相对还算谈的完整。与之相比，“食品饮料”内容就比较少，毕竟过去几年，老唐在雪球上写过太多茅台及酒类了，好像该说的都说透了，书房里就没怎么多聊。

A 股、美股、港股的超低佣金福利，统一放在“书房福利”菜单里了，点击进去即可。

③公众号每篇文章下面，能够展示出来的评论，上限是 100 条。有些文章下面留言比较多，比较晚读的朋友写的留言，可能就展示不出来。这不是老唐对你的留言有啥不同看法，而是受限于微信规则。请不要误会，也不要发信息追问老唐为啥自己的留言不显示。

同时，也建议各位，留言里多一些有感而发，多一些探讨，少一些简单的“谢谢”、“赞”、“很好”，也尽量不要单独发个笑脸大拇指什么的。

顺告：老唐不代看财报，不接受点杀，类似“老唐，帮我看一下 301024 的财报”、“老唐，我付 300 块钱，帮我看一下 001024 的应收账款里的 XXX 是怎么回事”，或者“老唐，601024 能不能买啊？”这一类的信息，请不要发送，谢谢。

祝各位投资顺利，天天开心！

第122篇.　　2017.03.01-年报浅印象10

原创　2017-03-01　唐朝

出游第四天，在川滇交界的泸沽湖。几日里忙中偷闲看了几份年报，很遗憾，没一家看的上眼的公司。

因为出游造成的时间稀缺，以及最近年报发布数量增多的原因，从下一份的年报浅印象开始，将不再逐份看，改成有选择的阅读。

31）佳创视讯　300264

典型性价值毁灭型企业。年报摘要看了半天，没看懂公司到底是干什么的，一堆云里雾里的词，但好像就是个卖有线电视机顶盒，以及机顶盒里集成一些软件啦、广告啦什么的。

从来没见过哪个用户去市场上买过机顶盒，都是广电强行配的，所以，公司的客户应该是各地广电系统。广电已经在大踏步走下坡路了，依附于广电的公司自然也捞不着什么好。2016 年营业收入 2.3 亿，营业利润为-258 万，就这，还是靠利息收入 286 万撑着，否则就是-544 万啦。

营收 2.3 亿，应收款 2.2 亿，基本上白条子相当于一年的营业收入，这种公司能赚个铲铲钱。公司的真正赚钱的“主营业务”实际有二：①把 IPO 圈来的钱，放在银行买理财产品或者投资；②拿政府补贴。

2016 年，光政府补贴拿了 1320 万，理财和投资差不多投入近 3 亿本金。最终获取净利润 1360 万，增长“高达 90%”，净资产收益率 2.2%。如果公司 IPO 以后，全员放假拿工资，把从股市里融来的钱，直接全部买成理财产品，可能收益还要好看些。

目前公司净资产 6 亿多，其中商誉和软件著作权这种虚无缥缈的钱占了 2 亿多，实际资产额跟 IPO 融资总额差不多。只不过通过上市这个把戏，让拿出 4.3 亿现金的股民，变成了 4.3 亿资产的约 15%份额的所有者，以及一个可以交易的 3 字头代码。然后这 15%份额拥有者们说，现在这 15%的价值是 47×15%=7 亿（当前市值约 47 亿），爆赚了 60%多。

股市/故事，就是酱紫。

这东西，也就值个壳钱。

32）保税科技　600794

张家港保税科技股份公司，从事化工品代理贸易、港口卸货、仓储及物流业务的。刚看见这名字，脑袋里默认成张家口了，想半天那儿怎么会有港口呢？后来翻看公司地址才反应过来，是江苏省张家港市。

看了一眼经营情况，也是个苦力。2016 年营业收入 8.4 亿，净利润 2500 万，扣非净利润 988 万，净资产 20 亿，净资产收益率 1.3%。

主要代理的（及仓储搬运的）化工品名叫乙二醇（MEG），这东西主要靠进口，所以，在江苏省张家港市卸货和运输，就是这家公司的业务。总体来说，其业务既要取决于国内厂家对乙二醇的需求量，还要取决于厂家在什么地方卸货最便宜，整个长江沿岸所有的城市，都可能是业务竞争对手。

这生意模式决定了，不可能获取什么高额利润。当前约 70 亿市值，300 倍市盈率，没什么了解价值。

33）新力金融　600318

2016 年由原安徽巢东水泥股份公司重组而来。将原水泥资产打包卖给了海螺，同时注入了一堆原安徽省供销社旗下的类金融业务，实现了借壳上市。

营收 8 亿，但是其中有 1 月和 2 月原巢东水泥的营收，后面注入的类金融，创造营收约 7 亿。因为是

借壳上市，所以同比数据失去意义，相当于是新股。

当前市值约 75 亿，全年有扣非净利润 6800 万，但旗下类金融业务没有分类披露详细营收、净利和归属股份公司净利润，无法细看。总体来说，公司从事的融资担保、小贷公司、典当、融资租赁、互联网金融（p2p），都是业务复杂，调节余地大，报表可信度低的业务。

而且这五项业务之间，并没有什么核心联系，看上去是一堆不相干的东西，打包凑数上来的。规模普遍偏小，例如融资担保业务 6500 万营收；p2p 业务 3000 万营收；典当业务 1.1 亿营收；小额贷款和融资租赁规模稍微大点，分别有 1.35 亿和 3.76 亿营收，但在各自对应领域里，也是小不点儿级别的。

没有观察价值。

34）东旭蓝天　000040

深圳东旭蓝天新能源股份公司，中国股市元老，最早的深圳市宝安县搬运公司，1994 年改制上市，简称深鸿基，2009 年宝安集团入主，更名为宝安地产，2015 年东旭接手宝安股权，成为公司大股东。2016 年增发融资 95 亿，收购大股东新能源资产，2016 年 7 月更名为“东旭蓝天”。

因而，公司主业现有两大块，原来的房地产+新注入的新能源：光伏电站。两块业务全年营收合计 37.7 亿，净利润 1.75 亿，扣非净利润 1.27 亿，经营现金流净额为-2.8 亿，净资产收益率 2.85%。新能源部分营收 21.9 亿，毛利率 12.63%，房地产部分营收 15.1 亿，毛利率 22.14%。

报表合并范围有 130 家子公司，其中光伏发电部分，主要由全资子公司四川东旭电力工程公司和西藏东旭电力工程公司创造，前者营收 16.84 亿，后者营收 4.87 亿。然而，年报披露信息粗糙，既没有新能源的发电量，上网量，电价等数据，也没有房地产的销售面积，销售单价，销售额等数据，无法进一步研判。

按公司的口径，未来主要发展光伏发电业务。当前公司名下已经有 800MW（80 万千瓦）光伏电站“启动建设”，同时有 3GW（300 万千瓦）已经备案。这个规模与雅砻江的“雅砻江流域沿岸将布局风电场址约 80 个，测算装机容量 1261 万千瓦；光电场址约 25 个，测算装机容量 1816 万千瓦。”相比，完全是婴儿级别，而市场现在给它 90 多倍市盈率，170 亿左右市值。对照两投拥有的雅砻江当前 10 倍左右的市盈率，瞬间就让我失去了读东旭的动力。

不过，按照上面的“启动建设”和“备案”的说法，好像东旭自己的光伏电站还没有投产发电？川藏两家的营收，难道真如公司的经营范围“建筑、安装”所暗示的那样，是帮别人建电站赚的？匆匆一眼，没找到解释，谁关注这企业的，分享一下。谢谢。

35）道氏技术　300049

广东道氏技术股份公司。“道氏技术”这个词组，扯的心口一痛，勾起了 22 年前熬更守夜苦心研究道氏理论及波浪理论等高等技术，最终成功爆仓，导致四个口袋一样重，苦熬好几年才翻身的痛苦记忆。

结果，此道氏非彼道氏，这家是给陶瓷厂供应陶瓷釉料、陶瓷墨水以及辅助材料的公司，跟炒股技术完全不搭界。

公司核心产品是陶瓷墨水、全抛印刷釉和基础釉料，2016 年分别创造营收 3.8 亿、2 亿和 1.4 亿，合计占据公司总营收的 90%，三项业务毛利率分别为 44%、41%和 28%，在制造业里面还算日子过的不错的。2016 年净利润 1 亿，净利润率 1/8，Roe9.3%。公司总资产 18 亿，净资产约 11.7 亿，负债率约 1/3 强，合理偏低。

总体来说，是制造业上游企业，具备一定的竞争力，其景气度受下游产业经济周期影响较大，这种企业，实际上是典型的传统行业，通常资本市场应给予较低市盈率倍数估值（例如 10~20 倍之间）。

然而，当前市值约 80 亿，约 80 倍市盈率。原因，除了企业是 3 字头的神创板之外，上市两年多以来，通过 ipo 资金和后来的再融资，又或收购或入股，请来了一堆新鲜题材护体：石墨烯导电剂、碳纳米管导电剂、三元复合材料、锰酸锂、磷酸铁锂、钛酸锂，另外还有金融业“商业保理”业务。

这些东西，估计 99%的市场参与者，都是每个汉字都认识，串在一起不知道是啥意思（老唐也不知道），反正就是听着好像挺高科技的，不管三七二十一，炒呗，反正大家都不懂，说多好都行（其实 8 亿营收里 7.2 亿都还是釉料提供的）。

公司上市两年多来，主业已经从陶瓷釉料转化为“三轮驱动”：陶瓷釉料、新能源材料（里面还分几个小轮子）、商业保理。在我看来，公司财报里经常用到的“双轮驱动”一词，是暴露了企业经营者对本行业前景的悲观，或者企业发展面临某种天花板，所以才不得不另外寻找新的投资渠道，这样，守住老阵地，寻找新项目，被写手们美名为双轮驱动。这个勉强还有一定的合理性，当然，它也不如独轮驱动。

独轮代表企业经营者不仅认为自己所处的行业大有发展，且通过不断的金钱及精力的投入，本公司可能依托现有经验和优势，在本行业内占据越来越大的市场份额。这种独轮企业，即便有扩张，一般也是依托自己的主业，向产业的上游或者下游延伸，使现有经验和资源和新进入行业具备一定的协同性。

而所谓的三轮驱动四轮驱动，乃至更多的五轮六轮七八轮，就完全是不靠谱的代名词了。明显属于企业经营者即不看好本行业发展，同时又对新投入的行业没什么信心（表现为不愿意将资金和企业资源向第二个轮子集中），更糟糕的是，这种广撒胡椒面的行为，不仅代表企业决策层对自己能力和眼光没信心，同时也表明对股东金钱也不够负责。

因此，当一个陶瓷釉料老板，开始将金钱投入到石墨烯、三元材料、叽里呱啦锂电池、商业保理服务时，就展示了又一个企业家被资本市场的快钱毁灭了，不会有什么太好前途了。

唐门暗器 1：独轮车最好，二轮可看，三轮四轮已经不安全、五轮六轮纯博傻——括弧：主业为投资的控股型公司，例外。

文末，受万 1.5 佣金的券商委托吼一声：“受某种原因影响，也许该活动持续不了太久了（只是“也许”，我们正在努力捍卫继续提供低佣服务的权力）。有超低佣金需求的（谁能没有呢，10 万资金账户，一年省一台 iphone），且名下没有开满三家券商的，建议抓紧时间办理。一旦开通就是终身有效的，不受活动是否持续的影响。”

老唐也不好细解释，只说三点：①大券商，又省钱又好用，真实性经由老唐亲身肉测过；②点击超级福利可查看详情或点击“阅读原文”报名；③“书房福利”里的链接在，就说明活动持续中，反之，就是 over 了。

第123篇.　　2017.03.06-年报浅印象11

原创　2017-03-06　唐朝

前面的浅印象系列 10 篇，是按照年报发布顺序逐个看过来的。最近，一者由于出游在外，　可用于阅读年报的时间少了；二者年报进入发布密集期，每日发布年报数量大大增多了。这一少一多，决定了不可能再逐个看下去，所以，只能跳过部分企业了。

大体上，我打算先排除净资产收益率低于8%的企业。净资产收益率（Roe）较低，代表公司当年资源利用成果较差，获利能力不足。然而，需要提醒的是：当年获利能力不足，并不代表企业没有前途，也不代表股价不会涨。比较典型的例子是始终没有盈利的亚马逊，股价一样上涨两百多倍，国内也有类似案例，比如京东。

错过这种“现在不赚钱但未来可能很赚钱”的企业，可能是保守投资者宿命。我们喜欢“现在就能赚到真金白银，且这种赚钱能力未来还会持续甚至加强”的企业。不喜欢“现在不赚甚至亏损，但未来可能会大赚”的饼——因为我们怀疑自己有能力看出这种“可能”，同时还怀疑即便是现在看到的可能，未来也会有无数变化导致成为不可能。

事实上，这就是巴神公开申明过很多次的企业选择基本原则：具备已证实的持续盈利能力。因为剥壳虾对未来盈利预期不感兴趣，对由亏转盈的“反转”公司也不感兴趣。

这条规则就限定了，走巴神一派的企业投资者，可选择的企业只能是“现在已经很赚钱的企业”。然后，阅读年报要做的事情，就是尝试去认识和理解：

①该企业现在赚的是真钱吗？

②它靠销售什么产品或服务赚到高收益？

③同行或潜在竞争者能否通过提供相同价格下更好的，或同等品质下更便宜的产品或服务来分一杯羹？

④如果不能，是由于什么因素？

⑤该因素在可见的未来，是会维持不变、会越来越强、还是可能越来越弱？

⑥当前估值处于什么水平，是明显低估、明显高估，还是介于两者之间？

其次，我会在ROE高于8%的企业中，继续跳过一些我无法理解的商品或者服务。某些产品或者服务，涉及的相关专业知识过于复杂，受限于个人知识储备，我可能无法理解它销售的是什么，也无法理解该行业的竞争情况，技术储备，未来前景等，所以无法做出相关判断，这样的企业我也会跳过。

这同样也是巴神表达过的名言：我们不挑战恶龙，我们只是躲开它们。我们投资，不是为了体现自己的能干或与众不同，而是为了最大化获取确定性的利润。难度太高的行业，留给具备专业知识的人或者困难挑战爱好者。

最后，我会跳过上市未满三年的企业。在《手把手教你读财报》一书中，老唐说过由于中国的资本市场环境和造假惩罚机制的原因，我自己不会投上市未满五年的企业，无论它看上去有多好。因为我无从推敲它的财报数据的可信度，为自己金钱负责，我选择宁放过、不踏错。既然确定不投上市未满五年的，那么上市未满三年的公司财报，可以暂时不看的。

至于估值高低，倒可以暂时不在考虑范围。只要公司盈利能力可持续，即便现在估值太高，也可以关注着，慢慢学习、慢慢等待。

这样三个基本原则筛下来，可以看的企业就大大减少了。不过呢，可以当段子和笑话看的年报也少了。这个遗憾受限于时间因素，暂时只能接受了。也许以后时间宽裕的时候，我会回头去淘那些比段子水准还高的董秘杰作。

下面说企业。

因为前几天游完泸沽湖后进入云南，路过丽江，重游了一次。恰好有两家公司和丽江有关，且都已经发布了 2016 年报，老唐就来聊聊对它俩的浅印象。

36）丽江旅游　002033

这家公司主业比较清楚，就是扎根丽江，做深丽江旅游相关产业。其大股东是玉龙雪山管委会，主要业务分为四大块：①玉龙雪山上的三条索道；②印象丽江的演出；③酒店；④以上旅游的相关配套服务，包括餐饮，旅游产品出售，雪山观光车、旅行社等。这四大块业务中，牛鼻子就两大块，索道和印象丽江。

③和④两部分里，酒店业务，一直不景气，2016 年亏损 3323 万，2015 年亏损 3727 万；④里面的一大堆参股控股配套企业，营收规模都很小，综合下来，年净利润也就几百万，可以忽略。唯一稍微不错的观光车业务，年营收八千多万，净利润有近四千万，可惜公司只拥有 20%股份。

索道是重中之重（三条索道现均为公司全资拥有），2016 年索道收入 4.55 亿，占公司总营收 7.8 亿的 58%。由于毛利率高达 87%，索道产生的净利润约占公司全年净利润的八成以上。其中尤以玉龙雪山冰雪公园索道（当地称大索道）创造了 3.96 亿营业收入及全公司七成以上的净利润。因为只要到玉龙雪山的游客，基本确定会乘坐大索道。

2016 年大索道接客 401 万人次，同比增加 18%。其他两条索道，牦牛坪索道和云杉坪索道，不是雪山游的必需品，2016 年牦牛坪施工停运两个月，接客 8.34 万，同比减少 2.41 万，降幅 22%；云杉坪索道接客 125 万，同比减少 7.6 万，降幅约 6%。

由于玉龙雪山是丽江旅游的招牌菜之一，初次到丽江旅游的游客，必去。受益于近年来国内出游人数的不断增加，大索道这块收入属于稳定增长，过去五年营收分别为：1.6 亿、2.2 亿、2.5 亿、3.5 亿、3.96 亿。

其次是演出。由张艺谋导演的《印象丽江》，上演已经超过十年了。目前受到同类产品——主要是宋城演艺的《丽江千古情》——的竞争打压，收入呈现下滑态势。2016 年销售门票 154 万张，创造营收 1.66 亿，同比均出现约 24%的下滑。净利润 6372 万，同比下降 28%，这部分业务公司持股 51%。

由于索道收入的持续增长，公司总体营收相当稳定，基本上一副旱涝保丰收的模样，过去五年营收分别为 5.9 亿、6.7 亿、7.4 亿、7.9 亿、7.8 亿——2016 年的 7.8 亿，是由于实施营改增造成的统计口径变化。如果按照 2015 年同样口径还原，2016 年实际营收为 8.1 亿，增长约 3%。同样，其净利润也相对稳定，

过去五年分别为 1.4 亿、1.5 亿、1.8 亿、2 亿、2.2 亿。

通过统计过去五年丽江旅游四个季度的营收分布情况，可以清晰地发现明显而稳定的淡旺季特色：3 季度最旺，2 季度其次，4 季度再次，1 季度为淡季。

	2012	2013	2014	2015	2016
1 季占比	18%	18%	20%	18%	19%
2 季占比	27%	27%	24%	26%	27%
3 季占比	30%	33%	31%	32%	32%
4 季占比	25%	22%	25%	24%	22%

从这个淡旺季特色可知，7~9 月暑假期间，是到丽江旅游的最热时段，五一、清明、十一为其次热点，其他时候相对较少（很意外，春节居然不在其列），由此，收入时段分布+主要收入来源于玉龙雪山大索道，这两点就给我们确定了观察公司业绩变化的着眼点。

如同预测茅台业绩的核心是看基酒产量一样，丽江旅游的观察核心是寒暑假及三个小长假新闻报道中关于索道运行人次的发布数据。盯住这一点，就能先人一步地预测出该企业当年营收的大致变化。

丽江旅游的资产结构很清晰：有息负债 0.9 亿，总资产 27.8 亿。资产中，14.6 亿货币资金和约 11 亿固定资产、房产和在建工程，合计占据了总资产的 92%。

对于丽江旅游公司的估值，核心就是大索道和云杉坪索道的估值。其他部分可以互相对冲，保守视为 0。正好公司 2016 年收购了原本属于少数股东所有的云杉坪索道公司 25%股权，这 25%股权作价 0.86 亿。这个价格，可以视为老练的实业家出价。

云杉坪公司 2016 年的总资产 0.94 亿，净资产 0.78 亿，营收 0.55 亿，净利润 0.28 亿，25%股权作价 0.86 亿，即整个云杉坪估值为 3.44 亿。玉龙雪山大索道，2016 年营收为 3.96 亿，约为云杉坪索道营收的 7.2 倍，按照这个毛估估，大索道大致可估值为 25 亿。

这样，大索道和云杉坪索道合计价值约 28 亿，加上账上货币资金 14.6 亿，减去有息负债 0.9 亿，其他视为零，公司可以大致估值为 42 亿。另外 A 股市场上小盘壳股常常会有 10 来亿的壳价值，就目前，短期内暂时看不见市场壳资源价值蒸发迹象，可以给它凑个整，按照 50 亿为合理估值看待。

当前市值 62 亿，略略贵，但也不多，且目前正好有利空因素：丽江古城商家罢市抗议政府收取古城维护费，丽江旅游宰客、打人视频在网络上广泛传播等。或许利空的影响之下，有产生低于合理估值的投资机会呢！

以上估值，未考虑增长因素。实际上，丽江旅游的增长因素也不太靠谱，只能当做意外对待：主要关注①文艺演出有没有新鲜血液产生新热点，②公司及当地政府力推的大香格里拉战略能否获得旅游市场认可，③有没有以合理价格收购或参股云南其他优秀旅游资源的机会。以上三点之任何一点，若有明显、可靠的进展，可以适当提高估值水平。

以上观点，仅为老唐初读年报的浅印象，仅供参考。如果据此作出投资决策，风险自负。同时欢迎对丽江旅游有研究的其他朋友在留言区发表看法或对本文错漏之处的指正。谢谢。

另外，通过阅读丽江旅游年报，发现宋城演艺旗下的《丽江千古情》对《印象丽江》演出形成很大的

冲击，于是老唐打着陪领导的旗号，花 580 元买了两张贵宾票去“考察”了一番，很惊艳，很超值。本周，老唐会抽时间阅读宋城演艺的年报，并写出自己的浅印象。同样欢迎大家提前阅读宋城演艺的年报，然后我们一起探讨各自的看法。

第124篇.　　2017.03.13-年报浅印象12(上)

原创　2017-03-13　唐朝

上一篇里谈到丽江旅游的时候，提到了丽江旅游的主营业务之一“印象丽江”的演出收入，受到宋城演艺的“丽江千古情”的挤压,这勾起了老唐翻翻宋城演艺年报的兴趣。话说为了解“丽江千古情”的竞争力到底有多强大，居然可以打的张艺谋作品节节败退，老唐从虎跳峡回来后，特意陪着我家领导去观看了“丽江千古情”（领导笑曰：请先搞清楚究竟是谁陪谁），购买的是 290 元/人的贵宾票。

先说演出印象：超值，节目美轮美奂，完全无法用视频或者照片来表达，只有现场才能享受到那种美和震撼。丽江千古情，讲的是丽江的历史，有历史，有文化，有美女，有情色，有爱恨情仇，还有故事，有特效，有鲜肉……

虽然是淡季，但剧场里仍然有约 2/3 的观众（一天演两场，据年报数据，旺季最高纪录是杭州的单日 15 场）。整场表演过程中，不断有观众的惊叹声和自发的鼓掌，散场时，听到不少老头老太感叹：这钱花的值。

看了丽江千古情之后，我能想象，宋城千古情、张家界千古情、三亚千古情、九寨千古情……会各有各的特色，都会让观众满意而归的，而且它们是互联网和影视所无法替代的真正的“体验经济”。难怪宋城千古情能成为全世界单场演出场次最多，观众最多的表演。

很神奇的是，这套节目依赖于编剧、依赖于创意、依赖于灯光舞美、依赖于舞台机械等等，却完全不依赖于明星。整场表演中的任何一位演员，都可以轻易被替代，且丝毫不影响节目的观赏性。

观众最终是冲着“千古情”这个品牌来的，而不是冲着大牌张三、明星李四、网红王五。节目依赖的这些东西，恰恰是可以大量拷贝，大量重复，精益求精，并在不断的扩张中持续降低成本的东西。这构成了宋城的竞争优势。

据说董事长黄巧灵先生（名字非常女性化，然而的确是位男士，芳龄 58，讲话温柔，带有很强的自信）有一套“千古情系列宝典”，来自于十多年的演出和修改经验。

他曾说：“宝典由将近 1000 个要素组成，包括旅游人群、辐射区域、地区经济、文化底蕴等大类和演出实操的各类标准。例如，在进行异地复制时，如果当地条件能够满足宝典中的 700 多条，就基本可以落地，如果只能满足 500 个要素，就很难成功，宋城会谨慎考虑。”——这类似于肯德基麦当劳一样，将产品标准化、流程化了。

翻阅了宋城演艺的年报，公司的资产比较清晰，大致结构如下：

①现金及类现金资产约 18 亿，包括现金 10 亿、其他流动资产（主要是银行理财产品）4.5 亿、交易性金融资产 1.7 亿（公司闲钱做的国债逆回购）、代售资产 1.6 亿（约定 3.31 日前交割的股权）；

②固定资产及土地等合计约 31 亿，主要包括固定资产、无形资产（土地）、在建工程及其他非流动资产（预付的工程款、土地款）；

③商誉约 24 亿，主要是收购六间房和容中尔甲公司的溢价。核心是六间房溢价，有 23.7 亿。该资产

是公司未来经营过程中的一个不确定因素，后面谈。

合计总资产 75.7 亿，上述三部分占了 73 亿，其他仅 2 亿多。负债方面，有息负债就一项：工商银行贷款 4 亿，利率为基准利率的 9 折，其他 6 亿为经营性占款。

净资产约 65.6 亿，少数股东权益占比很小，仅有 1.6 亿。少数股东权益主要是九寨沟项目的 20%股权和藏谜公司原股东容中尔甲持有的 40%股权。如果将公司 2016 年资产负债表做个简化版，大致如下表

资产		负债及所有者权益	
类现金	18 亿	有息负债	4 亿
经营资产	31 亿	经营占款	6 亿
商誉	24 亿	净资产	65.6 亿
其他	2.7 亿	归属母公司股东所有净资产 64 亿	
合计	75.7 亿	合计	75.7 亿

看过资产负债表，再看利润表反映的经营情况。2016 年营收 26.4 亿，同比增长 56%或 9.5 亿。扣非净利 8.87 亿，同比增长 40%或 2.53 亿。

应收账款可以视为 0。报表上有 1479 万应收款，主要是支付宝和微信支付等，估计是结算周期内的短暂拖延，可谓无风险应收。还有 4458 万其他应收款，主要是某些土地及项目的押金，以及石林景区项目清算后，地方国土局应退土地款，也是合理及无风险应收款。

全现金收入，经营现金流净额远高于净利润，属于老唐最喜欢的企业类型。

公司营业收入来源目前主要是两大块，一是网下业务：千古情演出及主题公园收入；二是网上业务：六间房直播业务出售虚拟物品分账。

先说网下业务，这部分主要是宋城（杭州）、三亚、丽江及九寨四个千古情演出及围绕演出打造的配套游乐项目。2016 年除杭州受 G20 峰会影响，客流量下滑导致营收同比下滑 2%以外，其他三个景区均保持着两位数以上的增长。

2015 年（2016 年的尚未发布）全国旅游演出票房十强榜上，1997 年推出的《宋城千古情》长演不衰，仍然雄霸榜首，位列第 1；2013 年推出的《三亚千古情》名列第 2；2014 年推出的《丽江千古情》名列第 5；2014 年推出的《九寨千古情》名列第 7，全部榜上有名。（3 和 4 分别是《印象丽江》和《印象刘三姐》，6 是广州长隆的《魔幻传奇》）。

根据宋城演艺和丽江旅游年报披露的最新数据，2016 年《丽江千古情》已经以 2.23 亿营收，远远地将《印象丽江》的 1.66 亿营收甩在了身后（领先 34%）。估计 2016 年前三强将被宋城演艺旗下节目包揽。

以上演艺项目，平均毛利率超过 70%，竞争力相当喜人。

	营业收入	营业成本	毛利率	营收同比	毛利率同比
杭州	6.88	2.06	70%	-2%	0%
三亚	3.07	0.77	75%	19%	-2%
丽江	2.23	0.6	73%	30%	10%
九寨	1.49	0.47	68%	14%	2%
合计	13.67	3.9	71%	8.5%	1%

（吐个槽，公司披露的年报摘要第 7 页，居然把营业成本一列，写成营业利润，把营业成本同比写成营业利润同比。

关键数据科目披露错误，误导老唐进入错误数据关系里去，为数据间逻辑关系浪费的时间足够啃 3.59

个猪蹄了。

财务总监兼董秘陈胜敏先生必须给个差评+，但看在你以财务总监身份临时被抓差来顶替董秘一职，尚不熟悉董秘工作的份儿上，勉强原谅你了）

2017 年 G20 影响因素没了，以常理推测，杭州项目将会恢复增长，加上其他三个千古情的正常增长，单独看现有的演艺及公园这部分，老唐认为 2017 年将收获 15%以上的增长。

除了上述四个项目以外，主打西周文化、青铜器主题的长沙宁乡项目，已经于 2016 年国庆试营业，2017 年五一正式开业。这个项目，是公司一个崭新的尝试。

该项目由当地企业投资 25 亿，宋城公司负责提供品牌授权、规划设计、协助建设、剧目创作、互动体验项目设计、开业筹备等一揽子服务，为此，宋城公司将得到 2.6 亿元服务费（2016 年已经确认 1.17 亿，剩余 1.43 亿应该于 2017 年内确认）。

同时，当地投资方承担项目日常全部运营费用，宋城公司提供经营管理。宋城公司抽宁乡项目“年可支配经营收入”的 20%作为管理费。

这个“年可支配经营收入”，具体是个什么口径，老唐没找到解释。推测应该不是营业收入的 20%，可能是营业收入减去营业成本后的 20%。按照毛利率 70%+估算，约相当于营业收入的 15%。

该项目若获成功，公司就趟出了另外一条轻资产扩张的道路。利用整整 20 年积累的项目设计和运营经验，从全部靠自己投资建设运营，拓展到品牌和管理输出，利用别人的资本获利的扩张阶段。可以想象，扩张速度将不再受限于资本规模，从而具备了快速复制、快速扩张的可能。

以三年的目光来看宋城的发展。2016 年杭州、三亚、丽江、九寨四个项目（九寨项目，公司持股 80%，其他三个是全资子公司），加上宁乡服务费收入（1.17 亿，净利润估计约 0.7 亿），合计获得净利润 6.5 亿。若参照 GDP 增速 7%左右考虑公司这部分业务的利润增速，到 2019 年末这部分可以获取的净利润约 8 亿。

同时，2018 年《上海千古情》和《漓江千古情》开业，2019 年《张家界千古情》和《澳洲黄金海岸传奇王国》开业。其中《漓江千古情》是和上市公司桂林旅游合作的，公司持股 70%，桂林旅游持股 30%，其他项目为公司全资。

假设上海、漓江、张家界和黄金海岸四个项目，以及未来三年里也诞生一项类似宁乡的品牌管理输出项目，他们合计在 2019 年也达到现有四个项目 2016 年的净利润水平 6.5 亿——桂林和张家界的景区号召力，丝毫不低于三亚、丽江和九寨沟，且位于国土中部，更靠近经济发达地区。而上海则会有三台节目，《上海千古情》、与上戏及加拿大戏剧学院合作打造的沉浸式多空间剧目《上海都魅》和《紫磨坊》，公司计划用这三台节目打造“东方百老汇”，填补上海文化演艺市场空白。

按此估算，新旧项目相加，可以预计的 2019 年宋城演艺演出及公园部分，净利润约 14.5 亿。鉴于这部分业务毛利率超 70%，净利润率与茅台相当（税负远低于茅台的缘故），现金流状况良好，且具备不断复制可能，属于高确定性业务，个人认为 20~25 倍市盈率是可以给的，即公司 2019 年演出及主题公园部分，将带来 290 亿~360 亿之间的市值支撑。

公司现有的项目集中在景区，其特点是必须依赖知名景区，且项目不可以距离景区太远（例如 2016 年清算的武夷山项目，就是项目位置距离核心景区太远）。其背后的含义，是游客不是为了看千古情来该地区，而是因为来著名景点旅游，顺带看个节目。

这个“顺带”，术语上叫做观众转化率。观众转化率=旅游演艺售票量/当地接待游客总量。2015 年我

国旅游演艺市场观众转化率前十强旅游目的地是：丽江 21%、三亚 14%、阿坝州 10%、峨眉山 7%、拉萨 5%、张家界 4%、杭州 4%、桂林 4%、珠海 2%和武夷山 2%。即便不参考纽约演艺市场 24%的观众转化率，只看同属本国的丽江三亚转化率水平，张家界、杭州、桂林等地都还有很大的提升空间（转化率数据源于东莞证券研报）。

公司 2016 年财报里体现的新项目，是公司战略的全面展示：景区复制（张家界、桂林），海外扩张（澳大利亚）、从景区走向城市（上海）、轻资产输出（宁乡）。从这个意义上说，老唐上面说的 290~360 亿，很可能低估了这部分的成长。因为这后三种模式，任何一种的成功，都是开创了一个蓝海，尤其是城市演艺。

记得大约十年前吧，有沈阳的朋友招待老唐看刘老根大舞台，那是一种过节一样的气氛，是一种在桑拿洗浴喝酒 K 歌打牌之外的社交方式。个人觉着以宋城的创造力和品牌，城市演艺部分的发展潜力不会低于景区演艺。

能理解的东西说完了，接下来谈谈不能理解的东西。

请接着阅读《年报浅印象 12(下)》

第125篇.　　2017.03.13-年报浅印象12(下)

原创　2017-03-13　唐朝

能理解的东西说完了，接下来谈谈不能理解的东西。

	营业收入	营业成本	毛利率	营收同比	毛利率同比
千古情	13.67	3.9	71%	8.5%	1%
六间房	10.9	5.45	50%	195%	-1%

公司营收，除了千古情演出及主题公园外，另外还有一大块是公司 2015 年花了 26 亿收购的互联网直播平台六间房公司带来的。营收 10.9 亿，毛利率 50%，净利润 2.35 亿。

据财报介绍，六间房是中国最大的互联网演艺平台，有 22 万名签约主播，月均访问用户 4350 万，每月人均充值 681 元。这些钱干嘛呢？买虚拟物品送给主播，然后公司和主播二一添作五，各拿一半。

很惭愧，老唐从来没上过这种网站。为了理解宋城演艺，花了足足一个小时上 6.cn 去观摩。搜索 6.cn 后，看见公司给六间房的定位如下

老唐第一反应，这是个擦边涉黄的网站，估摸着就是展示乳沟、大腿、跳艳舞及各种发嗲的地方。

老唐“兴冲冲地+饱含窃喜地”登录了以后，大失所望。点开好几个主播，穿的都挺严实，聊的内容也跟 sex 毫无关系，主要以闲扯淡和讨打赏为主。

前后晃悠了一个小时的样子，老唐彻底懵圈了。这样也有大堆人打赏？这种直播可以让用户“人均月充值 681 元”？老唐看一大堆材料，揉入二十年铁血割肉经验，敲几万下键盘，写一大篇诚意九足（不敢说十足）的投资分析，所得打赏通常也就在 50~500 元之间波动。

一个美女（有些甚至还算不上美女）坐在镜头前瞎扯些闲话（今天我崴了脚，今天我买了个靠垫，今

天我去理疗了），或者跳一段水准相当一般的舞蹈（不是钢管舞，也不是脱衣舞）然后一群人丢钱进去？？天哪，这是些什么人？他们究竟在购买什么？老唐觉得自己大脑已然短路了——真心理解不了。

当然，理解不了，并不代表这些是假的。虽然老唐没玩过直播，但知道有很多依赖直播获利的企业存在。唱歌的、吼麦的、翻跟斗的、吞刀片的、拼酒的、吃虫的（甚至听说还有直播吃翔的），林子大了什么鸟都有，价值观的多样化，也是这个世界可爱的一面。

只是，理解不了，就没法判断六间房营收的真假，无法判断其未来盈利能力是否能够持续，无法判断企业价值的区间。依照老唐的小人之心猜测，六间房这种业务，营收和净利润造价太容易了。只要能在资本市场上卖出 26 亿的高价，拿个几亿出来砸砸漂亮姑娘又能怎样？

2015 年宋城演艺花 26 亿收购的六间房（2015 年 8 月并表），2015~2018 年的业绩承诺为 1.51 亿、2.11 亿、2.75 亿和 3.57 亿，期间承诺利润总和接近 10 亿。因为有此高额净利润承诺，收购产生了 23.7 亿的商誉资产（收购价格高于可辨认资产公允价值的部分）。

如果未来六间房持续盈利，这部分商誉就始终在报表上，反之，如果未来盈利能力下降乃至丧失，这部分商誉就要做减值，从某年或者某几年的利润表里当做费用扣除。因此，六间房盈利能力的判断，对宋城演艺未来估值至关重要。然而，这个能力，老唐没有。

近期，公司通过六间房还要花 3.8 亿收购一家从新三板退市的手游公司。手游，老唐从来没玩过。老唐的手机上任何游戏都没有。但我见过很多人沉迷于手游，知道这东西确实能够赚钱。

然而，要收购的标的公司，是否能在被腾讯和网易占据超过 7 成以上份额的手游市场中持续盈利，老唐也不懂做判断。不过，看过周五的业绩说明会实录后，老唐倒是认同直播+游戏，会产生 1+1>2 的效果，可能会是一个很不错的增长点。

至于直播和手游之外的针对二次元用户的二次元游戏、二次元社区、二次元衍生品、女团养成、声优 app 等等，老唐更是一头雾水。好不容易通过度娘，知道了所谓二次元就是虚拟世界，就是二维平面内容，是喜欢漫画游戏的群体。对这部分会如何发展，也只能是两手一摊，嘟囔一声“偶唔知”。

但是，有一点事关股价博弈的东西是能够确认的，六间房的业绩承诺，无论通过增长还是伪增长手段，应该是有把握完成的。2018 年为 3.57 亿（手游公司 2019 年承诺利润为 0.65 亿，但手游公司属于六间房的子公司）。假设 2019 年市场预期六间房能有增长或者维持不变，加上 2019 年能够预期的演艺部分利润约 14.5 亿，合计 2019 年公司净利润大致可以做到 18 亿。

如果市场届时给 20~25 倍市盈率（总市值不大，有高科技题材，有实实在在的盈利和现金流，在当前的利率环境下，20~25 倍市盈率的推测，应该不算过分乐观），市值约 360 亿~450 亿之间，相对于目前 300 亿市值，三年约能获得 20%~50%的确定性收益。

也就是说，当前投资宋城，仅以三年为时间跨度看，演艺部分有很大概率可以撑住当前市值。而线上直播、手游、二次元、叽哩哇啦咕噜嘎这些黑科技东东带来弹性。

只要这些黑科技不崩盘，不导致商誉减值，即使没有预计的那么好，哪怕只有预计的一半好，可能都会给投资者带来相当不错的回报。反之，若是吻合公司预计，甚至超越公司预计，那就是数钱到手软的企业了。

这个决策挺艰难的：

①企业上市 6 年零三个月了，满足我的上市时间要求；

②上市以来营收和净利增长都不错，展示了良好的管理能力。确实是干事的实业家，不是资本玩家；

③商业模式很好，具有不断增强的竞争优势。一直保持高 Roe，且暂时看不见构成威胁的竞争对手；

④演艺业务未来有看的见增长；

⑤管理层下注的另外一半东西，我完全不懂，无法估值。

用公司战略“六个宋城”来对应总结，就是①演艺宋城和旅游宋城，是企业基础，可以支撑三年后的当前市值；②国际宋城，是中性内容，值得探索；③网红宋城、IP 宋城、科技宋城看不懂，是赌管理层、赌人性的一面。总体来说，以三年时间长度看，是一个赌错了大概率不输本金（输时间，输机会成本），赌对了能够大赚的赌局。

若是现在市值 200 亿，就好办多了，相当于“买线下、送线上”。然而，现在是 300 亿！想来想去，我还是决定买点观察哨，如果一路向上，那就不是我的菜了。如果有幸还能跌下去两三成，我就信一回黄董和刘岩，入场下注。

潜在风险：

①线上业务衰退，导致商誉减值；

②线上涉黄或涉及反动内容被有关部门整顿，导致商誉减值；

③城市演艺及海外演艺水土不服，营收远低于预期；

④黄氏家族内部纷争，导致企业管理层及核心员工流失（黄巧灵的很多兄弟姐妹及其他亲属参与公司管理）；

⑤年仅 41 岁，持有公司二十多万股股票的董秘董昕，在年报披露的前一天突然辞职，是真的有个人原因，还是背后藏有其他负面故事（公司临时用没有董事会秘书任职资格的财务总监顶替董秘一职，可以推测董昕辞职前并没有和公司有过良好的沟通）。

不小心写了六千多字，完全没有看烂企业财报那种犹如读段子的快感。

也不知道大家有没有兴趣在手机上读这么长的分析文章……

第126篇.　　2017.03.15-聊聊宋城定增方案

原创　2017-03-15　唐朝

昨天早上，老唐推送了关于宋城演艺的年报浅印象，晚上宋城就出了个拟定增公告，导致 14 日股价大跌。很多朋友后台发信息和留言问老唐关于此事的看法。由于在外旅游，老唐还是从这些信息和留言才知道这件事儿。晚上抽空看了公告，简单聊几句老唐的看法，也算对浅印象 12 的补充。

首先要明白的是，公司已经铺开的项目，必定需要资金投入才能落成并产生效益，这个是铁的事实。企业投资人（炒代码之外的那拨人），都应该明白这个事儿。

要钱，无外乎三条路：挣、借债、发股。挣，太慢。公司 2016 年净利润八九亿，若是按这个速度攒钱投资，现有项目没有十年搞不定（周期拖的越长，成本越高）。

借债本是对股东最有利的筹资方案。按照公司做的项目财务预算，内部收益率基本都是 18%以上，债务融资可以最大化股东利益。然而，对于宋城来说，借债的难度比较大。

难度大在哪儿呢？公司净资产只有 64 亿，其中还有 24 亿是商誉（请回忆浅印象 12 的资产负债简表）。

我国债务融资偏重于看抵押品，靠着仅仅 30 亿左右的固定资产、在建工程和无形资产，妄图（want to）融资 40 亿，几乎是不可能完成的任务。

于是，只剩下股权融资的选择了。公司计划发行不超过 1.9 亿股，募集不超过 40.17 亿，认购对象限于基金、券商、信托、财务公司、保险公司、QFII、其它机构或自然人，总计不超过 5 名对象。

发行价格有两种方式待选：一种是按照发行前一天的日成交均价认购，优势是发行完毕就是流通股，想卖就可以卖；另一种是发行前一天或者发行前 20 天日均价打九折，优点是便宜 10%，缺点是要锁定至少一年。

我估摸着最终会按照打九折锁一年成交。因为这些投入几十亿的机构（或个人），不大可能是为了短炒来的，不会追求马上就可以卖出。否则，做个计划，请几个操盘手，花上一半个月在市场里化整为零，悄悄地进军、开枪的不要，可能到手的价格更低些，且卖出时也可悄悄撤退，无需履行公告义务裸奔。

募集的资金，约 40%建设澳洲项目，约 47%投向上海桂林张家界项目，约 8%投入现有演艺及公园科技提升，约 5%投入女团项目。

单位：万元

序号	项目名称	投资总额	发行人于项目实施主体持股比例	拟投入募集资金金额
1	澳大利亚传奇王国项目[1]	202,126	100%	161,500
2	宋城演艺·世博大舞台改扩建项目	83,026	88%	73,000
3	阳朔·宋城旅游建设项目（暨桂林“漓江千古情”演艺建设项目）	80,211	70%	56,100
4	张家界千古情建设项目[2]	64,498	100%	58,000
5	演艺科技提升及科技互动项目[3]	31,921	100%	31,200
6	大型演艺女子天团“树屋女孩”项目[4]	21,974	100%	21,900
合计		483,756	-	

除了女团项目看不懂以外，其他项目都是必投+该投的高回报率项目。按照公司九寨项目三年营收复合增长率 53%+，丽江项目营收三年复合增长率 73%+，三亚项目营收四年复合增长率 107%+的历史记录看，有理由对上海、桂林、张家界报以高度乐观期待。

至于澳洲项目，因为是首次试水海外，相比国内景区复制，确定性稍差。但这方面，老唐还是选择相信在演艺事业上滚打了 20 年的管理团队。他们能领导宋城成为拥有 30 个剧院、6.5 万个座位，超过世界两大戏剧中心伦敦西区、美国百老汇的全部座位数的“全球主题公园集团十强”，在演艺项目上的判断力一定是比老唐高一点点的（——八戒： 论智慧跟武功呢，我一直比他高一点点，可是现在多了个紫霞仙子，他恐怕比我高一点点了。沙僧： 这边有我嘛！ 八戒： 就是因为多了你这个累赘他才会高我一点点！）

至于女团，虽然不懂，但投入也就 2 亿多资金，对公司整体资金运用不会有核心影响，暂时忽略。

因此，就本次非公开发行而言，我个人认为是偏利好一些。但以 3 月 14 日股价表现看，似乎市场非常看淡且表现的非常出乎意料，这不太正常。

之所以说不太正常，是因为根据媒体报道，前段时间有大量市场机构到公司调研。这么大的融资项目，公司绝不可能是前天晚上八点二十决定的。仅仅非公开发行对象的意向沟通，项目资金需求及先后顺序确定，发行数量及融资总额确定，相关法律及财务资料准备，就是一个很大动静的事儿。而且，机构调研不可能不询问“公司最近三年计划投资那么多项目，资金来源是怎么安排的？”这类问题。

自筹和借债的现实难题，行业内人士都不难理解，顶多也就是增发数量和价格会是保密因素而已。而本次方案，是按照 21.14 元（40.17/1.9）的拟发行价格考虑的，跟市价几乎没有什么落差，绝不至于“大吃一惊，跳水出逃”。So……（此处省略阴谋论表述 234 字）

另外，本次拟非公开发行，仅仅还是公司的计划，后面还有两道坎：股东大会批准，证监会批准。按照证监会的“距离上次融资 18 个月”的再融资规定，最快也要 6 月以后才允许出董事会决议（上次公司非公开发行股票融资收购六间房，资金到位日是 2015 年 12 月 1 日）。按照公司文件的模拟，是推测 2017 年 11 月能完成本次发行。

若真是 11 月完成发行，11 月增加的 1.9 亿股本，相对于现有股本 14.53 亿而言，对于 2017 年的业绩摊薄小到几乎可以忽略。真正有影响的是 2018 全年，因为 2018 年股本已经扩大，但收到的钱还没有全部产生效益。

所以，就这次非公开发行而言，我同意独董意见：“投资项目具有良好的发展前景和盈利能力，有利于扩大公司经营规模，提高公司抗风险能力，项目具备可行性和科学性，符合公司及全体股东的利益”，以及公司的表述：“本次非公开发行股票募集资金到位后，公司净资产规模得以增加，资本实力得以提升；募集资金投资项目达产后，将极大提升公司的长期盈利能力，有利于公司的持续发展”。

继续保留《年报浅印象 12》的看法，由于线上业务无法理解——话说今晚老唐又打着研究的旗号，公然在领导眼皮底下去六间房看美女了。然而没看出新意，还是俩字“懵圈”——依然只能仅按照对线下业务的估值做决策。

大致上我是这么准备的：若能跌到 240 亿市值，老唐就准备给这个上市以来，营收年复合增长超过 25%、净利润复合增速超过 30%的公司一次机会，入场 5%仓位；若能继续下挫，220 亿和 200 亿位置各追加 5%仓位；200 亿以下，每下跌 20 亿，增加 10%仓位，直至达到个人单只个股持仓上限 40%为止。如果永远跌不到 240 亿，那老唐就只好抱着 1000 股观察仓哭——为了你的飙涨，颓废痛苦，也为了拒绝下跌，抱着你哭——张学友，预备，唱！

Over，时间紧急，不多说了，赶紧上床侍寝……

第127篇.　　2017.03.16-下周读哪家，你来定！

原创　2017-03-16　唐朝

近期白天陪玩，晚上侍寝，再加上兼任很有前途的司机、导游和摄像职务，时间实在有点紧。今天周四了，下周的浅印象读哪家公司，我还没顾上看都有哪些公司发过年报了！虽然老唐早就声明过，不接受点杀，但近日的信息和留言里，依然有很多朋友，希望我帮着看看某某公司财报（谢谢各位的信任），索性今天偷个懒，让大家来帮我筛筛下周的目标。

大家提名公司，留言区写上公司名及代码，老唐从被顶最多的前十名里选一家或几家来读，作为下周浅印象文章的阅读对象。

提名需要遵循以下规则，否则无效：

①上市至少超过三年。即 IPO 上市日期在 2014 年 3 月 15 日以前，上市满五年的优先考虑；

②2016 年财报已经披露。最近三年加权净资产收益率（ROE）均超过 8%，若是连续三年 Roe 超过 15%的，优先考虑；

③当前市盈率 40 倍以内的优先。

解释一下这几条规则吧：

①上市超过三年，是为了获得连续审计数据，以排除陷阱。在《手把手教你读财报》一书中，老唐写过：上市未满五年的企业，我是不投的。宁放过，不踏错。

天朝对财务造假的惩罚力度，几近于罚酒三杯，而利益又那么大，难免有部分 ipo 公司在投行的暗示甚至协助下，兜售注水猪肉。发现这些注水猪，需要数年连续数据来核对。

在具备五年连续数据之前，多美的小甜甜，老唐也绝不打开钱包。毕竟市场金钱无限，永远挣不完，而老唐钱包有限，却是可以亏完的。保命重过挣钱。

②在去年 12 月推送的《股市获利的路径和逻辑》一文里，老唐介绍过自己投资理念的核心假设：

GDP 会持续增长→一国企业总和增速会超过 GDP 增速→上市公司总和增速会超过全体企业增速→净资产收益率较高的那部分企业净利润增速会超过上市公司净利润总和增速→股价由企业产生及可能产生的利润推动上涨是“确定”的上涨方式。

所以，老唐坚持只和能挣回真金白银的企业为伍，寻找其中自己能够理解的部分，并待其价格合理乃至偏低是介入。

③老唐的回报预期，大约是三年后 15 倍市盈率卖出能赚一倍就可以入手。因此，当前 40 倍市盈率的企业，若三年持续以 40%的净利润增速成长（即 peg=1），三年后若变成 15 倍市盈率，刚好维持平手，不赚不赔——三年后高于 15 倍市盈率，是市场先生赠送的额外惊喜。

这是值得花时间研究的起步价。在研究和观察的时间段里，该企业从当前水平的下跌（若能），就可能导致投资机会的产生。

若是当前高于 40 倍，则需要配合高于 40%的增速。而连续多年高于 40%的增速，需要很大的勇气或对自己的金钱极度不在乎，才能将其纳入合理假设中，而老唐即没这个勇气也不敢不在乎自己的金钱。因此，当前 40 倍以上市盈率的企业，没什么研究的紧迫性，可以明日复明日，再议。

好了，大致如此。大家留言吧，我有空看见就会让留言上墙。前面若已有人提过同名企业了，请你点赞他/她的提名，不要再重复留言了，除非你有观点要补充。谢谢。

留言建议格式：公司名，代码，上市时间，2016 年 ROE，最近三年最低 ROE，当前市盈率，其他说明。

第128篇.　　2017.03.20-伟星新材年报浅印象（上）

原创　2017-03-20　唐朝

文章开始，一定要再强调一下：本文只是老唐初读伟星新材 2016 年报的粗浅印象。鉴于该企业是大家投票选出的，老唐对其了解并不深入，仓促间本文一定有很多不足乃至错漏之处，仅作为一种企业初始研究的思路探讨，请勿依据本文草率做出投资决策。

老唐先说结论：

①这是一家能挣回真金白银的好企业。资产结构干净，产品销售顺畅，现金流良好，资产负债表和利润表都很舒服；

②公司所处的塑料管道行业，竞争激烈，增长空间不大，未来的主旋律是依赖干掉别人吃存量发展，会比较艰难；

③公司几乎没有什么可以依赖的坚实护城河。非要说有，就是这帮人和他们建立的销售渠道，具备了一些先发优势，为管理层点个赞；

④正因为行业本身发展空间不大，实际控制人更倾向于依托伟星的现金，加大在其他方面的投资。然而，目前看，这些投资风险较大；

⑤伟星的合理估值在 152~190 亿之间，当前恰好处于合理估值的下限，适合持有。对买入决策，则缺乏足够吸引力的获利空间。

下面细说。

对于伟星的好，券商研报基本众口一词，通通说好——其中有几家不说“好”的，说的是顶好顶好。她为什么就这么招人喜欢呢？

打铁就要自身硬，关键是表现够优秀。伟星是 2010 年初上市的，七年来，营收翻了三倍有余，从 2009 年底的不足 10 亿，发展到 2016 年的 33 亿，年复合增速约 20%；年净利润从 2009 年底的 1.33 亿，发展到 2016 年的 6.71 亿，年复合增速约 26%。

更为难得的是，伟星自上市以来保持的高额分红良好记录。如下表：

年份	分配方案	分掉现金	分红率
2010	10 派 3 元	0.76 亿	45%
2011	10 派 8 元	2.03 亿	92%
2012	10 派 8 元转 3 股	2.03 亿	86%
2013	10 派 8 元转 3 股	2.7 亿	85%
2014	10 派 6 元转 3 股	2.67 亿	69%
2015	10 派 6 元转 3 股	3.58 亿	74%
2016	拟 10 派 6 元转 3 股	4.65 亿	70%

单看这张表也许感觉不到呆坐投资的魅力，老唐换个说法。假设 2010 年 3 月伟星发行新股上市时，你拿出 11 亿按照 IPO 价格 17.97 元/股，将其所有新股（总股本的 25%）全部认购下来。这 7 年里，你靠分红已经陆续收回了 4.6 亿现金，目前你依然拥有 1/4 个伟星，今日市值约 38 亿（约数，由于有股权激励送股的稀释，有少许误差）。

可能你会说没那么多钱，也没有机会吃下全部新股，那么按照上市第一天的最高价 24.88 元/股——那时新股发行制度不同，中新股的基本是上市当天开盘就抛，首日一般成交量巨大——买入 1 万股，这 7 年里，你也收回了约 7.5 万红利（含税，2016 年的也算进去了，但实际还没到手），同时还拥有今天市价约 62 万元的股票。

这期间伟星市盈率从 35 倍（或 48 倍）跌到现在的 22 倍，你没赚到一分钱市场情绪波动的利润，但，那又如何？你按照 35 倍市盈率的价格 17.97 元买进，7 年年化复合收益率超过 25%；你按照 48 倍市盈率的价格 24.88 元买进，7 年年化复合收益率超过 15%。

这就是和优秀企业在一起的魅力。

注意，计算上面这笔账，可不是出于无聊，老唐是特意算出来送给各位，作为查理.芒格“买的便宜远没有买到好企业重要”投资观点的例证。

芒格说：“从长期来说，一只股票的回报率跟企业发展是紧密相依的。如果一家企业 40 年来净资产收益率都是 6%，那在长期持有 40 年后，你的年均收益率不会和 6%有什么区别——即便你当初买的时候捡

了便宜货。如果该企业在 20-30 年间净资产收益率都是 18%，即便你当初出价过高，回报依然会令你满意！”

芒格这段话比较反直觉，也和市场常见的“买便宜”的“大师语录”有冲突，但若结合优秀企业长期的经营表现和股价变化来思考，很可能会对芒格这段话有更深的领悟。

烂企业的财报，各有各的精（duan）彩（zi）。好企业则是类似的：资产结构清晰，现金流状态良好，应收账款很少甚至没有，存货管理符合经营需求、有较大数额的预收或应付等经营性占款等等。没什么好解剖的，展示一下伟星资产负债简化版，大家一眼就看明白了：

资产		负债及所有者权益	
现金及类现金	15 亿	有息负债	0
经营资产	19 亿	经营性占款	9.2 亿
股权投资	2.5 亿	净资产	27.5
资产总计	36.7 亿	负债及所有者权益	36.7 亿

其中，经营资产里，应收账款 1.7 亿，与营收之比为 5.1%，大约是半个月的销售，可以视为属于企业经营中的正常账期。

上市以来，应收账款占营收比例稳定走低，其 7 年数据为 8.2%、9.3%、8%、6.3%、6.4%、6.4%、5.1%，显示出了企业对市场和经销商的掌控力。

存货 4.7 亿，约对应 50 天销售量的库存，上市以来该数据为 74 天、55 天、57 天、60 天、60 天、54 天、52 天，稳中有降。

经营性占款里，有 3.54 亿预收，大致相当于收到款后一个月左右发货。

再看利润表，21%的营收增长，换来 38%的净利润增长。一方面是销售扩大，一方面是费用控制（这个问题后面还有深入分析），两手都比较硬。

毛利率 46%、营业利润率 24%、净利润率 20%的生意。净资产收益率高达 26%，即便按照总资产回报率算，也高达 18%以上。现金流状况良好，所有利润都是真金白银的现金（现金流量表就不上简化版了）。

对于摇旗呐喊的吹鼓手而言（例如买入、强烈买入的券商建议），看出财报数据的好，就足够了。但对于投资者而言，远远不够。我们要继续思考，这个“好”从哪里来的，可以持续吗？

伟星新材的产品主要分为三大系列：一是 PPR 管，用于建筑内冷热给水；二是 PE 管，主要用于市政供水、采暖、燃气、市政排水排污等领域；三是 PVC 管，主要应用于建筑内排水、市政和农村排水排污。

公司业务分为零售家装、市政工程、房产工程三大类。家装零售类业务主要依托经销渠道进行经营；市政工程和房产工程类业务主要通过直销和经销的方式经营。

资料显示，我国塑料管道中，主要产品就是这三类：PVC、PPR 和 PE 管，分别占据 36%、28%和 24%的市场份额。其中 PVC 广泛用于给排水、通信、电力等领域，在国内推广使用最早，也是目前市场份额最大的塑料管道，但其产量和份额总体是呈下降趋势的。 PE 管道是近几年发展最快的一类管道，也是目前市政给水系统的首选塑料管道； PPR 管道，主要用于冷热水管及采暖，由于被大量新房及二手房装修使用，和房地产行业兴衰联系紧密。

我国塑料管道行业的发展，大体分为三个阶段。

①起步阶段：全国塑料管道总产量，从 1990 年的不足 20 万吨增长至 2000 年的近 80 万吨，年复合增速约 15%；

②高速发展：从2000年的近80万吨，到2010年的约840万吨，是发展速度最快的阶段，年复合增速约25%；

③平稳阶段：从2010年的约840万吨，到2016年伟星年报里预估的全国年产1435万吨，年均增速不足10%。而按照《中国塑料管道行业十三五规划》，到2020年，中国塑料管道行业总产量要达到1600万吨。数字看着大，但算年复合增速的话，也就3%了。

因此，目前（2017~2020年），对于行业而言，是进入了平稳期的龟速阶段。龟速阶段，你要想跑出豹的速度，必然需要从别人碗里抢食。但，凭什么？你凭什么优势在竞争中去抢别人的市场，而不是被别人抢？　接下来，我们看看行业竞争态势。

伟星财报说“目前国内规模较大的塑料管道生产企业　有3000　家以上，其中年生产能力　1万吨以上的企业约300　家，有20　家以上企业的年生产能力超过10万吨。”行业内竞争明显处于激烈状况。

伟星财报介绍自己属于“中国家装管道行业十大品牌”之一，老唐开展衍生搜索，可以看见同级别竞争对手主要有日丰、金德、联塑、金牛、皮尔萨、索邦、爱康、中财、白蝶等等。

这些企业主要集中在广东、浙江、山东、河北，上述四地的产量总和约占全国总量的50%。这些企业之间的技术水平，没有显著差异，品牌定位也非常近似，营销方式也处于相互学习状态中。行业前20位企业，销售量已经达到行业总量的40%以上。

从这个意义上说，这一竞争群体中，没有任何厂家具备显著的领先优势，属于群雄混战阶段，区别只在于谁家有能力覆盖到多大区域。

例如湖南建材数据网发布的湖南省2015年PPR水管十大品牌市场份额排行榜，伟星管就仅以0.2%的市场份额名列第七（华中地区，伟星基本上没什么覆盖），第一名市场份额是73.8%，第二名15.53%，差距很大。这说明推动销售的核心要点是产品覆盖的渠道和推广力度，是靠推力而不是靠产品自身的拉力。

因此，要说竞争优势，当前产品竞争状态下，已经建成的销售渠道，反而是核心优势，在此基础上，才能谈技术创新、品质升级。

渠道方面，伟星的优势在针对家装的PPR管道的经销和零售方面。从2016年财报看，公司2016年增长核心也依赖于PPR。公司营收总共增长了5.75亿（同比21%），其中PPR增长4.6亿（同比+32%），占据增幅的80%。而PE管增幅不足4%，仅增加了约3000万的销售（pvc增幅20%，增加额约8000万）。

PPR销售，占据公司2016年营收的58%，毛利润的73%。这些数据，能够让我们发现，伟星的增长，严重依赖于房地产市场的发展（周期落后于房地产周期一到两年），2015和2016年房地产市场的高速发展，对于伟星2016的高增长居功甚伟。

理解了这个关系，通过观察当年房地产销售情况，大致能够推测伟星未来一两年的营收增长情况（装修迟于新房销售一到两年，而旧房升级换代装修大体比例基本固定）。

另外，还需要特别注意，2016年伟星销售管道17.8万吨，同比增加19.3%，但同时原材料成本仅增加了11.7%。原材料成本增幅与销售量增幅的不同步，证明2016年公司因原料降价而受益了。

幅度有多大呢？约增加了税前利润0.95亿。按照公司财报15.7%的实际综合税负计算（公司本部及下属上海、天津、重庆子公司均是15%的所得税率），原材料降价因素导致同比增加了0.8亿净利润，在公司2016年同比增加的扣非净利润1.8亿中，占比约45%。

通过以上两点，我们知道了，伟星的增长，一方面来自房地产市场的火爆，另一方面来自原材料降价

——注意，不是否定伟星管理层的努力，而是理清增长的外在环境，理解这增长究竟是必然如此，还是有偶然性。

那么，伟星所用原材料降价的原因是什么，又是否可持续呢？请继续阅读下篇。

第129篇.　　2017.03.20-伟星新材年报浅印象（下）

原创　2017-03-20　唐朝

上篇说了，伟星的增长，一方面来自房地产市场的火爆，另一方面来自原材料降价。那么伟星的原材料降价的原因是什么，是否可持续呢？

通过资料查询得知，PPR--聚丙烯管,PVC-聚氯乙烯管，PE-聚乙烯管，其原材料是石油化工产品，受油价波动影响较大（高油价的 2007 年，伟星原材料成本占据成本总额的 85%，低油价的 2016 年原材料成本占据成本总额的 66%），且上述聚 X 烯,除了生产塑料管道以外，还有多种用途。塑料管道厂家对于原材料价格，基本没有议价能力，属于价格接受者。

房地产市场的发展，不是伟星所能预测和掌控的，原材料价格也不是伟星所能预测和掌控的，两个主要增长因素，均是具有巨大波动性的宏观因素，因而，伟星的未来，可能也会有较大的波动性——再次强调，不是否认管理层的优秀，其他同行也同样面对这两个宏观因素，但伟星的成长，证明了在同样的外在条件下，人的因素是能带来区别的。

说到房地产，有必要谈一点公司实际控制人对房地产的看法。当前公司实际控制人（伟星集团创始人，正副董事长章卡鹏和张三云），的主要发展方向是房地产。

这俩人除控股平台伟星集团和上市公司伟星股份以外，其他任职几乎清一色的是房地产公司的董事长、法人代表。且伟星新材前 5 大股东（全是章张控制，上市前持有公司股份 99%的五位股东）持有的伟星新材股票，几乎全部用于质押贷款了。涉及股票约 5.4 亿股，质押数量已经精确到千股，暴露了实际控制人对于资金的极度饥渴。

本行业竞争激烈，未来增长空间不大，实际控制人下重注于房地产，这可能是伟星新材一贯坚持高额分红的原因之一。

再看对下游的议价能力。公司产品销售侧重 PPR 管,模式上倚重于经销商和零售渠道，通过提升品质和推出“星管家”服务，毛利率较高，达到 59%。而 PE 和 PVC 管道，主要需要面对政府机构和房地产商，这方面公司似乎不太擅长。

以 PE 管举例，早在 2011 年，公司的 PE 管销售额就有 7.6 亿，尚且高于 PPR 管的 6.4 亿销售额，然而，到了 2016 年 PE 管销售额仅仅 9.1 亿，不到 PPR 管的一半（2016 年 PPR 管销售额 18.9 亿）。毛利率低下+销售增长缓慢，证明了伟星在面对政府和地产商的时候，议价能力不足。

行业空间不足，增长要靠抢存量；房地产市场发展和石油价格波动两大增长核心因素公司是被动接受；通过提高品质和售后服务对小客户具备议价能力，对大客户不具备议价能力；具备优秀的管理层，有良好的经营和分红记录，且大股东资金饥渴症状严重，依照这四大特点分析，伟星未来大幅增长的不确定性较强。

这是老唐的看法，那么公司对自己的发展又是如何看待的呢？公司财报中，预告了公司 2017 年的奋斗目标：2017　年公司营业收入目标力争达到　38　亿元，成本及费用力争控制在　29　亿元左右。

看人靠不靠谱，不是看他/她今日牛吹的多大，要看他/她过去许诺的东西有没有落实，企业也是一样。这个 38 亿营收，29 亿成本费用，可信吗？看它的历史目标达成情况：

年报提出的目标	实际落实情况
2013 年公司营业收入目标力争达到 21.5 亿元，成本及费用控制目标力争达到 18 亿元左右	营收 21.6 亿，成本费用 17.9 亿
2014 年公司营业收入目标力争达到 25.30 亿元，成本及费用力争控制在 20.50 亿元左右	营收 23.5 亿，成本费用 19.1 亿
2015 年公司营业收入目标力争达到 27.20 亿元，成本及费用力争控制在 22.10 亿元左右。	营收 27.5 亿，成本费用 21.8 亿
2016 年公司营业收入目标力争达到 31.8 亿元，成本及费用力争控制在 25 亿元左右。	营收 33.2 亿，成本费用 25.5 亿
2017 年公司营业收入目标力争达到 38 亿元，成本及费用力争控制在 29 亿元左右。	？

结论是基本无误差，上下会有少许波动，基本可以直接用。有了这个结论就好办多了，2017 年营收约 38 亿，成本及费用约 29 亿，意味着有 9 亿营业利润，不考虑营业外收支，直接按照企业 15.7%所得税负计算，2017 年净利润 7.6 亿。由于伟星下属子公司全部是 100%控股，无少数股东损益，意味着合并报表归母净利润就是 7.6 亿，同比增长约 15%。

——你看，财务总监把这么机密的信息堂堂正正地写在了财报中，关键问题就是看你会不会读了！叮咚，插播广告：“读财报的利器，《手把手教你读财报》，京东当当亚马逊售价 34.8 元，您居家旅行杀人越货的必备良品！”

2017 年净利润 7.6 亿，同比增长 15%，合适的市场估值是多少？我个人觉着 20~25 倍市盈率可能是靠谱的，这意味着 2017 年伟星市值的合理值是 152~190 亿之间，当前市值正好 152 亿（它爷爷的，是不是谁跟老唐用的同品牌的算盘？），属于合理值的下限。买入，缺少足够的获利空间，卖出却可以再等等。

正因为管道行业就这样了（突然想起小时候听过的一句话：什么叫社会主义？就是说，社会就这样了，主意要自己拿，哈哈），公司也在多方突围，寻求新的发展空间。一方面顺着管道的进口做净水，一方面顺着管道的出口做防水。

拓展方向基本合理，品牌延伸符合主业定位。但净水只是一个进口产品的代理，防水则刚刚建立队伍，短期一两年里，不要寄托什么期望，当做实验对待即可。这方面，券商研报及网络上的概念鼓吹，老唐是视而不见、听而不闻的。

但是——请注意，中文表述，但是后面的话都很重要——公司今年搞了一项投资，令老唐很是困惑。

公司投了 2.5 亿，参股了 TCL 李东生主导的一个基金，然后又和前海鸿大一起，一次性从茂业通信大股东中兆投资的手里，按照 20 元/股的单价，接下了茂业通信（sz.000889）的 7000 万股。

公司参与发起基金时，公告的投资方向是“主要投资 TCL 上下游、伟星上下游、TMT、新能源、新材料、医疗健康、高端装备、文化创意等行业，以及新三板、VIE 回归和上市公司定向增发”。公告油墨未干，公司的 2.5 亿，加上 TCL 的 2.5，还有前海鸿大的 9 亿，这家基金一共就收到了 14 亿，duang，梭哈！

全压茂业通信。

茂业通信是个什么都东东呢？2016 年盈利 2 亿出头，约为伟星的 1/3，按照 20 元股价计算，伟星相当于在茂业市值 124 亿的时候，买了 1250 万股。可是，伟星下注茂业的那天，伟星自己的市值也恰恰好是 124 亿。这真金白银的下注茂业而不回购伟星，是想告诉大家伟星不如茂业？

这家茂业通信，以前叫渤海物流。2008 至 2009 年间，中兆投资通过二级市场举牌入主，2013 年更名为茂业物流，2014 年通过增发新股收购了“小灵通之父”吴鹰旗下一家公司，主业从物流变更为百货零售和短信彩信服务，2015 年更名为茂业通信。

现在中兆把 7000 万股高价卖给伟星等接盘侠——说高价，是因为 20 元的价格，比过去一年的市场最高价 18.89 元还要高 1.11 元。当前股价 17.5 元，伟星对应浮亏 3100 多万——导致公司陷于没有实际控制大股东的状态。目前的股权结构是吴鹰 23.86%，中兆 22.2%，接盘侠 11.26%。

下一步怎么走？茂业通信已经发布公告，原预定的 3 月 9 日披露年报，现在无法按时披露，需要推迟到 4 月 11 日。虽猜不出他们玩什么把戏，但左右脱不了资产重组割韭菜的游戏。

这几日，董事长辞职，独董辞职，董事会改选，中兆是明显打算继续卖股脱身的样子。谁会继续进入？伟星承诺总投入 5 亿，那么另外一半 2.5 亿是否继续从事茂业接盘侠这个很有前途的事业？李东生和吴鹰会寻求对公司的控股权吗？前海鸿大背后隐藏着谁，目的是什么？

这些东西，市场炒家感兴趣，老唐不感兴趣。老唐只是期望伟星新材这家好公司，不要因此而走上资本玩家的邪路。好好卖管子吧！　天朝缺少做好一根管子的实业家，不缺几个盯着韭菜腰包的股票炒家。就算真缺了，我唐书房一干人等义不容辞立刻补位，无需章董张董金董费心。

最后，书房里谁持有伟星新材，有空打个电话问个数字儿（体谅老唐最近身兼数职，或许转身就把这茬给忘了）：公司财报第 15 页，分地区销售数据里，华北、华东和西部地区，毛利率一模一样，全是 47.68%。在 PPR、PE 和 PVC 管道毛利率分别为 58.74%、33.95%和 24.57%的情况下，是什么原因或结算模式导致三个地区的毛利率如此精确的一致？谢谢。

第130篇.　　2017.03.22-来，继续点杀！

原创　2017-03-22　唐朝

上周四，大家通过《下周读哪家，你来定!》一文，点杀了伟星新材，最终形成了《伟星新材年报浅印象（上）》和《伟星新材年报浅印象（下）》两篇文章。我看这方法效果挺好，既能遂大家心愿，也省的老唐一家家的先去看摘要。

这周，干脆继续，还是由大家提名公司，老唐从留言区里被顶最多的前十名里，选一家或几家来读，作为下周年报浅印象文的分析对象。

上周第一是伟星新材，后面好几位朋友喊冤，说本来福耀玻璃顶的人最多，但分在了三四条评论里，否则唐书房的文章就是福耀玻璃了。这周，就别犯这种错误了，集中火力吧！

提个小建议，为了不仅能探讨财报分析思路，也能增加直接拿来用的可能性，咱们能不能把眼光从热门股上移开？balabala 分析半天，最后来一句“估值较高，暂不宜介入”，挺没劲的，对吧？

咱们这次增加一条规则：最近一年股价涨幅落后于上证指数的优先，怎么样？即，规则由上周的三条，升级为四条。前三条的设计理由直接看《下周读哪家，你来定!》一文，这里不重复了。四条规则如下：

①上市至少超过三年，即 IPO 上市日期在 2014 年 3 月 21 日以前。上市满五年的优先考虑；

②2016 年财报已经披露。最近三年加权净资产收益率（ROE）均超过 8%。若是连续三年 Roe 超过 15%的，优先考虑；

③当前市盈率 40 倍以内的优先；

④过去一年股价涨幅落后于上证指数的优先，即自 2016 年 3 月底至今，股价涨幅低于 10%的优先。

留言建议格式：公司名，代码，上市时间，2016 年 ROE，最近三年最低 ROE，当前市盈率，其他补充说明。

Ok，开始吧！明天晚上，我来选大家推荐的菜。

顺带说一句，昨天机缘巧合，在雪球嘚瑟了一嗓子，结果来了好几百新朋友。许多新朋友路不熟，找不到前面的老文在哪里，着急发信息问，这里统一回复：

书房下面有三个菜单“投资之道”、“企业分析”和“书房福利”。点开“企业分析”又有四个子菜单，其中“浅印象集”，就放置着 2016 年企业年报解读系列文章。目前已有 17 篇，涉及到三十多家公司。

另外，“企业分析--水电能源”菜单里，放置的是国投电力分析系列连载 19 篇，都是老唐去年 9 月开设唐书房以来陆续新写的，没在雪球上发表过。感兴趣的新朋友，抽空慢慢刨吧！

第131篇.　　2017.03.27-投机者信立泰（上）

原创　2017-03-27　唐朝

先说说信立泰的发家史，知道这个对于理解信立泰挺重要的。

今日 300 亿市值的信立泰，它的基石建立在一次投机活动上，一次对中国专利法的投机。信立泰利用这次投机，抢在医药巨头赛诺菲公司的抗凝血原研药波立维之前，在中国上市了波立维的仿制药。这次成功的投机，诞生了一款累计销售近两百亿的药物——泰嘉。

波立维是“硫酸氢氯吡格雷”的商品名（放心念，就是发“绿笔格雷”音，正所谓“汉字念半边，不会错上天”），是由法国赛诺菲和美国施贵宝于 1996 年联合开发，1997 年 10 月获美国 FDA 批准，1998 年 3 月在美国上市，1998 年底在欧洲国家及俄罗斯上市，2001 年 8 月在中国上市。它是一款抗凝血药物，可减少动脉粥样硬化性事件的发生，如心肌梗死，中风和血管性死亡等。

波立维可称得上一款神药，是全球有史以来销售额第二大的药品，仅次于辉瑞的降脂药“立普妥（降血脂的，不是降肥肉肉的）”。波立维在美上市第 4 年就成为重磅炸弹药物（重磅炸弹药物指年销售额超过 10 亿美元的药物），2008~2011 年巅峰期，年销售额均接近百亿美元。

下图是波立维在美年销售额数据。

除 2006 年因遭遇专利流氓，导致当年销售受挫以外，其他年份一路高歌，并在 2008 年至 2011 年维持在年销售近百亿美元的水准上，完全是一台马力十足的印钞机（好想有个它……唱！）。

到 2012 年 5 月，15 年专利保护期满后，大批仿制药涌入市场。截止现在，美国市场已有超过 15 家企业的氯吡格雷仿制药上市。

注意，美国的仿制药是 2012 年 5 月后开始上市的。中国呢？波立维 2001 年 8 月获准在中国销售，信立泰的氯吡格雷以泰嘉为商品名，于 2000 年 9 月 1 日拿到生产批文。于是，在中国出现了仿制药先于原研药上市，且在原研药专利保护到期 12 年前，开始生产销售的奇特现象。一直到 2012 年 5 月专利保护到期前，中国偌大个市场，就一种仿制药泰嘉和原研药波立维通吃市场。

为何会出现这种奇怪的局面呢？是因为信立泰钻了中国专利法的一个空子，或者叫利用了专利法的漏洞。简单的说，

①中国 1992 年前不承认药品的知识产权，1992 年 9 月修订后的专利法，也只承认 1993 年以后获得发明专利的外国药品专利。而氯吡格雷是 1990 年 2 月 9 日在法国获得的发明专利，不在保护范围内；

②根据中国 1992 年 12 月打的专利法补丁《药品行政保护条例》规定，1986 年~1993 年间的发明专利药品，可以单独向中国政府申请行政保护；

③赛诺菲于 2000 年 3 月 3 日向中国国家药监局申请了针对氯吡格雷的行政保护，该行政保护于 2000 年 9 月 19 日获批；

④信立泰于行政保护获批前 18 天（2000 年 9 月 1 日）获得氯吡格雷生产批文，由此享受 8 年时间的独家生产权；

⑤受赛诺菲所申请的行政保护限制，其他任何厂家均不得于 2012 年 5 月专利到期之前生产氯吡格雷。信立泰也沾行政保护的光，使独家生产权事实上延伸到了 2012 年 5 月；

⑥于是，长达 12 年的时间跨度内，中国市场就只有泰嘉和波立维通杀。其中泰嘉以性能差不多，价格便宜很多（仿制药少了大量研发成本摊入）为市场卖点。

要提醒一点，这不是否定信立泰的技术能力，不是说信立泰“只”靠钻法律漏洞就收获了泰嘉。仿制药品这事儿，技术含量其实也很高的，不是谁都能干出来的。

接下来说企业经营。

信立泰上市以来，经营情况可以用“优中有忧”来总结。说优，是因为泰嘉销售情况一直很好，药品

好，效果杠杠滴，再加上信立泰的推广工作也做得好，信立泰上市 8 年来，累计获取约 180 亿营业收入，且一直维持着高毛利率——例如 2016 年财报中制剂部分，毛利率仍然高达 87%，这其中主要就是靠泰嘉。

2009 年，信立泰在深交所上市，通过发行 25%股份，从公众股东处获取资金 11 亿多，加上上市前公司净资产约 3.5 亿（总资产约 5.4 亿），合计净资产也就约 15 亿。

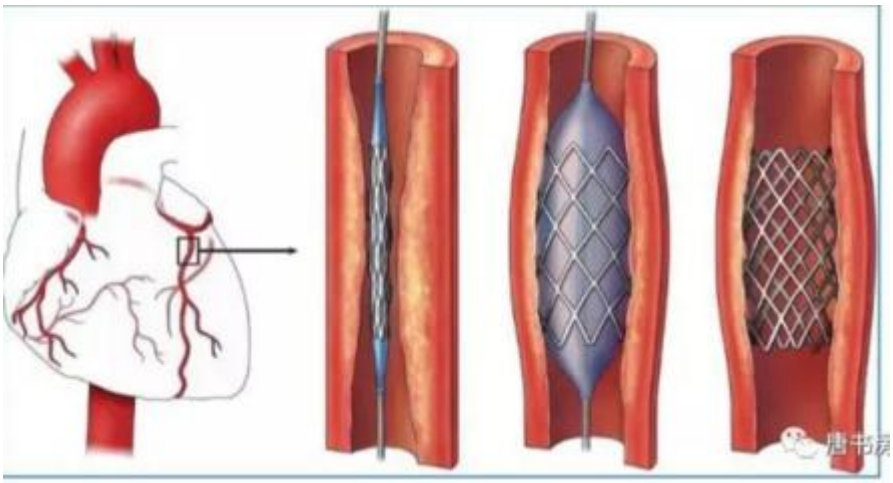
8 年来，净资产收益率基本在 20%~30%间波动，累计创造净利润约 60 亿，现金分红近 30 亿，其中公众股东获得现金分红约 7.3 亿（含税，含 2016 年分红预案）。当前信立泰市值约 300 亿出头，25%股份对应市值约 75 亿。从 11 亿多变成约 82 亿，8 年 7 倍多，年复合收益超过 27%，这也归功于泰嘉。

这个氯吡格雷究竟是个什么东东，会这么牛？以老唐简单粗暴的理解，它是冠心病支架手术的搭档。冠心病（冠状动脉粥样硬化性心脏病）会导致血管狭窄或阻塞，从而使心肌缺血导致死亡。据世卫组织数据，冠心病目前是全球第一大死亡因素。

随着年龄的增长和生活水平的提高，中国冠心病发病率近年来呈快速上升态势。过去十年，中国冠心病发病率已经从大约万 3 提高到万 10 了，且由于老龄化社会的来临，冠心病发病率依然将不可阻挡的继续提升。

治疗冠心病的主要手段就是冠心病支架手术（英文简称 PCI）。简单理解，就是将一个可膨胀支架放进血管里，把已经变狭窄或者阻塞的血管撑开，让血液恢复流动。而支架这个异物放进血管以后，会引起血液围绕它凝固，重新堵塞血管，导致病人手术失败死亡。

找个网络上的图示意一下



而氯吡格雷的作用，就是能够防止血液在这个支架附近凝结。因此，PCI 手术后服用氯吡格雷已经成为美国、欧洲及我国的常规治疗手段。按照美国心脏协会的建议，手术后至少要服用氯吡格雷 12 个月乃至更久，没有医生同意不可以停药。

牛吧？也就是说，手术后如果不吃这药，可能会导致手术失败死亡。在这样的威胁下，患者对氯吡格雷的需求完全可以定义为“刚需”。

然而，忧也藏在这个优里。这么多年，虽然依赖泰嘉的成功，信立泰获得了长足的发展，给股东带来的丰厚的回报。然而，截止目前，信立泰并没有在新药研发上做出什么新的突破，上市之初披露的公司主要产品，除泰嘉外，还有信字辈的信达怡、信力威、信立欣、信希汀、信尔怡等。时至今日，信字辈的这些子弟早已泯然众人了，信立泰依然靠着泰嘉这一只“投机品”为股东创造着投资回报。

随着 2012 年 5 月，波立维专利保护到期，不仅有了乐普（通过收购新帅克）参与竞争，波立维也放

下原研药的身段，通过降低价格来参与竞争。更为关键的是，场外竞争对手对氯吡格雷的丰厚利润垂涎三尺，也正在陆续拍马赶到，目前正在药监局申请氯吡格雷仿制药批文的国内企业就有数十家之多。

现在，乐普药业旗下的氯吡格雷以帅泰为名已经上市销售，石药集团的氯吡格雷已经在美国上市销售，而恒瑞医药等多家企业的氯吡格雷也正处于评审之中。新的竞争对手进入，不仅可能带来药品单价的降低，更可能蚕食现有厂家的市场份额。

如果泰嘉的增长受到威胁，信立泰的成长在哪里？这是市场对信立泰的疑问，也是信立泰维持约 20 多倍低市盈率的原因所在——A 股医药行业市盈率的中位数约 55 倍。

市场的这个担忧，事实上挺有道理的。也就是说，你家靠着一个法规漏洞，赚了大把金钱。但是，这么多年来，这些金钱没有催生出下一个泰嘉，基本上就是坐吃老本。过去的捡漏不可重复，未来的新品看不见希望，这样的企业当然要担心未来，出价的时候自然是犹犹豫豫的。

新药的研发，本身确实是一件风险极大，失败率极高的事情。老唐在《手把手教你读财报》一书中，这样谈过有关医药企业研发的问题：

“对美国制药行业的统计显示，研发一种新药平均需要花费 14.9 年、8 亿美元。这当中大部分时间和金钱，都消耗在一个接一个的失败研究上。因而，如果我们关注的企业研发费用比较庞大，背后隐藏的究竟是机会还是风险，需要你真正理解行业、理解企业后才能判断。

……

保守的投资者，会因为企业研发费用占比比较大，而放弃该公司。因为不断投入巨额研发费用的公司，很可能经营前景不明，风险较高。如依靠专利权保护或者技术领先的企业，一旦专利到期或者新技术替代，公司的竞争优势就会丧失殆尽。为了维持竞争优势，企业需要大量投入资金进行研究开发活动。投入资金不仅是减少企业净利润的问题，更重要的是，金钱的堆积并不意味着技术的成功。相反，新技术研发，失败概率是大于成功概率的（想想 2014 年 10 月 6 日，因为研发失败，在一个交易日内从超过 11 元跌成 0.8 元，随后一周跌破 0.4 元的美股 GTAT）。

正因为此，风险规避型的投资者，会选择远离研发费用高的企业。然而，新技术一旦成功，又可能带来巨大的回报，所以，这类企业从来都不缺追捧者。这个问题上，老唐不认为投资这类企业是错误的，只是建议喜欢这类企业的朋友，查找和学习“凯利公式”相关书籍，合理管理资金，以应对高波动性和高不确定性。”

然而，事情可能正在发生转机，信立泰正在悄悄地起变化。什么变化？请继续阅读下篇。

第132篇.　　2017.03.27-投机者信立泰（下）

原创　2017-03-27　唐朝

事情可能正在发生转机，信立泰正在悄悄地起变化。

首先，一致性评价新政策，可能导致氯吡格雷竞争程度减轻，竞争格局可能从原本预期的群雄混战转化为寡头垄断。

以前，市场担心氯吡格雷陷入群雄混战的局面，从而导致价格战，损害泰嘉的盈利能力。但 2015 年 8 月及以后，国务院相继出台了有关仿制药质量和疗效一致性评价（以下简称一致性评价）的相关规定，使群雄混战的可能性大大降低了。该政策可能导致信立泰在氯吡格雷生产销售上的竞争优势进一步扩大。

所谓一致性评价，简单的理解，就是要求仿制药在质量和疗效上要和原研药完全一致。它是国家2012年推出的政策，目的是为了降低医保负担，同时减少国内制药企业的重复性建设，但进展一直很缓慢。2015年8月后，文件密集下达，进度明显加快。它如何使信立泰的竞争优势扩大呢？

主要由这么几条规则造成：

①一致性评价，导致国家药监局加强了对仿制药临床试验数据的核查，直接造成多家企业撤回对氯吡格雷仿制申报（你懂的…）；

②国务院文件规定，“国内药品生产企业已在欧盟、美国和日本获准上市的仿制药，可以国外注册申报的相关资料为基础，按照化学药品新注册分类申报药品上市，批准上市后视同通过一致性评价；在中国境内用同一生产线生产上市并在欧盟、美国和日本获准上市的药品，视同通过一致性评价”。泰嘉已经获得欧盟认证，理论上讲通过一致性评价只是程序问题；

③信立泰公司自2013年起，就启动了泰嘉的一致性评价工作，明显领先于竞争对手。因此，无论是否利用欧盟认证优势，信立泰都可能是首家完成一致性评价的氯吡格雷仿制药企业（预计就在今年年内完成）；

④国务院文件规定：“自第一家品种通过一致性评价后，三年后不再受理其他药品生产企业相同品种的一致性评价申请，未限时完成的品种不予再注册”；

⑤国务院文件规定：“通过一致性评价的药品品种，在医保支付方面予以适当支持，医疗机构应优先采购并在临床中优先选用。同品种药品通过一致性评价的生产企业达到3家以上的，在药品集中采购等方面不再选用未通过一致性评价的品种。”

以上规则，大大降低了氯吡格雷市场陷入无序竞争的可能性。同时，由于信立泰可能最早通过一致性评价，使泰嘉和原研药波立维在同一竞争层次，这时，泰嘉比波立维价格更低的优势就更加醒目了。而其他价格比泰嘉还低但暂时未通过一致性的竞品，却因为并非同一竞争层次而使价格因素失去比较意义。

毕竟心脏手术属于大型内科手术，用药选择关系到病人的生命安全，因此临床医生在使用该类药物时十分谨慎。临床医生在用药选择上拥有决定权并负有责任，他们会尽量规避药品使用带来的风险，价格不是他们首要关心的问题，他们关心的是药品的疗效和安全性，或者换句话说，在疗效和安全性一致的前提下，价格才能成为临床医生的考虑因素（病人和医保机构关心价格，但在用药选择问题上没有决定权）。

这是2015年底可以看见的对信立泰的第一个有利因素。

其次，新品开始展露乐观面的进展。公司继泰嘉之后的两个重要新品，也出现了可喜的曙光。

一个是2008年从解放军总医院和河北元森制药手上买来的比伐卢定。

公司于2010年取得比伐卢定的生产批文（商品名泰加宁），是国内首家。它是PCI手术中的一种抗凝剂，用于代替肝素。但直到2015年前，比伐卢定和肝素究竟孰优孰劣，学术界一直存有争议。加上肝素低价且有医保覆盖，而比伐卢定价格高（数十倍于肝素）且尚未进入医保目录，因而比伐卢定销售量一直没有大的起色。

直到2015年，学术界观点终于统一，在2016新版的中国PCI指南中，比伐卢定超越肝素，从以前的备选药物，升级为PCI手术首选术中抗凝药物。未来假如能进入医保目录，成长可能会比较可观。

另外一个新品信立坦，通用名阿利沙坦酯，是一种治疗高血压的药物。据说因为毒性更小，降压效果更好，于2013年10月获批1.1类化学新药生产批文（1.1类的含义，可以简单理解为世界首创）。

1.1 类化学新药的生产批文是非常难获得的，全国一年也就获批几个品种，例如 2013~2015 年，1.1 类化学新药生产批文发放数分别为 4 个、8 个、3 个（2016 年全国好像没有 1.1 类化学新药生产批文）。

阿利沙坦酯是我国自主研发的、国家“十二五”重大新药创制专项支持的创新药物。它是国内抗高血压市场中为数不多的 1.1 类新药，专利保护期到 2026 年。

据公司披露，阿利沙坦脂今年正在协议谈判进入医保目录。降压药市场广阔，作为 1.1 类新药，顶着更有效、更安全的光环，一旦“进入医保目录后，经过 3-4 年的推广，产品年销售过 10 亿甚至更高，都是可以期待的”——董秘杨健锋如是说。

最后，氯吡格雷最可能的竞争对手，其首仿权也可能也会落在信立泰手中。

氯吡格雷这个药，有个缺点，大约会有 3%~5%的白种人和 15%~20%的亚洲人不能有效吸收它的疗效，这种情况被称之为“氯吡格雷抵抗”。而功效和作用与氯吡格雷近似的“替格瑞洛”，目前尚未发现抵抗人群，这样，替格瑞洛的适用人群就大于了氯吡格雷。

虽然现在氯吡格雷暂时以更丰富的临床试验案例数据，更宽的适应症范围和更便宜的价格，比替格瑞洛占据更多优势，但替格瑞洛案例正在积累，研究文献不断公开，其威胁不容小视。

替格瑞洛的中国专利于 2019 年 5 月到期。2016 年 6 月，信立泰首家获取了替格瑞洛的生物等效性试验行政许可，并在 2016 年年内按照药品新注册分类进行生物等效性备案、完成生物等效性试验并提交了上市申请。依照信立泰在氯吡格雷上的首仿经验，以及首家进行生物等效性实验的优势，替格瑞洛专利到期后，信立泰成为首仿厂家也是大概率事件。

本篇浅印象，老唐基本上没谈财务数据，而更多地是从定性的角度去看待信立泰。之所以如此，一者因为有了前几十家企业浅印象文，我估摸着，一直跟着看下来的朋友，对于财报数据简单分析，不是什么问题了。

例如信立泰 2016 年财报，做出资产负债表简表，利润表百分比表，关注毛利率、净利率、销售费用率，以及应收账款的变化和经营现金流净额与净利润的关系，挖掘公司对人寿保险企业、股权基金以及对生物医药和器械的投资，是否与主业相关，是否有显著嫌疑等，都是很初级的内容了；

二者，医药行业，实际上很难用历史数据去分析，它有点类似于风险投资，现有的爆品可能被其他企业的新品碾压，自己研发或仿制成功一款爆品，又可能迅速抹平过去看上去高的难以接受的 PE。而，对竞品会出自谁家，何时出来，竞品压力究竟有多大，自家的研发里有多大概率出爆品……等等内容的前瞻性判断，可能才是投资医药股的真正重心。

经过一段时间的学习，老唐觉着自己真心没有这个能力。无论是医学药学知识，还是阅读英文文献，对没读过大学的老唐而言，都是相当困难的任务，或者至少说是性价比不高的任务。ps：即便有这个能力，个人觉着医药股还是“分散持有多只”较好。

因而，我不打算继续在医药企业中深挖。即便对医药行业感兴趣，也打算转而利用行业指数做配置，仅追求获取行业平均收益。至于通过指数，实际上也间接投资了 ZY 股，老唐打算忍受这一瑕疵了。

最后，坦白一下 2016 年 1 月 28 日，老唐寻找深圳打新门票时看上信立泰的原因。说出来简单的可怕，丝毫也不神秘，希望各位看后不要大表对老唐的失望，哈哈：

第一，当时信立泰市值约 240 亿，静态市盈率约 23 倍。由于上面谈的一致性评价那条原因，让老唐认为未来几年里，信立泰的业绩很难下降（其他几条变化，当时还没发生）；

第二，历史上，信立泰有过几次达到这个市盈率水平后均出现了较大幅度的上升：2012 年 8 月，静态市盈率约 22 倍，后来在未来 9 个月内翻了两倍（从 20 元涨到 60 元）；2014 年 3 月，静态市盈率 21 倍，后来在 13 个月翻了一倍（从 27 元涨到 54 元）；2015 年 8 月，静态市盈率 22 倍，后来在 4 个月内涨了约 50%；然后就是老唐下手的这次，静态市盈率 23 倍，截止目前 14 个月，涨了 26%。

总体来说，几次触及 23 倍市盈率或以下，后面的涨幅的确是越来越小，但基本满足老唐当时的想法：

①这是一家可以赚真金白银的好企业，净资产收益率从来没有低于 20%；

②由于一致性评价的因素，泰嘉会比目前好，而不是比目前差，虽然我没有能力判断能好多少；

③仅凭泰嘉足以支撑 240 亿估值，这算是有保底。其他的新品发展，如果有就算添头，如果没有也无所谓；

④结论：可能赚也可能不赚，但有泰嘉保底，亏损的可能性很小，所以，可作为打新门票少量配置。

⑤动手。

翻了一下雪球组合“老唐实盘”，买入是在 2016 年 1 月 28 日，纯狗屎运，买到了最低点。然而，正是由于对医药行业的不懂——所谓不懂，指无法对企业未来产品研发及销售做出大致靠谱的推测，无法预测和掌握竞品动向，也就仅仅是买入了仓位的 1%（后加至约 2%）。以老唐目前的知识水平，暂时不打算增加对信立泰乃至其他医药股的投资。

文末再次强调：老唐对于医药行业知之甚少，对于信立泰研究也不深，本文仅依赖对信立泰财报的阅读及网络公开资料学习而得，可能有不少错漏之处。它仅是老唐个人的“浅印象”，仅作为企业研究思路探讨，切切不可依此做出投资决策。

第133篇.　　2017.04.05-蛰伏者双汇（上）

原创　2017-04-05　唐朝

老白马双汇又出杀招：公司 2016 年净利润 44.1 亿，分给股东 69.3 亿，全年分红率超过 157%。一时市场哗然，看好者竖起大拇指称赞真金白银回报股东，看淡者撇着嘴角声称吃光喝光前景堪忧。分歧清晰地表现在股价上。3 月 22 日收盘 22.58 元，当晚出年报，23 日清晨股价应声跳涨，最大涨幅近 5%，这迹象应是看好者匆匆杀入了。然而市场分歧，终致怀疑彷徨，股价在犹犹豫豫中一路走低，至 3 月 31 日收盘，股价以 22.55 报收。

下注市场反应的短线搏杀，终究是一场游戏一场梦。而对于以“股”模式看待股票的企业投资者（什么是股模式，什么是票模式，请参看老唐旧文《股票的本质》），在双汇这家企业上，在这个时间点上，要想清楚的核心问题，老唐认为有且只有两个：

1）双汇为何自 2013 年开始大比例分红，这种高分红能持续多久？

2）双汇自 2013 年开始的低增长态势，有无改变可能，何时能看见？

先说老唐的结论：

1）2017 年中仍将 10 派 6 元，2017 年底还将 10 派 4 或 5 元,2018 年中会 10 派 5 元，其后分红率将大幅下降；

2）双汇将从 2018 年 4 季度重拾增长，并至少可以持续三年以上。

看结论的，到此可以结束了。对挖掘思路有兴趣的，请往下阅读，略枯燥。

下图是 2010 年至今，双汇的分红比例和净利润增速对照图：

备注：2012 年有大股东资产注入，归属股份公司股东所有的净利润数据有扭曲。之前两年数据经过调整，净利润及增速数据与股票软件 F10 数据有差异，请以老唐的为准。

从上图可以很清晰的看到一个简单结论：自 2012 年资产注入后，一边是分红率大幅提升，一边是净利润增速明显放缓。这个结论也不难理解，企业扩大再生产的资本都分掉了，增速自然不容易上去了。

但关键问题是：双汇为什么这么干，是管理层看增长无望，索性将利润分掉？还是因为需要分钱，只好承受利润增速降低的结果？换句话说，增速降低究竟是分钱的因，还是分钱的果？

回答这个问题，必须提到万隆，提到万洲国际，提到双汇的国际巨头梦。

万隆，出生于战火纷飞的 1940 年，老爷子是个牛人。建国后的铁道兵，1968 年退伍进入家乡的肉联厂工作，15 年时间奋斗到副厂长。1984 年，国家取消了猪肉的统购统销政策，漯河肉联厂只能自谋生路，而当时企业的情况是资不抵债，频临破产（总资产 468 万，负债 534 万），破釜沉舟中，搞改制，民主选举厂长，44 岁的万隆登台，开始了人生的辉煌。

33 年过去了，漯河肉联厂变身双汇发展，员工超过 5 万人，年营业额 518 亿，年净利润 45 亿，企业市值 750 亿，已经成为中国乃至亚洲最大的肉食供应商。不仅如此，万隆和他的小伙伴们，还通过令人眼花缭乱的资本运作，最终控股“万洲国际”成为了双汇发展的实际控制人，并通过万洲国际收购了美国最大的猪肉食品供应商“史密斯肥儿德（Smithfield）”，并通过史密斯肥儿德持有欧洲最大的肉制品企业“看破肥（campofrio）”，一举成为横跨亚欧美三大洲的肉食品巨头，影响着全球数十亿人的一日三餐。

高分红率就要从收购史密斯肥儿德这件事儿说起。话说中国是地球上最大的猪肉生产国，也是最大的猪肉消费国，每年地球上被吃掉的猪，一半以上进了中国人肚皮。而美国是世界第二大猪肉生产国，同时是地球上最大的猪肉出口国。这俩状元榜眼，想不在猪肉上发生一点关系，那简直是不可能的事儿。

长话短说，美帝养猪水平高，国内人少，消费不完；天朝人民养猪规模普遍小而散，不仅质量和食品安全管控上和美帝有差距，对行业趋势预测水平上也远远落后于美帝。结果就是天朝猪肉质量总体比美帝猪肉差，且价格波动很大，以至于宏观经济上产生了“猪周期”这一术语（话说老唐在 2009 年 4 月还写过一篇不知天高地厚的博客文章，题目就叫《货币政策见猪行事》）。

2011 年央视 315 晚会，揭露了双汇打着“十八道检验、十八个放心”的宣传口号，却依然让喂过瘦肉精的毒猪，堂而皇之地通过双汇的屠宰场，送往千家万户的餐桌。

备注：瘦肉精，一种被禁用的β-兴奋剂。添加于饲料中，不仅长的快，可以少喂饲料、提早宰杀上

市，还可以让动物多长瘦肉，少长肥肉。瘦肉精有很危险的副作用，轻则导致心律不整，重则导致心脏病。识别瘦肉精猪最简单的办法，就是不要买皮下肥肉不足 1cm 的猪肉。另外由于瘦肉精在内脏中沉淀比较多，尽量少吃动物内脏也可降低遭遇瘦肉精的风险。

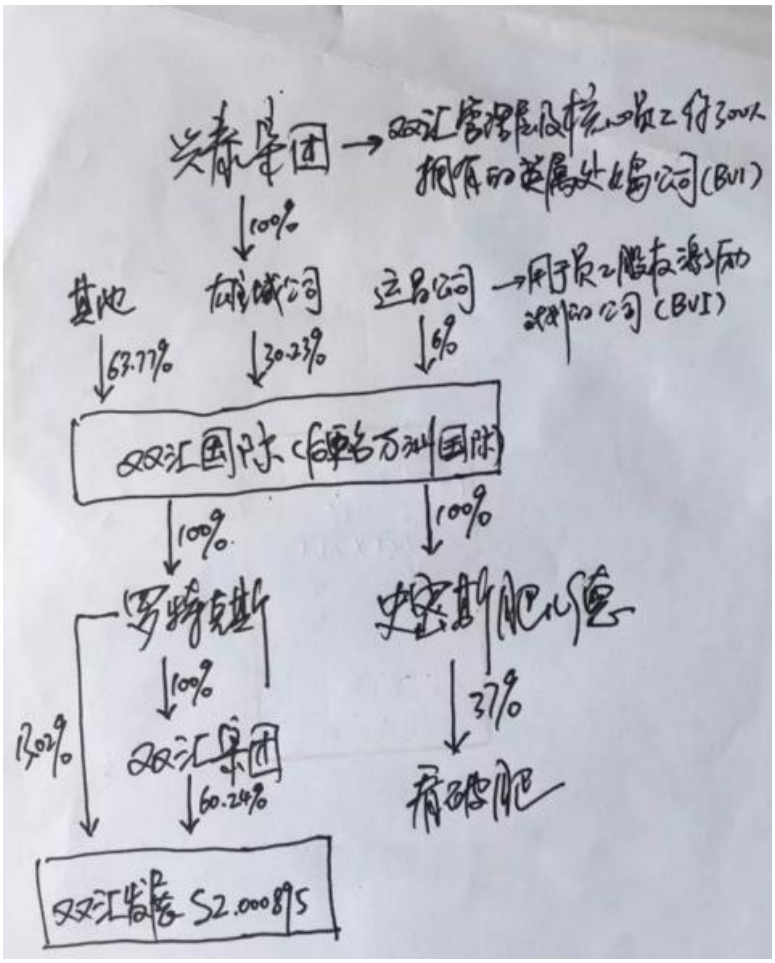
瘦肉精事件让双汇遭受严重的信任危机。万老爷子和他的小伙伴们，一方面投入巨资将双汇原来的抽检程序，改为了头头检（年增加成本据说高达 3 亿元），一方面也在寻找更可靠更稳定的猪源。

史密斯肥儿德，美国最大的猪肉供应商，不仅拥有更成熟先进的美帝养猪及疾控技术，拥有资本主义腐朽生活方式下更为丰富的食品种类，同时猪肉更便宜、更安全，再加上美帝人民弃之如履，天朝人民甘之若饴的蹄耳心肝肠肺等下水，万老爷子流口水了。

美帝猪肉到底有多便宜呢？数据说话：2016 年中国生猪平均价格 9.3 元/斤；美帝生猪平均价格 0.55 美元/斤，加上运费税费等各种费用，美帝猪肉运抵中国，斤成本不超过 1 美元。这超过 1/3 的差价，由不得万老爷子不流口水。

万老爷子食指一动，花街皮条客们立刻前呼后拥、出谋划策，最终万老爷子和他的小伙伴们按照比前收盘价高出 31%的价格（34 美元/股，折合约 15 倍静态市盈率），收购了史密斯肥儿德全部股权约 1.888 亿股，并承担史密斯肥儿德公司负债 24 亿美元，合计付出代价约 71 亿美元，将史密斯肥儿德退市，成为万洲国际全资子公司。

买下史密斯肥儿德后，这个庞大的猪肉帝国变成下面的模样（手绘图，字丑，凑合看）。

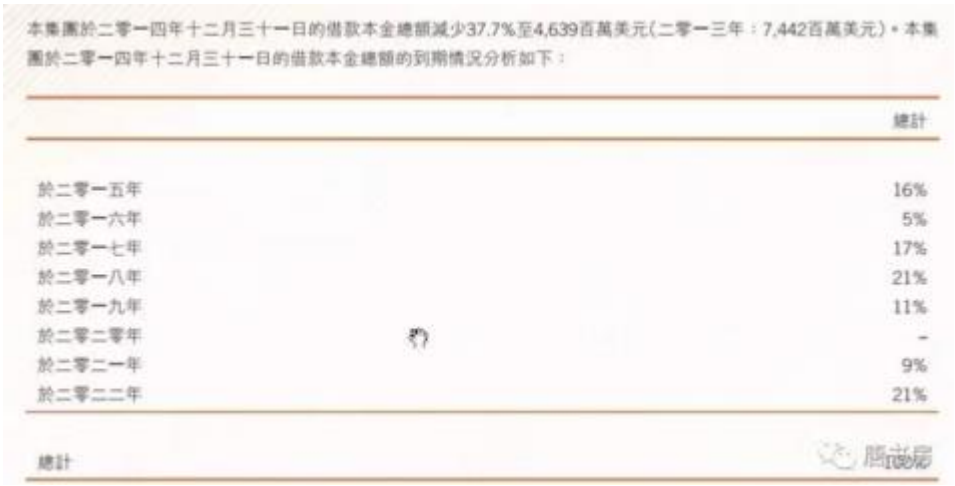


2013 年 5 月 29 日，一个横跨亚欧美三个大陆的世界肉食品巨头诞生。巨头的诞生，背后是巨额的融

资支持。完成这笔交易后，2013 年底，双汇国际负债 74.42 亿美元。

为了还债，2014 年，双汇国际更名万洲国际赴香港上市，融资 22.84 亿美元，主要用于还债。与此同时，2013 年度双汇发展的分红率提升至 82.7%，现金分红 31.91 亿元，按照万洲国际持有双汇发展 73.26%股份计算，万洲国际从双汇发展获得现金 23 亿多元（约 3.8 亿美元）。

2014 年底，万洲国际财报显示，当年合计归还了债务本金约 28 亿美元，负债本金剩余 46.39 亿美元，其后续到期时间如截图


本集團於二零一四年十二月三十一日的借款本金總額減少37.7%至4,639百萬美元(二零一三年：7,442百萬美元)。本集團於二零一四年十二月三十一日的借款本金總額的到期情況分析如下：

	總計
於二零一五年	16%
於二零一六年	5%
於二零一七年	17%
於二零一八年	21%
於二零一九年	11%
於二零二零年	-
於二零二一年	9%
於二零二二年	21%
總計	

简单计算可得出下表（按照 2015 年美元汇率约 6.25 估算，单位亿）

	到期比例	到期美元债	折合人民币
2015	16%	7.4	46.4
2016	5%	2.3	14.5
2017	17%	7.9	49.3
2018	21%	9.7	60.9
2019	11%	5.1	31.9
2020	0%	0.0	0.0
2021	9%	4.2	26.1
2022	21%	9.7	60.9

2015 年需要归还债务 46 亿多，资金来源只能是双汇分红、史密斯肥儿德经营以及借新债腾挪。最终 2014 年财报双汇推出 77.35%分红率方案，现金分红超过 31 亿，万洲国际按比例获取现金近 23 亿，解决了需要归还的债务的一半。

2015 年归还了 46 亿多债务后（约 7.4 亿美元），年底尚欠本金 38.96 亿，并通过债务重组或置换（借低息新债还高息旧债），到期情况变成下表：

2015	到期比例	到期数量	折合人民币	到期数量变化
2016	16%	6.2	39.0	24.5
2017	19%	7.4	46.3	-3.0
2018	23%	9.0	56.0	-4.9
2019	9%	3.5	21.9	-10.0
2020	1%	0.4	2.4	2.4
2021	9%	3.5	21.9	-4.2
2022	23%	9.0	56.0	-4.9

注意看，2015 年内，管理层大幅增加了 2016 年到期债务，并同步减少了其他年份（主要是 2019 年）到期债务。万洲国际需要在 2016 年内归还约 39 亿人民币的债务，这就是 2015 年双汇发展高达 97%分红率方案出台的背后原因。

通过双汇发展 2015 年分红（2016 年 4 月底实施），万洲国际获得现金约 30 亿，解决了 2016 年到期债务约 39 亿人民币的绝大部分来源。然而，显然万老爷子不太满意这个债务进度，2016 年内万洲国际实际归还债务本金高达 10.32 亿美元，折合人民币约 71 亿。其中 60 亿是在下半年时段里归还的。

这个 2016 年主动增加约 32 亿债务本金归还的安排，无疑是双汇推出 2016 年中分红的原因。年中分红总计 29.7 亿现金，万洲国际获得约 22 亿，即 2016 年内万洲国际实际从双汇发展分红行为中获取现金约 52 亿，加上史密斯肥儿德公司现金流，合计归还了 71 亿债务及其利息。

接下来，重要部分来了。2016 年底，万洲国际披露的到期债务安排变化为：

2016	到期比例	到期数量	折合人民币	到期数量变化
2017	35%	10.0	69.2	22.9
2018	20%	5.7	39.5	-16.5
2019	1%	0.3	2.0	-19.9
2020	1%	0.3	2.0	-0.5
2021	12%	3.4	23.7	1.8
2022	31%	8.9	61.3	5.3

酉书房

注意，大幅增加了 2017 年到期债务，同时大幅减少了随后两年的到期债务。2017 年需要归还债务本金约 69 亿人民币，2018 年需要归还的债务本金约 40 亿人民币。

目前推出的 2016 年双汇发展下半年分红方案，分红现金 39.6 亿，万洲国际按比例可以获得约 29 亿，距离 69 亿现金需求，差距尚高达约 40 亿。再考虑史密斯肥儿德过去三年每年提供的还债资金均在三四亿美元左右，由此可以推测：2017 年中期，双汇发展还将继续实施高额分红，必须再给万洲国际提供至少约 15 亿现金。

由于截止 2016 年底，双汇财报显示可动用的现金及类现金资产仅 30 亿（货币+银行承兑，再减去货币中的受限资金），分红方案需要付出现金 39.6 亿。这是将 2017 年 1 季度预计获取的现金利润一起考虑在内了。故，2017 年中期分红，与公司财报上剩余多少未分配利润无关，它只能取决于公司二三季度经营利润所获取的资金。根据历史经营数据推测，数量约 20 亿左右。

因此，2017 年中期现金分红方案大概率是 10 派 6 元，总计分红约 20 亿元，其中万洲国际获得近 15 亿元。加上 2016 年分红方案得到的 29 亿，共计获得 44 亿人民币，剩余 25 亿人民币由史密斯肥儿德提供。

2018 年虽然大幅减少了到期债务，但绝对数仍然有近 40 亿，故 2017 年终分红方案，预计仍然比较丰厚，但受限于现金数量，会远低于 2016 年分红方案，估计会介于 10 派 4 至 10 派 5 元之间。这样，2017 年分红累计约 33 亿~37 亿之间，分红率从 2016 年的 157%降低为 80%以内。

通过 2017 年终分红，万洲国际约获得 10~12 亿资金，距离 2018 年全年到期 40 亿债务仍有距离，除史密斯肥儿德筹措资金之外，预计双汇发展 2018 年中，仍将提供 10 派 5 上下的分红方案。

过了 2018 年中，双汇发展这头现金奶牛终于可以舒一口气了，可以回头考虑自身发展问题了。以上，就是第一个问题的答案：高分红将持续至 2018 年中期，其后三年分红率将大幅降低。双汇发展的再次加速增长，将抬头于 2018 年四季度，并至少可以持续至 2021 年中。

然而，等双汇腾出资本来投入，就一定有增长空间吗？这就是要回答的第二个关键问题了，请继续阅读下篇。

第134篇.　　2017.04.05-蛰伏者双汇（下）

原创　2017-04-05　唐朝

上篇老唐谈了双汇高分红的原因及高分红将持续至何时的问题，下篇来谈增长。先回顾一下经营数据。双汇发展主要业务就两大块，屠宰卖肉+生产销售肉制品。先看屠宰卖肉这部分：

	2012	2013	2014	2015	2016
宰猪（万头）	1142	1331	1501	1239	1235
卖肉（万吨）	115	131	150	117	136
卖肉营收（亿）	154	187	196	244	317
卖肉成本（亿）	138	166	175	227	300
猪肉售价（元/kg）	13.4	14.3	13.1	20.9	23.3
猪肉成本（元/kg）	12.0	12.7	11.7	19.4	22.1
屠宰毛利率（%）	10.54%	11.35%	10.97%	7.31%	5.48%
屠宰毛利（亿）	16.2	21.2	21.5	17.8	17.4
单头毛利（元）	142	159	143	144	

从宰猪数量看，基本持平，营收增幅较大，增长了 73 亿。双汇 2016 年营业收入增长 71 亿，全部是屠宰业务带来的。由于这部分的营收增长，是由于生猪及猪肉的价格上涨，公司买贵卖贵造成的，并非我们通常理解的“增长”。所以，将 2016 年的营收，视为零增长或者轻微负增长实际上更合理一些。

从上表数据可以直观看出，①公司的屠宰产能还有富裕，至少连 2014 年的 1501 万头都没有达到；②屠宰行业是个苦力生意，杀头猪卖掉，毛利仅 140 元左右。考虑到头均人工、水电、折旧和销售费用等，这行业其实就是在比规模，比管理水平，稍有不慎就会陷入亏损局面。

我国屠宰行业，行业进入壁垒较低，且上游生猪来源比较分散，导致屠宰企业数量多，规模小。目前全国有屠宰企业过万家，大部分为小规模企业，年屠宰量超过 2 万头的企业不足 4000 家。目前出于食品安全、管理便利及经营压力，行业内正处于加速整合的过程中，持证屠宰场数据逐年下降，且下降速度不断上升。

据中国产业经济发展研究网《2016 年中国猪屠宰量、消费量分析及猪价格走势预测》一文数据，2015 年，屠宰行业前四企业（双汇、雨润、金锣、众品）的屠宰量市场份额总计 7.59%，其中行业龙头双汇的收入市场份额仅占 2.65%。参照西方发达国家屠宰行业历史，都曾走过中小屠宰企业被淘汰或兼并的道路。以美国为例，前三大屠宰企业目前占据市场份额超过 60%，最大的企业市场占比高达 31%。从数据对比上说，屠宰市场扩张空间还很广阔。

而曾经双汇最大的竞争对手，有“北双汇、南雨润”之说的南京雨润，也因陷入多元恶化泥潭，2016 年屠宰量仅有双汇的一半左右，营收不到双汇的 1/3，全年亏损超过 23 亿港币。此时，双汇的屠宰业务维持基本的盈亏平衡，增加市场竞争激烈程度，逼迫更多的小屠宰场退出市场，不断扩大自身市场份额，是英明之举，是战略需要，而非竞争所迫。

屠宰业务，不仅是为自身肉制品生产提供可靠原材料，还有另外两个必不可缺的作用，一是为肉制品生产提供近于零成本的猪血、内脏、油脂等下角料；二是屠宰行业免税，可以和肉制品行业（正常缴纳增

值税和所得税）之间联合进行一些税务规划（在 2016 财报的 102 页，公司披露了屠宰业务享受免征所得税的优惠）。

屠宰业的低毛利率和收购农副产品的进项税抵扣政策，也会导致产生大量增值税抵扣项，这也是利润。例如，公司 518 亿营业额，假设按照 13%或 17%增值税率，对应增值税应有 67~88 亿，加上所得税 13 亿，公司 2016 年总税负应介于 80~101 亿之间。然而，现金流量表中公司年内支付的各项税费之和是 40.74 亿，而资产负债表中欠税务局的应交税费不足 3 亿。这部分就不细说了，总之，屠宰业对于双汇来说，绝非财报表面数据看上去那么利润微薄，也绝非一块可有可无的业务。

屠宰业务，正常情况下，利润水平会随着猪价波动而波动。在猪价下降周期里，屠宰业务获利会增加，猪价上涨周期里，屠宰业务获利会降低。

下图是 2014 年至今全国外三元猪肉价格走势图

备注：外三元猪，指外来三个品种的杂交猪。品种 A 母猪和品种 B 公猪杂交，生下的母猪长大后再和品种 C 公猪交配，产下的小猪仔就是供养殖的商品猪。目前世界上最普遍的外三元猪是杜长大组合（杜洛克、长白、大约克）。该品种猪具有生长速度快、饲料报酬高、瘦肉率高等特点，适应性好，适合规模化养殖。

从图上可以清楚的看到，自 2015 年下半年起，猪周期上涨，并于 2016 年上半年达到高峰。2016 年下半年，猪肉价格进入下降趋势，并于今年春节后加速下跌。猪肉价格下滑，有望增加屠宰利润。但双汇也可能采用售价跟着成本降低，继续维持低毛利率抢市场份额的做法，因此，猪周期下行潜在的利润，或许 2017 年无法体现在财报数据中，只能说从定性角度看，2017 年，双汇的屠宰业务面对的市场环境会优于 2015 和 2016 年。至于相关的成长，暂时看作零吧，且可能由于猪价的下滑，带来营收的下滑。

看完屠宰业务，再看肉制品业务。

肉制品是双汇的主要利润来源，分为高温肉制品和低温肉制品两大类。所谓高温肉制品，主要指铁听罐头、铝箔软包装肉制品、火腿肠等；低温肉制品则包括火腿、培根、热狗肠等。低温肉制品因最大限度保持原有营养和固有的风味，在品质上明显优于高温肉制品，是未来发展趋势。

双汇也很早（最早可见 2005 年的资料里有）提出了“肉类产品由高温向低温转变”的战略目标。然而该目标进展并不顺利，在 2009 年，低温营收/高温营收已经超过 70%，然而到了 2016 年低温营收/高温

营收反而后退至 60%左右。

过去五年，双汇肉制品总销量几乎没有获得增长，2012 年肉制品销售总量为 155 万吨，2016 年销售总量为 161 万吨，五年总计增加不足 4%。肉制品营业收入从 2012 年的 230 亿，变成 2016 年的 225 亿，不增反减。

过去五年，双汇的净利润增长，主要来自成本压缩，尤其是肉制品行业的成本压缩。每公斤肉制品的平均成本，从 11.5 元降至 9.6 元，仅此一项，161 万吨肉制品直接减少成本 61 亿。这 61 亿，其中 25 亿让利给了渠道和消费者，剩余部分成为税收和公司利润。

	2012	2013	2014	2015	2016
肉制品总量(万吨)	155	171	173	158	161
肉制品营收合计（亿）	230	252	251	227	225
肉制品成本合计（亿）	178	189	184	155	155
肉制品公斤成本（元）	11.5	11.1	10.6	9.8	9.6
肉制品公斤售价（元）	14.8	14.7	14.5	14.4	14.0
屠宰毛利（亿）	16.2	21.2	21.5	17.8	17.4
归母净利润（亿）	28.9	386	40.4	42.6	

看到这些数据，老唐仿佛听见了万老爷子 2012 年的训话：为了我们伟大的目标，未来五到八年，我们可能完全没有钱去做市场推广。我们一方面要在保证质量的前提下，通过让利于渠道，让利于消费者，力保市场份额不下滑；另一方面要狠抓成本管理，千方百计省出利润来，支持集团对欧美巨头的收购，完成双汇人的国际第一猪肉佬梦想！（请注意，上述言论为老唐 YY，并非万隆言论）哗——鼓掌中……

那么，成本是怎么省下来的呢？两大因素，一是充分利用屠宰子公司提供自用肉、下角料以及税收规划便利；二是利用收购史密斯肥儿德后的协同效应，猪肉搬砖。依照最近三年才有的披露，前者分别为 34.5 亿，33 亿和 36.8 亿（财报 168 页，分部间交易收入），后者则分别为 8.9 亿，17 亿和 41.9 亿（财报 15 页，与罗特克斯公司的关联交易披露）。

以数据看，后者逐渐磨合妥当，开始放量了。依照中美猪肉差价，这个搬砖行为必将继续存在，且规模还会扩大。依照双汇肉制品成本 155 亿计算，刨掉少量辅助材料、调味品等，仅原料肉部分，除内部采购 36.8 亿和从美国采购的 41.9 亿，尚且还有数十亿的采购。这是自宰和进口可以逐步占领的空间，这个占领的过程，也是继续节省成本、创造利润的过程。

2017 年和 2018 年上半年的增长，也就依赖猪周期下行和猪肉搬砖两大块了，不会有太多惊喜的，其主要看点就是高分红了。到 2018 年四季度之后，还债压力将大大减小，可以留存利润用于发展了。然而，市场有没有双汇扩大再生产的空间呢？老唐的答案是，有。

通过在地图上划出双汇 20 余家子公司的地理分布（名录在财报 147 页），可以发现，尚有多地空白，例如陕西、贵州、山西、湖南、福建、海南等省。有部分区域已经设立子公司，但规模还非常小，例如云南、四川、江西等省。

这些区域，商业环境和已经占据的区域差异不大，经营模式可以简单拷贝，现有区域的成功经验和竞争优势可以直接借用。只待公司度过 2017 和 2018 年上半年高分红期后，无论是增加现有区域的投入，还是增加空白区域占领，业绩都可能重回两位数增长——仅以分红率降低为 50%考虑，年留存利润超过 20 亿，按照双汇长期保持的 20%以上净资产收益率推算，20 亿资本投入，可至少产生 4 亿以上净利润，仅此一项，

就可达到近 10%的增长。

以上部分是推理，接下来老唐综述一下个人主观看法：

①近年来的高分红、低增长是逼不得已，当前是双汇的蛰伏期，到 2018 年四季度，就可以期待双汇的重新增长；

②双汇通过管理能力和企业规模，建立的低毛利率市场环境，构成外部资本无法或无兴趣进入的企业护城河；

③肉制品行业增长空间远远没有到头，扩张空间非常大；

④产品是刚需，而行业内看不见能构成威胁的竞争对手，雨润已瘫，金锣还小，故双汇几乎找不出变坏的可能，只是不知究竟能变多好的事儿；

⑤未来亚美欧三大洲的协同效应，还有深挖的潜力；

⑥在企业战略和产品推陈出新上，尽管近年来不理想，但主观选择信任管理层，毕竟他们沉浸市场数十年，始终和肉打交道，够专注。相信他们能逐步实现“屠宰业向鲜销转、向食材转、向调理转、向预制化、定制化转；肉制品业向低温转、向西式转、向中高档转、向食材转、向餐桌转变，实现产销上规模，确保企业的核心竞争优势。”的战略目标。

⑦经查询老唐实盘记录，老唐是 2016 年 4 月 8 日买进双汇的，买入价格是 20.24 元。经过 10 派 12.5 元和 10 派 9 元后，当前股价在 22.55 元，大约浮盈 20%出头。当时买入，主要是因为需要深圳打新门票，而自己比较熟悉的白酒业配置已经很重了，遂选中双汇。选择的理由很简单，主要就是上面第④条理由“几乎找不出变坏的可能，只是不知究竟会变多好的事儿”，这天然就是个打新门票条件。今天看法没变；

⑧最后说一条隐忧：由于万洲国际同时持有双汇和史密斯肥儿德两家公司，理论上万洲有能力通过猪肉搬砖和对西式新品的引进，自由安排将利润更多的留在美国还是留在中国。出于美元相对于人民币的升值趋势、中国外汇管制的加强，以及万洲持有 100%史密斯肥儿德，却只持有 73.26%双汇发展，老唐阴暗地担心管理层会有意将利润倾斜于美国；

⑨万洲国际目前的估值比双汇发展更低，且不受上条担心影响，熟悉港股市场的朋友，如果二选一的话，建议选择万洲。只是港股的信息披露和跟踪，对老唐而言，陌生且有一定难度，老唐就不做如是选了。

第135篇.　　2017.04.10-点杀，及老唐的分享观

原创　2017-04-10　唐朝

清明节的小长假，让时间的感觉有点混乱。记得刚刚发过两篇关于双汇的长文，怎么今天又是周一了？看来本周非常需要倒个时差！

老规矩，大家在本文下面留言，提出你希望老唐来拆解的公司财报。我会从被顶最多的前几条留言里，选一家公司来写。

以下是点杀要求，不符合要求的就尽量别发了。另外，留言前请先看看墙上是否已有你想推荐的公司，若有，直接顶即可（留言只能展示 100 条）：

①上市至少超过三年，即 IPO 上市日期在 2014 年 4 月 10 日以前。上市满五年的优先考虑——上市不满三年，财报数据可靠性难以验证；

②2016 年财报已经披露，最近三年加权净资产收益率（ROE）均超过 8%。若是连续三年 Roe 超过 15%

的，优先考虑——老唐同意刘主席周末说的“上市公司是中国优秀企业的代表，是中国经济的脊梁”，并增加保守程度，选择和“代表”中已经被历史证明过的佼佼者为伍，研究并理解她，再耐心等待估值合理甚至低估时参与，陪伴并享受其成长，并偶尔收获二级市场炒家的馈赠。

③当前市盈率 40 倍以内——保守投资，只在低估值范围内参与，不对未来增长做高预期假设，不眼红利用市场热情，高买高卖产生的利润。

留言建议格式：公司名，代码，上市时间，2016 年 ROE，最近三年最低 ROE，当前市盈率，过去一年涨幅，其他补充说明。Ok，动手吧，明晚来看点杀投票结果。

接下来聊聊老唐的分享观。

感谢书房里读者的认可。这些时间里，不仅阅读后打赏数量有明显增加，同时有不少朋友希望老唐做收费订阅，也有希望付费请老唐帮看某财报的，更有朋友自告奋勇的可以帮着做众筹程序，用金钱投票来替代点赞选择年报拆解对象……先谢谢提出这些建议的朋友，这是老唐的荣耀。谢谢。

在留言里，我一一拒绝了这些建议，但尚欠着这些朋友一个关于分享观的解释，今天补上。

1）免费分享是感恩。

估计书房里绝大多数读者，都是从雪球过来的，基本都知道老唐没读过大学。老唐今天能分享给大家的东西，几乎全部都来自于自学。这个过程中，互联网是起到了无可替代的作用。

感谢互联网，给我打开了一扇窗，让我即便身居斗室，也能无障碍地接触到天下那些智慧的大脑。在老唐过去乃至今天学习的过程中，曾经（以及正在）接受无数人无偿的帮助。没有他/她们，今天老唐的大脑里一定要空洞的多。

作为回报的一部分，在力所能及的情况下，老唐将自己所知的一点点东西，分享出来，也许会对老周大柳小武有帮助，就算我为当年做伸手党的经历做了“后付费”，这是我分享的第一个理由。

前几天在厦门南普陀寺，偶见一碑文，用于此处合适

当令众生喜，能报网络恩。

2）免费分享是思考动力。

关注唐书房时，都会收到一条老唐设置的欢迎语，第一句写的是“不把思想写下来，不会清楚地知道想的是什么”。这句话，来自张五常教授，老唐非常喜欢，十多年前，我就把它置顶在自己新浪博客首页。

忘记了哪位球友还分享过一句话“输出倒逼输入”，大致意思和五常教授上面那句话意思近似。都是说通过写作，能够让我们厘清头脑里的想法，发现自己思考的漏洞或知识的缺陷。

事实上，正是分享，促动了老唐查漏补缺，推动了《手把手教你读财报》1 和 2 的诞生；正是分享，逼迫老唐面对一个又一个的质疑，拷问着自己对白酒银行水电等等公司的理解；正是分享，产生了唐书房开设半年来一百多篇原创文章；正是分享，推动老唐这个懒人，把对企业的关注覆盖面慢慢扩大……

所以，分享过程中，不仅读者得益了，码字者的收获也不小。

3）免费分享是躲避义务。

老唐是个随性的人，人生观、世界观和价值观受林语堂先生影响很大，对金钱要求不高，对自由有强烈的渴望，否则也不会在 2006 年 33 岁时，就转型宅男。我家领导亦如是，2004 年就转型全职家庭主妇了——想来也合理，能牵手 25 年，三观必然是契合的。正所谓不是一家人、不进一家门！

正因为这样的人生观，老唐居家这些年，婉拒了不少老朋友公司的兼职顾问聘请；正因为这样的人生观，老唐很早就在雪球上申明：“不发基金、不代客理财、不开收费群”；正因为这样的人生观，老唐拒绝

了好几家平台的语音授课邀请，拒绝了所有文字媒体和视频媒体的采访邀请；也正因为这样的人生观，老唐可以因自己要做某事顺带获取报酬，但不愿为了报酬去做某事。总体来说，老唐夫妇是没有大追求，就想过点安静小日子的普通人。

目前的状态，是老唐想写的东西，在写给自己的同时，分享给大家。有动力写，我就发；没动力写，我就停，停了不必对任何人抱有愧疚之心。这种状态我很喜欢，也很享受。

若是一旦包年包月或者收钱码字，老唐就会犯强迫症，总觉得欠了谁的，久而久之，码字就会成为负担，而不是快乐。这不是我所追求的，也希望各位能够理解。或许某天微信能尝试类似微博的那种“一篇文章部分免费读，继续则需付费”的无思想负担模式，或许我会有兴趣试试。将写成的文章，设置成结论免费、推理和思考过程付费，会不会成为有乐趣的事儿？

4）免费分享是收获成就感。

金钱，是价值的度量衡，是欲望的兑换码，谁都喜欢，老唐也不例外。作为码字的成果，读者读过以后的自愿打赏，是成就感的重要来源。

正因为事实上已经免费读过，再付钱也没购买到什么新东西，理论上来说完全没有必要“糟蹋”金钱（谁都喜欢的金钱），也没有必要再去“麻烦自己”点一次支付行为。这种情况下，无论是多少金钱的支付，老唐都理解为一种发自内心的真正认可和感谢，这种成就感很让我享受，也是我码字的主要动力之一。

前天，任俊杰老师在微信朋友圈里分享了一篇文章，题目叫《好男人是夸出来的》，从蔡少芬变身炫夫狂魔说起，谈到“赞美是永远的力量源泉”，读后很有感触。

人都是需要鼓励的，甚至连神也不例外，否则没法解释佛教徒常念“南无阿弥陀佛、南无观世音菩萨”（南无，发音拿磨，中文意思皈依、赞美），或者基督教里众多对主的赞歌和赞美诗，哈利路亚（意思是赞美耶和华）!。

绝没有冒犯神佛或者和神佛比肩的自大，想说的是每个人都喜欢被赞美、被认可，这本就是我们前进的动力。毫不惭愧的说，我家领导也是炫夫狂魔，哪怕老唐当年身无分文时，她也用她那包含崇拜和信任的眼光鼓励我前进。谢谢领导。

所以，谢谢书房里所有曾经打赏过的朋友，无论金额多寡。老唐每一篇文章的诞生，都有您的推动，谢谢。

5）金钱回报不一定需要靠收费。

正如春节时，老唐给大家语音拜年所说：

唐书房，我希望把它做成一个深度研究、深度分享的地方。它可能永远不如宏观视点、鸡汤八卦那么轻松，无法让你随时插上一嘴。但我希望每次推文都能让你我增加一点点“硬”知识，将自己在市场的优势扩大一点点，对企业的理解加深一点点，而不是聚在一起口水 Biubiu，散场以后一切如旧。只有这样的日积月累，我们才可能最终成为市场赢家。这样的分享，在一个以“炒”股为主流的市场里，注定是小众，很可能永远也带不来雄安新区展望、项主席倒台的背后、习特会的大格局之类文章所享受的 10w+阅读，永远也成不了微信公众号里的大 V。但老唐始终相信，只要是对别人有用的东西，就一定会得到回报。精神上的回报是如此，金钱上的回报同样如此。

记得老唐出版《手把手教你读财报》的时候，就曾经询问出版社，能否将电子版做成免费品，通过在书内夹杂广告达到获利目的。这样，商业广告得以传播，出版社和作者同样获利，而读者则得到了免费书

籍，多赢。后得知因为法规方面的原因，无法实施。

道理相同，老唐这里，逐渐的也有了广告商找上门来，给老唐提供着金钱方面的回报。只是或许受知名度和主题所限吧，找上门来的广告商领域相对狭窄。在老唐拒绝了大量的股票推荐、选股公式、入群导流、股软销售等广告后，剩下的可供选择余地不大，也希望各位体谅。顺带感谢所有阅读广告并点赞的朋友，谢谢你们。

老唐的分享观表述完了，借机再给大家分享一点书和剧！出游四十多天，时间所限，看书看剧都不多，但其中精品不少。

书，这四十多天就看了一套小说，马伯庸的《长安十二时辰》（上下）。小说写的是唐朝天宝三年上元节当日的帝都长安，一群偷偷潜入的突厥狼卫酝酿着一个灭城的阴谋。只有一个死囚犯能挽救长安，而时间也只剩下十二个时辰。全书 24 章，一章半个时辰，非常有紧迫感。读着这本小说，能让你脑袋里响起《反恐 24 小时》里那著名的嘣咚嘣咚声，作者在后记里也坦承确实有特意模仿《反恐 24 小时》的设置。马伯庸不愧鬼才之称，生生把一个古代的侠客传奇，写成了现代反恐英雄戏。场面宏大，节奏紧张，情节跌宕起伏，用来消闲很是过瘾。

国产剧：出游期间，看完了好评如潮的《大秦帝国之崛起》，这是《大秦帝国》的第三季了，水准不错，个人觉得略低于第一季，但高于第二季。秦王、白起和范睢三个角色都演的很出彩。若是没看过的，建议三季都看。另外，这段时间，不少朋友推荐《人民的名义》和《鸡毛飞上天》，老唐打算后面抽空开始跟了。

美剧：这段时间追踪的精品不少，全部地、通通地强烈推荐：

《亿万》第二季，出 7 集；

《国土安全》第六季，出 11 集；

《傲骨之战》第一季，出 8 集；

《越狱》第五季，出 1 集；

《指定幸存者》第一季，出 15 集。

以上美剧，除了《傲骨之战》还有两集没看，其他的都跟上最新进度了。

另外，本月马上要出的美剧里，《风骚律师》第三季和《冰血暴》第三季，都是值得期待的好东东（我一般在 www.zimuzu.tv 下载）。

第136篇.　　2017.04.16-像老板那样投资（上）

原创　2017-04-16　唐朝

（熬夜赶工至三点，提前推出点杀文，想看看后面能否挤出点儿时间给我家阿茅和小国子）

今天的主题是老板电器。在大家投票选出老板电器后，有好几位朋友发牢骚表示：让大家选，结果必然是热门股，并不是分析的好对象。

确实有这个问题存在，但一者老唐在外旅游，实在没时间自己逐个去翻年报摘要，二者我觉着分享的核心不在于分析哪家公司，得出什么结论，而是讨论的思路，研究的方法，重点在“渔”而不是“鱼”。

从这个角度考虑，其实究竟分析哪家公司并没那么重要。当然，等我下月回家后，我还是打算自己动

手，多在冷门的、估值偏低的股票上投入些精力。目前，暂时将就吧！

在谈老板电器之前，老唐要先说说茅台。因为茅台又创历史新高，并摸到了老唐四年前谈到的400元价格边缘，不少朋友焦急地发信息来问老唐卖没卖？会不会准备卖？卖了买什么？等等。借本文的机会，老唐解释几句。

老唐对茅台的公开“鼓吹”文章，都发表在《证券市场周刊》上。第一次是2013年12月6日的《探秘茅台》；然后是2013年12月20日的《茅台未来三年利润推算》；接着在2014年3月28日的《2014，茅台的倒春寒》一文里，老唐首次提出“2014年-2018年，公司很大概率将重演2008-2012年四年的高成长的故事。所不同的是，前一个成长，主要是靠价格驱动。而接下来的成长，将主要靠量的驱动。”观点。再然后，每年年报、半年报出来，基本上都有拆解文章发在周刊。期间还出了本《手把手教你读财报》，以茅台为A股典范解读财报。这样一路地看好过来，还好，阿茅也争气，对得起所有的读者（以上文章，均存放于老唐的雪球置顶帖里）。

经营情况说太多了，重复也没啥新意。一句话，茅台酒供不应求、系列酒蒸蒸日上。正如老唐去年4月1日在周刊发表的《茅台的供给侧之忧》的题目，现在茅台的主要问题在供给侧，是能不能满足需求的问题，而不是能不能卖掉的问题。

依然维持“2014~2018年重演高成长”的判断，这个高成长到2018年的判断，是基于基酒产量做出的，考虑到当前股价位置，就不再“鼓吹”了。下面说说我对茅台持股的打算吧，这是很多朋友发信息来希望了解的。

2017年3月17日，逢茅台创新高和国投大涨，询问的朋友多，老唐在等洗车的间隙，匆匆用手机写了个帖子发在雪球，其中关于茅台的部分是这样说的：

茅台乐观情绪已经起来，经营情况比我2012——2014年之间乐观估计还要好，但此时真心不建议再考虑进入了。四五年前我给雪球上很多朋友的回复是：100--400间的股价波动跟我无关，100以下我会继续买，400以上我会逐步退出，按年考虑10%上移。这几年有过三次十送一，大致上距离我开始逐步撤退的位置也不远了。

这里纠正一个笔误，“三次10送1”，应该为“两次10送1”，2013年和2014年有送股，2015年只分了现金没有送股。这样，目前股价400元，距离我当初考虑的“400元，按年考虑10%上移”目标，大约就还有10%~20%的差距，即440~480元之间，我可能会逐步降低对茅台的持仓。

当时这个400元怎么来的呢？说透的话，一点都不神秘。2012年底茅台每股收益近13元，30倍市盈率是我认为的合理估值上沿，所以400元左右就需要考虑减仓了。“逐年考虑10%上移”又是怎么来的呢？也简单，2013年时，我认为茅台真实年复合净利润增长不会低于10%，所以就对应有了“10%上移”的考虑。截止目前，我认为四年前这个考虑依然是合适的。

为什么是30倍市盈率？因为30倍市盈率代表着3.3%的年收益率，而这个收益率是存银行就可以获得的。存一个3.3%利率的存款在工商银行，本息基本确定100%的概率可以拿到。而投资一家企业的股权，无论我们研究多么彻底，我们都无法得出100%确定的收益率，甚至不能保证本金的100%偿还。这个不确定的风险，必须靠股权提供更高的收益率水平（即更低的市盈率）来补偿。

因此，当市盈率超过无风险收益率的倒数时，我会认为一家企业进入合理估值区间上沿，没有额外的便宜占，不再适合重仓持有了。注意，是不再适合“重仓”持有，不是“不再适合持有”。为什么呢？道

理也不难，企业收益会“成长”，而银行存款几乎没有“成长”。所以，合理估值的上沿，并不代表高估，只适合把捡二级市场便宜的重仓位降低，而不是清仓卖出。对于茅台，有极大的可能性，我永远也不会“清仓”。

唐书房里，渐渐多了一些不是从雪球过来的朋友，可能是通过朋友圈偶遇好友转发的老唐文章，或是购买了《手把手教你读财报》和《手把手教你读财报 2》扫码关注的。这些朋友对于老唐实盘持有的股票不太了解，后台有很多重复问题，这里公布一下目前老唐的实盘持仓吧！

截止去年底之前的持仓和调仓，可以通过雪球组合“老唐实盘”查看（调仓次数屈指可数，调整比例也很小）。今年由于准备自驾出游，终于把开了 12 年的老君威换掉，入手了一部 Q5，加上新开一个打新帐户带来的仓位变动，卖掉了少量茅台（哭死，卖在 340~350 之间），造成实际仓位和雪球上的“老唐实盘”有了些细微差别。今年基本戒了雪球啦，所以，组合没顾上同步调整。

老唐目前的实际持仓状况为：茅台 40%+；洋河 6%+；国投 28%+；港银（约招民各半）16%+；信立泰 3%-；双汇 2%+；广发医药 3%-；腾讯 2%+。其他观察仓位有四只，宋城、伟星、永新和联美，占比太小，忽略不计。周四，茅台的市值首次超过了 5000 亿，相比其 IPO 时市值 78.5 亿（新股发行价 31.39 元×发行后总股本 2.5 亿股），不计算历年分红，仅市值上涨就超过 60 倍——可喜的是，仅 2016 年现金分红数额将高达 85 亿，已经超过了 2001 年茅台公司的总市值。

60 倍上涨怎么来的呢？2001 年公司净利润 3.28 亿，十五年后，公司净利润 167 亿，净利润增长了 167/3.28≈51 倍。另外，由于预收款高达 175 亿，对应约 150 亿营收，其中包含了已经落袋、但暂时没列入利润表的约 65 亿净利润。要知道就在 2010 年，茅台公司全年总的营业收入也才 116 亿（另有预收 47 亿），归属股东净利润 50 亿。这意味着 2016 年底，仅仅是丢在蓄水池里存着的预收部分，就已经接近等于 2010 年的茅台了！

假设今天茅台市盈率保持和 IPO 时一致，则茅台的市值应该为 78.5/3.28×167≈4000 亿，企业增长解释了从 78.5 亿到 4000 亿的 50 倍增值。从 4000 亿再涨 25%到达 5000 亿，则可能是市盈率的变化，也可能是市场对于“预收款隐藏利润（78.5/3.28×230≈5500 亿）”的部分认识。

15 年，企业经营增长推动 50 倍收益，市盈率变化带来 25%收益，这两个数据，你看过后，对“炒股”这件事可有什么感触？

不仅茅台如此，老板电器亦是如此。关于老板的分析，请接着阅读下篇。

第137篇.　　2017.04.16-像老板那样投资（下）

原创　2017-04-16　唐朝

老板电器，上市前 1.2 亿股，净资产约 4 亿元。ipo 发行 4000 万股，占总股本 1.6 亿股的 25%，发行价格 24 元，融资 9.6 亿。2010~2016 年累计现金分红 11.2 亿（含 2016 年预案），按照二级市场股东持股约 25%的比例计算（因为有少量股权激励，实际持股略少于 25%，可忽略），原控股股东获取现金分红约 8.4 亿，ipo 时认购全部新股的股东及后来接手他们股票的二级市场投资者作为一个整体，合计获取分红约 2.8 亿。当前市值 386 亿，25%股份价值约 96 亿，6 年多回报超 10 倍，大牛股。

牛股怎么练成的呢？由于公司是 2010 年 11 月 IPO 的，故 2010 年的经营成果，可以视为上市前经营业绩。2010 年净利润为 1.34 亿，2016 年净利润为 12.07 亿，增长约 9 倍，即业绩增长推动了市值 38.4

亿（24 元×1.6 亿股）增长至 345 亿，当前市值超过 345 亿的部分约 41 亿，由市盈率的提升带来。即业绩增长推动股东获利 9 倍，市盈率变化锦上添花 12%（41/345）。

9 倍和 12%，你选择挣哪一种钱？关于这方面的思考，可参看唐书房去年 10 月的原创文章《你靠什么在股市生存？》

老板电器的企业经营增长，又是怎么来的呢？下表将老板电器上市六年的经营情况分成两个三年来做对比，分析其增长源头。

科目	2010	占营收比	2013	占营收比	2016	占营收比
营业收入	12.3		26.5		58.0	
营业成本	5.6	45.4%	12.1	45.6%	24.7	42.7%
销管费用	5.1	41.5%	10.1	38.0%	19.9	34.4%
营业利润	1.5	12.3%	4.4	16.6%	13.3	

公司自 2010 年 11 月上市，经过了六年发展，营收从 12.3 亿增长至 58 亿，营业利润自 1.5 亿增长至 13.3 亿。通过分拆因素，我们能够发现，第一个三年，增长主要是由规模的扩大和费用的管控两部分完成；第二个三年，则不仅有规模的扩大、费用的管控，同时还有毛利率提升的因素。

第一个三年里，毛利率略有下降，即同样成本的产品，销售价格略有下降（或同样售价的产品，制造成本略有上升）。营收规模增长 115%，以及销管费用占比降低 3.5 个百分点，合力造成营业利润从 1.5 亿增长至 4.4 亿；

第二个三年，不仅规模扩大 119%，销管费用占比继续降低 3.6 个百分点，同时，毛利率还提升了 2.9 个百分点，三个因素合力使营业利润从 4.4 亿增长至 13.3 亿。

投资，回顾过去只是手段，展望未来才是目的。顺着前两个三年，我们来模拟一下第三个三年，即 2019 年的利润表。按照公司财报 21 页规划的发展战略目标中涉及营收增长部分表述：“2. 公司发展战略（ 2017-2019）破百亿销售”、“3、总体发展目标，未来三年，我们也将继续坚持三个 30%的目标不动摇，既要把握现在实现量的增长，更要着眼未来完成质的提升，实现量质齐升，全力以赴突破百亿销售”。

所谓三个 30%目标，是公司 2012 年年报首次提出、以后年年强调的公司发展目标：未来三年销售收入年复合增长超过 30%（该项自 2015 年起将销售收入修改为业绩）；吸油烟机市场份额达到 30%；吸油烟机销售额超过主要竞争对手 30%（该项从 2013 年起，将销售额超 30%修改为销售量超 30%）。

以上三个 30%，除了经修改后的业绩增长达到了，其他目标均未完成。若是不将销售收入目标修改为业绩，则三个目标均未达成。

接下来，我们假设公司未来三年，能够按照预定目标完成百亿销售目标，且毛利率能够继续提升 2.9 个百分点，销管费用还能继续降低 3.6 个百分点，那么 2019 年的营收数据很可能是这样的

科目	2016	占营收比	2019	占营收比
营业收入	58.0	100.0%	100	100%
营业成本	24.7	42.7%	39.8	39.80%
销管费用	19.9	34.4%	30.8	30.80%
营业利润	13.3	23.0%	29.4	29.[illegible]%

在不考虑营业外收支和财务费用的情况下，假设老板电器 2016 年 12 月 31 日所得税优惠政策到期后，

能够继续获取 15%所得税率的优惠政策并保持到 2019 年，那么公司 2019 年的税后利润就是 29.4×85%=25 亿。

假设 2019 年，市场能够给这样一个营收过百亿、年营收和净利润增长约 25%的企业 20~25 倍市盈率，则届时市值波动范围可能约为 500~625 亿。如果计划获取三年翻倍的利润，则可以买入的空间为 250~310 亿，当前市值 386 亿。

营收达到理想目标、毛利率提升继续如过去三年般优秀、费用继续如过去六年那样有压缩空间，加上所得税率继续享受优惠，所有的利好预期全部达成的情况下，此时买入仍然很难取得年化 24%的收益，你投不投？

反之，如果以上利好预期有一项或多项无法达成，则收益还会继续降低。当然，如果实际经营结果，超越了公司管理层的预期，也有可能获得 24%乃至更高的收益。

这就是最简单的估值和计算思路。最终是否决定买入，就变成了对以上因素的估计。就老唐个人而言，对于以上四项潜在利好的简单判断是：

1）2019 年营收超过百亿，概率较大。老板的主营产品是吸油烟机、燃气灶和消毒柜（烟灶消），2016 年三大件分别占营收比例为 56%、28%、7%。烟灶消的购买场景，基本集中在房屋装修时。正常入住后的房屋，购买烟灶消三大件的几率非常低。因而，老板电器的增长，无疑与房地产市场（含二手）的销售情况具有极大的相关性。

由于交房和装修的滞后期，2015~2017 年的房地产热销，应该能够推动 2017~2019 年的厨房电器的增长。但需要注意的是，刚刚开始的新一轮限购，又是 2019 年之后公司发展的隐忧。未来房地产市场的究竟会是什么趋势，老唐自认不懂，很难做出判断，因而对于两三年后的老板，同样难以做出判断；

2）毛利率提升至 60%以上，难度较大。毛利率的提升，无外乎两个因素，要么同样成本的产品，售价上涨；要么同样售价的产品，成本降低。前者取决于同行竞争，后者取决于上游大宗商品价格波动（公司主要原材料为不锈钢、冷轧板、铜、玻璃等，其中核心是钢材）。

对于同行竞争，老板电器董秘王刚先生两周前这么说：“未来市场竞争会越来越激烈，厨电行业目前毛利率这么高，竞争格局相对良性，而且厨电产品技术门槛不高，因此没办法阻挡新参与者进入”。以老板 2016 年的主力产品吸油烟机数据为例，每台制造成本约 530 元，出厂均价约 1350 元，终端零售均价超过 4100 元。在这样的扭曲暴利状况下，资本不断的进入，竞争不断的加剧，几乎是必然现象。

至于上游原材料（主要是钢材）的价格波动，厨电里的巨无霸只是钢材市场的小蝌蚪，完全的小受受——价格波动的被动接受者，没有任何掌控能力。这两样因素的合力之下，毛利率持续提升，难度较大；

3）费用占比继续压缩，难度很大。厨房电器产品差异较小，属于销售推动型，在竞争中，费用投入一旦控制过低，销售额就会大受影响。这一点，我们可以从公司销售人员数量及现金流量表里支付的其他与经营有关的现金数量（主要是广告费、销售服务费、展台装饰费、宣传促销费等）看出来

年份	销售人数	与经营活动有关的现金	占营收比例
2011	844	4.25 亿	28%
2012	1114	5.72 亿	29%
2013	1255	6.47 亿	24%
2014	1330	8.64 亿	24%
2015	1525	12 亿	26%
2016	1312	15 亿	26%

目前公司通过大力发展线上销售（2016 年线上销售占公司总销售额的 30%左右，前四大客户京东信息、淘宝老板旗舰、淘宝老板分销和京东贸易合计占公司总销量的 26%），减少销售人员数量，意图降低相关费用，但董秘王刚先生也表示：“虽然线上毛利高，但是电商平台每年都在上涨扣点，最终毛利率会越来越低。”

同时，由于厨电行业技术门槛并不高，产品同质化相对严重，公司的核心竞争优势首推“高端品牌的运营能力”（年报第 10 页）。为塑造和维护消费者心目中的高端品牌形象，与持续降低与经营活动有关的各种费用，这两者是有抵触的。因此，老唐个人认为，持续降低销管费用比较困难；

4）所得税优惠，这个概率很大，应该可以继续获得。

即便公司能够完成预定目标，也要依赖接盘侠激情（给予更高市盈率倍数估值）才能获得满意收益，这样的投资我不敢做。因而，此时的老板就这样被我排除了。表面上看，是靠财务数字排除的，但归根结底，还是因为“不能理解”造成的。

过去 20 年，老唐分别在 1998 年、2001 年、2005 年和 2008 年换过四次住房。四次装修经验里（今年要搞人生第五次装修了），购买过三次烟灶消三件套（1998 年那次，只买过一个简单的双口煤气灶），三次品牌都不同，购买原因基本是厨柜公司配套推荐、广告里见过的品牌中颜值高的、被卖场销售美眉舌底生花说动的。无论是品牌还是产品特性，均没有在购买中起到过决定作用。除了现在用着的方太套装以外，前两次用的什么品牌，已经完全没有记忆了。

因而，我对老板电器表述的核心竞争力“高端品牌的运营能力、全面高效的营销能力、持续创新的研发能力”，只能认可营销算是一个核心竞争力，其他两项基本就是一个“钱”的问题，有投入下去，就能解决。对于这样一个没什么门槛的行业，何以长期保持高毛利而没有引发更多产业巨头进入参与竞争，老唐百思不得其解。书房里哪位朋友有研究的，还请不吝赐教。

为什么老唐也不认可公司所称的研发能力呢？

首先，看公司的核心管理层：创始人任建华，初中文化；

总经理任富佳，创始人之子，本科学历（没查到是哪所大学的本科）；

副总夏志明，原富士康制造部长，挖来后任生产总监，应该是主管生产的副总；

副总何亚东，43 岁，一直从事营销工作的，应该是主管营销的副总；

财务总监张国富；

董秘王刚，42 岁，地税局稽查员出身。

没了！主管研发的副总呢？研发人员向谁汇报，有关研发的事情由谁决策，哪一个看上去是内行？就凭这个高管名单，就基本看出来研发部门在公司地位偏低，不怎么受重视。

正好，董秘王刚先生在最新的电话会议上这么说：“老板的优势在于营销、制造，但是在技术和研发

上属于弱势。公司认识到短板，去年（2016 年）下决心改变状况。去年通过高薪（高管年薪的 3~4 倍）挖了新的研发总监，带动研发体系的变化，而且内部资源、薪资倾斜研发部门，希望激发创新动力。公司希望研发人员能够大幅增长（2017 年目标增加 100 多人），从而减少跟对手间的差距。”

他还说：“研发上方太比老板有优势。以前公司更注重营销，技术层面重视不够，因此现在希望能改变，而且行业发展趋势看，以前靠渠道驱动，以后渠道红利会逐渐消失。”

由此可见，公司所谓的研发能力上的核心竞争力，更多的是套话和口号。老板挖人能出的高薪，方太、美的、华帝、西门子、帅康、万家乐、万和、海尔、樱花……，哪家给不起？

文末提个疑点：公司的现金持有量不正常的高，而且不是一年如此，是年年如此。下表是公司上市融资以来，每年财务报表上银行存款数据（单位亿）。

	银行存款	利息收入	简单加权利率
2011	10.2	0.24	2.35%
2012	11.1	0.3	2.82%
2013	12.7	0.36	3.02%
2014	16	0.44	3.05%
2015	23.2	0.66	3.36%
2016	34.4	0.79	2.73%

2011 年 ipo 净募集资金 13.76 亿。此后，公司始终保持高额的货币资金，基本由银行存款构成，不购买理财产品。以利率推算（简单加权指以年初和年尾资金之和的一半来计算平均资金规模），高度疑似存的是三年定期存款。

一家身处中国金融业最发达的区域浙江省杭州市的制造业企业，在没有大额投资需求的情况下，保留大量闲置资金，不进行投资，不购买理财产品，仅仅满足于获取三年定期存款的收益水平，这大概率不正常。

对于制造业企业来说，闲余资金要么投资理财，34 亿多现金，将收益率提高 1 个百分点，就可以增加近 3000 万税后净利润；要么通过缩短供应商的账期来获取更优原料供应价格，提升企业毛利率。然而，老板都没做。为什么？

实际上茅台也有类似情况，生产经营不需要用到那么多现金，但账上依然保存巨额现金，例如 2016 年现金高达 668 亿，其中 666 亿为银行存款。但茅台的问题好解释，作为一个位于落后省份的、国资委控股的、主要从外省搬运货币回贵州的印钞机，除了回报股东的目标以外，茅台实际上还充当着类似于遵义市中央银行的角色。赚钱回来存进当地银行，相当于对遵义金融机构实施量化宽松，增加当地货币投放量，刺激当地经济发展；反之，分红或者哪怕是改存款为理财，都类似于对遵义经济实施货币紧缩政策，减少当地基础货币，从而引发连锁反应，对当地经济踩刹车——这段如果理解有困难，请参看《手把手教你读财报 2》第一课内容。

享受当地的支持，就要承受相关的责任。在这样的政治责任之下，茅台若抽取存款做理财或分红，必须在有序可控状态下实施。或者在当地经济过热，有宏观紧缩需要时，实施单次的、大额的变存款为理财或分红行为（这些属于老唐的个人理解，台面上从无此类解释）。但是，老板电器作为一个经济发达地区的小规模民企，并不需要考虑面对这种情况。那么老板为何配置大量低收益银行存款呢？

以上就是本文标题要表述的核心思想：**用老板的思维做投资，将注意力投向企业盈利的质量、持续性**

和增长可能。选择合适的价格，参股那些具备可理解、可持续竞争优势的企业，不要将希望寄托在接盘侠的乐观和短暂的市盈率波动上面。

靠经营企业发财的老板常见，靠倒卖企业发财的老板万里可有一？你想选择靠企业经营发财，还是想依赖倒卖企业去搏那个万里挑一？老唐真心希望唐书房里的朋友们，通通都能脱离“一杯茶一支烟，一个破股看一天”的“炒”股江湖！

最后，还有一个小疑问，因为已经排除掉公司了，就没再做进一步研究。仅作为一个问题抛给有兴趣的朋友，也顺便向有研究的朋友请教：公司四个季度的销售净利润率差异那么大，是什么原因造成的？有研究过的朋友，烦请拨冗赐教，谢谢。

	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
营业收入	1,016,476,697.80	1,508,798,748.15	1,460,190,428.46	1,809,431,992.72
归属于上市公司股东的净利润	163,061,955.13	259,776,726.36	278,475,704.48	505,519,492.70
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	154,919,278.60	255,150,267.30	274,278,675.33	[illegible]39

第138篇.　　2017.04.19-国投电力速读

原创　2017-04-19　唐朝

小国子见光后连跌两天，不少朋友有些茫然了，不仅留言区要求老唐聊聊国投的评论被顶到最高，后台也收到不少希望老唐谈国投的信息。由于上周六晚上熬夜到三点赶工老板电器点杀文，周日有点不太舒服，被领导勒令强制休息两天，年报没来得及读。今晚小国子一季度经营数据出来了，老唐就加个班，简单聊聊咱们小国子。鉴于时间匆忙，没什么深入分析，就当给恐惧的朋友打打气吧！

先列出主要数据，方便后文阅读：国投 2016 年营收 292.7 亿，同比-6.42%；净利润 78.6 亿，同比-22%；经营现金流净额 190.7 亿，同比-17%；归母净利 39.2 亿，同比-28%；归母扣非净利 43.3 亿，同比-23%。

在去年 11 月 2 日，唐书房雅砻江系列文章第一篇里，老唐说到“雅砻江 2016 年估摸着净利润 75 亿左右，对国投和川投的贡献分别为 39 亿和 36 亿”，实际经营结果，雅砻江 2016 年净利润为 73.3 亿，略低于老唐预期，主要是部分市场化交易电量成交价格较低的原因。

也正因为这里比老唐预计的低了一点点，所以实际归母公司股东所有的净利润 39.2 亿，也比老唐在今年 1 月 18 日的《聊聊国投经营数据》一文中的判断略低一点点（1 月 18 日原文为“估摸着年报也就四十来亿净利润，对应目前四百六十多亿市值，约 11 倍上下的市盈率，继续显著低估中。”）自上周摸高 542 亿市值以后，年报前后出现了见光死行情，截止昨日，市值跌至 498 亿。在老唐眼中，它继续处于“显著低估中”。

关于国投电力的资产拆解及其价值，唐书房从去年 11 月 2 日开始（当日股价 6.49 元），连续推送了《从雅砻江三季报说起》系列文 12 篇，以及《两投的风险因素》4 篇，至今情况没有发生什么变化，老唐的观点依然是《雅 8》的结论：国投保守估值应该在 660 亿~930 亿之间（见《雅 8 号外》一文）。这方面老唐不重复了，感兴趣的自己点书房菜单“企业分析——水电能源”阅读（文末的阅读原文可直达）。

今天我们来聊聊市场所恐惧的东西。目前市场对国投的主要担心是什么？简单归纳，我觉着担心主要有三：1）火电是不是会越来越糟，成为出血口，以负资产形态拖累国投估值？2）电价是否会继续下降，导致水电盈利能力进一步降低？3）国投管理层会不会大张旗鼓乱投资，致使虽然看上去非常好的现金流，

浪费到低效乃至无效项目上？

我们逐条来看这三条担心是否成立。

第一，火电是不是会越来越糟，成为出血口、负资产？

看过前面文章的朋友，都知道老唐之所以在去年 1 月 11 日从川军搬砖至国军，就是因为市场给予了火电近于 0 的估值，而老唐的看法是国投火电价值约在百亿左右。所以在雅 8 号外里给了两投搬砖公式：国投合理值=110%川投市值+97 亿，以这个值为中轴，就可以开工搬砖了，至于想去占便宜的幅度大小，那就是自定的艺术范围了。

以前文章说过，火电是我国电力供应不可或缺的中坚力量，至少在数十年的范围内，我们都还看不到中国完全淘汰火电的那一天。今天，无论是水电、风电、光电还是核电，都需要火电来配套才可能使电网正常运作。在这样的情况下，拉长周期看，优质火电资产经营业绩可能会有波动，但总体必将是盈利的。拿国内大型纯火电公司过去十年的净利润来看（单位亿，四舍五入，国电电力有少量水电）：

年份	华能国际	国电电力	华电国际	大唐发电
2007	64	25	15	44
2008	-42	2	-30	6
2009	54	21	16	24
2010	37	32	1	37
2011	14	45	1	30
2012	69	67	19	62
2013	131	92	57	57
2014	134	91	75	19
2015	176	71	105	33
2016	108	70	46	20

无论华能、国电还是华电、大唐，其盈利的确存在着大幅波动，甚至有出现亏损的年份。但拉长周期来看，盈利额是远远大于亏损额的。这盈利里面，不仅有国有资产保值增值的因素，更有保障电力供应安全的因素。这就好比有家工厂，去年赚 10 亿，今年赚 5 亿，明年可能亏 3 亿，后年可能赚 20 亿，市场就将其视为 0 价值资产了。不趁机捡一点，真是对不起格老讲给我们听的市场先生寓言。

更关键的是，国投的火电，不仅没有亏损，而且呈现明显的好转势头。在唐书房水电能源部分的第一篇文章，去年 10 月 14 日发表的《深秋里的一抹亮色》一文中，老唐就从财务数据的蛛丝马迹中，推测“火电的苦日子快到头了”的判断。如果说年报数据由于曲靖担保事件造成的 5.2 亿一次性坏账计提，导致 2016 年账面上火电部分似乎没有产生净利润，还让某些不明内情的参与者感到恐惧的话，最新披露的 2017 年一季报经营数据，则已经明明白白地展示，火电已经出现了量价齐升的大好局面，下表是过去三年一季度国投的火电数据，趋势非常明显（电量单位亿 kwh，电价单位元）

	2015Q1	2016Q1	2017Q1	
火电电量	96.04	77.8	95.97	
火电电价	0.401	0.324	0.354	

数据显示，2016 年是火电最悲惨的时候，不仅价格大幅下挫，更重要是售电量也大跌。而 2017 年 1 季度，售电量已经回到了 2015 年同期水平，且价格出现了超过 9%的同比上升。这样的趋势，还担心火电成为负资产，那和 2015 年 4 月 24 日，老唐在《证券市场周刊》上发表《茅台的春天》一文，明确推测“茅

台的春天真的来了”之后，仍坚持继续担心茅台卖不掉，没什么本质区别，都只是被恐惧迷糊了双眼。

市场的第二个担心，是电价会不会继续下调，导致水电盈利能力持续下降。

这个担心，是完全忽视了水电联动政策以及当前的市场煤价。目前电价调整是按照煤价波动情况，在每年年初跟随调整。在煤价去年 1 月至今走出这样的走势情况下，可以说完全没有下调电价的可能，只存在持平不动和上调两种选择。

如果考虑到雅砻江水电的消纳正在好转（纳入重点保障以及雅中线建设可能取得进展），国投的水电部分，可以说未来只有两种可能：维持现在盈利能力不变，或者比现在赚更多。那么，随之而来的又有另一个担心了，如果煤价维持高位，甚至继续上涨，国投的火电是不是将走向亏损。

答案也是简单的，第一，正如上面所说，即便短期有亏损，也并不意味着火电资产价值为零，甚至为负。价值投资，是以企业家视角做投资，而不是以净利润增速来推测股价的波动。当资产的价格远远低于其价值的时候，我们附身捡起来，静待其价值回归即可。至于会是什么催化剂导致其回归，老唐不懂，也不太关心。知道它会来便是了，不需要知道它究竟脚踩哪朵祥云，摆个什么 pose 来。

第二，我国火电机组构成中，还有大量 30 万千瓦及之下的小机组存在。根据 2016 年全国火电机组运营数据，我国煤电机组中 100 万千瓦、60 万千瓦和 30 万千瓦机组，其平均供电煤耗分别是 285.32 克、306.61 克、318.47 克。而国投财报 13 页清楚地写着

公司火电以大机组为主，运营指标优良，无 30 万千瓦以下机组。 国投北疆二期、湄洲湾二期共 4 台百万千瓦超超临界机组投产以后，公司百万千瓦装机将占到控股火电装机容量的一半。公司积极响应国家节能减排政策，加大对火电机组的节能减排改造投入，脱硫、脱硝、除尘装置配备率均达 100%。

也就是说，公司的火电，属于符合国家环保要求的、煤耗偏低的大机组。如果假设煤价继续上涨，在电价无法上调的前提下，无疑会是煤耗高、环保不达标的小机组先行无法覆盖直接成本，退出竞争，由大机组填补售电量，或者就是区域性供电不足，造成拉闸限电甚至电网运行安全隐患。

当这种情况下产生，我个人认为发改委就两条路，要么提高电价，要么压低煤价。经济环境可以承受，就提高电价。如果经济环境无法承受提价，那就在煤矿上松松管制，增加煤炭供应。当然，无论出于环保考虑还是出于国投主要资产是水电考虑，老唐本人更期望煤价继续保持高位运行，促使电价上调，带来水电盈利能力的大幅提高——不过，发改委并不 care 老唐的期望，哈哈。

实际上，随着去年下半年 PPI 环比的转正，PPI 同比数据已经开始了一轮飙升。今年一季度 PPI 同比高达 7.4%，增速创下 2008 年以来的新高。这样的经济环境，对于电价上调的承受力是逐步加大了，市场环境朝着有利于电力企业的方向在变化。

市场的第三个担心，是国投管理层无序扩大投资，糟蹋了优质的现金流。这种担心，其实公司管理层也看见了，年报里特意写了如下文字：

公司严控煤电项目开发，果断退出了南阳内乡火电项目，暂缓了靖远三期、宣城三期等一批火电项目的前期工作；合理把握雅砻江中游水电项目开发节奏，在送出尚未落实和受端市场仍需进一步设计优化的情况下，适当放缓后续中游项目的核准进度；提出打造雅砻江流域风光水互补清洁能源示范基地的设想，完成项目初步规划，并列入国家和四川省“十三五”能源发展规划；新能源发展重心由西部向东部、沿海地区转移，缓建哈密风电后续项目，完成广西风电项目立项，参股福建海上风电项目，寻求在东部沿海等地区的新能源投资机会。

这是表明心迹，火电要减少投资，降低速度，水电除了已经开工的以外，其他项目也要放缓，看看形势再说。其他的规划，先纸上谈兵准备着，搞搞设想和规划，实际行动暂缓。

So，还担心什么？市场现在的担心，都是瞎担心！长电巨无霸，行业领袖级，此时出手战略投资国投电力，真当专家都是废物，没想到过这些问题？嚯嚯，我等夹头，可是靠坐功赚钱的，看清楚价值，然后坐等，中间的波折，假装不在。Over！

文末发个牢骚：

周二老板电器和伟星新材，都出现了超过 5%的涨幅，于是有蠢货跑来后台打老唐的脸：嘿嘿，你不是“伟星难有买入动力”、“排除老板电器”吗？看人家涨的多好！

这种可怜虫，眼光只有一寸长，对股票的认识也就是阳线笑、阴线哭了。伟星一文，老唐清楚地写着“2017 年伟星市值的合理值是 152~190 亿之间，当前市值正好 152 亿，属于合理值的下限。买入，缺少足够的获利空间，卖出却可以再等等。”现在大涨，也不过 177 亿市值而已，连 190 亿合理值上沿都没到，至于跑来嘚瑟吗？至于老板，老唐说 386 亿市值买入的话，三年翻倍的难度很大。这才涨起来了 8 个点而已，就那么激动啊！

也可以理解，眼睛只能看见百分之十，当然无法理解对百分之二三十波动视而不见的人，这是鸡同鸭讲了。再说了，老唐看错的时候，多了去了，老唐不懂的企业，同样多了去了，就算是真错了，也没啥了不起。老唐从来没打算充什么金光四射的股神，历来都申明自己不会“炒”股，完全没有能力预测股市短期涨跌，所有的分享都是基于对企业价值的理解，而不是出于对股价的预测。

如果你以伟星新材或者老板电器的财务数据或者核心竞争力认识来反驳老唐，老唐会尊你一声老师。如果你以股价波动来反驳老唐的企业分析，老唐只会同情你“好一根嫩韭芽儿”——牢骚完毕！

第139篇.　　2017.04.24-出游随感

原创　2017-04-24　唐朝　唐书房

爬山爬累了，加上本周老唐过生，偷懒一周，不翻财报数字了。今天随便聊聊本次出游的几点小心得，说不定对某些朋友的五一出行有用呢！

本次老唐夫妇出游，是自 2 月 26 日开始的。从成都出发，已经走过云南、广西、广东、福建、江西、安徽、浙江等，下面还将经过上海、江苏、安徽、湖北、陕西后回到四川。大致是围绕南中国走一圈，把南中国一些值得玩的、过去自驾游没走到的地方，来个查漏补缺，走上一遍。

相比以前的出游而言，这次最大的感受是科技带给我们的便利。

首先，车上的 ETC 系统，带来了前所未有的便利。就出门至今五十多天时间里，所经过的各省高速，只有云南和广东境内，各有一个小地方的路口，无法使用 ETC 系统，必须和过去一样拿卡付现金以外，其他所有高速出入口，都是不用停顿直接通过 ETC 专用道就行。所有费用从信用卡里扣，完全没有“付费”的感觉（哈哈）。省了找零的过程，节省了时间，恐怕也节约了汽油和刹车片。这个，还没安装的朋友，强烈建议装一个。不知道其他省是什么政策，反正我大四川目前是免费装，直接去银行网点就办理了，太方便了。

其次，高德地图是个好东西。以前长途自驾游，很久前我就要准备攻略，查阅路线，哪个出口拐哪里，都得用个小本子写的清清楚楚的。即便是这样，也免不了经常在路边跟人打听路线，也没少跑冤枉路。

这次不一样了，有了高小德陪伴，输入目的地，然后无脑跟从周星星那熟悉的无厘头声音左拐右拐便是了。而且还可以按照指引，躲过那些暗藏的超速摄像头，减少可能遭受的扣分罚款。真方便！准确度相当高，除了在杭州市内发生过一处错误外，至今约八千公里的行程，高小德没犯过其他错误。至于在城市里找个什么洗车场、洗脚房、ATM 机什么的，更是小菜一碟，不在话下。

最早原本使用的是腾讯地图，但出门没几天，走泸沽湖的时候，腾讯就给我犯了一个大错误，执拗地引导我走一条错路，结局当然是永久性卸载。也曾用过苹果自带的地图，但苹果地图的人机交流和高德还是有一定的差距。

现在，我是高德地图的铁杆粉丝，但很可惜，至今没理解到高德的盈利模式。如我这般对它有深度依赖的用户，迄今为止也没给它贡献过一分钱的利润，不知道高小德看着我着急不？

看的出来，高德也有通过“附近”功能，导流使用者到酒店、美食、景点去产生购买性行为的意图，然而，在功能和界面友好度上和其他一些常用 app 还有很大差距，比如说美团。

美团也是这次使用相当多的一款 app。在成都时，我偶而会拿美团叫宵夜，但完全没想到美团的覆盖面那么广。这次出游，发现美团几乎覆盖到了天朝每一个县城。近于所有的城市，都有了美团外卖摩托车/电瓶车在街道上穿梭的身影。

经老唐肉测，美团骑手送外卖的速度一流，每次送到手上的时候，菜都还是滚烫的，无一例外，看的出来有严格的管理制度。用习惯美团外卖后，发现和自己去馆子里吃没有什么区别，非要说有，就是可以穿着睡衣在酒店里玩着就行，不用找路，不用担心被宰。

虽说会有几块钱的送餐费用、快餐盒费用，但经常可以靠美团赠送的一些优惠券抵扣。即便没有抵扣，和穿上衣服出去找路、因开车不能喝酒或者需要交纳停车费相比，我觉着加上几块钱然后坐在酒店里等，幸福感爆棚！赞一句，美团的餐盒做的不错，看着干净，又不漏菜汁，和过去那种将就感十足的盒饭，已经有了明显的质感区别。

因为经常使用美团的外卖，发现美团也做景点门票，试了几次，效果不错。不用排队，还比景点直接购买便宜，到景点后直接扫码或者出示短信，就可以拿到门票。后果嘛，就是卸载了以前用来买景点门票同程旅游。一者减少手机里的 app 数量，二者发现美团的景区覆盖面比同程更广。

偶尔也用美团定酒店，但总体来说，酒店主要还是习惯用微信钱包里内置的艺龙。这次出游，除了给我家领导过生的那天，在厦门住的五星级以外，其他时间基本以四星级、城市便捷酒店、汉庭或如家三个档次为主。

城市便捷酒店，是这次出行发现的一个惊喜，比汉庭和如家档次略高，大致是四星级水准。喜欢上城市便捷酒店，是因为一个非常小的原因：城市便捷酒店的自助洗衣房，除洗衣机外还有烘干机（部分酒店同时还配有挂烫机）。长途出行，天天要产生换洗下来的脏衣裤袜。由于经常是下午或晚上住进酒店，早饭后就离开了，很难让衣服干透，经常不得不将潮湿的衣服垫上塑料布，摊在后排座上晾晒。

在广西玉林偶遇东呈集团的城市便捷酒店后，迅速因烘干机和挂烫机而成为其忠实粉丝，还购买了它家的会员资格（通过它家 app“东呈会”预定，房价更优惠），基本上但凡有城市便捷酒店的城市，一律选它。若是没有，才考虑入住四星级酒店或汉庭如家。

汉庭和如家给我的感觉，就像肯德基、麦当劳，要说好吃肯定谈不上，但强项在于品质稳定。自驾到陌生城市的游客，在面临路不熟、停车难的情况下，到一家酒店如果需要先去看看房间怎么样，其实是件挺吃力的事儿。这时候，类似麦当劳肯德基的汉庭如家们就可以让我们不用看房，直接预订并导航到它家即可，基本靠谱。

以上内容，和哪些上市公司有关，都是些什么关系？知道的留言聊聊。谢谢。

另外敬告五一准备出去玩的美眉们，一定要做好防晒啊！老唐这次用血淋淋地教训，证明了防晒霜真的相当有用。从出门开始，我家领导就让我注意涂抹防晒霜，但老唐仗着脸皮厚，加上觉着“男人嘛，白点黑点的，有啥关系呢!”，就一直阳奉阴违，领导没看见的时候，老唐就赖过去了。

结果嘛，本来唇红皮白、玉树临疯的老唐，脖子和胳膊彻头彻尾地变成了黢黑。和西游记里“黑的俊俏”的黑熊精相比，好点儿，但也不多。尤其是左手，由于有手表和婚戒留下的印子对比，明显可见成了“黑手”党成员。

不仅如此，整个额头和胳膊上，足足有一周左右时间脱皮，整块整块的脱，看着极为吓人，完全有恐怖片的赶脚————通过血的教训，不，应该是皮的教训，老唐终于明白了两点：第一，防晒霜非常有必要，脸皮再厚也挡不住阳光；第二，领导总是高瞻远瞩高屋建瓴的。对领导的指示，理解的要执行，不理解的要执行后再使劲儿理解。

好了，就简单聊这些。祝大家五一大假都玩得开心！

五一节，老唐会找个冷门城市，再来个酒店三日游，躲过庞大的人流才敢继续出动。正好，可以写点东西了。这次各位推荐老唐读哪家公司？就直接留言在本文下面吧，我不单独发点杀文了。

注意要求：上市满三年；最近三年 ROE 至少都高于 8%；当前市盈率最好低于 40 倍。写清楚代码，上市时间，过去三年最低 ROE，当前市盈率。如果能加上你的个人看法或者困惑点，更好。

第140篇.　　2017.05.01-王者海康①

原创　2017-05-01　唐朝　唐书房

今年财报季，虽然夹杂着 65 天的自驾出游，但老唐还是在书房各位朋友的鼓励下，断断续续地还是看了部分公司财报。在这些阅读经历中，海康威视是唯一一家让我产生了一丝悔意的企业。

后悔没有在 2014 至 2016 年间覆盖到它；后悔 2014 至 2016 年把时间用在了写手 1 和手 2 上，导致精力只够盯着自己原有的几家公司，没有像今年这样去扩大阅读面。

如果有覆盖，虽然 300 亿到 1000 亿市值，我确信不会跟我发生关系，但千亿之后的部分，老唐或许

会壮起鼠胆参与。这是填坑的代价，含泪承受了。

世上没有后悔药，闲话不说了，谈谈老唐花了足足一天时间阅读海康威视历年财报后，对公司的一些简单理解吧！期望市场还会给机会让老唐混进去做个股东。

由于五一大假的酒店三日游，时间较充分，本文写的比较长，超过了 1.3 万字。为便于阅读，文章按照内容不同，切成长短不一的四篇。

虽然经验告诉我，一次性推出长文，阅读量不会高。但抱着写给自己、写给同好的心态，还是一次推出了。至于最后一篇的阅读量和第一篇的阅读量能有多大差距，就归你操心，老唐不管了，嚯嚯！

第一篇，做海康简介，算是让完全不知道海康威视业务的朋友（如同几天前的老唐）有个初步轮廓印象。这部分比较短，大约 2000 字；

第二篇，谈老唐对海康核心竞争优势的认识。谈了老唐认为的海康具备五大优势：研发领先优势、对行业和本土市场的深度理解、锁定的人才优势、业内最大营销与支持网络优势、全球第一的规模优势。这部分大约 3600 字；

第三篇，谈论在超过 2000 亿市值，超过 300 亿营收的情况下，全球最大的安防企业海康威视，是否还能成长，成长的空间来自哪里？文章谈到了老唐认为的三大潜在增长点。并做出“全球最大不会成为海康的成长障碍”的判断。这一篇比较长，大约 4500 字；

第四篇，谈财报数据上的少量疑点、海康可能面临的风险，以及老唐对海康的估值和计划参与价位。这部分约 3000 字。

首先强调两件事：

第一，老唐是科技小白，本文所有理解均来自一天之内的阅读，很可能有大量不自知的错误，请持警惕心阅读，也请内行人士批评指教。同时，本文主要是谈论海康威视公司的企业竞争力和未来发展潜力，不是讨论这个代码现在买进还是卖出。

请初到唐书房的朋友务必注意，老唐对于股价波动从来没有什么预测能力，也不认为这世间有什么人能够预测短期股价波动。不要向 4 月 19 日《国投电力速读》一文末尾提到的、用老板电器和伟星新材两天的涨幅来打脸老唐的蠢货那样，用短期的股价波动来评判对企业长期竞争力的分析。

顺带说一声，4 月 19 日那蠢货喟瑟完毕就遇到老板和伟星的大跌，跟着股价波动出入的，小心镰刀——老唐认为，认真地、踏踏实实地，从内心向自己坦白，自己不是神，没有能力抓住股价的短期波动，是在股市长期生存和获利的必要条件。

第二，就老唐的阅读而言，除了略略贵（坦率说，也不是太贵，只是合理估值上沿），基本没找到海康的弱点。但鉴于海康在过去 15 个月里，股价已经翻倍，在过去 5 个月内升幅也超过 50%了。老唐迫切需要发现一些自己忽略的负面因素，来浇灭自己对它的热情。非常非常希望能听到有关海康的负面东西，先在这里感谢所有能提出负面意见的朋友，或能用事实和数据指出老唐本文里存在的过分乐观。谢谢。

第一小节　海康轮廓

海康威视给自己的定位是“以视频为核心的/物联网解决方案和数据运营/服务提供商”。这个行业我们各位应该都不陌生，每天出门都可能会面对无数的摄像头：公安的天眼、交警的电子眼、其他机构或个人的监控摄像头。海康的主要业务就是提供这些摄像头，以及摄像头产生的视频数据的储存、传输和分析

全套系统。

（图片来自海康年报）

这个业务看上去并不难，什么山寨小厂都能做。不就是一个摄像头，然后插在电脑上，然后利用网络传输嘛！这有何难？是的，简单完成视频记录和视频传输，的确算不上难。但如果将视频记录的要求提高，从“看得见”变成“看得清”，尤其是各种气候条件下都能“看得清”，这样就开始有难度了，这是从前端采集的角度说。

从传输的角度说，对一个摄像头采集视频进行传输，也不难。但同一时间里要将天量的视频文件迅速传输，这个难度就几何级增加了。

紧接着，由于视频不是标准格式文件，机器很难直接认读。而靠人工查阅的话，只能在问题发生后去有目的的查找，为已经发生的事情寻找证据。这样不仅工作量巨大无比，也没有充分利用到天量数据的潜在价值。于是，如何让机器可以智能地阅读视频文件，并按照安防需求进行自动查找，例如美剧里常见的从全城所有的摄像头下，寻找某一张脸、某一款车甚至某形状的包裹在某时间段里的运动轨迹，并进行追踪和图像归集，这个技术难度就再次几何倍数增加了。

这还不是终极的，未来的监控系统，必将因计算能力和传输能力的提升，走向根据某些特征自动甄别危险信号，并调动预防方案的方向去，从“看得清”走向“看得懂”。开个玩笑说，某天你在地铁里突然心跳加速、肌肉收缩，系统可能会分析你是因清凉美女的出现而血脉贲张，还是因为准备实施恐怖活动产生的生理亢奋。

所以，这个行业看上去貌似简单，但要想做“大”做“好”，门槛其实蛮高的。不仅需要技术能力实施看得见、看得清、传得快和看得懂，还得需要客户相信在未来的系统使用期间，你有足够的能力提供技术支持和软硬件升级。

围绕着技术能力和客户信任两种门槛，老唐认为海康具备以下五大核心竞争优势，这五大优势可能构成海康威视不断加深加宽的护城河。

第141篇.　　2017.05.01-王者海康②

原创　2017-05-01　唐朝　唐书房

第二小节　海康的五大竞争优势

优势一：业内最强研发能力。

老唐不懂技术，但可以观测到三点迹象：

其一，海康是从中国电子科技集团第 52 研究所整体变更过来的。52 所又名杭州计算机外部设备研究所，1962 年创立于太原，1984 年从太原搬迁到杭州。历史原因，至少在上世纪九十年代以前，相关牛人都在国有研究所里，可以说几乎没有漏网之鱼，海康因此有强大的研究基础和技术沉淀；

其二，2016 年全球安防公司排名，海康名列第一。第二和第三分别为大名鼎鼎的美国霍尼韦尔和德国博世安防（我国的大华股份排第四）；

其三，海康每年的研发投入，国内无人能够匹敌（国外我没数据，只敢说国内无人匹敌）。这个研发投入究竟有多高呢？看公司上市以来每年的研发投入数据。为方便直接感知，我把行业老二大华的研发支出一并放上（单位亿元）：

年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
海康	2.4	3.4	6.1	9.2	13	17.2	24.3
大华	0.96	1.5	2.4	5	7.8	9.6	14.2

唐书房

技术这东西，第一是人，第二是钱。海康拥有国内最庞大的研发队伍——2016 年研发人员 9366 名，占公司员工总数的 46.8%，投入最大量的研发投入。除了极个别偶然现象外，老唐认为该领域最领先的技术理所当然地会出自海康。而恰恰对于安防系统而言，涉及的技术不是单项，而是一个体系，即便有偶然的某领域被其他公司的某技术天才意外领先，也需要相关配套技术配合才可能实施，这一特点给了海康团队追赶和弥补的空间。

因此，从这个意义上说，几乎可以肯定，现在的技术领先者，在最多的研究人员和最多研究经费支撑下，未来还会是技术领先者，甚至可以说，整体技术领先的幅度会越来越大。

说到这，插一句两周前海康威视电话交流会上，公司董秘对有关技术领先问题的一个傲娇版答复：

研究员问：在数字化和网络化时代，海康的技术比竞争对手领先 2 年，在 AI（人工智能）时代，我们领先的时间差是多少？

董秘回答说：这个问题很难回答，其实我没有办法判断。首先，没有尺子可以衡量我们现在什么位置，其他公司在什么位置。所以用时间轴来衡量的话，**必须等到他们有同样领域产品的时候，我们才知道他们和我们离得多远**。因为现在只有海康有这样的产品，我们不好回答您的这个问题。

哈哈，数字化和网络化的时候，领先对手 2 年。到现在进入智能化的时代，因为别家都还是空白，我们也不知道究竟领先几年。顺带说一句，海康的研发费用每年都直接作为费用扣除了，没有玩什么资本化，财务政策上是足够保守的。

优势二，对行业和本土市场的深度理解。

视频监控系统，不是标准件。不同的城市、不同的行业，不同的阶段，都可能会有不同的需求。海康自建立以来，一直是安防行业的龙头企业，期间在公安、交通、司法、文教卫、金融、能源和智能楼宇等行业实践了大量的真实项目。

公司通过深度参与这些项目的建设、维护和升级过程，获得了各个行业或细分市场、细分板块的独特特点，使得公司能够深刻理解用户需求，并在解决方案不断推出、落地和完善的循环中，磨练产品和软件

的契合，提升公司的系统集成能力，也使得公司可以快速更新换代，提出更加适合用户需求的解决方案。这种经验能力，是长时间、多维度的积累，并随着用户需求的不断迭代而深入细化，这是无法直接复制也很难获得的。

正是这种对行业和本土市场的深度理解，使得公司在国内营业收入以直接建设项目为主（项目贡献营收约 70%，渠道贡献约 30%营收）。基于同样道理，公司深耕国外市场很多年（上市第一年，国外营收就 6 亿元，占总营收的 1/6），营收从 2010 年的 6 亿，飙升到 2016 年的 93.6 亿（占总营收约 30%），却依然是渠道贡献营收 80%，项目创造营收仅占 20%。

这一方面说明伴随着海外的经验积累，高利润率的项目营收占比有很大提升空间，另一方面也说明这种“对行业和本土市场的深度理解”，不是一个可以快速模仿和获得的核心竞争力。

优势三，金手铐锁定人才的体制优势。

无论是技术，还是对市场和行业的理解，最终还是要落实在人身上。没有一个虚幻的“公司”具备这些能力。因而，是否能留住研发及营销、售后等领域的核心人员，重要性一点儿也不低于吸引新的人才。这方面，海康也有自己的独特优势。

海康，是一个典型的技术型公司，你可以从公司高管的履历当中看出来。董事长陈宗年，52 所所长，管理学博士，明显是控股股东国资委派来的行政领导。

副董事长龚虹嘉，著名科技企业家，IDG 评的“中国最优秀的天使投资人”，创办和拥有德生科技、富年科技、富信掌景、海康威视、握奇数据等高科技公司，是 2015 年华人富豪榜 59 名，世界富豪榜 341 名。

这位龚先生，有厚待技术骨干的辉煌经历。在回忆自己创办富年科技的时候，龚先生说：

我觉得对待创业者要慷慨。当初创办富年时，我觉得编解码技术天才王刚不错，想招他入伙。他提出三个条件：第一，不坐班，只在家干活；第二，先给一笔钱，保证下半辈子后顾无忧；第三，只签一年合同。三个条件，没一个能轻松兑现，但我还是答应了。后来，王刚不负众望，为富年立下汗马功劳，将 H.264 编码技术做到了世界前沿。

在海康威视上同样如此。在海康已经从一个注册资金 500 万的初创企业，发展到注册资金高达 1.4 亿、年净利润高达 3.6 亿时（2007 年），龚虹嘉将自己持有的公司 49%股份里面，按照公司成立自己的“若未来企业经营状况良好，在未来的某个时点，本人会参照海康威视的原始投资成本向海康威视经营团队转让 15%的股权。”，作价 75 万将 15%股份卖给威讯投资——这是一个以总经理胡扬忠为核心的 49 名公司核心人员的持股平台公司。

不仅如此，龚先生还主动额外地将 5%股份以 2520 万的低价转让给另一个持股平台康普公司。康普公司由龚夫人持有 80%，海康公司总经理胡扬忠持有 12%，常务副总邬伟琪持股 8%。这一转让，实际上是以相当于 1.4 倍静态市盈率的价格，额外给了胡总和邬副总合计 1%的海康股份——10 年后的今天，这 1%股份价值 22.5 亿。

回忆海康威视成立的时候，龚先生谈到这样一段话，虽然跟本主题无关，但挺有趣的，也分享给大家。龚先生说：

我的创业伙伴大多是技术人员，他们没有耀眼的身世，但通常个性偏执，自认为有本事，一旦认为对的事情，就只认死理。在跟这些创业伙伴一起的时候，要充分容忍他们，让他们自己去干。即使有意见不

合，也不急于改变，而是通过一些事例，慢慢去影响他们。

记得海康威视成立时，几个创业者脑子里没有股东的概念，觉得股东只要拿点管理费就行了，不应该按照股权分享利润。但我觉得，这样不行。后来，我就隔三差五跑去杭州，给这帮人洗脑。我当时是这么说的：“股东就是我们的父母，不能因为年满 18 岁可以自食其力了，就不要父母，要养他们一辈子！最后，经过一番苦劝，终于把这些榆木疙瘩说通了。

在基本不管经营的正副董事长之外，以胡扬忠、邬伟琪为核心的管理团队，以技术型人员为主，且长期保持着稳定。上市至今核心人员，除了主管营销、人事、财务和法务的副总及董秘是后来进入的 MBA 或会计师、法律专业人员之外，其他几乎清一色的原 52 所高级工程师出身。

这些人员，以及后来进入海康并作出贡献的技术营销等各方面核心人员，或通过上市前的持股公司威讯投资、康普投资，或通过 2012 年至今实施的股权激励计划，累计有 5000 多名高管、中层、基层管理人员及业务骨干获得了公司股权，与公司形成了荣辱与共的格局。

不仅如此，公司还设置了分层的研发体系，以杭州总部为中心，辐射国内北京、上海、重庆、武汉以及加拿大蒙特利尔和美国硅谷的研发中心，形成了以海康威视研究院为技术平台、以产品研发中心为产品平台、以系统业务中心为解决方案平台的分工合作研发体系。研究院负责基础性、前瞻性研究，产品研发中心负责嵌入式软件、硬件开发，系统业务中心负责与行业产品结合的平台软件、系统集成软件开发，技术、产品、解决方案平台纵横交叉、相辅相成。这个分层系统，类似我党地下工作的单线联系，保证了即便有任何环节的叛变，也不足以伤害整个体系。

用利益金手铐“铐”住人才，用充足的经费和广阔的舞台吸引人才、用体制设置防止技术泄密。除此之外，公司还给那些不甘寂寞的人才设置了一条新通道，创新业务跟投制度。在这个制度下，海康把自己变成了 VC，核心员工愿意压上自己的财富和精力的项目，只要和公司的核心定位有关联，公司可以做风险投资，让创新获得推动力，也为公司未来成长做好储备。这部分，后面还会聊。

最后两个优势，就是“大”了。

一个“大”，是海康具有业内覆盖面最广的营销体系，公司在中国大陆，拥有 35 家分公司和以分公司为基点向下延伸的 200 多个业务联络处，形成了业内覆盖最广最深的营销体系，保证公司能够快速响应客户、用户及合作伙伴的需求。　在境外，公司建立了 28 个销售公司，形成覆盖全球 100 多个国家和地区并不断完善的营销网络，自主品牌产品销往 150 多个国家和地区。　对于工程商、经销商和服务外包商等数万家合作伙伴，公司提供面向各个领域的认证培训体系，不断提高合作伙伴的专业能力，更好地服务用户。

另一个“大”，是海康的规模大带来的规模效应。作为全球最大的安防企业，一方面有免费的口碑传播，一方面足够大的销售收入，可以承受相对高的研发及广告推广等费用——同样的研发或推广费用，可以由更多的产品和服务分摊成本，可以获得利润率或者价格上的竞争优势。这方面比较简单，基本就是一个强者恒强的逻辑，不再赘述。

第142篇.　　2017.05.01-王者海康③

原创　2017-05-01　唐朝　唐书房

第三小节　海康还能增长吗？

两千多亿市值，三百多亿营收的海康，还有成长空间吗？

老唐的看法是：有，且增长空间巨大。其增长将来自三大部分，其一是需求的增长，其二是技术的升级换代；其三是创新业务的推动。

首先说需求。以老唐的看法，人类对于人身及财产安全的需求几乎是无限的，所受限的仅仅是支付能力。伴随着经济发展越过温饱阶段后，安防行业的增长，几乎可以确定会超过 GDP 的平均增速。以 2016 年为例，根据中安网数据，2016 年我国安防行业产值 5687 亿元，同比增长 17%，远高于 GDP 平均增长水平。

这个增长，举个例子，我们都能实际感受到：想想自己出门遇到多少电子眼，从以前的超速、闯红灯抓拍，到今天违规变道抓拍、违规停车抓拍、不系安全带抓拍、开车打手机抓拍，斑马线不礼让行人抓拍……说起来都是泪，老唐这次出门已经两个多月的自驾游，也不知道在各省被抓拍多少次，回家后两个驾照 24 分，够不够扣呢？

无论从国产警匪片还是美剧里面，相信大家都能感受到一个共同的进步。以前的警匪片，出了案件后，警官都是去走访街区，实地勘察或访问可能的目击证人。今天呢，随便哪里，第一反应就是调监控。监控是最有效、最靠谱的破案证据，节约大量警力，对打击刑事犯罪和恐怖活动而言，已经成了必不可少的工具，而且越来越被依赖。想想看，我们身边的街上和小区里多了多少天眼，是不是有一点《1984》里大洋国的“Big brother is watching you.”或者美剧《疑犯追踪》篇首语“You are being watched.”的感觉？

从国内而言，视频监控是政府维稳和安全的重要基础设施和数据来源，伴随着城镇化的持续推进，以及平安城市、智慧城市的持续建设，安防业务的需求在可见的未来，必将保持持续稳定的增长。

从海外来说，当前世界处于从开放转向保守的重大转折阶段。英国脱欧、特朗普的“美国优先”以及法国总统大选中勒庞的高支持率，都标志着国际政治形势，正逐步从开放转向保守。美墨边境隔离墙、2015 年 11 月发生的巴黎恐怖袭击，以及 2016 年 3 月的布鲁塞尔恐怖袭击，已经让欧洲文明的腹地感受到了恐怖主义那逼人的寒意。

穆斯林难民以及难民引发的各类治安和安全问题，愈演愈烈，已经成为欧美各国政要参选的站队问题。无论对恐怖主义和难民问题持什么立场，向选民保证加强安全防护，已经成了各国政府的政治正确了。在此情况下，欧美各国都有不断增强安防的核心需求，这给整个安防行业带来了巨大的蛋糕。

蛋糕来了，怎么分？国外的市场竞争状态，所知太少，不好谈。但以海康上市以来，海外市场始终保持不低于 30%以上强劲增长的营收数据看，应该不是软柿子，多少会从大蛋糕里切出一块来。这是需求增长带来的增长源之一。

至于国内，自 2012 年底，住建部发布《国家智慧城市试点暂行管理办法》后，我国正处于由平安城市向智慧城市转变的阶段。数据显示，截至 2016 年 6 月，我国 95%的副省级城市、76%的地级城市，总计超过 500 座城市，明确提出构建智慧城市的相关方案。其中 300 多个城市已经进入按照《国家智慧城市(区、镇)试点指标体系(试行)》的要求落实的试点阶段。

所谓智慧城市，是通过综合运用现代科技、整合信息资源、统筹业务应用系统，加强城市规划、建设和管理的新模式。说简单点儿，老唐的理解就是要利用网络连通和管理一切。这当中，视频数据采集，是整个系统的眼睛，信息处理和传递是整个系统的血管，信息筛选和智能处理是整个系统的大脑，应用平台是人和 AI 的沟通。这些东西，安防行业驾轻就熟，天然地拥有更强竞争力。

而国内的安防行业，又大体分为四个层次。龙头企业海康和大华可以视为第一层次，营收以百亿计、净利润以十亿。2016 年海康营收、净利分别为 319 亿和 74 亿，大华营收、净利分别为 133 亿和 18 亿；

第二层次为英飞拓、银江股份、易华录等，营收以十亿为单位，净利润以亿为单位；第三层次有百余家数亿营收、千万级净利润的企业；最底层的是几千家营收不过亿的中小企业。

伴随着全国一盘棋的智慧城市建设和龙头企业产能扩张，龙头企业必将利用其规模优势、技术优势、互联互通的标准优势以及快速响应的售后支持系统，逐步抢占中小安防企业的市场份额，逐步形成赢家通吃的局面（大华也将是受益者）。这是需求增长带来的增长源之二。

视频监控、传输及处理，不仅可以用于公安、交通领域，同样可以用于楼宇管理、工商业场所管理、金融机构管理、医院学校景区管理等等。按照海康官网的介绍，公司已经能够提供七大类行业，数十种场景的系统方案。这些领域，都是海康过去完全顾不上吃的肉，这也将是需求增长带来的潜在增长源。

再说技术升级带来的增长。

电子行业里，科技的进步用一日千里来形容，完全不过分。作为个人消费者，回忆一下以前用过的 2.5 寸屏手机、586 电脑和 56k 宽带，会觉得难以想象，那种东西怎么能用？现在白送+每个月倒贴钱给你，你也会说 No 用 No 用！安防行业也差不多。

行业内大型技术变革，先后经历了模拟向数字的变革，标清向高清的变革，窄带向宽带的变革。简单说，海康过去的增长来自于从“看不见”到“看得见”，从“看得见”到“看得清”。而目前，宽带技术、存储技术、计算能力和人工智能的发展，可以支撑从“看得清”升级为“看得懂”了。未来海康的增长，不仅来自“看得清”需求，更会来自“看得懂”。

看得清，核心是前端高清摄像头以及传输带宽问题，在这个阶段，很多中小企业也可以通过设备采购和带宽租用完成系统建设。然而，到了看得懂阶段，对技术的要求就要高的多了，参与竞争的门槛将显著提升。

所谓看得懂，是系统不仅能够采集和传输天量视频数据，同时还能利用人工智能对数据进行处理。而不是像看得清阶段，天量的、数以千年计的视频数据流，只是静静地躺在硬盘或者云上，等待人工调用。你没有调用到的数据，就是永远沉寂的无效死数据。

在看得懂阶段，人工智能的参与，使视频监控不仅成为记录影像资料的工具，同时还成为主动对事件进行干预的管理者。让整个系统从以前的“事后备查”阶段，跃升为“事前预防”和“事中预警”阶段，这不仅是安防管理的升级，同时也会催生更多的应用场景。

2016 年，公司发布了“深眸”摄像机、“超脑” NVR、“脸谱”人脸分析服务器等人工智能（AI）产品，初步形成市场覆盖，并获得市场认可。要知道同类 AI 产品，同行还没有，所以董秘“不知道自己领先几年”。

公司财报的致股东部分，谦虚地说到：

在幸运地抓住视频监控数字化、网络化的机遇之后，公司将会再次幸运，抓住视频监控智能化——AI 机遇期。公司对未来几年安防行业的智能化发展充满期待，也对 AI 技术推动人类文明的发展充满期待。

——老唐也对从“看得清”向“看得懂”升级过程中，海康的再次“幸运”充满期待。子曾经曰过：幸运，是强者的谦辞，是弱者的借口。

顺带说一句，安防设备大部分安装于室外，日晒雨淋的，且处于长时间持续运行状态下，一般寿命也就三五年。当需要更换和升级的时候，不差钱的政府或公共安全机构，会继续换过时产品吗？——会。QS

书记盯得不严的时候，完全能够无视体制内使用者抗议的时候，采购者就有可能偏不买 iphon7，vivo9，就要采购个小米 1 给大家用。只是，目前的政治环境，敢这么做，恐怕需要点儿无知无畏才行。

最后说说公司创新业务带来的增长。

2016 年是公司《核心员工跟投创新业务管理办法》落地实施的第一年，公司财报也首次披露了创新业务的经营数据。老唐翻了一下这个跟投办法，核心内容有这么几项：

1.跟投办法出台目的： ①建立创新平台，激发核心员工创业精神和创新动力；② 体现共创、共担和共享的价值观，建立良好、均衡的价值分配体系；③ 充分调动核心员工的积极性，支持公司战略实现和长期可持续发展。

2.什么是创新业务？简单说，就是①公司想投的、但确定性比较低的项目；②公司已经投了，一直在亏损的项目；③员工想搞的，公司觉得可能会跟公司业务发生关联的项目。

3.跟投的方法也分两种，一种是强制跟投的 A 计划，由公司及全资子公司、创新业务子公司的中高层管理人员和核心骨干员工组成，强制跟投各类创新业务，确保海康威视核心员工与公司创新业务牢牢绑定，形成共创、共担的业务平台；

4.一种是自愿跟投的 B 计划，由创新业务子公司核心员工且是全职员工组成，参与跟投某一特定创新业务，旨在进一步激发创新业务子公司员工的创造性和拼搏精神，建立符合高新技术企业行业惯例的高风险和高回报的人才吸引、人才管理模式。

5.约束。跟投分现金出资和股权授予。无论哪种，跟投之后至少要在公司工作五年，且不允许私下转让跟投股权。员工可以通过业绩分红、公司回购或者上市退出等几种渠道变现。

总体来看，这个体制设计，一方面和股权激励一样，是留住核心员工的金手铐，另一方面也是激发员工创造力的手段。目前，创新业务规模尚小，但对于主要依赖个人创造力的科技企业而言，投少少钱诱惑聪明大脑为之转动，无疑是个聪明之举，或许未来这里面蹦出大牛也说不定的，谁知道呢！况且，就是全盘失败也没几个钱，这种风险有限，潜力无限的设计，我喜欢。

截止年报披露日，创新业务主要包括萤石网络、海康机器人、海康汽车技术和海康微影四块，合计创造营收约 6.5 亿，毛利润有 2.5 亿，整体处于亏损状态。

其中萤石网络基于互联网视频服务于智能家居。截止 2016 年底， 萤石云平台已经拥有千万级用户，在全国超过 500 个城市发展了一千多家萤石 020 店。据董秘说，2017 年萤石网络可以实现盈亏平衡。

海康机器人方面，公司以移动机器人为载体，依托成熟的应用技术，推出了智能搬运机器人、智能分拣机器人和智能泊车机器人。其中，智能泊车机器人在 2016 年 11 月第三届世界互联网大会亮相乌镇，成为全球首例真正落地的机器人智能停车应用案例。大体能提高同样面积停车场 20%~40%的停车能力。但据董秘说，由于成本的原因，智能泊车机器人暂时还没有找到盈利模式。

而智能搬运和智能分拣机器人（据董秘说，一台机器人也就是一名工人一年的工资支出的价格），已经有六七百个机器人，运用在公司建于桐庐的自用生产示范基地内，未来很可能在快递行业首先打开局面——浙江桐庐是“中国快递之乡”，县内大小快递企业超过 2.5 万家，包括“三通一达”（圆通、申通、中通、韵达）在内。来自桐庐的快递企业，经营着全国快递业务的 60%业务量。

汽车电子业务方面，公司在 2016 年中成立海康汽车技术，并在 10 月的北京安防展首次向市场展示了汽车电子业务，产品包括行车记录仪、智能后视镜、车载监控像机及相关配件。

海康微影，是基于公司对行业上下游业务的战略部署和长期发展考虑，布局于非智能红外传感器——高度怀疑公司年报 25 页写“非制冷红外传感器”是个拼音输入法造成的别字。如果老唐的怀疑成立，满天飞的各种券商正式报告和非正式民间研报，通通传抄“非制冷”就真成了“非制冷笑话”。上班时间，谁有空打个电话问问证代呢，看海康微影究竟搞的是“非智能红外线传感器”，还是“非制冷红外线传感器”？

另外，公司还将固态硬盘存储技术作为创新业务。这个也好理解，海康给客户建立安防系统，永远离不开数据存储。这些用于数据存储的硬盘目前是外部采购，体现在财报上应该就是那个营收高达 47.6 亿、毛利率却仅有 16.64%，拉低公司整体毛利率的“其他业务”。这么大量的采购，如果自己能够攻克技术完成生产，也不失为一块大肉。

以上创新业务，可以视为海康搭头。如果发展的好，可能给海康拓展出新的增长空间，如果发展不好，对海康也不造成什么影响。

第143篇.　　2017.05.01-王者海康④

原创　2017-05-01　唐朝　唐书房

第四小节　财务数据及风险分析

海康上市以来的发展，只能说给股东一次又一次地带来惊喜。

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
营业收入	36.1	52.3	72.1	107.5	172.3	252.7	319.2
营收同比	69.6%	44.9%	37.9%	49.1%	60.3%	46.7%	26.3%
净利润	10.5	14.8	21.1	30.7	46.7	58.7	74.2
净利同比	49.1%	41.0%	42.6%	45.5%	52.1%	25.7%	26.4%
ROE	27.4%	24.0%	27.7%	30.9%	36.3%	35.3%	34.5%
现金分红	3.0	4.0	6.0	10.0	16.3	28.5	36.[illegible]

唐书房

2010 年上市发行 5000 万股，每股发行价 68 元，发行市盈率 49 倍，融资 34 亿，发行后总股本 5 亿股。7 年间合计现金分红约 105 亿（含税），10%股份获得 10.5 亿。同时利用利润转增送股，股本扩大 12 倍，上市之初的 5000 万股，已经成为了 6 亿股出头。这 6 亿股，当前市值 210 亿以上。

在市盈率从 49 倍降低为 29 倍的过程中，投资者整体依然获得 7 年约 6.6 倍（220/34）的回报，年化回报率超过 30%。企业净资产从 2010 年的 56 亿，增长到 2016 年底的 245 亿的过程中，净资产收益率维持了稳定上升态势，从 27.4%增长到了 34.5%。

公司客户主要是实力强劲的政府机构，回款基本有保障，利润含金量较好。应收账款虽然高达 112 亿（应收票据几乎全是银行承兑汇票，可视为略享受折扣的现金），但超过 85%为一年期限内的，对应约 30%以内营收，与公司商业模式和业务流程基本吻合。

从应收和应付对应看，在整个经营活动中，别人欠公司约 120 亿（应收、预付、其他应收），公司也欠别人约 120 亿（应付账款、应付票据、应付薪酬、应交税费、预收、其他流动负债），总体平衡。在产业链上，公司通过占用上游资金，支付下游客户占用产品的成本和公司应获的大部利润，基本属于产业链上的相对强势者。

整份财报，老唐只有两点担心，准确的说是一点不理解和一点不知道。

不理解的是，公司在保有超过 200 亿类现金资产的情况下——货币 136 亿、应收票据 28、其他流动资产 41（主要是 38 亿银行保本理财产品），为什么还要产生有息借款约 47 亿（主要是长期借款和应付债券两项），甚至在 2017 年 1 季度还增加了超过 25 亿的短期借款和约 1 亿的长期借款？

对于长期负债里的利率为 1.2%~3.5%的低息英镑债务（折合 0.16 亿人民币），以及 1.25%利率的应付债券 4 亿欧元（折合 29.5 亿人民币），都容易理解，但 15 亿人民币的保证贷款，利率是多少呢，比银行存款利率还低吗？

如果借款利率高于银行存款利率，公司为何在保有 90 亿人民币存款、近 40 亿外币存款及 38 亿理财产品的情况下，去借 15 亿的人民币贷款呢？如果不借这笔 15 亿，75 亿人民币存款、近 40 亿外币存款和 38 亿理财产品，不足以维持公司日常运转和年度红利分配（需现金约 37 亿）吗？

2017 年 1 季度，公司还增加了 25 亿短期贷款，财报注释为：临时资金周转增加银行借款。借 25 亿的后果，就是使货币资金增加了 25 亿。这个借款意义何在呢，公司出于什么考虑？

一点不知道，是公司 2016 年财报 111 页披露的享受 15%所得税率的高新技术企业资格，有效期截止到 2016 年底。是否续期成功了？如此能够直接影响公司净利润波动的重大信息，没有看见披露。但 2017 年 1 季度利润表采用的是 15%的所得税税率，似乎意味着高新技术企业资格已经延续认定了？——实际上，根据老唐主观推测，海康被认定为高新技术企业应该只是程序和时间问题，不会有什么大障碍。

另外，同在 111 页披露的 2015 公司享受的 10%所得税率优惠，2016 年是否继续享受，现在有消息了吗？

税率政策，对海康挺重要的。海康威视的利润主要集中在股份公司本部。本部 2016 年营收 172 亿，不计算投资收益，利润总额有 79.5 亿。而合并报表营收 319 亿，利润总额仅 83 亿，意味着全部子公司合计产生的税前利润仅 3.5 亿。这是海康主动的税务策划，利用本部享受 15%乃至 10%的低税率，将利润的大部留在本部，让较高税率的子公司少产生甚至不产生利润。

由此，本部如果不能享受所得税优惠税率，可能对海康产生 10 亿元上下的净利润伤害。同样，增值税优惠政策如果有变化，对海康也将产生很大影响。目前公司享受软件产品销售，先按 17%税率缴纳增值税，实际税负超过 3%的部分，由政府审核后退回的政策。这也是每年大额营业外收入的主要构成部分，例如 2016 年，增值税退税 13.2 亿，直接带来超过 11 亿的税后净利润，占税后净利润的 15%左右。所以，关注海康，必须要关注政府所得税及增值税优惠方面的政策变动。

烦请哪位朋友，上班时间有空的话，致电公司问问这个“不理解”和“不知道”，对了，还有前面那个“非制冷”。问过来书房反馈一声，谢谢。

至于公司财报及券商研报官样文章谈到的技术更新换代风险、产品安全风险、汇率风险、管理风险的概念等，在老唐眼里，算不上什么真正风险，就不谈了。有兴趣的朋友，直接看财报原文。

最后聊聊股东方面的趣事。

先说龚虹嘉这个二股东，这人在海康上的投资，堪称传奇。2001 年，一共投资了 245 万元人民币，其后没有再追加过资金投入。经过不断减持，已经累计收回现金超过 60 亿（没有跟踪过具体卖出价格，根据减持当年股价范围估算的，大致上应该差不多），目前还直接间接持有海康威视 17.98%的股份，以当前市值计算，价值超过 400 亿。投资 245 万，16 年变 460 亿，这个年化回报率是多少？老唐数学不好，算不出来了。

就这，其实龚先生减持的位置，一点儿也不神。除了 2014 年没卖股票以外，其他年份年年都有减持，感觉是不看价格，只要需用钱就卖股票的节奏。其较大量的减持发生在 2012 年，2013 年和 2016 年。即便我们先忽略今年减持价位是高还是低的疑问，回看 2012 年和 2013 年，在市值 400~1000 亿之间卖出的，无疑是卖在山脚了。当然，作为一名风险投资人，龚先生有能力寻找到更多的初创期企业，就算这边便宜卖了，或许还有那边变态便宜的投入呢！

除了龚虹嘉先生不断卖出，管理层持有的威讯投资、康普投资以及上市前入股的东方集团，基本上也是从上市就开始陆陆续续减持，没停过。除了今年之外的年份，现在看都是典型的底部割肉。结果，2016 年，公司总经理胡扬忠先生又在 23 元上下陆续买回了 8100 多万股，耗资近 20 亿。就他个人而言，纯属“低抛高吸”（向刘主席举报，哈哈），买进价格比 2015 年之前所有的卖出价格都高。

目前，管理层个人持股及持股平台持股加总，公司核心管理层合计大约有超过 185 亿市值的资产，和他们所服务的海康公司捆绑在一起，大体结构如下图。和洋河的情况类似，我喜欢这样的企业。

图简陋，凑合看，反正比老唐手绘的清楚。这破图花了半个多小时，纯属张飞绣花

套用巴神反复强调过的投资秘籍：**我们喜欢的生意必须具有长久的竞争优势，由有才干并能以股东利益为导向的经理人所管理。当这些条件全部具备时，如果再能以一个合理的价格买进，那么出错的机会是很小的**——假传万卷书，真传一句话。老唐觉着，就投资理念而言，这一句话已经解决了。

现在，老唐个人认为，海康威视就是一家具有长久竞争优势、由有才干并能以股东利益为导向的经理人所管理的企业。当前，就缺一个合理的价格了。

看一下股东列表，聪明人实在太多（这日子没法过了！倒地打滚中……），股东里面，除了国资、龚虹嘉以及 49 名核心管理层直接或间接的持股以外，境外机构有大名鼎鼎的瑞银、摩根大通、新加坡政府投资公司，境内机构有中央汇金、中信证券、东方集团。刨掉这些大脑袋，截止 2016 年底，有股东 9.47 万名，人均持有约 1.7 万股，人均市值约 60 万元。截止 1 季度末，股东 7.28 万户，人均持有约 2.2 万股，人均市值 80 万元。人均市值 80 万元，里面恐怕藏着不少脑门油亮的财富收集器呢！

目前市盈率已经 30 倍了，如老唐之前文章说过的，这是我心中合理估值的上限。此价位入伙，只能获取相当于或者略低于企业未来增长的回报，无法从市场参与者手中捡到便宜。在我初步的理解中，海康

很类似茅台，未来的业务和增长均具备一定的确定性，老唐个人愿意稍微放宽一点标准，在税务政策不发生不利变化的前提下，愿意以三年后 20 倍市盈率卖出能有 100%收益的考虑着手（通常我以三年后 15 倍市盈率卖出考虑。注意，是这么考虑入手价，不是我三年后就会以这个价格卖出），2017 年内可以接受 1600~1800 亿市值之间的买入。相对于当前股价，期盼市场先生能癫狂一下，给老唐来个 2 成以上的下跌。

啥也不说了，明天早上含泪买点观察仓先——高风险动作，请勿模仿。

第144篇.　　2017.05.08-看不懂与看得懂

原创　2017-05-08　唐朝　唐书房

出游第 70 天。轻度强迫症发作，数了数年报印象系列文章，发现自 1 月 18 日 A 股首份年报发布至今，总共 110 天时间里，老唐居然推送了财报分析文章 27 篇，涉及上市公司 46 家，真有一种“日拱一卒”的成就感。隆重谢谢各位的捧场，正是有各位的支持和鼓励，老唐才有了兴趣和动力不停的“拱”下去。

今天放松放松，灌点水、扯点淡，谈谈在老唐眼中，如何叫做“看懂一家企业”。之所以会扯到这个问题，是最近后台老是收到类似这样的问题：

老唐，你如何看 AAA 公司？

抱歉，没研究过，无法发表意见。

老唐，BBB 公司怎么样？

抱歉，不懂这家公司，不敢发表意见。

前者容易被理解，毕竟仅我天朝股市就有三千多家上市公司，且每周都在增加。老唐这个懒家伙，真正看过财报的公司，可能不到百家。大部分不仅没研究过，甚至有许多公司，老唐连名字也没听说过。这样的情况下发表观点，那就和电视股评节目里那些“老师”一个熊样了：给个代码，看一眼 K 线，立刻报出股价的阻力位、支持位。再问一下来电者的买入成本，已经可以给出高抛低吸的准确建议了。老唐可没那本事。

第二个问题就稍微要复杂一点了，很容易被提问者误会为 zhuangbility：什么叫看不懂，是不认识字还是算不来账啊！你明明就是看不起人，是看我长的不帅，还是嫌我打赏太少啊？是啊，经常听各路大神说“只投看得懂公司，只赚看得懂的钱”，但究竟什么叫看得懂/看不懂呢？

很多朋友也好奇，老唐写这些财报文章，切入角度各不相同，背后的分析框架究竟是什么？看唐书房文章，精彩热闹，跟小说似的，但自己拿起一份财报，偏偏有种老虎吃天无处下爪的感觉。统计出各种财务数据和指标是绝对没有问题的，但透过这些数字，究竟要找些什么东东，才能支撑我们做出丢弃、关注或者投资的决定呢？

今天就分享一下，老唐阅读财报过程中思考的几个核心问题，以及如何确认自己看不懂或者看得懂某家公司。申明：在市场生存的方法很多，老唐以下观点，仅为基于个人喜好的粗浅认识，无意与其他投资方法区分高下，请勿误会。

在我眼中，除被动的指数投资之外的主动投资方法，主要就两种：以施洛斯为代表的纯正格式烟蒂投资法；以巴菲特芒格为代表的与优秀企业共同成长式投资法。至于投机的方法，那实在是数不胜数，鉴于老唐既没有能力、也没有魄力去参与投机，就不谈了——恰巧昨晚的伯克夏尔股东大会上，巴菲特还这样

黑了两句：“投机是一个不太聪明的做法，是需要非常多的运气才能做成的事”，“市场的投机盛行，投资者反而有更多机会”。

以施洛斯为代表的纯正格式烟蒂投资法，强调分散买很多市值低于营运资金（由于市场环境变化，目前多数已经被迫放宽标准为低于净资产）的企业，从概率上获取估值回归的利润。这种投资方法，需要一生不停的翻找，并习惯跟自己不喜欢的人或公司携手前行，需要随时保持对市场动态的敏感。

老唐不喜欢。既不喜欢与烂人烂公司为伍，也不喜欢永远要去花时间去翻找。跟踪好公司，不仅身心愉悦，而且一旦你研究进去以后，后续要做的工作，事实上是很少的。

关于纯正的格式投资法，巴菲特曾这样评价过：

我有个朋友，沃尔特·施洛斯，当年我们都为格雷厄姆打工。我一开始买股票就这么买的，买那些股价远远低于营运资金的股票，从定量分析上看非常便宜的股票，我把这种投资方法叫捡烟蒂。

在大街上四处溜达，看哪有烟蒂可捡。最后发现了一个，上面带着口水，看起来很恶心，但是还能抽一口，于是弯下腰把它捡起来，免费抽了一口。有的股票和别人扔的烟蒂一样。捡起来免费抽一口，扔掉，然后继续在大街上四处溜达，接着捡。一点都不体面。

捡烟蒂的投资方法管用，但是用这种方法买的都是资产回报率很低的生意。时间是好生意的朋友，烂生意的敌人。如果长期持有一个烂生意，就算买得再便宜，最后也只能取得很烂的收益。如果长期持有好生意，就算买得贵了一些，只要长期持有，还是会取得出色的收益。

我读财报，首先是排除一些不赚钱的和假赚钱的企业——方法在《手把手教你读财报》一书中都分享过了。为什么要排除这些企业呢？因为我笃信“如果你投资的公司本身不赚钱，你也很难赚到钱——巴菲特”，注意不是“你不可能赚钱”，而是说“你很难赚到钱”。

为什么我们所投资的公司如果不赚钱，我们就很难赚到钱呢？因为“股价（P）=市盈率（P/E）×每股净利润（E）”，或者用总量概念表达为“市值=市盈率×净利润”。如果净利润不能增长，股价的变化就只能寄托于市盈率的变化了。市盈率的变化，是推测市场参与者的情绪变化，而且是数以万计乃至更多参与者的情绪变化，我认为这远远地超过了我的能力范围（我习惯把净资产收益率低于一年定存利率两倍的企业归为不赚钱的企业）。

这当中有没有被错杀的呢？有。的确有很多现在不赚钱，但未来变成很赚钱的企业。但我认为这是天使投资人和风险投资人的领域，风险和利润都留给他们好了。投资人并不需要赚光所有的钱，我要去找的，是已经被历史证明了很能赚钱，且未来还将持续赚钱的企业。就好像在过去表现优秀的学生群体里寻找未来的优等生，而不是从今天的差生里去找未来的优等生。于是，我的注意力自然就集中在了“历史记录很赚钱”的企业群体中，并期望从他们中间找出“未来依然很赚钱”的。

历史记录很赚钱，这个很容易找。但从财报数据上看到一家公司很赚钱，而且赚的是真金白银，很少有应收账款或者只有与营业规模相匹配的应收账款，经营现金流入和投资现金流出也没有可疑之处，等等。此时，这家公司究竟我们看懂了没有呢？还没。我认为读懂一家公司的关键点，是从财报里理解该企业的商业模式和独特竞争力。换成通俗的表达就是：

①这家公司靠销售什么商品和服务获取利润？

②它的客户为何从它这里采购，而不选其他机构的商品或者服务？

③资本的天性是逐利。眼看这家公司坐享丰厚利润，为什么其他资本没有提供更高性价比的商品或服

务，抢占了它的市场份额，或逼迫它降低利润空间呢？

（更高性价比，即可以是同样质量/数量+更低价格，也可以是同样价格+更高质量/数量）

这三个问题，实际上就是找“公司究竟靠什么阻挡竞争对手”，这个“什么”就是投资理论书籍里常用的词语“护城河”。这些护城河可能是独特的服务、质量、成本，技术专利，转换成本或者所占据的优越位置。总之，总得有至少一样东西，是竞争对手需要非常高的代价才能获得，甚至是无论多高代价都无法获得的东西。

找到企业的护城河之后，代表看懂这家企业了吗？依然没有。历史上企业靠着这条河挡住了其他竞争者，但未来呢？竞争者有没有办法填平这条河，或者给这条河搭上桥，甚至用飞翔空降的方法越过这条护城河，直接进入企业的城堡呢？也就是说，你是否能够确定，这条护城河未来依然能够阻挡住其他竞争者的进攻？

这样我们就需要添加一条问题了，问题④：假设同行挟巨资，或者其他产业巨头挟巨资参与竞争，该公司能否保住乃至继续扩张自己的市场份额？

理念方面，没有秘密。巴菲特早就公布了自己的做法，他说：

我从那些简单的产品里寻找好生意。像甲骨文、莲花、微软这些公司，我搞不懂它们的护城河十年之后会怎样。盖茨是我遇到过的最优秀的商业奇才，微软也拥有巨大的领先优势，但我真不知道微软十年后会怎样，无法确切地知道微软的竞争对手十年后会怎样。

我知道口香糖生意十年后会怎样。互联网再怎么发展，都不会改变我们嚼口香糖的习惯，好像没什么能改变我们嚼口香糖的习惯。肯定会有更多新品种的口香糖出现，但白箭和黄箭会消失吗？不会。你给我 10 亿美元，让我去做口香糖生意，去挫挫箭牌的威风，我做不到。

我就是这么思考生意的。我自己设想，要是我有 10 亿美元，能伤着这家公司吗？给我 100 亿美元，让我在全球和可口可乐竞争，我能伤着可口可乐吗？我做不到。这样的生意是好生意。你要说给我一些钱，问我能不能伤着其他行业的一些公司，我知道怎么做。

我不喜欢很容易的生意，生意很容易，会招来竞争对手。我喜欢有护城河的生意。我希望拥有一座价值连城的城堡，守护城堡的公爵德才兼备。我希望这座城堡周围有宽广的护城河。

只要是好生意，别的什么东西都不重要。只要把生意看懂了，就能赚大钱。择时很容易掉坑里。只要是好生意，我就不管那些大事小事，也不考虑今年明年如何之类的问题。

好生意，你能看出来它将来会怎样，但是不知道会是什么时候。看一个生意，你就一门心思琢磨它将来会怎么样，别太纠结什么时候。把生意的将来能怎么样看透了，到底是什么时候，没多大关系。

最值得买的公司，是那些你觉得从数字上看很贵，舍不得买，但还是很想买的公司。这说明你太看好这家公司的产品了。这样的公司不是别人抽剩了、扔掉的烟蒂，而是让人难以抗拒的好生意。

结合巴神上面这几段话，想明白前面四个问题后，我觉着一家公司就基本可以归入“看得懂”的行列了。在看得懂的基础上，才能谈估值是多少的问题，才会涉及到多少钱值得入股的问题。否则，无论公式多么精细的估值，都是心理按摩、自我安慰。

篇幅关系，今天就扯这么多。这些东西，对于已经深刻理解了价值投资理念的朋友而言，或许是老生常谈，没什么新意了。但对新朋友可能有用，高手们就忍忍了，谢谢。

第145篇.　　2017.05.14-从洋河的跌停说起（上）

原创　2017-05-14　唐朝　唐书房

2017 年 4 月 27 日晚上，洋河发布了 2017 年一季报，老唐偷懒没看财报，只是瞟了眼弹出来的新闻摘要。原因嘛，很简单，一者说好的过生休息；二者洋河的年报数据，不仅在三季报里预告过增幅，还在 2 月 27 日发布过业绩快报，数据已经精确到百元了；三者嘛，老唐自认不需要看也大致知道小洋子财报的模样。

4 月 28 日中午，有读者发来信息，累牛满面的表情夹着这样一句话：老唐，洋河跌停了！——跌停了？老唐火速打开行情软件一看，耶，真的跌停了。立刻开电脑联网看数据（还是不能免俗啊）。看了半天，没发现什么特别的问题啊！再看新闻，发现新闻标题是“洋河季报现金流暴跌 53%”。真是气笑了，赶紧搜刮口袋里可以动用的散碎银子，以侠之大者、为国接盘的气势，尽了自己的绵薄之力。只可惜闲钱不多，买进的数量不值一提。

上周抽空闲的时候，大致把当日仓皇逃遁者的思路揣测了一下，今天整理出来，做个分享，也算一个股市故事吧！——说起来，今天听到的轻松故事，背后可能却是无知者以大量金钱灰飞烟灭为代价垒出来的教训。

当日，市场先生大致可能是这样思考的：第一步：看营业收入和销售商品收到的现金之间的关系（单位亿元）

序号	科目	2017-3	2016-3	2015-3
A	营业收入	75.9	68.4	62.6
B	销售收现	67.4	73.4	70
C	应收增加	0.4	0	-0.1
（B+C）/A		89%	107%	112%

唐书房

利润表上的营业收入，要么变成销售收到的现金，要么变成应收票据和应收账款。在以往年份的一季报里，销售收到的现金都是高于营业收入的，而今年一季报销售收到的现金远低于营业收入。再看应收票据和应收账款合计增加额仅 0.4 亿，微不足道。加上考虑销售商品收到的现金、应收票据和应收账款，都是含（增值）税口径，而营业收入是不含税口径，含税加总数据还大幅低于不含税的营业收入，这不是涉嫌财报数据造假吗？

第二步，看净利润和经营活动现金流净额之间的关系。通过对比，发现往年同期，经营活动现金流净额都是高于净利润的，证明公司是实打实地赚到了真金白银。而今年，经营现金流净额爆降为不足报表净利润的一半。

	2017-3	2016-3	2015-3
净利润	27.4	24.6	22.3
经现流净额	11.7	25.2	26
经现流/净利	42.7%	102.4%	116.6%

唐书房

从以上两点，市场先生推测出，洋河股份销售不行了，卖出去的酒收不到钱了，报表利润只是纸上富贵。

第三步，看当前股价。发现洋河自今年初低点 55 元左右，四个月时间上涨了约 60%，“一定积累了大量获利盘”，所以，利空来袭+获利盘众多，你不跑，别人会跑。So：我跑先——，有多快、跑多快！

然后嘛，由于有一大群人信奉“市场总是对的、价格反映一切”！不管什么原因，既然别人低价割肉，那一定是有某种我不知道的原因。所以，他割我也割，大家一起割。割 G 割 G 割 G 割 G，我们割 GG—聪明伶俐小一休——哈！。你割他也割，结果就是股价大跌，不断触发多种技术派止损条件，引发更低价格的花式割肉大赛，直到跌停，无法以更低价格割 G 了，世界终于安静了。

于是，一部分“老唐”出手了。股价开始在底部挣扎，并在近几天时间里晃晃悠悠、晃晃悠悠地爬起来了半个板。这完全是老唐 2014 年 8 月 18 日发在雪球的“股价波动模型”的完美演示版。这个模型对于理解投资很重要，这里再抄一次：

假设市场上有两类投资者 A 和 B，交易一家企业的股票。A 类投资者研究企业情况，推导出股票的内在价值，并依此决定买卖。一部分 A 类投资者认为股票的价值是 40 美元，一部分认为是 50 美元，还有一部分认为是 60 美元。

B 类投资者则不对公司做研究，而是依据价格走势趋势决定买卖。当股票价格上升时，他们买入，认为股价将继续上升；当股价下跌时，他们卖出，认为股价将继续下跌。他们通过跟随趋势，意图通过较小的损失博取较大的收益。

假设交易开始的时候，股价为 30 美元。A 类投资者开始买入，因为他们相信股票的价值为高于当前股价。他们的购买推高了股价。B 类投资者发现股价上涨趋势，也开始买入股票，进一步推动股票价格的上涨。

越来越多的 B 类投资者加入购买行列，进一步带动上升势头。随着股价上升到 40 美元时，一部分 A 类投资者停止购买，但 B 类投资者及另一部分 A 类投资者继续购买。一旦股价上升到接近 60 美元，一些 A 类投资者可能认为股价已经被高估了（认为值 40 的那些），开始卖出。一旦股价超越 60 美元，所有的 A 类投资者都停止购买，其中许多开始抛售。这就减缓了上涨的势头，部分敏锐的 B 类投资者发现了这一点，他们也开始抛售。

最终卖盘力量超过了买盘，股价开始下滑。随着更多的 B 类投资者发现下跌势头，并参与到卖出行列，股价下滑越来越快。价格一直下降到接近 A 类投资者在此开始购买的那一点为止，下跌趋势止住并开始出现逆转。

这种模式持续进行，没有新的消息刺激，股价就在 A 类投资者设定的范围震荡。

现在我们假设公司宣布一个没有任何投资者预期到的新产品。A 类投资者修正了对公司价值的估计，范围变为 60~80 美元，他们开始买进，从而使股价开始一个新的震荡周期，但是震荡范围更高了。

这个模型展示了股市的两个重要方面：

第一，即使没有关于公司的任何新信息，股价也会波动；

第二，A 类投资者是决定股票价格水平的最终力量。

——摘自《价值：公司金融的四大基石》作者　蒂姆•科勒

这些“老唐们”为何敢于扮演侠之大者呢？原因也不难，首先（说首先，是因为后面还有一条理由）因为市场先生对财报的解读是错的，知识性错误。

第一步：一季度销售商品收到的现金同比大降。这个错误的原因很搞笑，大降是事实，但原因是公司提前把钱收了。如果我们换个角度，以半年为一个时段，将前一年四季度和当年一季度数据之和，去做个同比，就一目了然了：

序号	科目	2016.10~2017.3	2015.10~2016.3	2014.10~2015.3
A	营业收入	101	92.3	86.3
B	销售收现	128.4	115.3	98.7
C	应收增加	1.3	0	-0.6
（B+C）/A		128%	125%	114%

唐书房

以两个季度合计数据看，销售商品收到的现金不仅超过了营业收入，而且占比还是上升的。这与预收款余额从去年四季度初的 13.4 亿，增加到四季度末的 38.5 亿，再减少为今年一季度末的 13.6 亿，是完全吻合的。

简单的理解，洋河有 24.9 亿（含税）的订单，在今年 1 季度交货并按照会计准则确认为 1 季度营业收入了，但却“没有在 2017 年 1 季度内收到现金”，为什么没收到钱呢？因为在 2016 年 12 月 31 日以前就收到钱了。提前收到钱，成了利空因素，是不是很搞笑？

搞懂了销售商品收到的现金问题后，再看经营现金流净额问题就成了小儿科了。直接假设那 24.9 亿货款，不是在 2016 年 12 月 31 日以前收到的，而是在路上耽误了几日，到 2017 年 1 月 3 日才收到的。于是，“经营现金流净额锐降 53%”的重大利空，瞬间变成“经营现金流金额同比大幅上升”的重大利好。

至于对于“获利盘太多，所以要跑”的判断，老唐倒是没什么资格说三道四，这是技术派人士的常见依据，而且也不能说别人就跑错了。毕竟 4 月 28 日如果能赶在早上 9:50 之前抛出，可以卖出 83~86 之间的价格，相比当前收盘价 82.9 元，还是要高那么一点点的。更何况，技术高手们跑出来的钱，在过去 10 个交易日里，或许还能在别处捞几个涨停板也说不定呢！这个就不评价了。

这种无厘头跌停板，其实茅台也遇见过。2013 年 9 月 2 日，茅台也曾跌停，当日跌停板收在 117.53 元（复权价，下同）。那个时间老唐在干什么呢？翻了下雪球帖子，当天本话痨居然无帖，不知道是出去玩去了，还是已经被吓死了，嚯嚯嚯！

补充:老唐当时发帖推测 2013 年财报营收将增长 20%达到 316 亿，最终报表营业收入只有 309 亿，增长了 17%。但实际上公司下半年往预收款里面注入了 22 亿，否则营业收入轻松超过 316 亿(309+22/1.17=327)。

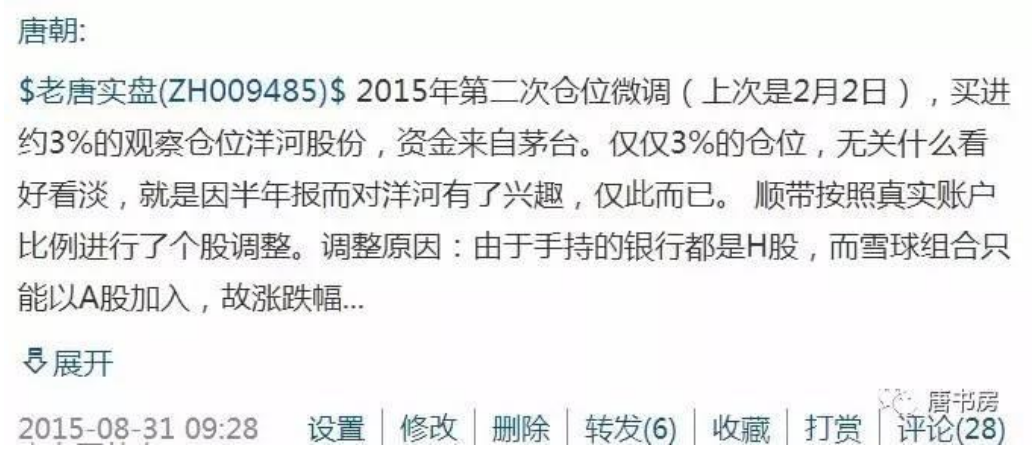
三年多后的今天，站在 400 元之上的位置来看，2013 年 9 月 2 日的跌停可怕吗？一点儿也不可怕。甚至在跌停之后，还继续阴跌了 4 个月，最低跌至 2014 年 1 月的 91.3 元。这哪是什么恐怖大熊啊，那是天上整整下了 4 个月的黄金雨。投资者是否能将漫天金钱捡回自家钵盂里，只取决于自己对公司价值的判断，对公司经营状况的理解。至于市场的情绪癫狂，有盆在手就再接点儿，盆满钵溢了，假装不在就是了——4 月 28 日我就是这么干的。

然而，仅仅是市场先生错读了财报信息，并不足以支撑老唐做出增持决定。同样重要的是，老唐认为，洋河当前的估值依然便宜。这个判断是如何做出的呢，下篇聊。

第146篇.　　2017.05.14-从洋河的跌停说起（下）

原创　2017-05-14　唐朝　唐书房

老唐首次介入洋河，是 2015 年 8 月 31 日，介入原因是因为读了洋河的 2015 年度半年报，对这家企业产生了兴趣，介入的价格是 53.5 元（说起来都是泪，老唐其实 35 左右已经注意到洋河了，然而由于一点理解上的不到位，一直到 53 才进去。伤心的往事，不提也罢）。



截止 2017 年 5 月 12 日，价格上大约有 50%出头的浮盈吧！相对大盘指数期间约 4%左右的跌幅而言，这个 50%看上去还马马虎虎，貌似有那么一丢丢股神相，但如果补上实情“53.5 买入洋河，是靠 189 元卖出茅台的钱”，那立刻就变成一笔胎神级别的臭棋了，汗！

纯粹从股价的角度来说，自介入至今，洋河不仅跑输茅台，也跑输五粮液和泸州老窖。股价的波动，自认完全没有能力预测和把握，但企业经营方面，洋河的发展是令我满意的。或许还需要更长的赛道，才能赛出真本事吧！截止目前，我对洋河的信心没有动摇。

需要多长的赛道，才能看出真本事呢？套用老唐在 2016 年 4 月 29 日出版的《证券市场周刊》上发表的《解密洋河的高成长》一文模式，回看 2006 年至今几大名酒企的发展轨迹——选用 2006 年为起点，是因为洋河于 2009 年上市，可追溯的最早披露数据是 2006 年的（单位亿元）。

营收	2006	2016	年化增长
茅台	49	388.4	23%
五粮液	73.9	245.4	12.8%
老窖	18.7	83	16.1%
汾酒	15.2	44	11.2%
洋河	10.7	171.8	32%

唐书房

2006 年，洋河的营收只有汾酒的 2/3，今天则是汾酒的近 4 倍；2006 年，洋河的营收只有老窖的 57%，今天是老窖的两倍多；2006 年，洋河的营收不到五粮液的 15%，今天是五粮液的 70%。在白酒业上市公司中，洋河是当之无愧的成长王。

同样，2006 年，如果以茅台的净利润数据为 100，则五粮液、老窖、汾酒、洋河的利润分别为 78、23、17、12。到了 2016 年，同样以茅台净利润数据为 100 来比较，五粮液、老窖、汾酒分别萎缩为 41、12、4，只有洋河，从 12 大幅成长为 35。今天，洋河的净利润已经是老窖的三倍多，汾酒的近十倍，距离酒业老二五粮液，也仅有不足 15%的差距了。

净利润	2006	2016	年化增长
茅台	15	167.2	27.3%
五粮液	11.7	67.8	19.2%
老窖	3.4	19.3	19%
汾酒	2.6	6.1	8.9%
洋河	1.75	58.3	42%

唐书房

面临同样的市场环境，无论品牌、技术或者历史都不占据明显优势的洋河，为什么可以获得远远超越同行的经营回报？在《解密洋河高成长》一文中，老唐认为背后的秘诀是“大股东和管理层相互制衡的的股权结构带来的强大执行力”，简单概括，就是两点：

①管理层及技术核心人员共计持有了公司近25%的股份，以当前1250亿市值计算，整个管理层及技术核心人员有超过300亿身家压在公司里。他们跟我们站在同一条船上，企业是否能够健康发展，对他们比对我们更重要，他们压上了身家，压上了身体；

②国资委控股的洋河集团是第一大股东，但持股仅34.16%。公司管理层及其合作伙伴位列第2至第6大股东，合计持股约41%。很明显，在洋河，没有人可以一股独大，国资委不可以，管理层也做不到。这样的股权结构，形成了一种约束和平衡，使得对企业有利的决策，容易被支持；对企业有损的决策，有足够的动力去质疑。同时，使大约25%的公众股股东的立场有了争取价值。

我认为这就是洋河与其他几家名酒企业的真正区别。作为业内人士，茅台公司李保芳总经理同样看到了这一点，李总早在去年7月就公开在茅台公司内部提出：“茅台要向洋河学习，要深入学、用心学、真正学，要学习洋河的善于求新、求变、求突破的精髓和本质”。

是的，洋河的特点在于人，在于它是所有白酒上市公司中首家管理层和企业利益攸关、荣辱与共的企业，所以他们有主观能动性，能够想在前、做在前，抢在同行之前，主动去求新、求变、求突破，并在对手醒悟和追赶之前，将差距越拉越大。与此相比，文化、品牌、历史、故事，都是可以用心去补的。

正是这样的主观能动性，洋河人放弃了卖酒给经销商的无压力模式，选择了由公司直接占领一线，带领经销商深耕市场的艰辛之路。这种模式最大的亮点在于：洋河拥有了一批能够操控终端市场的营销队伍，大大增强了企业掌控市场的能力；同时规避了经销商在操作市场时因追求短期利益而产生的弊端，从根本上打破了以往厂商各自为战、相互竞争、两败俱伤、市场难以有效拓展的困局；

正是这样的主观能动性，使洋河培育了超过3万名推广人员，已经渗透到了全国所有的地级县市，组成了当前白酒行业最大的营销网络，拥有超过8000家深度依赖洋河的忠诚经销商；

正是这样的主观能动性，使公司在行业寒潮袭来时，“求新求变求突破”，在2016年底，营收已经回到了2012年的历史高点附近，净利润数据距离历史高点也仅有5%左右的差距。而五粮液、老窖和汾酒，则分别还需要增长约10%、40%和47%才能摸回2012年营收高点，至于净利润，差距更大——茅台营收和净利润均有大幅超越2012年高点，是本轮行业危机中复苏最好的企业；

	2012年营收	2016营收	2012净利	2016年净利润
茅台	264.6	388.4	133.1	167.2
五粮液	272	245.4	99.4	67.9
洋河	172.7	171.8	61.5	58.3
泸州老窖	115.6	83	43.9	19.3
山西汾酒	64.8	44	13.3	6.0

唐书房

正是这样的主观能动性，让公司紧跟市场需求变化，建立绵柔这一新标准，以喝着顺口替代传统浓香白酒闻着香的诉求点，追求低度条件下的好口感，成为“更年轻、更现代”的白酒，打造出蓝色经典系列知名品牌，并继续着眼长远，技术储备和完善着微分子健康概念白酒；

正是这样的主观能动性，使公司能够手持 6 个中国驰名商标、两个中国名酒、中华老字号，层次分明地运作着梦之蓝、天之蓝、海之蓝、绵柔苏酒、柔和双沟、珍宝坊、蓝瓷、洋河大曲等多个知名品牌，全面覆盖了高、中、低档各个价位段；

正是这样的主观能动性，使公司的新江苏市场从 2015 年底的 298 个，扩张到 2016 年的 395 个，并计划在 2017 年继续扩张到 455 个——董事长在业绩说明会上披露的数据。

所谓新江苏市场，是指年销售额超过 800 万的县和年销售额超过 1500 万的市。公司将深耕江苏省内市场形成的经验模板化，通过集中资源，聚焦投入，将市场做深做透，打造新江苏市场，然后逐步地将新江苏市场连成线，形成板块，最终实现深度的全国化。

……

财报枯燥的数据背后，是这样一批已经由历史证明很内行、很能干，同时利益上和企业捆绑在一起的人在思考和打拼；财报枯燥数据的背后，是无论从规模上、品牌上、渠道上，均已占有行业明显优势，正在向浓香老大宝座奋斗的人才和资源集合体；财报枯燥数据背后，是已经吸引行业内公认最成功的巨头来学习的企业运行机制……作为他们的生意合作伙伴，我有什么需要好担心的呢？我觉着没有。抠头皮的事儿，留给他们操心，我们还是把时间浪费在看美剧读小说四处逛吃逛吃上比较合适。

老唐目前信心满满地继续持“洋河三五年之内超越五粮液”的观点，并大致推测三年之内可以看见净利润超越，五年之内营业收入和净利润双超，登顶浓香老大的宝座。

远景看过了，我们拉近镜头来看看近期趋势。

由于前瞻性地卡位“梦”和“蓝”，于是看上去似乎很好运地沾到了本届老大提出的“中国梦”口号，同时，借助全国各地雾霾笼罩，人们对天之蓝和海之蓝的渴望，蓝色经典系列在本轮行业危机中，获得了免费的广泛传播，品牌形象进一步提升，对公司在寒冬中复苏起到了中流砥柱的作用。

以 2016 年为例，蓝色经典系列已经贡献着约 70%的营业收入。在销售量同比降低约 5%的情况下（从 20.9 万吨减少至 19.8 万吨），营业收入同比提升约 7.7%（从 153 亿提升至 165 亿），毛利率提升 2.15%（从 63.25%提升至 65.4%），消费升级带来的产品结构升级形态很明显——此处提醒一个知识点，很多投资者不太熟悉洋河的成本计量方式，会疑惑为什么五粮液毛利率在 75%左右，而洋河的毛利率才 65%。这里面实际有个误解。简单的说，洋河把消费税计入营业成本，而五粮液则将消费税单列。例如 2016 年，洋河的营业成本里面包含有 15.74 亿消费税（财报 132 页），如果按照五粮液财报口径，则 2016 年洋河营业成本

应该是 57.08-15.74=41.34 亿，毛利率＝（165-41.34）/165=75%

据董事长王耀在业绩说明会上的最新披露，洋河产品系列里，复苏情况最好的是高端品牌梦之蓝。他说:"蓝色经典系列目前发展稳健，尤其是今年一季度梦之蓝保持 50%以上的增长。使行业实现了从茅五洋到茅五梦的华丽转身，牢牢占据高端品牌前三甲。目前来看蓝色经典产品还有很大的上升空间，在未来一段时间仍然是我们重点打造的战略性主导产品。"

梦之蓝一季度保持了 50%以上的增长，新江苏市场将由 395 个扩张到 455 个，加上 2017 年 1 季度公司主要产品整体上调出厂价，凭这三点，已经基本可以确定 2017 年洋河的增长将远超公司年报提出的 10%目标。老唐推测，2017 年，洋河营收将有可能冲刺 200 亿，江苏省内营收可能扭转下滑态势，而省外营收将首次超越省内营收。净利润水平将超越 2012 年历史巅峰，有望接近甚至可能突破 70 亿水平——在消费税税制改革没有产生重大不利影响的情况下。

至于市场传说的洋河酒品缺乏竞争力之说，坦率讲，我个人口味上也不太喜欢喝洋河，毕竟咱们大四川算是浓香酒大本营，最有群众基础和舌尖记忆的浓香型，是 1573 和五粮液。

但是，看看洋河去年生产销售白酒近 20 万吨，仅次于牛栏山二锅头的全国第二大生产销售量酒企（五粮液销售 14.9 万吨，泸州老窖销售 17.8 万吨）；再看看去年网上销量第 1、累计销售量超过 400 万瓶的 52° 海之蓝 375ml 爆款，以及紧随海之蓝 375ml 和泸州老窖三人炫 1000ml 之后、累计销售超过 100 万瓶的 42° 洋河特曲爆款，网络爆款前 3 名里占了俩（糖酒快讯数据），就知道本酒鬼不喜欢，不代表别人不喜欢。数据已经证明洋河的产品很受广大消费者，尤其是年轻消费者的欢迎。

依照洋河的盈利质量（报表利润含现金量）、盈利能力对资本再投入的要求以及净资产收益率水平，参照当前无风险利率水平，个人认为 25 倍左右市盈率可以视为洋河的合理估值位置，即 2017 年洋河的合理估值约为 1700 亿上下（分红后每股 110 元），当前价格依然处于低估状态中。

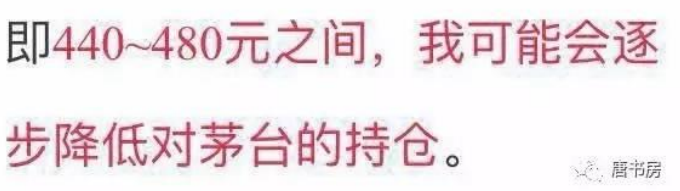
提请注意，这是唐书房年报印象系列当中，除国投外，仅有的一次直接做出“当前价格处于低估状态中”结论的企业，所以必须要提醒：

老唐当前持有着约 40%的茅台和约 5%的洋河，以上观点完全可能是受主观立场影响做出的乐观结论，请慎重对待。尤其需要提醒的是：公司经营情况和股价并不是一一对应的线性关系，低估≠不跌，低估≠马上涨。我可以白纸黑字写下来“我看好并持有洋河”，但这并不是你投资决策可以依赖的依据。记住：除了你，没有谁为你的金钱负责！

第147篇.　2017.05.20-2017，茅台的明牌

原创　2017-05-20　唐朝　唐书房

周五，茅台成功突破 440 元，触及老唐以前推送过的“440~480 元之间，我可能会逐步降低对茅台的持仓”估值的下沿。



挺高兴的，从 2013 年 12 月 6 日首次在《证券市场周刊》发表《探秘茅台》一文开始计算，前后“鼓吹”了三年半时间，各种评论不算，仅长文就发表这么多，

第四部分：关于茅台
1）探秘茅台 http://xueqiu.com/8290096439/26447162
2）茅台未来三年利润推算 http://xueqiu.com/8290096439/26720878
3）2014，茅台的倒春寒 http://xueqiu.com/8290096439/28510507
4）茅台的春天 http://xueqiu.com/8290096439/41954532
5）贵州茅台，销售的喜与报表的悲 http://xueqiu.com/8290096439/29298138
6）茅台2014半年报初判 http://xueqiu.com/8290096439/30584221
7）茅台2014三季报十大印象 http://xueqiu.com/8290096439/32566640
8）回复“炮轰茅台” http://xueqiu.com/8290096439/33425774
9）茅台2015年的增长预估 http://xueqiu.com/8290096439/34458461
10）无需担忧茅台酒的销售 http://xueqiu.com/8290096439/37833975
11）茅台2015年半年报简析 http://xueqiu.com/8290096439/55497320
12）茅台是因为红军路过才红的吗？ http://xueqiu.com/8290096439/29344747
13）茅台2015三季报速读 http://xueqiu.com/8290096439/58259559
14）茅台2015三季预收与票据解读 http://xueqiu.com/8290096439/58842984
15）速评茅台2015年财报 http://xueqiu.com/8290096439/66447642
16）茅台2015年财报阅读补充 http://xueqiu.com/8290096439/66484529
17）茅台的供给侧之忧 http://xueqiu.com/8290096439/66933441
18）茅台2016中报速评 https://xueqiu.com/8290096439/74107148
19）2016年系列酒销售披露数据 https://xueqiu.com/8290096439/79[illegible]

陪着我家阿茅从复权不足百元的低谷爬到了现在的 440 元，总算伸手摸到了合理估值的边。那种感觉，仿佛你一直努力帮着某个被冤屈的人洗刷污名，最终伸张了正义一般，很爽。更不用说，这期间茅台还帮我赚到了一笔不小的财富。于是，很不厚道的嘚瑟了一下。

嘚瑟的姿势不够帅，结果招来一大帮因为购买和阅读了《手把手教你读财报》而跟进茅台的朋友追问：“现在怎么办？”、“减仓之后买什么？”。其中不乏老唐的线下朋友。逐一回答太累，这里统一谈一下我个人的看法吧，算有始有终。

首先，440 元我还不准备开始减。前面谈到的 440~480 元，是我对 2017 年全年的规划，现在已经是年中，怎么地也要赖过区间中轴以上才会动手，甚至随着时间的推移，要考虑去上沿；

其次，即便是到了 480 元，我可能也就减掉 10%左右的茅台（所持茅台股数的 10%）。茅台仍将继续是我的第一重仓股。

再次，减仓后究竟买什么，我现在脑袋里也没有清晰计划。银行和国投，都是高杠杆企业，仓位已然不轻，不打算继续增加了。比较看好的海康威视略贵，只能继续持有着 1%仓位等跌。而腾讯，我比较看好的另一家公司——最近一直在学习和思考它，自己觉得大致有些轮廓了（以后会考虑抽时间把对它的粗浅理解写出来）——估值基本合理。一直想加仓的，可惜自从今年 1 月份在 197.3 元买进 2%仓位之后（见《1月小结》），它就一路涨、一路涨，不断创出历史新高，现在已经到 270 元了，加仓实在是有心理障碍。

所以，最期望的是茅台今年别过 480，也就无需费心去刨什么新目标了。随着时间的推移（正所谓时间是好企业的朋友，是烂企业的敌人）明年一提高目标，又可以赖一阵子了。当然，有个利好消息：出游已经八十多天，天气也热了，我们夫妻已经行走在回家的路上，预计再有 10 天左右就能回到成都啦！届时，研究公司的时间可能会多一点，或许有机会找到放钱的新地方。

那么，茅台当前的股价到底贵还是不贵呢？在已经涨了三倍多的此刻，是否有必要先出来，等出现调整之后再买回来，做个波段呢？

先聊第一个问题，茅台当前的股价到底贵还是不贵？说现在贵不贵，免不了要对照着这家公司今年的净利润来说。茅台这家公司，好就好在业务简单，数据透明，基本上稍微有一点点深入学习，对它的业绩都能估个八九不离十。比如说 2017 年吧，至少有这么几个数据是可以视为已知的了：

已知因素 1：茅台酒销售量。

2017 年，茅台酒公布的计划销量 26800 吨。当前市场形势供不应求，市场价格一千多，819 元从厂里提到货就是钱，没有任何必要去怀疑这个计划销量完不成。最终供应只会略多，最终总有些重点客户需要照顾照顾，出现一些计划外销售量（我算过，最大可供应量比 26800 有富裕），所以，以 26800 吨来估算 2017 年茅台酒的销售量，已经是比较保守的做法了；

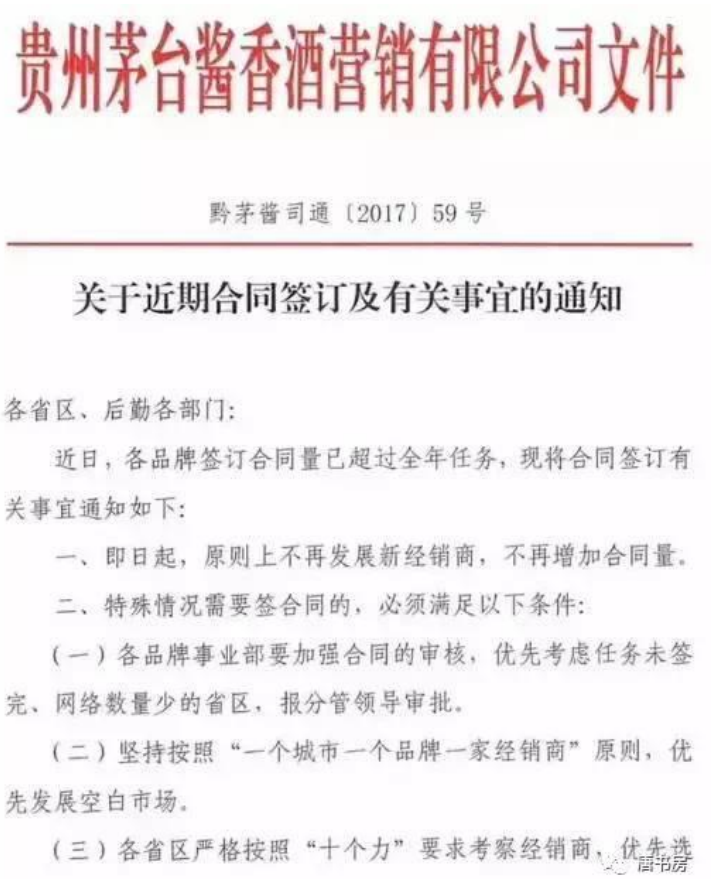
已知因素 2：茅台酒的出厂价。

普通茅台出厂价格维持 819 元未调整，而今年由于鸡年生肖茅台的意外火爆，以及厂里为了回避 500ml 普通茅台的透明价格而加大的其他规格小批量茅台的投放（50ml，100ml，200ml 等等），总体平均出厂价格肯定是略高于去年的。这个也是能够确定的。高多少不好说，就保守的按照高 1%估算拉倒；

已知因素 3：酱香酒的销售量和销售收入。

茅台酱香酒（报表上的系列酒）自从 2014 年 12 月 24 日独立出来以后，获得了非常好的发展。尤其是去年 4 月原股份公司副总李明灿出任酱香酒公司董事长、总经理以后，股份公司对其进行了资源倾斜，重点培育，酱香酒增长迅速。销售量从 2014 年的 5200 吨，飙升到 2016 年的 14200 吨，销售收入从 2014 年的不到 10 亿，提高到 2016 年的 24 亿多。

2017 年，酱香酒公司的计划是销售 2.6 万吨，销售收入 43 亿元以上。一季度公布数据，已经完成销售量 4790 吨，同比增长 191%。而酱香酒原计划于 6 月 30 日结束的全国招商活动，已经由于“各品牌签订合同量已超过全年任务”，被迫于上周一（5 月 15 日）发文停止发展新经销商了。据透露，截止 5 月 11 日，签约经销商达到 1076 家，合同量近 3 万吨，已经超过了公司的生产能力。



贵州茅台酱香酒营销有限公司文件

黔茅酱司通〔2017〕59号

关于近期合同签订及有关事宜的通知

各省区、后勤各部门:

近日，各品牌签订合同量已超过全年任务，现将合同签订有关事宜通知如下:

一、即日起，原则上不再发展新经销商，不再增加合同量。

二、特殊情况需要签合同的，必须满足以下条件:

（一）各品牌事业部要加强合同的审核，优先考虑任务未签完、网络数量少的省区，报分管领导审批。

（二）坚持按照“一个城市一个品牌一家经销商”原则，优先发展空白市场。

（三）各省区严格按照“十个力”要求考察经销商，优先选

这等于已经明确说了，今年“销售收入 43 亿以上”酱香酒的计划，只会多、不会少。这里，我们就按照 43 亿来估算，折算成不含税的报表营业收入约 37 亿。当然，这里说的是卖给经销商的量，至于经销商能否成功卖给消费者，我们这里先不去讨论它了，暂时存疑观察。

接下来可以计算茅台 2017 年酒业部分的营业收入了：

①已知，2016 年茅台酒销售量约 22700 吨（报表公布销量 36944 吨，减去酱香酒销量 14200 吨），营业收入 367 亿。则，2017 年酒业收入=26800×（367/22700）×101%+37=475 亿。

②然后，营业收入里除了白酒收入之外，还有财务公司利息收入。2016 年净利息收入 12 亿，今年一季度已经达到了 6 亿。我们此处保守的将 2017 年可能获得的利息收入，依然按照 2016 年的 12 亿计算。

③茅台公司 2017 年营业收入=475+12=487 亿，相比 2016 年的 401 亿，增长 21%+。

④因高净利润率的茅台酒增加了约 70 亿，综合净利润率应该比 2016 年的 44.6%高，我们仍保守采用 44.6%估算。则公司 2017 年净利润＝487×44.6%=217 亿。其中归属少数股东损益 6.8%，去掉 15 亿，则归属股份公司净利润 202 亿，同比增长 21%+。

今年年底到明年，还有三大潜藏利好因素：

①按照大股东书面承诺，今年内股权激励方案要出台了，个人预计会以 2016 年净利润或者 2014~2016 年平均净利润为基数，设计股权激励的计算公式。2017 年财报，管理层失去了压低报表利润的动力；

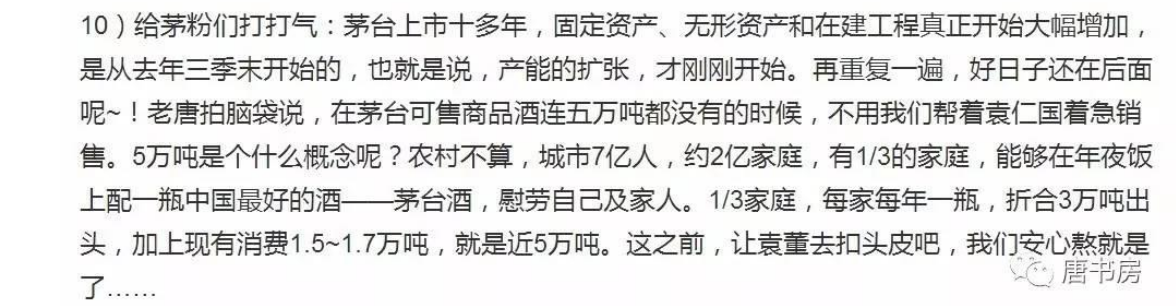
②茅台酒提高出厂价的必要性，已经很迫切了。鉴于当前茅台酒供不应求，出厂价和一批价之间差价高达三四百元，茅台酒基本确定要提价了，最合适的时间窗口大致是中秋至春节之间。鉴于茅台管理层说过了“今年不提价”，就按照 2018 年元旦提价考虑吧。

③由于基酒产量的原因，2018 年将是茅台未来几年里可销售量的巅峰期——参看 2016 年 4 月 1 日发

表于证券市场周刊的《茅台的供给侧之忧》一文。

提价+增量+报表释放，三者叠加，2017 到 2018 年茅台利好因素较多，正如老唐 2014 年 3 月 28 日在《证券市场周刊》公开发表的《2014，茅台的倒春寒》一文中，白纸黑字提出的“2014 年-2018 年，公司很大概率将重演 2008-2012 年四年的高成长的故事。所不同的是，前一个成长，主要是靠价格驱动。而接下来的成长，将主要靠量的驱动。”判断，2018 年可能将是茅台利润表更肥美灿烂的时刻。

于是，结果就出来了，2017 年净利润约为 202 亿，预计 2018 年依然会有不错的增长。当前市值 5500 亿，市盈率约 27 倍。贵不贵呢？我个人还是持 2014 年 10 月 29 日发表的“好日子还在后面呢”看法，继续作为第一重仓股持有。注意注意：**纯个人看法，仅供参考**。您需要有自己的判断！

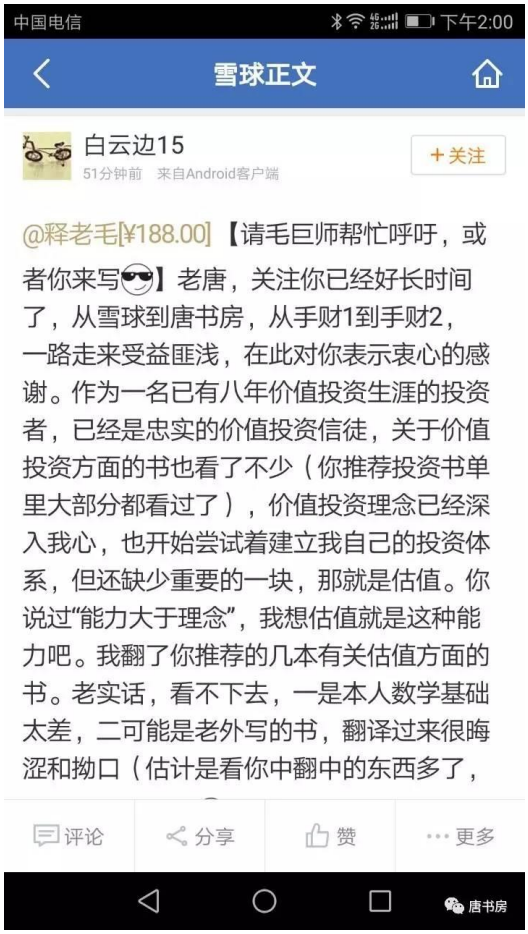


需要提醒的是，2019 年，由于 2015 年基酒减产的原因，可销售茅台酒总量将锐降 17%左右，而价格又在 2018 年涨过，除非市场火爆的超乎想象，否则很难再提高价格。量确定减少，价格难涨，这两大因素造成的坑，单凭酱香酒很难填上。所以，2019 年，可能会是茅台增长相对困难的一年。

那么，知道它 2019 年会困难，我们需要找机会出来“做个波段吗？”。这个话题，我本来写了一段，然而，又要涉及到对所谓“做 T”的批评，说不定又会引来吵嘴。想起去年，已经因为否定做 T，导致某做 T 高手拉黑老唐，并信誓旦旦地造谣说老唐是因为跟买了融创被套才“抨击”别人。做自己的投资，试图说服别人是很无趣的事，还是删了这段。

说件有趣的事儿吧！周四下午，书房某位热心读者发来一张截图

由于在外面玩，公众号手机平台不支持显示表情、截图、照片什么的（所以，提醒大家：发信息给我的话，文字就好，截图或者照片什么的，我大部分时间看不见的，等我能看见的时候，或许已经被淹没了），我当时也没在意，晚上到酒店一看，乐坏我了！居然是这样的一张内容



据另一位朋友的拷贝，后面没显示出来的文字是：

（估计是看你中翻中的东西多了，理解能力下降了[俏皮]）。所以，我在此隆重向你提出建议：为广大中国投资者，写一本中国式的估值方面的书。如果这个坑实在太大，那就挖个小一点的，把你在估值方面的思想、理念和方法好好再全面总结一下，虽然唐书房有估值系列的文章，但确实远远不够。再不然，你把达摩达兰的《学会估值，轻松投资》"中翻中"[俏皮]强烈期待着你的分享！

这位朋友，你给老毛 188 元打赏，要求老唐写本估值的书，我肿么觉着有点冤大头的赶脚呢！一点儿也不[俏皮]，very very 不[俏皮]。我再给你看张截图，你就知道究竟有多么不[俏皮]了

这是不是典型的欺负老实人？我这边半篇长文，几千文字，一堆数据，一把逻辑，白发三千丈（夸张，夸张），才收到打赏 115 元，你一出手就给老毛 188 元，老唐这日子算是没法过了，倒地打滚中！谁是白云边，站出来，我保证不打死你——只打成性生活不能自理，哈哈嘿哈！如果想自理呢，自己看着办，那啥码啥按钮都在下面……

第148篇.　　2017.05.22-从洋河的跌停说起

原创　2017-05-22　唐朝　唐书房

这是 5 月 14 日的旧文，经《证券市场周刊》编辑何老师辛苦整理后发表，感谢何老师。文章没有新内容，没看过的建议看原文上下篇，数据更详实些，链接在文末阅读原文。至于读过的，无需再读。再发一次是因为以前的年报印象文章，整理后发表在杂志上，某些公众号会直接盗走标为原创，而微信系统无法自动识别整理前后文稿的区别，就成了他们的原创。发也发了，就提供点余热，大家在本文留言区点杀下周的菜吧！点杀规则：上市超 3 年，最近三年 ROE＞10%，当前 pe＜40。

---

4 月 27 日　，洋河股份（002304.SZ）发布了 2017 年一季报，次日跌停。市场先生对一季报的思考可能是这样的：鉴于利润表上的营业收入，要么收到现金，要么变成应收票据或应收账款，所以先对比了营业收入和销售商品收到的现金之间的关系。在往年一季报，销售收到的现金均高于营业收入，而今年一季报销售收到的现金为 67.4 亿，远低于 75.9 亿营业收入。再看应收票据和应收账款合计增加额仅 0.4 亿，微不足道。考虑到销售收现金和应收都是含（增值）税口径，而营业收入是不含税口径，含税加总数据大幅低于不含税的营业收入，这不是涉嫌财报数据造假吗？

接着查看了净利润和经营活动现金流净额。往年同期，经营活动现金流净额都是高于净利润的，证明公司实打实地赚到了真金白银。而今年，经营现金流净额暴降至 11.7 亿，不足报表净利润（27.4 亿）的一半。

从这两点，市场先生推测出，洋河酒销售不行了，报表利润只是纸上富贵。此时再看股价，发现洋河股份自年初低点 67 元起步，四个月时间上涨了 30%多，若自股灾后计算，已经接近翻倍，“一定积累了大量获利盘”。所以，利空来袭+获利盘众多，应该抢在别人前面跑掉。

由于有一大群人信奉“市场总是对的、价格反映一切”，不管什么原因，既然别人低价割肉，一定有某种我不知道的原因。所以，他割我也割，大家一起割。结局就是股价大跌，不断触发多种技术止损条件，引发更低价格的花式割肉大赛，直到跌停。正所谓世上本没有跌停，割的人多了，便成了跌停。可是，在跌停之际，一部分人，包括老唐，却出手买入了。股价在近几天时间里晃晃悠悠地又爬起来了大半个板。

错误解读财报

“老唐们”敢出手，是因为市场先生对财报的解读是错的，知识性错误。

先看一季度销售商品收到的现金。大降是事实，但原因是公司提前把钱收了。如果以半年为一个时段，将前一年四季度和当年一季度数据之和，做个同比，就一目了然。2016 年 10 月至 2017 年 3 月，销售收到现金 128.4 亿，应收增加额 1.3 亿，同期营收 101 亿。销售商品收到的现金不仅超过了营业收入，而且与

往年同期相比，比例还是上升的。这与预收款余额从去年四季度初的 13.4 亿，增加到四季度末的 38.5 亿，再减少为今年一季度末的 13.6 亿，是完全吻合的。

简单理解，洋河有 24.9 亿（含税）的订单，在一季度交货并按照会计准则确认为一季度营业收入，却“没有在 2017 年一季度内收到现金”，为什么？因为在 2016 年 12 月 31 日之前就收到钱了。提前收到钱，却成了利空，很搞笑吧？

再看经营现金流净额问题就是小儿科了。直接假设这 24.9 亿货款，不是在 2016 年 12 月 31 日以前收到的，而是耽误了几日，到今年元旦后才收到。于是，“经营现金流净额锐降 53%”的重大利空，瞬间变成“经营现金流净额同比大幅上升”的重大利好。

这种无厘头跌停板，贵州茅台（600519.SH）也有过。2013 年 8 月 31 日，茅台公布半年报，9 月 2 日，跌停，收在 117.53 元位置（复权价，下同）。三年半后，站在茅台 400 元之上的回看，2013 年 9 月 2 日的跌停可怕吗？一点儿也不可怕。跌停乃至其后 4 个月的阴跌，都是天降黄金雨！

洋河的主观能动性

自 2015 年 8 月 31 日首次买入洋河至今，洋河在企业经营方面是令我满意的。至于股价，短期是跑输五粮液和泸州老窖了，这可能要在更长的赛道上，才能看出真本事。

究竟需要多长的赛道呢？老唐曾撰文《解密洋河的高成长》（刊发于 2016 年 4 月 29 日《证券市场周刊》），回看 2006 年至今几大名酒企的发展轨迹（洋河于 2009 年上市，可追溯的披露数据是 2006 年），2006 年，洋河的营收只有山西汾酒（600809.SH）的 2/3，今天则是后者的近 4 倍；2006 年，洋河的营收只有泸州老窖（000568.SZ）的 57%，今天是后者的 2 倍多；2006 年，洋河的营收不到五粮液（000858.SZ）的 15%，今天是后者的 70%。在白酒业上市公司中，洋河是当之无愧的成长王。

如果以茅台净利润数据作为标杆 100，则 2006 年五粮液、老窖、汾酒、洋河的利润分别为 78、23、17、12；到了 2016 年，五粮液、老窖、汾酒分别萎缩为 41、12、4，只有洋河，从 12 大幅成长为 35。今天，洋河的净利润已经是老窖的 3 倍多，汾酒的近 10 倍，距离酒业老二五粮液，也仅有不足 15%的差距了。

面临同样的市场环境，无论品牌、技术或者历史都不占据明显优势的洋河，为什么可以获得远远超越同行的经营回报？在《解密洋河高成长》一文中，老唐认为背后的秘诀是“大股东和管理层相互制衡的的股权结构带来的强大执行力”。简单概括，就是两点：

首先，管理层及其他核心人员共计持有公司近 25%的股份，以当前 1250 亿市值计算，整个管理层及其他核心人员有超过 300 亿身家压在公司里，他们跟股东站在同一条船上。企业是否能够健康发展，对他们比对我们更重要；

其次，国资委控股的洋河集团是第一大股东，但持股仅 34.16%。公司管理层及其合作伙伴位列第二至第六大股东，合计持股约 41%。很明显，在洋河，没有一股独大。这样的股权结构，形成了一种约束和平衡，使得对企业有利的决策，容易被支持；对企业有损的决策，有足够的动力去质疑。同时，使剩余公众股股东的立场有了争取价值。

这就是洋河与其他几家名酒企业的真正区别。作为业内人士，茅台总经理李保芳深刻认识到了这点，李总早在 2016 年 7 月就公开在茅台公司提出：“茅台要向洋河学习，要深入学、用心学、真正学，要学习洋河的善于求新、求变、求突破的精髓和本质”。

洋河的特点在于人，在于它是所有白酒上市公司中首家管理层和企业利益攸关、荣辱与共的企业，所以他们有主观能动性，主动去求新、求变、求突破，并在对手醒悟和追赶之前，将差距越拉越大。与此相比，文化、品牌、历史、故事，都是可以用心去补的。

所以，洋河选择了直接占领一线，带领经销商深耕市场的艰辛之路，直接掌控超过三万名推广人员，渗透到了全国所有地级县市。此路径大大增强了企业对终端市场的掌控力，规避了超过 8000 家经销商在操作市场时因追求短期利益而产生的弊端。

同时，公司紧跟市场需求变化，建立绵柔新标准，以喝着顺口替代传统浓香白酒闻着香的诉求点，追求低度条件下的好口感，成为更年轻、更现代的白酒，打造出蓝色经典系列品牌，并着眼长远，技术储备和完善着微分子健康概念白酒。公司目前手持 6 个中国驰名商标、两个中国名酒、中华老字号，层次分明地运作着梦之蓝、天之蓝、海之蓝、绵柔苏酒、柔和双沟、珍宝坊、蓝瓷、洋河大曲等多个知名品牌，全面覆盖了高、中、低档各个价位段。

2016 年底，洋河的营收已经回到了 2012 年历史高点附近，净利润数据距离历史高点也仅有约 5%差距。而五粮液、老窖和汾酒，则分别还需要增长约 10%、40%和 47%才能摸回营收高点，至于净利润，差距更大。

表：洋河股份成长迅速　　单位：亿元

	2012年营收	2016营收	2012净利	2016年净利润
茅台	264.6	388.4	133.1	167.2
五粮液	272	245.4	99.4	67.9
洋河	172.7	171.8	61.5	58.3
泸州老窖	115.6	83	43.9	19.3
山西汾酒	64.8	44	13.3	6.0

唐书房

作为他们的生意合作伙伴，我们有什么需要好担心的呢？没有。

老唐推测，三年内可见洋河净利润超越五粮液，五年内可见营业收入和净利润双超，登顶浓香老大的宝座。

估值依然低

由于洋河前瞻性卡位了“梦”和“蓝”关键词，于是似乎很好运地沾光　“中国梦”口号，加上全国各地雾霾笼罩时，人们对天之蓝和海之蓝的渴望，蓝色经典系列在本轮行业危机中，获得了广泛的免费传播，品牌形象进一步提升，对公司业绩复苏起到了中流砥柱的作用。

以 2016 年为例，蓝色经典系列贡献着约 70%的营业收入。在销售量同比降低约 5%的情况下（从 20.9 万吨减少至 19.8 万吨），营收同比提高约 7.7%（从 153 亿提升至 165 亿），毛利率提升 2.15%（从 63.25%提升至 65.4%），消费升级带来的产品结构升级形势很明显。

很多投资者会疑惑，为什么五粮液毛利率在 75%左右，而洋河才 65%。其实，洋河是把消费税计入营业成本，而五粮液则将消费税单列。例如 2016 年，洋河的营业成本里面包含有 15.74 亿消费税（财报 132 页），如果按照五粮液口径，则洋河营业成本应为 41.34 亿（57.08-15.74），毛利率同样高达 75%。

据王耀在业绩说明会上披露，公司的新江苏市场已从 2015 年的 298 个扩张到 2016 年的 395 个，并计

划在今年扩张到 455 个。洋河的产品系列里，复苏情况最好的是高端品牌梦之蓝，一季度保持了 50%以上的增长。

新江苏市场的扩张，梦之蓝高增长，加上 2017 年 1 季度公司主要产品整体上调出厂价，凭这三点，已经基本可以确定：今年增长将远超年报提出的 10%目标。老唐推测，2017 年，洋河营收将可能冲刺 200 亿，省内营收可能扭转下滑态势，而省外营收将首次超越省内。如果消费税改革没有重大不利影响，今年净利润水平将超越 2012 年历史巅峰，有望接近甚至突破 70 亿。

洋河 2016 年产销白酒近 20 万吨，是全国产销量仅次于牛栏山二锅头的第二大酒企（五粮液和老窖的销售量分别为 14.9 万吨和 17.8 万吨）。而 2016 年白酒网上销量爆款前三名里，洋河独占第一名和第三名，分别是累计销售超过 400 万瓶的 52° 海之蓝 375ml 和累计销售超过 100 万瓶的 42° 洋河特曲（糖酒快讯数据）。数据已经证明了洋河酒很受广大消费者、尤其是年轻消费者的欢迎。

依照洋河的盈利质量（报表利润含现金量）、盈利能力对资本再投入的要求以及净资产收益率水平，参照当前无风险利率水平，个人认为 25 倍左右市盈率可以视为洋河的合理估值位置，即 2017 年洋河的合理估值约为 1700 亿上下，当前价格依然处于低估状态中。

（声明：本文仅代表作者个人观点。）

（作者声明：本人持有茅台和洋河，不持有其他白酒公司股票）

第149篇.　　2017.05.27-散打投资1

原创　2017-05-27　唐朝　唐书房

标题里的散打，不是几秒时间里将太极宗师揍出鼻血的那种技击术，而是广泛流传于川渝地区的一种评书艺术。这种艺术形态由成都万人迷李伯清老师创造，特点是不依赖剧本，根据现场的情况而即兴表演。在川渝地区，李伯清老师的散打，不是万人迷，是人人迷。不过，由于方言的原因，风趣幽默的散打评书，基本上也仅限于川渝滇黔地区流行。

老唐今天之所以把标题写成散打投资，原因是抵达老家县城，领导打算休息半日，明天一早回去看爹妈。领导要休息，不需要老唐侍寝，正好这家酒店的桌子和椅子蛮舒服的，但时间又不够看一家公司的资料，索性就打开 word，摆个安逸的造型，庄严肃穆地将双手放在键盘上，打算如同李老师按照现场气氛自由发挥的特点，希望文字会随着手指自然流淌，让原计划的停更一周变成“不要停”。这创作模式够“散打”吧，正因为够散打，所以看完后如果觉得主题不明，似乎有点东拉西扯的感觉，别发懵，本来就是东拉西扯，里面如果有那么一小段话，让你有一点点感触，散打的目的就算达到了。

既然散打的是“投资”，肯定需要先搞清楚什么是投资。这俩字儿，说起来似乎人人都懂，但细究起来好像也挺费劲的。你说啥是投资？买股票是不是投资，买房子是不是投资，买车子是不是投资，办工厂是不是投资，买本老唐的《手财》来看算不算投资……答案恐怕莫衷一是，有时候是，有时候不是，有些情况下是，有些情况下不是。

有些朋友说，让钱越来越多就是投资，可是你若是拿着口袋里的 1 万人民币去换了 2 万日元或者 1000000 万津巴布韦币，钱是多了，但恐怕你家人不但不会说你投资成功，反而会担心你脑袋里进了太多的一氧化二氢，要送你去看看医生。说到底，钞票只是一张纸，甚至在 Pony　Ma 和 Jack　Ma 横行的今天，

连张纸都不是，就一串电子符。你之所以会爱上她，不是因为她颜值爆表无敌，也不是因为她身材凹凸有致，纯粹是因为她能换来你所需要的东西。因而，让钱越来越多不是投资，真正的投资，是让你所拥有的购买力增加。套用巴神的话说：“投资是为了在未来更有能力消费而放弃今天的消费。”

从这个定义上说，同样的行为，可能有些是投资，有些不是投资。关键点是，今天的付出，会在未来为你换来更强大的购买力吗？如果是，那就是投资。拿买车举例子，有人买辆车来跑滴滴，那是投资；为了让合作伙伴或交易对手对自己的实力有信心，买一辆劳斯莱斯幻影，那也是投资；老唐买辆车开出去玩就属于纯消费而不是投资，因为支付出去的购买力，再也回不来了。

不仅买车，哪怕是养儿养女，也可能是投资。那些抱着养儿防老心态的父母，亲情的背后，也做着今日投下一口粥，期望未来换回一块肉的“生意”。更有曾经在乡间满墙刷屏的计生标语“要想富，少生儿子多种树，少养女儿多养猪”，不就是赤裸裸地把养儿养女和栽树养猪做投资回报率对比分析吗？

买车跑滴滴是不是一定能获利，恐怕不见得；买辆幻影，生意是不是就一定能赚到钱，恐怕不见得；多养几头猪，是不是一定比养个女儿回报高，恐怕也不见得。投资是“意图”获取更多购买力，但这个“意图”是否能变成现实，还是要受多种因素限制的。心想事成，是一种语言祝福，是我们心中梦想的童话。

既然靠“想”搞不定，聪明的人类就要找方法了。不仅你找过，我找过，就是伟大的巴神也找过。你按照什么顺序找的，我是不清楚了。我自己反正先是一头扎进技术分析里面，k 线、均线、KDJ、布林线、薛斯通道、波浪理论、头肩底、头肩顶、上升三角形、阻力位、支撑位、趋势线、顶背离、底背离……balabalabala，研究的资料摞起来也差不多有自己这么高了吧！结局嘛，1996 年成功爆仓破产，个人资产走出一条华丽的闪崩 K 线。说起来都是泪，这泪啊，完全是往日里脑袋进的水，流出来人就舒服了。不说老唐这种小人物了，说巴神。

巴神也没少研究这些东西，好在人家天分好、头脑清楚，早早地遇上了格大 V 的《聪明的投资者》一书，一下子就觉悟了，没有像老唐这个笨笨那样，撞了南墙才晓得回头。巴神觉悟了啥呢？老唐觉着大道无外乎两条：第一，股票不是拿来炒的，它代表着企业的一部分，其价值由所代表的企业价值决定；第二，市场报价是群体性冲动产物，受悲观或乐观情绪影响，人们会对股票背后的资产，给出过高或者过低的扭曲价格，因此，有效市场理论是虾扯蛋。这两点在后来被巴神演化为经典名言：投资只需要学习两门课，一是如何面对市场波动，二是学会给企业估值。

巴神想明白了以后，把天下的投资品分成了三大类：

第一类投资品，是现金等价物，包括银行存款、货币基金、债券等。这些资产表面上看起来很安全，但巴神认为，它们事实上是最危险的资产之一。原因嘛，当然是因为法定货币时代，现金及现金等价物是少数“购买力确定会不断减少的资产”，也就是说，一个投资者如果持有现金等价物，已经确定“包输”，差别只是输多输少的问题。

第二类投资品，是那些实际不产生任何收益的资产，但买家认为其他人未来会以更高的价格买走。巴神特意拿黄金举例，说全球黄金储量约 17 万吨，融化重铸的话，可以做成一个边长 21 米的立方体。这个立方体从地球上某处地底被挖出来，提炼融化后，再挖个洞埋起来，然后派一堆人站在周围守着（巴神后面说的这个洞，指的是银行的地下金库），如果让外星人看见，会百思不得其解，这帮地球人挖出来又埋进去的，玩什么幺蛾子呢？这个立方体永远不会产出任何东西，大家买它只是期望未来会有更多人会想要黄金。

按照巴神谈立方体时的金价（1750 美元/盎司），这个立方体市价 9.6 万亿美元，用这笔钱，投资者可以买下美国所有的农田、16 家相当于埃克森美孚石油的公司，还能剩下 1 万亿美元左右的零花钱。全美的农田每年都会生产出大量的玉米、小麦、棉花和其他作物，16 家埃克森美孚每年分红就可达上千亿美元，不断地增加拥有者的购买能力。而 17 万吨黄金既不会规模膨胀，也不能创造任何产品，甚至你深情地抚摸她，她也不会对你回眸一笑，当然，也不会娇嗔一声“瞎摸啥呢，讨厌!”

不仅是黄金、艺术品、收藏品、古董等东西属于这一类的“投资品”，事实上，我们大 A 股大部分上市公司也是同类。他们的共同特点就是资产本身不产生回报或者产生的回报少的可怜。你如果买了，唯一的期望就是有更多的人想要它，从而抬升它的价格让你退出。透彻一点说，就是披着各色外衣的庞氏骗局，依靠后来者的本金给前面的人兑现利润，一旦后来者的数量减少，价格就出现“闪崩”。这恐怕也是很多正经人士认为炒股这件事不够正经的原因吧!

庞氏骗局中，一样有人赚到钱，正如索罗斯老师所说“世界经济史是一部基于假象和谎言的连续剧。要获得财富，做法就是认清其假象，投入其中，然后在假象被公众认识之前退出游戏!”，多么赤裸裸，多么精辟啊！不知道你读到这句话是什么感觉，反正老唐最初读到这句话，立刻站在镜子前，问里面那位唇红齿白/玉树临疯/腰缠游泳圈/一脸呆萌的中年胖子眼镜男:“你有什么能力，能够让你抢在众人之前进入，并在崩坍之前退出呢？”胖纸呆了很久，萌萌地回答:“不知道呢!”over，搞定。找不到自己的优势，还掺和进庞氏骗局里，那就是给索老师垫脚的。记得索老师说过，他改变决策的主要依据是背痛。我估计大家是听岔了，他说的不是他背痛，是被他踩的人喊叫背痛……一笑。

第三类投资品，是有生产力的资产，也就是前面巴神说的农地、像埃克森一样的公司。这些资产“能在通胀时期让产出保持自身的购买力价值”，巴神说，投资有生产力的资产，长期收益将轻松超越无生产力资产和货币资产。

第一类投资品包输；第二类投资品你需要找到接盘侠一定会来的理由；第三类投资品最靠谱，因为无论有没有人接手，它都会给你带来回报。而能带来回报，本身却能成为接盘侠必来的理由。特别强调一下，在第二类投资品中，接盘侠不是不会来，但如果我们将投资回报寄托于接盘侠犯傻，那么我们有很大概率成为那位犯傻的接盘侠。

很多人容易犯迷糊的，是看见第三类资产常常变成高价，而错以为第三类资产同样是靠接盘侠才能兑现回报。这是个严重的错误理念，足以误导整个投资体系的建立。为什么这么说呢？——啪，惊堂木一响，中场休息，各位茶客可以站起来扭扭小蛮腰，方便方便，然后我们接着摆。

第150篇.　　2017.05.27-散打投资2

原创　2017-05-27　唐朝　唐书房

上回说到，很多人看见持有第三类资产的投资者，常常也趁其涨到高位时卖出，然后喜滋滋地数钱，错以为第三类资产同样是靠接盘侠才能兑现回报。既然都是靠接盘侠，大哥不说二哥，乌鸦不要笑猪黑，都是割韭菜的，谁也不比谁高尚，什么东西能忽悠来韭菜，我就买什么好了。这是个严重的错误理念，足以误导整个投资体系的建立。

真不是。以巴神为代表的第三类资产投资者，还真不是依赖接盘侠来获取回报的，虽然其表象上看，

第三类资产也经常被抬高价格，甚至，也有疯狂的时候，巴神一样会就着可乐咬一口韭菜合子，这个我们也无须讳言。

资本的天性是它的逐利性，正所谓 Money Never Sleeps 金钱永不眠。东城土豆两毛一斤，西城土豆八毛一斤，一定会有资本去买进东城土豆，到西城卖出，最终缩小两边土豆的差价。同样，若是盈利能力一样的资产，甲资产便宜、乙资产贵，同样必然会有资本买甲卖乙，这是不以人的意志为转移的经济规律。第三类资产之所以被抬高价格，原因恰恰在于它的高回报，而不是因为被抬高价格而产生了高回报。

让我们假设一个荒诞的例子，如果有一家经营上很赚钱的企业，它的股价就是不涨甚至一直跌，结果会怎样？正好雪球上的@宁静的冬日 兄，曾在两年前举过一个这样的例子，老唐就不去搞数据，直接偷懒抄过来了。

宁静兄统计了泸州老窖的分红送配记录后发现，假如某倒霉鬼甲在 1994 年股市最高的 9 月里（大盘半年后腰斩），按照当月泸州老窖最高价格 21.2 元买入 1 万股，然后傻傻地拿到 2015 年初，期间到手现金分红累计有 142 万多，同时还拥有泸州老窖股票 16.19 万股。如果我们给宁静兄的数据补上 2015 年和 2016 年的分红方案，那么某甲至今拿到的现金红利合计超过 170 万，同时还拥有泸州老窖股票 16.19 万股。当然，16.19 万股今天大约 770 万市值，我们就不去计算了，反正我们假设股票是一直跌的。我们只需要知道，它目前大概一年能带来 15 万多的红利，且依据老窖的情况，以后每年恐怕也很难大幅低于此数。

21.2 万投入，22 年间到手 170 万，未来每年应该还能至少获得十来万，这样一笔投资，依赖接盘侠了吗？没有，接盘侠最好永远不要来。事实上，宁静兄还做过另一个计算，假如老窖的股票自从买入后一直就不涨，而这位 21.2 元买进的某甲，每次收到分红后，又全部傻傻地买进了老窖的股票，某甲 2015 年仅分红就可以收到超过 1800 万元。我们甚至还可以设想，假如老窖的股票不但不涨，反而持续下跌了 20 年，那么，投资回报将会高的更加吓人——可以说脏话吗？写到这儿，我忽然想起 1995~1996 年玩技术的时候亏出去的那笔钱了，感觉好像真的错过了几个小目标呢！给点时间我，让我哭一会儿先……

……哭泣中，别理我。

……擦干眼泪，看成败，人生豪迈，不过是，从头再来……

Too good to be true，好的不像真的。是的，这样的回报是罕见的，为什么呢？前面说了，能挣钱的资产，就会有资本来争夺。这个争夺会抬高股价，从而降低了你的回报。注意，是其他抢购者抬高股价，降低了你的回报，而不是提高。这个过程，在不少价值投资者嘴里，表述为“讨厌牛市，喜欢熊市”，这常常被理解为“贱人就是矫情!”。如果你真的理解了宁静举的这个例子，再看到说喜欢熊市的人，就别骂人家贱人了。

有朋友可能会嘀咕，1994 年的 21.2 万，本就是一笔惊人的财富，如果忽略掉 770 万股票市值，只看 170 万分红的话，回报也不算高，搞其他的说不定赚更多。宁静兄在原帖里还同时计算了用这 21.2 万在 1994 年分别做定期存款、买黄金、买房子能够带来的回报，老唐就不一一拷贝了，原帖链接我放在文末的阅读原文上，有兴趣的朋友请移步宁静兄的雪球主页阅读和思考。

这个案例的核心问题就是买了一家持续赚钱企业的股权，而不是相反。正好，前几天国信证券的一份报告里，研究员做过这样一个统计，他们筛选了连续三年 roe＞15%和 10%且资产负债率＜50%的上市公司，统计了这些企业自 2016 年熔断股灾发生以来，到 2017 年 5 月 15 日期间的股价表现，统计结果如下图

表2:2016年2月1日至2017年5月15日收益率（%）

收益率统计	收益率（%）
上证综指	12.9
创业板指	-10.8
ROE>15%且资产负债率<50%	32.3
ROE>10%且资产负债率<50%	20.2
ROE>15%且资产负债率<50%（剔除金融两油）	32.0
ROE>15%且资产负债率<50%（剔除金融两油）	20.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

其中 roe＞15%的股票，收益率 32%；roe＞10%的股票，收益率 20%。均大幅高于上证综指 13%以及创业板-10%的表现。如果统计结果不是截止 5 月 15 日，而是截止今天，这些高 roe 股票的收益率只会更高，领先指数的幅度只会更大，因为传说这几天市场炒作“蓝筹概念”。

或许有人说这段时间太短了，不足以证明什么。国信证券还统计了从 2007 年到 2016 年连续十年 ROE 均大于 10%的上市公司，这样的公司共有 68 家(不包括金融和两油)。从 2007 年 3 月底(上证指数 3183 点)到 2017 年 5 月 15 日(上证指数 3090 点)，这 68 个股票的平均涨幅是 3.7 倍，年化收益率高达 14.0%，这还没算股息分红的回报，而同期上证指数是没有上涨的。

以老唐看，这个统计不完美。应该做个滚动五年的统计，统计前五年 roe 大于 10%的，然后市价买入。每年年报出完以后筛选一次，五一过后做替换，看看至今是个什么情况。有兴趣的朋友，可以自己动手试试，看着自己亲手作出来的数据，再看看自己真实账户上同期的盈利情况，或许会对投资二字产生震撼性的新理解。

同样是这份报告里，还有一个统计，说 2016 年全部 A 股所有公司加总，净资产总和 309422 亿元，净利润总和是 29589 亿元，ROE 是 9.6%，而这些公司的总市值是 547160 亿元。这几个数据，大致可以告诉我们，假设将全部上市公司报表并表视为一家名叫“天朝上市股份有限公司”的公司，如果我们能以净资产值买下天朝上市有限公司，年回报就是 9.6%，这个回报远远高于银行存款、货币基金或者债券等类现金资产。

将近 3000 家公司，我们有没有能力从中淘汰掉一些盈利能力明显拖后腿的公司呢？我觉着略加学习的人，都可以有的。假如我们能够确定某一家或者某几家企业，无论是由于所处行业的通用原因，还是企业个体独特的原因，总之，这家企业盈利能力将明显低于平均数，我们就淘汰掉它。这样，剩下的新“天朝上市”公司，带给我们的回报就会高于 9.6%。通过一家家的淘汰筛选，类似企业的末尾淘汰制，投资回报率毫无疑问地会被提高。

或许选择好企业，难度稍微高一点，但在 9.6%的回报基础上，排除那些明显比较烂的企业，应该就没那么难了吧！这也是查理.芒格喜欢讲的思路，“反过来想，总是反过来想”。选出好公司和排除烂公司，背后的逻辑是共通的。我们不仅可以从全是现金的账户出发，去选择好公司买入，同样也可以从满仓近 3000 家上市公司的角度出发，去淘汰烂公司。

不过，遗憾的是，资本不傻。实际上我们很难以净资产值买到“天朝上市”这家公司，它 2016 年底标出的卖价是 547160 亿元。好的，我们就用 547160 亿买下它，年回报率就是 5.4%，市盈率 18.5 倍。这个 5.4%的收益率和类现金资产相比如何？答案是依然高于类现金资产回报。同样，如果我们有能力将其中回报率最低的、能确定拖后腿的企业筛出来干掉，剩下的部分，回报率必然会高于 5.4%。由此，我们是否需要怀疑一下所谓仓位管理的理念呢？

事实上，我个人的仓位和现金管理方式一直都很简单粗暴。除了预留家庭开支（现在一般留一年的）以外，在投资可调用资金的范围内，我没有仓位概念。我只将类现金资产视为普通投资品，一种市盈率大约 30 倍，净利润确定性 100%，未来零成长的股票。我只需要拿它和其他股票比较确定性和收益率即可，凡是预期收益率等于或小于类现金资产的投资对象一律排除。套用上面的“天朝上市”概念说，大致就是将“天朝上市”下属近 3000 家子公司当中，收益率等于或小于类现金资产的那部分子公司的股权，换成类现金资产，此时，我们依然“满仓”，然后在“仓”里去继续做淘汰。**这不是一个将“八成仓位”替换为“买入 20%现金”的概念偷换，而是一种思考方式的变化，将类现金资产从度量衡标准转化为投资对象，将所谓半仓空仓等期盼股价下跌的行为，转化为收益率之间的比较行为。**

推到尽想，如果没有收益率的比较在先，单纯持有类现金资产等待股价下跌的所谓仓位管理，本质上是支付对价，购买了一种看跌期权，赌某股权在特定时间段内会下跌。此时，类现金资产如同一台始终缓慢下降的电梯 A，股权则像一台忽上忽下，幅度不定，但总体向上的电梯 B。通过持有类现金资产来做仓位管理，就好似是待在电梯 A，寄希望在 B 下降的更快那一瞬间，纵身一跃，从 A 蹦到 B 上，然后又在 B 从顶峰开始下降时，再跳回 A 里待着。

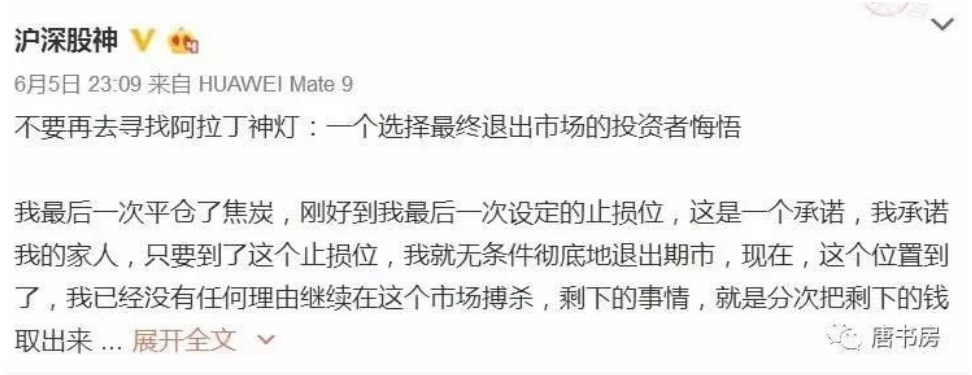
理想很丰满，现实很骨感，只要我们敢于承认我们无法预测短期股价的波动，便知道这是一种“投机”行为——至少对老唐这种笨笨来说，是超出个人能力的投机行为。这种罕有持续成功案例的作法之所以广受欢迎，我个人觉着可能是因为投资人被类现金资产的面值所迷惑，看上去“仿佛”没有付出什么成本。但只要我们记住通货膨胀的存在，记住类现金资产的包输特性，就知道持有它绝不是没有付出成本。简单的说，假如真实通胀-票面利率=4%，那么你通过空仓行为购买的看跌期权，年支付成本就是 4%，到期没跌，或者没有跌到你的买入目标价格，你就损失了 4%。

好了，今天就随性聊到这儿，预祝各位端午节快乐！本文聊到的理念，只是老唐分享的个人看法，不保证正确。有什么不同看法，或者有什么困惑，欢迎留言掰扯，说不准哪天书房里惊堂木一响，咱们又可以侃上一扒拉了！

第151篇.　　2017.06.06-散打投资3

原创　2017-06-06　唐朝　唐书房

很久没上微博，今天随意溜达上去，兜头遇上有人转发的一篇名叫《不要再去寻找阿拉丁神灯：一个选择最终退出市场的投资者悔悟》文章。是一位期货失败者认输时写的，文字很朴实，没什么特意的煽情，但由于描述的情况和 1996 年老唐破产时的感悟几无分别，所以还是触动了内心的伤疤。由此，也有了一些感触想和朋友们瞎聊一通，想到哪儿说到哪儿，或许没有什么条理，还请多包涵。



这里只摘录开头部分。对全文感兴趣的请移步@沪深股神　原博阅读。

我最后一次平仓了焦炭，刚好到我最后一次设定的止损位，这是一个承诺，我承诺我的家人，只要到了这个止损位，我就无条件彻底地退出期市，现在，这个位置到了，我已经没有任何理由继续在这个市场搏杀，剩下的事情，就是分次把剩下的钱取出来，钱已经不多了，最高潮的时候，我这个账号你曾经有两百多万，现在，还有三十多万，确切地说，这些钱已经不是我的了，因为其中还有欠银行的二十多万，欠朋友的十多万，还有欠家人的二十多万，我现在的资产是负数。

我把厚厚的一本笔记本拿出来准备毁掉，这里面记载着我做期货这些年的每一笔交易，各种图形，各种分析，其实，全部毫无意义。

四年前，我拿着五十万进入期货，我一个大学同学，作了十多年的期货，据说创造了很多我们闻所未闻的暴富神话。当我向他请教时，他说最正确的做法是不要去做。我说我五十万慢慢做，花十年赚两千万。他笑了，说，你拿五十万花十年做很多事情都能赚两千万，惟独做期货不可能，你甚至生存不了五年。后来我知道，他根本没有创造任何神话，他比我任何一个同学都要辛苦。

现在才四年，他的话已经应验。这几年我亏掉了全部积蓄，亏掉了我姐姐买房子的钱，亏掉了我拿房子抵押从银行贷出来的钱，亏掉了我花言巧语从朋友、亲戚处借来的钱，我甚至已经不敢去计算我的亏损，这完全是一个天文数字，我现在一无所有每月还要还银行七千的按揭，同时，我还亏掉了我的永不再来的年轻岁月。

我得到了什么？什么都没有得到，我每天对着无数图表和 K 线图，苦苦地企图从中找到传说中的阿拉丁神灯，好比一个科学狂人发疯地制造永动机，不单是我，每个在期货市场的人都这样，没有娱乐，没有朋友，罔顾亲情，面对一堆无意义的数字和曲线，寻找着其实并不存在的圣杯。

每天，我都被某某五万赚两千万，某某五十万赚一亿的神话鼓励着。现在我明白，即便这是真的，它存在的概率也不会超过彩票，我每天支付给期货公司的费用足够我买一堆彩票。我现在明白期货市场根本没有赚钱的方法，因为每种方法都是对过去规律的总结，而你需要发现的是未来，你需要知道未来尚未发生的事情，这个矛盾是你永远解决不了，也永远不可能有人发现，如果有人发现，他在有限的时间内就能把全世界所有的财富收入囊中，这个市场就会崩溃、消失。

……

我认识一个朋友，在期货近二十年，现在十万的资金，每个月能从市场赚取五千左右。但他失去了二十年的青春，曾经输掉了上百万，假定他拿他输掉的钱和失去的时间做任何一件事，他的收益都要比现在多得多。很多人想在期货暴富，结果是快速变穷；很多人想短期内在期货市场赚钱，结果长期在这个市场中被扼杀；很多人把从其他地方赚来、借来甚至骗来的钱源源不断地投入这个市场，很多人被期货激发出

潜能——他们能源源不断在期货外获得财富却永远不能成为这个市场的赢家。

之所以被这段文字触动，是因为老唐当初的情况和这位朋友几乎一模一样，区别只是时间更早、金额更小、破产更快。金额小的原因，是穷，没有什么可供追加的，也没有富裕的亲戚可借。破产更快的原因，可能是老唐学习更努力，研究更认真，“发粪涂墙”更厉害！方向错了，越努力越悲哀……

这种痛，多发于期货炒家身上。股市炒家，反而很少有这种决绝。但实际道理一样，只不过期货通过杠杆，将这种痛苦经验放大了，感悟更快，更深一些。而股票炒家，在不加杠杆的前提下，输输赢赢的节奏更慢，耗时更长，温水煮青蛙，慢慢地心理也有了承受力，甚至于往往还出现了瘾君子迹象。或许金钱的损失，比期货炒家更小，但就整个人生而言，哪类人输的更惨，还真不好说。

如果真有人掌握一种方法，仅仅依赖对价格信号，就可以做出买卖决策，从而在价格波动中获利，那他确实不应该在股市浪费时间，而应该去期货市场、外汇市场，并迅速地“把全世界所有的财富收入囊中”，从而让“这个市场崩溃、消失”。这种靠图形、线条、公式加上所谓仓位控制、资金配置、止盈止损等手段来确保获利的方法，就如同“传说中的阿拉丁神灯”，几乎每个痴迷者都曾疯狂寻找过，“好比一个科学狂人发疯地制造永动机”。

可惜，我们面对的事实是，在有据可查的投资江湖里，这样的赢家一个也没有，是的，全世界知名的资本市场参与者里，这样的成功者一个也没有。就我个人而言，二十多年的投资经历中，我所认识和听说的，有依赖伴随企业成长的成功者，有跟随或狙击热点事件的成功者，有利用信息优势交易的成功者，但没听过有依赖 k 线、趋势线、技术指标等价格信号操作的成功者。没有，一个也没有。

前几天，和老家一位朋友聊天时，被追问到为何选择长线投资这条路——顺带说一声，我其实不赞成“长线投资”这个定义，等下说。老唐当时回答道：小时候，村里人常常夸我聪明，聪明的证据大约就是算 1+1 等于几更快，或者能够更短时间里背下语文老师要求的背诵吧。或许，那时候自己还真以为自己比较聪明，但很可惜，几十年过去了，论读书，没进清华北大，也没靠自己成为某领域教授专家；论财富，每天早上照镜子的时候，都没发现福布斯排行榜上有我的名字；论经营，也没有创下什么改变世界（甚至改变我们村）的企业，没发明什么惊天动地的黑科技……

这一切，都在告诉我，我只不过是个普通人，非常普通。既然是普通人，我们进入投资领域的时候，就别去想着开宗立派，走出一条别人都没有走通的道路，而是规规矩矩跟随先辈们已经走通的坦途，照猫画虎，先获得自己和家庭的财务自由再去考虑其他伟大的事。所以嘛，最终就选择了有逻辑支撑，有无数成功案例的价值投资道路。

为什么说我反对“长线投资”的表述呢？坦率说，我真心不想长线的，最好我买进股票后，立刻就连续 38 个涨停板，让我卖掉再去搞其他的。很可惜，我们能确定获得的，是企业的成长，而企业本身的成长，是需要一锄头一锄头努力，一个订单一个订单的前行，这种情况下，我们才被迫成为“长线”。长期持有只是投资的一种表象，背后是享受企业价值证实的过程——或被市场发现而证实，或由企业通过经营获利而证实。如果有本事把握人们何时亢奋，傻子才长线呢！

事实上，看线看图的荒谬，还算是比较容易被看穿，真的肯认真坐下来想几分钟的，通常都能理解。任何你眼中的信号，都可以表达给计算机去做回溯统计，做实战模拟。市场今日依然存在，没有被某秘诀赚垮，就足够否定图形线条或其他信号的有效性了。真正有欺骗性，也容易让人沉迷的，是所谓做 T 或波段。

如果有一天，对门刘大妈神秘地告诉她学到了一套炒股包赚秘籍，秘籍一共四句话：“买后不赚钱坚决不卖；卖后不跌的更低坚决不买；买后跌继续加仓；哪笔加仓赚钱了就卖掉哪笔。”——你听后什么感觉？是包赚秘籍吗？恐怕稍有常识的人，都只会忍着笑感谢一下刘大妈了事。然而，很荒诞的是，这套招法若被所谓长线投资者使用，并冠以做 T 的名称，并信誓旦旦地用实盘收益来证明其有效性，就可能迷惑到不少朋友。

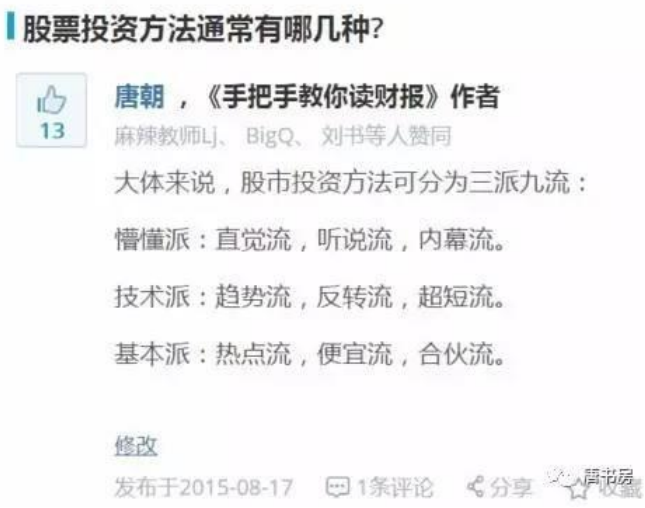
这套招法，本质上要么是看对（或蒙对）了短期股价波动，要么是一种自我心理按摩。看对（或蒙对）当然会赚到钱，但只要我们敢于承认自己没有能力预测短期股价波动，或者不可能一直有好运气蒙对，去赚这种钱，就是一个期望值为负的游戏。期望值为负值的游戏，即便是短期有钱收，很可能也只是替市场先生做做免费的保管员。别忘了，刘大妈秘籍也常赚钱的，甚至有可能在很长一段时间里持续赚钱。

如果放弃看对短期股价波动的自负，这种所谓做 T，剩下的是什么呢？是买入后，如果持续下跌，则告诉自己做的是长线的价值投资，越跌的多越好；下跌后如果反弹，就将所谓低价买进来的筹码卖出，告诉自己赚钱了。事实上，除了你自己没有人在乎你卖出的究竟是低位补的那一笔，还是高位买进的那一笔。卖出的是哪一笔，有区别吗？没有。如果你将表述换成每次反弹，都将最低价买进数量保留，而将最高价买进的等量斩仓，实际账户数字丝毫没变，但听上去就是不是一下子就变愚蠢了，失去自我安慰作用？同样，卖出后，如果涨了，就自我安慰反正是赚钱卖了的，不亏。卖出后如果跌了，就开心无比，表示自己做 T 成功，捡到了差价。

这种做法，无外乎是一个价值投资的刘大爷（选股成功与否暂且不论）和一个买到秘籍的刘大妈合体了。如果我们同意刘大妈的秘籍是明显愚蠢的，那么她和刘大爷捆在一起，也一定不会是刘大爷 plus 提升版。

当然，以信息优势或者潜在事件，或者围绕企业估值高低区间进行的高抛低吸，虽然形式上也是波段操作，但不在上文批驳范围内。

文章是东拉西扯的散打，表达的是个人看法，不见得百分百对，也不期望说服真迷波段和做 T 的朋友，只是提醒多做思考，多做逻辑推演，从三派九流的投资风格中，找到真正有确定性的投资道路，不浪费金钱，也不浪费生命。



真要想浪费，咱们也要浪费在花前月下的美好事物上，何必浪费给一堆方头方脑的 k 线和一面毫无表情的电子屏呢，您说对不？

最后，让我们重温投资界那位最成功的老人所言来作为收场：

我觉得投机是一个不太聪明的做法，你需要非常多的运气才能做成这件事。当然，投机行为的盛行，会给投资者更多的机会——沃伦.巴菲特。

我从来没有见过能预测市场走势的人。对于未来一年股市的走势，我们不做任何预测。我们过去不会、现在不会、将来也不会预测——沃伦.巴菲特。

矢志不渝

老唐，写本大家都能看懂的估值书吧。或者就用一个指标去判定价格。价值的衡量有没有更便捷方法。

作者回复

有，我给了两句话，段永平还有个更精简的，一句话：它是个未上市公司，你什么价格愿意买？over

Hanson：

其实我看你反对的做T　好像有点误会。一般的　做T　是指基于预测日内涨跌而买卖股票的做法　预测涨就买　反之则卖。而你反驳的　其实是另外一种做法：不预测股价　在价值股上　涨了就卖点　跌了就买点　这种做法确实可以赚钱　只是收益率不太高　大概一年10%多点　不算高　尤其对于开了融资融券的朋友　那拿融资的钱去薅点羊毛　还是无可厚非的　毕竟不是每个人都有你这分析能力嘛

作者回复

你理解偏了，你说的这几种，我是“全都”反对的

林世迎：

老唐，请教个问题，我要对一个原先并没有了解的企业去进行了解，你一般是按照什么样的方式进行？？是一开始就看财务报表吗？还是把这个公司的招股说明书拿来先看看，然后从上市第一年的年报开始从头看到尾？？或者是先百度下这个公司的基本情况，然后再看报表？？看财报是按照年报的顺序一章章看下来还是一开始就先开始看三张报表？或者是先看董事会说明？？

作者回复

我习惯从财报看起，然后不断发现疑问，不断查询之前的财报或者公司公告及新闻，招股说明书一般建议阅读，披露详细程度比财报更细，信息量更大。阅读方法顺序之类的，按手财所说就行。

圆圆：

可否这样理解，做波段只是一个将买入成本降低的过程

作者回复

不能。做短线价格波段是个自我迷失的过程。

愚蠢、荒谬和疯狂：

股市嘛，本来就是一将功成万骨枯的地方。我们只能看到某些人赚了多少钱的励志故事。但那些失败的案例我们根本看不见。　股市和赌场一样有用的一句话：“一直玩下去，这把输了没关系。永远不要离

桌，等待时来运转”　听起来像一句废话，但实际要把这句话落地起来却很费劲。我翻译一下：　一直玩下去：不要上杠杆，不要全仓一直股票，避免被极端事件一次性收割。　输了这把没关系：要清楚，你的亏损是永久性亏损。还是账面上浮亏，一般波动性损失只是暂时的。但是如果企业出了问题，那么损失就是永久性的。　一直玩下去：要么你有源源不断的现金流投向股市（当然大多数人做不到）要么就一定要保留一部分现金，等待惨烈的下跌，跌出便宜货。现金也是一种选择，它让你有选择的权利。　等待时来运转：只能用等得起的钱去等，只能等值得等的票。至于什么票值得等，这就很考究眼力了。（比如说我已经对某票做了充分的研究：企业好、价格好，当他跌跌不休的时候，我不仅拿得住，而且我还能用更低的价格去买）

第152篇.　　2017.06.05-长安汽车浅印象(上)

原创　2017-06-05　唐朝　唐书房

非常开心这次大家投票选出的是长安汽车。说开心，倒不是说这家企业多好，或者现在多么值得买，而是老唐发现，此时此刻这家企业身上聚集了不少投资理论的难题，完全可以成为一份理念梳理的标准案例。通过对它的思考，可能比阅读很多本投资书籍，收获更大。

虽然自己开车已经 17 年了，但老唐依然算是一名不懂车的傻瓜使用者，属于按时按里程到 4s 店保养维修的那种车商提款机。17 年来从来没有遇到过车坏在路上的事儿，也从没有研究过任何车辆机械知识。

虽然知道中国汽车行业发展比较快，但自己一直没怎么关注过汽车行业。原因挺多，既有巴菲特“不投轮子上的企业”之说带来的偏见，也有对需要不断升级更新技术和生产设备企业的担忧，更有对依赖高额关税保护才能生存的恐惧，再加上美国汽车三巨头之二通用和克莱斯勒先后破产带来的阴影，多种原因，使我一直对这个行业存在着敬畏之心。

当然，主要还是自己不懂这个行业。不懂的关键点，在于不能理解消费者究竟如何选择汽车，不懂汽车这个产品的核心竞争力究竟体现在哪里。以我私人三次购车经历看，先后购买过菲亚特派力奥、别克君威、奥迪 Q5，但买车的基本依据就是在自己计划支付的价格区间里，选市场销量大+外型讨我家领导喜欢的车，仅此而已。

即没有品牌忠诚度因素——相反，会优先尝试其它品牌；也没有渠道影响力因素——车是大件，不在乎多跑几十公里路去另一个区的 4s 店；更没有技术优劣对比因素——完全不懂。我实在发现不了汽车企业的护城河究竟在哪里（或许是贸易保护下的生产许可证）？但既然大家点杀了，老唐就以一个纯外行的角度来看看，是强迫自己补课，也算是给大家展示外行如何学习和观察一个新行业吧！或许多少也算有点用。

虽然抱着这个出发点，但翻看长安汽车财报几分钟之后，老唐就理解了它为什么会成为点杀榜头名，为什么会有这么多朋友关心它。因为，摆在大家面前的是：

①过百亿的净利润，对应不足 700 亿的总市值，如果以长安 B 的股价计算的话，仅有约 430 亿市值，看上去便宜的离谱，甚至连银行股估值水平也不如；

②向大股东定向增发 1.4 亿股的价格是 14.31 元（20 亿真金白银哦）；向管理层和核心员工做的股权激励，价格是 14.12 元。5 月份 A 股价格在 13.5~14.25 之间波动，是不是可以抄大股东和内部人的底？

③以 B 股和 A 股股价分别计算，当前市盈率约 4~7 倍间。以 2016 年分红方案 10 派 6.42 计算，股息率约 7%或 4.5%。这对于一个净资产收益率数年间保持在 25%以上，过去五年净利润从 14 亿增长为过百亿的“高成长”公司而言，似乎低估的变态！

然而，市场并不给面子，“好”东西遭到了唾弃，股价跌跌不休。长安汽车 A 股 2015 年 4 月创下历史高点后，至今两年多的月 k 线截图如下：

至于号称更便宜的长安 B，情况更凄惨，周五收盘 10.23 港币，折合人民币不到 9 元，只有 A 股股价的约六成。

此时，如果对企业没有足够深入的研究，对研究结果没有相当的信心，难免会在心中嘀咕：这跌跌不休的，究竟是市场有眼无珠、一错再错？还是我自己漏看了什么？

好，我们先来理一理公司现状，然后来讨论上面那些难题。

先看股权结构。长安汽车是全国四大汽车集团之末，2016 年销售车辆 306 万辆（含合资），相对于全国汽车销量 2800 多万辆而言，市场份额约 10.9%。公司股权结构简单，总股本 48.03 亿股，其中约 39 亿 A 股，9 亿 B 股。国有长安集团直接间接持有 41.82%，为控股股东，其他为公众股东。

不过需要注意的是控股股东旗下公司较多，且多与上市公司有关联交易，2016 年发生的关联交易额约 200 亿元，且交易价格基本属于协议定价，这其中涉及到庞大而专业的产品及服务交易，期间是否有利润腾挪，很难估算——注意，老唐并没有说其中有猫腻，而是说难以判断是否有。

再看资产，上市公司名下资产，可以简单分为三大板块来看：①自主品牌；②长安福特；③其他合营

参股企业。这三大板块在2016年里，分别给公司创造了6.5亿、90.3亿、6亿净利润，下面我们分别看。

①自主品牌部分，2016年完成销售收入785亿，制造成本645亿，毛利140亿，毛利率不到18%。销售和管理费用合计104亿（53+51，该项费用的大幅增长，导致当年经营现金流净额锐降），还剩36亿，正好交了生产经营中的汽车消费税及城建和教育附加费合计36亿，没了，对股东而言，回报率＝0。别急，还没完。计提坏账损失、存货跌价准备，固定资产和无形资产减值损失合计4.7亿后，营业利润为-4.7亿。另外，当年投入32亿研发费用，其中有9.5亿没有作为费用扣除（不违规），若全部费用化进行保守处理，则账面营业利润会成为-14亿。

还好，公司账上现金存银行，产生了4亿利息收入，去掉借款及承兑汇票的利息支出，公司净得3亿净利息收入。加上政府以各种名目给了10亿财政补贴，其中8.6亿计入了本期利润。这十多亿，去掉营业外支出，抵消了-4.7亿的营业利润后，产生了7.3亿的税前利润，交了所得税后，剩下6.5亿净利润。这就是2016年公司自己生产和销售了约140万辆车的经营结果。这140万辆车主要包括长安逸动系列、悦翔系列、欧诺、欧尚、CS系列以及少量非家用车辆。

看着有点丧气吧？很不幸，不仅2016年如此，过去几年，中国汽车市场一片大好之际，长安的自主品牌这块，基本上一直处于增收不增利，徘徊在盈亏边缘的境况。2012~2016年五年间，即便算上政府补贴，自主部分的净利润也只有-4.5、-10.4、-5.8、4.3、6.5亿，如果刨开政府补贴，则没有一年盈利（营业外收支净额分别为4、1.9、3.6、4.3、9亿）。

考虑到中国汽车市场的高速增长，考虑到我国用高昂关税将海外汽车挡在竞争门槛之外，这样的经营结果确实令人沮丧。但别急，精彩的东西马上登场。

长安汽车真正的财富是持有长安福特汽车公司50%的股权。这是长安汽车和美国福特的合资公司。虽然占50%股权，但由于协议约定，长安不能左右长安福特的经营决策——简单说就是虽然中外双方股权比例一半一半，但企业经营由福特掌控，长安只管分钱。所以，长安福特的营业收入和各项费用均不合并入长安汽车财务报表里，而只是将每年长安福特净利润的50%，计入长安汽车利润表的“投资收益”项目下。

这部分股权，在长安汽车资产负债表中按多少钱计入资产呢？56亿。2016年长安福特的净利润是多少呢？181.7亿，归长安汽车所有的净利润超过90亿。这里我们就会发现一个投资中常见的陷阱，很多朋友，尤其是走格雷厄姆--施洛斯这条道路的价值投资者，喜欢看市净率（PB）来投资，号称绝对不买pb＞2的公司，即股价超过每股净资产两倍的企业，坚决不买。可是，如果现在长安汽车将长安福特50%的股价按照56×2=112亿卖给你，而这家长安福特自2013年独立出来（以前叫长安福特马自达汽车有限公司，2013年将马自达拆出，留下长安福特主体）后，四年来的营收、净利、现金分红和净资产如下表（单位亿元，数字都是概数，有四舍五入）

	营业收入	净利润	现金分红	净资产
2013	842	82	32	104
2014	1064	144	154	94
2015	1176	175	156	112
2016	1265	182	177.4	115

唐书房

如果2013年，你能够以两倍pb买下长安福特50%股权，投入不到105亿，截止今天，四年间仅现金

分红就收到约 260 亿，同时，你仍然拥有未来长安福特生命期内全部净利润的一半。这样一笔生意，不值得投吗？

同样，站在今天，老唐依然敢确定，如果今天长安福特公司 50%股权定价 2 倍乃至 3 倍 pb，哪怕一个完全不懂汽车行业的商人，仅凭常识也会挤破头去抢的。只需要看看长安福特的过往业绩，再顺带对中国汽车市场有普通人最基本的感知，也能知道，即使汽车行业从现在开始停滞，即使长安福特从现在开始滑坡，投入 170 亿按照 3 倍 pb 估值买下长安福特 50%股权，依然是一笔超级划算的生意。更何况，中国的汽车市场依然还在增长态势中，长安福特的蒙迪欧、翼虎、锐界、福克斯、福睿斯都还有它自己的拥趸。这个时候，它不是价值投资吗？

再举一个例子，同样是长安汽车的一个合资公司：长安标致雪铁龙（长安 PSA）。这家公司 50%的股权，2016 年初在长安汽车账面上的价值是 15 亿，然而长安 PSA2016 年经营亏损 16 亿多，50%股权对应负担 8 亿多亏损额。如果年初 0.5 倍 pb，作价 7.5 亿卖给你，你觉得是一笔划算的生意吗？你会买下吗？

不买？错。简单回答买或者不买，都是错的。关键点不是 0.5 倍 pb 还是 3 倍 pb，而是这部分资产未来的盈利能力怎么样？它究竟是个亏损无底洞，还是仅仅是运营之初的必要亏损？如果是个亏损无底洞，有没有清算价值，直接处置资产能卖出什么价格？能答出这些问题，买或者不买才是“投资”决策，回答不出来这些问题，无论是低 pb 还是高 pb，可能都是“赌博”。

为什么会这样呢？奥秘在于有些能够带来收入的“资产”没有被计入会计账本，仅此，而已。同样卖水，你挖一口井，他挖一口井，账本记录的成本一样，但你挖的井出甜水，他挖的井出苦水。甜和苦的区别，并不反应在净资产数字上，然而两者的盈利能力显然不同，资本市场给这两口拥有同样账面净资产的井，定价当然也不同。只看账本上记录的挖井成本，忽略甜水苦水之别，这样的 pb 估值法，是不是明显荒诞呢？

那么，pb 估值就完全无用吗？也不是。我个人认为，pb 估值法，只有一个领域适用，就是采用公允价值记账的金融企业。由于金融企业持有的资产基本上都是逐日盯市价，或采用了较为保守的公允价值估算，因而，以账面净资产作为参考是可行的。这部分与本文关系不大，感兴趣的朋友，可以参看《手把手教你读财报 2：18 节课看透银行业》有关章节。

继续说长安福特。请阅读同时推送的《长安汽车浅印象》下篇。

魏源：

唐哥，关于 pb，我是不是可以理解为：不能带来利润的净资产就是”有毒”的净资产？

作者回复

嗯

第153篇.　　2017.06.05-长安汽车浅印象（下）

原创　2017-06-05　唐朝　唐书房

接着上篇继续说长安福特。上表里，我们会发现一个特点，长安福特每年净利润基本按照分光的策略在实施，留存于企业发展的资金几乎可以忽略。这里包含着合资双方什么样的考虑和博弈呢？究竟是无需

投入也可满足市场需求，还是对汽车产能现状的担忧？我没有答案，如果您有，欢迎留言。

长安福特是长安汽车的核心盈利资产，过去是，今天是，我个人估计未来很长一段时间依然是。所以，观察长安汽车，核心就是跟踪和观察长安福特的生产经营情况。以长安福特 2013 年独立以来披露的销售车型及数量情况来看（如下表），汽车企业的增长，可能主要需要寄希望于某新爆款车型的出现。对于新车型的推出计划及受欢迎程度的预测，在我看来，将是投资汽车行业的核心能力。

长安福特	2013	2014	2015	2016
新福克斯	246815	270001	205862	212266
蒙迪欧	35747	109806	120202	103274
翼虎	95891	135998	135194	115083
福睿斯			214342	296867
锐界			65152	123690
合计	682686	805988	868677	943782
营业收入(亿)	842	1064	1176	1265
净利润(亿)	82	144	175	182
单车均价(万)	12	13	14	13
单车净利(万)	1.2	1.8	2.0	1.9

唐书房

按照最新公布的 2017 年前四个月的销售数据看，长安福特旗下的几员核心战将，除锐界勉强有同比 8%的增长以外，其它主力车型均出现大幅下挫，尤其是翼虎，完全是被消费者抛弃，同比跌幅超过一半。

	2017前4月	2016前4月	同比增长
新福克斯	55573	64920	-14.40%
蒙迪欧	31351	43008	-27.10%
锐界	37956	35080	8.20%
福睿斯	84458	85310	-1.00%
翼虎	20856	45717	-54.38%
合计	249104	312261	-20.23%

唐书房

而按照 2016 年报里公司董事会作出的估计，2017 年中国汽车行业整体可以获得 2%~4%左右的增长，事实结果，全国 1~4 月销售量的确是同比增长了 4.62%，达到了 345.34 万辆。在行业整体增长的情况下，长安福特出现了大幅下挫，这究竟是什么环节出了问题？长安福特会怎么应对？这些应对措施可能取得什么效果？老唐没投资汽车股，没关心过，所以没有答案。但如果你有投资或准备投资，这就是你为自己金钱负责而需要去思考和解释的疑问！

③看过了自主部分和长安福特，我们再看看其他合资及参股企业。这部分主要由长安马自达、长安标致雪铁龙、江铃控股、长安铃木组成，持股均为 50%。2016 年上述四家合资企业给上市公司分别带来 10 亿、-8.2 亿、2.8 亿、0.17 亿净利润，加上其他参股公司，合计带来约 6 亿净利润，占公司净利润比例较小。自 2013 年以来，除长安福特以外的其他合资及参股公司为公司带来的净利润分别为 3.8 亿、8.4 亿、8.2 亿、6 亿，情况基本稳定。个人认为相对于当前长安汽车的估值水平而言，这部分没有什么细究价值，当做搭头即可。

真正需要弄懂的东西，

一是巨大销量的自主品牌车，会不会受到消费者欢迎，有没有可能给公司带来利润？尤其是公司目前重点打造的CS系列（cs15，cs35，cs75，cs95）；

二是长安福特近期有什么新车型或有竞争力的改款车型推出，传说中的林肯国产化何时落地，你估计它们的前途会如何？

一旦自己能在这些问题上给出有说服力的答案了，就大致可以说明“懂”这家企业了。在懂的基础上，估值实际上是非常简单的事情，我个人觉着会看市盈率就足够了——传说中，这是小学生技能。事实上，知道一个股票的pe，的确是小学生技能，但懂的什么情况下才能使用pe估值，以及其背后的原理是什么，恐怕至少是中专生技能了——一笑！

在我看来，估值的核心数据就是市盈率。因为市盈率是投资回报率的倒数，看市盈率事实上就是看投资回报率。投资者来追求投资回报，看投资回报率做决策，简直是天经地义的事儿。然而，企业经营的投资回报率，和债券或者存款的投资回报率，有着巨大的差别。

同样期限的工行或建行的存款，我们只需要比较一下存款的“市盈率”（存款利率的倒数），选择其中市盈率较小的（或称为利率较高的）买进就是了，因为它们之间还本付息的确定性差异小到可以忽略；长江电力和国投电力发债，如果期限相同，我们也只需要比较一下债券的“市盈率”（票面利率的倒数），并选择市盈率较小的买入即可，因为它们之间还本付息的确定性差异小到可以忽略；然而，两家上市公司之间，尤其是不同行业的上市公司之间，我们就无法仅靠比较市盈率大小来决定买卖。例如，12倍的洋河股份和7倍的长安汽车，谁更有投资价值？这个问题的难度就比较大了。

为什么呢？因为市盈率是市价与企业盈利之间的比率，市价是确定的数值，但企业盈利却充满着谜团。净利润数据是否为真？未来能否持续？持续是否需要依赖加大资本投入？这三个概念是市盈率指标的核心问题。

确定盈利为真，未来大概率可以持续，且持续不需要依赖增加资本投入。如果无风险回报在20倍市盈率（一般参照五年期国债，即五年期国债利率5%），那么，三年后若以15倍市盈率卖出能让你获得满意回报（我对满意的私人定义是翻倍）的位置，就是很难亏钱，值得下手的低估位置。我觉得估值就这么简单，会看PE足以。这就是我以前分享过的老唐估值大法，不够写书，因为太短，只有两句话“三年后15倍pe卖出能赚一倍的价格，就可以买入。高杠杆企业打七折”。真经太短，反而很难令人相信，不断的有朋友希望老唐解释怎么估值。苦笑……

这其中的“持续是否需要依赖加大资本投入”，又是什么含义呢？这个概念，就是自由现金流的概念，自由现金流指公司从经营活动中获取的现金，减去为了维持现有盈利能力而必须投下去的资金。例如，有两个生意，今年都赚10亿元，其中甲生意可以将赚来的钱全部分光，每年还能赚10亿；乙生意只能分掉一半，并将另一半作为资本再投入，才能换来每年继续赚10亿。现在这两个生意，如果都需要你出x亿购买，你买哪个？任何头脑正常的人，都知道二选一必选甲，甲生意的自由现金流更高，在其持有期间，带给投资者的回报更高，因而甲必然会被资本追逐成为市价较高的生意——虽然都是每年赚10亿。

例如长安汽车，公司财报预测2017年行业会有2~4%的增长，公司的目标是取得8%左右的销售量增长，使整车销售超过330万辆（含合资），利润目标没谈，个人估计内部利润目标比8%小，因为目标是销量，除非市场出乎意料的火爆，否则企业为了销量目标的达成，必然会在利润上让步。为达成销量目标，公司计划增加固定投资56亿，股权投资9亿，合计新增65亿投资。这种时候，这65亿中的部分，就成了为

了维持现有盈利能力而必须投下去的资金，它不是自由现金流。它是利润，但只是可望而不可及的“泡沫利润”，为此，投资者对其进行估值的时候，就需要对利润进行去泡沫化。从这个角度考虑，在不确定性增大的时候，表面上看上去低的变态的 7 倍市盈率，就不那么夸张了。

长安汽车今天的利润能否持续，老唐的答案是不懂、不知道；未来长安及其合资公司推出的新车型，是否能够讨的消费者欢心，老唐的答案是不懂、不知道；在面对新能源车的竞争下，长安汽车汽油车能否持续盈利，长安汽车新能源车能否抢占一杯羹，老唐的答案是不懂、不知道；在面对政府象鼓励共享单车那样鼓励共享汽车（6 月 1 日，交通部刚刚发布了意见稿）的可能性下，家用轿车和 SUV 会怎么发展，会不会出现整体断崖式下滑，老唐的答案是不懂、不知道；现在以高额关税壁垒将国外更质优价廉的汽车拒之门外，逼迫国内消费者选择质次价高的国产车的政策，未来会否松动，老唐的答案依然是不懂、不知道……所以，我确定，它不是我的菜。

长安汽车，它属于能够理解消费者口味、理解流行趋势、理解技术前沿，能及时跟踪新车推出节奏，能最快地掌握市场一线销售状况，并及时对数据做出反应的投资者。好在，投资获得满意回报的前提，并不是要搞懂所有的公司，而是坚持做到不懂的不投。

当然，即便是不懂，也能够知道一个基本原理，作为投资者，对于同股同权的 A 股和 B 股之间，毫无疑问应该摒弃一切借口，选择便宜近 40%的长安 B，即便是考虑到长安 A 附赠的摸彩票资格，长安 B 也至少便宜三成以上。有现在年净利润高达 180 亿以上的长安福特一半股权在手，有美国汽车三巨头硕果仅存的百年福特文化加持，我个人认为持有 430 亿估值的长安 B，安全系数还是非常高的。很难亏损，只是赚多赚少的区别——纯属外行人看法，仅供参考，请勿以此作为投资决策依据。

第154篇.　　2017.06.08-输光身家换来的教训

原创　2017-06-08　唐朝　唐书房

这 App 一安装啊，少不了被各种弹窗骚扰。正看着书呢，雪球弹出个在上海搞什么投资理财节的活动。活动内容我倒是不感兴趣，却被下面的“比惨大赛”菜单勾起了回忆。

点进去一看，整整三年前的活动了，老唐当时写的帖居然被收录在第一位——为什么没收到过九阳面条机呢？哈哈）。

读了一下，觉得当时写得挺透彻的嘛，而且保持了理念的一贯性。最近的几篇散打里，阐述的也无外乎是这篇帖子的内容。索性拷贝过来收藏，便于翻阅。以下是原文拷贝，一字未改。

老唐现在全“球”第二惨？多谢各位朋友的打赏，就不一一道谢了。被赏了那么多，多说几句吧，万一对哪位新朋友有点帮助，也不枉老唐自揭伤疤一盘。

1）据说股市是一个“有经验的人，用经验换金钱。没经验的人，用金钱换经验”的地方，但通常来讲，象老唐这种用“自己的金钱”换经验的人，属于脑袋不太够用的。聪明人应该用别人的经验，换来金钱。既然“聪明的投资者都在雪球”，那么这条帖子里列着的惨痛经验，那就是一堆钱胚子。南来的、北

往的、投机的、摸狗的，但凡缺经验的朋友，一笑而过就划不来了。

2）靠企业自身现金流拿回回报的投资者，基本无需考虑股价。市场出高价，是投资者的意外盈利，是风落之财。有，令人高兴。无，也不影响投资决定。这个话题，今天不谈。

3）期望靠股票价格差价获利的朋友，总还是需要知道股价是如何涨跌的。绝对正确的公式是“股价=每股收益*市盈率”——无论是今天的股价，还是未来某日的股价。所以，无论你用什么手段获利，总也离不开预测“每股收益”和/或“市盈率”。如果你对这两个东西都全无概念，就敢下注，基本注定关灯吃面的结局；

4）今天的每股收益和市盈率，都是确定的数字，没有什么好计算的，重点是未来某日的。以老唐几十年的人生经验，得出一个绝密经验：每股收益和市盈率，未来只会：变大，变小，不变。（一笑。臭鸡蛋就别浪费了）

5）依据上条绝密经验，未来的每股收益和市盈率之间，会有九种组合。能不能赚到钱，取决于你今天下注在什么组合上，也取决于你在什么组合卖出。

6）每股收益的变化，是需要你大量阅读企业年报，同行年报，关注企业产品的生产和销售，这是需要做大量作业的。@东博老股民　演讲时曾谈到“能力比理念更重要”。老唐理解，这个能力，指得就是对企业商业模式的理解能力，对企业、企业上下游及其竞争对手的了解能力。如果你一旦喜欢上这个能力的练习，恭喜你，你永远也不会觉得无聊，只会觉得时间不够用。任何一个行业，都够你花几年功夫。这方面，雪球上有拜不完的老师，各自对某个行业或企业，有自己的认识，自己挖掘吧。这也是在老唐看来，雪球最优吸引力的部分。

7）对企业、行业的研究，是为了避开每股盈利会下滑的企业。下滑的每股盈利，除非遇到上涨的市盈率，还有几分机会不赔钱。否则，遇到下滑的、或者持平的市盈率变化，都只能关灯吃面。这赢面就太小了，拿金钱买经验的概率大，不碰也罢。

8）市盈率，代表着市场上千千万万人乐观情绪与悲观情绪的博弈。问问自己，预测自己熟人的情绪变化容易吗？如果不容易，再仔细想想，预测全国那么多不认识的人，他们的悲观乐观，恐惧还是贪婪，容易吗？老唐觉得这几乎是个不可能完成的任务。好像牛顿也是这么觉得的，牛 sir 说过“我可以预测天体运动的规律，却无法预测人性的疯狂”。

9）那怎么办呢？老唐采用自认愚蠢法：永远选当前市盈率低的股票。当前市盈率低的股票，在市盈率和每股收益的九种变化组合中，去掉了市盈率下滑对应的三种可能。剩下的六种可能里，只有市盈率持平*每股收益下降，才有可能让你赔钱。这将大大增加在市场里获利的可能。以老唐个人有限的关注来看，这方面经验丰富的球友有：@佐罗投资札记　@管我财　@微光破晓　@编程浪子　，各位不妨关注。

10）多低算低呢？这个还真不好说。老唐个人大体是这么看的：负债率低的企业，10~15 倍间算低，15~30 算合理，30~50 算偏高，50 以上算博傻。负债率高的，大概的打个六七折吧。

11）以不足一年乃至不足半年为期限进行交易的人，每股收益基本可当作持平看待，大致就是下注市盈率的变化。如果不是有内幕消息，就算是技术图形派吧！毫无贬低技术派的意思。所有的技术分析，无论 k 线均线成交量动能布林底背离……，千变万化，归根结底，无外乎意图跟踪先动手的聪明钱。

聪明钱或因价值而动；或因信息（不仅指内幕，也含宏观政策，行业变化，新闻事件等）而动；或全盘筹谋，布局行事。技术派同样有成功者，重要的是，你需要搞懂技术图形背后的心理学或统计学含义，

并依据它来制定自己的对策。这个方面，老唐是失败者，只多叮咛一句“听别人的技术分析，注定是关灯吃面的命”，其他的就不敢多谈了。

12）以上纯属个人浅见，请各位持批判态度看待。在老唐眼中，雪球上对投资理论认识深刻的高手，除了上面提到的几位之外，老唐关注的还有@renjunjie @有智思有财 @每天发现一个更好 @水晶苍蝇拍 @金石 @逍遥狂客 @刘马克 @每天发现一个更好 @中国资本市场 ……等人。各位曾经惨的，还在惨的，为了明天不再惨，偷他们几位的经验去换钱，那绝对是不可错过的事。

怎么样，三年过去了，这段小文是不是依然还有阅读价值，推荐的人是不是基本靠谱？

看过了惨老唐，如果你还想让自己更开心一点，可以考虑窥探一下比惨大赛里其他人的惨事，正如俗语有云：“兄弟，有什么不开心的事儿，说出来让大家开心一下嘛！”——老唐反正把链接放在阅读原文上了，寻开心的自去。

来者可追:

盼指教：我也想在 15PE 时买股从而更顺利地实现 3 年后以 15PE 卖出获利一倍的目标，公司盈利年增 26%即可；如果是 30PE 时买入，公司盈利年增则需要达到 59%！但现在 15PE 的“优秀企业”实在是太少啊，而确定能够盈利年增 59%的企业也太少。难到只能傻等、苦等、不知等到何时，等市场先生给机会，等股灾、等塑化剂风波？

作者回复

对，学习，研究，等待。

Mark Woo:

负债率高低有个标准吗？汽车算高负债吗？

作者回复

我个人把资产负债率超过 70%的看作高负债企业。

清风明月”

老唐，请教一下，为什么负债率高的要打七折？多高算高呢？谢谢！

作者回复

负债率高的企业要脆弱些，需要给我更多补偿我才入股。多高算高，前面刚回复了，看评论。

追问：看到了，谢谢！再追问一下银行地产也是高负债，也属于要打 7 折的范围吗？

作者回复

是

第155篇. 2017.06.11-长安汽车独轮行驶

原创 2017-06-11 唐朝 唐书房

（本文为上周《长安汽车年报印象》上下篇的完整发表版，感谢《证券市场周刊》何凌枫老师的认可

和编辑工作）

长安福特是长安汽车的核心盈利资产，过去是，今天是，估计未来很长一段时间依然是。自主品牌部分，至今仍是增收不增利。

本刊特约作者　　唐朝/文

初看长安汽车（000625，200625.SZ）财报，好公司低估值，然而，市场偏偏不给面子，股价跌跌不休，B 股股价甚至是 A 股股价六折。究竟是市场有眼无珠、一错再错？还是投资者自己漏看了什么？

公司过百亿的净利润，对应不足 700 亿元的总市值，如果以长安 B 的股价计算的话，仅有约 430 亿元市值，看上去便宜得离谱。

而且，向大股东定向增发 1.4 亿股的价格是 14.31 元；向管理层和核心员工实施的股权激励，价格是 14.12 元。5 月份 A 股价格在 13.5-14.25 元之间波动，是不是可以抄大股东和内部人的底？

以 B 股和 A 股股价分别计算，当前市盈率约 4-7 倍间。以 2016 年分红方案 10 派 6.42 计算，股息率约 7%或 4.5%。这对于一个净资产收益率数年间保持在 25%以上，过去五年净利润从 14 亿元增长为过百亿的“高成长”公司而言，实在太过低估！

自主品牌增收不增利

长安汽车是全国四大汽车集团之末，2016 年销售车辆 306 万辆（含合资），相对于全国汽车销量 2800 多万辆而言，市场份额约 10.9%。公司股权结构简单，总股本 48.03 亿股，其中约 39 亿 A 股，9 亿 B 股。长安集团直接、间接持有 41.82%，为控股股东，其他为公众股东。

不过，控股股东旗下公司较多，且多与上市公司有关联交易，2016 年发生的关联交易额约 200 亿元，且交易价格基本属于协议定价，这其中涉及到庞大而专业的产品及服务交易，期间是否有利润腾挪，很难估算。

上市公司名下资产，可以简单分为三大板块来看：自主品牌；长安福特；其他合营参股企业。这三大板块在 2016 年里，分别给公司创造了 6.5 亿元、90.3 亿元和 6 亿元净利润。

先看自主品牌部分，2016 年完成销售收入 785 亿元，制造成本 645 亿元，毛利 140 亿元，毛利率不到 18%。销售和管理费用合计 104 亿元（53+51，该项费用的大幅增长，导致当年经营现金流净额锐降），还剩 36 亿元，正好交了生产经营中的汽车消费税及城建和教育附加费合计 36 亿元，没了，对股东而言，回报率＝0。

别急，还没完。计提坏账损失、存货跌价准备、固定资产和无形资产减值损失合计 4.7 亿元后，营业利润为-4.7 亿元。另外，当年投入 32 亿元研发费用，其中有 9.5 亿元没有作为费用扣除（不违规），若全部费用化进行保守处理，则账面营业利润会成为-14 亿元。

还好，公司账上现金存银行，产生了 4 亿元利息收入，去掉借款及承兑汇票的利息支出，公司净得 3 亿元净利息收入。加上政府以各种名目给了 10 亿元财政补贴，其中 8.6 亿元计入了本期利润。由此，去掉营业外支出，抵消了-4.7 亿元的营业利润后，产生了 7.3 亿元的税前利润，交纳所得税后，剩下 6.5 亿元净利润。这就是 2016 年公司自己生产和销售了约 140 万辆车的经营结果。这 140 万辆车主要包括长安逸动系列、悦翔系列、欧诺、欧尚、CS 系列以及少量非家用车辆等。

不仅 2016 年如此，过去几年，中国汽车市场一片大好之际，长安的自主品牌这块，基本上一直处于增收不增利，徘徊在盈亏边缘的境况。2012-2016 年五年间，即便算上政府补贴，自主部分的净利润也只

有-4.5 亿元、-10.4 亿元、-5.8 亿元、4.3 亿元和 6.5 亿元，如果扣除掉政府补贴，全线陷入亏损（营业外收支净额分别为 4 亿元、1.9 亿元、3.6 亿元、4.3 亿元和 9 亿元）。

考虑到中国汽车市场的高速增长，考虑到中国用高昂关税将海外汽车挡在竞争门槛之外，这样的经营结果确实令人沮丧。但别急，精彩的东西马上登场。

合资品牌才是盈利点

长安汽车真正的财富是持有长安福特汽车公司 50%的股权。这是长安汽车和美国福特的合资公司。虽然占 50%股权，但由于协议约定，长安不能左右长安福特的经营决策——简单说就是虽然中外双方股权比例一半一半，但企业经营由福特掌控，长安只管分钱，所以，长安福特的营业收入和各项费用均不合并入长安汽车财务报表里，而只是将每年长安福特净利润的 50%，计入长安汽车利润表的“投资收益”项目下。

这部分股权，在长安汽车资产负债表中按多少钱计入？56 亿元。2016 年长安福特的净利润是多少？181.7 亿元，归长安汽车所有的净利润超过 90 亿元。这里我们就会发现一个投资中常见的陷阱，很多朋友，尤其是走格雷厄姆--施洛斯这条道路的价值投资者，喜欢看市净率（PB）来投资，号称绝对不买 PB＞2 的公司，即股价超过每股净资产两倍的企业，坚决不买。

可是，如果现在长安汽车将长安福特 50%的股价按照 56×2=112 亿元卖给你，而这家长安福特自 2013 年独立出来（以前叫长安福特马自达汽车有限公司，2013 年将马自达拆出，留下长安福特主体）后，四年来的营收、净利、现金分红和净资产逐年增加（见表 1）。　表 1：长安福特业绩稳定　　单位：亿元

	营业收入	净利润	现金分红	净资产
2013	842	82	32	104
2014	1064	144	154	94
2015	1176	175	156	112
2016	1265	182	177.4	11

盾书房

如果 2013 年，你能够以两倍 PB 买下长安福特 50%股权，投入不到 105 亿元，截止今天，四年间仅现金分红就收到约 260 亿元，同时，你仍然拥有未来长安福特生命期内全部净利润的一半。这样一笔生意，不值得投吗？

同样，直至今天，如果长安福特 50%股权以 2 倍乃至 3 倍 PB 定价，哪怕一个完全不懂汽车行业的商人，仅凭常识也会挤破头去抢的。只需要看看长安福特的过往业绩，再顺带对中国汽车市场有普通人最基本的感知，也能知道，即使汽车行业从现在开始停滞，即使长安福特从现在开始滑坡，投入约 170 亿元按照 3 倍 pb 估值买下长安福特 50%股权，依然是一笔超级划算的生意。更何况，中国的汽车市场依然还在增长态势中，长安福特的蒙迪欧、翼虎、锐界、福克斯、福睿斯都还有拥趸。这个时候，它不是价值投资吗？

再举一个例子，同样是长安汽车的合资公司——长安标致雪铁龙（长安 PSA）。这家公司 50%的股权，2016 年初在长安汽车账面上的价值是 15 亿元，然而长安 PSA　2016 年经营亏损 16 亿元多，对应 50%股权负担 8 亿多元亏损额。如果年初以 0.5 倍 PB，作价 7.5 亿元卖给你，你觉得是一笔划算的生意从而买下吗？

不买？错。简单回答买或者不买，都是错的。关键点不是 0.5 倍还是 3 倍 PB，而是这部分资产未来的盈利能力怎么样，它究竟是个亏损无底洞，还是仅仅是运营之初的必要亏损？如果是个亏损无底洞，有没有清算价值，直接处置资产能卖出什么价格？能答出这些问题，买或者不买才是“投资”决策，回答不出

来这些问题，无论是低 PB 还是高 PB，可能都是“赌博”。

为什么会这样？奥秘在于能够带来收入的“资产”没有被全部计入会计账本，仅此而已。同样卖水，你挖一口井，他挖一口井，账本记录的成本一样，但你挖的井出甜水，他挖的井出苦水。甜和苦的区别，并不反应在净资产数字上，然而两者的盈利能力显然不同，资本市场给这两口拥有同样账面净资产的井，定价当然也不同。只看账本上记录的挖井成本，不看出水是甜是苦，这样的 PB 估值法，是不是明显荒诞？

那么，PB 估值就完全无用吗？也不是。我个人认为，PB 估值法，只有一个领域适用，就是采用公允价值记账的金融企业。由于金融企业持有的资产基本上都是逐日盯市价，或采用了较为保守的公允价值估算，因而，以账面净资产作为参考是可行的。

继续说长安福特。从表 1 中可以发现，长安福特每年净利润基本按照分光的策略在实施，留存于企业发展的资金几乎可以忽略。这里包含着合资双方什么样的考虑和博弈呢？究竟是无需投入也可满足市场需求，还是对汽车产能现状的担忧？我没有答案。

长安福特是长安汽车的核心盈利资产，过去是，今天是，估计未来很长一段时间依然是。所以，观察长安汽车，核心就是跟踪和观察长安福特的生产经营情况。以长安福特 2013 年独立以来披露的销售车型及数量情况来看（见表 2），汽车企业的增长，可能主要需要寄希望于某新爆款车型的出现。对于新车型的推出计划及受欢迎程度的预测，在我看来，这将是投资汽车行业的核心能力。

表 2：长安福特近年生产经营指标

长安福特	2013	2014	2015	2016
新福克斯	246815	270001	205862	212266
蒙迪欧	35747	109806	120202	103274
翼虎	95891	135998	135194	115083
福睿斯			214342	296867
锐界			65152	123690
合计	682686	805988	868677	943782
营业收入(亿)	842	1064	1176	1265
净利润(亿)	82	144	175	182
单车均价(万)	12	13	14	13
单车净利(万)	1.2	1.8	2.0	1.9

唐书房

数据来源：公司产销快报披露

按照最新公布的 2017 年前四个月的销售数据看，长安福特旗下的几员核心战将，除锐界勉强有同比 8%的增长以外，其它主力车型均出现大幅下挫，尤其是翼虎，完全是被消费者抛弃，同比跌幅超过一半。

表 3：长安福特前四个月销售下滑严重

	2017前4月	2016前4月	同比增长
新福克斯	55573	64920	-14.40%
蒙迪欧	31351	43008	-27.10%
锐界	37956	35080	8.20%
福睿斯	84458	85310	-1.00%
翼虎	20856	45717	-54.38%
合计	249104	312261	-20.23%

唐书房

数据来源：公司产销快报披露

而按照 2016 年年报里公司董事会作出的估计，2017 年中国汽车行业整体可以获得 2%-4%左右的增长，事实结果，全国 1-4 月销售量的确是同比增长了 4.62%，达到了 345.34 万辆。在行业整体增长的情况下，长安福特出现了大幅下挫，这究竟是什么环节出了问题？长安福特会怎么应对？这些应对措施可能取得什

么效果？

看过了自主部分和长安福特，我们再看看其他合资及参股企业。这部分主要由长安马自达、长安标致雪铁龙、江铃控股、长安铃木组成，持股均为 50%。2016 年上述四家合资企业给上市公司分别带来 10 亿元、-8.2 亿元、2.8 亿元、0.17 亿元的净利润，加上其他参股公司，合计带来约 6 亿元的净利润，占公司净利润比例较小。自 2013 年以来，除长安福特以外的其他合资及参股公司为公司带来的净利润分别为 3.8 亿元、8.4 亿元、8.2 亿元、6 亿元，情况基本稳定。个人认为相对于当前长安汽车的估值水平而言，这部分没有什么细究价值，当做搭头即可。

只买对的，不买贵的

投资长安汽车，真正需要弄懂的东西，一是自主品牌巨大的销量背后，会不会受到消费者欢迎，有没有可能给公司带来利润？尤其是公司目前重点打造的 CS 系列（cs15、cs35、cs75 和 cs95）；二是长安福特有什么新车型推出，传说中的林肯国产化何时落地，估计它们的前途会如何？

一旦能在这些问题上给出有说服力的答案了，就大致可以说明“懂”这家企业了。在懂的基础上，估值实际上是非常简单的事情，我个人觉着会看市盈率就足够了——传说中，这是小学生技能。事实上，知道一个股票的 PE，的确是小学生技能，但懂到什么情况下才能使用 PE 估值，以及其背后的原理是什么，恐怕就不是小学生科院胜任的了！

在我看来，估值的核心数据就是市盈率。因为市盈率是投资回报率的倒数，看市盈率事实上就是看投资回报率。投资者无论是存款、买债券还是投资企业股权，都是来追求投资回报的，看投资回报率做决策，简直是天经地义的事儿。然而，企业经营的投资回报率，和债券或者存款的投资回报率，有着巨大的差别。

同样期限的工行或建行的存款，我们只需要比较一下存款的“市盈率”（存款利率的倒数），选择其中市盈率较小的（或称为利率较高的）买进就是了，因为它们之间还本付息的确定性差异小到可以忽略；长江电力和国投电力发债，如果期限相同，我们也只需要比较一下债券的“市盈率”（票面利率的倒数），并选择市盈率较小的买入即可，因为它们之间还本付息的确定性差异小到可以忽略；然而，两家上市公司之间，尤其是不同行业的上市公司之间，我们就无法仅靠比较市盈率大小来决定买卖。例如，21 倍的洋河股份和 7 倍的长安汽车，谁更有投资价值？这个问题的难度就比较大了。

为什么？因为市盈率是市价与企业盈利之间的比率，市价是确定的数值，但企业盈利却充满着谜团。净利润数据是否为真？未来能否持续？持续是否需要依赖加大资本投入？这三个概念是市盈率指标的核心问题。

确定盈利为真，未来大概率可以持续，且持续不需要依赖增加资本投入。如果无风险回报在 20 倍市盈率（一般参照五年期国债，即五年期国债利率 5%），那么，三年后若以 15 倍市盈率卖出能让你获得满意回报（我对满意的私人定义是翻倍）的位置，就是很难亏钱、值得下手的低估位置。所以，我觉得估值就这么简单，会看 PE 足矣。 “三年后 15 倍 PE 卖出能赚一倍的价格，就可以买入。高杠杆企业打七折”就是我的估值方法，但貌似真经太短，反而很难令人相信。

这其中的“持续是否需要依赖加大资本投入”，又是什么含义呢？这个概念，就是自由现金流的概念，自由现金流指公司从经营活动中获取的现金，减去为了维持现有盈利能力而必须投下去的资金。

例如，有两个生意，今年都赚 10 亿元，其中甲生意可以将赚来的钱全部分光，每年还能赚 10 亿元；乙生意只能分掉一半，并将另一半作为资本再投入，才能换来每年赚 10 亿元。现在这两个生意，如果都

需要你出 x 亿元购买，你买哪个？任何头脑正常的人，都知道二选一必选甲，甲生意的自由现金流更高，在其持有期间，带给投资者的回报更高，因而甲必然会被资本追逐成为市价较高的生意——虽然都是每年赚 10 亿元。

例如长安汽车，公司财报预测 2017 年行业会有 2-4%的增长，公司的目标是取得 8%左右的销售量增长，使整车销售超过 330 万辆（含合资），利润目标没谈。个人估计内部利润目标比 8%小，因为首要是销量，除非市场出乎意料的火爆，否则企业为了销量目标的达成，必然会在利润上让步。为达成销量目标，公司计划增加固定投资 56 亿元，股权投资 9 亿元，合计新增 65 亿投资元。

这种时候，65 亿元中的大部分，就成了为了维持现有盈利能力而必须投下去的资金，它不是自由现金流。它是利润，但只是可望而不可及的“泡沫利润”，为此，投资者对其进行估值的时候，就需要对利润进行去泡沫化。从这个角度考虑，在不确定性增大的时候，表面上看上去低的 7 倍市盈率，就不那么夸张了。

长安汽车今天的利润能否持续，老唐的答案是不懂、不知道；未来长安及其合资公司推出的新车型，是否能够讨的消费者欢心，老唐的答案是不懂、不知道；在面对新能源车的竞争下，长安汽车汽油车能否持续盈利，长安汽车新能源车能否抢占一杯羹，老唐的答案是不懂、不知道；在面对政府象鼓励共享单车那样鼓励共享汽车（6 月 1 日，交通部刚刚发布了意见稿）的可能性下，家用轿车和 SUV 会怎么发展，会不会出现整体断崖式下滑，老唐的答案是不懂、不知道；现在以高额关税壁垒将国外质优价廉的汽车拒之门外，逼迫国内消费者选择质次价高国产车的政策，未来会否松动，老唐的答案依然是不懂、不知道……所以，我确定，它不是我的菜。

长安汽车，它属于能够理解消费者口味、理解流行趋势、理解技术前沿，能及时跟踪新车推出节奏，能最快地掌握市场一线销售状况，并及时对数据做出反应的投资者。好在，投资获得满意回报的前提，并不需要搞懂所有的公司，而是坚持做到不懂的不投。

当然，即便是不懂，也能够知道一个基本原理，作为投资者，对于同股同权的 A 股和 B 股之间，毫无疑问应该摒弃一切借口，选择便宜近 40%的长安 B，即便是考虑到长安 A 附赠的摸彩票资格，长安 B 也至少便宜三成以上。

有现在年净利润高达 180 亿元以上的长安福特一半股权在手，有美国汽车三巨头硕果仅存的百年福特文化加持，我个人认为，持有 430 亿元估值的长安 B 安全系数还是非常高的，很难亏损，只是赚多赚少的差别。（声明：本文仅代表作者个人观点；作者声明：本人不持有文中所提及的股票）

第156篇.　　2017.06.11-茅台藏宝图

原创　2017-06-11　唐朝　唐书房

本文只放置两张图，不细解释。看得懂的，请赞赏以鼓励数据整理及分享；看不懂的，就当老唐装神弄鬼，请一笑而过。

截图 1：在《2017，茅台的明牌》一文里，老唐说：

首先，440 元我还不准备开始减。前面谈到的 440~480 元，是我对 2017 年全年的规划，现在已经是年中，怎么地也要赖过区间中轴以上才会动手，甚至随着时间的推移，要考虑去上沿；

其次，即便是到了 480 元，我可能也就减掉 10%左右的茅台（所持茅台股数的 10%）。茅台仍将继续是我的第一重仓股。

那篇文章之后，茅台公司披露了 2017 年财务预算。根据何英姿女士的计划，公司 2017 年报表净利润将比老唐在明牌一文里预测的 202 亿，要少一点儿，大约会为 194 亿。预计 2018 年春披露的 2017 年合并利润表，其主要数据将如下图：

茅台公司披露的 2017 年预算条件下的利润表

科目	2016	计划变动	2017	备注
营业收入（亿）	388.6	+20%	466+15	15 亿为假设 2017 年财务公司净收入，2016 年基数为 11.7 亿。
营业成本（亿）	34.1	+49%	51	
税金及附加（亿）	65.1	+5%	68.4	
销售费用（亿）	16.8	+106%	34.6	
管理费用（亿）	41.9	+13%	47.3	
财务费用（亿）	-0.3	--	-0.5	估算
营业利润（亿）	242.7		280	
营业外收支（亿）	-3		-3	估算
利润总额（亿）	239.6		277	
净利润（亿）	179.3		208	
归母净利（亿）	167		194	
每股盈利（元）	13.3		15.5	+16%
15 倍 pe（元）	200		233	低估
30 倍 pe（元）	400		465	合理
50 倍 pe（元）	665		775	高估

唐书房

还记得 6 月 8 号老唐发的《输光身家换来的教训》一文里，加红表述的那段吗：

多低算低呢？这个还真不好说。老唐个人大体是这么看的：负债率低的企业，10~15 倍间算低，15~30 算合理，30~50 算偏高，50 以上算博傻。负债率高的，大概的打个六七折吧。

截图 2：投资茅台的核心关注数据

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
茅台基酒产量（吨）	32179	39313				
茅台商品酒报表销量（吨）	19798	22917				
当年可售商品酒上限（吨）	22520	25200	28839	29059	24134	29485
茅台酒营收（亿）	315.4	367.1				
瓶单价（元/500ml）	750	754				
茅台酒生产成本（亿）	20.2	23.9				
瓶成本（元/500ml）	48	49				
酱香基酒产量（吨）	18573	20575				
酱香酒销量（吨）	7720	14027				
酱香酒营收（亿）	11.1	21.3				
瓶单价（元/500ml）	68	71				
酱香酒成本（亿）	5.2	9.9				
瓶成本（元/500ml）	32	33				
茅台酒设计产能（吨）		32592				
系列酒设计产能（吨）		17665				
在建产能（吨）		中华2期				
商品酒库存（吨）		16168				
基酒库存（吨）		236211				
其中茅台基酒库存估算（吨）		200000				
酱香酒基酒库存估算（吨）		36000				

唐书房

茅台，造就无数财务自由的投资者，其秘密就藏着这张表里。

看明白了，下次就知道何处上下车了；反之，就只能永远感慨“不过是遇到牛市而已”！

另外，老唐已经收到 200 多封选股邮件了，谢谢各位。没有发的，就不要再发送了，谢谢谢谢！等老唐这几天追完《白鹿原》，就来研究大家邮件里筛出来的公司。

袁宇怀：

我猜老唐打着这个算盘，股改之后管理层没有藏利润的动机，以前藏的都会释放，同时明年出厂价大概率会提升，提升部分都是明晃晃银子；系列酒说不定还会给点惊喜；想问问老唐，茅台极限产能是多少呢？

作者回复

目前而言，估计在八万吨上下。

黄海龙：

谢谢老唐分享！优秀上市公司严重低估时，我们买入持有可以大概率挣钱，这个我理解。我想问的是我们买入对上市公司自身有什么好处？他们上市之初不是已经完成了融资功能了？希望这个问题不要太幼稚。

作者回复

因为“有人买”这个预期的存在，上市公司才能顺利融到资金。因为有人买，企业的股权价值才能体现出来，企业的资产也才有了市价。因为有人买，资金才会追逐有盈利的资产，才会促使创业者或者企业家发挥创造力，抠破头皮创造和提供更好的商品或服务。

迎：

老唐:企业的年度预计增长百分比是在什么地方能查到？像我们门外汉也不好去预测。

作者回复

股东大会会议文件里。

W 家：

虽然和老唐一样只有一丁点海康，本着学习的精神请教老唐，海康今年 10 月有 11 亿的解禁股，这个该怎么看呢？谢谢！

作者回复

不看。企业价值与股权可不可以卖，有多少股权可以卖，无关。

飞云：

19 年的酒少，到时候不明真相的群众或许会认为茅台利润下降，然后 19 年底到 20 年初没准儿会有机会上车，这个表老唐发过，但我忘了具体数字了，多谢

随风：

老唐你好，为什么极限产能在 8 万吨上下？李宝芳在上月的股东大会上说过 5 万吨就难了？

作者回复

我没注意到他说产能的原话，他是不是说的是五万吨商品酒？八万吨基酒对应就是五万多吨商品酒。

以前季老说中华厂区可以再造一个茅台，推算上就是最终七八万吨的基酒产能。

（任志鹏）：

唐长老，问个傻傻的问题。管理层会不会把 17，18 年的产能平滑到 19 年？

作者回复

问题不傻啊　18 年肯定会调价，会想办法压抑市场需求，留点存货给 19 年。

绿水青山：

老唐，问个手财 1 的问题。第 74 页说，净资产是一个靠不住的记账数字，因此用市净率给企业定价靠不住。但净资产收益率也是以净资产为基础计算出来的指标，是我们选股时用到的第一标准。如何看待净资产收益率的可靠性呢？谢谢！

作者回复

净资产收益率只能做指示牌，指示一个研究方向。

伟：

请问老唐：茅台酒和酱香酒的瓶单价和瓶成本的价格是从哪找到的？还是计算的？谢谢

作者回复

计算的，营收或营业成本/吨数/2124 即可。

郭少伟：

老唐，总听您说茅台隐藏和释放利润，是怎么看出来的？在财报中藏在哪？15 年 16 年是不是一共藏了 100 亿的利润了？

作者回复

预收款里

风幽若剑舞：

请问老唐，分红之后上市公司净资产是否会减少！

作者回复

手财讲过啊　，通过分红方案会减少净资产，分红行为实施不会减少净资产（会减少现金）

Shelly：

请教老唐，分析茅台的这张表是否可以套用在其他酒企上？

作者回复

不能。每个企业的核心关注点不一样的

威力麻：

唐老师，请教一下：2015 年茅台酒基酒产量这个数据是怎么来的呀？谢谢回复

作者回复

公司披露的。

低头一笑：

老唐，茅台公司何英姿披露了 2017 年财务预算。这个资料没找着呀，只有向大师请教了。

作者回复

股东大会会议资料里。

张海钰鸣 Peter：

唐老师，您好！想请教您两个问题。第一个是一般看 Pe，是看静态市盈率还是动态市盈率呢？第二个是一家公司每年都计提坏账准备 5%，第二年收回应收账款后坏账转回的这部分收益就放在了非经常性损益里面。因为每年都有坏账准备的转回，这部分收益是不是可以理解为等同于经常性损益？ 最后感谢一下唐老师每天的辛勤耕耘！受益良多

作者回复

均可。如果确定每年的坏账最终都可以在第二年收回来，可以。

任琦：

谢谢老唐，看来老唐的手财，女儿历年的压岁钱都买了茅台。 另外有个疑问，如果 2019 年茅台涨价了，是不是就没有再上车的机会了？

作者回复

相信市场先生的癫狂本性，机会是永远会有的，取决于你的公司的理解深度，同时需要有耐心。

宋涛:

老唐，问一个问题： 茅台 16 年预收货款 175.41 亿元；粗估带来利 75.46 亿元。额外增加 EPS 是 75.46/12.56=6 元。如果把这部分前考虑在内，茅台的 pe 应该小于 30。这么考虑合不合理?

作者回复

基本合理。

第157篇. 2017.06.12 - 操作记录

2017 年 6 月 12 日

实在不习惯持有指数，名称背后没有鲜活的公司，总觉得别扭。趁今早腾讯调整，出了占比约 2%的广发医药指数基金，换入腾讯。当前实盘持仓 41%+茅台，27%-国投，8%+招行 H，8%-民生 H，5%+洋河，5%-腾讯，3%+信立泰，3%-双汇，1%+海康，其他观察仓宋城和伟星忽略。雪球实盘组合无法写入港股，索性等近期减仓茅台后再行调整。

第158篇.　　2017.06.14-减仓茅台

原创　2017-06-14　唐朝　唐书房

上午在 475.5 元上方，按计划减仓了茅台。减的数量为持有茅台总量的 10%，约占总仓位的 4%。

本来计划开通 B 股，用减仓茅台的资金，买点儿长安 B 和古井 B，出去试试水的。结果昨天跑了一天，没搞定。说是外管局现在对所有涉及投资的外汇购买行为一律采取了严管措施。

银行和券商都暗示，可以用出国旅游等目的购汇，然后一样的购买 B 股。老唐没敢。胆小，一者这种方式兑换资金数量有限，二者怕我党秋后算账。不值当，索性算了。

减仓资金，抽出来一点装修费用，准备装修房子——老朋友可能还记得，老唐 2015 年春某日跑步，去跑道边的某售楼部蹭水喝，一时不察，被售楼先生忽悠买了套房子。最近快交房了，正好现在住的房子装修也十年了，旧了，加上小区外通了地铁，嘈杂起来了，索性准备把新房子装了。

加了约 1%出头的双汇，还剩余近 2%的资金一时找不到方向，就暂时先闲着吧！待老唐这几天追完《白鹿原》之后，再慢慢看财报，慢慢找对象。

不计算抽出资金，当前持仓情况状态为：

茅台 38%+；国投 27%+；招行 H8%+；民生 H8%-；洋河 5%+；腾讯 5%+；双汇 4%+；信立泰 3%+；海康 1%+；现金 2%-；观察仓伟星和宋城不计。

个人实盘记录，仅因答应过部分朋友，减仓茅台时会吼一声，故有此文。非投资推荐，请勿依此做出投资决策。

来者可追：

万万没想到，在中外古今群星璀璨的大师和伪大师汗牛充栋般的鸿篇巨著中，居然是一个没学历的四川胖子写的文章把我引入了正途。谢谢老唐！为了更多的小白小散，我第三次提议：老唐写一本《手把手教你做“夹头”》吧，把巴神他们的价值投资理念和方法，汇总、梳理、“中翻中”，做中国投资者的入门书，领大家上道——星光大道的道，也是朝闻道夕死可矣的道。我坚信这本书会长期占据投资理财畅销书榜首，什么日本蜡烛图啦、聪明的投资者啦，全得让位！这书写起来也不费力，老唐在雪球和微信公众号已经写了很多了啊，地基已成，不算是挖坑。

作者回复

你写的很幽默啊

修羽：

老唐手1的166页营收角度的现金流量表这一节中，“如果上市公司所有业务都适合17%增值税率……”这段说将营收乘以1.17来得到收到现金数值，这个算法是不是有问题？17%的税率，意味着税后剩下的是83%，应该是除以83%或者近似一下是乘以1.2吧。如果我说的合理的话，172页第二段也存在类似的情况

作者回复

你的理解是错的，按我书中所说计算。

李鹏：

你好，之前看过您写的关于茅台的文章中说由于股权激励，管理层可能会压低利润，请问这是问什么呢

作者回复

这，☹你说呢？明年增长10%，给你百万，明年增长30%，给你千万，你会怎么干？☺

征程：

唐老你好，我是一名股市新人，想请教你，作为一名新人，你建议应该从哪里起步，慢慢学会投资呢？可否一边学习一边“抄作业”，还是学到一定程度后再买股？

作者回复

可以少量投资，在干中学。起步嘛，建议先从四本书开始：格老的《聪明投资者》、任俊杰的《穿越迷雾》，老唐的《手把手教你读财报》，水晶苍蝇拍的《股市进阶之道》。

皇冠上的钻石：

终于想起来把腾讯控股理了一遍。两点：第一，7星级好公司（我的评价表里总共9条，最高9星），无论资质和潜力方面都相当出色，唯一的风险就是15年开始大规模融资扩张，使得负债飙升太多。第二，内在价值，2017年195港币左右，买入价应该打折买。目前股价泡沫太大。我不参与买入，仅供参考

作者回复

谢谢分享

自游离：

昨天有个问题想不明白，请老唐不吝赐教既然茅台高估减仓，那为何不选择清仓？而且仓位还那么重，夹头不是高估离场，再选择低估品种吗？

作者回复

没高估，前面说过了，这个位置是我心中2017年的合理估值位，没有额外的便宜占了，只是把过重的仓位降低一点点。今年要是敢过750，我就给他清了，等回调

豆子：

我看到最近新闻有提到，大意是，万洲国际说继续寻求在国际市场收购牛肉或者猪肉资产，如果成真，双汇会不会彻底沦为提款机。还需关注，谢谢。

作者回复

是有这个事儿，也确实有此隐忧。谢谢

Fuwaer：

老唐不是认为洋河是低估的两者之一么，为什么不加点呢？

作者回复

一者白酒依然占比四成多，不想一个行业过重。二者，此地低估，适合持有，但和我的买入标准还有点差距。

东篱：

唐兄减持茅台，除了考虑 19 年的可售量之外，提价方面的补偿有没有具体数据？谢谢

作者回复

减持的理由前面说过好几次了，只是到了合理值，没有额外的便宜占了，将“过重”的仓位配置减下来一些

百万英镑:

唐老师，我是您的忠实铁杆粉丝，非常佩服选股思路，更关键的是能忍到现在才开始减仓。另外，观察仓伟星是 002372 吗，还是 002003，能简单说下为啥看好吗？

作者回复

书房菜单企业分析——财报印象里有伟星分析文章，一看便知，

第159篇.　　2017.06.19-点杀

原创　2017-06-19　唐朝　唐书房

紧赶慢赶，终于把《白鹿原》看到 72 集，追上了电视的进度。好片子，建议入坑，这种水准的电视剧，国内少见。张嘉译和何冰俩人的演技（尤其是何冰）太棒了，感觉何冰演的鹿子霖比小说里的更丰满，这可能是何冰演艺生涯的巅峰之作了。

基本忠实了原著，稍有遗憾的有两点，一是小说里被组织活埋的白灵，电视剧里美化成战斗中牺牲，估计是不改过不了真理部那关，略遗憾但可以理解；二是对黑娃变成谦谦君子的笔墨少了。已经 72 集了，黑娃还是个很纯粹的土匪，丝毫没有彻悟回归的迹象，估计后面也就一笔提过了。

追完《纸牌屋 5》、《欢乐颂 2》和《白鹿原》，这下子该收心干正事儿了！上周很多读者，按照①上市满 4 年；②过去三年 Roe＞15%；③当前 PE＜30；④资产负债率＜80%；⑤今年内股价涨幅＜30%的标准，帮我筛出来部分企业。谢谢发来邮件的两百多位朋友，谢谢你们。

很抱歉，由于时间关系，邮件只读过十几封。但由于标准一致，邮件的大体内容也差不多，且这只是个初步接触，也无需太过严谨。就在这十多封邮件的基础上，删掉了老唐已经持有的公司，删掉了已经发表过浅印象文章的公司，删掉了医药和汽车公司，剩下了 30 家企业，老唐放在下面，各位朋友可以多选投票。

——医药和汽车为什么删去，老唐在信立泰和长安的文章中谈过自己的看法，总体来说，就是能力不逮，需要的知识储备不足，对他们的研究时间产出比不高；持有的删去，是因为有机会自然就会写深度研究的。补充一句，上周四五，老唐开通了 B 股，已经买进了合计约 1%+的长安 B（明显便宜）和古井贡 B（相对熟悉），试试水。

老唐每周三从未读公司中，选择得票最多的公司阅读码文。需要提前研读然后探讨的朋友，周三来本榜看看便知下一家，老唐就不再每次都发通知了。投票的截止日期，我设在三个月以后，有效期内，随时可投票。

为了方便大家寻找点杀榜，我将本文放在书房菜单“企业分析”里，占用原“手银连载”的位置——《手把手教你读财报 2》图书已经上市 4 个多月了，这个连载价值不大了，正好腾出一个菜单位置。

注意，以下名单只是股票软件上按 PE 排列而来的，不分先后顺序，亦不代表老唐的任何倾向。按自己的喜好投即可，无需考虑该顺序。

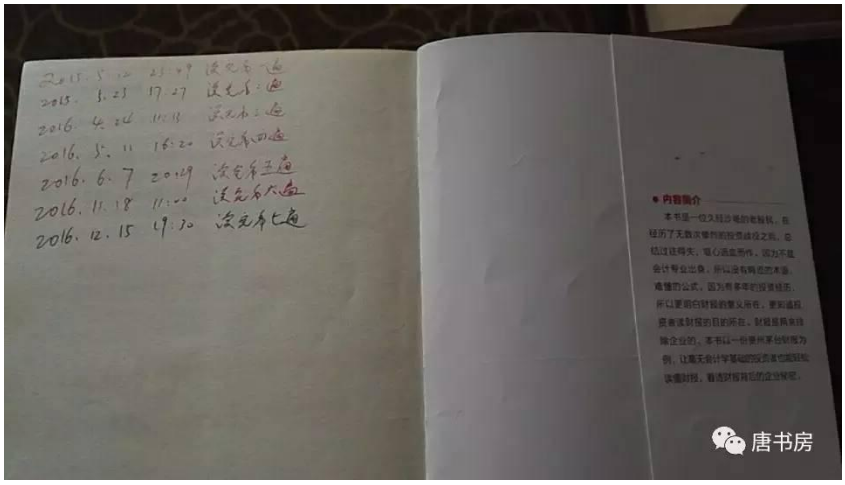
点杀（多选）

- [ ] 雅戈尔
- [ ] 古井贡B
- [ ] 海澜之家
- [ ] 小天鹅B
- [ ] 老凤祥B
- [ ] 鄂武商A
- [ ] 承德露露
- [ ] 嘉化能源
- [ ] 金螳螂
- [ ] 东莞控股
- [ ] 隆鑫通用
- [ ] 康力电梯
- [ ] 航民股份
- [ ] 中鼎股份
- [ ] 航天信息
- [ ] 星辉娱乐

上面是一个坑，下面再刨一个坑。

前几天书房读者@来者可追　连续几次留言，建议老唐施展中翻中大法，梳理梳理价值投资的理念和方法。说的好像和吃一碗油泼辣子面那样轻松，但老唐是有两次填坑体验的人，知道刨坑容易填坑难，遂小心翼翼地绕坑而行了。

上周五，很凑巧的在同一天收到两张照片，触动老唐想试试@来者可追　给挖的这个坑了。一张是书房读者@绿水青山　发的他自己阅读《手把手教你读财报》七遍的时间记录：



另一张，是杨天南兄发给我的，是他在厦门和读者见面时的一张照片。天南兄让我看背景上的一行字：“让身边的人和事，因为我而变的更好”（天南兄太帅，切掉，防止你们只看人不看字……）

感想就不 balabala 了，就想问问，不涉及具体公司分析，单就投资理念和投资方法上，您有哪些困惑？欢迎留言。老唐打算在自己力所能及的范围内，试试看能不能运用简单粗暴的文字来阐述一下自己的看法，也算是给散打投资系列一个延续的理由。

或许不小心也会攒出一本书，谁知道呢？如同浅印象系列本来也是随手划划的。不知各位是否还记得，1 月 18 日记得写第一篇《年报浅印象》时，老唐还让大家投票，看这东西有没有必要发。如果大家认为没有必要，我就不发了。幸好有 96%的投票读者认为有必要发，否则书房里可能就没有这一系列财报分析文字了。

财报印象系列，是随意而来的，这个散打系列，会不会步其后尘？我也不知道，想试试。但是请注意，第一，这个不是承诺，只是想法，或许能写下去，或许哪天就懒得写了，毕竟下半年要忙装修，时间不一定能保证；第二，老唐从来没有认为自己的理解就一定是对的，只是愿意分享个人的看法，愿意和同好探讨，仅此而已，请注意独立思考。

世上本没有坑，刨着刨着便有了。先挖下吧：投资理念和方法上的疑问，可留言于本帖下面，表述的越清楚越好。谢谢。

Jane:

为什么没万华化学?难道就因为今年涨得多了点吗?差评，好公司不会因为多涨那么十来个点就没投资价值了吗?静态 PE 才 10.公司股票完全低估中

作者回复

反正都是没看过的，随便挑些来学习

坐在长板凳上的人:

唐老师，省广股份这娃关黑屋子搞重组，不成出来直接说我要收购，我是土豪结果，出来吃了三个跌停板。尴尬了……看业绩和其他，我就有点陶醉……后市如何,,,,

作者回复

后市如何？标准答案是：将持续波动

平安::

老唐你为啥把雅戈尔放在第一位啊？故意引导？我觉着那几个带 B 的岂不是历史更悠久！

作者回复

绝没有什么引导的意思，是通达信显示的 pe 顺序，仅此而已。

Jason：

融创中国，好多大 V 推荐，号称价投最佳标的，没有之一。老唐怎么看？

作者回复

可以看雪球置顶帖里，老唐 2014 年 3 月发在《证券市场周刊》上的《万科年报印象》一文，我对地产股的看法，都在那里了。

沧溪：

等着老唐已发表文章的合编！想先自己动手整理部分文章，但唐书房里文章怎么下载或复制，请热心球友指点，不好意思麻烦老唐了

作者回复

搞一个印象笔记或者为知笔记，先一键保存仅笔记里，然后就可以随便复制粘贴了

天下第一抄：

老唐能否分享一下开通 B 股的一些流程或有没有好的经验分享一下

作者回复

雪球上@饕餮海　兄写过一篇手把手教你 B 股开户，去看看就知道了。我就补充一点：他文中说的购汇时交易对手写 XX 证券，错了，不能写任何有证券字样的东西，写 B 股即可。其他都对。

第160篇.　　2017.06.21-茅台基酒动态

原创　2017-06-21　唐朝　唐书房

关键轮次结果已现。看昨晚茅台官方发的《以工匠精神和水平确保生产持续向好　——李保芳现场调

研 2017 年度茅台酒五轮次酒生产工作并指导茅台酒生产》一文，字里行间，今年的茅台酒生产质量和数量，依然不能令人满意，问题依然多多啊！

看口气，今年 4.2 万吨数量估计能达到，但恐怕将会有部分基酒无法成为茅台基酒，只能变身驰援酱香酒，2021 年的茅台商品酒供应量还是上不去[滴汗]。接下来明年还有三千多吨产能投产，这连续三年基酒减产的阴影不搞定，令本股东揪心啊！

能找出基酒连续三年减产的问题所在，才是我心中最大的利好。至于加入那啥指数，无非多了几个抢食的人儿，谈不上什么利好利淡[摊手]——官方报道原文太长，本来准备转载过来，但好像原文不是“原创”，无法转载，留个地址在阅读原文上，有兴趣的茅粉自己看。

摘录部分关键报道表述如下：

生产车间现场调研之后，李保芳一行来到制酒二十二车间会议室，召开 2017 年度茅台酒五轮次酒生产调研座谈会，李保芳主持会议指出，刚才已经了解了茅台酒五轮次酒生产情况，现在我们大家要统一思想及对问题的看法和认识，找准问题，找出解决问题的办法，有效指导接下来的工作。

……

在 2017 年的生产中暴露出来的一些问题，一是极少数同志思想僵化，问题来临的时候不能及时采取措施，错失良机；二是由于认识不深、经验不足，应对问题的措施精准度、系统性不够，也是造成产量极差大、轮次产酒比例欠协调的主要原因。对于如何解决问题、实现目标，万波认为要通过高层制定、中层研究、基层大讨论、补充完善的过程，六轮次期间在全公司各车间开展“2018 年度生产技术大讨论”活动，进一步统一思想、坚定目标、集中智慧、减少偏差，实现产量、质量恢复正常。

……

王莉对茅台酒酿造机理及 2017 年生产技术分析作了汇报，王莉首先肯定了刚才现场调研中酒醅的质感、香气香味和基酒口感与正常产酒年份的质量水平相当。王莉结合自身的思考及最新的研究进展，代表技术团队对 2017 年生产情况进行分析解读，并认为，对于 2017 年生产过程中的重大改进，针对近三年来生产异常的情况，让整个生产技术系统对传统工艺有了更加深入的了解和理解。技术团队从微生物菌群组成变化及外部因素进行研究分析，在一定程度上找准了影响生产的原因可以归纳为“三低一高”，从而制定了四个方面的应对措施。

……

王莉认为解决好近三年来生产异常的问题，要开展好六项工作。同时，后期工作也要做好“五个严防”，一是严防思想松懈，造成六七轮次酒产量下降；二是严防思想麻痹，造成质量事故；三是严防把近两年的应急之策当做常态化的操作；四是严防思想固化，放松对茅台酒酿造理论的基础研究；五是严防在十数年生产正常思想麻痹之后，突然遇到类似近三年异常情况，可能出现工匠信心不足，造成工匠技艺的丢失和工匠精神的松懈。

……

钟正强表示目前要坚持晾堂操作工序的改善，要控制糟醅发酵酸度对酒的影响，后期生产大论坛非常有必要，要深入从根本上找出解决问题的方法和措施，同时建议公司技术团队加强对 201 厂、301 厂工艺操作和理化检验分析的指导和帮助。

……

2017 年生产持续向好，现在看来态势明显，工作成绩可圈可点。2017 年对我们来讲是非常重要的一年，为什么这样讲，原因在于过去两年茅台酒生产连续减产，已经引起了全体员工、政府部门、股东、行业、包括社会相关机构的密切关注，因此今年生产是好是坏，是否能成功扭转被动局面事关重大。

虽然离全年生产结束还有一段时间,但是从目前进度来看,今年的生产形势已经大体明朗，产量基本恢复正常，质量上总体稳定趋好。今年全年的产量 4 万 2 千吨的目标，平均班产 75 吨，已达到正常年度的水平。2017 年度的茅台酒生产，呈现出产量稳、质量好、轮次比例较为协调、缺陷酒比例可控的特点，生产持续向好的态势明显，全年可恢复到正常年份的水平。

……

第161篇.　　2017.06.24-生人勿近雅戈尔(上)

原创　2017-06-24　唐朝　唐书房

雅戈尔涉足服装、地产、纺织、电力和投资业务，其中纺织体量太小，电力已经剥离。纺织和电力 2016 年合计仅实现营业收入 1.67 亿元，亏损 2747 万元，可以暂时忽略。公司重点业务就三大块：服装、地产和投资。

老唐的结论是：服装举步维艰，地产没有空间，只有投资是唯一希望。但雅戈尔的投资业务操盘者，风格飘忽、逻辑难懂，投资雅戈尔有巨大的赌运气成分。所以，除非对雅戈尔投资业务操盘人的体系有系统了解，或者对其投资对象有成熟认识，否则建议生人勿近。

下面分开聊，先看服装板块。

2016 年，雅戈尔服装板块取得营业收入 44.6 亿，其中品牌服装生产销售 42.7 亿；品牌服装销售中，主品牌 younger（雅戈尔）完成营收 37.9 亿，其它子品牌 4.8 亿。

销售形态分为直营、加盟和团购三种，直营是主要形态，完成营收 36.1 亿，同比增长 1.4%，占营收比例超过八成，是收入的主要来源。加盟和团购分别下滑 8%和 14%，均是两三亿规模，不成气候；线下销售占比 97%，线上销售销售仅占 3%，依然是传统销售模式。

44.6 亿营业收入，带来净利润 5.5 亿，净利率约 12%，貌似还不错。但如果学习私营老板给自己的店面盘个点，情况却远比表面数字艰难。

公司推行大店战略，共有直营加盟等店面合计 2554 家，合计营业面积 38.2 万㎡，平均单店面积约 150 ㎡。44.6 亿销售收入，摊到每家店面，年均单店营收 175 万，日均销售约 4800 元；5.5 亿净利润，折合单店年利润 21.5 万元，每天不到 600 元。一个 150 ㎡的店面，每天销售 4800 元，赚取不足 600 元的利润，算是个苦命生意了。

再看品牌服装中的产品结构（单位亿元）

	2016营收	占比	2015营收	占比	2014营收	占比
衬衫	14.1	33%	13.9	33%	13.6	33%
上衣	12.9	30%	12.7	30%	11.7	28%
西装	8.6	20%	8.7	21%	9.3	23%
裤子	6.3	15%	6	14%	5.6	14%
其他	0.8	2%	1	2%	1.1	2%
总计	42.7	100%	42.3	100%	41.3	

与印象不同的是，没看财报前，以为雅戈尔主要收入来自西装；看后才知，原来自产的衬衣和外包的上衣（夹克）才是雅戈尔的最大营收来源。这张表的结论很清晰，基本零增长，且产品结构也大体固定。几乎可以忽略的少量营业额增长，来自营业面积的扩大——2016 年 38.2 万平方米，2015 年 34.9 万平方米，2014 年 34.3 万平方米。

再看一张表，更令人担忧了（看不清截图，可点击放大阅读）：

(2). 产销量情况分析表

单位：万件/万套

√适用 □不适用

主要产品	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减（%）	销售量比上年增减（%）	库存量比上年增减（%）
衬衫	486.25	578.56	504.46	-0.56	1.41	-15.51
西服	70.30	77.28	121.94	1.30	-5.38	46.07
裤子	186.12	217.48	211.73	0.25	4.19	-12.66
上衣	219.53	251.15	252.62	7.65	9.86	-11.12
其它	73.45	104.08	127.06	-19.32	-10.68	-19.96
合计	1,035.65	1,228.55	1,217.81	-0.32	1.86	-10.85

产销量情况说明

公司一方面“以销定产”，实施商品企划推进产品结构调整和供给侧改革；另一方面积极“促销量、去库存”，在确保毛利率保持稳定水平的前提下，存货去化率提升 2.86 个百分点至 12.52%。

以这张表的数据和表末的说明看，公司 2016 年是控制了生产，以尽力消化库存，体现为每种品类当年生产量都低于销售量。然而，年末各品类库存量均远大于当年产量，接近于全年的销售总量，其中西服库存甚至超过一年半的销售量。

单店平均库存衬衣约 2000 件，西服近 500 套，裤子 800 多条，夹克近 1000 件，其他约 500 件。存货价值 17 亿，按照雅戈尔 64%毛利率倒推，相当于对应着 47 亿销售额。按照雅戈尔的存货跌价准备计提方法，服装存货只要不超过三年，就不计提跌价准备。这状况，如果我是老板，会冒冷汗的。

不过，据咨询我家领导的闺蜜——一位从事服装行业生产和销售二十多年的资深人士（和雅戈尔定位近似的地方西装品牌），美女看了数据后说，以她对服装行业以及雅戈尔的了解，这个库存量是以直营为主的服装行业基本合理的库存。以批发为主要经营模式的服装企业，库存可以控制在年销量的 20%左右。

这行业不好干啊，要是老唐干，看着一堆确定必将随着时间推移贬值的库存，绝对一个头两个大。

回过头来说，为什么不断增加投入，扩张营业面积，而雅戈尔服装板块的营业收入却基本不动呢？我觉着两张截图可以说明问题。

图一：2012-2016 年零售额增速

上图来自雅戈尔 2016 财报 11 页，图上展示的曲线可以说明这么几个问题：①红线代表服装鞋帽针织品零售额的增速，趋势是下滑，但增速依然超过 GDP 平均增速；②右上角蓝线，代表穿类商品网上销售增速较快；③左下角紫线，意味着“大型”服装企业增长远远落后于行业平均增速。

原因不难理解。网上销售带来用户的便利，我们都有亲身感受，网上销售的增长，对于类似雅戈尔这种线下销售占比 97%的传统服装企业而言，挤压几乎是必然的。

而大型企业不好过，可能是消费升级带来的个性化需求增长的体现。小型服装企业追赶流行潮流更快，决策环节更少，加上网络销售的展示和推广速度，满足了消费者求新求变求个性的心理。此种情况下，大型企业的规模化生产，反而容易变成规模不经济，加上决策链条长，对市场反应较慢，增速落后也实属情理之中。

另一张图，来自网络，是这几天疯传的一个笑料。数据真假不知，大家也一笑了之好了。

雅戈尔，一家主要以“线下经营为主”，目标消费者为“男人”的“大型”服装企业，行业三大不利因素占齐，怎么增长？

怎么增长？董事长李如成也是抠破头皮，以前试图发展地产，大搞金融投资，业绩犹如那海上的波浪，有时起、有时落。这眼看地产和投资也是靠不住（为啥靠不住，后面会写），67 岁的李如成老先生，在淡出企业管理很久后，去年秋天高调复出，宣布要在三年内投资 100 亿元——财报里说是 2015~2020 年间投

资 100 亿，其中 2017 年投 20~30 亿——再造一个雅戈尔。

百亿投资的重心是下注 Mayor 品牌，计划产品定价在 8000 元~15000 元之间，打造“中国管理者的新装”。其中 80 亿元投入实施平台战略，20 亿元投入实施会员战略、多品牌战略、 供应链战略及信息系统建设。

这个不知道该翻译成市长还是镇长的 Mayor 品牌，过去三年的专卖店数量、营业收入和毛利如下表：

	专卖店(家)	营业收入（万元）	毛利率	毛利润（万元）
2014	31	2099	64%	1342
2015	41	2829	42%	1184
2016	41	4756	59%	2802

（备注：毛利润等于营业收入减去服装的原料及直接生产成本）

过去三年，Mayor 的毛利率均低于现有主品牌雅戈尔（雅戈尔 2014~2016 分别为 69%、65%、64%），营业收入也暂时处于可以忽略的地位。它怎么才能变成另一个雅戈尔呢？

李如成宣布，他将在三年时间内，投入 100 亿元，启动科技与创新战略，打造服装实体产业发展的加速度，称为中国服装行业、乃至整个服务产业的时尚坐标。

雅戈尔挖来了乔治.阿玛尼的设计师、台湾人龚乃杰，担任公司设计总监。新装修的雅戈尔之家，请来的是顶尖设计师 Philip Handford——过去，他们只为 Burberry 等奢侈品牌设计门店空间——摘录自 2016 年 10 月 21 日媒体报道《雅戈尔董事长李如成：宁波帮大佬的百亿新赌局》。

同样在这篇报道里，还披露了李如成董事长不计成本的大气魄：

9 月 24 日，在无锡最热闹的三阳广场周边，占地面积近 3000 平米的雅戈尔之家开张了，这是雅戈尔再次为百年老店投入的资产。这个大型专卖店地产的购入总价为 2.5 亿，装修价格达到了每平米 1 万元，因此这家卖场总计投入近三亿。

而李如成对这家新开卖场的销售预期，第一年只有 2000 万元。稍加计算便可得出，这家卖场的销售总额仅能与卖场折旧持平。

亏损只是李如成“千店战略”计划的一部分。李如成已在公司内部提出，近几年要在国内建立一千家类似规模的卖场，预期销售额均为千万级。

在上海的南京路，这家企业已经投资上亿元建立了第一个中心卖场。“南京路这家卖场的销售额为 4000 万元，但如果我们拿来出租，每年仅租金就可达到 3000 万元。”李如成说。

这个为中国管理者打造新装的豪赌，结果如何，现在很难预料，至少老唐预测不出来。但作为一个保守的投资者，看看过去五年（2012~2016）雅戈尔服装板块的净利润数据：7.9 亿、6.4 亿、6.5 亿、6.5 亿、5.5 亿，掂量一下即将掏出去的百亿资本投入，冷汗 biu 的一声就出来了。

而且，关键问题是，商务男装，能折腾出花儿来？我怎么觉着是一个同质化非常严重的产品呢？老唐十多年前工作的时候，定制的那些观奇洋服（当年比较牛叉的香港品牌，也不知道还在不？），今天从衣柜里翻出来，我看跟潮流也没啥区别呢？

以公司的经营计划看，2017 年服装板块的目标是实现销售收入增长 10%-15%，即达到 49~51 亿之间，净利润率继续按照 12%估算，净利润也就 6 亿左右。

因此，对雅戈尔的服装板块，我的观点是：吃不饱、饿不着，靠精打细算抠成本，过点小日子。至于

百亿再造的结果，是行业内高手的赌局，生人勿近。

精打细算的苦命生意，年净利润 6 亿左右，面临巨额资本支出，赌局结果难以预料，这种生意，估值上限最多能给 10 倍市盈率，按照 60 亿合理估值考虑。合理估值的六折，可以考虑买入。

那么，地产和投资板块又如何呢？请继续阅读中篇和下篇。

第162篇.　　2017.06.24-生人勿近雅戈尔(中)

原创　2017-06-24　唐朝　唐书房

上篇谈了雅戈尔的服装板块，本篇来看雅戈尔地产板块。

雅戈尔的地产板块很简单，所以本小节比较短，仅有不足 1600 字，但由于服装板块和投资板块均已近三千字，加在哪边，都有点不便于阅读，只能勉强独立成篇。

在雅戈尔 2016 年财报里谈到地产部分时说：

2016 年交付结转面积　70.72　万平米。

2016　年初，雅戈尔结存可售面积　51.58　万平米，年内新推/加推宁波都市阳光、雅明花苑及苏州太阳城北超高层等项目，新增可售面积　20.02　万平米。

报告期内，雅戈尔完成预售面积 39.45　万平米（订单口径），去化率为 55.10%，较上年同期增加　7.31 个百分点；实现预售金额 584,381.37　万元。

截至报告期末，雅戈尔杭州区域项目已实现全部清盘；上海长风　8　号项目结存住宅 2 套、会所 1 套、车位 241 个（老唐注：该项目 2015 年末就只剩下住宅 12 套，会所 1 套，车位 288 个）；

合作项目进入尾声，除水岸枫情二期(30%)剩余少量尾房、九唐华府三四期(35%)进行前期工作外，其余基本实现住宅清盘。

报告期内，雅戈尔以　116,026　万元竞得苏地　2016-WG-34　地块，土地面积　3.15　万平米，拟开发计容积率建筑面积　10.11　万平米。截至报告期末，雅戈尔土地储备共　4　个，土地面积 40.94　万平米，拟开发计容积率建筑面积　66.19　万平米。

截至　2016　年末，公司结存可售面积　31.25　万平米；2017　年计划新增可售面积　29.28　万平米。2017　年，公司预计地产开发业务实现预售金额　70　亿元。

以上表述，清晰展示：原材料就这么多，2016 年交付结转面积 70.72 万平米，实现营业收入 102.7 亿，净利润 15.1 亿。预售面积 39.45 万平米（均价 1.48 万/平米），年底还余可售面积 31.25 万平米，计划新增可售面积　29.28　万平米。

公司计划 2017 年实现预售金额 70 亿，加上 2016 年末的预收房款 45 亿，意味着 2017 年完成 70 亿计划后，且所有房屋均完成交付，一分钱预收款不留，最多也只有 115 亿，同比增长不超过 12%。

更何况，还有三个潜在问题，

（1）2016 年全国商品住宅销售面积、销售额分别同比增长　22.4%和　36.1%，如此形势大好的市场下，雅戈尔当年也仅完成了 58.4 亿的预售。2017 年的 70 亿计划，有不确定因素；

（2）房地产企业基本不可能做到当年预售房屋全部交付，全部计入当年营业收入；

（3）2017 年 4 月 29 日，公司发布公告称，九华唐府项目预期将出现较大亏损，计提 2.55 亿减值准备，将直接减少 2017 年净利润 2.55 亿。

因此，12%的增长，对于 2017 年的雅戈尔地产板块，已经是个太过乐观的期望值了。

再看雅戈尔公司的土地储备。

2016 年新购入苏州一块面积 3.15 万平米、折合 47 亩的小地块，拟建面积 10.11 万平米（容积率约 3.2），楼面地价 1.15 万元（苏州 2016 年商品房成交均价 18293　元/平米）。

加上手头原有的三块分别为 165 亩、350 亩和 51 亩的土地（均在宁波），全部土地储备合计不到 615 亩，可建面积 66.19 万平米，不及大型地产公司一个楼盘的规模。

除位于宁波市慈溪市（这个某市下辖某市的表述真别扭）的 165 亩老鹰山地块开工时间未定，其他三块地已经于 2017 年 1~3 月分别开工。正常推测，这是 2018 年和 2019 年的菜了。

夸张点说，就算未来两三年内按照均价 2 万/平米全部清盘（2016 年，宁波房屋成交均价 14363　元/平米），一共也就 130 亿左右的营业收入，年均不到 70 亿营收，天花板一眼看到头。

过去五年，雅戈尔地产板块的营收和利润分别为（单位亿元）

	营收收入	净利润	备注
2012	51.6	10.1	2014年地产板块净利润超低，不仅因为项目毛利降低，还有整体出售亏损项目导致1.3亿亏损的确认，以及计提两个房产项目的资产减值准备10.2亿元的因素。
2013	98.7	11.7	
2014	111	1.2	
2015	98	10.2	
2016	102.7	15.1	

唐书房

无论是经营数据，还是土地储备，均显示就是一家偏安一隅的小型房地产公司，没有什么显著超出普通小房地产公司的经营能力。土地储备少，项目收益看天（房价）吃饭，想象空间有限。也正因为此，公司才会对地产板块提出“要深入探索养生、旅游、健康小镇等方向的转型工作”的规划。

这样一个仅有 615 亩土地储备，未来三年看不出显著成长，年净利润徘徊在十亿出头，缺乏核心竞争力的看天吃饭型地方小型房地产公司，老唐个人能给出的估值最多不超过 150 亿，六折可以考虑买入。

地产板块，就这么点儿内容。下篇，我们来分析雅戈尔最核心、最迷人的投（chao）资（gu）业务。

第163篇.　　2017.06.24-生人勿近雅戈尔(下)

原创　2017-06-24　唐朝　唐书房

上篇分析了雅戈尔的服装业务，中篇分析了雅戈尔的地产业务，本篇我们来看雅戈尔最迷人的亮点：投（chao）资（gu）业务。

雅戈尔 2016 年财报第 17 页披露，截止 2016 年 12 月 31 日，公司投资额累计 313 亿，市值 318 亿（其中未上市的 36 亿，按照成本计算）。明细如截图

截至报告期末，雅戈尔累计投资 3,130,413.32 万元，主要项目如下表所示：

单位：万股/万元

序号	股票代码	股票简称	股数/比例	投资成本	期末账面值	期末市值
可供出售金融资产（已上市）						
1	00267.HK	中信股份	145,451.30	1,821,627.74	1,444,178.69	1,444,178.69
2	600000	浦发银行	19,158.15	262,122.71	310,553.64	310,553.64
3	002470	金正大	15,140.00	41,862.10	119,606.00	119,606.00
4	300451	创业软件	2,404.29	3,206.42	88,718.15	88,718.15
5	002036	联创电子	2,910.53	65,457.77	55,765.71	55,765.71
6	002103	广博股份	1,444.50	290.02	25,033.19	25,033.19
可供出售金融资产（已上市）小计				**2,194,566.76**	**2,043,855.36**	**2,043,855.36**
可供出售金融资产（未上市）						
7	中石油管道责任有限		1.32%	300,000.00	300,000.00	300,000.00

唐书房

	公司				
8	绵阳科技城产业投资基金	2.22%	20,280.84	20,280.84	20,280.84
9	宁波金田铜业（集团）股份有限公司	3.05%	13,320.00	13,320.00	13,320.00
10	银联商务有限公司	1.50%	11,683.33	11,683.33	11,683.33
11	中信夹层（上海）投资中心（有限合伙）	1.96%	10,000.00	10,000.00	10,000.00
12	江西联创硅谷天堂集成电路产业基金合伙企业（有限合伙）	10.00%	3,400.00	3,400.00	3,400.00
13	深圳中欧创业投资合伙企业（有限合伙）	15.00%	495.00	495.00	495.00
14	其他项目		4,392.35	4,392.35	4,392.35
可供出售金融资产（未上市）小计			**363,571.52**	**363,571.52**	**363,571.52**
可供出售金融资产小计			**2,558,138.27**	**2,407,426.88**	**2,407,426.88**
长期股权投资					
15	002142 宁波银行	11.64%	549,728.56	549,728.56	754,611.46
16	浙商财产保险股份有限公司	21.00%	14,152.52	14,152.52	14,152.52
17	无锡领峰创业投资	41.07%	4,049.68	4,049.68	4,049.68
18	其他项目		4,344.29	4,344.29	4,344.29
长期股权投资小计			**572,275.04**	**572,275.04**	**777,157.95**
合计			**3,130,413.32**	**2,979,701.93**	**3,184,584.83**

恰好，我们翻看资产负债表，会发现公司的有息负债也是 318 亿，分为短期借款 136 亿和长期借款 182 亿。

站在现在这个节点上，雅戈尔的投资业务可以简单的这么看：借款 318 亿，买入了当前市值 318 亿的股票。很显然，这样借钱是借不到的，所以，在雅戈尔的货币资金里我们会发现，有 50 亿使用受限制的资金，同时，雅戈尔还购买了 43 亿理财产品。

通俗理解，就好比你有保证金 50 万，借款 318 万，买入了市值 318 万的股票，担保比例 116%，券商才不斩你的仓。同时你还另外准备了 43 万预备金，以防股市下跌，券商要求你追加保证金。

由此，我们可以将雅戈尔这家公司，分拆成两部分来看，其资产负债表将如下：

雅戈尔服装地产公司资产负债表

科目	金额	备注说明
现金	40	主要是银行存款
存货	117	地产存货100+服装存货17
固资	64	固定、在建、无形、投资性房产
其他	28	各类应收预付及联营合营公司股权
资产总计	249	
预收款	48	预售房款45亿，预收服装款3亿
其他	44	各类应付账款、税款、职工薪酬等
负债总计	92	
净资产	249-92=157	

雅戈尔投资公司资产负债表

科目	金额	备注说明
现金	50	保证金，不可动用
理财产品	43	在其他流动资产科目内
上市股票市值	280	已上市可售金融204+宁波银行76
非上市公司成本	39	未上市可售金融36.4+未上市股权2.2
资产总计	412	
短期借款	136	主要是境内借款
长期借款	182	主要是为买入港股中信股份的境外借款
负债总计	318	
净资产	412-318=94	

（备注：这两张表合计净资产数字比公司财报数据高 21 亿多，主要原因是此处将宁波银行按照年末市值计入，财报则是按照账面成本计入的）

前面已经对服装和地产单独估过值了，于是雅戈尔这家公司究竟能值多少钱，关键就看后面这张报表我们愿意出什么价了。

雅戈尔投资部分，财技花哨，时不时地利用处置股权、改变会计计量方法等财务手段，调节当年合并利润表数据（当然，是合法的），例如 2016 年雅戈尔的投资收益就靠四条途径实现：

①改变宁波银行、浙商财险、联创电子的会计计量方法；

②清仓出售所持宁波长丰热电 50%股权；

③炒股。减仓或清仓浦发银行、联创电子、中信证券、广博股份、金正大、中国平安、银联商务等上市或非上市公司股票；

④获得分红和理财产品利息。

然而，我们穿透来看，无论其财技怎么展示，这个雅戈尔投资公司，就是一个股票账户，其价值必将由截止 2016 年 12 月 31 日合计持有的 412 亿资产、318 亿负债，以及背后这个操盘人士的能力所决定。

先说人。

看高管履历和职务，基本确定，上市公司总经理兼雅戈尔投资公司总经理李寒穷，是雅戈尔投资板块的总负责人。就是这位美女

李寒穷，雅戈尔实际控制人李如成的独生女儿。这爹够狠的，给女儿起个“寒+穷”的名字，倒是少见。李大美女，1977 年出生，美国加州州立大学工商管理学士。

据 2015 年卸任上市公司副董事长的李如刚（李如成的弟弟，俩人还有个小弟弟李如祥任上市公司监事长），对这位侄女的公开评价是：留过洋、学历高、视野开阔、头脑灵活。

李寒穷 24 岁在宁波某外贸公司做业务员，25 岁在一家中日合资企业驻欧洲分部做业务员，27 岁进上海实业集团（香港上市公司“上实控股”的控股股东）投资部作经理助理，28 岁进雅戈尔做董事，30 岁任雅戈尔投资公司总经理。

31 岁时（2008 年），雅戈尔挖了国内大型公募基金“富国基金公司”的墙角，时任富国基金投资总监的陈继武离职，带着几个手下和雅戈尔成立了上海凯石投资公司，雅戈尔持股 70%，李寒穷出任凯石投资副总经理。

网上有传闻，说李寒穷和陈继武在凯石投资期间擦出火花结婚了，估计是假的，因为陈继武后来被雅戈尔扫地出门了，看着不像是女婿待遇。

扫地出门的原因，是 2011 年凯石投资爆亏，将公司资本金亏掉一半。估计李如成和李寒穷此时才发现这公募基金公司投资总监，传说中的高手高手高高手，遇到熊市一样的死的不要不要的。既如此，还不如自己来，再差也至少亲手娱乐了。就这样，李寒穷大美女就登上了一线战斗队伍。

然而，观摩李大美女 2012 年以来的操作，颇有些眼花缭乱，怎么也揣摩不出来其投资体系是什么。2012 年至今，不完全统计，美女至少买卖过以下上市公司股票：圣农发展、东方锆业、新疆众和、工大首创、杭州解百、浦发银行、中信证券、宁波银行、广博股份、上汽集团、海南橡胶、金正大、徐工机械、金种子酒、华鲁恒升、中金黄金、山煤国际、华新水泥、广百股份、海正药业、海利得、兴蓉投资、生益科技、精功科技、云天化、黔源电力、凌云股份、科大讯飞、泸州老窖、中信股份 H、新华保险、中国平安、创业软件、国信证券、中国平安 H　、联创电子……长持短炒均有，赚赔不定。

老唐瞅了这份股票交割单很久，基本上不同行业、不同板块、不同类型、不同估值的企业均有，愣是没琢磨出来美女及其团队的能力圈是什么，投资体系是什么，更倾向于哪一类型投资。老唐还做了一张表，分别列出过去五年，每年确认获利和确认赔钱的股票名单，看后也没发现什么有价值的东西。只能说李大美女风格飘忽、逻辑难懂了。如果遇上这样一位基金经理，你依据什么敢把钱交给她去炒股呢？

说完人，再说当前持股。截止 2016 年底，李大美女 318 亿市值的持股中，前五大持股是：中信股份 H，市值 145 亿；宁波银行，市值 75 亿；浦发银行，市值 31 亿；金正大，市值 12 亿；创业软件，市值 9 亿。第一大持股仓位占比约 46%，前三大持股仓位占比 79%，前五大持股仓位占比 85%，属于集中持股类型（和老唐的仓位结构差不多）。

统计美女持有的股票自 2016 年 12 月 31 日至今的涨跌情况，中信股份 H+10%；宁波银行+9%；浦发银行+3%；金正大-6%；创业软件-16%，联创电子-14%；广博股份-23%。其中浦发银行、金正大、创业软件均

在今年一季度有部分减持，广博股份一季度清仓，减持及清仓价位不详，粗略按照 2017 年新增浮盈约 20 亿估算。

另外，未上市股权里面，或许隐藏有低估价值。例如雅戈尔比较自豪的投资银联商务公司 1.5%的股权，在账面上是按照 1.17 亿元计入的，但依照公司 2016 年 11 月 4 日作价 6.51 亿卖出银联商务公司 3.5%股份来看，目前还剩余的 1.5%股权市场价值约为 2.8 亿，为账面值的 2.38 倍。

由于其他未上市公司没有可比市价，假设我们乐观的考虑雅戈尔所有未上市投资均是银联商务这样的优质品种，也就是说 39 亿未上市投资品的市场真实价值按照 39×2.38=93 亿，增值 54 亿。

那么，今天，我们面对这样一个净值 168 亿的炒股账户，多少钱你愿意买？或者你可以将其缩小一万倍，假设单位为万，多少钱你乐意买下这个炒股账户？

资产		负债	
上市公司股票市值	300亿	国内短期负债	136亿
非上市公司股票市值	93亿	境外长期负债	182亿
现金及理财	50亿+43亿		

唐书房

如果背后的操作者是巴菲特或者段永平，我愿意给溢价，然而不是；

如果所持核心股票是我懂的，是我准备在此时买进的，我愿意给溢价，然而不是；

如果投资风格清晰，支撑体系可靠，我愿意给平价，然而不是。

对操作者本人不熟悉，对其操作体系不了解，对其核心持股没研究，这样一个投资账户，也只能是生人勿近。

于是，只剩下一种情况我愿买入，那就是：明显折价，让我有便宜占。所以，对雅戈尔投资板块，老唐的最高出价是：六折，不超过 100 亿。

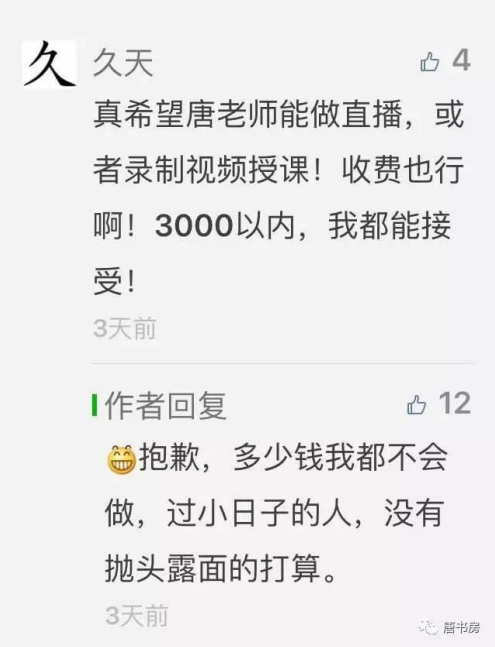
结论：三个板块的合理值加总为 60+150+168=378 亿，有买入价值的位置为 230 亿以下。当前市值 365 亿，无投资价值，上涨下跌靠博傻赌运气。

第164篇.　　2017.06.27-《生人勿近》诞生记（上）

原创　2017-06-27　唐朝　唐书房

本文缘起。缘起本在昨日投票文里交待过，由于老唐无知，那篇文章设计的投票方式，据说违规，所以删掉了。绝大多数朋友没有看到，这里再啰嗦一次。

6 月 24 日，老唐发表了《生人勿近雅戈尔》上中下三篇文章后，当日，读者久天留言建议老唐搞直播或录视频，说 3000 以内愿意付费。老唐回复说，多少钱都不做，过小日子的人，没有抛头露面的打算。



昨日，恰好又有其他读者发信息来提类似要求，老唐灵机一动，想到一个变通办法：

正好我写文章的原始笔记还在，脑中记忆痕迹也还没有消失。我可以写一篇流水账，展示外行老唐从拿到雅戈尔财报开始，按照什么顺序阅读，记录了哪些数据，对这些数据的思考和验证轨迹，最终如何诞生出《生人勿近》那三篇思考结果的。

这样就如同对老唐周四周五的整个阅读、写作和思考过程录了像，然后再用文字将整段视频表述出来。除了中年胖子眼镜男的形象需要你自动脑补以外，其余与视频无异。

这样，不需要 3000 元，你只需随意打赏即可。甚至不打赏，白看，老唐也不会隔着屏幕出来咬你。老唐呢，也可以继续从事自己那光辉的事业：安静的胖纸宅。于是本文诞生了。

言归正传。本文是流水账，也考虑到大家的可模仿性（本文非娱乐性，是技能学习类，浮光掠影看一遍，等于没读。严重建议：同时打开书房文章《生人勿近雅戈尔》，以及雅戈尔 2016 年财报，与本文对比阅读），可能行文比较啰嗦，还请忍耐。

首先呢，当然是下载雅戈尔 2016 年年度财务报告喽，PC 上一份，IPAD 上一份，同时打开。IPAD 胜在轻巧，便于手持，利于摆个葛优瘫造型阅读。阅读中，发现需要有查询的地方，起身到 PC 上搜索，免得来回翻，乱了 IPAD 上页码顺序，顺带也避免自己坐的太久，脊椎腰椎不爽。

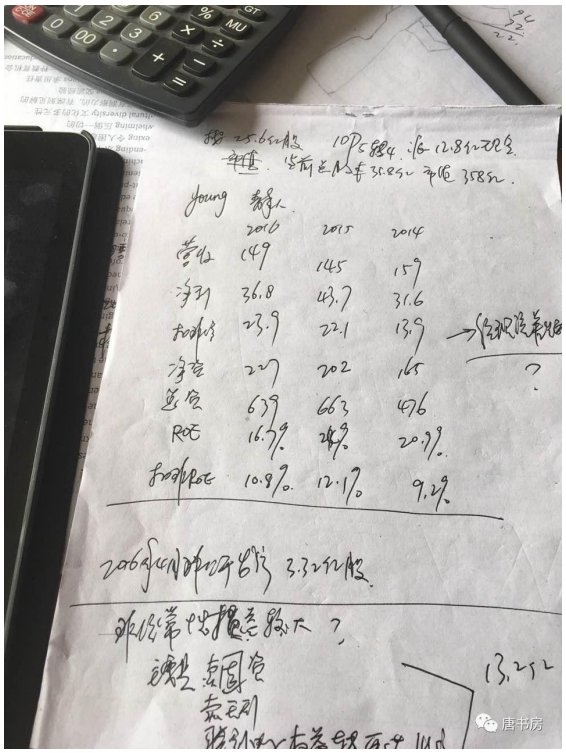
年报到手，穿上最宽松舒适的衣服，准备好纸笔计算器，开工。

财报第一页（以后行文称 P1），瞄了一眼第三条会计师事务所的标准无保留意见，再记录了分红方案备用：10 派 5 元转 4 股。手机股票软件里找到雅戈尔，记录股本和市值情况：总股本 35.8 亿股，总市值约 358 亿（开始看的时候，雅戈尔 10.05 分，周六发表时修改为周五收盘市值）——都是概数，不需要特别精准到小数点后几位。轮廓性的印象有了，继续往下。

P4p5（中间跳过的页码，代表着没啥有价值的东西需要记录，下同），释义部分，阅读一遍。对于一个新行业，财报里会有些相关专业术语的诠释放在这里，例如这两页里关于服装工艺和品牌的释义，这些必须看了以后，才能使财报阅读正常进行，所以，必读。

P7，三年主要财务数据，记录在纸上，记录时发现两个问题：①非经常损益较大。顺带的必然，扣非 Roe 和 Roe 差异也很大，记录，原因待查；②经营现金流净额和净利润差距颇大，什么原因，是经营成本

支出过大？是销售没有在本期收到货款？还是净利润主要非经营所得？该记录如图：



（为便利阅读，加上字迹潦草，照片就上这一张，用于示意，后面不再上这种影响市容的照片了）

注意，每股指标，我一般是不看的，意义不大。作为一名投资者，我建议大家养成从公司整体的角度去看盈利、市值和增长等数据，养成“买股票＝收购公司的一部分”的思考习惯，而不是着眼每股收益、每股增长等炒家思维，后者容易受股本变动因素影响。

P8，注意到不同季节营收差距最高达三倍，什么原因，待查。

p9，记录非经常损益的主要构成，大头是卖固定资产、卖无形资产、转变联创入账方法，卖股权，合计增加约 19 亿税前利润。

P10，看到了公司账上的可供出售金融资产（名词我就不解释了吧，不懂的，翻《手把手教你读财报》82 页）。看到了持有的可供出售金融资产是中信股份 H 股、浦发银行、金正大、创业软件、联创电子、广博股份——期末余额那一列，合计金额 204 亿，规模是总资产的三成多，近乎净资产总值，意味着公司除了这些持股以外的部分，基本约等于债务，这个结构说明投资是公司的核心业务。

该页面中间有些小渣渣，数量和金额极少，明显是中签的新股，就不去管它了。2016 年内加仓了浦发银行、广博股份，减仓了中信股份 H、创业软件、金正大、中信证券。

联创电子，是从长期股权投资变过来的，因为什么变的，变动带来了多少当期利润？在 pdf 搜索框里输入“联创电子”搜索，找到 P166 的说明

公司于 2016 年 4 月 7 日召开第八届董事会第二十二次会议，审议通过《关于变更对联创电子科技股份有限公司会计核算方法的议案》，2016 年 3 月 17 日起对联创电子科技股份有限公司的会计核算方法由长期股权投资变更为可供出售金融资产，该会计核算方法变更增加本期投资收益 1,240,776,940.08 元。

到雪球雅戈尔个股页面，公告里面找 2016 年 4 月 7 日的公告，下载下来，看变更理由合理不，变更如何产生投资收益，以及产生了多少收益。

该公告显示，联创电子经过资产重组，雅戈尔持股由 30.08%降低为 13.18%，从控股股东变更为第二

大股东，董事席位有 2/7，减少为 1/9，变更理由合理。变更当日，持股 7845 万股，市价 17.6 亿，股价约 22.4 元，变更增加当期利润 9.3 亿元。

回财报里搜索“联创电子”，p16 显示年底还剩联创电子 2910 万股，市值 5.6 亿，单价约 19.2 元，股价跌了，公司也抛掉了大部分（跌和抛，可能互为因果），退居为第三大股东。看 p10 表格里对当期利润的影响一栏，减持价格还不错，总计卖了约 7845-2910=4935 万股，合计净赚约 5896 万元（相比约 22.4 元的记账成本），考虑到企业所得税，大约是卖在均价 24 元左右。

有些朋友可能对从长期股权投资变更为可供出售金融资产，怎么能产生投资收益不理解。而且老唐知道，即使你去百度，度出来的也是天书，非会计专业的看不懂（甚至有些会计专业的也脑壳青痛）。这里插播全网独一无二最好懂的老唐牌中翻中：

变更的时候，账面价值与变更日股权的公允价值的差价，会计入当期利润表。同时，该股权以前放在资本公积里的变动（可能正，可能负），也会挪出来进利润表。

账面价值啥意思呢？简单说就是雅戈尔买联创股权的成本，加上联创历年利润里雅戈尔应该得的那部分，减去联创实际分红给了雅戈尔的部分。比如说，雅戈尔起初成本 200 买的联创 30%股权，联创去年赚了 50，那么雅戈尔应得利润为 50×30%=15，这个 15 就进了雅戈尔的利润表。

实际联创的分红方案是从 50 里拿出 30 来分，雅戈尔就实际只拿到 30×30%=9，于是雅戈尔持有的联创股权账面成本就等于 200+15-9=206，意思是赚了 15，但只收到 9，还有 6 继续投资在联创了，计入长期股权投资成本里。

如果今天联创市值（市值=每股股价×总股本）是 1000，那么 30%股权的公允价值就是 300，今天雅戈尔要变更会计计量方法，这个 300-206=94 的部分，就要算今年的投资收益。同时，持有联创股权期间，可能有少量计入资本公积的变动，比如说是-8，于是，变更会计计量方法就产生本期投资收益 94+（-8）=86。

从变更以后，可供出售金融资产的账面成本就是变更那一天的市价了（公允价值 300）。之后作为可供出售金融资产的联创电子，就只有每年的分红算进雅戈尔的利润表。

联创股价涨跌进雅戈尔资产负债表的资本公积里，只影响净资产不影响利润表，一直到卖股票的时候才计算最终盈亏。这个应该都知道吧，《手财》讲过的。

这种合理合法的财技，一般怎么玩呢？简单说，如果股票涨的厉害，而该公司经营利润并不怎么样，就想办法从长期股权投资变成可供出售金融资产，这样就不需要按照经营净利润比例来计算投资收益，而可以把股权差价一次性算进当年投资收益里。

反之，如果股价涨幅一般般，公司经营利润却挺高的（例如后面的宁波银行），那就从可供出售金融资产变成长期股权投资，这样，就以按照每年（宁波银行的）经营净利润的比例算投资收益了。

当然，这是指的需要美化利润表的时候。需要丑化利润表的时候，则反其道而行之。至于达到合理变更的条件，可以通过增持股票、增加董事席位、和对方公司达成某种合作条件等增加影响力的手段，也可以反过来，通过减持、辞掉董事席位，减少和对方的某些合作等降低影响力的手段。

插了一点小科普，还是回到报表来。看完联创电子变更的情况，继续猴子给给~~进入 P11 公司业务概要。

记录，公司业务三大块，服装、地产和投资。服装，看公司提供的那张图表，行业增长 7%，大企业负

增长，网络销售增长 18%；地产，全国性牛市，销售面积、销售额均出现大幅增长。公司地产业务主要经营区域宁波和苏州，宁波均价 14363 元/平米，同比涨 7%；苏州均价 18293 元/平米，同比涨 45%。

P13，核心竞争力。记录，服装部分，套话，未发现区别于同行的核心竞争力；地产部分，聚焦本地，“可能”具备某些政商优势。探索文化、旅游、养生、养老地产的提法，可能说明当前模式的日子不好过。

P14 经营讨论与分析章节，这是一个需要重点阅读的地方，是对后面三张表的阐述，也是董事会向股东做的年终汇报。阅读并记录相关重要信息。

服装部分，品牌服饰销售收入 42.7 亿，主品牌雅戈尔 37.9 亿，其他子品牌合计 4.8 亿；直营销售 36.2，同比增长 1.4%，占比例 85%，为公司主要销售渠道；加盟、团购分别完成销售 2 亿和 3.3 亿，同比降低 8%和 14%。

品牌服饰毛利 64%，同比-1%；品牌服饰和代工合计实现净利润 5.47 亿，备注问题：代工营收是多少？

库存大幅下降，一年内库存占比 56%，一至两年库存占比 26%，意味着两年以上库存占比 18%。记录问题，库存总量多少？

服装板块战略，①聚焦高端成衣和定制服装品牌 Mayor；

②开大店，设大厅，营业店面 2554 家，营业面积 38.2 万平米。用 42.7 亿营收和 5.47 亿利润，计算单店年营收和年利润，初步影响，苦生意。150 平米的店铺，日均销售 4580 元，日均净利润 587 元；

③会员战略。会员 286 万，累计消费 29 亿，人均年消费约 1000 元，疑似单次消费金额，怀疑是买服装时，以售后服务为名建档成为会员。这样的会员，价值不大。

地产板块，2016 年结转面积 70.72 万平米，预售 39.5 万平米，实现预售金额 58.4 亿，同比下降 18%。截止 2016 年底，杭州项目清盘，上海项目剩两套房子加会所及 241 个车位，近于清盘，合作项目余少量尾盘。

土地储备，新拍一块苏州小地块 3.15 万平米，可建面积 10.11 万平米，土地储备一共 4 块，面积合计 40.94 万平米，可建面积 66.19 万平米。按照一亩≈667 平米计算地块大小，同时记录问题，另外三块地在哪儿，各自多大？周围房价多少？

地产方面，没有提出向其他城市扩张的想法，依然集中在宁波，提出探索养老、旅游、度假、酒店等模式，收购了一个生态农庄，记录，买的谁的，是否关联交易，多少钱买的，有没有重大影响？

（未完，请继续阅读下篇）

第165篇.　　2017.06.27-《生人勿近》诞生记(下)

原创　2017-06-27　唐朝　唐书房

继续看 P16 投资部分，当年实现投资收益 32.3 亿，其中

①改变宁波银行和浙商财险的会计核算方法，产生 7.23 亿；

②变更联创电子会计核算方法，卖出长丰热电 50%股权，产生 13.7 亿；

③卖股票产生 5.8 亿；

④分红和理财收益，产生 5.5 亿。

实现净利润 16.6 亿，按照 25%所得税反推，税前利润约 22 亿。投资收益 32 亿，税前利润 22 亿，说明投资相关的成本约 10 亿。投资相关的成本，只能是资金利息成本和管理人员成本。搜“财务费用”，P135

找到利息支出 11 亿。

公司投资部分账面成本 313 亿，市值 318 亿，投资成本与市值差异较大的主要有两项，一是以可供出售金融资产入账的中信股份 H 浮亏 38 亿，二是以长期股权投资入账的宁波银行浮盈 21 亿。

持股分 318 亿分为三部分：上市可供出售金融资产 204 亿，未上市可供出售金融资产 36 亿，长期股权投资 78 亿（主要就是宁波银行）。前后两类都有清晰市值，中间一类没有清晰市值。

继续记录 p17 相关财务数据。公司合计营收 149 亿，同比+2.5%；净利 36.8 亿，同比-16%；其中服装营收 44.6 亿（此处知道了品牌服装销售以外的业务营收，44.6-42.7=1.9 亿），净利润 5.47 亿，同比-16%；

地产营收 102.7 亿（对比结转面积，可知销售均价约 1.45 万元），同比+5%，净利 15.1 亿，同比+48%；

投资业务净利润 16.6 亿，同比-39%。其他纺织和电力合计营收 1.7 亿，亏损 2747 万元。

公司总资产 639 亿，资产负债率 64.18%，负债约 410 亿，归母净资产 227 亿，存货 117 亿。搜“合并资产负债表”确认债务和存货构成。

P63，短期债务 136 亿，长期借款 182 亿，一年内到期的非流动负债 0.06 亿，有息负债合计 318 亿。债务和持有的投资品市值基本相等。

搜“存货”，p19 看到服装存货明细

(2). 产销量情况分析表

单位：万件/万套

√适用 □不适用

主要产品	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减（%）	销售量比上年增减（%）	库存量比上年增减（%）
衬衫	486.25	578.56	504.46	-0.56	1.41	-15.51
西服	70.30	77.28	121.94	1.30	-5.38	46.07
裤子	186.12	217.48	211.73	0.25	4.19	-12.66
上衣	219.53	251.15	252.62	7.65	9.86	-11.12
其它	73.45	104.08	127.06	-19.32	-10.68	-19.96
合计	1,035.65	1,228.55	1,217.81	-0.32	1.86	-10.85

产销量情况说明

公司一方面“以销定产”，实施商品企划推进产品结构调整和供给侧改革；另一方面积极“促销量、去库存”，在确保毛利率保持稳定水平的前提下，存货去化率提升 2.86 个百分点至 41.52%。

按照 2544 家店面，计算店均存货量，配合前面记录的店均营收和店均利润，得出苦生意的结论。

P27 看到雅戈尔对服装存货的跌价准备计提方法，以及服装存货总价值 16.45 亿，记录存货 117 亿，其中服装部分约 17 亿，地产部分约 100 亿。

想起领导的一位闺蜜是雅戈尔同行，从业二十多年，遂微信咨询美女对该存货量的看法，记录。

P18 页，服装销售中，衬衫，西服，裤子，上衣及其他的分别占比数据，统计。下载过去五年的财报，找到同一位置，看过去五年销售结构是否发生过大变化，过去五年每年营业面积是多少平米。统计表格后得出结论，结构几乎没有变化，产品销售基本稳定，有限的少量增长来自营业面积的增加。

P21 页，公司解释了经营现金流金额减少主要是因为房地产销售减少 21.4 亿。

P22 页，四块地皮的大小和位置，百度各地皮的名称找到所在城市。粗略估算几块地皮全部建成房产后，大致能带来多少营业收入。得出地产业务，发展空间不大的结论。

P25 页和 p26 页，门店情况，统计一下公司战略规划里说过，重点发展的 Mayor 品牌门店的数量变化，以及营业收入、毛利润情况。

P27，注意到花费 1.17 亿收购大桥农庄 100%股权，解答了前面记录的疑问。搜“大桥生态农庄”搜到

P143，固定资产 8133 万，无形资产 4744 万，作价 1.17 亿卖给了雅戈尔。p144 显示，买回来 9 个月经营收入 10 万 7 千多元，净亏损 1000 万出头。看样子是个不怎么经营的农庄，没啥看头，具体怎么探索新模式，暂时没看出来。非关联交易，忽略。

P28，披露了 2016 年 11 月作价 6.51 亿出售银联商务公司 3.5%股权事宜，反推手头还剩下的 1.5%银联商务股权价值为 6.51/3.5%×1.5%=2.79 亿。

P29，2017 经营计划，服装计划销售收入增长 10%~15%，为此计划 2015~2020 年增加投入 100 亿，其中 80 亿作平台，20 亿实施会员战略、多品牌战略、供应链战略及信息系统建设。2017 年将投入 20~30 亿（资金主要由 2016 年定向增发新股募集的资金解决），计划累计投入 8 亿元启动高端制造。

一般这种大的战略转型，都会有媒体宣传，上网百度“雅戈尔　百亿”，立刻搜到《雅戈尔董事长李如成:宁波帮大佬的百亿新赌局!》,《牵手五大欧洲高档面料商　五年投百亿再造一个雅戈尔》这样的新闻报道，找到了《生人勿近》文章里提到的雅戈尔将投入百亿打造 Mayor 品牌的相关内容。

至此，一个营收基本停滞在四五十亿，以网下传统销售为主，库存高企，增速缓慢，年净利润五六亿，未来即将出现大额资本投入需求的服装板块轮廓已经基本清晰。考虑到雅戈尔有不少店面是早期买的，只计算少量折旧，不用按照租金记录经营成本，实际经营情况可能更加悲惨——正如新闻报道里李如成董事长自己说的，买一个铺面做销售，一年营收才 4000 万，实际上租出去的话，租金就可以收 3000 万，若考虑租金，实际上是巨亏。

于是，老唐给这部分业务最高估值也就 10 倍市盈率，算 60 亿，即便是这，已经是考虑了雅戈尔知名品牌、男装的潮流变化较慢以及董事长本人过往良好的口碑，否则，一个要精细化管理靠节省成本才能年赚五六亿利润的生意，如果要面临巨大的资本支出，仅这个不确定性，现在付出 36 亿值不值买，还要打个大大的问号呢！上篇就出炉了。

地产部分，由于老唐对地产一直不感兴趣，原因是很多年前，一个做地产的熟人，曾经这样吐苦水，3000 万买一块地，求爷爷告奶奶地走通各个环节，起早贪黑担惊受怕的八个杯子五个盖，总算把房子修起来卖的七七八八了，一算账能赚好几千万。

但赚了钱，不能就这么回家抱娃吧，还得买地继续滚啊。隔壁去一看，本钱加上利润，也就勉强购买隔壁差不多大一块地。这搞房地产的，终极形态到底是什么样子呢？现金买地—建房换现金—现金买地—建房换现金—现金买地……周而复始。最终留给股东的，不知道是一堆现金，还是一大片荒地？如果始终不产生或者很少产生现金流，投资者的回报，必须寄期望于牛市来临，这很难让我夜夜安枕。

正是因为这样的思路，老唐其实是错过了房地产股的巨大涨幅的，无论是万科、恒大、融创还是其它地产。不后悔，理解不了，拿在手上也拿不稳，非要依靠房价上涨或者股市走牛才能获利的公司，利润不是我的。

也正是因为这样的思路，雅戈尔的地产部分，其实很容易估算。搜一下“预收款项”，p124 标的清清楚楚，预收款 48 亿里，有 45 亿是预收房款，加上公司计划 2017 年完成预售 70 亿，即便完成，且全部交了房计入营业收入，这部分也就 115 亿，同比增幅不超过 115/102.7=12%，况且，2017 年房市还有没有 2016 年那么火爆，能不能完成 70 亿销售，能不能全部计入营业收入，这都是不确定因素。

再考虑土地储备一共也就能建设 66.19 万平米，即便未来两三年里全部开工建设并销售一空，按照宁波房价 1.5 万左右的均价，两三年里算它再涨三成，总体也就 130 亿左右营收，其他的，还没看见影子呢！

这样的年销售百亿规模，年净利润 15 亿的地方小型地产公司，能给个什么估值呢？

即便考虑到雅戈尔部分自有房产的隐藏增值，老唐认为最多给 10 倍市盈率就是上限了。十倍市盈率的大致意思就是说，如果公司每年将净利润的 50%拿来分红，回报基本等于国债或理财收益。因此，地产部分老唐给出 150 亿估值，有 6 折以上的便宜，才值得考虑。

至此，服装及地产部分就搞定了，最后看投资部分。首先，既然还要看投资部分的价值，我需要把地产和服装从资产负债表里拆出来，然后单独估算投资部分的资产和负债。

资产负债表里，投资部分很容易摘出来，p17 公布的投资三大块，可供出售金融资产上市和未上市的合计 240 亿，长期股权投资 78 亿。然后，其他流动资产里面有 43 亿理财产品（p111），货币资金里有 50 亿受限资金（p97），这些都可以归为投资相关。

于是雅戈尔公司的财报，就可以分拆为两份，一份投资公司

科目	金额	备注说明
现金	50	保证金，不可动用
理财产品	43	在其他流动资产科目内
上市股票市值	280	已上市可售金融204+宁波银行76
非上市公司成本	39	未上市可售金融36.4+未上市股权2.2
资产总计	412	
短期借款	136	主要是境内借款
长期借款	182	主要是为买入港股中信股份的境外借款
负债总计	318	
净资产	412-318=94	

唐书房

剩下的是雅戈尔服装地产公司，

科目	金额	备注说明
现金	40	主要是银行存款
存货	117	地产存货100+服装存货17
固资	64	固定、在建、无形、投资性房产
其他	28	各类应收预付及联营合营公司股权
资产总计	249	
预收款	48	预售房款45亿，预收服装款3亿
其他	44	各类应付账款、税款、职工薪酬等
负债总计	92	
净资产	249-92=157	

唐书房

服装地产部分，已经估值结束，现在就看此时的投资部分。

由于我们考虑的是，此时买入是否值得的问题，所以原来的持股究竟多少钱成本买进的，跟我们一毛钱关系也没有。我们要看的是当前这个时点，这些东西市值多少，我们乐意出价多少。

打开行情软件，查询了上述几只个股的市价，然后查看雅戈尔 2017 年一季报及公告，查询了公司抛出了哪些股票，大致时点价格是多少。经计算，持有上市公司的市值，毛估估上涨了约 20 亿。

再看未上市部分，由于未上市股权仅有其中一个银联商务公司的股权刚好在 2016 年 11 月达成过市场交易。交易市价可以作为估值参考，通过 6.51 亿卖出 3.5%股权，估出当前持有的 1.5%股权，大概价值为

2.79 亿，相比账面记录成本 1.17 亿增值 2.38 倍。

套用这样一个比例，模糊地给雅戈尔所有未上市股权估算一个大致价值，假设其均增值 2.38 倍，即账面成本 39 亿的未上市股权，假设其公允价值为 93 亿，增值 54 亿。于是，得出一张这样的表

资产		负债	
上市公司股票市值	300亿	国内短期负债	136亿
非上市公司股票市值	93亿	境外长期负债	182亿
现金及理财	50亿+43亿		

唐书房

对雅戈尔投资公司的估值，最终转化为对这样一个炒股账户的买卖价格判断。当前净值 168 亿，无疑就是出价的小资金的出价最高纪录，否则我不如自己按照同样比例去买进这几只股票即可，反正你我那一点儿钱入场买入，也不会导致股价飙升。

然后，关注一下，这个账户的操作者是谁，看 P52 高管任职名单，看样子，像是同时任雅戈尔总经理，雅戈尔投资公司总经理的李寒穷，最有可能。到网上搜索“李寒穷”得到搜索结果

顺藤摸瓜，一通八卦，balalabala，搞清楚李寒穷的个人履历及凯石的故事。然后下载 2012~2015 年的雅戈尔财报，搜索到类似 2016 财报 P10 的当期项目变动表，将其操作过的股票统计出来，观察有没有规律可寻。没有发现。

考虑到对李寒穷操作风格无把握，对所持股票没有研究，对将钱交给其他人买股票要求风险补偿，故估值一定是低于 168 亿方为合理。具体低多少，属于投资的艺术部分。要求折扣越高，安全垫越厚，但同样买不到的机会越大。反之要求折扣越少，买到的机会越高，但安全垫也越薄。

最终雅戈尔的总体估值就≈168×要求折扣+（60+150）×60%，我个人将这个投资部分的要求折扣也主观地选择为六折，得出 230 亿以下才有买入价值的结论。

然后，再到雪球上翻翻年报之后至今，公司发布的公告，有没有什么重要内容，本次找到了 4 月 29 日公布的计提资产减值准备 2.25 亿的公告。

再到万得或慧博翻翻券商研报，看最近有没有什么券商调研活动，是否有什么内部信息动态透露。这次没发现什么。

最后，安慰性地看了眼合并利润表，无新发现。至此《生人勿近雅戈尔》上中下三集片搞定，全文结束。以上就是老唐拿到一家新公司财报的完整阅读经历，供各位参考。

第166篇.　　2017.07.01-熟人应近雅戈尔

作者：我是腾腾爸

注：本文6月25日首发于“我是腾腾爸”手机同名微信公众号，系应众球友之邀写作的针对唐朝先生《生人勿近雅戈尔》文章的应和之作。转发于雪球，兼听则明，供众球友思考。

我投资雅戈尔这只股票超过十年，我曾经不无自豪地说：我如今账户上的钱，80%是由雅戈尔幻化而来。因为熟悉，因为在它身上赚过便宜，所以在写《投资大白话》这本书时，我有意无意地拿雅戈尔叙事阐理。所以很多朋友认为我热爱雅戈尔，封我为“资深雅迷”。实际上，无论生活中，还是网络上，投资雅戈尔时间比我长、收益比我高的朋友，都很多。和他们相比，我没有任何可以吹嘘和炫耀的资本。同时我认为，任何股票，无所谓好坏，只要有投资价值，能明白它的盈利模式，能采取正确的操作方式，都是可以投资的。所以我对“热爱”、“雅迷”这类头衔和称号，从来都不感冒，甚至，是排斥的。

但是，关注我或者看过我的书的朋友，总是难免受到这样那样的影响，雅戈尔的股价一有风吹草动，就会有人过来问我：TTB，怎么样，是该买啊，还是该卖啊？尤其股灾后，这一两年，总有朋友跑过来跟我探讨雅戈尔的事情。说实在的，我已经有点不胜其烦了。

但是，一波未平，一波又起。昨天雪球大V唐朝先生在其公众号里写作了一篇为雅戈尔“诊脉”的文章，题目就观点鲜明——《生人勿近雅戈尔》，分上、中、下三篇，一气呵成地轰炸了出来。

唐朝先生的文章发表后，用各种方式给我联系的朋友很多——嗯，作为他们心目中的“资深雅迷”，他们也想听听我的看法，这也是很自然的吧。

唐朝先生的文章，我也第一时间阅读了。一边读，一边笑。有会心的，有揶揄的。总体上，我是用学习和欣赏的态度来对待过篇文章的——当然，我也持着批判的眼光，挑了些刺儿。

学习一下唐朝先生，正式码文之前，先吐露一下我大体的观点和结论：**唐朝先生的这篇文章，财务分析方面，非常精彩，也很精准，但是在投资价值分析方面，他的思维模式和他的最终结论，非常遗憾——我不敢苟同的地方，很多。**

基于粉丝的要求和我个人的感受这两方面因素，我认为，我也应该写一篇关于雅戈尔的文章，作为唐朝先生《生人勿近雅戈尔》的补充和探讨——调皮一下，我这篇文章，决定起名为《熟人应近雅戈尔》。

郑重声明：名字虽然有些针锋相对，但实质上，却是为了更充分地进行分析和探讨。

唐朝二十万粉丝，财务分析水平与投资盈利能力有目共睹；TTB粉丝五万，虽然出过书，也经常信心爆棚，但嘲笑和质疑者众，在某些人看来，TTB天天吹牛B——所以，我无意与唐朝和唐朝众粉丝撕逼。

我只有一个单纯的想法：真理不辩不明——在交流中，也许我们可以意外发现投资的真谛。我才是我写作此文的本意。

也许唐朝先生能看到这篇文章，TTB这边有礼啦！

TTB野路子出身，写文章喜欢手舞足蹈，眉飞色舞，夹叙夹议，从不受八股拘束；可能小时候，母亲用尿布给我擦过嘴，所以嘴骚，猫啊狗啊逼啊吊啊的，常常也是冲口而出；公众号不太会摆划，文章也不会划分成上中下三篇，雪球上又有“话痨先生”之称，所以这篇文章能写多长，我真还没有谱儿。

综上，“学院派”、“道德派”、“精炼派”，请退后，避开，小心盘子打翻溅一身油！

喝口水，接着聊——上边统统是开场白，下边才是正文：

一、雅戈尔的盈利模式

想读懂雅戈尔，必须先读懂雅戈尔的盈利模式。

在众人的心目中，雅戈尔就是一卖衣服的——雅戈尔的西装、雅戈尔的衬衣，谁不知道啊？两三年前，准确地说牛市启动前，我向身边的亲朋好友大肆推荐雅戈尔的时候，亲朋好友常给我的回复：看雅戈尔专卖店的生意，不怎么样啊？买它能行吗？实际上呢，一轮半拉子牛市，它的股价上涨了两三倍，虽经数轮股灾，目前股价也在三年前的两倍水平上。

实际上，大家都错了，雅戈尔并不是你想的那样，只是一家卖服装的公司——唐朝先生的文章，对此有着比较精确的数理分析：服装、地产、投资，三驾马车驱动——服装营收与净利占多少，地产占多少，投资占多少，罗列的都很清楚，我就不再班门弄斧了。

我想提醒的是：雅戈尔并不是一家 1+1+1＝3 的公司。

它有自己的实业（服装和地产），每年能产生相对固定的现金流，然后拿着这些现金流，仗着自己的长袖善舞（财政加杠杆），它大举进军金融投资业。

根据我上边的叙述，这样的经营方式，是不是很耳熟啊？对头！如果对金融投资不带偏见，我们可以说，著名的伯克希尔公司，就是这种模式——巴菲特之股神称号，也受益于这种模式。伯克希尔首先是一家保险公司，然后才是一家投资公司——保险业务产生的浮存金，为巴菲特带来了源源不断的现金流，这就是老巴每到股市大跌之际总有子弹朝股市里打的主要原因之一！雅戈尔与之类似——服装和地产两块实业，每年都能为公司提供稳定的现金流，在这种稳定现金流的支撑下，它再放心大胆地到金融投资业中去厮杀。

所以，从这个角度看，雅戈尔是一家地地道道的投资公司。

一个简单粗暴的数据可以为我的这个说法提供有力的支持——雅戈尔资产总值约 640 亿，投资的各类金融资产大约 320 亿，50%！

所以，你再说雅戈尔是一家服装公司，是不是很 LOW 啊？

如果你站在服装公司或者地产公司的角度看待雅戈尔，它一边经营实业一边投资，的确有点不务正业哈——但是，你要是站在投资公司的角度看待雅戈尔的经营，它有什么问题啊？

不仅没有问题，在我看来，还有很多巨大的优势——与一般的投资公司相比，它有实业的支撑，这让它的筹资和融资相对更容易；与一般的实业公司相比，它的投资业务可以有效地放大它的未来业绩，这让它的业绩和股价更具有弹性。

所以我们看到，每到牛市来临，雅戈尔的股价就会蹭蹭上涨——越涨，大家发现，它的估值越低。原因就是，它的投资业务很自然地在牛市期间大放异彩。

看看下面这张图：

06－07、14－15，两轮牛市行情，雅戈尔是不是都有很好的表现啊？不是雅戈尔有什么大庄家在操纵，而是它的经营模式，天生地注定了它股价的巨大弹性！

弹性的背面，就是反身性。牛去熊来，雅戈尔投资熄火，业绩不足以支撑高股价，所以它总会有一个下杀的动作。

了解了它的盈利模式和股价特性，投资者应该如何对它进行操作，就非常明白了：**在市场行情不好、雅戈尔业绩低迷时，应当勇于播种，股价跌得越惨，播种力度应该越大；在行情好转、雅戈尔业绩高涨时，应当勇于收割，股价涨得越高，收割力度应该越大。**

读到这里，您是否明白，我在雅戈尔的操作方面，是不是和唐朝先生有着完全相反的见解？

他让你勿近——我让你亲近！

当然，我们两人的遣词造句，都有前提。不要急，我的文章很长，下面，我还会对我们两人的异同进行更细致的分析。

二、雅戈尔最迷人的东西

本文，我第二次地着重强调，唐朝先生关于雅戈尔的财务分析是没有任何问题的，我很赞同——我关注了这只股票十年，他也许只看了一两天，但我们关于财务方面的分析，观点是相同的，无论是服装板块，还是地产板块，还是投资板块，数据和关于板块前景的结论，都是高度雷同的。

有意思的是，一样的数据，却可以有不一样的分析——有些分析，甚至是完全相反的。

当然，这一部分，我谈的，还不是相反的——我想补充一下唐朝先生没有谈到的东西——作为一名二级市场的股市投资者，雅戈尔最迷人的东西是什么？

在给出答案之前，先上张小图：

分红

分红年度	分红方案	股权登记日	除权基准日	红股上市日
2016年度	10转增4股派5元(含税)	20170602	20170605	20170606
2015年度	10派8元(含税)	20160607	20160608	
2014年度	10派5元(含税)	20150609	20150610	
2013年度	10派5元(含税)	20140522	20140523	
2012年度	10派5元(含税)	20130522	20130523	
2011年度	10派4元(含税)	20120608	20120611	
2010年度	10派5元(含税)	20110527	20110530	
2009年度	10派5.5元（含税）	20100429	20100430	
2008年度	10派3元（含税）	20090604	20090605	
2007年度	10派5元（含税）	20080605	20080606	
2006年度	10转增2.5股派3元（含税）	20070601	20070604	20070605
2005年度	10派2.50元（含税）	20060601	20060602	
2004年度	10转增5股派2.5元(含税)	20050428	20050429	20050509
2003年度	10转增7股派5元(含税)	20040415	20040416	20040419
2002年度	10派2元(含税)	20030516	20030519	
2001年度	10派2元(含税)	20020514	20020515	
2000年度	10派2元（含税）	20010423	20010424	
2000中期	10转增10股	20000920	20000921	20000921
1999年度	10派3元(含税)	20000418	20000419	
1998年度	10转增3股派2.5元(含税)	19990510	19990511	19990511

这张图，是雅戈尔自上市以来的历年分红统计图：没错，雅戈尔自 1998 年 11 月上市以来，在近 20 年的上市历史上，年年都有分红——结合它的盈利和股价，我们可以惊叹地说，它年年都还是高分红！很负责任地说：如果在它上市之初你就购买了它，仅靠分红，你就完全收回了全部的成本——不包括股价上升带来的资本利得！全市场 3000 余只股票，能做到这一点的，毛估估不超过 50 只吧。雅戈尔是其中非常非常耀眼的一只！

当然，趁着 15 年牛市氛围，雅戈尔又趁机进行了一次 50 亿的定增——加上这 50 亿，它的分红总量低于融资总量了——但放到更长的视野上呢？毕竟，这 50 亿，是去年才新融的资本啊。

历史证明了：雅戈尔是一家能为股东带来丰厚资本回报的良心公司——实际上，广大长期追踪它的雅粉、雅迷，几乎无一例外地以“良心公司”称之；长期执掌雅戈尔帅印的创始人、掌舵人李如成，也是值得广大雅粉、雅迷依赖和爱戴的“良心管理层”，他的质朴和诚信，务实和创新，也一再得到市场的检验和肯定。

在谈及对分红的看法时，老李在不同场合、不止一次地表达过自己如下这一番观点：企业就应该分红，就应该用分红的方式，给股东带来回报，不然人家还投资你干什么？

当然，雅戈尔长期的高分红，除了公司和管理层的诚信之外，近年来还有股权结构的决定因素：当年，李如成受到某市场事件刺激，深感股权过于分散带来的“野蛮人”问题的威胁，所以他曾在 12、13 年间借机从银行贷款，大量收购了职工股（回购均价大约在 8 元左右，考虑到最近一次的增股因素，复权后价

格应在 6 元之下），从而实现了李氏父女对雅戈尔的高度控股（30%以上的股权）——如上所述，这部分用来回购职工股的资金，李氏是用从银行贷来的款项支付的。这就意味着这部分资本是有利息成本的。从哪儿来呢？就从每年的分红是上来。

所以雅戈尔长期的高分红，既有管理层理念、公司文化的影响，又有特殊股权背景的决定。

雅戈尔的分红有多高呢？在持有它的过程中，股息率最高时达到过 9%以上——哪怕是现在，以目前的收盘价计算，也高达 3.5%左右，基本上和十年期国债利率持平。如果不计较短期股价的波动，长期来看，这样的股票，不值得投资吗？

要知道，除了分红，雅戈尔最近 5 年的平均净资产收益率可是高达 16%的哟！分红，只是分掉了它挣来的利润的一小部分！剩余的部分，都积存在公司内，作为经营资本，能为股东带来更多的潜在盈利哟。

实话实说，TTB 当年之所以能选定雅戈尔作为长投对象，最初的原因与最根本的原因，就是为它的高股息高分红所吸引——至少，在过去的 20 年，这是雅戈尔在这个总体上不是那么注重投资者回报的市场中最为耀眼、最为迷人的地方！

可惜，作为价值投资者的唐朝先生，恰恰忽略了这一点。我不得不花费一点时间，来为唐朝先生补上这一点。

当然，可能看到这，有很多朋友会说：分红，股息，那都是过去的历史，以前高分红、高股息，未必代表未来也能高分红、高股息。

这个问题好——我今天要写的第三部分，就来解决这个问题：

三、雅戈尔能否实现稳定的经营

格雷厄姆说：决定一只证券内在价值的，不是它的票面信息，而是它背后那家企业的经营。

什么意思呢？

比如一只企业债券，票面价值 100 元，许诺利率 5%——但这些票面信息是不算数的，算数的是债券代表的那家企业的经营能力。如果经营好，有支付能力，那么票面所体现的价值就能得到有效的保障；如果经营不好，甚至会以倒闭收场，那结果就，嘿嘿，不好说了。

这个道理好理解吧？

所以关于雅戈尔的高股息，也有一个这样的问题：虽然它的企业文化、管理层风格、股权背景影响和决定着，它将继续高股息高分红——但未来究竟还能不能实现这样的预期，将取决于企业的现实经营能力与水平。

那么雅戈尔的经营能力与盈利水平能否续写过去的传奇？

再上张小图：

盈利能力：

财务比率	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	近5年平均
毛利率	36.29%	35.46%	35.86%	38.41%	33.62%	39.60%	49.24%	46.58%	39.34%	37.85%	41.73%	42.948%
净利率	14.40%	37.68%	16.62%	28.46%	20.22%	17.84%	15.45%	8.96%	20.21%	30.12%	24.76%	19.9%
ROE	11.10%	21.62%	13.53%	27.43%	19.07%	14.40%	11.97%	9.53%	20.76%	23.58%	17.05%	16.578%
ROA	0.05%	10.08%	5.35%	9.50%	6.51%	4.24%	3.36%	2.77%	6.70%	7.68%	5.66%	5.234%
ROIC	8.39%	10.88%	13.03%	13.93%	11.87%	10.62%	8.78%	8.00%	13.99%	11.30%	10.46%	10.506%

现金能力：

财务比率	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	近5年平均
资本开支(百万元)	1327.68	3951.11	4198.28	639.24	824.97	995.98	370.72	166.54	233.49	982.09	1331.78	616.92
自由现金流(百万元)	46.41	-227.48	-2551.23	545.47	2633.13	-2542.80	4920.03	5635.31	2952.71	981.83	-1004.24	2697.13

成长能力：

财务比率	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	近5年平均	近10年平均
营业收入增长率	14.78%	53.26%	13.90%	18.20%	-20.49%	-6.99%	41.32%	4.85%	-8.65%	2.53%	6.612%	11.271%
净利润增长率	200.33%	-32.41%	95.04%	-16.02%	-29.85%	-19.46%	-18.03%	136.56%	36.12%	-15.74%	23.89%	33.654%
净资产增长率	108.41%	-40.22%	57.19%	-2.35%	-11.96%	6.83%	-0.57%	17.75%	21.65%	12.39%	11.61%	16.912%

偿还能力：

财务比率	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	近5年平均
流动比率	1.10	0.99	1.14	1.14	1.04	0.96	0.93	0.94	0.94	1.01	1.22	1.01
速动比率	0.16	0.21	0.30	0.24	0.30	0.19	0.18	0.22	0.21	0.32	0.45	0.28
资产负债率	53.90%	53.11%	68.68%	62.86%	68.49%	72.64%	71.32%	70.59%	64.84%	69.27%	64.18%	68.04%

从这张图，大家可以看看，过去这十年，雅戈尔是否实现了稳定的经营呢？哪一项指标，可以让我们过于担心呢？

当然，这还是历史。

在这一点，我们可以借鉴一下唐朝先生文章的分析。

三块业务，分开来看：

服装，悲观一点，通常每年能为企业带来 5－7 亿净利润，乐观一点，可达 10 亿。我们取悲观的最低限，5 亿，这不过份吧？

地产，差点，每年产生净利润 7－10 亿，好点，10－20 亿。我们再取最差的数据，7 亿，这样行吧？

投资，过去的 8 年，雅戈尔投资业务共带来 120 余亿的总利润，平均一年约 15 亿，当然，因为行情不同，每年差异很大，我们在平均数的基础上再打掉个四折，取 10 亿数，可以吧？

如此，则最悲观的计算，雅戈尔每年盈利 20 亿是确定的——这个数据，足以支撑它目前的股息和分红。

絮絮叨叨这么多，我的意思是说，哪怕是最悲观的预测，哪怕是借用唐朝先生的分析，雅戈尔未来数年的净利润收入，也能维持在 20 亿以上的水平。

再强调一遍，这是最为或最为接近最悲观的预测和判断了。

很多人诟病雅戈尔是通过高负债获得了高收益——的确，它的负债率长期保持在 50%－70%的水平，但是，如果把它作为一家投资公司来看，这个负债率水平，高吗？

金融公司中，银行的负债率是多少？证券公司的负债率是多少？谁来告诉我？

四、雅戈尔的投资业绩

说来说去，又说到了雅戈尔的投资业务，唐朝先生在他的文章中，也对雅戈尔的投资业务保持了极高的警惕性。过一会儿，我还想单谈这一点，这里先简单地讲讲总体的看法和结论。

先举个例子：雅戈尔在投资界，最得世人称道的一例，是 1999 年对中信证券的大手笔投资。当年，在法人股还不能上市流通交易的时候，雅戈尔投资 3.2 亿，购入了中信证券 9.61%的股权。几年后，中信证券上市并流通法人股，雅戈尔只抛掉其中一部分，即盈利近 17 亿元，若全部抛掉，则盈利高达近百亿！

雅戈尔一战成名，从此挂了一个“A 股最会炒股的不务正业公司”的名号。

再列一组上文已经透露的数据：从 2007 年到 2015 年，8 年时间，雅戈尔投资获益 120 余亿，平均每年 15 亿。

唐朝先生看到这个数据，是不是会对它的投资能力不再那么担心了呢？

这个话题，先放一边，稍后再谈。

五、雅戈尔的真正隐忧

回顾雅戈尔的成长历史，我们可以很轻松地得出，这是一家发展迅速、非常优秀的民营企业——但是民营企业最大的通病，就是接班人问题。因为接班人问题处理不好而致企业一泻千里的案例，不胜枚举。雅戈尔目前也需要解决接班人问题。老李毕竟已经年近 70 了。这两年我们可以清晰地看到老李有意培养独生女儿上位的战略意图。但是，真正的效果怎样，这个真还是无法预料的。作为散户，我们无法与李寒穷小姐进行面对面的交流，无法细致地观察和分析她的经营理念和能力水平。

但是，让我们感到安慰和信赖的是，老李现在还牢牢地掌握着公司的绝对控制权——他对小李的培养是渐进的和有序的。在老李没有正式退出公司之前，我对公司的前景保持着乐观。

而且，关于雅戈尔真正隐忧的论述，我在 15 年的某张雪球长帖中就已有论述。此番旧话重提，是因为这段论述，可以解释唐朝先生文章中的很多观点和质疑。先撂在这，在文章接下来的部分，我们还会再谈。

六、我对雅戈尔的分析结论与操作建议

总之吧，我对雅戈尔的分析结论，和唐朝先生差距比较大——我认为，从企业经营的角度看，这是一家好公司；从投资者操作的角度看，这是一只好标的。

分头讲，好公司，体现在三个方面：

如上所述，（1）未来能实现稳定经营：哪怕是以最差业绩计算，它目前的估值也不贵。以现股价对最差业绩预测，市盈率不超过 20 倍。

（2）能可见的未来，公司能实现“永续生存”：男装和女装还是不同的，女人的偏好常常多变，而男人则相对稳定，所以世界著名的品牌能长期屹立不倒的，男装很多，女装很少。而雅戈尔主营的服装产品，却恰恰是男人的产品。地产业务，扎根于大本营宁波，兼顾杭州发展，几年来一直在上演着“双城记”，典型的地头蛇。老唐批评它上升空间不大，TTB 看着它，反倒觉得无比安全。家门口的生意，好做。个中道理，“你懂的”。地产这个行业，一千年前有，一千年后，我认为，还会有。符合永续生存的特点。至于投资，只要有投资的能力，它就无所谓夕阳朝阳。

（3）未来还有想象空间：服装板块的大店战略，地产板块的旅游、养老转型，以及投资业务的牛市弹性，这三者间，我不知道哪一个会笃定成功，但只要有一个能成功，就会在我们上边悲观的预期之上添加一点乐观的因素。所以，想像空间，还是有的。

再讲好标的，也是三个方面：

（1）管理层可靠；

（2）分红可靠；

（3）牛市弹性股。

这三点，上边都或多或少地分析过了，不再罗唆。

只强调一点：熟悉了这只股票的特点，只要采取正确的投资方式，作为普通投资者，获得好的投资收

益，并不难。

那么正确的投资方式是什么呢？第一部分讲到，在牛市行情好、股价上涨时卖掉，在熊市行情不好、股价惨跌时买入。

现在再细化和量化一下——先看图 1：

三个箭头指未下的三个绿框区：雅戈尔在投资熄火后，业绩总会有一个平淡期，而在这个平淡期，股价往往是萎靡不振的。从大的周期看，雅戈尔已经完整地经历了两个业绩和股价的双料低迷期，目前正在经历第三个。如果从长期投资的角度看，目前应该是播种期。尤其对资金量不大、资本来源多为工薪的普通投资者来说，对雅戈尔进行定投策略，应该是个不错的选择。

再看图 3：

黑框标注的地方，是在每个大的业绩周期中，雅戈尔收益最差的时候——因为收益差，所以 ROE 就低。历史一再表明，对雅戈尔的投资，最好的投资时机，就是在它业绩低点出现的时候。ROE 是个简单而鲜明的指标。

雅戈尔的财报，还有一个显著的特点——唐朝应该是关注雅戈尔的时间不长，翻的财报也不多，所以这个特点可能没有充分认识到，或者无意忽略了，即：雅戈尔有经常性地平抑财报、拉平业绩的历史纪录。

这一点，和它的业绩弹性有很大关联——管理层在业绩暴涨时，总想掩盖掉一些业绩，然后在业绩低迷时再释放出来，从而达到平抑业绩和股价的目的。

比如，它曾花 10 亿买一块地搞房地产开发，15 年行情好、业绩暴涨后，雅戈尔就出了一纸公告，说基于对房地产的不看好，所以那 10 亿元买地的钱被计提为损失了。这太可笑了，一块地，还正开发着呢，就被企业认定为必赔无疑的买卖——这不是明显要掩盖业绩吗？然后在 16 年，它又对一部分金融资产改变了核算方法（这一点，唐朝文章提到的），结果又增加了 10 余亿元的账面利润——这一年，它业绩不好，又有保增发的任务，因此，利润又游回来了。

当然，上述提到的财务平抑手法，雅戈尔是合理地利用了游戏规则，只是平抑——和财务造假还不是一个概念。

我讲这点的意思是：今年股市行情是一种典型的慢牛特征，这种市况是不利于雅戈尔的投资业务进行集中表现的，而它增发已经成功，又没有拉抬股价的必要，所以，我认为，它的业绩低点，还没有出现。

这就是我最近一两年一再强调对待雅戈尔要有足够耐心的原因。

当然，看到这，可能又会有朋友提问：既然你 TTB 也对雅戈尔的中短期业绩及股价走势不乐观，那不是和唐朝的观点重合了吗？唐朝不就是认为，它目前估值有些高，提醒“生人勿近”的吗？

的确，在中短期业绩预测及股价走势上，我和唐朝先生有一定的趋同性——但是，这只是短期的、技术性的趋同，不要忘了，他的观点是“勿近”，而我的观点是“亲近”——在战略上，我们两人的观点，是完全相反的。

我认为，雅戈尔的股价已经开始处在底部，在它的业绩低点出现之后也许会有股价的低“坑”出现——那个预测的坑如果出现，就是最佳的投资黄金时机！

所以我的总体观点是：现在的雅戈尔值这个价，可以采取长期、定投策略了，同时若有业绩和股价低点出现，则可大幅加大投资。

你们看，这样一表述，我们两人的不同，是不是就一目了然了呢？

七、唐朝对雅戈尔财报的分析和判断值得商榷的地方

这一部分，是我临时起意，决定添加的——是为了更明确表达我的分析和判断，再强调一遍，老唐的财报分析水平是一流的，我写文章只是为探讨，不是为撕逼，围观的不要嫌事儿小——我认为老唐对雅戈尔的分析和判断，有 5 点值得商榷。

第一点，关于雅戈尔账上巨额现金的分析和判断，我认为老唐下的有些草率。

众所周知，雅戈尔账上有 50 亿的资金，同时还购买了 40 余亿的理财产品。老唐认为呢，这 50 亿的现金，类似于融资借款的保证金。这段论述，给人以雅戈尔现金虽多，但是被逼无奈才不得不准备的。有一定道理，但不全部。

我也上张小图：

序号	股票代码	股票简称	股数/比例	投资成本	期末账面值	期末市值
可供出售金融资产（已上市）						
1	00267.HK	中信股份	145,451.30	1,821,627.74	1,444,178.69	1,444,178.69
2	600000	浦发银行	19,158.15	262,122.71	310,553.64	310,553.64
3	002470	金正大	15,140.00	41,862.10	119,606.00	119,606.00
4	300451	创业软件	2,404.29	3,206.42	88,718.15	88,718.15
5	002036	联创电子	2,910.53	65,457.77	55,765.71	55,765.71
6	002103	广博股份	1,444.50	290.02	25,033.19	25,033.19
可供出售金融资产（已上市）小计				2,194,566.76	2,043,855.36	2,043,855.36

这张图，是从雅戈尔 16 年年度财报上剪切下来的雅戈尔已上市公司中可供出售的金融资产，注意右下解小黑框标注的数字——在雅戈尔可代出售金融资产中，仅上市的部分，就价值 200 余亿。加上还有近 40 亿未上市部分，雅戈尔可供出售的金融资产大约有 240 余亿。

什么意思？

除非它不想卖，想卖，雅戈尔筹点贷款保证金的钱，还是很有资源——还是不困难的。

事实上，老唐看到的那 50 亿现金，是雅戈尔 16 年通过定增方式融过来的——它有特定的用途，但不是为了给贷款提供保证金。我预计这一点，在今年的半年报中就能体现出来——它会投入到服装和地产两个板块中去。已经投入了多少，我不知道。但今年的半年报会有交待的。我坚信这一点。

这一段话的意思是，雅戈尔的现金流没问题，公司的整体经营也不会有现金紧张的问题。

第二点，老唐说老李原本已经隐退，这两年企业经营出现了困难和问题，才所以才不得不重出江湖——我认为这点判断，完全来自于对雅戈尔的无知。

刚才我特意讲到，雅戈尔现在最大的隐患是接班人问题。所以老李自女儿留学归来之后，就有意识地开始了接班人的培养。这几年，凡是能让小李担当的责任，都让她担当了。这是一个有序的计划。所以老李从来也没有离开过公司，更没有离开过核心的管理层。

所谓“重新出山”一说，让我非常讶异。这真还是我头一次看到类似的说法。不知唐朝兄从哪得来的这般信息。

我认为老李对企业战略的部署，恰恰说明了他对企业核心权力的掌控——这和我的观察才是一致的。

第三点，老唐质疑雅戈尔投资能力的观点也很可笑。

李寒穷的确担任着一家投资公司的负责人岗位，我认为这也是老李接班人培养计划的一部分——唐朝在他的文章中，列举了一长串近年雅戈尔操作过的股票，并据此分析认为李寒穷的投资能力让人不敢信任。

对这个问题，我有两点看法：

1、有可能是李寒穷的操作，但作为一个新手，这恐怕得是一个成长的必然经历；

2、即便是李寒穷的操作，也不能和雅戈尔的投资能力完全划等号。

首先，在投资收益的数据上，不支持这个结论——上边提到的，雅戈尔从始至终，投资的收益都是非常惊人的。如果没有一个成熟的投资团队在背后操作，这是不可能的。

其次，雅戈尔目前的持仓，还是非常集中的，前几只重仓标的即可达全部仓位的85%，而且所持标的，多为大金融行业——这一点，我就不再掉书袋子了，雅戈尔的年报和唐朝的文章中，都有详细的分析和列举——我想说的是，这些标的，不也是唐朝和TTB看好的标的吗？所以从我个人的判断上看，雅戈尔的投资组合，非常稳健，正处在业绩和股价的低点，未来双击可期。

再则，以我的分析，整体的投资业务，最终的决策权还是掌握在老李手中。至少，老李会对小李下指导棋；至少，在重大的投资项目上，比如对中信集团的大手笔投资，小李一定是经过老李的策划和许可后，才有可能进行操作的。

综上，以对小李投资能力的质疑代替对雅戈尔投资团队整体投资能力的质疑，这是荒谬和可笑的。

第四点，老唐对雅戈尔的估值判断，是不严谨的。

老唐是财务高手，所以在为企业估值时，就喜欢用那种外科手术式的切块估值法：把企业的业务分成条块，分别给以估值，然后相加得出总值。这种看似严谨的估值方法，未必就真是严谨的。比如，在雅戈尔这件案例中，他首先把服装板块摘出来，分析一番后得出结论，没有成长性，新加投资未必成功，给10倍估值，然后再打6折销售；在地产板块中，也是如此，土地储备只有两三年，在建工程、可售工程有限，成长性无，按地产估值，然后再打6折销售；尤其是金融股权投资这块，雅戈尔的投资组合本已被市场严重低估（主要是大金融板块），然后被老唐还是同样给以6折估值——低估之后再低估，“安全边际”是有了，但是，真的严谨吗？

通过我上述对于雅戈尔经营与盈利模式的分析，完全可以把雅戈尔当成一家投资公司，像伯克希尔那样，投资为主、实业为辅，每年最悲观的预测可以收益20亿，如果以当前A股市场对券商的估值，给以20倍的标准估值吧，也能值400亿吧？如果乐观一点，每年收益30亿，那么估值不就可以达到600亿了吗？考虑到将来的业绩弹性，我认为未来五年，雅戈尔的市值上千亿，这是我们完全有可能看到的事情。

所以我对雅戈尔当前估值的判断是：雅戈尔现在它完全值这个价！

我对雅戈尔当前投资价值的判断是：**放长周期，现价买入雅戈尔，是有便宜可赚的！**

我对雅戈尔的操作建议是：**定投，长持，耐心等待，若有大坑出现，一定要敢于重仓买入。**

第五，老唐对雅戈尔投资价值的判断，容易造成读者的误解。

从我的阅读感受着，老唐对雅戈尔的投资价值判断，是非常谨慎的，比如他的最终结论就是：生人勿近。在勿近二字前加上生人的定语，这本身就是一种严谨的表现。但很可惜，因为他文章此前营造的语境，很容易最后给人以“雅戈尔就是一只垃圾股，不值得投资”的印象。

唐朝文章发表后，来我这询问的，语调多是“唐朝认为雅戈尔很垃圾，TTB怎么看”——这种现象不能不引起我们的深思。

我认为，这一点，是老唐文章的分析逻辑和特有语境造成的——当然，读者的阅读理解能力也有责任，这一点，算不上错，我也不懂老唐最后判断的真实意图，所以，也作为一个问题提出来。大家思考。

八、事关投资的两个重大问题

我和唐朝对雅戈尔财务数据的分析、各板块业绩的判断、甚至未来股价的中短期走势，都是高度趋同的，但是从投资层面，最终得出的结论，却是完全相反的。这个现象，很有意思吧？

为什么会出现这种现象呢？

对这个问题的回答，其实紧系着投资的两个比较重大的问题。

1、投资光看财报就可以决策吗？

投资必须得看财报，但投资不是光看财报。若想真正地看懂一家公司，光看财报是远远不够的——这番表述，可能会让财报派大大地不爽，但这是事实。

一家公司的真正价值，财报只能体现出很小很小的一部分。企业的优质文化、管理层的可信度、企业的社会有脉关系，诸如此类，林林总总，这些都是财报无法完全体现的。所以没有长期的跟踪、了解，仅靠看一两份财报得出的结论，极容易产生误差，甚至不客气地说，还容易产生错误。

2、没有成长性的公司就一定不是好公司吗？

我一直认为，企业的成长只是企业的一个阶段，成长期的企业值得投资，成熟期的企业同样值得投资——只是投资的方式有所不同罢了。如果从普通投资者的角度看，稳定经营、永续发展，可能是更重要的好公司的标准。对这一问题的探讨，我在《投资大白话》中曾辟专章进行探讨——不好意思，为了阐理的需要，我又忍不住提这本破书了——我举了一个姜家鸡汤的例子，然后提出了显性的增长和隐性的增长这两个概念，最终得出了“稳定经营、永续发展”才是好企业的最高标准。投资价值体现于价格和价值的比价关系，与企业是否还能成长没有关系。可惜，对成长性的追逐，已经烙进了大多数人的潜意识中了。

对此，我表示遗憾——所以，我常常说：《投资大白话》是一本好书，不看可惜了——小白应该看，大 V，其实也应该翻翻的。

哈哈，最后这一段，算是广告——没有取笑唐朝兄的意思哟

作者：我是腾腾爸　　来源：雪球

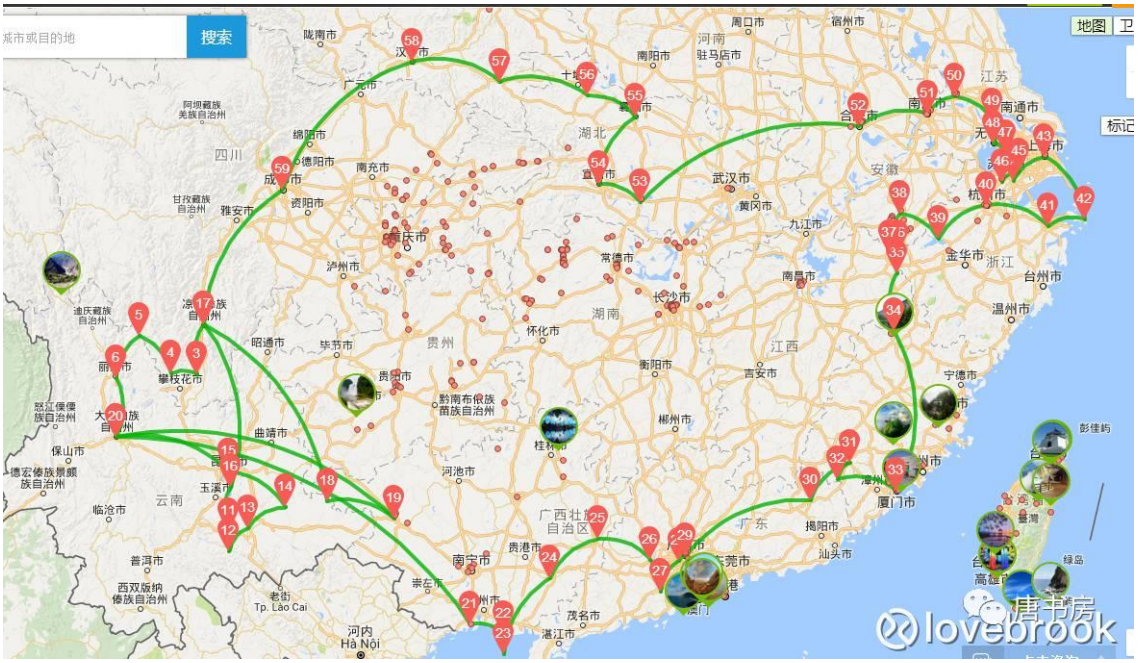
链接：https://xueqiu.com/1373073106/88086651

（整理者孙萧萧注：各位请对照阅读，也可结合后面发生的事情进行验证）

第167篇.　2017.07.01-2017上半年小结

原创　2017-07-01　唐朝　唐书房

2017 上半年，最值得记录的事情，当然是陪着我家领导跑了一趟长达 96 天，里程 1.3 万公里的自驾游。把长江以南地区里，以往没走到的景区，八九不离十地补了一遍。



本打算先回顾一下旅程的，但考虑到唐书房的“投资”属性，还是务了“正业”投资之后，再扯休闲吧。

2017 年上半年，投资收益率有点糊涂，因为即有资金出出入入，又有新开账户打新，导致旧账户卖掉，新账户原样买进等行为，也没记录精确数据。

好在调仓换股次数虽多（相对于本懒而言），但数额不大，上半年总体也就涉及到一成多仓位调整，其他八九成仍是原仓位呆坐不动。总体上，不计入打新收益的情况下，大致有 30%左右吧！

以刚出炉的各大公募基金排行榜来做参照物，勉强还可以。但看雪球半年总结，收益七八十、翻倍甚至翻几倍的大把。更有题材股炒家，说今年上半年 30+是及格线。所以，具体是三十多还是差点儿三十，也就是挣扎在及格线上了，不重要，别去管它了。

附各类型公募收益前五

1. 股票型公募基金收益排行榜

排名	基金名称	今年以来收益率	现任基金经理
1	易方达消费行业	34.75%	萧楠
2	嘉实新消费	26.92%	谭丽
3	安信新常态沪港深精选	26.54%	蓝雁书,袁玮
4	上投摩根大盘蓝筹	26.18%	征茂平
5	上投摩根核心成长	26.13%	李博

2. 混合型公募基金收益排行榜

排名	基金名称	今年以来收益率	现任基金经理
1	东方红睿华沪港深	31.48%	林鹏
2	东方红睿丰	30.88%	林鹏
3	东方红沪港深	30.68%	林鹏
4	东方红睿轩沪港深	28.41%	刘登峰
5	东方红中国优势	28.30%	王延飞,林鹏

3. 量化型公募基金收益排行榜

排名	基金名称	今年以来收益率	现任基金经理
1	上投摩根阿尔法	21.85%	李博
2	景顺长城量化动力	17.40%	黎海威
3	华安沪深300量化A	16.04%	牛勇
4	华宝兴业沪深300	16.02%	徐林明
5	华泰柏瑞量化优选	15.55%	盛豪,[illegible]

4.QDII 公募基金收益排行榜

排名	基金名称	今年以来收益率	现任基金经理
1	交银中证海外中国互联网	29.55%	蔡铮
2	华宝兴业中国成长	25.64%	周欣
3	嘉实全球互联网人民币	23.11%	张丹华
4	华夏全球精选	21.72%	李湘杰
5	国富大中华精选	21.23%	徐[illegible]

唐书房

5.债券型公募基金收益排行榜

排名	基金名称	今年以来收益率	现任基金经理
1	易方达安心回报A	8.06%	张清华
2	国投瑞银和顺	6.18%	徐栋,韩海平
3	易方达丰和	5.71%	张清华
4	长盛可转债A	5.35%	马文祥
5	中邮纯债聚利A	5.15%	张[illegible]

唐书房

回顾一下有关交易。操作上，主要是减仓了两次茅台（目前茅台仓位还剩余约 37%+，依然保持第一大持仓）。一次在 340~350 之间，一次在 475 元多。

第一次，是为了准备出游，在 340~350 之间卖了点儿，淘汰了陪伴我 12 年的老君威，换了一辆 Q5。以茅台股价做参照物，这车买的巨贵无比，并很可能将继续贵下去。

不过呢，老唐从来不觉着看着财富数字积累就是最大的快乐。赚钱的终极目的，是为了把它花出去。只有在花出去的一瞬间，它才产生价值，其他时候只是存储。虽然学习巴菲特的投资体系，但其实内心是不欣赏巴菲特生活方式的，如同一年前聊天时说过的：

这种财富积累法真心无趣就看见个数字变化，所以想来想去芒格才是绝顶聪明的那个，一方面游艇豪宅啥也没落下，老婆孩子一大堆天伦之乐啥没耽误，另一方面沾着剥壳虾的光，站在财富金字塔顶端（别人的数字）讲课，传教解惑好为人师的瘾也过了绝顶高手，比巴神还高～纯个人看法，不强求一致，若要拍砖请温油一点...

展开

我是任俊杰:

馒头与复利的故事 想必大家都听过"第5个馒头"的故事，其实它与"复利虚幻"有点近似。现在假设1990年在你刚满20岁时，过往的压岁钱已积累至10万元，然后做一次性股票投资（即今后不再有新资金加入），年复合回报为20%（别拍我，只是假设，况且这个数据在雪球的众大神面前也只算是业绩平平），以...

展开

2016-06-21 10:02 相关讨论(365)

2016-06-21 10:36 来自iPhone客户端

阅读(5.0万) 设置 | 删除 | 赞 | 转发(5) | 收藏 | 打赏 | 评论(48)

唐书房

另一次，则是按照计划减的。减仓后，抽出部分资金，准备下半年的新房装修。具体过程，书房读者都是一步步看着过来的，老唐就不再继续阐述对茅台的估值和操作计划了。

上半年，从茅台上减仓下来的钱，除车和装修占用之外，剩余的部分，主要加在腾讯、双汇和海康上了。其中双汇是之前的老股，而腾讯和海康都是今年新进入的品种，是和老唐之前关注的领域大不同的新领域。这部分，老唐也在摸索中，有些问题还没有彻底想透，是个人的缓慢进化过程。慢慢想清楚了，或许也会码字整理出来。

这两只个股，都和唐书房有关。对腾讯产生兴趣，是去年 9 月开了唐书房公众号之后，接触的越来越多了，尤其是某日被一件小事激发了好奇心，看了两份财报研报，遂在 197.3 的价格建立了观察仓。

之后又阅读了吴晓波的《腾讯传》，在 270 之下又追加两次，随着腾讯不断创出历史新高，目前仓位占比接近 6%了。这件触发好奇心的小事，要特别感谢书房读者@黄济强　，为啥呢？先保密，以后有机会再说。

对海康的研究，更简单了，直接是书房各位朋友 4 月 24 的点杀，感谢@江左梅郎　，也感谢给梅郎评论点赞的 295 位朋友。《王者海康》四篇文章，是在宁波一家酒店里躲五一大假的时候写的。时间比较充裕，也就看的多了一些，写了份一万三千多字的唐式研报，将其定位为“唯一一家后悔覆盖晚了的企业”。五一大假一开盘，就买进了 1%仓位，两个月有约 40%的涨幅了。哭死。买 1%之后飙升，是投资者最杯具的事情了吧？

另外，6 月 15 和 16 两天，开通了 B 股投资，在 10 港币以下买入了一点长安 B，在 31 港币附近买入了古井贡 B，合计份额仅约 1%+，出去试试水。

截止今天，持仓个股及市值占比大约为：茅台 37%+，国投 26%+，招行 H9%+，民生 H7%+，腾讯 6%-，洋河 5%+，双汇 4%-，信立泰 4%-，海康 1%+，B 股 1%+。另有观察仓伟星新材和宋城演艺，占比太小，忽略不计。港股和 B 股，没有体现在雪球组合上（用银华日利代替了仓位），所以，实际收益比组合略高一点点，差异不大，可以等同看。

说完投资，再说说和投资相关的思考。上半年在各位朋友的鼓励和敦促下，陆陆续续也码了不少和投资相关的文章，其中既有理念和估值方面的思考，也有具体企业研读及研读方法分享。

自己觉得其中关于宋城、老板、信立泰、茅台、双汇、伟星、海康、长安及雅戈尔的二十来篇文章写得用心；《浅印象集》里一堆淘汰对象，写得也算风趣好看，反正偶然我自己也会翻回去看看，蛮得意的。

谢谢各位用打赏和表扬鼓励老唐，推动老唐不知不觉地积累了这么多文字。码字的过程，也是厘清自己想法的过程，我自己也受益不少。谢谢各位。

上半年出门玩，书读的少。记忆里，就马伯庸的小说《长安十二时辰》、菠萝的科普书籍《癌症真相》、吴晓波的《腾讯传》，还有一本伦敦商学院出版的《投资收益百年史》值得推荐，其他的印象不深了。

反正，但凡老唐看过并认为值得推荐的书，一律会丢进老唐荐书里。给唐书房发送关键词“推荐”或者“书”，都会触发自动回复“老唐荐书”链接。闹书荒的时候，自己去翻。

跑步，今年荒废了。出门在外 96 天，一共跑了两次，一次在北海银滩跑了 6 公里，一次在西湖跑了 10 公里，其他的时候，致力于推动体重曲线向东北方向前进了。

6 月 8 日重启跑步，本月跑了 95 公里；上半年合计跑量 270 公里；自 2014 年 5 月开始长跑至今累计跑量 4465 公里，当前体重约 168±2 斤（175cm）。

除了投资读书出游跑步之外，再提一下追剧。今年追的美剧，比较好的有《纸牌屋 5》,《this is us》，《绝命律师 3》,《指定幸存者》；满怀期望但最终失望的有《越狱 5》,《冰血暴 3》,《24 小时》；现在最期待的是 7 月 16 日登场的新一季《权力的游戏》；

国产剧方面，《白鹿原》除结尾遗憾但可以理解以外，总体比较满意；《欢乐颂 2》勉强凑合着看完了，再有 3 的话，不追了；《鸡毛飞上天》看了二十几集弃剧；最近追《军师联盟》，追到 15 集，截止目前感觉还不错。关于出游的流水账，有点长。我单独列一篇，不感兴趣的朋友可以略过。

道法自然：

跟踪唐朝的情况记录如下： 1、跟踪老唐 2 年左右； 2、看他的第一篇帖子是跑步的，把一件流汗的事写得忒生动，一个快乐的胖子形象跃然纸上，立马加关注； 3、至今日，老唐的每一帖均必读，包括骂街的、扯蛋的、投资的、理念的、荐书的，感觉活着真 TMD 有意思； 4、两年跟踪，就抄了一个作业：国投电力。去年底 6.56 元建的仓，7.22、7.85 元各补了一点，目前仓位排名第五（前四名分别是兴业、泸州老窖、深成指 B、万科 A）； 5、买了两本手把手，还趁着老唐打折买了一份电子版的手把手买分级，除此之外未打过一分钱的赏； 6、从雪球转战到唐书房，跟随老唐亦步亦趋； 7、书房整体环境还是比雪球纯洁一些，少一些喷子。书房之于雪球，就如同温室之于野外，多的是温情，少的是狼性，在一片赞扬声中呆久了也不大好，所以建议唐月半子时不时到雪球那边战斗一下，保持一定狼性不动摇

唐朝文集

(雪球文章合集)

f’zhang

第168篇.　　2016.7.8-第一部分：《手把手教你读财报》陪读贴

唐朝　　来自雪球　　修改于 2016-07-08　10:10

《手把手教你读财报》陪读帖目录

为了能一起愉快的读读书，有几个注意事项提示如下：

1）问题请在对应的页面下提问，单独建主贴 at 或发私信提问的，不答。请尽可能详细的说明，问题在哪一页哪一句；

2）所有提问，会拷贝到主贴里回答，方便有同样问题的读者。因此，提问前，请先看主贴，重复提问=谋财害命；

3）本帖主要是关于财务知识的，请阅读者对照贵州茅台的财报阅读。原则上，不解答涉及其他公司财报或公告的问题；

4）老唐从网络得到过很多分享，抱着感恩之心，一贯乐于分享。但请提问者也抱着感恩态度，不要觉着买了书或者关注了老唐，老唐就理所当然地应该提供服务。我佛也做狮子吼，这种口气的提问，可能会被老唐踢飞；

5）老唐会尽可能回答所有提问，但由于自己也要读书、运动、休闲，因此不可能“即点即现”，请勿催促。通常而言，如果问题量不是很大的话，48 小时之内，一般都能得到解答；

6）再次强调：陪读是老唐心血来潮搞的额外福利，不是卖书的促销品，请千万不要以此为前提下单买书。老唐随时可能以任何无厘头的理由，终止陪读。

7）纸质书购买及电子书下载链接汇集：http://xueqiu.com/8290096439/57953871

8）烦请各位不要喊老师。直接喊“老唐”的提问，会得到优先回答

以下是各陪读贴分页链接：

陪读 01：　入门部分　p1~p30http://xueqiu.com/8290096439/35113856

陪读 02：　货币资金　经营资产　p31~p60　http://xueqiu.com/8290096439/35113878

陪读 03：　生产资产　p61~p74　http://xueqiu.com/8290096439/35113882

陪读 04：　投资资产（上）p75~p84　http://xueqiu.com/8290096439/35113885

陪读 05：　投资资产（下）p84~p97　http://xueqiu.com/8290096439/35113889

陪读 06：　负债及所有者权益　p98~p110　http://xueqiu.com/8290096439/35113894

陪读 07：　速读资产负债表　p111~p122　http://xueqiu.com/8290096439/35113901

陪读 08：　利润表的重点　p123~p131　http://xueqiu.com/8290096439/35113906

陪读 09：　创造利润的过程　p132~p150　http://xueqiu.com/8290096439/35113916

陪读 10：　速读利润表　p151~p158　http://xueqiu.com/8290096439/35113918

陪读 11：　现金流量表拆解　p159~p174　http://xueqiu.com/8290096439/35113923

陪读 12：　企业现金流肖像及速读　p175~p186　http://xueqiu.com/8290096439/35113928

陪读 13：　综合阅读三大表　p187~p194　http://xueqiu.com/8290096439/35113936

陪读 14： 财务指标分析 p195~p203 http://xueqiu.com/8290096439/35113939

陪读 15： 利用财务数据估值 p204~p209 http://xueqiu.com/8290096439/35113945

陪读 16： 股东权益表及附注 p210~p228 http://xueqiu.com/8290096439/35113948

陪读 17： 管理层的汇报 p229~p251 http://xueqiu.com/8290096439/35113953

陪读 18： 财报操纵手法 p252~p265 http://xueqiu.com/8290096439/35113956

陪读 19： 财报操纵留下的痕迹 p266~p274 http://xueqiu.com/8290096439/35113959

陪读 20： 总结和读后感汇总区 http://xueqiu.com/8290096439/35113973

免责申明：老唐没读过大学，没从事过任何和会计有关的工作，所有财务知识全是投资过程中摸索出来的。陪读过程中，若有错漏之处，还望见谅，并请路过的高手毫不留情的指出，以免误导他人。先在此谢谢了。

第169篇. 陪读01： 入门部分 p1-p30

唐朝 来自雪球 修改于 2015-06-03 10:53

请将《手把手教你读财报》1~30 页的疑问，发在此贴的评论区；

发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了。重复提问=谋财害命；

也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

入门部分，比较简单，重点是第二节 财报大框架

全书基本按照第二节的框架阐述的。

本节只需理解大概即可，所有的详细阐述在后面章节都有。

建议最好是粗略的读完全书后，再回头来看本章是否有需要提问的地方。

问题 1）P24，茅台 2013 年拟定的分红方案那里，每 10 股送红股 1 股，后面说在税务局眼里，那就是 10 股分 1 块，难道这里每股才 1 块钱，不是实际的股价？

@阿葱 回复：送股是按照面值来计算的，每股面值 1 元，所以相当于每 10 股送 1 元。如果是紫金矿业的话 10 送 1 就是每 10 股送 0.1 元了。所送红股能交易，会增加总股本，稀释股价。（谢谢阿葱）

老唐补充：目前我国上市公司，除了紫金矿业股票面值 0.1 元，洛阳钼业股票面值 0.2 元之外，其他股票的面值都是一元。（参加本书 106 页）。

假如你持有 1 万股茅台，那么 10 送 1 股的过程，是企业从盈余公积或者未分配利润里，拿出 1000 元钱给你，然后在按照 1 元 1 股发行 1000 股股票给你，收回你的 1000 元，同时增加公司注册资本 1000 元，增加公司总股本 1000 股。其他环节税务局不关心，税务局只关心“从盈余公积或未分配利润里拿出 1000 元给你”这一过程，并对这个 1000 元利润分配行为，按照法定税率征税。

问题 2）求教老唐和各位童鞋，P28 页说的把各期报告期末股东人数和报表披露前 5 日股东人数和对

应日期的股价连线会得到很有趣的曲线。是不是这样的：

2013 年 12 月 30 日股东人数 73，255 对应股价 124 元

2014 年 3 月 25 日股东人数 56，431 对应股价 166 元

结论就是　　股东越少，筹码越集中，股价越牛啊？

老唐答：这些数据要想观察出来有价值的结果，需要积累长期数据，最好将上市以来所有的年报、中报、季报里的披露，都统计出来，然后画出两条曲线，看是否有明显关系。是否有有价值的关系，老唐不回答，自己观察。

问题 3）P21，立信会计师事务所（特殊普通合伙），这里的特殊普通合伙是什么意思？特殊和普通不是矛盾的嘛。

老唐答：普通合伙企业，所有合伙人承担无限连带担保责任，所有合伙人对企业形成的债务均有偿付义务，企业资产不够可以追合伙人身家。多“特殊”二字的合伙企业，一般是以专业技能提供服务的（例如会计师、律师、设计师等）他们的对外服务，取决于个人能力，与企业财产关系不大。申请成为特殊普通合伙企业后，某合伙人对外造成的债务，该合伙人本人承担无限连带担保责任，其他合伙人仅以对企业的出资为上限承担责任，也叫做“有限责任合伙”。

问题 4）第 3 页，依照妙计三步走的处理方式，上市公司确实得到了 1.6 个亿的实体资金来做账，但是哪个银行呢？他得到了什么？实际上不是在原来 1.6 亿债务的基础上又扔出去 1.6 个亿么？他图什么？难道我们的银行资金都是这样来放贷的？

老唐答：银行没有增加新债，依然是对这家企业的 1.6 亿债权。至于图什么？如果你是债主，你希望借你钱的人有持续搞钱的能力，还是希望把他搞死？

问题 5）老唐，第 3 页第一个故事麻烦解答。

1、公司欠银行 1.6 亿，经过磋商，公司用 3000 万的楼房作价 1.6 亿归还欠款。明明只值 3000 万，却作价 1.6 亿。这样的话，可以理解为银行配合上市公司造假吗？

2、公司又花 1.6 亿把这栋楼买回来，钱先欠着，的确和之前欠贷款一样，还差银行 1.6 亿。但公司营业外收入 1.3 亿，这个怎么解释？能说明白点吗？

太愚钝，求老唐别笑话

老唐答：第一，市场定价自由，双方自愿的交易不算作假；第二，公司拿账面资产价值 0.3 亿的资产，卖了 1.6 亿，赚了 1.3 亿。由于这不是公司主营业务，所以归为营业外收入。

问题 6）刚收到，请教下，p11，经营活动现金流入流出不是通过完整记录公司现金流水做出的，而是以利润表为基础，参考资产负债表应收应付科目，调整后得出的。这句能否具体解释下，谢谢。

老唐答：参见本书 165 页。

问题 7）老唐能私信透露一下这是哪三家公司吗？

老唐答：无需私信。书里不方便写的，陪读帖里咱都给它抖出来，后面还有不少公司。本章的三家是世纪星源、东方电子、新中基。

问题 8）唐老，你的书怎么老是缺货吖？

老唐答：抱歉。对本书销售情况估计不足，造成目前的大面积缺货情况。预计从 14 号开始，加印的部分投入市场后，缺货情况能得到一定程度的缓解。见谅。

问题 9）轻资产和重资产的区分标准是什么？比如 50%算轻算重？谢谢

老唐答：参看本书 117 页~119 页的讲解。

问题 10）卖书卖成陪读的，能做到这样太不易了，老唐是我见到的第一人。老唐，爱死你了！

老唐答：第一，将老唐的陪读看成是为了卖书，算是亲自鄙视了老唐的情怀；第二，不接受男性示爱。谢谢。

问题 11）第 12 页提到筹资活动，公司回购股票，请问这对公司有什么好处，为何要回购股票。是为了减少股东权益吗？

@youmingiyoulan　　答复：当企业内在价值高于股价的时候回购股票是有好处的，企业回购的股票得以注销，剩下的股票数量减少，每股净资产增加。好比以前 10 个人分的帐现在 5 个人分了。（谢谢@youmingiyoulan）

老唐补充：在股票市价低于企业内在价值的时候，回购相当于免税分红，顺带将内在价值与市价的差额，一起赠送给老股东了。

问题 12）求教老唐：p12 里您说的您的见解：会先排除（净利润除以净资产小与 15%）和上市未满 5 年的企业，能说明一下理由吗？还有茅台的那个不知道叫啥的 ROE 我算的是 32.76%，对吗？

老唐答：选择 Roe＞15%的，主要思想是要选获利能力强的企业，下一步是思考其获利能力如此之强的来源是什么。选择上市五年以上的企业，是为了排除陷阱。参看本书 150 页。后面一个问题，没理解问的是什么。

问题 13)求教 p28 的公司向员工支付的平均薪酬(31.36-0.09)/1.68=18.61 万元,为什么要去掉 0.09，虽然合并资产负债表里应付职工薪酬比 12 年减少了 0.09，应付职工薪酬与实际付的是什么样的关系？应该怎样理解？谢谢

老唐答：参看本书 104 页。

补个简单例子吧：应付薪酬的差额，是今年全年新欠的。现金流量表里，是今年年内实际支付给职工及为职工支付的。比如说，你是老板，去年 12 月 31 日截止，你欠员工 1 万元（应付薪酬）未发，到今年 12.31 日，你欠员工 0.3 万未发。那么应付薪酬的增加值就是-0.7，期间你实际支付给员工的薪水及代缴各种保险费用等合计 20 万（现金流量表里支付给职工的现金），那么你公司员工今年的薪酬总额就是 19.3

万而不是 20 万。

问题 14）请教 24 页中，关于送红股的解释，既然盈余公积是从税后利润里计提的，那么送红股为何要征股东的所得税。因为所得税的原理是上游企业或者下游投资者里只交一次就可以了，我知道送红股是要征股东所得税的，只是对您的解释有点疑问。如有冒昧还望见谅！

老唐答：“所得税的原理是上游企业或者下游投资者里只交一次就可以了”，这个原理只对企业间有效。天朝规则，一直是企业交企业所得税，完了分利润的时候个人股东投资者再交一次个人所得税。因为盈余公积是利润，所以分配时就要扣个人投资者的个人所得税。~别纠结这个原因了，我党就是这么干的，讨论原因要跑题。既然参与资本市场游戏，就得接受这个规则。

问题 15）关于问题 14，只要不是有限合伙都是对公司和股东双重征税吧。

另外关于问题 1 相关，虽然说 10 股送 1 股是把 100 份平分 10 人每人 10 份，在蛋糕没变大的情况下变成了 110 份平分每人 11 份，但是随着股数的增加，到了第二年还是以 10 股为分红和送股的基数的话，是不是实际分红绝对数量会有所下降。没有读过茅台历年的报表，请教作者历年茅台分红水平是绝对值（钱数）为基础的变动还是相对值（比例）为基础的变动。

老唐答：没看懂关于问题 14 具体问的是什么。

关于问题 1 的相关的提问，实际分红绝对数取决于公司当年利润以及分配方案。当然，在相同的分配总金额下，股本越大，单股红利自然越低。

茅台历年分红水平，不知道你问的是哪一页的数字，如果是 39 页图表，图表里的是绝对值（钱数）。

问题 16）另外还有一个问题，如果送红股对企业没利，对股东不利，只对税务局有利的话，那么企业为何要用这种方式 " 坑 " 股东？

老唐答：这是一个谜。大概只能解释为“炒”股的炒家们，喜欢这个，喜欢炒高送转、高送配题材。公司反正不用拿钱出来，也乐于让市场高兴高兴，乐于让税务局高兴高兴。

问题 17）看老唐的书以前，一直以为茅台 300＋亿未分配利润都是白花花的真金白银。25 页的（4）一语惊醒梦中人。那么请问老唐，有没有算过茅台手上的未分配利润中，到底有多少是可分配的现金及等价物？

老唐答：这个不用算的，对于这种没有有息负债的企业，简单看一眼货币资金科目数字就可以了，大致可以认为是那个数字。

问题 18）怎样通过报表判断企业真实价值

如何判断股价是否符合企业真实价值？

老唐答：很遗憾，这个问题目前还是世界难题，单凭看报表是解决不了的。只能说你会看报表后，做到的可能性会增加。

问题 19）P28 页员工人数那 1.68 万人，看财报：母公司及主要子公司需承担费用的离退休职工人数 659 人，这个人数是已经包括在里面了还是不用计算的？员工退休后就不再有工资了。退休后领取的是养老保险金（可以称为“退休金”），由社保部门直接支付，与单位无关.　为什么还会有退休人数 6 5 9 人，求解！

老唐答：不用计算的，1.68 万是在职职工数。有些老工人，是社保制度建立之前的历史遗留问题，很多老国企都有。

问题 20）求教，P3 页的例子，公司出售 3000 万楼房，得到 1.6 亿，之后又花了 1.6 亿买回来。计算公式如下：

收入：1.6 亿

支出：0.3 亿+1.6 亿

利润：-0.3 亿，

请问利润表中新增的 1.3 亿营业外收入怎么算出来的，为什么不计算又花费的 1.6 亿。

老唐答：账面价值 0.3 亿的东西，卖了 1.6 亿，所以产生了 1.3 亿的收入。后来花 1.6 亿买的账面价值 1.6 亿的资产，是另外一笔投资，资产还在公司，没有发生价值变化，因而无需计入。也就是说白纸两叠，分别作了一笔销售和一笔投资，销售进了利润表，投资不需要进利润表。

问题 21）愚钝，求教。。。P3，故事一，最后企业资产负债表中，资产增加了 1.3 亿，负债无增无减，报表两边岂不是不平了？？怎么搞啊？

老唐答：资产=负债+所有者权益，资产增加，负债不变，什么增加了呢？当然是所有者权益。也就是说这笔交易创造了利润，增加了所有者权益。所以，本书一直强调的一个观点，利润这东西，是不靠谱的，必须要搞清来龙去脉才能使用那个数字，单看数字，就会掉进这样的陷阱了。

问题 22）P23---“分红的主体，是贵州茅台酒股份有限公司，提取盈余公积金也是按照母公司利润表净利润数据的 10%提取的。”请问这里的母公司是指贵州茅台酒股份有限公司，还是指贵州茅台酒厂（集团）公司。

合并报表，合并的是谁？是贵州茅台酒厂集团公司下的所有子公司，还是贵州茅台酒股份有限公司下的所有子公司。

老唐答：四张母公司 XX 表，提到“母公司”都指贵州茅台酒股份有限公司。合并报表合并的是贵州茅台酒股份有限公司及其下属子公司。

问题 23）老唐兄，我一直想知道反腐对贵州茅台的影响。这个从报表哪里可以看出来？也就是说，都谁在买贵州茅台？若按照分析，贵州茅台酒的成本很低，主要取决于销量，我可以根据什么判断将来几年贵州茅台销量的增长率？

老唐答：财报能告诉你销量，但不能告诉你被谁买走了。被谁买走了，要靠财报之外的思考。判断未来茅台的销量，也不能靠财报，财报可以告诉你未来的产量（即销量的上限），销量的下限，要靠对行业

的理解。

问题 24）P12：二要看投资回报率。投资回报率如果不是显著高于社会资金平均回报水平，管理层就是乱来，反之，就是对股东有利的投资。请问，这里的“社会资金平均回报水平”指的是？请老唐不吝赐教。

老唐答：这个各个时期不同，也不需要很精确，我一般毛估估，大体以贷款标准利率的两倍算。

问题 25）P11：经营活动现金流净额为负的企业，通常日子不好过，银行除外。为什么银行除外呢？老唐

老唐答：因为银行就是买卖钱的，钱是他家的货物，所以银行没法看也无须看现金流量表。

问题 26）老唐，您好。请问，茅台 2013 年拟定的分红方案那里，每 10 股送红股 1 股，那么假设股价不变，那么总股本增加了，是不是市值增加了？~

老唐答：如果你的“股价不变”的假设成立，市值的确是增加了。不过一般情况下，市场会对股价进行除权处理，即假设今天的 11 股市值等于昨天的 10 股，然后重新以新起点开始交易。

问题 27）请教一个 P19 的问题，书中第二段说“哪怕就按照 2013 年业绩不再增长，每年卖 300 亿元的酒，220 亿元左右的营业利润”，记得老唐说过茅台的利润率大概 93%，那不是应该是将近 280 元的利润啊？请指教，谢谢！

老唐答：93%是毛利率，指营业收入-营业成本（理解为生产成本吧）。而营业利润，不仅要从营业收入里减去营业成本，还要减去管理费用、销售费用、财务费用以及资产减值损失等，茅台的营业利润率大约是 70%。这部分可参看 136 页到 147 页的详细阐述。

问题 28）请教：第 10 页

知识链接中，收入数字上只能记录 819＼1.17=700 元中，1.17 是怎么来的，谢谢

老唐答：记得这个问题回答过，但居然不在，可能是其他页面吧。这里就再答一次吧。因为增值税是价外税，同时增值税率为 17%，所以不含税价格×（1+17%）=含税价格，这里我们已知含税价格为 819，反求公司营业收入的不含税价格，就用 819/1.17。

问题 29）请问：11 页中两个问题：

1、“20PE 意味着投资回报率 5%，8PE 意味着投资回报率 12.5%

”假如我有 20000 本金的话，怎么用公式算出投资回报率。2、“表里最准确的数字是期初现金总额，期末现金总额及两者之差”。现金流量表里找不到这两项。

老唐答：1、跟本金无关。投资回报率是 pe 的倒数，投资回报率=每股盈利/每股市价。

2、财报 51 页表格最后三行。

问题 30）不好意思求教两个菜鸟问题：

1、P25　提到未分配利润已经转变为厂房、固定资产，请问是公司可以自行决定对未分配利润进行处理吗，是否需要在财务报表中体现？

怎么体现？二提到有些公司未分配利润只有数字没有钱，是不是就是应收票据之类的？

2、对之前提到的问题 16 的疑问，公司对盈余公积分红股。蛋糕没变大的情况下 1 人 10 份=100，变成 1 人 11 份=110。股东没拿到钱，那钱去哪了，还是公司拿去再生产了？这部分是否需要在财务报表体现？

3、盈余公积大于注册资本 25%才可以用来分红股，查看某个公司财务报表，是否可以从其盈余公积金额来看是否有可能分红股？

老唐答：1.股东大会决定，或有股东大会授权董事会一定额度自主决定。会体现在财务报表上，体现为资产的增加。只有数字没有钱的未分配利润，通常表现为应收票据、应收账款、公允价值波动，后面都有讲述。

2.对。体现，体现为股本的扩大。

3.可以，盈余公积金比较大的公司，有送股的能力。但是否会送，需要由董事会提出方案，并经股东大会批准后实施。顺带说一句，盈余公积小，但资本公积大的，也可能送股票，参看本书 106~109 页。

问题 31）请教老唐第 8 页第二段第 2 句。

除了上面提到的四张“母公司报表”特指上市公司本部以外，财报中其它用到“母公司”一词时，指的是上市公司的控股股东，因为财报是上市公司说的话。

这段话不理解，母公司不是上市公司本身吗，怎么有变成控股股东了呢，控股股东是指出资额占 50%以上的吗？谢谢！

老唐答：财报里的四张母公司 XX 表，特指上市公司本部的资产负债、利润、现金流量、股东权益情况。而上市公司本部也是有母公司的，它的母公司就是它的控股股东。财报是上市公司说的话，那么这里面用到的“母公司”一词（除了那四张表）就指的是控股股东。同样，控股股东也有母公司，例如茅台集团自己的报表，也会用母公司一词，来称呼它的股东。需要理解的是，母公司就和妈妈一样，是一个称呼，究竟指的是谁，取决于谁出的报表。（比如股份公司下面的子公司 A，可能还持有孙公司 B 的 70%股权，这种情况下，A 是上市公司的子公司，但 A 同时也是 B 的母公司）

问题 32）老唐好，p25 页关于“在税务局的眼里，那就是 10 股分一元，先分掉了 1.04 亿元”，税务局只是按照 46.45 亿做为基数收税，但实际公司付出的是 45.4 亿元，那 1.04 亿元实际还是没有实际分出去的吧？为什么财报要按照 46.45 亿计算呢？

老唐答：因为这是两件事儿，分钱是分钱，收钱是收钱，公司要分开计算。报表上要如实记录，分红 46.45 亿，收到股本 1.04 亿。

问题 33）老唐，你好。

请教一个基础问题：P18-P19。你举例贷款 1000 亿回购股票，计算公式不太理解，望解答。

我的理解如下：贷款1000亿，按照文章说明，每年300亿销售额，去掉80亿成本，72亿贷款利息，还有税，剩110亿净利润，所以这110亿如果都去还本金，需要近10年才能还清。请问为什么是7年，谢谢。

老唐答：请使用贷款计算器计算，网上有很多这种计算贷款的计算器可以使用。简单说，就是如果你贷款1000亿，年利率7.2%，分7年还清的话，连本带利大约是还1250亿左右。所以，如果每年300亿销售额，去掉成本和税，7年左右搞定。

问题34）唐总，看你的书第一点就是看会计师的审计意见，可看吉林敖东的2013年报只找到一份会计师和公司内部共同出具的报告，还有高管的保证。请赐教？

老唐答：有些企业没有将会计师意见放在重要提示里，而是放在“财务会计报告”那一节（在合并资产负债表的前一页），通常表述为“

我们认为，贵公司财务报表在所有重大方面按照企业会计准则的规定编制，公允反映了贵公司

20XX年12月31日的财务状况以及20XX年度的经营成果和现金流量”，这句话等同于“标准无保留意见”。

问题35）请教老唐第22页第2段

1、2013年度公司实现净利润15136639784.35元，但是财报第48页合并利润表上的是15,964,899,881.05元，这两个数怎么不一样。

2、法定盈余公积金和一般风险准备金的提取，我百度了说是按净利润的10%来扣，但是书中的法定盈余公积金为1,184,369,466.72元、提取一般风险准备13,296,286.27元，这两个数不是用15136639784.35*10%得来的吗，这是怎么回事？

谢谢!!!

老唐答：1.净利润159.64亿指股份公司及下属子公司利润总计，其中有八亿多，是下属子公司的少数股东损益，也就是比如下属销售公司，今年赚了100单位，但上市公司持股95%，那么计算上市公司利润的时候，就需要减去属于持股5%股东所有的5单位。参见第10页第三段。

2.第23页第一段和第二段解释的就是你问的问题。看书吧。

问题36）唐老好！在请教问题之前先表达一下我的感受。这是我有生以来看的最有激情的一本书！枯燥的财报分析能让你描述的绘声绘色，实在是爱不释手，佩服佩服！

请教：P10关于投资回报率（市盈率）的问题，投资回报率=每股收益/股票价格。

一是当这家上市公司送转除权后，每股收益是否需要按照归属于母公司所有者的净利润除以公司总股本（转增后的）来计算？

二是送转除权后的投资回报率（市盈率）与之前是没有变化的？（之前没有关注过此类问题）

老唐答：一、是，财报上叫做稀释每股收益，参见本书127页讲解。二、一般来说，进来了新钱，获利能力一定有变化，关注动态市盈率或滚动市盈率相对更合适些。一般软件上市盈率通常有三种表述：1.静态市盈率。当前股价/去年全年每股收益；2.动态市盈率。当前股价/模拟本年每股收益，模拟本年每股

收益，通常会用半年报收益乘以 2，或者一季报收益乘以 4，或者三季报收益除以三乘以四；3.滚动市盈率（TTM 市盈率），当前股价/最近四个季度每股收益。

问题 37）2 个简单的问题请教：

1，P21，立信会计师事务所（特殊普通合伙），这里的特殊普通合伙是什么意思？特殊和普通不是矛盾的嘛。

2，P24，茅台 2013 年拟定的分红方案那里，每 10 股送红股 1 股，后面说在税务局眼里，那就是 10 股分 1 块，难道这里每股才 1 块钱，不是实际的股价？

3，再问送的红股是否不能交易?是否会增加总股本，稀释股价?

问题比较简单，见笑了。

老唐答：3、能交易，会增加总股本，稀释股价

问题 38）看书学会的第一个关键词：标准无保留意见！财报重要提示里会计事务所这条这没有这个词这个企业就可以被排除了！

老唐答：对的，宁错杀，不踏错。

问题 39）P11：经营活动现金流净额为负的企业，通常日子不好过，银行除外。为什么银行除外呢？老唐

阿葱答：进来的钱比出去的钱多，代表着手里剩的钱越来越多。

对于一般公司，手里剩的钱越来越多，说明你很能赚钱！[很赞]

对于银行来说，手里剩的钱越来越多，说明你不会放钱！[不赞]

存款都积压在自己手里了，不放出去吃利息，你怎么给储户付利息啊[大笑]，打算拿咱们股东的钱来垫么[囧]？

问题 40）有些公司对它们的子公司并不是 100%控股的，例如贵州茅台股份有限公司就只是对贵州茅台销售公司控股 95%。剩余的 5%的股份所对应的收益就是归入“少数股东权益”，这里的少数股东有可能是市场上的散股或者其他机构公司。我的理解是这样。

老唐答：你的理解是对的。少数股东损益，就是股份公司下属子公司中，不属于股份公司持股的部分所对应的损益。同样，少数股东权益，就是股份公司下属子公司中，不属于股份公司持股部分所对应的净资产。

问题 41）唐老师，刚看完第一章的内容，在看财报的时候发现一个问题不理解，请您指教！在财报 P42 显示的是合并资产负债表（编制单位：贵州茅台酒股份有限公司---上市公司），P44 显示的是母公司资产负债表（编制单位：贵州茅台酒股份有限公司--上市公司）。这两个报表编制单位一样，第一个报表是不是上市公司合并子公司的共同报表，而第二个报表只是上市公司自己的报表呢？谢谢！而且哪个报表更能显示贵州茅台（600519）的资产负债呢？

老唐答：是。合并表。第 8 页讲过的。

第170篇.　　陪读02：　货币资金　经营资产　p31~p60

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-05-01　14:38

请将《手把手教你读财报》31~60 页的疑问，发在此贴的评论区；

发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了。重复提问=谋财害命；

也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

货币资金部分，重点知道三点：

1）货币资金分为“现金和现金等价物”和“受限资金”两部分，其中现金和现金等价物的

变化过程，会详细展示于现金流量表。

2）为什么投资者主要需要关心合并报表的货币资金情况，背后的原理是什么；

3）报表上哪些有关货币资金的特征，是需要投资者高度警惕的。

经营资产涉及营业收入、增值税、应收票据、应收账款、预付账款、其他应收款、存货等重要科目，以及其对应的各种应付。这部分全部需要认真阅读，尤其是应收账款部分，涉及应收账款的陷阱、计提、坏账、造假等，占用了较多的页面，需要细读。

但经营资产部分虽重要却不难，基本上属于窗户纸，不捅破的时候困难，捅破了简单。

43 页第三段第三行，“便进行再贴现”，应为“便进行转贴现”。麻烦自己修改一下。

问题 1）书 52 页，长期应收款问题，如果企业每年从长期应收款转到一年内到期的资产吧，当本年度收到这笔钱，怎么算？算当期利润？计入经营现金流？

老唐答：长期应收款只存在收到或者没收到的情况，不存在转为一年内到期资产的说法。当收到长期应收款的时候，如果企业的主营业务不是融资租赁，则不能算经营活动现金流。请参看本书 164 页。

问题 2）41 页那个增值税的计算还是不太理解。819 元/瓶出厂，是不是包括 700 元的售价和 119 元的增值税？

老唐答：是。

问题 3）50 页第 10 行，“上市资金”应该是“上市公司资金”，51 页第 10 行第 2 个逗号有点不顺畅。看到 60 页了，都很好，老唐，我有点儿吹毛求疵了。

老唐答：50 页第 10 行“上市资金”的确应该为“上市公司资金”，漏了两个字。多谢提醒。顺带，55 页第 6 行，“坏账准备”，请修改为“减值准备”更准确。

问题 4）P41 讲票据，请教票据基本知识：假设经销商应该在 14 年 6 月 1 日给茅台公司 1000 万，没有现钞，而由银行在 6 月 1 日提供承兑汇票给茅台公司，3 个月后到期，问题：

1、银行承兑汇票是谁提供的？如果是银行为经销商背书提供的，那经销商是不是算欠银行 1000 万，或者应该是算作经销商向银行贷款 1000 万了，而且期限是 3 个月？

2、茅台公司得到票据，这时银行、经销商、茅台公司谁也没支出或收到钱，对不？

3、这张票据三个月后兑现时，茅台公司是获得 1000 万+利息，对不？这个利息低于经销商付给银行的利息，银行获得息差才愿意这么干，是么？

4、茅台公司可以随时贴现，也就是找银行提前取现，损失一些利息。银行要在经销商还款之前提前倒贴支出现金和利息 a，所以对银行称为“贴现”，这么理解对不？

5、转贴现或者再贴现时，相当于银行把对经销商的债权卖出去而获得资金。卖出票据银行会获得 1000 万和其他价差 b。这个价差 b 加上贴现时付给茅台公司的利息 a，总值会低于原本经销商还款时应该付的利息 c，即 a+b<c，对不？

6、转贴现后，经销商还款时怎么知道自己该还钱给谁呢？这时持票行将获得经销商还的 1000 万本金和利息 c，持票行的最终收益 d 应该等于 c-a-b，对不？

可能对常识理解有偏差，欢迎赐教。

老唐答：1.银行提供的。是经销商贷款；2.对。稍微补充，经销商会交部分承兑保证金给银行；3.不对，茅台公司获得承兑汇票面值；4.损失一些本金（前面说过，承兑可以看成打折的现金）；5.大体对，偶尔单笔也许银行头寸紧亏损也出；6.经销商还给发承兑票的银行，该银行负责到期兑付。对。

问题 5）P55 页：毛利率的提升，.....，也可能是因产品库存增加造成的。.....--北方某白酒公司的最新财报，就展示了这样的操作。

请教老唐：是否存货一直在增加，且毛利率由 13 年的 52%左右提升到 14 年 6 月的 68%左右的老白干酒？

老唐答：兄台慧眼。

问题 6）唐兄，48 页的应收账款计提比例表 2-1，江铃汽车采用的是余额计提法，其他企业好像是账龄计提法。放在一起对比，是否有歧义？

老唐答：兄台细心，赞。的确如此，本表格就是要提醒朋友们注意，各个企业计提规则有很大的区别，哪怕是同一个行业内。表中数字没有褒贬哪家企业的意思。

问题 7）唐兄，60 页，存货和营业成本的合理比例如何推算，另外货币资金看合并资产负债表，那么存货和营业成本是否也要看合并之后的报表呢

老唐答：看公司平均每月（或每天）大概销售多少营业成本的货，然后用存货数值除以这个月均（或日均）数，大体能够知道公司存了多少月（天）销售的货物。这个数字如果和历史数据发生较大改变，或者和同行公司之间出现较大差异，就需要寻找解释。如果没有合理解释，比例可能存在不合理，需要警惕。后一个问题，是的，看合并报表。

问题 8）38 页从上往下数第 3 行括号里 117.68 这个数字在年报哪里找到？

老唐答：茅台 2013 年度财报 44 页，母公司资产负债表--货币资金。

问题 9）唐老师，问题 5 中，为什么库存增加就会提升毛利率？

老唐答：下次喊老唐。再喊老师，拖一天后回复。这个问题自 53 页的“第二种情况理解起来稍有难度”开始，到 55 页小标题上面截止，就解答的这个问题。这里也不可能比书中谈的更仔细了。你再读一遍吧。

问题 10）求教：p38 的　母公司资产负债表的资金数额与合并报表的货币资金数额是什么样的关系？按照书本的意思是不是母公司的货币资金加上子公司的货币资金等于合并报表的货币资金，母公司的货币资金不包含子公司的货币资金？　　如果是这样那 p85 的　长期股权投资的母公司的投资是否包含子公司的投资，合并报表时母公司的投资减去子公司的投资等于合并报表的长期股权投资　意味着母公司的投资包含子公司的投资对吗？　母公司报表和合并报表　　两者具体之间的关系是什么样的关系呢？谢谢

老唐答：问题有点乱。母公司货币资金不包含子公司的货币资金；母公司长期股权投资是母公司对子公司的持股，不包含子公司对孙公司或其他公司的持股；合并报表就是母公司及其下属子公司的合并，然后抵消相互间的投资和交易之后的总和。

问题 11）p41　　819/1.17*17%=119,其中 1.17 哪里来的

老唐答：因为增值税率 17%，商品含税价格的计算公式为，商品含税价格=商品不含税价格×（1+17%），所以，在知道了含税价格，需要反求不含税价格的时候，就用含税价除以 1.17.

问题 12）老唐，辛苦了！P45 页，第四行“基本现款现货，应收账款只在百万级……”，第 5 行“为什么不走银行”，这里有点不解。

①走银行的话应该体现为承兑汇票吧，不应是应收帐款？

②卖水产品可以现款现货，应该是从有无银行存款及有无从银行转帐购买原材料才能看出破绽吧？

③老干妈的辣酱也属于替代品多如牛毛的行业，据说也是现款现货，我们不能据此认为她的收入也是在造假吧？

也许我的逻辑有问题，请见谅！

老唐答：这里算我表达的有点随意了。更准确的表达，应该是因为公司有大量销售不走银行，且全部现款现货，从而引发分析人士怀疑。说你这么多款项经手，为什么不走银行呢？自己收现金，多麻烦啊！公司回答：水产品要买鲜活的，必须到水产基地买，水产基地没银行，所以就现金了。分析人士就奇怪啊：你一年十几二十亿的成交，银行为什么　不去你家基地门口开一家分行呢？公司：##$%%^^#@$^sls……

问题 13）请问老唐：p38 页：倒数 11 行开始,实践中投资者要注意的四种情况：（1）（2）（3）（4）能否举例说明实践中如何排除的这 4 种情况？谢谢

老唐答：不举例。四种形态说的很清楚了，就是当你在某家公司的报表上，看见这四种形态，必须持合理怀疑，继续追问是为什么会如此。找不到合理的解释，排除就行了。

问题 14）吹毛求疵：P49,第 17 行“通过其他应收款……从公司转出”，此处的“应收款”应为“应付款”吧，要不然怎么转出还给客户呢？

老唐答：不是，兄台理解错了。公司把钱转出给某人挪用着，就增加公司财报的其他应收款科目，表示我的钱被别人欠着了。而其他应付款，是自己欠别人钱，钱在自己手里。

问题 15）老唐，P53 第 14 行，“往往伴随存货增长幅度大幅超过同期营业成本增长幅度”，此处不太好理解。通常来说，生产一定的情况下，如果销售收入大幅增长必会造成存货下降，存货/成本比会明显下降；如果虚构销售收入，存货不会下降，存货/成本比也应该变动不大。不明白为什么存货增长大幅超过同期营业成本增长幅度？

老唐答：我们可以先忽略其他生产，单看这种造假模式。公司首先要对外采购 100 万，将资金流出去，然后才用这 100 万返回来购买公司的产品。因为公司的目的是做出报表利润，不可能 100 万买来 100 万卖。我们假设公司销售毛利率是 50%的情况下，那么 100 万营收，实际上就只能发出去价值 50 万的存货，表现在报表上，就是明明只需要采购 50 万的存货即可支持正常营运，却采购了 100 万，导致存货增长过快。

问题 16）P41：茅台公司收到经销商交来的 119 元增值税后，扣下自己采购过程中支付的增值税，将差额和供应商开给的增值税票，一起交给税务局。为什么扣下自己采购过程中支付的增值税呢？谢谢老唐

老唐答：增值税的征收办法是“根据销售商品或劳务的销售额，按规定的税率计算出销售税额，然后扣除取得该商品或劳务时所支付的增值税款，也就是进项税额，其差额就是本公司的增值部分应交的税额，这种计算方法体现了按增值因素计税的原则”。

问题 17）请教老唐，p38 页提到“货币资金过大，则代表资金运用能力较弱”；p40 提到茅台账上超过 200 亿的现金及等价物，属于资金运用能力低下。那应该如何具体评价其资金运用能力呢？

老唐答：大量的钱闲置，可以看作资金运用能力低下，但低下具体值是多少，是没有量化标准的。

问题 18）问题一，pdf 阅读工具，是什么东西？我在巨潮网，下载了，贵州茅台年报，但那里面，好像找不着搜索功能。

问题二，35 页倒数第四行，当中的 219.92！是啥？在哪？应该是 251.85，吧。

问题三，47 页中，计提的坏账准备，在资产负债表，是一种资产损失，请问？它归于资产负债表，具体哪一个科目。在利润表是一种费用，请问？它归利润表的哪一个科目。

问题四，五十页中，说了要关注，预付货款的时间问题，请问？怎样才能看出，预付货款的时间长短！谢谢老唐。

老唐答：问题一，打开 pdf 文件的工具，网上无数，我用的福昕。怎么使用搜索功能，自己摸索。

问题二，合并现金流量表里最后一行数字。或者本书 35 页表格下那段解释。

问题三，参看陪读 04 问题 7。

问题四，输入“预付款”搜索。例如茅台 2013 年财报在 70 页有披露。

问题 19）向老唐请教几个问题：P46 坏账准备。假如某公司按账龄分析法计提坏账，2013 年一年内的应收账款 1000W，按 5%计提了 50W 的坏账。

1）那么，2014 年年报时，该部分应收账款计提比率为 15%（2~3 年的计提比率），此时计提坏账准备，是按 1000*15%＝150W 还是按（1000－50）*15%＝142.5W 呢？

2）如果该公司 2014 年改用余额计提来计提坏账准备，那么上述只需要将所有应收账款减去 2013 年已经计提的金额后乘以计提比率就行了吗？不管账龄的长短？

老唐答：1）都不是。是 1000×15%-50=100w；2）不管账龄长短，但不是你说的“应收款减去 2013 已经计提的金额后乘以计提比率”，而是“应收款乘以计提比例，然后减去已经计提的金额”。

问题 20）老唐，请教几个问题：一、P38 对于货币资金的分析，您坚持的一个原则：货币资金需要与短期债务及经营需要相匹配。短期债务好计算，那经营需要多少资金怎么毛估？

二、能否通过财报计算固定成本和变动成本？如能，怎么算？那怕是毛估。谢谢！

老唐答：一、经营所需资金，可以大致看现金流量表中的本期内经营活动现金流出。

二、变动成本不用估，报表里有提供。在董事会报告里有一份“成本分析表”，其中的制造费用，可以大体看作固定成本，直接人工里的大半可以看作固定成本。而直接材料等其他成本，则可以大致看作为变动成本。

问题 21）老唐，38 页中，定期存款很多，其他货币资金很多，流动资金却严重缺乏；流动资金是指的什么？是指库存现金还是指流动资产呢？谢谢

老唐答：可以简单的将现金及现金等价物数额视为流动资金。

问题 22）老唐，p36 其他货币资金，“如临时到外地采购，在采购地银行开立只付不收专户里的钱”，这个只付不收是什么意思？谢谢

老唐答：公司派你去外地采购，你到了当地，在当地银行开设一个账户，公司把采购款打进这个账户。为了防止你或其他人利用公司银行账户干些违规事情，约定这个账户只具备付钱出去的功能（实施采购任务），不允许收钱进来。采购完成了，这个账户也就失去作用了。

问题 23）45 页的应收账款明细表。账面余额怎么理解？5，675，324.03 和 4，730，101.24 的关系？谢谢老唐和球友们的解答！

老唐答：意思就是目前公司应收账款还有 567.53 万没收回来，其中按照规则累计已经计提了 473.01 万坏账准备，资产负债表上体现出来的应收账款，就是 567.53-473.01=92.72 万。

问题 24）请问老唐，书的 p57 说白酒因为成本非常低，不需要计提跌价准备。茅台 2013 年报 p71 中，

“在产品”这部分存货，为什么做了计提跌价准备？

老唐答：那是公司为储酒容器——酒坛子——计提的跌价准备。每年都提，数额很小，跟酒无关。

问题 25）P57 那个（4）后面这句话我怎么看不懂呢，老唐能不能换个说法。还有（1）里说数据仅仅涉及茅台酒，不包括系列酒的产销存。可为啥（5）里又说库存总值里未去除近年增加的系列酒库存捏？谢谢！

老唐答：（4）表述的是：库存总量按照 2%假设了年损耗，真实年损耗可能比 2%略大，有可能比 2%略小，会对总量造成正负几千吨的差异，对本段的结论“高端白酒不需要计提跌价准备”不产生影响。

（1）告诉你事实，本文只计算了茅台酒的数量。（5）告诉你，茅台披露的库存总价值金额里，包含部分系列酒。此处按照保守计算，如果考虑到这一点，茅台酒的存货成本应该比本文计算更低。此处采取保守策略，忽略了系列酒存货价值。简单举例说：2013 年财报库存总值 118.4 亿，包含 14.2 万吨茅台和 X 万吨成本为 Y 的系列酒。那么茅台的存货成本本应该是（118.4-xy）/14.2 万吨，此处保守考虑，直接用 118.4/14.2 万吨，得出单价 39.3 元的结论。如果从存货总值里去掉 xy 的话，茅台的单价会比 39.3 元更低。

问题 26）老唐，见笑，请教一个问题：P36 最后一段第四行“如国债、大型企业短期债、银行承兑汇票、货币市场基金等”，这句中的“银行承兑汇票”不是属于应收票据吗？怎么有归为货币资金了？

老唐答：如果是销售商品或提供劳务的时候，收到的银行承兑汇票，是归入应收票据的。但如果不是因此而产生了银行承兑，则可能被归入现金及现金等价物里。注意 36 页倒数第四行的解释原文是“企业持有的……投资”，也就是说同样是银行承兑汇票，依其来源不同、目的不同，有些是经营产生的票据，有些是“投资”。后者若是到期日在三个月以内，则会被归入现金及现金等价物里。（参看本书 43 页，有关票据交易那一小段）

问题 27）老唐，请问下 P44 中关于应收款的回款速度从哪里可以算出来？另外应收款的回款会体现在哪个财务项目中？

老唐答：应收款总额/日均营业收入，就可以大体估算出来，公司有多少天的销售收入被欠着。收回来的款项，减少应收款的同时，增加了货币资金。同时体现为现金流量表的销售商品提供劳务收到的现金。

问题 28）据银行工作人员@Nicholas512 提醒。对于一些金额较小如 100 万以下（小金额票据市场流动性不强，一般只能托收），背书较多（托收比较麻烦），银行大多是嫌麻烦不愿意去做的，所以这类票据要贴现，企业只能割肉掏高价找票贩子进行贴现。即便银行亲自来贴现，要价也会相应高一些，超过半年期贷款利率是必须的。老唐书中 42 页知识链接方框里最后一行“贴现率……最高不能超过现行贷款利率”的说法，可能是陈旧知识了，提请各位注意。谢谢@Nicholas512

问题 29）再问唐老师，看有的公司财报中用信用证结算，请问信用证算应收票据还是应收账款，谢谢。

老唐答：信用证一般用于国际贸易结算，主要原因是不同国家间，对法律体系或者国情了解不够，发

货的担心发了货收不到钱，给钱的担心给了钱收不到货。因此，银行此时在中间起到了保证人的作用。通常买家会把钱全额存进银行（也有和银行有长期授信额度的，不用存钱或存部分保证金），然后银行开出信用证给卖家。卖家拿到信用证以后，按照买卖合同，发货到达约定交付地点，然后直接找银行收钱，银行看到货物移交手续（或符合标准的发货手续，取决于合同约定）立即付现。

这里面的核心是，没交货（发货）以前，货物依然在卖家掌控中，不算销售。交（发）了货，产生销售，并收到现金。因此信用证实际上是一种变相的现金交易，它既不属于应收票据，也不属于应收账款（所谓应收，就是卖家履行了约定义务后，需要等待一段时间才能收到对应款项），卖家只是在自己经营活动中，做个备注即可，最终信用证并不进入财务报表。而买家在没有收到货之前，交付到银行的货款，只需记录为其他货币资金即可。

不过，信用证里面，也有一种延期支付的信用证。就是买卖双方约定交货后，过一段时间，银行才给卖家付款。自交货以后，相当于产生了一笔银行欠卖家的钱，这样的信用证，会被卖家归入应收账款里。

信用证和银行承兑汇票很像，但信用证要求贸易背景，其支付需要真实贸易背景，银行将跟随货物的交付手续来履行支付义务，且支付对象是确定的（类似于淘宝买东西，买家确认收货，支付宝转账给卖家）。承兑汇票则没有这个要求，无论是谁，持票到期即可获得银行支付。

问题 30）请问老唐：p38 页：倒数 11 行开始,实践中投资者要注意的四种情况中的（2）货币资金充裕却借了很多有息甚至高息负债。货币资金和负债的比例多少为合适？ 什么情况下算是充裕。如 9 亿的货币资金，3 亿的有息负债是否过分？谢谢

老唐答：这个不能一概而论，要分公司看。不同规模不同商业模式的公司，对日常运营资金需求大小是不一样的。就如同我们开一个小店，和一家大型制造企业，手头所需要保有的现金量是不同的。

要思索是否合理，背后的逻辑很简单，就是看这家公司日常经营需要多少营运资金支持，如同我们自己运行一个小店儿，也要考虑店里需要多少资金维持运转一样。如果自有资金（如你举例说的 9 亿）足够，却还借的有高息负债，还显然需要怀疑。反之，如果自有资金不足（9 亿不够用），那么再有负债，就是正常现象了。

问题 31）请问：您 P36 页小字说现金及现金等价物包括银行存款，那也包括定期存款咯？您 P37 第一段提到“……不能随时支取的定期存款”不属于现金及现金等价物。那这两个地方矛盾不？

答：不矛盾。正常的定期存款都是可以随时支取的，不过是损失定期利息而已（按照活期计息）。不能随时支取的定期存款，是一些和金融机构有特殊协议约定，只有到期才能支取，没有到期即便愿意放弃利息，也不能支取。有这种约定的“不能随时支取的定期存款”，就不属于现金及现金等价物，反之则属于现金及现金等价物。

问题 32）请问老唐:（1）P50，茅台 2013 年决定通过送红股和派发红利方式分配利润 46.45 亿元，在“应付股利”栏目里为什么没有，不应该算这项目里吗？

（2）P51，预付广告费算在了其他应收款里而没放在预付款里的原因是什么。

老唐大：（1）因为这是预案，还未经股东大会通过，所以不会放在应付股利里，在股东大会通过后至

实施前，它就会在应付股利里。

（2）还没收到发票。

问题 33）请问唐大哥：短期借款需付的利息　是记入流动负债--应付利息里　还是记入利润表--财务费用里（书上我的理解是记入财务费用）　　我看了酒鬼酒的 2013 年的年报，两边的科目明细里都有应付利息。没有借款利率说明，短期借款是 2013 年当期的。

老唐答：利润表的财务费用记录借款的利息，资产负债表的流动负债里记录还欠着的利息。举例说，如果借款 100 万，利率 6%。那么利润表里记录财务费用 6 万，无论这笔利息是否支付了。而流动负债里，只记录还没有支付的利息，欠别人多少利息未付，就记录多少。

问题 34）请问老唐：p47　某公司欠款收回，实际收到的钱和报表上账面价值之间的差额，还可以回到利润表“资产减值损失”科目冲抵，从而增加利润。

但根据企业会计准则，资产减值损失一经确认，在以后会计期间不得转回。这样的话收回的欠款不就无法在资产减值损失中体现，那么该欠款体现在哪里从而增加下一期的利润？

老唐答：你引用的原话说的很清楚了，还是回“资产减值损失”科目冲抵，从而增加利润。也就是说多收回的坏账，直接冲抵了当年计提的坏账准备，具体可以参看茅台 2013 财报 99 页（4）。

问题 35）老唐，这本书真是爱不释手啊，五一就准备抱着它过了 。有个问题想请教一下，P46 的表格中，1 年以内应收账款的期初数里，坏账准备的 84,797 为什么不等于账面余额 16,597,595 的 5%呢？1 年以内的计提比例不是 5%吗？

老唐答：那个是期初状态，也就是说，是 2012 年报表的事儿，2013 年的期末余额为空白。而 2012 年的报表，可以看 2012 财报 68 页的注释，是因为其中的 1653.68 万，已经于 2013 年 2 月收回了，属于报表的日后事项，所以 2012 年财报当中就不需要显示这笔钱的坏账计提了。关于日后事项的解释，参看《手把手教你读财报》的 227 页。

第171篇.　　陪读03：　生产资产　p61~p74

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-03-10　09:48

请将《手把手教你读财报》61~74 页的疑问，发在此贴的评论区；

发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了。重复提问=谋财害命；

也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

本节涉及固定资产、在建工程、工程物资、无形资产、商誉、长期待摊费用、递延所得税资产、递延所得税负债等科目。

本节的重点是理解关于固定资产折旧和无形资产摊销的不同政策对报表产生的影响；

而本节的难点在于理解商誉的概念、搞明白递延所得税资产和负债的产生过程以及其代表的意义。

63 页最后两行，出现两次“商标权”，请朋友们见谅并自行删掉一个。

问题 1）老唐,我读到 72 页,想到了最近的獐子岛

"獐子岛公告称，根据 2014 年 9 月 15 日至 10 月 12 日的抽测结果，决定对成本为 7.35 亿元存货进行核销处理，对成本为 3.01 亿元的存货计提跌价准备 2.83 亿元，扣除递延所得税影响 2.54 亿元，合计影响净利润 7.63 亿元，全部计入 2014 的三季度”

我想问问:2.54 亿的递延所得税凭啥要扣除?有啥依据?獐子岛公司的目的何在?

老唐答：这个扣除是减少公司亏损的行为。递延所得税相关知识，请参看本书 69~73 页。实际含义是公司的亏损，可以在以后用利润抵扣，因而产生了类似预缴税款的效应。举个粗暴例子帮助理解吧：以前公司虚构了 10 亿利润，所以税务局按照吹牛要上税的原则，收了公司 2.5 亿所得税。现在公司告诉税务局“哦豁，利润没了”，税务局就说“好吧，这 2.5 亿你可以拿来抵别的应缴税款”可以看作退了一笔钱给公司。

问题 2）老唐，我是新手，请教减值准备计提后可否转回利润？不太明白下面这两句话是否有矛盾？请指教

P59 堂而皇之地将计提的减值准备转回，利润又魔术般地增加了。

P62 减值准备也是要从利润表里扣除的，且一旦计提减值，以后不可以再转回来。

老唐答：减值准备有些不允许转回，有些允许转回。全书多处讲到不同的减值准备，老唐会分别提醒该项资产的减值准备是否允许转回，会转回到报表的什么科目里。你这里提到的 59 页，是谈存货，存货的减值准备，当减值迹象消失的时候，会计准则允许转回利润表。62 页谈的是固定资产，固定资产一旦计提减值，不允许转回。

问题 3）求教老唐：p61 倒第三行“ 因此，虽然不用付现金出去，但折旧…… ”公司买资产的时候 不用付现金是 分期付款吗？ 谢谢

老唐答：不是。是说公司买资产，钱已经付过了，本期不用再付现金出去。但本期利润表里要将对应的折旧当作本期费用扣除。

问题 4）老唐，P66 里，江苏某机械设备上市公司是谁啊？

老唐答：徐工。

问题 5）请教，P72 页提到的递延所得税资产，当被计入当期资产增加后，到下期是进行折旧处理，计入某项费用扣除利润吗？会出现这个科目今年的年初值是正值，而因为今年的某种原因而在期末有所减少，甚至变零的情况吗？多谢。

老唐答：所谓递延所得税资产，可以粗暴的理解为预缴给税务局的税款。因此它无需折旧，也不算费

用。这个科目有可能减少甚至归零，如果你预缴税款的事项发生了，预缴变成实缴，递延所得税资产就会减少乃至归零。

问题 6）递延所得税资产和延递所得税负债是不是必有一个为 0？有没有可能两者都存在？

老唐答：72 页倒数第二自然段写的很清楚“递延所得税资产和负债不能互相抵消……不能因为都是跟税务局的来玩，就混在一起算净额”，也就说，一家企业同时存在递延所得税资产和递延所得税负债，是非常正常和合理的事情；只有其中一项，也是非常正常合理的事情；两个都没有，依然是正常的事情（当然，都没有的很少见）。

问题 7）老唐好，请问为什么固定资产有了折旧，还要计提减值准备？比如 100 万的设备，折旧年限为 10 年，每年折旧 10%，跟当前市场的可变现价值没有关系了吧？

老唐答：拿我们都熟悉的轿车举个例吧：比如说 2002 年某公司买了一辆桑塔纳，价格 22 万，预计使用十年，十年后预计能卖 2 万元，按照年限平均折旧，年计提折旧 2 万元。两年后，账面价值为 18 万。但事实上，2003~2004 年汽车行业爆发性增长，市场竞争之下，新桑塔纳已经降价为 17 万，此时，该旧车的账面资产就显著高于了可回收价值，这时候，就需要计提减值，否则，就存在明显的资产价值虚高。

问题 8）老唐，您好！今天刚看完生产资产这一节，问题三中您也说了，企业在购买资产时已经付过现金了，那么这部分现金应该包含了该资产的折旧费用，而且这一部分现金应该在资产负债表中体现，为什么还要年年计算折旧并从当年利润中扣除呢，这不是重复扣除了吗？

老唐答：看 133 页那个例子，重点注意房租和笔记本是怎么计入利润表的。购买资产，与利润表无关，是资产负债表和现金流量表的事儿。而资产每年产生的折旧，与利润表有关，在利润表里也只扣了这一次，没有“重复”扣除。

其实这是生活中非常容易理解的事儿：假如你买了一口锅一口灶，每天烧点水，买点生面煮熟了卖（假设不用其他任何材料）。是不是卖熟面的钱减去生面的钱和水钱，剩下的就是你的利润呢？不是的，因为你还要考虑锅灶人工税费等。假设锅灶煮一万碗面后就会烂掉，那么你算每碗面的成本时，至少要加上万分之一的锅灶钱，对吧？这个万分之一的锅灶钱，就是财务报表里的折旧。

问题 9）求教老唐：我看茅台年报 P74 中，（十三）无形资产　1、无形资产情况的那张表格，分为期初账面余额、本期增加、本期减少、期末账面余额；本期增加我理解是新买入的资产，那么本期减少是什么概念？是卖出了无形资产吗？比如土地使用权，我觉得只有卖出才能减少账面余额。

老唐答：看书的 63 页最后一句和 64 页第一句，本期减少就是无形资产的摊销。

问题 10）P66 知识链接：20 天后，再以定向增发的形式，从大股东手中，将该子公司的 100%股权买回。看不懂这个，直接买了不行吗，为啥还要定向增发呢？ 谢谢老唐！

老唐答：一看兄台就是实诚人，哈哈。如果你来玩这个游戏，20 天前作价一元卖出去的资产，20 天后你要是准备用多少元收回来呢？大于等于还是小于？——卖的时候做了价的，买的时候如果也是现金定

价，那就穿帮了。换成定向发行新股收购，而且不仅收购这一家子公司，还要同时打包买下一大堆子公司一大堆资产。交易越复杂，就越少人看得懂问题了。然后嘛，呵呵，就没人知道昔日一元卖出去的东西，今日究竟是多少元买回来的了

问题 11）继续请教，第 73 页，表（四十一）所得税费用：　中递延所得税调整对应的数字如果是负数可以解理为这个数字就是递延所得税负债吗，谢谢！

老唐答：恰恰相反。参看 71 页：税务局算的税比公司算的多，差额部分叫递延所得税资产。

问题 12）请教老唐　，在 P61 页中提到各类固定资产的折旧方法，举例写了一个表，房屋及建筑物折旧年限为 20，残值率 5%，年折旧率 4.75%，请问这个残值率和年折旧率是怎么算出来的啊？谢谢！

老唐答：年限和残值率，是估出来的。年折旧率是根据前面两个数据算出来的，也就是说，假设这东西准备 20 年折旧完，20 年后预计残值为 5%，那么这 20 年里就要每年折旧 95%/20=4.75%

问题 13）请教老唐，今天在看经纬电材公司 2014 年半年报时，其他非流动负债中数目较大，完全是由递延收益组成，比如”递延收益-小站厂区建设项目“，请问，这个递延收益怎么理解，就是递延所得税负债吗？谢谢

老唐答：虽然原则上不回答涉及其他公司财报的情况，但这个问题主要是一个财报科目，解答一下。这个递延收益，指政府给的与资产相关的补贴，已经收到钱了，但项目还没有交工，暂时按照负债处理（类似于预收账款）。待交工以后，在资产的使用周期内确认成收入。

问题 14）请教一下，P67 尝试将商誉去掉，看看负债率是否让你担忧。商誉去掉负债就要增加吗？迷糊了。

老唐答：商誉去掉负债不会增加，但负债率会增加，因为资产减少了。负债作为分子不变，资产作为分母变小了，负债率就变大了。

问题 15）你好，请教两个问题：

1.按照你书中对于生产资本和重资产的概念，貌似大部分房地产企业都应该划为轻资产类（对于地产企业，土地是存货而不是无形资产），然而看你举的例子又提到地产公司经营半天跟不上地价上涨的尴尬情况。那么地产开发到底属于轻资产还是重资产呢？

2.按照你的观点，重资产公司之所以不好，是因为存在大量的折旧摊销等固定成本，使得生产经营弹性较差。而土地作为无形资产无需摊销，为何计入生产资产一并考虑呢？

老唐答：1.在我眼中，房地产企业属于重资产企业。参看 117 页。

2.生产资产这个概念，本就是老唐为方便读者理解而杜撰的概念，正规教科书上并没有这个分法，所以，你无需执着我为什么这么分。

问题 16）老唐，你好，74 页说到 PB 作为估值指标，由于净资产本身容易造假，请问，你用什么指标

进行估值？PE?还是其它什么秘密武器？谢谢。

老唐答：没什么秘密武器，都在书里了。说简单，我的估值体系可以简单到只用 pe：放眼未来企业一定不死+利润含金（现金）量高+保守估计三年后 15 倍 pe 卖出有翻倍的利润就可以买入了。~说难，难在两点，如何预计该企业一定不死+如何大致准确的估算出三年后的收益。

问题 17）老唐您好，回过来再看到在建工程时，发现“重大在建工程项目变动情况”（年报 P74）表中，很多工程的工程进度都已经 100%了，为什么没有转入固定资产？按照注释，

“(十四)在建工程：

在建工程的核算方法：各项在建工程按实际成本进行初始计量。

1、符合下列情况时，应将在建工程结转为固定资产：

（1）所购建的固定资产达到预定可使用状态；

（2）在建工程的实体建造工作已全部完成或实质上已经完成；

（3）所购建的固定资产与设计要求或合同要求相符，可以正常使用， 继续发生在所购建在建工程上的支出金额很少或几乎不再发生时。”

工程进度达到 100%不是意味着符合了上述（2）的表述，需要转为固定资产？

老唐答：进度达到 100%的，一般都应该转为固定资产了。你说的年报 74 页的表格里面，第四列的数字，就是当期转入固定资产的数字。后面进度标示为 100%或 100%以上的，这一列的数字通常会为第二列期初数字与第三列当期增加数字之和，这就表示本期末已经全部转入了固定资产。部分按照规则不能进入固定资产的费用，放在最后一列的待摊费用里，在以后财报期里进行分摊。

问题 18）第一遍读完了现在读二遍，读的过程中又发现一些弄不明白的问题。68 页讲到费用资本化，其中一种就是说把研发支出列进长期待摊费用里算资产，而在 64 页不是说将研发支出列为管理费用，开发阶段支出在满足一定条件下可算进无形资产里，这不是相互矛盾了吗？另外如果开发支出不满足条件该放到哪里？

老唐答：不矛盾。都对，费用就是有多种处理方法，既可以作为管理费用支出，也可能被列为长期待摊费用假装变成一笔资产，还可以在一定的条件下计入无形资产。开发支出不满足条件的，一般应该进入管理费用里当做本期费用处理了。

问题 19）老唐你好：

在茅台 13 年年报中 86 页有一个“（四十四）现金流量表补充资料”中，将净利润调节为经营活动现金流量显示，“固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产

折旧”增加了现金流量 5.2 个亿。

从表中看是把利润表中折旧的钱又加回到现金流量表中，是不是因为这些钱没有真的花出去，所以又加回来了。

但现实资产减值准备是 200 万，这个钱没花出去，怎么是负数了？

老唐答：是，没有花出去所以加回来。资产减值准备-200 万，代表之前提取的资产减值（常见的是坏

账），今年又收回来了。请参看本书 145 页第三自然段解释。

问题 20)老唐您好：书 P67。在茅台 2013 年财报 P75,（十五）长期待摊费用，本期摊销额为 4,197,830.59 元。问，这笔摊销额是否在合并利润表中扣除了，具体表现在利润表中的什么项目中？

老唐答：是。销售费用和管理费用。

问题 21）老唐您好：

看到营业费用，想到了折旧，折旧不计现金流出，但当期计提的折旧应从利润中去除。从茅台 2013 年财报 P72，（十一）固定资产，1、固定资产情况，查本期计提的折旧费用为 5.20 亿元。

问 1，本期计提折旧费用为 520,481,867.72 元，单元格右侧的 30,845,964.01 元是什么意思，怎么理解？这笔钱除了在固定资产情况表里记录外，财报的主要三张表（资产负债表、利润表、现金流量表）能否查到它的记录？

问 2，见一、账面原值合计这一行，本期增加 22.50 亿元可认为在建工程转入或新购的设备，而右侧的本期减少 0.45 亿元代表什么意思？这笔钱除了在固定资产情况表里记录外，财报的主要三张表能否查到它的记录？

问 3，查财报 P81，（三十五）管理费用，期中固定资产折旧费本期发生额约 1.64 亿元，那么这个 1.64 亿元是否在 5.20 亿元以内？其余的 3.56 亿元是否扣在营业成本和销售费用之中，但茅台的财报没有再详细的给出？

老唐答：2）本期减少的资产，例如拆掉的房产、报废的汽车、处理掉的资产等等。报表里没有这笔资产的明细；1）对应本期减少的资产应该计提的折旧，这下子不用再继续折旧了。没有；3）是。是。

问题 22）老唐您好：

书 P67。在茅台 2013 年财报 P75，（十五）长期待摊费用，本期摊销额为 4,197,830.59 元。问，这笔摊销额是否在合并利润表中扣除了，具体表现在利润表中的什么项目中？

老唐答：是。根据待摊费用来源的不同，有些摊销在营业成本里的制造费用，有些摊销在管理费用里。

第172篇.　　陪读04：　投资资产（上）p75~p84

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-03-08　12:58

请将《手把手教你读财报》75~84 页的疑问，发在此贴的评论区；

发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了。重复提问=谋财害命；

也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

本节涉及交易性金融资产、持有至到期投资和可供出售金融资产。

对于非投资类或非控股类的上市公司，这部分内容其实不算很重要，但不太容易理解，尤其是持有至

到期投资部分。

不懂，就会让我们对报表产生莫名的惧怕（人类从来都怕黑），所以虽然不是很重要，也要搞懂它。

问题 1）p81　可供出售金融资产持有期间发生的减值损失和外汇汇兑损益。。。影响当期利润，这个怎么理解呢？前面介绍是卖出以后的收益才计入利润的？

老唐答：烦请以后提问，把页面表达准确。老唐找了半天，发现你问的问题在 83 页第一行。

可供出售金融资产持有期间公允价值的变化不影响当期利润，只有等卖出去的收益才影响利润。但持有的可供出售金融资产是外汇资产的，持有期间由于汇率波动导致的汇兑损益，计入当期利润表。这个没有为什么，会计准则就是这么规定的，记住就可以了。

至于减值损失，规则说，有确切的证据证明公司持有的可供出售金融资产会发生价值损失了，就需要计提减值损失，这个减值损失也要进当期利润表，降低当期利润。这个“确切证据”，例如持股对象公司要破产了，高管卷巨款跑了，或者卷入一个金额巨大的诉讼并很可能要输等等。但很多时候，这也是根橡皮筋儿，公司是可以有一定主观弹性空间的。大致如此，不用去深究了。

问题 2）p76，每 1 元利润，会通过 n 倍市盈率体现为 n 元的涨幅。　请问老唐这咋理解呀？　这句话，老唐你想表达的意思是 1，上市公司每股 1 元的利润会通过 n 倍市盈率，体现 n 元的涨幅。2，上市公司持有的其他公司股票,且视为交易性金融资产的,该股票 1 元的利润会通过 n 倍市盈率体现 n 元的涨幅？　个人觉得应该是前者吧。　这句话是否能换种说法明确下，还是我理解错啦？求指教。谢谢。

老唐答：你的理解是对的。

问题 3）P78　表 2-2　第二年年底投资收益 104.1 是怎么计算来的　10%的实际利率好像只能只计算第一年的投资收益

老唐答：用第一年年底的摊余成本余额乘以实际利率。顺带周知，79 页表格的「-250」，请手动删除。可能是做表的时候，自动求和带出来的。第二次加印版本已经删除了。

问题 4）唐哥，我阅读到了交易性金融资产这课了，同时我手中拿了一份上市公司报表边读边对照，发现了一个矛盾困惑我许久的问题。按照书中的讲解，期末交易性金融资产的损益是要以“加：公允价值变动收益”进利润表的,但是我拿到的这份报表这个项目却是直接画根横线。具体情况是：这个公司在 2008 年度用闲置的货币资金购买了短期的银行理财产品，期间倒来倒去搞了很多期，然后到了期末以后有 3500 万的“交易性金融资产”要到 2009 年的 2 月份才到期，但是其在 2008 度的利润表中公允价值变动收益为 0，全部计入了投资收益，这是为什么呢？可否认为该公司不诚信？（PS.该公司只购买银行理财产品），望唐哥能收到该问题，不然我绕不过去了，谢谢！

老唐答：按照你的描述，这家公司的交易性金融资产全部是理财产品，那么该理财产品持有期间公允价值没有发生变动是正常的，持有期间获得的利息，计入投资收益是合理的。

问题 5）求教　p83　看到可供出售金融资产是金矿还是地雷，特别想问您两个问题

1：您如何理解年报的滞后性(假如我发现是金矿）？

2：您如何判断当前股价是否已将这部分优势（金矿）体现出来？　谢谢

老唐答：1.年报滞后，对所有人是一样的，想获得比较优势，只有持续跟踪，在披露之前预判。2.极端情况容易判断（例如公司市值小于所持金融资产，或者金融资产巨幅下挫，公司股价尚未跟随反应等），金额不大的普通情况，不容易判断，也没有必要判断。

问题 6）唐老师，我买了您的书，看到 78 页，表 2－2 第二栏投资收益为什么是 100 万元，而不是 110 万元或 90 万元呢，这 100 万元是怎么计算出来了的

老唐答：投资收益=上期期末摊余成本余额×实际利率。

问题 7）对@唐朝　说：A 公司建一栋大楼 1000 万，分 20 年折旧，平均每年折旧费 50W，请问这 50W 从利润表和资产负债表中怎么看出来?

老唐答：在财报里输入“固定资产”或者“累计折旧”进行搜索，就会找到计提折旧的具体数字，例如茅台 2013 财报，就在财报 72 页，看本期计提折旧那一栏，就是你说的这“50w”。

问题 8）求教：

1、P80 页倒数第 10 行，“这个方程，目的是为了寻找究竟什么折现率（r）可以让未来收到的金钱的总和折算到今天的价值，等于付出去的 1000 万元”。未来收到的金钱总和是 1545 万元，为什么要这算出 1000 万元?

2、P79 页，表格上方“实际利率的计算方法是将期间每年的利息折现，将最后可以拿出来的本金总数也折现，然后与现在投入的钱对比得出”。其中现在投入的钱应该就是 1000 万吧？那为什么还要算 1000 万的折现率？

反复想了几遍也想不明白，希望能得到指教，谢谢!!!

老唐答：不是要算出今天的 1000 万，而是要算出你实际获得了什么样的投资收益率，才使得你今天投资 1000 万，在未来五年里共计收到现金 1545 万元。举例说，如果你今天投 1000 万下去，明年收到 1545 万，那么你的投资收益率是多少？54.5%，对不？这时 r 就等于 54.5%。但是，由于这个 1545 万不是一次性给你的，而每年收到的钱，即便是同样金额，其价值并不相等（明年的今天给你 100 万，和后年的今天给你 100 万不等价），所以需要把每一年的收益，都反推出投资收益率。这个实际利率，实际上就是算投资者的投资收益率。

问题 9）第 82 页　可供出售金融资产的公允价值变动不计入企业当期利润，83 页又说　债权类资产的减值损失，当减值迹象消失时可以转回利润表，增加当期利润，这两句话是否矛盾？是说从账面扭亏为盈就能计入利润表了？

老唐答：不矛盾。可供出售金融资产的公允价值变动不计入企业当期利润，但是计提的减值损失会算进当期利润表（作为资产减值准备），83 页说的是这笔减值。当减值迹象消失时，可以转回利润表（注意，仅限于债权类资产，权益类的减值不可以转回利润表）。

问题 10）老唐，p78 表 2—2 每期以已回收成本值是怎么算出来的?还有所购买债券与面值的差额不是由资本利得补偿回来吗，怎么还有一个每期收回成本呢？额，知识有限，别见笑

老唐答：计算方法在 79 页有：本期已收回成本=实际收到利息—投资收益。

因为购买价格和面值的差额，虽然最后一年才收回，但实际上它也是债券利息的一种形式。根据权责发生制，企业会计需要将其“匹配”在期间全部的会计年度（也就是书哦，虽然最后一年收回，但收益不能全算最后一年的），所以，才产生了这么一个计算方法。78 页上半篇有讲。

问题 11）请问一下，P81　怎么判断出持有至到期投资是按面值价格购买的还是有折价或溢价呢？是在年报里会有说明么？一般大概会在什么地方注明呢？刚开始学习看年报，实在是不熟悉，麻烦了，谢谢。

老唐答：看两个地方的数字：1）投资收益明细里该笔投资的投资收益数值；2）现金流量表里取得投资收益收到的现金。这两者一致，就是面值购买的，也就是说计算出来的实际利率和面值约定利率相同（如果有因债务人付不起息拖欠造成的不一致，财报会披露出来的）。2013 财报里，这两个数值分别在 82 页和 50 页。另外，这些投资的详细情况，会在买入的那一年进行披露，当期找不到，就逐年向前追朔。

问题 12）昨天刚看完您的书，随后在看$潍柴动力(SZ000338)$　　的财报时遇到一个疑问，特向您请教。

在 p80 和 p81 项中，将长期股权投资的凯傲公司的“按照公允价值重新计量所产生的利得或损失的金额”计算到利润表中。而你书中 p84 中说明长期股权投资中，无论权益法还是成本法，“只要没卖，其持有期间股票价格的变化，对公司当期利润没有任何影响”，我有点犯迷糊了。唯一能够解释的是，2014 年 1 月　15　日，公司行驶期权购买 3.3%凯傲的股份。那么，每次买入或卖出股票（只要股权发生改变），所持股票价格将影响公司当期利润吗？谢谢！

老唐答：是由于新收购及一致行动人原因，导致了合并范围发生了变更，凯傲公司新进入了潍柴的并表范围。关于这种追加股权或其他原因导致由原非并表公司变成并表公司的，需要对原持有股权按照公允价值重新计量，公允价值和原账面价值之间的差额，计入当期投资收益。然后将原持有股权公允价值加上新买入股权的成本，合计算成长期股权投资成本。

第173篇.　　陪读05：　投资资产（下）p84~p97

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-02-11　11:53

请将《手把手教你读财报》84~97 页的疑问，发在此贴的评论区；

发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了。重复提问=谋财害命；

也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

本节涉及一个科目，长期股权投资、投资性房地产和买入返售金融资产。

几乎所有的上市公司，都有数量多少不等的子公司、孙公司，许多公司还有参股公司，因此，理解长期股权投资科目的核算方式，对看懂财报、尤其是搞明白合并报表与母公司报表的关系，至关重要。

这部分的重点，主要是权益法和成本法核算带来的不同影响；

另外非经营因素对长期股权投资的影响，不算重要，但不好理解，也是本节的难点。

投资性房地产，是一个常见的陷阱，重要但不难，一看就懂。

买入返售金融资产，浏览一下即可，不重要也不难。

问题 1）有 2 处有疑问的地方，请唐兄确认一下。

1，P89，第四年丙公司的投资收益是不是应该为 0，投资收益应该放在第五年，因为因为有描述是“次年 4 月宣布每股分红”。

2，P90，下面的例子，“有公司甲，上年初有总股本 1600 万元”，这里应该是 1600 万股吧，下面：上市公司 A 占甲的股份为 30%，持有 480 万元股，应该是 480 万股吧。

老唐答：1.这里隐藏着一个实操规则，就是母公司必须收到子公司财报后，才会出自己的报表。因而，丙公司在制作自己的报表时，已经知道了甲公司的分红情况。

2.p90，总股本 1600 万元，或者总股本 1600 万股，两种表述都是正确的（参看 106 页表述）。“480 万元股”，确实是多了一个字。非常感谢。

下次加印时，我会将「1600 万元」修改为「1600 万」，将「持有 480 万元股」修改为「480 万股」谢谢。同时，94 页，买入返售金融资产标题下面的第四行，1 万元元，多了一个元字，请自行删掉。

问题 2）求教　p96 如同你打高 1 分钱买 100 股中石油……却能使中石油公司市值增加 18 亿元比较愚钝　不理解麻烦详细说下谢谢

老唐答：公司市值等于总股本×股价，假设此刻中石油股价是 8 元，卖一价格为 8.01 元，买一价格为 8 元。你打高一分钱，以 8.01 元价格进行买入 100 股，股价就会变成 8.01 元。股价提高一分钱（乘以中石油的总股本 1830 亿股后），市值立刻就提高 18.3 亿。（注意，本段写于九月，当时中石油股价 8 元左右）

问题 3）求教老唐：p85 倒第二行　　有 44660-400=44260 万元　……是不是代表母公司长期股权投资包含了子公司长期股权投资？合并报表里的长期股权投资=母公司长期股权投资-子公司长期股权投资？

老唐答：不是。不等于。母公司的长期股权投资，是母公司持有子公司的股权，不包含子公司对其他公司的投资。合并报表的长期股权投资，等于母公司长期股权投资，减去对并表范围内的子公司的股权投资（留下对不进入并表范围公司的长期股权投资）。

问题 4）求教 P95，如一笔风险系数为 25%的同业资产，需要的银行自有资本仅占一笔风险系数为 100%的贷款的 1/4.因此，同样的自有资本，银行就可能做 4 倍的业务。这个不太明白，可否举例说明下。

老唐答：别想复杂了。就是规则规定银行做业务必须要配比一定的自有资金，不能全部拿储户的资金

玩空手道，即所谓资本充足率。比如资本充足率规定为不低于 8%的时候，意味着银行自有资金做分子，业务总量做分母，比值不可以低于 8%。那么银行每 1 万元自有资金，就最多可以对应 12.5 万的分母。同时，银监会为不同风险种类的业务，规定了不同的风险系数，意思就是如果风险系数是 100%，那么就按照 100%数额计入分母，如果风险系数是 50%，那么业务量的一半计入分母，如果风险系数是 25%，那么做 100 万业务，只需要按照 25 万算进分母里。

问题 5）请教老唐，p94 页最上面一段：可不可以在这里简单介绍一下“反向收购借壳上市“交易，是如何实现买家、卖家角色转换的么？

老唐答：例如上市公司甲，向某公司乙发行大比例的新股，购买乙公司的资产或者乙公司下属子公司 A 的股权。看上去似乎甲是买方，乙是卖方。但事实上这就是我们说的借壳上市，公司乙才是真正的买家，而真正的卖家是公司甲的股东。

问题 6）求教老唐，第 87 页“第一年：甲公司获得净利润 3000 万元，当年宣告每股分红 0.2 元，分派时间在次年 2 月”。这里是应该在宣告分派股利的时候还是在实际发放股利的时候调整长投的成本啊。

老唐答：在宣告分派股利的时候。但请务必要注意，公司分派红利，会有两次“宣告”，一次是年报里提出分红预案，一次是股东会通过方案后宣告发放红利流程。调整长投成本，是在股东会通过方案后的那次“宣告”后。

问题 7）请教老唐，A 公司持有 B 公司大量股票，B 公司 4 月 30 日公布年报，那 A 公司能提前出年报吗？谢谢

老唐答：看你的意思，应该说 AB 都是上市公司，按照现在的新规则，如果 A 公司将 B 公司股权放在长期股权投资科目里，通常来说 A 不能提前披露。因为无论 A 对 B 是控股关系，还是合营、联营关系，都需要知道 B 公司的当年利润，在 B 没有披露之前，A 进行披露，有违规嫌疑。如果不是放在长期股权投资科目，则不存在此问题。因为放在其他科目里，按照公允价值变动入账的话，无需知道 B 公司的经营收益。

问题 8）P88 页，计算 2 公司长期股权投资在第二年的核算。丙公司好理解，对于乙公司的长期股权投资资本，变成了 5200-4000X0.2=4400 万，是因为分红了吧？但是分红的钱是不是要算到本期（第二年）的利润里？看表 2-6,应该没有放在利润里,那那 800 万去哪里了？是直接放入到了现金类科目里面了吗？

老唐答：分红的钱不放在本期利润里，权益法核算，是按照子公司的经营业绩对应比例来算利润，与是否分红无关。第一年乙公司就已经算了 1200 万利润。这第一年的 1200 万利润，年底一分没拿到，相当于继续投在甲公司了，所以乙公司的长投成本会变成 5200 万。第二年，收到 800 万现金回到乙公司的现金账上，另外 400 万继续作为长期投资投在甲公司，所以长投成本变成 4400 万（比第一年的 4000 万多了 400 万，4000+1200-800=4400）.然后当年公司又亏损……继续算下去即可。

问题 9）请教老唐，P93，既然 3600 万元购买 40%股份，400 万的差额计入营业外收入；为何以 5000 万元购买 40%股份时，多给的 1000 万元不计入营业外支出？

老唐答：买的比公允价值便宜，算买家赚了，计入营业外收入。买的比公允价值贵，算商誉计入资产而不是算买家亏了（计入营业外支出就等于亏了）。规则就这么规定的，当然，要记住前提，是非同一控制下的双方。至于为什么这么规定，你真把老唐问住了，真没想过。如果想到了，再回复你吧，你先记住规则得了[大笑]

问题 10）请教老唐，问题 3 中您回答的（留下对不进入并表范围公司的长期股权投资）。这句话是说有些母公司的投资由于占股少等原因没有列入财务报表吗？不是每个投资过的公司都会在附注中标明吗？谢谢

老唐答：不是“没有列入财务报表”，而是继续以长期股权投资的身份在合并报表中存在（占股超过 50%的，不再继续以长期股权投资身份留在合并报表上了）。

问题 11）老唐你好，1）p84 页的表 2-4 中，这其中关系哪几种可以作为长期股权投资？（看到你的问题解答 10 中，持股比例超过 50%就不放到长期股权投资，那会放到哪里？）。2)另外，其他类按照可供出售或交易性金融资产对待，这两种方式对利润表的影响不一样，如何确定公司是按那一类对待？ 多谢！

老唐答：1）前三种都是长期股权投资。括号里是你理解错了，持股超过 50%的，在母公司报表里，列为长期股权投资。在进行报表合并的时候，这些子公司的全部资产负债都会合并进来，因此，在合并报表的长期股权投资科目里，将不再继续保留持有 50%以上的股权。2）公司将其分类为可供出售金融资产或者交易性金融资产，会明确在财报里标注的，无需自己去“确定”。

问题 12）唐兄，你好。P88 表 2-6，7，乙公司利润表里为什么不算分红？

老唐答：因为第一年的经营利润，乙公司已经算进自己的利润表（1200 万），而后的分红，只是对这笔利润（1200 万）中的一部分进行不同资产形式的转换（从应收股利转换成实收现金），并没有多“赚”，不能重复计算利润。

问题 13）92 页上部分的例子，上市公司购买其同一控制下的公司的股权，不是很明白。虽然这样防止产生利润，但交易花的真金白银，还是会存在高买低卖利益输送对吗？

老唐答：是。毕竟账面价值同样可能被调控。

问题 14）请问老唐，93 页上面两段，都是上市公司收购，为什么第一段出资高就确认营业外收入，第二段出资高就确认为商誉?

老唐答：第一段谈的是买家拿出来作为出价的资产与该资产在买家报表上的账面价值之间的差额，第二段谈的是交易价格与卖家拿出来卖的资产公允价值之间的差额，不是一件事儿。

问题 15）又要麻烦老唐了，91 页的会计上将其视为卖掉了持股的 1/5，这个为什么不是 1/6 怎么算出来的？我们投资者需要算吗，还是只看会计算出来的投资收益就可以了？

老唐答：原持股 30%，后持股 24%，等于卖掉了总股本的 6%。6%占原持股的 1/5。投资者可以不需要

算，只要看懂这计算过程，明白这个原理，知道投资对象股本的变动，可以产生投资收益即可。这种数字，通常财报还是会算的很靠谱的。

第174篇.　　陪读06：　负债及所有者权益　p98~p110

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-02-25　19:24

请将《手把手教你读财报》98~110 页的疑问，发在此贴的评论区；

发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了，重复提问=谋财害命；

也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

本节涉及负债、实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润，比较简单。

基本属于一看就懂、一学就会的级别，暂时无难点。

问题 1）P107 页，“资本公积金有两种情况例外：一是交易性金融资产和投资性房地产的公允价值波动”----请查验是否有误？

老唐答：无误。

问题 2）107 页，请问老唐，非公开发行所得的资金，是不是必须全部计入资本公积，还是说可以选择计入也可以不计入。如果一家公司刚刚非公开发行，紧接着又拿非公开发行募集开来的资金全部计入资本公积，然后高分配，这样是不是别有用心呢，谢谢老唐！

老唐答：超过股票面值的部分，必须全部计入资本公积。非公开募集资金计入资本公积后，再进行转增股本，也不算别有用心。因为资本公积也只是拿来送股，不允许变成现金还给股东。送股，只是公司资本再实收资本和资本公积之间的调整，算不上别有用心，顶多算迎合市场喜好吧。

问题 3）老唐，P105 专项应付款表格里的本期减少列的数字应该在后一列期末数上。竟然被我小白发现错误了哈

老唐答：感谢感谢。本来这种 pdf 文件，可以直接截屏上图，就不会有错误，但为了让大家读的时候，比较清楚，是全部手工录入的（pdf 截图印刷出来不太清楚），产生了这样的疏忽，还望各位见谅。各位请注意，105 页那张表格，本期减少栏目下面那列数字，应该右移在期末数那列上。

问题 4）老唐，在看南山铝业 2013 年的报表 99 页的时候，在应收票据的分类里，有两个新的分类，一个是“期末公司已质押的应收票据”，还有一个是“因出票人无力履约而将账款转为应收账款的票据，以及期末已经背书给他方但尚未到期的票据情况”这两个科目如何解读，后一个无力履约的票据，是不是应当慎重的对待，表示这部分很可能成为坏账，且期中有个公司是应收前五。望老唐解答。

老唐答：我没读过南山铝业财报，不做观点判断，仅就这两个（其实是三个）财报科目做个解释。

期末已质押的应收票据：就是拿应收票据质押借款，是公司增加资金利用效率的行为；

因出票人无力履约而将账款转为应收账款的票据：这是到期的商业承兑汇票，未能获得兑现（见本书42页底部），只好将债务转为应收账款，其债权价值下降（参看44页第二小段结尾）。这种转换，往往是成为坏账准备的前奏；

期末已经背书给他方但尚未到期的票据：这种科目是将收到手的银行承兑汇票，作为支付手段给第三方了（就是拿去采购当现金使用了）。虽然会计规则及法律规定，作为背书方（背后盖上自己的公章作为一种证明及担保形式），如果该票据不能兑现，将承担担保责任，所以必须在财报里作为一种或有债务披露，但实际上在天朝，银行承兑汇票是安全的，基本不可能最终承担什么责任的。所以，这只是个形式上的披露。

问题5)合并报表中的“归属于母公司所有者权益合计(42,622,216,487.81)”与母公司报表中的“所有者权益合计（23,942,184,246.54）”，两者为何不等呢？请老唐解释一下，谢谢。

老唐答：前者包含子公司净资产。后者只包含对子公司持股的账面价值，至于这部分持股，在子公司已经变成多少净资产，后者不计算。

拿茅台举例。合并报表会将茅台销售公司全部净资产199亿（2013财报17页）算进来，然后对应去掉少数股东持股5%，折合“归属母公司股东所有的权益”里就包含销售公司的净资产199*95%=189.05亿。在母公司报表里，所有者权益，对茅台销售公司的计算，就是950万长期股权投资成本（2013财报94页）。

问题6）老大，书我已看完，陪读贴我也都翻了一遍，解决了我很多以前常年积压的困惑，非常感谢！后续我会一遍一遍的再看。关于有息负债，我仔细多遍翻看了书99页到100页，112页到116页，以及对应的陪读贴，我想问的是有息负债就只有短期借款和长期借款之和吗？不仅仅限于茅台财报（茅台是0）。以你经验详解有哪些科目之和构成有息负债？书和陪读贴说的不够让我详细。

老唐答：参看99页第二小段。任何公司财报的负债总额里，去掉经营性负债（各类经营活动中产生的应付XX、应交XX、预收款项）和分配性负债（应付股利、应交税费、递延所得税负债）之后，剩下的部分，就是有息负债。也可以简单记忆为，从负债里去掉所有带“应付、应交”字眼的科目（唯一的例外是应付债券），再去掉递延所得税负债，剩下的基本就是有息负债了。

问题7）老唐：茅台的资本公积母公司报表与合并报表差别不大，都是13,7亿，为什么有些公司差异很大？如中国玻纤13年报表：合并报表只有12亿，母公司却高达45亿。求教二者差别的原因，谢谢！

老唐答：虽然原则上不回答其他公司的财报问题，不过你提的这个问题属于比较专业的财务知识，答你了。这种合并报表资本公积远小于母公司资本公积的情况，一般是由于股份公司曾经发行股份收购下属子公司少数股东股权所致。规则非常复杂，老唐举个简单例子大体阐述一下：

假设中国玻纤原持有下属子公司A的51%股份，老唐持有另外的49%，A的账面净资产是10亿。然后某日中国玻纤和老唐达成协议，中国玻纤按照10元一股向老唐发行4900万股中国玻纤的股票，换购老唐持有A的49%股份，将A变成中国玻纤的全资子公司。此时中国玻纤母公司报表里，会增加0.49×（10-1）=4.41亿资本公积。当制作合并报表的时候，将A公司全部资产负债合并进来的同时，需要抵消母公司报表里对A的长期股权投资成本和这笔4.41亿的资本公积。于是合并报表的资本公积就会比母公司的资本

公积少 4.41 亿。

你可以自己顺着玻纤的财报往前找，看看是哪一年的母公司资本公积发生了巨大变化，那笔交易就应该在那年的报表里。（也或许是多笔子公司股权交易，需要你自己去查。原理一样）

第175篇.　　陪读07：　速读资产负债表　p111~p122

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-07-10　18:05

请将《手把手教你读财报》111~122 页的疑问，发在此贴的评论区；

发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了，重复提问=谋财害命；

也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

这部分谈在理解了资产负债表科目后，拿到一张资产负债表，按照什么步骤进行阅读，以及关注的重心是什么，其中掺杂了老唐个人的一些投资理念。

理念和知识不同。知识对就是对，错就是错，理念却可以各持看法。请大家接触任何“理念”时，要保持怀疑的态度和独立思考的精神，严防被他人（含老唐）洗脑~

问题 1）115 页，阅读扩展里，第三行：“23 亿元税收对应 69 亿元净利润（23/0.25*0.75=69），这个公式不太懂。0.25 似乎是 25%所得税，0.75 是啥？麻烦老唐有空时答疑解惑。谢谢

老唐答：所得税率为 25%，所以税收=税前利润×25%，而公司净利润=税前利润×75%，已知税收总额，求税后利润，便可以用「税收/25%×75%」得出。

问题 2）p112 页，第九行＂答案：差额部分分红掉了。＂　　理解为＂差额，部分分红掉了＂；还是＂差额部分，分红掉了。＂？原因，我按唐的思路计算了２０１２年２０１１年的　和洋河的２０１３年的．我居然这么笨没有算出。请唐解惑，谢谢

老唐答：112 页原文为“差额部分分红分掉了”，你可能少看一个字，所以引起断句歧义。标准断句为“差额部分/分红/分掉了”

问题 3）求教老唐：1：p117 倒第七行”公司某设备预期能用 5 年……忙活 5 年净利润一共就 500 万元，白干了“不是很明白

2：p119 第二行里这个比列显著高于社会资本平均回报率（6%*2=12%)社会资本平均回报率为什么是 6%*2　　呢？6%哪来的　　为什么要乘以 2　　谢谢

老唐答：1，不知哪儿不明白，很简单，就是一个设备买来用，五年挣了 500 万，结果设备到期需要更换了，新设备涨价 500 万。这就是通胀对重资产行业的杀伤力。

2.参看陪读贴 01 问题 24.

问题 4）求教;p 116 的 “有息负债/总资产”的有息负债我看了茅台合并报表 ，里面哪些是有息负债？ 短期借款质押借款是吗？ 还有 向中央银行借款 、拆入资金 、长期借款等 可以罗列一下哪些是有息负债吗？ 谢谢

老唐答：参看本书 99 页第八行开始的那一自然段。

问题 5）115 页，阅读扩展里，"查看三季报净利润与年报净利润的差额，发现四季度净利润只有 53 亿出头。”唐兄，我查了一下 13 年茅台三季报，净利润是 116.6 亿，年报净利润是 159.6 亿，那四季度的净利润应该是 43 亿吧，不知道我算的对不对，还请唐兄核实啊。

老唐答：汗颜。校对了五六次，都没注意这个一年级数学错误。是的，是 43 亿。对应后面的“18”，应该修改为“15”，“5”应该修改为“8”。

问题 6）老唐，P118 第二段末“企业的现金会像流进沙漠的水一样，被资产折旧迅速吸干。”， 被折旧吸干？我的理解是，为了扩大再生产，总要投入变动成本进去，但货物卖不出去，收不到钱，变不成现金流入。那，现金应该是被存货吸干，而不是折旧吧？求指正！

老唐答：不是。此处不是为了说明货物是否销售的出去，是否收得到钱。举例子说吧：如果你已经投资了一条生产线 1000 万，假设每年折旧 100 万，这 100 万你要算进产品成本里去吧？但是，无论你是否生产，这 100 万折旧都是你的成本（钱你已经给了），假设你这条生产线每年产产品 100 万个，那么每个上面就会有 1 元的折旧成本。当市场产能过剩、需求不足的时候，如果每个产品的原料等可变成本是 2 元，而市场买家只给 2.2 元采购价的时候，你是停产还是继续生产？厂家的现实选择都是继续生产，虽然每个产品亏损 0.8 元。这个时候，股东的资金，就损失在折旧上了，一年折旧 100 万，但一年满产只能拿回来 20 万，净亏损 80 万（如果停产，净亏损 100 万）。

问题 7）P115 页，阅读扩展里关于递延所得税资产的说明，6 亿元的内部销售损益产生的所得税（对应 24 亿内部销售损益）被税务局认为需要交纳的所得税，会在次年一季度被冲抵掉。这部分 6 亿的内部损益是期末累计数阿，那相应的 24 亿内部销售损益也是累计数，不是 2013 年的，为什么所有的累计数都会在次年一季度冲抵掉呢？

老唐答：对茅台而言，所谓内部销售损益，主要就是指茅台股份公司销售给茅台销售公司的酒，和茅台销售公司销售给茅台其他子公司孙公司的酒。茅台酒的销售情况决定了，其销售周期一般最多也就个把月（最近市场的酒，常常就是三五天前下生产线的），所以，可以确定年末的内部销售，将全部在一季度变成对外销售，这部分递延将会被抵消掉。你认为的内部销售是全年累计，是误解。内部销售始终存在，只是因为营业是连续的，其每个季度底都会产生新的内部销售，产生新的递延，而其前面的递延，已经被抵扣掉了。

问题 8）唐老师，122 页中，有息负债的利率是怎么算的，谢谢。

老唐答：喊老唐吧。有息负债的利率不用算，任何一家公司，借得每一笔大额债务，都会在财报中披露（当然，一般是借款的那一年披露）借款利率，不知道的时候，就往回找。如果一定要自己算的话，可

以用现金流量表里的“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”，减掉当年实施的分红总数，然后再除以公司有息负债总额，得出一个毛估估的大概利率。

问题 9）@唐朝　还是 112 页，分红分掉了，差额部分为 151-86=65 亿，但前述分红只有 46.45 亿，这里又出了 18.55 亿的差额，书未看完，还未找出答案[为什么]

老唐答：这里说的分红分掉了，是指 2013 年度里实施的 2012 年的分红，大约 66 亿多，这是 2013 年给出的现金。而你说的 46.45 亿，指的是 2013 年的分红预案，这个将在 2014 年度拿钱出去。

问题 10）老唐，又来麻烦您了，请教下，资产负债表应付薪酬项目附注内 A 本期增加是否是当年中的薪酬费用？B 本期支付为什么与现金流支付给职工的现金不一致？C 我以前算工资的方法是用负债表应付薪酬项当年的数额-去年数额加现金流来计算薪酬这样对吗？

老唐答：A 是；B 差异是在建工程涉及员工和离退休员工；C 对。参见 104 页。

问题 11）求教老唐：

1）P115，“6 亿元的内部销售损益产生的所得税（对应着约 24 亿元的内部销售损益）”，6 亿元如果（按这页上面的一个计算公式　23/0.25*0.75=69）算应该是 18 亿元的内部销售损益，如果按 6/0.25 则是 24 亿元的内部销售损益。没搞明白，为什么前面倒推净利润时要乘 0.75，而后面的则没有？

2）P116,11 亿元的预收款有被税务局确认的销售，由此产生的所得税为什么没有被放进递延所得税资产？8 亿元的所得税差额，在递延所得税资产里只有 6 亿元。还有 2 亿元呢？　　谢谢了！

老唐答：1）参看本帖问题 1 回复。算税后净利润，就乘以 75%（所得税率 25%）。算含税利润，就不乘以 75%。2）参看本帖问题 5 回复。

第176篇.　　陪读08：　利润表的重点　p123~p131

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-02-04　16:59

请将《手把手教你读财报》123~131 页的疑问，发在此贴的评论区；

发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了，重复提问=谋财害命；

也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

本节谈到股价变化因素导致的不同投资盈利模式，以及合并利润表和母公司利润表的对比阅读。比较简单。

问题 1）P96 中提到投资性房地产以公允值模式计量影响当期净利润，但是在 P128 中投资性房地产公允值变动不计入净利润，这两个表述有冲突，不知还是有其他的解释？谢谢啦。

老唐答：感谢@卡特的老虎　的细心阅读和思考。这个表述的确容易引起误解，其原因是这样的，最初老唐在雪球发表的部分，谈到投资性房地产时，除了书上的内容以外，还讲了非投资性房地产转换成以

公允价值计量的投资性房地产行为对报表的影响。这个转换中，转换日的公允价值，如果高于账面价值，这部分不计入利润，而要计入资本公积里。原文见这儿 http://xueqiu.com/8290096439/31337950 第十条。

后来，在成书的定稿中，觉得这部分不是很重要，实践中也比较少见，就删掉了 96 页的相关表述，由此造成后面的连接上的空白。也就是说 128 页倒数第七段中表述的投资性房地产公允价值变动，指的是转换行为中带来的公允价值高于账面价值的部分。朋友们可以直接删掉“投资性房地产公允价值变动”，或修改为“非投资性房地产转换为投资性房地产的公允价值增值”。加印的时候，我会删掉。

问题 2）利润那一章看完了，明白了营业利润到净利润的过程，但是在其他地方老看到别人说折旧摊销息税前利润，这个利润指标有啥意义呢？

老唐答：除了杠杆收购者以外，其他人关注这个折旧摊销息税前利润（EBITDA）毫无意义。查理芒格曾公开说过，ebitda 就是。做投行的，也许还可以用它写点论文，对普通投资者而言，别自找烦恼了，忘掉它吧！

问题 3）P128 页，“其他综合收益” 包含《可供出售金融资产公允价值变动》+《投资性房地产公允价值变动》，但为何茅台财报 P82 页”资产减值损失“明细下包含了《可供出售金融资产减值损失》、《投资性房地产减值损失》；另，明细下还包含的《持有到期投资减值损失》和《长期股权投资》不是应该出现在”投资收益“明细下吗？怎么都出现在了”资产减值损失“的明细下？谢谢！

老唐答：参看陪读 04 问题 1.公允价值变动，和资产减值损失，不是同一个东西。

问题 4）唐老师，你好！固定资产折旧、油气资产资产折耗、生物性生物资产折旧这几项在利润表里是体现在哪里啊？这几项也是要利润前扣除的吧。谢谢

老唐答：喊老唐就好。大部分在管理费用里，小部分在营业成本里。

问题 5）老唐，对于茅台报告收入和实际销售收入的对比。前期您提出的算法是：“销售商品收到的现金流+应收票据和应收款项的变化额，得到实际的含税销售额，再转换成不含税实际销售额”。后来又提出：“营业收入+（期末预收款-期初预收款）/1.17 来展示剔除预收款影响后的实际销售”。您认为这两个算法哪个准确？

老唐答：后者。

问题 6）老唐，请教下，年报里都有个“归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润”这个数字是报表直接给出的，当然，后面也有一个表是计算过程，这个过程，自己可否通过报表中主要的项目自己来计算，还是很困难，只能从报表里直接拿这个数字？谢谢！

另外，归母-扣非的指标其实比归母指标更加重要，是吗？谢谢！

老唐答：可以自己算，但木有必要。后一个问题，可以这么认为。

第177篇.　　陪读09：　创造利润的过程　p132~p150

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-03-02　17:52

请将《手把手教你读财报》132~150 页的疑问，发在此贴的评论区；

发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了，重复提问=谋财害命；

也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

这部分很重要，但不难。稍微注意一下以下几处即可：

理解权责发生制与收付实现制造成的区别，

营业收入需要关注确认原则，

资产减值损失的陷阱。

142 页上面表格里有一个无关紧要的字打错了，自己改一下：城市维护建议税，应该为城市维护建设税。（见谅，这个图表本可以直接截屏 pdf，但为了让大家阅读的清楚、赏心悦目，专门请了人输入成 word 文档，输入中的小错误，没有校对出来）

问题 1）请问老唐，茅台 13 年消费税 19.31 亿，从你书中得知，为合理避税，所以母公司用成本价卖货给子公司销售

1.这个 19.31 亿如何计算的？

2.为规避消费税，能否比制造成本低的价格（即亏损价）卖给子公司销售？

老唐答：1.从避税的原则上考虑，公司会大体按照售价刚好能覆盖制造成本+母公司费用+各类税收的定价，售与子公司。也就是大体保证母公司除投资收益以外，其他部分基本持平（或略为亏损），只产生很少（甚至为零）的企业所得税为原则。

2.理论上，母公司当然可以定任何价格卖给子公司，但事实上，有两个条件会限制这个问题，其一是一家公司若长期做成亏损，不缴纳所得税，当地税务局会来找麻烦（自己开过公司的，都有经验）。其二是 2009 年 8 月 1 日实施的《国税函[2009]380 号　加强白酒消费税征收管理的通知》明确规定了“白酒生产企业销售给销售单位的白酒，生产企业消费税计税价格低于销售单位对外销售价格 70%以下的，消费税最低计税价格由税务机关根据生产规模、白酒品牌、利润水平等情况在销售单位对外销售价格 50%至 70%范围内自行核定。”当然，由于消费税是国税，实践操作中，还有很多中国人善于使用的活动余地，就不在这里说了。

问题 2）P146 页，第二段，“投资收益。。。。”，里面没有提到权益法下的长期股权投资，所以我想确认下，权益法下的长期股权投资是进入利润表的投资收益的吧？

老唐答：是，持股比例乘以被投资对象的经营收益，计入投资收益。

问题 3）老唐：书中“净利率并不是公司挣到的钱”（149 页）部分，你谈到经营现金流净额除净利

润，比值连续大于 1 是发现印钞机的概率大，而连续数年远小于 1 需要警惕，我按茅台 13 年报计算一下，贵州茅台 2013 年此项比值也只有 0.79，这样好的企业还超不过比值 1，那符合其条件的可能不多吧，如果这样此比值公式实用性就不高了。或许是我理解错误，请指导。

老唐答：1）比值连续大于 1，发现印钞机的概率大。并不意味着比值小于 1，就不是印钞机，这个逻辑关系，要先弄清楚；

2）茅台公司 2013 年财报经营现金流情况的确是史上最糟的，因为 2013 年的营收和利润，靠 2012 年收到的预收款调节的。我专门有过一篇文章分析过，大概叫“2014，茅台的倒春寒”你可以搜来看一下；

3）看这个条件，要连续看多年的，不能靠一年进行肯定或否定。该条件只是提供了一种思考路径。

问题 4）请问老唐:137 页说营业成本是资产负债表里搬走存货的价值，我用存货的期末减年初是 21.7 亿，但财报利润表里营业成本是 21.94。差的这 2000 多万是什么。

老唐答：这两个数字的关系不是这么看的，它们只是恰好数字接近而已。假设期初的存货是 A，本期内可以大致看作生产了 21.7 亿+21.94 亿，然后卖掉了 21.94 亿，导致期末存货变成 A+21.7 亿。

问题 5）p147　老唐你好，我被几个概念搞糊涂了，毛利润、营业利润、利润总额、净利润。能不能帮理清一下，多谢。

老唐答：营业收入减去产品成本是毛利润。毛利润减去营业税金及附加、营业费用、销售费用、财务费用、资产减值等，得到营业利润。营业利润加上营业外收支净额得出利润总额。利润总额扣了所得税就是净利润。

问题 6）老唐您好！假如报告期内公司花了 1000 万收购了一家公司 100%股权，进行并表，那么在合并利润表中这 1000 万在哪里体现？算营业成本还是费用？再假如花了 1000 万收购了 40%股权，不并表，这 1000 万在利润表中又归属到哪里？谢谢

老唐答：两种情况下，1000 万均不在利润表体现。这是公司的股权投资行为，体现于母公司资产负债表的长期股权投资科目。然后 100%的那家，在并表的时候，纳入子公司的全部资产负债（子公司当年经营的收入和费用要并入合并利润表），对冲掉长期股权投资。不并表的那家，直接保留资产负债表的长期股权投资科目，在利润表的体现对应的投资收益即可。

问题 7）你好，老唐。P147 第三段第二行“由营业总收入减去营业总成本（三费和资产减值损失）得出营业利润”，按我理解括号里面应该是总成本的构成，那应该是“（营业成本，营业税金和附加，三费，资产减值损失）”。不知道我的理解对不对。

老唐答：对的。

第178篇.　　陪读10：　速读利润表　p151~p158

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-01-11　13:48

请将《手把手教你读财报》151~158 页的疑问，发在此贴的评论区；

发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了，重复提问=谋财害命；

也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

利润表是一份特别简单的表，本节谈到拿到一张利润表，需要特别关注的四个要点。

强调：四个要点也是老唐的个人“理念”，请独立思考是否适合你。

接上：16.P151-152，营业收入应该至少比上一年增长，但奢求每年都稳定的增长不现实，毛利率应该大于 20%；

问题 1）老唐，F10 里面算好的毛利率能相信吗？一定要自己去算出企业的毛利率吗？谢谢

老唐答：自己反正都要读财报的，两三秒钟口算就可以解决的啊，为何要去看 F10？如果不想读财报，那不是老唐所能解决的问题。

问题 2）求教老唐，p152　　的营业收入的增长和行业平均增长的比较，还有其他数据前面也说过和行业平均的对比，我心有疑问，行业平均比较模糊，每个行业不一样，行业平均是多少？或者说怎么计算出来的行业平均比较可靠一点啊？　　比较愚钝　　谢谢老唐耐心解读。

老唐答：看几个主要的竞争对手吧。还有一般每个行业都有行业协会，通常会发布一些行业数据。经常跟踪，自然就会大体知道行业概况了。

问题 3）想问下老唐，一家公司的财报显示当年净利润 14Y，根据所得税反推的净利润大概在 10.6Y，经营活动的现金流量净额 8.9Y，是不是这个公司有美化利润的　嫌疑。下一步该如何去了解他是否真的美化了利润表，或者有否其他途径了解他的经营活动现金流量净额小于净利润的原因。谢谢。

老唐答：主要是看是不是应收和预付增加了。应收增加，减少了现金流入，预付增加，增加了现金流出。

问题 4）折旧费用进营业成本？

老唐答：折旧就是利润表里成本的组成部分

问题 5）老唐，P15 页毛利率部分，“毛利率在 40%以下的，企业通常处于高度竞争的环境中，...”，如果纯按照这个标准，会不会错失牛股，比如华东医药，毛利率 25%左右，净利率 6%，营业利润率 6%，这些数据在整个医药行业也算不上突出。还有，应收账款部分，2013-2015 年应收账款都超过资产总额的 30%！

老唐答：会。高度竞争环境中并非不产牛股，只是更依赖管理层的运营能力或者资本杠杆。我书中应该也写过，选择高毛利或低毛利的企业，主要是需要关注的东西不同。

第179篇.　　陪读11：　现金流量表拆解　p159~p174

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-03-04　15:34

请将《手把手教你读财报》159~174 页的疑问，发在此贴的评论区；

发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了，重复提问=谋财害命；

也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

这一节里有个难点，不容易理解。是 166~169 的净利润角度的现金流量表。

难就难在加减号互换，容易让人头晕，仔细想清楚加一个负值和减一个正值是一码事儿。

本节重要的内容反而不难，就是 170-174 页关于现金流量表中的关键数字。

问题 1）老唐，您好！P168 页表 4-1 中的财务费用-17474.78，-89497.15 是否应该去掉负号？期待您的回复，谢谢

老唐答：感谢@yellowitom　的细心。是的，这里是老唐疏忽了，抱歉。大家把书上 168 页表 4-1 的“减　利息收入　”一栏后面两个数字的负号去掉。@Jessica_yan

问题 2）唐兄谢谢你的回复！P174 最后一段，现金流量表中最后的数与货币资金怎么不等？这是怎么回事？25,185,009,331.68≠21,991,742,237.67？哪里理解有问题吗？

老唐答：回看 34 页~37 页“货币资金的详细构成”一节，专门讲的就是这个问题。

问题 3）老唐，p171，经营现金流净额/净利润，比值越大越好，我观察泸州老窖 2013 年经营现金流净额比 2012 年少了很多，经营现金流净额/净利润的比值从 2012 年大于 1 减少到 0.34，除了预售账款减少外，是不是就是应收票据的导致的，应收票据的增加，或者占比比较多怎么看企业？

老唐答：是。应收票据增加或占比大应该怎么看，请参照本书 43 页内容。

问题 4）老唐你好！有个小疑问，172 页中”理想数据（销售商品、提供劳务收到的现金）应该是营业收入的 1.17 倍。或者加上应收票据里的银行承兑汇票后，是营业收入的 1.17 倍。”　这句，为什么要加上银行承兑汇票了？如果上一个财务年度有银行承兑汇票，这个年度也有，不是应该加上这两者的差才对么？

老唐答：因为银行承兑汇票基本相当于现金。是的，严格来说，应该加上当年增加的银行承兑汇票额，不过这个数据本就是毛估估（大于 1 就算不错的），无需太过精确。

问题 5）老唐，166 页，您说现金流量表不是并不是统计公司现金流水的结果，而是从利润表和资产负债表里推导出来的。但是现金流量表不是按收付实现制编制的吗，为什么不按实际收付来统计现金流量表而是按利润表和资产负债来推导现金流量表呢？如果是推导出来的，这是不是代表现金流量表也基本是个不靠谱的数据呢？

老唐答：理论上说，应该是统计公司所有现金进出，来完成现金流量表。但由于一家上市公司一年的现金流水数据实在太过庞大，所以这个工作量对于公司财务而言，不容易完成。于是实践中，大家就先统计出投资和筹资活动现金流（这种一般都是大数目且笔数不多），然后通过利润表和资产负债表来反推经营活动现金流。通过 165 页所表述的流程，将权责发生制转换成了收付实现制。

逻辑上说，只要资产负债表和利润表是靠谱的，现金流量表也就靠谱了。当然，操作中如果有错误发生，也可能发生前两张表对，而现金流量表错的情况，因此书中说到，现金流量表最可靠的数据是期初期末（这个数据都是银行对账出来的，不会错）及差值，其他数据的可靠性要排在另外两张表之后。随着现金管理水平的不断提高，当前用软件系统自动统计每个账户和每笔流水，变得越来越容易了，也有些公司的现金流量表开始按照流水统计出结果了。

问题 6）唐老师您好，请问利润表中的“营业总收入”是不是要大于现金流量表中的“销售商品、提供劳务收到的现金”？谢谢

老唐答：不一定。大于、等于、小于都有可能。一般来说，持续出现"利润表里营业总收入<现金流量表销售商品提供劳务收到的现金&# 34;的企业，通常都属于比较有竞争优势的企业。

问题 7）问题 6 想不太明白，打比方，销售收到了 15 元，总收入怎么才 10 元，感觉不对头。

老唐答：按照你的比方，一家企业营业总收入 10 元，销售受到现金 15 元，那么数字背后的经营情况就是：该企业不仅全额收到当期产品的销售收入 10 元，同时还全额收到代收的增值税 1.7 元，另外还有没发货但预收了客户 3.3 元现金。

问题 8）这下明白了，唐老师讲的透彻!!有家企业连续多年营收小于销现，营收也连续多年下降，这样的话，它的产品究竟有没竞争力？

老唐答：如果连续多年都能收别人的预收款，同时出现营收连续下降，那是非常反常的财报现象，需要根据行业和企业情况进行分析和质疑。理论上说，既然可以连续预收客户的预收款，说明产品或服务很受欢迎，企业要么会增产满足需求，要么会提价应对。这两种情况都应该对应营收和利润的增长才对。

问题 9）老唐，第 173 页，有这样一句话，“简单起见，投资人一般会直接用经营活动现金流净额减去投资活动现金流净额来作为自由现金流数值。”请问为什么是“减去”而不是“加上”？投资活动现金流净额表现为正，难道不增加自由现金流吗？是不是我理解错了。

老唐答：你理解的没有错，是我的表述太过口语化，引发的误解（口语中一般说投资净额，指的是投出去多少钱，而报表上恰恰相反，如果投资活动现金流净额为正，是说收回来多少钱）。正确的表述参看 205 页倒数第六行，也可参看陪读 15 的问题 2。谢谢你发现了这个问题，我应该在投资活动现金流后面加个“出”字。

问题 10）第 172 页第一行说经营活动现金净额持续小于净利润，有可能是赊销或存货大量积压导致，赊销容易理解，但是存货积压不太理解，难道存货也会结转营业收入吗？谢谢老师

老唐答：存货是用“经营活动现金流出”换来的。

问题 11）老唐您好：

书 P170-171。在书中有经营活动现金流净流量与折旧摊销比较。从 2013 年财报查，经营活动现金流净流量为 126.55 亿，折旧摊销=固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销=5.20+0.32+0.04=5.56 亿。

问 1，这么计算折旧摊销对吗？

问 2，查财报 P75，（十四）无形资产，本期摊销额为 31,617,810.78 元。而财报 P81，（三十五）管理费用，表中的本期无形资产摊销为 31,690,477.46 元。这 2 项都是无形资产本期摊销额，为什么不一致，后项是否包含前项，是否代表不同含义？

老唐答：1.对。2，对于茅台数百亿规模的营收而言，我一般省略百万以后的数字，所以几万元级别的数字，我没仔细关心过。推测是有几万元待摊费用中的无形资产部分算进来了。

问题 12）老唐您好：

书 P168-169。修改后的现金流量表，在书上，有 1 段话：第 2 步，把净利润里跟经营活动无关的收入一律减去，如投资收益，募集资金在专户的利息收入。查茅台 2013 年财报 P85，募集资金利息收入为 17,474.78 元。

问 1，查 2013 年财报 P82，（三十六）财务费用，利息收入为 429,509,360.86 元，那么 17,474.78 元是否包含在 429,509,360.86 元之内？如包含在内，除去 17,474.78 元之后的利息收入应与经营活动有关，那么这剩余的利息收入与什么经营活动有关？

问 2，如果茅台 2013 年财报中有利息支出，那么在从净利润推导经营活动现金流净额时是否应将与经营活动无关的利息支出加回？还有什么经营活动会产生利息支出？

老唐答：1.包含在内，剩余的利息收入就是公司存款带来的收入。2.茅台公司利润表里的利息支出，是茅台财务公司吸收存款的支付的利息，属于企业的经营活动现金流出，已经包含在净利润的成本范围内了，无需加回。

问题 13）老唐你好，能否以茅台做列子，说下如何计算自由现金流？再进一步能用茅台例子示范下如何计算 DCF 更好。因为看你书上只讲了个概念。

老唐答：参考 173 页，自由现金流=经营现金流净额减去投资现金流净额，这个应该不需要举例子吧。（按照现金流量表的习惯，投资若是支出，表示为负。所以，数学公式就是自由现金流=经营现金流净额+投资现金流净额）。

问题 14）老唐，茅台经销商的预收款是归于　　销售商品、提供劳务收到的现金还是属于其他项？

老唐答：是。归于销售商品提供劳务收到的现金。

问题 15）唐老师您好，请问利润表中的“营业总收入”是不是要大于现金流量表中的“销售商品、提

供劳务收到的现金”？谢谢。这点想不太明白，打比方，销售收到了 15 元，总收入怎么才 10 元，感觉不对头。

老唐答：不一定。大于、等于、小于都有可能。一般来说，持续出现"利润表里营业总收入<现金流量表销售商品提供劳务收到的现金"的企业，通常都属于比较有竞争优势的企业。按照你的比方，一家企业营业总收入 10 元，销售受到现金 15 元，那么数字背后的经营情况就是：该企业不仅全额收到当期产品的销售收入 10 元，同时还全额收到代收的增值税 1.7 元，另外还有没发货但预收了客户 3.3 元现金。

问题 16）有家企业连续多年营收小于销现，营收也连续多年下降，这样的话，它的产品究竟有没竞争力？

老唐答：如果连续多年都能收别人的预收款，同时出现营收连续下降，那是非常反常的财报现象，需要根据行业和企业情况进行分析和质疑。理论上说，既然可以连续预收客户的预收款，说明产品或服务很受欢迎，企业要么会增产满足需求，要么会提价应对。这两种情况都应该对应营收和利润的增长才对。

问题 17）唐老师，第 161 页末尾一句“看资产负债表的时候，我们知道，企业的钱，要么是借的，要么是股东投的”是否不太恰当？资产负债表所有者权益部分包含股东投的和留存收益啊

老唐答：记得这个问题，好像谁前段时间就提过。其实留存收益，也是股东的钱嘛。股东投的，不一定非要是原始本金，挣了钱没拿走，实际上也是股东投入扩大再生产的资本嘛[笑]。

一定要理解，股东没拿走的钱，就是股东的投入。这是一个经济学里很重要的成本概念。书中其他地方也提到过，或者拿股票举例。30 元买的贵州茅台，当前市价为 180，我的成本是多少？我理解正确的答案是等于或略高于 180[笑]

问题 18）老唐，第 173 页，有这样一句话，“简单起见，投资人一般会直接用经营活动现金流净额减去投资活动现金流净额来作为自由现金流数值。”请问为什么是“减去”而不是“加上”？投资活动现金流净额表现为正，难道不增加自由现金流吗？是不是我理解错了。

老唐答：你理解的没有错，是我的表述太过口语化，引发的误解（口语中一般说投资净额，指的是投出去多少钱，而报表上恰恰相反，如果投资活动现金流净额为正，是说收回来多少钱）。正确的表述参看 205 页倒数第六行，也可参看陪读 15 的问题 2。谢谢你发现了这个问题，我应该在投资活动现金流后面加个“出”字。

问题 19）您好，173 页，何为权益性筹资？何为债务性筹资呢？

老唐答：通俗说，权益性筹资就是卖股票，债务性融资就是直接借钱。

问题 20）请教老唐：茅台 2013 年投资活动现金净流出额 53.39 亿加上筹资活动现金净流出额 73.86 亿等于 127.25 亿，这个数字比经营活动现金净流入额 126.55 略大，由此是否可以得出茅台 2013 年的现金流入全部投入再生产和分红了，没有多余现金放入未分配利润或现金及现金等价物科目？如果是的话，这样是否可以初步推断茅台 2013 年日子也不是特别好过？

老唐答：是。也可以这么说，看跟谁比。跟其他企业比，日子美地很！跟2010~2012年的自己比，是算有点不好过。

问题21）老唐，您好！ 请问投资现金流中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金与资产负债表中固定资产增加+无形资产增加+在建工程增加 为什么有一些差异？ 谢谢！

老唐答：固定资产每年要计提折旧，账面额会有变化。

问题22）@唐朝 老唐从净利润推算现金流量表，计算过程为何要减去存货的增加额，存货的增加又没增加利润？现金流量表茅台固定资产支出很多，如何通过报表这些钱去干嘛了，谢谢

老唐答：1）参看手把手169页。2）搜索“重大在建工程”。

问题23）1、请教茅台2013年报51页分配股利利润或偿付利息支付的现金为73.92亿，其中分红支出72.96亿（年报55页所有者权益变动表），而茅台没有有息负债，那不到1亿差额是什么呢？2、是这样算吗 72.96*1.003=73.18亿，可还是差几千万呢？明白了，所以两个数字没有可比性，多谢老唐。

老唐答：1、在现金红利派发过程中，中国证券登记结算有限责任公司允许上市公司对限售股股东或是前5家大股东直接派发红利，而除此之外的其他股东分红工作必须委托中国证券登记结算有限责任公司进行。中国证券登记结算有限责任公司代为派发红利要收取0.3%的手续费用。2、不是那么理解的。分红并不全部经过交易所进行。我翻看了一下报表，你说的这俩数字，没有可比性（我上午没看报表，以为你说的差额是交易所扣除的手续费，实际不是手续费，是两笔数字性质不同）。现金流量表里支付的现金73.92亿，包括给股份公司股东的分红以及下属子公司给少数股东的分红（当然，也包括上条回复说的分红手续费），并不一定全是去年的。而你后面说的数字72.96亿，表格里的利润分配，不是指分给股东，而是指从未分配利润科目里减去78.6亿，其中约12亿进了盈余公积金和一般准备，剩余的66.6亿左右分给股东了。由此造成总的所有者权益减少了66.6亿，然后再加上少数股东减少的6.3亿（下属子公司的分红）合计使总的所有者权益减少了66.6+6.3=72.9亿。

问题24）老唐，东阿阿胶14年报，销售商品提供劳务收到的现金/1.17*营业收入=1.015， 说明企业销售的大部分款项已收到了。但经营活动的现金流净额/净利润=0.47，有说明大量的现金未收，矛盾吗？

老唐答：经营活动现金流净额在某年度小于净利润，并不能推理出大量的现金未收。有可能是做了采购，预缴或补缴了税费，发了奖金提成等等。不过，若多年度均处于这种情况，则肯定是有问题的。具体到阿胶公司，请自行阅读和判断，老唐对该公司不熟。

问题25）请教老唐：经营活动现金流量净额是否含增值税？如果是对话，那么先要扣掉销售商品提供劳务收到的现金×17%，剩下的才是真正归属于企业支配的现金吧？

老唐答：含。是。

问题26）老唐 您好 p172 这句“投资活动现金流入也有两种情况：一是卖家当；二是投资的分红

或者利息”我想问您的是：股票债券等的盈利差价是不是也是投资活动现金流入，盈利和本金一起记录在“收回投资收到的现金”这个科目中？谢谢

老唐答：是

问题 27）唐朝：您好。请教您书中第 171 页的 1 个问题。经营活动现金流净额≥净利润。我查看 2014 茅台年报，发现净利润当年 153 亿，经营现金流量净额 126 亿，不解？特向您请教，谢谢！

老唐答：部分预收款造成的。也就是说有些钱，归入了上一年度的“经营现金流”。

问题 28）老唐您好：p171　第二段　经营活动现金净流量大于零，且大于折旧摊销，说明企业不仅能正常经营.....大于折旧摊销　这个计算数额是不是用 p168　现金流量表简化版，表格中标注“加”的项目的总和？谢谢

老唐答：是。

问题 29）老唐你好，书 165 页说“同样，固定资产、无形资产、存货、投资相关资产、递延所得税、应付债券、长期债务、股本、资本公积等科目的变化，都可以导致企业收到或支出现金，这些变化被分别记录为“投资活动现金流净额”和“筹资活动现金流净额”，现金流量表就是这样产生的。”，请问存货的变化为什么会记录到投资活动和筹资活动中呢？是不是应该记录为经营活动现金流中呢？期待您的解答。我感觉是不是我对存货的理解狭隘了，我理解存货就是公司自己生产的产品或与之相关的原材料。如果说公司买的一套商品房准备屯着卖也算是存货的话，那么确实可以算入投资活动现金流。看到后面的内容感觉自己明白了，说出来老唐听听看我理解的对不对，比如公司屯着一堆沙子和水泥，算是存货，然后某一天给自己盖了一栋厂房变成了固定资产，这就算是支出了投资活动现金流。也就是说存货可以是用来酿酒的，也能是搞基建的。

老唐答：有些存货在经营活动现金流里，有些存货在投资活动现金流，究竟为什么会做区分呢？你仔细想想应该会知道，如果实在想不明白的话，晚上再问

问题 30）老唐您好，向您请教个问题。合并现金流量表为什么没有如“归属于上市公司股东”和“归属于少数股东”的分项？谢谢

老唐答：因为现金流没法分。流进流出的钱，不仅有公司股东的，有少数股东的，还有税务局的，供货商的，经销商的……它只代表过程，不代表所有权。再加上流量表的最终结果现金值，已经在资产负债表里体现过了，故此，不仅没法分出股东所有和少数股东所有，也没有必要做此一分。

问题 4）老唐你好，P173 页第二段，关于投资活动的投资回报率，请问用什么方法可以查询或计算这个回报率呢？谢谢。

老唐答：公司要投任何项目，里面都会提到该项投资的投资回报率测算，公告会发的。

问题 4）老唐您好：

P169 页，减：经营性应付项目减少值：1,453,960,453.18。

我的问题是：这里的“经营性应付项目减少值”是否是之前年度积攒下来的，相当于本年度还之前的债，所以要从净利润的基数中减去？

老唐答：财务报表采用的是权责发生制，净利润数据里已经去掉了本年度所有成本。（本年度成本，无论是否支付出去，都算入了成本，从收入里面扣除了）因而在计算当年经营现金流的时候，需要把本年度已经计入成本但实际并没有支付出去的现金加回去，或者把本年度里支付的以前年度未支付出去的成本，从净利润里减去。这个经营性应付项目减少值，若是正值就相当于本年度里支付了以前年度未支付的成本，若是负值则可以看作本年度有些成本尚未支付。

举个简单的例子，你今年生产了 12 个单位的产品，会计上显示净利润为 120 万，但到 12 月 31 日，你尚有两个月的原料采购款（比如合计 20 万）还欠着供应商，那么你今年的“经营性应付项目的减少值”就是-20 万（即增加了 20 万），你想知道你今年的经营性现金流的话，就需要用净利润 120 万，减去“经营性应付项目的减少值-20 万”，得出 120-（-20）=140 万（不考虑其他项目），你不仅赚了 120 万，还占用了别人 20 万，所以你的现金流就是 140 万。

同样，如果你去年 12 月 31 日，本就欠着供应商 3 个月的原料款（假如是 30 万），那么你今年的“经营性应付项目的减少值”就是 10（30-20），于是你当年的经营性现金流就是 120-10=110。

第180篇.　　陪读12：　企业现金流肖像及速读　p175~p186

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-05-29　11:30

请将《手把手教你读财报》175~186 页的疑问，发在此贴的评论区；

发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了，重复提问=谋财害命；

也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

这部分是老唐比较得意的一节，自认写的挺好玩的。不但没有难点，而且相当实用，属于一看就懂、一学就会，立刻就可以上手应用的兵器。

看到“七省文状元兼参谋将军，绰号对王之王的对穿肠”，70 后 80 后，应该都会会心一笑吧。向大师致敬[笑]

另外一部分是现金流量表的快速阅读，谈了现金流量表里的重点，三种现金流的异常现象，以及利用现金流量表寻找优质企业的方法，都不难懂。

@科斯定理:17.P175-181，值得反复阅读，八种类型深入浅出；

18.P184，经典的五组数据，其中的第一组我已经做到我的选股函数里面了，其余的待研究如何量化成指标；

问题 1）P183 经营现金活动现金流量中的异常现象的第二条，书中表达的意思：应付账款和应付票据

增加，导致经营活动现金流量表净额变为正。我个人理解是：由于应付增加，计提增加，导致经营现金流量表净额为正，这样理解正确吗？

老唐答：与计提无关。简单理解，就是大量拖欠供应商的款项，从而减少经营活动现金流出。在经营活动现金流入不变的情况下，减少了经营活动现金流出，就增加了经营活动现金流净额，但常识告诉我们，大量拖欠供应商货款，往往是企业现金流链条断裂的前兆。

问题 2)P184“经营活动产生的现金流量净额>净利润>0”这个基本条件怎么理解呢？我个人有个疑问，一个企业能够实现这个条件吗，总感觉是净利润一定是≥经营活动产生的现金流量净额。如果大量计提折旧提高资产减值损失就可以做到呢？

老唐答：很多企业都可以做到经营活动现金流量净额≥净利润的，例如长期有预收款的企业，茅台、五粮液、古井贡、格力、万科、保利等，或者资产折旧长期比较高的企业，例如国投、川投、长电等。

问题 3）唐老师好，我用老师书本的知识检测格力电器，发现格力销售商品、提供劳　务收到的现金/营业收入基本保持在 0.6~0.7 之间，而销售商品、提供劳　务收到的现金+应收票据基本等于营业收入，历年基本如此。

因此想请问一下，应收票据同样作为货款支付方式在现金流量表中是如何体现的？应计入哪个科目？是在收到票据时计入还是票据兑换或贴现为现金时计入？谢谢！

老唐答：应收票据支付，在现金流量表中不体现。现金流量表只有在票据到期收到现金，或者公司进行贴现得到现金的时候计入。这种票据背书转让支付给他人的行为，在财报附注中会在应收票据的附注里说明。一般会列明“背书转让尚未到期票据”或“期末已质押应收票据”等详细数据。你可以搜索查看。

问题 4）请教老唐 P184，投资活动产生的现金流量净额<0，且主要是投入新项目，而不是用于维持原有生产能力。这个怎么判断是不是用于维持现有生产能力呢？现有生产能力的维持是不是可以认为就是跟固定资产折旧的数额呢？

老唐答：无需算。1）当年如果有新的投资项目，公司都会有投资公告发布的，例如茅台 2014-3-25 的公告；2）可以看财报里“在建工程”支出情况（2013 财报 73~74 页）和投资现金流出情况，就能知道公司的投资，究竟是搞新项目还是维持原有生产能力了。

问题 5）老唐，你好，看玩现金流量表相关章节后，有个问题：公司发行股份募集资金收购股权，是属于筹资活动现金流出吗？

老唐答：发行股份募集资金，算筹资活动现金流入。收购股权，算投资活动现金流出。

问题 6）老唐您好：书 P178。在书上，有 1 段话：对于“+--”奶牛型企业，关键是看经营活动现金流入量，减去投资活动现金流出，再减去不包括分红在内的筹资活动现金流出，差值是正是负。

问，是否是这样计算，差值=经营-投资-筹资+分红，分红值取 2013 年分红值（46.45 亿元），还是取 2013 年年内的 2012 年分红值（66.64 亿元）？

老唐答：是。取年内实施的 2012 年分红数额。

问题 7）你好，老唐：正拜读你的书，P185 页你留的问题答案是什么？谢谢

老唐答：预收。

问题 8）同问啊，传说中的《预收账款》怎么调节利润啊？

老唐答：预收账款，早点发货，早点入账，就会使今年利润多。反之晚点发货，晚点入账，就可以将今年利润推迟至明年。

问题 9）老唐，您好，想请教一下 185-186 页中，净利润和经营现金流量对比的图表以及后面的图表，您是怎么得到的呢？有没有简便一点的方法，我之前是去一个一个年报下载，然后自己抄下来，再打到 excel 中作图，这样很费时间，跟您请教一下。谢谢！

老唐答：http://xueqiu.com/8290096439/32711105

如何用行情软件导出 excel 财务数据

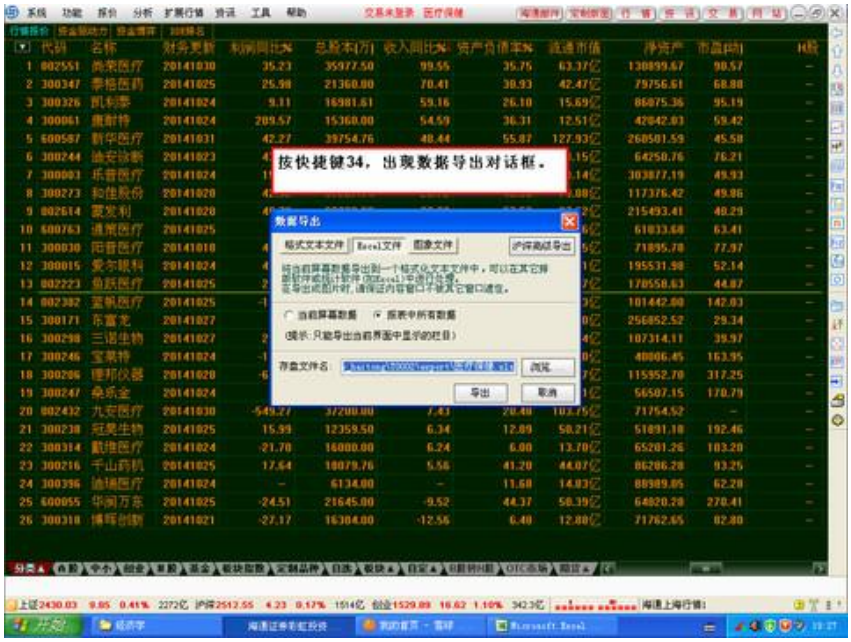
昨日看到吉普赛兄在文中说整理财务数据很辛苦，忍不住多了一句嘴，却不想很多球友都来询问我说的点几下鼠标就可以的方法。刚入股市时对技术分析很感兴趣，所以没事就摆了行情软件，对一些软件的小功能有一点点了解，现在的软件商对数据做的非常牛 B，可以说你想要什么就有什么，只有你想不到的，没有他做不到的。下面就以券商最常用的通达信为例说明一下，首先声明，我不是给软件做广告啊，事实上大智慧、Wind 做的更好。

第一步：先找到你想看的板块，这时先看到的是行情数据；

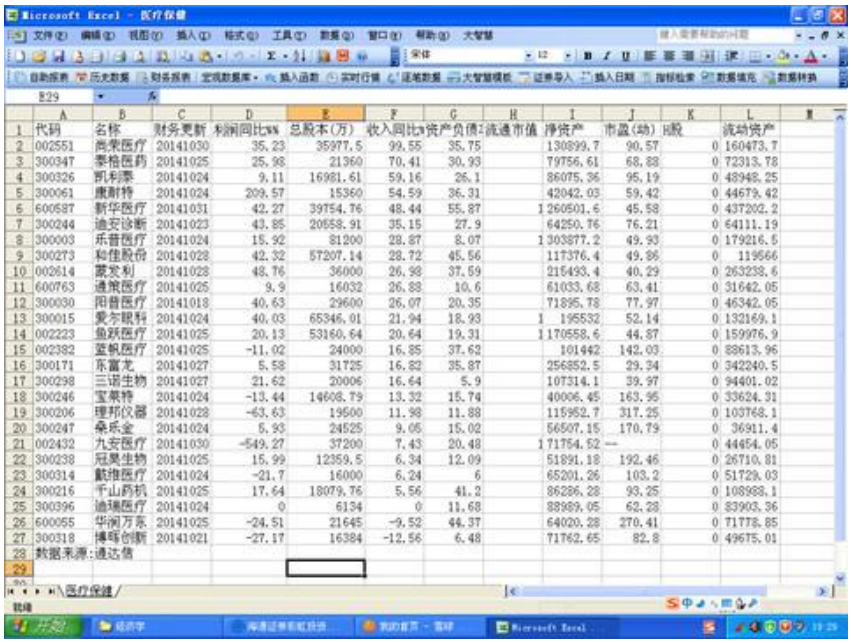
第二步：按 TAB 键将行情数据调整到财务数据；

第三步：调整自己需要的财务项目；

第四步：输出到 excel；



下面就是结果：



问题 10）你好老唐，书上 P185 上提到的小问题，答案是不是“预收款项” 。

老唐答：是。

问题 11）老唐，你的书我快看完了。看现金流量表时，构建固定资产…支出的现金毕竟保包含必要的支出和扩张的支出，故请问如何估算“企业为维护其长期竞争地位和单位产量而用于厂房和设备的平均资本化开支”？

老唐答：我好像回答过这个问题了：用每年的投资现金流出，减去新建项目投资，剩下的大体就是了。新建项目可以在董事会报告，以及每年的投资预算中看到。

问题 4）老唐，请教个问题，第 185 页，通过现金流量表选择优质企业的第五点：“期末现金及现金

等价物>=有息负债“。（1）如果有息负债为0，我接收这个条件，（2）如果有息负债不为0，比如茅台借了100亿有息负债，仍然满足此条件，那茅台放着账上那么多现金不用，为什么还去借钱呢？这是不是刚好说明茅台的资金运用不合理呢

老唐答：茅台在哪里有100亿有息负债？[为什么]茅台除了下属财务公司经营的就是吸储业务以外，一分钱有息负债也木有啊[摊手]

第181篇.　　陪读13：　综合阅读三大表　p187~p194

唐朝　　来自雪球　　修改于2015-01-28　19:54

请将《手把手教你读财报》187~194页的疑问，发在此贴的评论区；

发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了，重复提问=谋财害命；

也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

本节谈综合阅读三大表技巧和步骤，个人经验成分据多。

问题1）老唐好，请问185页文末小提示用来调节利润的负债是否指的是营业税金及附加？两者间波动原因请解释一下，谢谢。

老唐答：不是。是预收账款。

问题2）193页第二段，结尾的：‘’且最好是经营活动现金流净额大于净利润，以及括号里的内容‘’，是否去掉更贴切些？增值税在经营活动现金流支出里就去掉了，这里经营活动现金流净额应该是不受增值税影响的，我的理解对否？

老唐答：不对。两个原因：1）由于净利润里扣掉了折旧摊销等非现金支出，优秀企业理论上应该是持续的经营活动现金流净额大于净利润；2）增值税不一定在本期内全部完成缴纳，可能部分会变成“应交增值税”，从而影响经营活动现金流净额。

问题3）1、P190页倒数第三行，新等式“资产=负债+所有者权益+收入-费用”，是不是应该在等式的左边加上“利润”？　资产+利润=负债+所有者权益+收入-费用　@唐朝；2、一个经营周期后，利润以某种形式转换为资产，比如现金或者应收等。我的意思这个等式是不是应该加加个括号，标示期末的资产，这一个经营周期利润转化引起的资产的变化。

老唐答：1、不是。原文正确。利润从来不是个存在的‘’东西‘’，它总是以某种资产形态存在的。2、错的，你说的‘’利润‘’，就是资产的组成部分。如果暂时没想明白的话，就先放下吧，别卡在这儿了，先记下就是了。这是教材标准公式，不会错的。

第182篇.　　陪读14：　财务指标分析　p195~p203

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-03-02　20:12

请将《手把手教你读财报》195~203 页的疑问，发在此贴的评论区；

发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了，重复提问=谋财害命；

也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

涉及如何用财务指标进行企业分析的书，太多了，不是老唐这本书的重点。老唐简单的用了八九页纸，框架性的谈了利用哪些财务指标可以对企业进行安全性分析、盈利能力分析、成长性分析、管理层能力分析，并拆分了杜邦分析体系，谈了对企业分析的重点。算是给朋友们搭个架子，便于后续学习。

问题 1）请教老唐，200 页上面，存货周转率越高，存货占用的资金越少。糊涂了。营业成本不就是存货吗？和资金有什么关系？

老唐答：营业成本是当期内卖掉的商品，存货是截止当期末没卖掉的商品。没有卖掉的商品，不是捡来的，所以自然要占用公司资金咯。

高存货周转率意味着同样的销售，占用资金更少。举个简单例子说吧：你开个小店，今年完成了 100 万的销售收入，累计进货成本 50 万。这 50 万有两种情况，一种是你一次性进货 50 万，到年底卖完。另一种是你每次进货 10 万，卖完又进货。存货周转率前者低后者高，很显然，后者占用你的资金更少。

问题 2）老唐您好：

书 P196。在书上，有 1 段话：安全性指标只需一个就够了（自己用的，没名字），即：现金及现金等价物÷有息负债≥1，或适度放宽为：（货币资金+金融资产净值）÷有息负债≥1。

问 1，现金及现金等价物是否为财报上的期末现金及现金等价物余额值？例茅台 2013 年财报 P51，现金及现金等价物为财报上的期末现金及现金等价物余额值 219.92 亿元，这样对吗？

问 2，有息负债指什么？以茅台 2013 年财报为例，有息负债是否为短期借款、向中央银行借款、吸收存款及同业存放、一年内到期的长期借款、长期借款、应付债券之和？不同的公司，有息负债计算是不是有差别？

问 3，货币资金是否为财报合并资产负债表上的货币资金项目中的值？例茅台 2013 年财报 P42，货币资金值取期末余额 251.85 亿元，这样对吗？

问 4，金融资产净值是否指财报中应收票据中的银行承兑汇票？

老唐答：1.是；2.参看陪读 06 问题 6；3.是；4.不止。还要算上企业拥有的其他金融资产，例如交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、买入返售金融资产（若有）。

问题 3）200 页，固定资产周转率其中的固定资产净值是期初期末的平均值吗？谢谢

老唐答：用均值或期末值均可，只要历史口径一致、同行业口径一致即可。

问题 4）杜邦体系的净资产收益率=效益*效率*杠杠率。理解对吗？谢谢

老唐答：后面两个可以，第一个效益略显牵强。第一个主要要表达都是产品竞争力。

问题 5）唐老师，196 页，金融资产净值是指哪些？

老唐答：一般就粗略的将资产负债表资产这边所有叫”XX 金融资产“的科目算进去即可。严格来说，金融资产还包括持有至到期投资、贷款和应收款，但这三项变现性稍差，196 页这只是我自用的一个毛估估的比值，因此我一般不算后三项。

问题 6）再次请教老唐，净资产指的是资产负债表的所有者权益，那总资产在报表哪里有体现呢？还是需要自己计算？

老唐答：总资产的数字在资产总计那一行，或者报表最后一行“负债及所有者权益合计”。

问题 7）唐老师，计算息税前利润中的利息支出是指的财务费用中利息支出吗？是从财务费用附注中查找的那个利息支出吗？谢谢

老唐答：是。

问题 8）老唐好，P197 页，营业利润率的公式，括号中的结果应该是营业利润，与 P145 其他收益第一段营业利润的表述有出入。

老唐答： 197 的营业利润率公式是老唐的改良版，他把主业外的三块收益没有算进去。145 的是学院派的公式。

第183篇. 陪读15： 利用财务数据估值 p204~p209

唐朝 来自雪球 修改于 2015-01-20 12:10

请将《手把手教你读财报》204~209 页的疑问，发在此贴的评论区；

发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了，重复提问=谋财害命；

也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

《安全边际》的作者、著名投资大师赛斯.卡拉曼说“虽然存在许多用于企业价值评估的方法，但我发现只有三种方法是有用的”。本节就介绍了这三种估值方法的计算及其要点。

关于现金流折现法，建议大家可以先看看老唐去年 3 月 7 日发表在《证券市场周刊》上文章 http://xueqiu.com/8290096439/28126934 一定要理解，现金流折现法，是一种非常重要的思维方式和思考路径，但并不是一种准确的计算方法，不要过于执着于计算公式了。

问题 1）请问 P206 中的永续价值，这个对于茅台来说问题小，但是对于美的集团之类的消费品，永续

价值如何估算呢？

老唐答：永续价值，跟公司产品无关，跟公司可以赚到多少自由现金流有关。只要你能估出企业未来的自由现金流，销售任何产品的企业，均可以计算永续价值。反之，则销售任何产品的企业，均无法计算永续价值。

问题 2）p205 页 19 行是“经营现金流入净额-投资活动现金流出”或是“经营活动现金净额-投资活动产生的现金流量净额”？

老唐答：书中表述是正确的。投资活动现金流净额，不仅包括投资活动流出，还包括投资活动流入。书中的意思，是经营活动挣的钱，减去投资花出去的（不考虑投资活动收进来的现金），剩下的就是自由现金流。

另外，提醒你一个小错误，如果要考虑经营活动现金流净额与投资活动现金流净额的差值，不能用减法。因为投资活动现金流净额如果体现为净流出的话，在报表上表现为负值。也就是说如果企业经营活动挣了 100，报表上显示为净额 100。如果企业投资活动投出去 60，那么报表上显示为-60。因此，如果想算挣回来的和投出去的之间的差值，要用加法，而不是减法。

问题 3）p205 页 19 行是“经营现金流入净额-投资活动现金流出”或是“经营活动现金净额-投资活动产生的现金流量净额”？ 但是书中 173 页关于自由现金流的表述是：“经营活动现金净额-投资活动产生的现金流量净额”与 205 页有异

老唐答：是的。一再强调，自由现金流是个思维方式，不是一个准确的计算公式。准确的表述，是用公司经营所得现金减去为了维持企业盈利能力必须再投下去的钱。实际应用中，可以用经营活动现金净额，减去投资活动流出的现金，也可以用经营活动现金净额减去投资活动现金流净额（注意，计算的时候，是用报表上的经营活动现金流净额数据“加上”投资活动现金流净额数据，因为报表上是用负值来表示流出额度的）两种方法，区别在于是否考虑了以前投资带来的当期现金流入。理解了现金流折现法背后的逻辑，两种都可以用。

问题 4）老唐，206 页的永续价值现值怎么计算的？请老唐赐教，我比较笨，我不懂除以 10%-3%的意思，前面的 17.5*1.03 代表着第六年的自由现金流这个是懂得

老唐答：那个表就是每一步的演示，跟着算一遍就会了。假如后面不再增长了，就直接除以 10%进行折现，这个能理解吗？其实这个 10%就是 10%-0%。而如果还有 3%的永续增长，实际上就相当于永远在按照 10%-3%=7%进行折现了。

问题 5）现金流折现如何计算？

老唐答：现金流折现是一种思路，不是一种计算方法，别在这儿卡住了。

一定要注意。我也一再强调，自由现金流是个思维方式，不是一个准确的计算公式。准确的表述，是用公司经营所得现金减去为了维持企业盈利能力必须再投下去的钱。实际应用中，可以用经营活动现金净额，减去投资活动流出的现金，也可以用经营活动现金净额减去投资活动现金流净额（注意，计算的时候，

是用报表上的经营活动现金流净额数据“加上”投资活动现金流净额数据，因为报表上是用负值来表示流出额度的）两种方法，区别在于是否考虑了以前投资带来的当期现金流入。理解了现金流折现法背后的逻辑，两种都可以用。

问题 6）206 页，表中企业价值 195.2 亿是怎么算出来的？

老唐答：这个，还真只有靠你仔细看那张表以及前后两段了，我没法比那儿解释的更细。总之一句话，就是把企业未来的现金流折现到今天得出的。原理倒是很简单，如果目前利率是 5%的话，明年今天收到的 105 元，等价于现在收到 100 元，明白了这个原理，再琢磨那张表，就不难了

问题 7）现金流估值法，有没有推荐的书目，195 指的是未来的市值吗。

老唐答：不是未来市值，是未来现金流折算过来的当前现值。

问题 8）老唐答：206 页，表中企业价值 195.2 亿是怎么算出来的？

就是把前面的现值加起来再加上永续价值现值。9.1＋9.5+9.9+10.4+10.9...+145.4=195.2

问题 9）对当年的自由现金流，例如您举例的那个 10 亿，预测起来有一定的难度，是否可以通过之前几年的数据来反推预测今年可能产生的自由现金流？

老唐答：不能大约估计当年自由现金流的企业，基本上就不是你能力圈以内的企业，先了解它，熟悉它，而后才能谈估值。

问题 10）永续价值是个什么鬼？

老唐答：永续价值的原理就是，如果采用 10%折现率，那么一年后的 10 亿元，今天价值是 10/1.1=9.09，两年后的十亿元，价值是 9.09/1.1=8.26……就这么一直加，一直加到永远。但由于很多年后的现金流已经比较难以预测了，且时间太远，折现到今天差别很小了，所以，一般会在某个时间段之后，大概估计一个永续增长（要小心，这个永续增长最容易被乐观估计）然后一次性计算。

问题 11）请教：投资活动现金有的是维持生产，有的是扩大生产，如果企业大规模扩张的话，也就是扩大生产花费了很多钱，按照公司自由现金流将为负，这样的企业如果要投资，怎么估值？是只考虑减去维持生产的那部分吗？谢谢！

老唐答：是

问题 4）老唐，咨询一个问题。

我看了你对泸州老窖的现金流折现法估值，而最近又看了@超级鹿鼎公的股价之锚的计算，发现二者之间差异颇大，似乎前者是对利润的折现，而后者是对分红的折现（不足 40%的分红按 40%计算）。

例如按你在证券市场周刊上的文章，假设泸州老窖 2013 年净利 34 亿元，那么乘以 10，大概现金流折算为 340 亿元（老唐计算的为 361 亿元），大致对应股价 25 元。

可若按股价之锚计算，每股收益 2.4，分红 1 元，乘以 12，股价就只有 12 元。

老唐答：价值之锚谈的是最坏情况，最恶劣的情况。那就是说，按照买企业的标准，老唐的现金流折现就差不多了，按照交易者的标准（买了总有一天是要卖的），价值之锚的价格有足够的安全边际，是可以重仓上的。基本上可以这么说，靠近价值之锚的地方买入，除非对企业前景判断失误，否则基本上没有输的可能

第184篇.　　陪读16：　股东权益表及附注　p210~p228

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-05-06　08:22

请将《手把手教你读财报》210~228 页的疑问，发在此贴的评论区；

发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了，重复提问=谋财害命；

也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

股东权益表，老唐个人认为都是前面重复过的内容，看不看关系不是很大。如果晕的话，跳过去也无妨。附注是财报中非常重要的部分，同时内容又特别多，容易看晕。本节介绍了附注中着重需要关注的部分。

问题 1）P218　　“D+E+F+G+L=期末所有者权益总额”为什么不是"D+E+F+G+H=期末所有者权益总额"　　我觉得应该是后者才对呀？

老唐答：因为 H 包含的四项中，IJK 都是在公司内部的科目调整，即没有钱进公司，也没有钱出公司，所以不影响所有者权益的多寡。假设 L 为零（当年不分配）的话，则 H 项其实已经包含在 E 里面了，不需要再加一次。而 L（分红）则是实实在在减少公司报表上所有者权益的动作（把钱从公司转移到股东手上了）所以，需要减去（即加上负数）。

问题 2）p217,最后一句话，我记得资本公积金可以转增股本而盈余公积应该叫送股吧，因为这是分红，说法上跟资本公积不一样，对吧？

老唐答：是的，习惯上我们把资本公积拿来送股叫作转增股本，而把盈余公积送股叫做送红股。但这只是习惯叫法，其实质上，两者都是将所有者权益科目下的非股本科目“转”到股本科目下“增”加公司股本的行为，即“转增股本”。

问题 3）请问老唐：我是读第 2 遍了，受益匪浅。P226 页。股份支付

”员工购买期权内包含的股权，所支付的金额，计入所有者投入和减少资本科目。

但上一段话说的是按规则需要从利润表里扣除。有点晕。并且如果从利润表里扣除的话（因为算费用）算在管理费用科目吗，那上市公司为员工购买的股权花的钱请问支付给了谁了？还望详细答复！多谢

老唐答：股权激励的会计处理以及背后的逻辑比较复杂，但可以这么简单分成两部分理解：首先是员工以当前市价入股，这部分计入所有者投入，和对外增发新股是一个道理；然后是公司拿员工实际买价和市价之间的差额，当作奖金支付给了员工，这部分计入管理费用，减少公司当期利润（由于一般不是当时就兑现，所以究竟差额是多少，计算公式会相当复杂，但搞明白这个公式，对于普通投资者意义不大，明白股权激励是一种管理费用的逻辑就可以了）

问题 4）老唐，P215 页，可转债的债券公允价值及权益部分具体应该如何计算？分别归入财报的什么科目？（我太好学了，敬佩自己!）

老唐答：可转债由债券和期权两部分构成。债券收益(利息和最后一笔回购)逐笔折现加总，按照市场同类条件债券收益，反推债券价值，将该价值计入长期负债。面值和长期负债之差，视为公司出售期权所得，计入所有者权益~资本公积。

问题 5）请问老唐：

鄙人已通读全书，P228 页最后一段话“母公司财务报表主要项目解释”您说该细读。您的这本书好像第一次提到要细读母公司财务报表。而更多的提到合并报表。平时我看财报几乎不看母公司财务报表，都看合并报表。这种偷懒是否应该。因为我觉得投资的是合并一起的公司，不是母公司。我这种习惯是否该改下？多谢!

老唐答：

为钱负责的话，应该改。何况合并都看了，多花十几分钟看下母公司报表又不会怀孕[大笑]你说呢？

问题 6）老唐好，P214，计入当期利润的利得和损失：资产减值损失；公允价值变动收益；投资收益；汇兑收益；营业外收入

问题：是不是还要加入　债券类公允价值减值补回？

老唐答：

债权类公允价值减值转回，是属于“资产减值损失”科目的。

问题 4）请问老唐：我是读第 2 遍了，受益匪浅。P226 页。股份支付”员工购买期权内包含的股权，所支付的金额，计入所有者投入和减少资本科目。

但上一段话说的是按规则需要从利润表里扣除。有点晕。并且如果从利润表里扣除的话（因为算费用）算在管理费用科目吗，那上市公司为员工购买的股权花的钱请问支付给了谁了？还望详细答复！多谢

老唐答：股权激励的会计处理以及背后的逻辑比较复杂，但可以这么简单分成两部分理解：首先是员工以当前市价入股，这部分计入所有者投入，和对外增发新股是一个道理；然后是公司拿员工实际买价和市价之间的差额，当作奖金支付给了员工，这部分计入管理费用，减少公司当期利润（由于一般不是当时就兑现，所以究竟差额是多少，计算公式会相当复杂，但搞明白这个公式，对于普通投资者意义不大，明白股权激励是一种管理费用的逻辑就可以了）

第185篇.　　陪读17：　管理层的汇报　p229~p251

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-01-11　13:51

请将《手把手教你读财报》229~251 页的疑问，发在此贴的评论区；

发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了，重复提问=谋财害命；

也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

管理层的汇报是财报里容易被忽略的金矿。本章阅读应该不难。

问题 1）老唐请问，书上 237 页，成本表中的直接材料，可以在分析营收增长时起到参考作用。（是量的提升，还是价格上涨）我只看到上年同期金额和本期金额啊，材料金额的变化怎么看出是量的提升还是价格上涨呢？谢谢。

老唐答：销售量，财报给过具体数据的。从量的变动幅度和原材料的变动幅度上，可以思考产品结构变化。

问题 2）唐先生您好，这是到第四遍细读了，原因是人到中年虽说理解力不错但记忆力差，所以有些书我会重复看，每次看到 P235 时我总是和 P55-P56 的数据对不上，因为这个问题始终没人问，我又找不出自己在哪点上理解错了，只好上来请教：P235/　2013 年报销售量为 25177 吨成品酒（使用四年前的生产量），P56 上显示销售量为 15500 吨（不含系列酒）；P235/　2013 年报生产量为 26033 吨，P56 上显示生产量 2013 年为 38452 吨（不含系列酒），数据我怎么也对不上，又不知错在哪，希望老唐能指出问题所在，谢谢！

老唐答：　25177 吨的销售量包括茅台酒和系列酒（汉酱、仁酒、王子、迎宾），

15500 的销售量不包括系列酒，仅仅指茅台酒；

26033 吨的生产量，指当年灌瓶出厂的茅台酒和系列酒。

38452 吨的生产量，指 2013 年生产后存储的茅台酒基酒。

第186篇.　　陪读18：　财报操纵手法　p252~p265

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-03-09　09:41

请将《手把手教你读财报》252~265 页的疑问，发在此贴的评论区；

发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了，重复提问=谋财害命；

也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

本节用大量资本市场真实上市公司操纵报表的案例，展示了上市公司操纵收入、费用和现金流的常见手法共计三十余种。

本章涉及的财务操纵公司，书中用字母代替，此处放上字母与公司的对应：

L=绿大地，M=美华地（绿大地秘密控制的空壳公司，非上市公司），

X=新大地，

G=广汇能源，

Z=紫光古汉，

K=康芝药业，

S=三峡新材。

问题 1）P259，“将费用暂时挂在应收账款或预付账款科目”，这个是怎么操作的？预付账款还可以想象，应收账款，怎么操作？能举个例子吗？

老唐答：好，举个简单的例子：你们公司让你领了 100 万去采购某物，你领了钱买了东西，交了发票，是不是公司当期就应该产生费用了？为了将费用推至未来，增加当期利润，公司财务把你交来的发票，往抽屉里一锁。报表上显示“应收款　周而复始支备用金 100 万”，这笔钱就变成当期的资产，不用从利润表里当作费用扣除了！搞定。

问题 2）老唐我都快看完了，又卡住了。。。

259 最下面上市公司 K，销售过程中支付的回扣提成无法取得发票是为什么啊？怎么又按照预付款挂账了？后面用公司其他款打回公司也没搞懂。这整句话都好难啊，只好麻烦老唐了，谢

老唐答：　假如你是某公司采购员，我是上市公司销售。1.我卖 100 的东西给你的公司，给你个人 15 回扣，你不会也不能开发票给我；2.那么我公司做账，有 15 元成本就没办法体现，毛利润就虚高；3.财务上不能做不平帐，于是记录预付款 15；4.预付也不能老挂帐啊，哪家企业预付几个月乃至几年，审计师都要起疑心的。所以公司需要过一段时间找一笔钱以退回预付款名义，冲销预付款。然后再想办法（例如重新预付或者做高采购）把找的钱又还上；5.这样，上市公司实际上是虚高利润，虚增资产，虚减费用，虚减经营活动现金流出额。这样说，可以明白吗？

问题 3）老唐我都快看完了，又卡住了。。。259 最下面上市公司 K，销售过程中支付的回扣提成无法取得发票是为什么啊？怎么又按照预付款挂账了？后面用公司其他款打回公司也没搞懂。这整句话都好难啊，只好麻烦老唐了，谢

老唐答：假如你是某公司采购员，我是上市公司销售。1.我卖 100 的东西给你的公司，给你个人 15 回扣，你不会也不能开发票给我；2.那么我公司做账，有 15 元成本就没办法体现，毛利润就虚高；3.财务上不能做不平帐，于是记录预付款 15；4.预付也不能老挂帐啊，哪家企业预付几个月乃至几年，审计师都要起疑心的。所以公司需要过一段时间找一笔钱以退回预付款名义，冲销预付款。然后再想办法（例如重新预付或者做高采购）把找的钱又还上；5.这样，上市公司实际上是虚高利润，虚增资产，虚减费用，

虚减经营活动现金流出额。这样说，可以明白吗？

问题 4）问题 1 中　的例子　应收账款不时销售商品产生的债权吗？为什么购买商品 100 万会记入应收账款？谢老唐

老唐答：如你所言，购买商品本不应该记入应收款的，这里是把它当做员工领取备用金对待了，所以记入了应收款。是一种财务操纵技巧。

问题 5）老唐，恕我愚钝，问个简单问题。256 页（1）中提到林地卖给 L 公司后，虚增公司资产约 1.1 亿元。可是如果 L 公司给出现金，买进林地，公司资产不是应该没有增加吗？只是将 L 公司资产负债表中的货币资金（假如算是现金）变成了固定资产吗？

老唐答：这一亿通过这种方法变成了公司的营业收入。

第187篇.　　陪读19：　财报操纵留下的痕迹　p266~p274

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-03-02　20:08

请将《手把手教你读财报》266~274 页的疑问，发在此贴的评论区；

发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了，重复提问=谋财害命；

也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

本节介绍了前一节中出现的操纵手法，会在三大表哪些科目中留下什么样的痕迹，以及如何识别并回避它们。主题和篇幅所限，比较框架，算是给朋友们搭个继续深化学习的纲要。

从 252 到 274 页的关于财务欺诈和反欺诈部分，是本书写作中耗时时间最长，写的最累，最后删除最多的章节。原因嘛，相信“你懂的”。好在基本精髓都在，希望大家读的不困难。

问题 1）老唐您好：

书 P273。在书上，有 1 段话：通过应付职工薪酬的预提，尤其是…。体现在财报上，除了应付职工薪酬的余额波动大以外，递延所得税资产增加也很大（税务局不认可这笔职工薪酬）。

问，什么叫应付职工薪酬的预提？预提操作后，为什么递延所得税资产增加也很大？这段话不太明白，请老唐辛苦解释一下？

老唐答：企业年末财报计算了大笔年终奖、效益工资等，就减少了公司报表利润。但税务局说要这些钱要实际发放时，才能从企业所得税里扣除，所以这笔钱暂时不能算公司的支出，要按照所得税率纳税。公司交了钱以后，这部分税收就相当于预先交给税务局了，算暂时放在税务局的一笔资产，叫做递延所得税资产（参看本书 69~73 页讲解）。

问题 2）老唐，请教个问题。你的书 P173 页简单提到了自由现金流。那“为了维持企业盈利而必须再

投下去的钱”也即“资本支出”项该如何根据毛估或计算。可否谈谈你的经验？

老唐答：这个可以先看现金流量表里的资本支出，然后再从里面减去新建项目投资即可。新建项目当年支出可以从董事会报告或报表附注里找到。

问题 3）日常经营中的设备维修，厂房修缮等现金流出一般归在现金流量表哪个项目？请教。

老唐答：设备维修厂房修善，按照是否符合计入固定资产条件分为两种。不符合计入固定资产的，在利润表里算管理费用的部分，在现金流量表里算经营活动现金流的购买商品接受劳务支付的现金。符合计入固定资产条件的部分，在现金流量表里算投资现金流的构建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金。~以后再有问题，麻烦放在对应页面陪读贴下面，谢谢。

问题 4）再请教一个问题。在判断财报操纵或对比新增产能与旧产能对应的固定资产和无形资产时，需要计算固定资产和无形资产的原值。怎么计算？是不是当下账面价值+折旧摊销值-新增投资？新增投资是不是又无法计算？谢谢！

老唐答：不需要计算，报表附注里面有原值数据。搜固定资产可以找到。

问题 5）老唐，前面单独的读每一章时感觉大部分都能理解，但是到这里又被打击了，每一种财报操纵手法都得仔细想半天，但是有些还是想不太明白，看来我目前这种水平即使财报作假我也很难发觉了[哭泣] 我这种情况是不是因为还是理解不够深，或者是实践的太少，思考不够？有什么办法能提高吗？

老唐答：没关系的，看上几十份财报以后，你会发现问题没有你想的那么严重。

问者回：看来还是得有一个量的积累。最近读了某公司的几年财报，读下来倒是没有多辛苦，也试着弄了些指标纵向分析对比，但是感觉依然没有形成体系，这些估计只能靠自己不断摸索进步了。最后再次感觉老唐的“渔”[很赞]

问题 6）老唐我有个问题想请教 非常急。一个白酒企业 他的净利润降低了一点点

营业收入也降低了一点点 但是经营现金流量尽净额 却减少了 30%上市公司给出的解释是 企业所得税和消费税 较上期有所增加。这是不是有鬼呢？

老唐答：可以看现金流量表的经营现金流入流出数据，看是不是和公司说的情况一致。

问题 4）

老唐答：

第188篇.　　陪读20：　总结和读后感汇总区

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-01-11　13:52

这里留给大家灌水，对本书的看法，阅读后的感受，或者财务学习中的一些思考，实战里的感受等等……，随便聊吧，当个摆龙门阵的休闲茶座对待。对于一些比较有思想有内涵的评论，老唐会拷贝在这里，跟更多的朋友分享。

问题 1）老唐，书翻完了一遍，在当当评论了，有两个问题一直比较困惑，现在也没想明白。

请有时间时指点一下，先谢谢了！

1.　我有个错误的认识，觉得读财报不用扣得那么细。比如，有的公司很差，看一眼财报就可以直接排除。有的公司很好，生意好，管理层也没问题，相信公司不会在财报上造假，大概估个值，价钱合适买入就行了。有必要深入挖掘财报里的细节吗？例如，招行跌到净资产附近，买入就完了，不会有太大差错。请问你怎么看？

（写这个问题时，自己也在琢磨，担心问题太弱智，耽误您的时间。是不是财报读得越明白，越细致，对企业的了解越深入，越具有比较优势，估值更准确，便宜时才有把握买入、有信心持有？拿招行来说，市场担心坏账，财报读得明白，可以知道坏账最坏能到什么程度，这对估值、买入和持有的信心都有帮助，肯定比只知道价格在净资产附近强得多。不过，还是想听听你的看法。）

2.　你在书里还讲到了分析企业的知识，比如 153 页前后，讲到如何看不同毛利率的企业。这些知识从哪里来呢？在后记中，你写道“认识企业的盈利模式，跟踪企业的生产经营，这些活动的重要性丝毫不亚于阅读财报，同时那也是阅读财报的目的之一”。我读了一些和企业相关的书，但是根本没入门，不知道该怎么看一家公司。请问除了阅读财报以外，如何学习分析企业，形成自己的分析体系？

老唐答：

第一个问题，你括号里的内容很对。老唐补充一点，其实就《手把手教你读财报》里面介绍的内容而言，根本谈不上“细”，这都是一个投资者应该知道的基本点。不知道的时候，你会觉得知识复杂，知道了以后，其实一点不费事，看财报的时候，也只是看一眼就行。

第二个问题，要说具体从哪儿来的，我还真回忆不起来，大致有些是经验，有些是书里来的——很遗憾，我一般会去理解知识，但没有记住出处的习惯，可能没有写过也没准备写论文的原因吧。至于理解企业，多读财报，习惯去忽略这是一家上市公司的股票，当你是企业老板，看你聘请的经理人给你汇报工作，多站在老板角度去思考企业的未来，思考市场环境及竞争对手。一段时间后，体系自己就出来了。个人观点，仅供参考。

问题 2）看完了老唐的书引起了我对读书的兴趣，于是在看完最近买的三本书之后又趁着京东国庆活动买了 10 本书，但是我对于读书有一个问题就是读了可能也记不住多少，对于这样的疑惑老唐可以解答一下嘛？

老唐答：读书，至少有四种不同收获，技能、情感、知道、困惑。其中只有“知道”是需要记忆的，

记不住就成为“知不到”或“似曾相识”。但基本上移动互联时代，有无处不在的关键词搜索，似曾相识就能解决绝大部分问题了，随缘吧；情感，悲欢离合阴晴圆缺，跟着文字感受过、也就享受过了，无需记忆；困惑，是读书最容易被忽略的收获。读一本什么书，有什么问题引发了自己的思考，或者和作者的观点相抵触，自己百思不得其解，甚至试图反驳作者，这自然不需记忆，且很可能还会是不是的自动重现；技能类，几乎不可能靠记忆解决，它必须付出重复训练才行。如同我们把字根背的再熟，不上键盘上实操，不可能熟练使用五笔一样。希望这个回复，能助你轻松愉快的读书[笑]

心所欲不逾矩:摘自《传习录》王阳明和友人的一段对话。

一友问：“读书不记得如何？”

先生曰：“只要晓得，如何要记得？要晓得已是落第二义了，只要明得自家本体。若徒要记得，便不晓得；若徒要晓得，便明不得自家的本体。”

——《传习录》

第189篇.　　第二部分：低风险投资相关

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-06-03　10:53

1） 手把手玩转分级 A（上）http://xueqiu.com/8290096439/57019750
2） 手把手玩转分级 A（中）http://xueqiu.com/8290096439/57019952
3） 手把手玩转分级 A（下）http://xueqiu.com/8290096439/57020058
4） 手把手教你可转债套利　http://xueqiu.com/8290096439/34479289
5） 手把手教你可转债套利（续）http://xueqiu.com/8290096439/34499279
6） 手把手教你可转债套利（完整版）http://xueqiu.com/8290096439/34521818
7） 两投搬砖的那些事儿　http://xueqiu.com/8290096439/46745756
8） 关于分红扣税政策的科普　　http://xueqiu.com/8290096439/70853064

第190篇.　　手把手玩转分级A（上）

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-12-14　21:47

（老唐注：本文于 2015 年 7 月 17 日发表于某网站，按照雪球单篇长度限制，必须以三集片形态出现）

本文沿用老唐简单粗暴、通俗易懂的叙事风格，将分级 A 的原理及获利逻辑、分级 A 的三类获利手段、相关实际操作的流程、重要数据查询及相关软件的使用方法，进行了系统完整的表述。全文分为四小节，约一万字。真正以手把手的态度，力求使一无所知的分级小白，通过对本文的学习，快则一两天，慢则一周左右，成长为分级熟手。

第一部分：分级基金的原理及获利逻辑

闲话不表，直说正题。沿用老唐简单粗暴、通俗易懂的风格，分条述说。先说什么是分级基金。

1）陈大胆想炒股，自己的 1 万元觉得不过瘾，想借钱。王老实胆子小，钱一般存银行，利息 3%。陈大胆就跟王老实说，你把钱借给我吧，我给你 5%的年收益。王老实一看，划算，就这么办；

2）但王老实不放心陈大胆的信誉，于是二人商量，将钱委托给基金经理管理，负责保障王老实本金和利息安全。基金经理每年为此收总额的某比例（例如 1%）作为管理费。此时，王老实的 1 万元，就叫 A 基金，陈大胆的 1 万元就叫做 B 基金。A 和 B 加在一起就是母基金；

3）基金经理拿到钱，按照陈大胆的意图买卖股票。除去给王老实的利息和基金经理的费用之外，所有输赢由陈大胆承担。王老实照约定利率按日收息，利息每天增加在 A 基的净值上；

4）为了保障王老实本利安全，三方约定，如果炒股亏损到某程度，例如陈大胆只剩 2500 元了，就要把王老实的本金还掉 7500 元，同时结清利息，然后剩下陈大胆和王老实的各 2500 元，再重新开始，这个过程叫做下折。下折是为了保护出借人王老实的本金不受伤害；

5）后来分级基金做成标准化产品了，不再是基金经理按照陈大胆的意图炒股，而是基金经理先亮出自己的风格，例如挂钩某指数或者某行业指数，然后投资人去选基金经理。但道理相同，可以简单理解为陈大胆借了王老实的钱炒基金；

6）截止目前，这还只是个原始的指数基金形态。精彩的部分马上来到。假设，在双方约定的期限还没到（当前市场有 9 只有期限的分级基金，其他的都约定为永续存在）的某日，王老实急用钱，只好拿着这笔 A 基金来市场卖；

7）王老实来卖的时候，正是市场利率比较高的时候，理财产品收益已达 6.5%了。买家对于每年能收 5%利息的 1 万元本金，只愿意给 5%/6.5%×10000=7692 元。此时，A 就产生了折价，显示为每 1 元 A 基金的市价 0.769 元（报价显示小数点后 3 位）；

8）分级基金最初级的获利模式出现了。如果你以 0.769 元的价格买下面值为 1 元的 A 基，每年收面值 5%利息，相当于 6.5%的债券。同时，在市场利率不变的情况下，你还可以随时按照 0.769 的价格收回本金；

9）期间，如果陈大胆的钱，亏损到约定界限，例如只剩下 25%。那么按照约定，基金公司将归还面值的 75%本钱及全部利息。此时你将收到 7500 元本金，加上逐日计算的利息总和。另外还剩下 2500 元面值的 A 基金。相对于 7690 元投入，超额部分，便是下折收益；

10）剩下的 2500 元面值的 A，在市场交易的时候，依然会折价交易，例如还是 2500×5%/6.5%=1922.5 元，所以，你能收回来的钱，就是 1922.5+7500+利息=9422.5+利息。用它对比你的 7690 元本金，就可以算出你的投资回报率；

11）基金公司是按照基金规模收费的，所以他使坏心眼。将退你的 75%本金和利息，默认按照下折触发日次日（陈大胆自有资金低于 2500 元的那天，为下折触发日）收盘时的母基金净值，买成他们家的母基金。你如果需要现金，要交 0.5%的赎回费要求赎回；

12）目前分级里有 10 只 4:6，6 只 7:3，1 只 8:2，1 只 2:8，这 18 只约定的下折线也是 0.15~0.45 不等。除了这 18 只，其他都是主流 5:5+0.25 搭配。初期尝试时，建议只关注 5:5+0.25 型分级，以免疏忽算错账造成无谓的损失；

13）B 赚钱达到某值，也可以把利润拿走，叫做上折。上折同样不是给钱，而是给母基金。上折对 A

类基本无影响，可以忽略。甚至有几家基金直接约定 A 类不参与上折，而是将 B 基净值超过 A 基净值的部分折算成母基金给 B 就行了；

14）基金公司为了吸引更多人参与游戏，设定了赎回和分拆的规则。所谓赎回，指如果你在市场买了 1000 股 A，1000 股 B，你可以合起来向基金公司申请按照 2000 股母基退款。退款按照你提出赎回要求的那天下午收盘的母基净值算。可以想象，这种情况，一定发生在买 AB 的合计价格，低于母基净值的时候，否则，投资人就是脑壳遭门夹了；

15）同样，投资人也可以按照某日净值向基金公司申购，然后自己将申购的母基分拆成为 A 和 B，在市场中分别卖出。当然，这种情况一定发生在 AB 的市场交易价格合计超过母基净值的情况下，否则，申购的投资人，也是脑壳遭门夹了；

16）以上的介绍，就展示了参与分级 A 的主要获利模式：长持收息、搏下折、套利。长持收息和博下折，操作相对容易，是分级 A 获利的常见途径。至于套利，则品种繁多，包括合并套利、分拆套利、对冲套利、跨品种套利等，相对要复杂一些。以下分类细说。

第二部分　　长持收息

17）长持收息是分级 A 最简单的投资方法。如前例，你 7690 元买来 1 万元的收息权，约定收益率 5%，你的实际回报是 6.5%。这部分利息会按天增加在净值上。净值的增加，要么体现为交易价格的同步增长，要么在发生折算的时候，兑现成基金份额给你；

18）为了防止始终不发生上折和下折，导致利息无法兑现的情况发生，基金还约定了每年某固定时间折算，这个叫定期折算，简称定折。定折就是把 A 的利息或者 B 赚的利润，折算成母基金份额给你。定折不产生什么收益损失，只是给了大家一次将利息或利润兑换成现金的机会。定折时间自由约定，各家基金不同；

19）长持收息，具有收益率高于国债、安全性基本等于国债的特性，适合保守大资金配置。这个特性给了分级 A 一个兜底的价值底线。当分级 A 跌到收益率高于理财、货币基金、各类宝宝、国债时，这些资金就可能涌入，导致分级 A 价格上升。底线位置所在，取决于其他无风险收益的高低。例如前段时间打新收益比较高，分级 A 就会以 0.7X 的价格交易，而打新停掉后，分级 A 价格立刻全面上涨，这就是部分无风险资金涌入造成的；

20）长持收息，A 基价格主要受市场无风险利率波动的影响。市场无风险利率升高，确定约定收益的 A，价格就会下降。反之，价格就会上涨。为了和市场无风险利率挂上钩，目前 A 基只有少部分采用约定 5%、6%或 7%这种固定收益的定价模式。大部分采用的是一年定存利率+X%方式。大家习惯上按照+X%将其称为+3A，+3.5A，+4A，+5A 等等；

21）采用长持收息手段，选择分级 A 的流程非常简单。登陆集思录网站 http://www.jisilu.cn/（这是国内分级数据最齐全的网站）。然后点击“实时投资数据--股票分级”，你将会看到一个这样的页面

22）注意看黄色的“修正收益率”（下期约定收益/去掉利息后的市价），点击它，排序所有 A 基收益率。然后根据自己的资金量，选择最高的几只（例如 5 到 10 只）平均买入。一段时间（一周或两周）检查一次，卖出不在前 5 或前 10 的，补充新品种即可；（备注：1.集思录的修正收益率，还加入下次定折距离远近的影响。但数据差异很小，实战者无需纠结计算过程，直接采用修正收益率排行即可；2.实践中也有投资者以修正收益率差额为标准，例如当修正收益率差异大于 0.1%以上时更换）

23）轮动策略的逻辑非常简单，却也非常可靠。A 基作为放贷收息的品种，产品没有差异，收益率一定是向市场平均收益率靠拢。所以，收益率最高的品种（收益率=约定收益/市价），一定会因某种原因被推高市价，回归市场平均收益率；

24）有几点特别提醒：a.一般建议选择日成交额较大的（根据自己的资金量决定）。日成交太小的，不建议参与。一不小心，你就是该 A 基的上涨原因了；b.期限里面选择“永续”。市场有 9 只有期限的分级 A，成交清淡。变化特点和永续 A 不同，相对复杂，不建议参与；c.有两只分级 A 没有下折保护（母基金净值跌的很惨时，AB 共担风险），最好回避，这两只是 150175 和 150022；

25）轮动策略，属于傻瓜型，期望值不能太高，算是理财替代品。据实战派们表示，年收益大约 10%左右。但事实上，很少有人纯粹为赚利息而来。分级 A 真正吸引人的大肉，是下折收益；

（未完待续）祝各位球友中秋快乐！

第191篇.　　手把手玩转分级A（中）

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-12-14　21:47

第三部分　　下折的原理和操作

26）前面说过，下折是保护 A 基利益的手段。在 B 基亏损达到某程度（例如 B 基自有资金不足 25%时），就必须归还部分借款，降低融资杠杆，减少可能继续亏损的幅度；

27）下折获利的原因，一句话可以概括：你打折买的 A 基，将会在下折发生时，将其中绝大部分（例如 75%）按照全价还给你。所以，老唐以前在雪球写过一句戏言：A 基投资者每天都盼着 B 基亏死（一笑）；

28）正因如此：如果要搏下折收益，只能买打折 A，不能买溢价 A（有些约定收益率高的 A 基，会溢价交易，例如 150221,150321,150219 等。很容易理解，如果市场平均收益率是 6.5%，而约定收益率是 7%，那么价格就会是 7%/6.5%=1.077 元）。折价率既可以直接从 A 基价格上大致看出，也可以在集思录的这张表上，点击“折价率”排列；

29）下折流程是这样的，某日（比如周一）B 基净值跌破约定值（例如 0.25 元），这一天就叫做下折触发日。晚上基金公司会发公告，提示要下折了；周二，停牌一小时后继续交易。周二下午收盘的净值就是下折的标准，周二就被叫做下折基准日。注意，周二跌的越狠，对 A 基越有利。因为 B 的净值越少，A 基金需要留下和 B 配对的就越少，会有越多资金被全额返还；

30）以 5:5 的分级举例说。假如周一收盘，A 的净值是 1.006 元，而 B 的净值（B 净值=母基净值×2—A 的净值）跌到 0.2311 元（注意是看净值，不是看市价），那么周一就算下折触发日了。晚上基金公司会发公告，公告里面会以 0.25 元为例，告诉你下折发生后能得到多少母基和多少新 A 基。这个数字只是示例说明，不作数的。具体能拿到多少，要看周二；

31）周二，假如股市继续跌，B 净值变成 0.196（A 的净值还是 1.006），那么每份 A 基，将得到 0.196 份新 A，以及 1.006-0.196=0.81 份新母基（原 1 份 B 基变成 0.196 份新 B）。自己持有的数量是千份万份还是百万份，自己乘就是了；

32）强调：即便周二股市大涨，导致 B 净值升至 0.25 元以上，比如 0.278 元，下折依然要进行。只不过每份 A 基持有者收到的新 A 就成了 0.278 份，而母基只有 1.006-0.278=0.728 份了。B 基持有者的份额则变为 0.278 份新 B；

33）周三，会停牌一天。这一天，母基所持有的股票仍然在开盘交易。由于你已经持有了母基，你会因母基净值增加或减少，而多赚或少赚；

34）周四早上 10:30 开盘。开盘后，手持的母基就可以申请赎回（或者进行分拆，后面再谈）了。基金公司按照周四下午收盘的母基净值，扣除 0.5%的赎回费后，快则次日慢则三到四日内（不同的基金公司、不同的券商，速度不同）现金到你账上；

35）这次下折的收益怎么算呢？以第 31 条数据举例，假如周二前你曾以 0.80 的价格买入万份某收益率为+3A（即下期收益率为 5%），参与了本次下折。周二晚上将拿到 1960 份 A 基和 8100 份母基。假设周三股市微涨，母基净值为 1.01 元。周四，市场收益率水平为 6.1%（看看大多数+3A 的修正收益率就可以毛估估这个值），你申请赎回母基，并计划抛出新 A。赎回款将得到 8100×1.01×99.5%=8140 元。而 A 基的合理价格为 5%/6.1%=0.82，预期你只能在第二个跌停板之上，完成抛售（高于此价卖掉，是额外红利）。1960 份 A 基将卖回 1960×0.82=1607 元，扣除万三佣金 4.82 元，所得约 1602 元（注意，分级 A 除佣金外，没有其他费用。部分券商有单笔不足 5 元按 5 元收的规定，华泰没有）。两项合计 8140+1602=9742 元，回报率约 21.7%。

36）由此，也可以反推，考虑到承担了两天的股市波动，并耽误四五天的资金使用，如果下折前，价格距离 0.97 不是特别远的话（例如 0.94），我们完全可以留部分利润给别人去参加下折，卖出 A 基，寻找新机会；

37）赎回的具体操作（以华泰为例），在电脑上，是进入交易系统，在你平时买卖股票的那个界面，选择“场内基金--赎回”然后输入母基金代码和母基金数量确认即可。下折日过后，你的持仓里面有母基

金，这里输入的就是母基金代码和你收到的数量；

38）强烈建议各位直接用华泰手机 app 交易分级基金。操作特别简单，费用低，速度快。手机里面，分级基金的所有交易，无论是买卖、分拆、合并、赎回、申购等等，都被合并到一个专用界面：“分级基金（场内）”。赎回的时候，点“赎”字，输入母基代码和数量即可；

39）下折后收到的母基，也可以不赎回，而是直接分拆。在“分级基金（场内）”里，点击“拆”字，输入母基代码和数量即可。赎回要收 0.5%的赎回费，分拆免费。当然，分拆一定是 A 和 B 能卖掉的价格，合计高于母基净值，才值得拆。参看第 17 条。电脑上分拆的话，在“基金盘后业务--基金分拆”里面，同样输入母基代码和数量即可；

40）注意，这里有个陷阱，也是一个捡漏的空间，偶尔会有市场无知人士，莫名其妙的送钱。你如果懂了，就可能捡到这种风险为零的死耗子。陷阱是：下折后开盘日，A 是以前日净值（1 元）作为昨日收盘价，而天朝有跌停板制度，所以哪怕约定收益为 5%，而市场利率为 6.5%的时候，跌停价还是 0.9 元，而事实上它的真实价格应该是 5%/6.5%=0.769 元。因而，开盘前晚，捡漏的人会直接申报 0.9 元的卖单，万一遇到有傻蛋在跌停板买货，可以意外卖个高价。这种事情常有发生；

41）同样，B 基金也是以昨日净值为标准（净值不一定为 1，因为下折基准日次日，AB 停牌，但母基金所持的股票依然在开盘。这会使 B 基净值产生波动）。同样因为涨跌停板制度，导致其价格变化最多是涨停板。在 5%约定收益，6.5%市场利率的情况下，一定会有人抢涨停板上的 B 来配对明日还会跌停的 A 赎回套利。所以，如果有无知人群抛售，你也可以参与抢购；

42）搏下折，当然是要选折价大的、发生下折概率高的品种。折价好说，直接在集思录点击折价率排列就行。难点在于如何找出下折概率高的品种。判断下折可能，就涉及到预测股市未来走向了。老唐不是经常说预测股市走势是神才能干的事儿，为何此处又要进行预测了？

43）判断股票涨跌的确很难。但好在我们是买 A，规则是“猜对有奖、猜错不罚”。这样我们就可以大胆猜了。虽然难度不小，倒也不是无迹可寻。一般来说，前期涨的很厉害的、市盈率非常高的题材股，或者是近期消息面有重大利空的股票，相对而言，下跌的概率可能大一些，这个很容易理解。但是如何知道基金买的什么股，当前市盈率是多少呢？

44）点击集思录上 A 基金的代码，会弹出一个页面。在页面最右，有如下截图。其中跟踪指数，就表示基金经理将基本按照该指数成分股及权重买入股票；点击产品网址下面的链接，也可以查看基金持股；

估算净值	跟踪指数	指数涨幅	申购费	赎回费	备注
0.7056	中小板指	2.40%	1.2%	0.5%	

基金管理人	产品网址
申万菱信	申万中小

45）另外还有几个网站可供参考。A.分级基金网 http://www.abcfund.cn。点击首页的“指数数据”，然后点击你要查询的指数，再点击“成分股”，可以查看每只挂钩指数的成分股构成明细；B.中证指数公司官网，查询指数具体构成，以及该指数的市盈率情况。http://www.csindex.com.cn/sseportal/csiportal/zs/indexreport.do?type=1（查市盈率，点击具体指

数，然后点击“指数行情”，会下载一个 excel 表格，里面有每天的指数市盈率）；C.申万指数官网 http://www.swsindex.com/idx0560.aspx?columnid=8905

46）还有个更简单的算法。例如我们说创业板高估，挂钩创业板的某 A 基，下折可能性大。但也许神创就不跌、就不跌呢？事实上，眼光稍微放长远一点，假设我们认为两三年内，它至少会发生幅度为 30%左右的调整，我们完全可以认为，两三年内下折一定会发生。这意味着你打八折买来的 A，在两三年内，将确定收到 20%折扣的 75%返还，即回报率为 1×20%×75%=15%。你只是不知道这 15%究竟是在这周，还是两三年内的哪一天给你而已。我们可以将这 15%平摊到两三年里，也就是年均确定获取 5%~7.5%的回报。再加上每年收的利息（例如 6.5%）。这意味着，在你买进时，最坏情况下的兜底年回报 11.5%~14%就已经确定了；

47）同时，数学也可以告诉我们，即便母基金买的股票不涨不跌，B 每年需要支付利息、双份基金管理费、双份托管费、双份标的指数使用许可费。极端情况下，也会在大约 7 年时间内，导致下折的必然发生。也就是说，在市场利率不变的假设条件下，按照最极端的情况考虑，8 折以下的 A 基，年收益可以看到 6.5%+15%/7=8.64%。产品机制注定了：长持高折价 A 是包赢的；

48）老唐，你就直说怎么选吧？老唐的个人经验是这样的。首先，当前市场环境下，折价率超过 20%的 A 基，是捡钱的黄金时代（过去一个月参与 A 基的，回报基本都不低于 30%）；折价率介于 20%~15%时，相对也是稳妥的；小于 15%，博弈的成分就比较多了。希望大家能够将宝贵的本钱，放在八折及以下基出现的时候，重重一击（人性决定了，必然会有的）；

49）无论哪一种状态下，老唐个人是按照如下顺序筛选：打开“集思录--实时投资数据--股票分级--A 类”，在 A 成交额那一行做如图所示的选择

然后，点击“下折母基需跌”找出触发下折母基需要跌幅最小的部分 A 基。一般来说，我会选择所需跌幅在 30%以内的 A 基。在最后一列里点击+，将这部分纳入自选；

50）接着，勾选“仅看自选”，点击筛选，显示的就是刚刚选中的那部分。在这些里面，再点击折价率排序，把折价率最小的部分找到，操作最后一列－号，将其从自选里面删掉；

51）接下来进行主观判断：将自认短期内很难大跌的品种删掉。比较常见的是挂钩上证 50、深圳成指、低估值银行类或酒类等品种。保留下一些概念股、题材股或者前期遭遇爆炒的股票指数。这些可能都是过去涨幅比较大、没有业绩支撑、相对比较容易下跌的品种；

52）接着，以任意一只做标准，删掉“下折母基需跌”相近而折价更小的，或者折价相近但“下折母基需跌”更多的品种。例如某只 A 基下折母基需跌 19%，折价率为 22%。那么凡是折价率为 22%而下折母基需跌 20%以上的品种，大致可以看作更劣质的品种，删掉。或者同样下折母基需跌 19%，折价率小于 22%的品种，删掉；

53）提请注意一个小细节，在上述选择中，优先选”整体溢价率”较小的那只 A 基。因为整体溢价率大的基金，容易吸引场外套利客，他们会向基金公司申购，然后分拆出 AB 来卖掉，从而导致 A 基价格被砸低。套利行为通常只求拿到溢价差，不管是否在合理价值附近；

54）最终，留下足够自己资金购买的优选品种，次日按照计划买入。每晚重复上述标准动作，发现更优选择，次日进行替换；

55）在本段结尾，提醒一句和 A 无关的话：下折基准日的溢价 B，万万不能买。下折过程，对于 B 持有者而言，净值并无变化。只是将原本每份低于 0.25（例如 0.2）的 B，合并成净值为 1 元的新 B 的数字游戏尔。但在市场快速下跌的过程中，由于涨跌停板的阻碍，导致挂钩指数跌停，杠杆 B 也只能跌停板（本该跌幅更大的），从而使 B 的市价显著高于净值。这部分溢价，在下折合并过程中消失了。所以，只要买入确认键敲下去，亏损就已经铁定了。上周出现了很多傻钱，买入下折基准日的溢价 B，导致一日间亏损过半的案例。谨记。

（未完待续）祝各位球友中秋快乐！

第192篇.　　手把手玩转分级A（下）

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-12-14　21:48

第四部分　　套利

56）套利比较复杂些，需要考虑的因素比较多。希望大家在玩熟轮动和下折之后，再考虑参与套利。先请大家下载安装一个软件，名叫“诺亚方舟分级基金数据分析终端”，下载地址 http://www.jijinb.com/xingqingruanjianxiazai.html 该软件目前免费，每个交易日 10 点开放下载，每天限量 100 份；

57）套利，主要是利用分级基金可以合并、分拆的特性，结合市场 AB 基金交易价格和母基金净值之间不完全同步的特点，从中找到利润空间。所以，有必要在介绍套利之前，先系统了解申购、分拆、合并、赎回的流程；

58）以主流的深圳分级基金为例，所有以 150 开始的 AB 基金都是深圳分级基金，其对应的母基金以 16 开头（上海分级基金，母基金和 AB 基金均以 502 开头，交易规则略有不同，后面说）。下面流程以华泰手机 APP 为例，其他券商请咨询一下自己的客服；

59）申购分拆：第一天（假定是周一）交易时间，点击“交易---分级基金（场内）--购”输入申购的母基代码和数量，确认。周二，点击“交易--分级基金（场内）--拆”输入母基代码和数量。周三早上，A 和 B 出现在账户里，可以卖出了；

60）以上速度只有部分券商可以做到，这部分券商被戏称为“文艺券商”。其他券商要慢一天，周三可拆，周四可卖。在套利这件事情，慢一天，几乎等于死定了。所以，操作分级，一定要在“文艺券商”开户（建议华泰），目前了解到的文艺券商有：华泰、银河、信达、招商、湘财、第一创业、广发、中信、方正、国海、民生、兴业、国金、齐鲁、中金。如果你的券商不在这个名单内，建议单独开个户；

61）上海的分级是周一申购，母基周三到账。周三交易时间分拆，然后立刻可以卖出；

62）提醒，如果你的券商分拆时，不会显示母基数量，则需要自己计算自己的申购量（即所谓盲拆）。

计算方法：申购资金数（最少五万元起）减去申购费，除以前一日母基金净值。然后按照比这个量略小的量委托分拆，且必须为偶数，否则委托无效。母基净值和申购费，可以在集思录网站“股票分级--分级套利”表格里的“母基净值、申购费”两列查询，也可以在诺亚方舟软件的“特色数据--分级套利--净值--申费”查看；

63）合并赎回：深圳的分级基金，周一交易时间内买入 AB 后，立刻可以进行合并。周二可以申请赎回，赎回按照周二收盘母基净值算，资金快则周三，慢则周五到账；上海的分级基金，周一买入 AB 后，可以立刻合并。合并后的母基金可以在市场卖出（上海分级母基金也上市交易），也可以申请赎回，赎回以当日母基金收盘净值计算；

64）合并也是进入“交易--分级基金（场内）--合”，输入母基代码和母基数量（注意，5:5 的分级，母基数量=A 基数量×2）；

65）明白了申购、分拆、合并、赎回的流程以后，老唐来介绍套利需要考虑些什么。下面仍然以主流的深圳基金为例，上海基金由于母基金也可上市交易，玩法更加复杂，但逻辑是一样的，等你熟悉了深圳分级以后，再用少量真金白银尝试一两次上海分级，也就了解了；

66）最基础的套利，是折价套利和溢价套利。折价套利指买入 AB 合并，然后赎回。这里面要考虑的因素，首先 AB 买入价格与 2 倍母基净值之间有多大差距，即负溢价多少。这个数据，可以看集思录“分级套利”最右的“合并溢价”（如下图）。此处负号后数值越大，套利空间越大（-5 优于-3）；

也可以在诺亚方舟软件里“特色数据--分级套利--配对套利”排序看到。其中“净值”和“AB 并价”之间的差额，就是我们套利的空间，这个数据，当然是越大越有价值了。必须注意，这个溢价空间只是估计（因为母基实时净值是推算，要晚上基金公司才会公布准确净值），会有少许差异的，操作时必须留有富裕空间；

67）然而，由于周一买入，马上合并，要周二才能申请赎回，且按照周二收盘的净值结算。所以，我们哪怕是周一收盘前两三分钟买入合并，也相当于需要持有母基渡过周二一天。如果周二母基净值下跌幅度超过了周一看见的套利空间，就有可能套利不成反被套；

68）那怎么解决呢？办法有三：1.选择第二天会涨的母基金；2.只参与套利空间足以覆盖次日波动的

母基金；3.用其他手段对冲；

69）能选择第二天会涨的母基金，当然好。不过呢，如果有这本事，谁还做套利呢，直接买 B 基岂不更好！这个不靠谱，不能把自己当上帝；

70）办法 2 里，有个很重要的因素，就是母基金的仓位。极端说，母基金如果空仓，第二天股市涨跌对套利毫无影响，是最可靠的套利途径。空仓母基是套利人的真爱，千万别辜负了只收钱不干活的优秀基金经理。如果不是空仓，那么仓位的高低将决定套利空间的可靠性。例如一个半仓基金，如果有 5%的套利空间，就基本上不用担心了，大不了次日指数跌停板，也不会亏损。而一个两成仓位的基金，显然安全性高于一个满仓基金。这个仓位，在哪里查呢？

71）集思录点击任意 A 基金代码，弹出页面，有“仓位估值”项目，如图

日期	母基代码	母基净值	指数涨幅	母基涨幅	仓位估值
2015-07-16	160626	0.7470	1.57%	1.63%	103.82%
2015-07-15	160626	0.7350	-5.23%	-5.28%	100.96%
2015-07-14	160626	0.7760	3.26%	3.05%	93.56%
2015-07-13	160626	0.7530	6.45%	6.36%	98.60%

或者诺亚方舟软件--特色数据--B 类份额--仓位估算

注意，这两处都是用的估算。因为基金的仓位只有在年报季报发布时，才会公开，平时并不实时公布。好在由于基金挂钩的指数波动和净值波动，是每天都可以得到的数据，由这两个数据，可以大致推算出基金的仓位。比如集思录截图中 160626 的 7 月 13 日母基涨幅 6.36%，而挂钩指数涨幅为 6.45%，由此得出仓位约 6.36/6.45=98.6%。但这种估算，也有缺陷。还是这张图，7 月 16 日，估算仓位 103%。实际上可能是基金经理日内有高抛低吸动作，造成净值增长超过指数增长情况（指数基金不会融资的）。这个仓位可以作为决策参考，但要留有一定的余量，毕竟在极端设想下，基金经理可能会在半日内从空仓变满仓的；

72）套利空间+仓位估算+次日指数最大跌幅 10%，三个数据综合看，某折价套利是否值得做，能投入多大资金做，基本上是小学算术了，演算两遍就手熟了。尤其是，如果放弃追求每次必赢的心态，转而考虑多次平均赢，那么次日的波动，从长期统计看，是随机的，涨跌可以对冲忽略；

73）如果上述方法因故无法使用，而自己又非常希望进行本次套利，还可以考虑对冲。对冲，比较常见的有融券对冲、指数期货对冲、A 类对冲。前面说了，套利唯一的担心，就是次日母基金下跌，造成计划中的套利空间（例如 5%）消失。那么，逻辑上说，我们如果可以找到一个通过该母基金对应指数下跌获利的东西，就可以帮助克服掉套利障碍；

74）可选的目标有：相同或相似指数 etf 融券卖出、相同或相似指数的期货空单、以及超比例的相同

A 基（一般母基下跌，由此带来下折预期增加，会导致 A 基金的价格上扬）等。这些属于相对复杂的套利了，无论品种和数量，均需要仔细斟酌，老唐在这儿也只提醒思路，不建议实践。熟悉以后再摸索吧！

75）溢价套利，同样如此，只不过途径反过来。在市场 AB 价格合计超过母基金净值一定比例（例如 8%），投资者可以通过申购母基金，次日分拆，第三日抛出的方法，来获取这个溢价差异。这个过程，也是要承担至少一日的 AB 价格变动。当然，投资者还可以掺杂其他想法，将分拆得来的 A 或者 B 仅仅单独出售其一，而保留另一个品种；

76）溢价套利，不可控因素要更多一些。比如申购次日市场 AB 价格的变动，分拆次日 AB 的流动性因素。一旦出现这种套利机会，套利客常常是不惜价格直接跌停板委托，以保障最快优先成交。而当大家都这么干时，市场买家的承接能力不一定恰好对应出现，就容易出现流动性危机，导致套利者互相踩踏，跌停板上卖不出去，从而使套利失败。相对而言，溢价套利需要更加思虑周全；

77）综上所述：长持高折价 A，配以轮动策略，间或搏取下折收益，是老唐比较推崇的低风险投资模式，很难造成亏损。而套利，则是对分级基金特性的极致利用，有待大家继续深度挖掘学习。

各位阅读本文后，如果有不能理解的地方，请在 7 月 31 日以前，汇总问题，发一封 email 到 morefj@126.com 提问。老唐会汇总问题，统一回复答疑。请注意，1）这个邮箱是本篇文章的临时邮箱，有效期截止 7 月 31 日，其后失效；2）问题多少不论，但必须汇总于一封 email 里，发送多封 email 或者发送于本文无关主题的，会被设置拒收。谢谢。

（全文完）祝各位球友中秋快乐！

第193篇.　　手把手教你玩转债套利

唐朝　　来自雪球　　修改于 2014-12-25　20:33

老唐早上开电脑，正好看见民生可转债负溢价 1.8%，顺手搞了一把套利。看评论，挺多朋友不会玩可转债。发挥一下老唐简单粗暴通俗易懂的特点，以民生转债为例给新朋友聊聊这个过程吧：

1）民生转股价是 8.18 元，意味着一手转债等于 100/8.18=12.225 股民生银行股票。无论此时转债价格是 130 还是 95，也无论此时民生银行股价是 12 还是 9 元，都不改变这个比例。

2）如果出现负溢价（或者叫折价）如下图的“溢价率”，对于持有民生股票的朋友，就意味着白捡钱的机会来了（下图就是雪球个股行情，溢价率帮你算好了）

3）怎么捡呢？第一步，卖出股票 600016；第二步，买入转债 110023；第三步，进入交易软件的“转股回售，选择可转债转股，输入代码 190023，数量全部，确认”；第四步，14:50 看看行情，如果溢价率

由负转正。进交易系统卖掉全部的 110023，买回 600016。如果还是负溢价，不管它。（备注，第三步的实施，不影响第四步行动。转股指令系统收盘后才执行，一旦你卖掉了转债，系统会骂一句“你这个骗子”，然后就下班了）

4）捡钱结束，就这样。

5）嘱咐一句，这是民生银行股东玩的事儿，是假设本来就准备继续持有民生银行股票的前提下，捡钱。如果不准备持有民生银行，买进转债，完全可能遇到转债和股票一起跌的情况，造成损失。

6）不准备持有正股的，手脚又比较麻利，同时开了融资账户，且能融到民生券的话。也可以融券卖出民生银行，同时买入民生可转债。然后转股还券，无风险套利。

~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~

下午又写个帖子回复一个朋友问溢价率怎么算出来的，链接加这儿了

http://xueqiu.com/8290096439/34499279

手把手教你玩转债套利（续）

有朋友问雪球上可转债的溢价率是怎么来的，老唐解释如下：

1）民生股票市价 X100/8.18，就是转债「该有」的价格；

2）如果转债实际价格低于这个该有的价格，就是负溢价，反之就是溢价；

3）溢价率，就用「转债市价/该有的价格-1」；

4）用下面这张截图时刻为例，10.74*100/8.18=131.2958，这是转债「该有」的正确价格，此时由于市场交易行为导致转债实际价格为 130.4，因此，溢价率=130.4/131.2958-1=-0.68%；

5）只要出现超过 0.3%的负溢价，理论上就有套利空间，可以参照前一个贴的方法操作

http://xueqiu.com/8290096439/34479289　　但考虑到交易税费以及动手的几十秒里的价格变化，一般建议负溢价在 1%以上动手比较合适。

第194篇.　　手把手教你转债套利（完整版）

唐朝　　来自雪球　　修改于 2014-12-26　17:14

昨天，老唐分享了两篇如何利用可转债负溢价白捡钱的短文，一时间引来大批询问，时间和精力原因，无法一一作答，索性今天汇总一篇完整的，从最基础的知识说起，将朋友们问到的问题，都放在这个帖子里，一起答了。看懂昨天两个捡钱贴的，这篇不用看了。

先说套利的原理
~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~

1）可转债，是一种附加了转股权利的债券。仍然以民生可转债为例，目前转股价格为 8.18 元。这代表着持有一张民生可转债，可以选择在任意时候，向民生银行股份公司换 100/8.18=12.2249 股民生银行股票；

2）上条换股权利，不因可转债价格波动改变，也不因民生银行股票价格波动改变。除非经过民生银行股东大会审议通过下调转股价。合约规定，下调的条件是：民生银行股票连续 30 个交易日内，有 15 个交易日的收盘价低于转股价的 80%。也就是说，只有在连续 30 个交易日内，有 15 个交易日收盘价低于 6.55 元，才有可能启动转股价下调议案，改变上条谈到的兑换股数。

3）注意：上一条说的“有可能启动转股价下调”并不代表一定能下调。2014 年 2 月 27 日，雪球很多民生银行股东（包括老唐）都曾对下调议案投过否决票，并最终成功否决了下调议案。这个与套利无关，各位知道即可；

4）先记住「一张转债=100/8.18 股民生银行」这个概念，很重要，等下会用到。转债的报价，以一张为单位，一手是 10 张，最低买卖一手。参照股票理解的话，就是说买卖以 10 股为单位，以当前价格 130 左右计算，最低参与起点是一千三百多元。券商佣金手续费和你买卖股票一样，不收印花税。

5）因为「一张转债=100/8.18 股民生银行股票」，因此，很显然，他们俩之间的价格有个准确的关系，就是「转债该有的价格=民生银行股票价格 x100/8.18」。

6）然而，由于市场里有各种各样的投资者，分别交易着可转债和股票，两者之间可能出现价格不同步的现象。一般而言，熊市里，保守的投资者偏爱可转债，而股价通常跌的厉害，因此，一般可转债的市场价格，会高过「该有的价格」，体现为溢价；而牛市里，由于可转债的认知度比较低（连雪球这么个聪明投资者聚集的地方，都有很多人不知），因而，常常出现，可转债市场价格低于「该有的价格」，此时为折价或者叫负溢价；

7）由于债可以换成股票，而股票不允许换成债券，因此只有在可转债价格低于「该有的价格」时，即出现折价（溢价率为负）的时候，才会产生套利机会。

8）上面的原理听懂了没？如果还没有听懂，老唐再举个简化例子，假设协议规定一张转债可以换 10 股某股票，但是由于大爷大妈们熟悉股票而不熟悉可转债，因此此时，股票被更多人买，股价是 13 元。转债很少人买价格是 120，于是你将手头持有的或者借来的 100 股股票按照 13 元卖出，得到 1300 元。买入 10 张转债付出 1200 元，装兜里 100 元（实际略少，要扣交易费用），然后拿着 10 张转债，向公司申请换 100 股股票，或继续持有不变或换给券商。套利完成。

接下来说套利的操作步骤：

9）雪球里点击民生转债（SH：110023）的页面，就有溢价率实时计算。或者点击集思录的转债行情 http://www.jisilu.cn/data/cbnew/#tlink_3 也有实时的所有转债的溢价率数据。顺带，有很多朋友问某某转债的代码，某某转债的转股价等等，老唐哪儿记得到那么多啊，集思录这个链接里都有，自己看；

10）所谓溢价率，就等于（转债市价/该有的价格-1）x100%。以下面这张雪球行情截图时刻为例，10.74*100/8.18=131.2958，这是转债「该有的价格」，此时由于市场交易行为导致转债实际价格为 130.4，因此，溢价率=（130.4/131.2958-1）x100%=-0.68%；

11）前面说过了，只有这个溢价率为负的时候，才代表着捡钱的机会。一般来说，因为股票买卖会产生约 0.1%的印花税，以及 0.02%~0.1%不等的佣金，同时转债的买入也可能产生 0.02%~0.1%的佣金，所以，理论上来说，至少要负溢价率至少要大过-0.3%以上，才有价值。但考虑到买入卖出的几十秒内可能出现的成交价格变动，老唐一般建议负溢价超过-1%时，才有动手价值。当然，熟练工除外。至于佣金还是 0.3%的，算了吧，　还是先去搞个优惠佣金率再考虑玩；

12）现在，我们假设你看见了溢价率超过-1%了，银子已经白花花的闪了，怎么捡回来呢？

13）第一步：有民生银行股票的，卖出民生银行股票；没有民生银行股票的，看看融券账户里能不能借到券，如果可以，借来卖出它；如果自己没有股票，也融不到券，那就洗洗睡了，那堆银子跟你无关；有人问，没有股票的，为什么不能买进折价转债，再转股来卖高价呢？原因是，你买的转债转股要等第二天才可以卖出股票。因此，你要承担今天买入转债后，到明天开盘价之间的价格波动。万一跌了呢？这就不是捡钱了；

14）第二步：立刻（立刻的意思是不管股价是多少，有多快搞多快）拿刚刚卖股票的钱，全部买入 110023 民生可转债；

15）此时，银子已经在你兜里了，接下来可以慢悠悠的处理了。注意，此后股票也好，转债也好，价格仍然会涨会跌，但这个跟套利行为无关。如果你本来就持有民生银行股票，你不操作这个套利，你依然承担着股票涨跌的风险和收益。如果你是借来的股票，那更和你无关了。你只需要负责将同等数量的股票还给券商，并同时付清利息即可，至于股价，跌停板你也是还那么多数量，涨停板，你还是还那么多数量；

16）如果可转债价格下跌了呢？不是亏了？没亏。回看我们前面说的「一张转债=100/8.18 股民生银行股票」，所以你现在其实持有的是民生银行股票，股票的涨跌风险参见上一条。

17）问题来了，既然转债也是股票，为什么我要折腾呢？因为溢价率-1%产生的时候，意味着「一张转债=100/8.18 股民生银行股票」公式的左边是 99，而公式的右边是 100，因而你持有同样数量的股票，你可以省下 1%的钱在兜里（举例就暂时忽略税费了），或者同样多的钱，你可以多拿 1%的股票。别小看了 1%哦，敲敲键盘，1000 万本金，就收进来 10 万块。即便是 10 万本金，也有 1000 块。什么，你只有一万本金，好吧，好歹也可以买两斤羊肉补补敲键盘花费的力气了；

18）收下了这 1%的银子以后，其实还有可能一鱼两吃，再赚一笔。就是等溢价率由负转正（今天老唐就完成了一鱼两吃，哈哈，很开心）。一鱼两吃烹调技法如下；

19）加保险绳。进入券商交易系统——委托——在转债代码栏里输入 190023——转股价格一般是自动填好的 100 元——填入你买回来的可转债全部数量——确认。这一条里，有几点被问的比较多，下面分条叙述；

20）各个券商系统，可能会略有差异。老唐说的这个是国信的，其他券商的债转股安排在哪儿，问自己的券商，别问老唐；转债代码 190023，是规定的。一般买的转债如果是 1100XX，这里就是 1900XX。玩

民生转债以外的转债，代码可以上前面发的集思录那个链接看，点开你要的转债，里面有转股代码；

21）这个保险绳，是命令当日收盘后，系统自动拿你的转债去民生银行换成股票，兑换比例就是前面说的「转债张数 x100/8.18」，不足 1 股的，退现金给你。只要够一股的，都会给你。至于明天拿到股票，你是还给券商，还是立刻卖掉或者是继续持有，随你了。但记住，其后持有的价格变动带来的收益或亏损，与本次套利无关，那是你的另一个决定；

22）完了吗？没有，这条鱼还可以再吃一嘴。你可以全天盯着转债的价格，如果其溢价率转为正了（最好在+0.3%以上，原因参见第 9 条，具体之上多少，自己感觉了，反正就是多捡少捡的事儿）你还可以卖掉转债（转债是 T+0 的），然后立刻买回股票。买回股票后的持有、卖掉还是还给券商，和上条一样，不是套利范畴的事儿，自己决定；

23）千万注意，如果溢价率不高于+0.3%，就别动了，动了反而把刚刚套的利吐出去部分。这里的原理，和第 15 条说的一样，只不过反过来而已。老唐就不解释了，自己看。实在不懂呢，背下来照做即可；

24）如果你执行了第 22 条的行动，那么第 19 步的保险绳自动就废掉了，对你毫无影响。

最后说说注意事项

25）要注意，民生 2015 年 1 月 9 日要派发 14 年中期红利，12 月 29 日还可以转股。12 月 30 日就不能转股了；目前转股价为8.18元，12月30日以后的转股价应该会变成8.18-0.075=8.11（本来可能是8.105，但估计会进位成 8.11）。届时，一张转债能换的股票数量就是 100/8.11=12.33 股了，到时候的转债应该有的价格，同样会变成「民生银行股价 x100/8.11」；

26）特别叮咛一句，操作转债要选正股和转债成交都比较活跃的，如果成交不活跃，一时成交不了或者买一卖一盘价差挺大，那套利可能变成陷阱。民生不存在这个问题，但其他的转债成交活跃情况，要自己看，老唐也不熟；

27）很多转债有强制回售规则，就是说达到股票价格达到某个价位了，如果你不转股或者不卖出转债，公司就会用一个很低的价格强制收回你持有的转债。这是为了逼迫转债持有人转股的规则，如果你忽视了，既没有转股，也没有卖出，就可能遭受损失，这个需要各位玩转债的朋友自己注意强制回售规则；

28）例如民生银行，强制回售规则是：民生银行股票价格连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）。也就是说如果连续 30 个交易日内，有 15 天收盘价≥10.63 元（8.18x130%,），公司就有权以一百零几元的价格收购你的可转债，你不许抵抗。民生银行的股价升破 10.63 是从昨天（12 月 25 日）开始的，考虑到马上除息了，实际上 10.63 元标杆会变成 10.54（8.11x130%），玩这个的话，自己注意一下这两个数字；

29）手把手教你可转债套利，白捡钱的硬知识传授完毕，欢迎各位购买雪碧来表达谢意。这个老唐会收的理直气壮，任何学到的人，哪怕运用一次，也会挣回来几千几万乃至几十万几百万雪碧，所以老唐大小通吃，绝不抗拒，顺带表达对雪球官方的支持和敬意。当然，您若懒得打赏，老唐也已经免费分享了，您就偷着乐吧；

30）也欢迎各位购买老唐的《手把手教你读财报》一书。请注意，不是要你来支持老唐，而是老唐自认这本书真材实料，或多或少可以帮到投资者，无论是资深的还是新韭菜。是不是吹牛，各位读过以后，自己下判断，购书链接　http://product.dangdang.com/23625042.html

~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~

后记：这篇文章，居然还有人说复杂。当然估计是说原理复杂，不过捡钱真心不复杂。

重发一遍昨天介绍过的捡钱四大规定姿势（各个转债都是这姿势，仅仅是代码不同）：

1）看见溢价率-1%以上了，卖出股票 600016；

2）立刻（有多快搞多快）拿卖票的钱，买入转债 110023；

3）慢悠悠的进入券商交易软件的“转股回售——输入代码 190023——数量全部——确认”。套利结束，你的额外的 1%左右到手了。

4）另外一包银子：如果到收盘前溢价率变成+0.3%以上（上多少，自己决定，等的久可能捡更多，也可能这包银子就被别人捡走了）。进交易系统，卖掉全部的 110023，立刻买回 600016。另一包银子收到。

第195篇.　　两投搬砖的那些事儿

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-06-03　10:53

老唐对两投的大致估值：

国投是雅砻江 52%+80 亿估值火电

（火电部分其实跟上海电力差不多，但市场激动了，给上电 600 亿估值[摊手]）

川投是雅砻江 48%+0

（大渡河部分抵雅砻江控股权折价，其它算母公司费用，估值为零）

保守估算，雅砻江 1500 亿左右合理值，

因而两者的合理偏差为 1500×（52%-48%）+80=140 亿

偏离这个数值一定范围，就是搬砖党出没的区域。

一定范围是多大，那是市场情绪的事儿，只能模糊乱猜。

老唐个人是 100~300 亿区间不动。出了这个区间，戴上手套开工。

纯属个人简陋看法，仅供参考。

至于一致行动，老唐的态度是不主动不拒绝不负责。

至于雪碧，多多益善，来者不拒……啦啦啦~

第196篇.　　关于分红扣税政策的科普

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-06-03　10:53

这些日子分红的公司比较多，很多朋友问分红扣税的政策，统一回复一下：

1）分红的时候，通通不扣税；

2）等你卖出股票时，算你的持有时间（自你买进之日算到你卖出之日的前一天，下同）超过一年的免税。去年 9 月之前的政策是满一年的收 5%。现在执行的是去年 9 月份的新优惠政策：满一年的免税；

3）等你卖出股票时，你的持有时间在 1 月以内（含 1 个月）的，补交红利的 20%税款，券商直接扣；
~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~

4）等你卖出股票时，你的持有时间在 1 月至 1 年间（含 1 年）的，补交红利的 10%税款，券商直接扣；

5）分次买入的股票，一律按照先进先出原则一一对应计算持股时间；

6）信用账户，我没玩过，不知道咋扣的，应该是一样的；

7）当日有买进卖出的（即所谓做 T），收盘后系统计算你当日净额，净额为买入，则记录为今日新买入。净额为卖出，则按照先进先出原则，算成你卖出了你最早买入的对应数量持股，并考虑是否扣税和税率问题。

相关有效文件：

1.财税 2015-101 号文

http://szs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201509/t20150907_1452683.html

2.财税 2012-85 号文

http://www.tax.sh.gov.cn/pub/xxgk/zcfg/grsds/201212/t20121231_401631.html

第197篇.　　第三部分：投资理念

1）漫谈现金流折现法　http://xueqiu.com/8290096439/28126934

2）赢在投机的起跑线上　http://xueqiu.com/8290096439/29929401

3）破产的教训　http://xueqiu.com/8290096439/29781337

4）自由现金流折现法的意义　http://xueqiu.com/8290096439/39840931

5）老唐唯一接受的一次雪球访谈　http://xueqiu.com/1287305957/35293234

6）痛苦的记忆　http://xueqiu.com/8290096439/35053248

7）老唐的技术分析观　http://xueqiu.com/8290096439/37363153

8）股票的本质　http://xueqiu.com/8290096439/50995133

9）来，一起做梦！（梨花诗）http://xueqiu.com/8290096439/39338441

10）为何价值投资难成主流　https://xueqiu.com/8290096439/57438750

11）牛熊市的伪概念　http://xueqiu.com/8290096439/57795183

12）流动性优势与流动性诅咒　http://xueqiu.com/8290096439/57999920

13）价值与趋势的辩论集　http://xueqiu.com/8290096439/58689924

14）巴迷是否可以无脑跟巴菲特？http://xueqiu.com/8290096439/59814759

15）不能信宏观分析　http://xueqiu.com/8290096439/60295116

16）用宏观分析股市，属于虾扯蛋　http://xueqiu.com/8290096439/59787126

17）长跑与投资　http://xueqiu.com/8290096439/60735055

18）低估时是否需要保留部分现金　http://xueqiu.com/8290096439/46073944

19）巴菲特谈长期资本（节选）http://xueqiu.com/8290096439/53582682

20）内在价值是唯一的　http://xueqiu.com/8290096439/66249999

21）价值回归是如何实现的？http://xueqiu.com/8290096439/66880080

22）巴菲特投资思想核心要点　https://xueqiu.com/8290096439/68144858

23）秒懂估值　https://xueqiu.com/8290096439/75547333

24）估值的误区　https://xueqiu.com/8290096439/75749285

25）格老门与巴神堂之争　https://xueqiu.com/8290096439/76490817

第198篇.　　漫谈现金流折现法——再读《安全边际》有感

唐朝　　来自雪球　　修改于 2014-03-13　19:10

唐朝/文　本文发表于 3 月 7 日出版的《证券市场周刊》

股神巴菲特年复一年的告诉全世界投资者：「投资没那么复杂。你只需要学习两门课程就可以了，一门是如何评估企业价值，一门是如何看待股市波动」。著名价值投资人赛思.卡拉曼在其经典著作《安全边际》当中也谈到：「投资没有什么神秘的。简而言之就是先确定某个证券的内在价值，然后以这个价值的适当折扣买进。事情就是那么简单。」

如何才能知道一家企业的价值呢？塞斯.卡拉曼说：「虽然存在许多用于企业价值评估的方法，但我发现只有三种方法是有用的。一是对连续经营价值的分析，也就是现金流折现法。通过计算一家企业未来可能产生的全部现金流折现值来计算企业价值。第二种是分析一家企业的清算价值。第三种是股市价值法，通过预测一家企业或其子公司分拆后，会在股市上以怎样的价格进行交易，来评估企业价值。这种方法的可靠性不及前两种方法，它只会偶尔成为有用的价值准绳。」

抛开赛思.卡拉曼认为不太可靠的第三种方法，剩余的两种企业价值评估方法，分化出了价值投资的两大流派：一种更传统，更注重企业清算价值。他们寻找那些售价在重置成本以下的机会；另一种更注重现金流，他们寻找售价低于企业未来现金流折现值的机会。

早期的巴菲特，是格雷厄姆的信徒，更偏重于企业的清算价值。后期的巴菲特，受菲利普.费雪(代表作《怎样选择成长股》）和查理.芒格的影响，逐渐转向了现金流折现法，完成了他自己所称的从猿到人的进化。

自由现金流如何测算？

运用现金流折现法，首先要了解两个概念：自由现金流、折现。

自由现金流，是从企业通过经营活动获取的现金里，减去为了维持生意运转必须进行的资本投入，余下的那部分现金。

折现的概念不难。如果确认年收益 10%，那么一年后的 110 万和今天的 100 万等价。换句话说，一年后的 110 万，按照 10%的折现率折算，其现值为 100 万。理论上，可以将企业未来每年的自由现金流，按照某折现率（无风险收益率+风险补偿）逐笔折现。所有年份现金流的折现值加总，便是该企业的价值。

实际运用中，通常会逐笔计算出一段时间的自由现金流，然后对其后的部分，估算一个永续价值。将这段时间的现金流和其后的永续价值，逐笔折现、加总，得出企业的价值。例如，某企业今年底可产生自由现金流 10 亿，预计五年内自由现金流的年增长 15%。五年后，自由现金流能保持 3%的年增长。若按照 10%的折现值估算，企业前五年现金流折现值加总，等于 49.8 亿（9.1+9.5+9.9+10.4+10.9）。第 6 年，自

由现金流 18.01 亿，其永续价值为 257.3 亿（18.01/（10%-3%））。将 257.3 亿折现，现值约为 145.2 亿。由此，测算的企业内在价值约为 195 亿。知道了价值，投资者才能决定如何出价。

敲敲计算器，便知道企业价值，而后依此投资获利，有这么简单吗？当然没有。首先，预测未来无限期的自由现金流，是不可能完成的任务。其次，折现率的微小变动，会使结果呈现巨大差异。尝试将本例的折现率，小幅调整至 8%或 12%，或将永续增长率 3%调整为 0%或 5%，会看到计算结果发生了多么令人惊讶的变化。

既然不能依赖其对企业价值进行计算，这套方法还有什么用呢？有用，非常有用。甚至毫不夸张地说，现金流折现法就是「股神秘笈」。它是一套完整的投资体系。它告诉我们应该选择什么样的股票，应该规避什么样的股票，在什么区间进行买入，在什么区间进行卖出。

首先，它叫做永续现金流折现。因此，目标企业必须是可能永远存在的，至少在你的人生跨度内，它可能是始终存在的，没有被竞争对手或新科技所取代或毁灭。否则，依据现金流折现公式看，永续价值将非常低。除非其市值低于破产清算值，否则，它不是现金流折现法的能力范围。从这个角度，便很容易理解，为何许多成功投资人都会规避初创企业和高科技企业（这些企业适用概率估值法、相对估值法或股市价值法），甚至有人宣称「只投资和嘴有关的企业」。

其次，目标企业必须能通过出售商品或服务，年复一年的获取大量现金。这些现金的大部或全部，可以分给股东或进行有利可图的新投资，无需用以维持现有生意的运转。在现金流折现法里，只有持续产生自由现金流的企业，折现值才为正数，其价值才能进行评估，投资回报才无需依赖下一个出高价傻蛋的出现。

再次，企业是否具备永续增长的可能，对估值的影响很大。企业是否可以通过提升毛利率或增加销售量，使自由现金流保持增长态势，将大幅影响企业价值。回到前面的例子，其他条件不变，如果自由现金流的永续增长从 3%变为 0%，计算结果将缩水约 1/4。

接着，现金流折现法，提示了买入区间。同样用前面的例子，意图获得 10%的收益，投资者可以在市场报价低于 198 亿时考虑买入。若意图获得 30%收益，企业价值将低于 45 亿，投资者就必须等到市场报价低于 45 亿时，才能考虑买入。显然，既定买价越低，错过机会的概率也就越大。

然后，一家可能永续存在，每年产生可观的自由现金流，且能保持增长的企业，是否就可以根据其现金流折现值，进行投入呢？答案仍然是 no。如果企业价值 1000 万，出价 1000 万买下，意味着用 1 元买 1 元，毫无意义。回看《安全边际》导言中所说的：「价值投资没有什么神秘的。简而言之就是先确定某个证券内在价值，然后以这个价值的适当折扣买进。事情就是那么简单。」适当折扣，就是安全边际思想。无论对企业做多么详细的了解，无论估值多么保守，投资者仍然可能犯错。此时，预留的安全边际，就可以使投资者在预计正确时获取暴利，在预计错误时损失不大。

最后，如果市场对投资者手持股权的出价，高到将其变现后存入银行的利息（存款的自由现金流）折现值，已经高于最乐观估算的该企业自由现金流折现值，这便是考虑卖出的时机了。《安全边际》说：「只有当价格变得有吸引力时才买进，而情况相反时就卖出」。

老窖是活生生的案例

此处以泸州老窖这只当前市场弃儿为例，轮廓性演示一下现金流折现法的运用。首先，泸州老窖从大

明万历皇帝登基的1573年开始酿造。四百多年，无论繁荣还是萧条，战争还是和平，盛世或是乱世，都没有妨碍老窖的悠悠酒香，由此，可以大概率的认定，泸州老窖未来依然会存在。

其次，泸州老窖每年都可以通过出售商品，获取大量现金。且，其生产设备（酒窖）无需投入大量现金维护。数据显示，过去十年，泸州老窖累计经营现金流，大于累计净利润。而累计资本投入额占净利润总额不足13%，占销售收入总额不足5%。截止目前，尚未发现出售商品获取现金的能力，及低资本投入的特点，有任何改变的迹象。

再次，公司预计2013年净利润34.4亿，同比下降21.55%。如果以此为基础，毛估估未来两年净利润继续同比下降20%，其后触底保持5%的永续增长。即2014年净利润27.5亿，2015年净利润22亿，其后年利润增幅为5%。对于泸州老窖，可以粗略的将净利润等同于经营现金流，将资本支出估算为净利润的15%。那么，我们将得到2013~2016年的自由现金流约为29.2亿，23.4亿，18.7亿,19.6亿。

最后，假设采用10%的折现率，2013~2015年的自由现金流折现值总和为66亿（29.2+21.3+15.4）。其永续价值为392亿（19.6/（10%-5%））。2016年的392亿折现值为295亿。因此，在上述假设条件下，其内在价值约为361亿（295+66）。

以上计算，仅仅用于演示现金流折现法的运用，非投资建议。

坚持理念不容易

估值追求的是大概的对。巴菲特叫它作「模糊的正确胜过精确的错误」，精彩。可惜常被一些投资者，用于掩盖对企业基本面研究的懒惰。既然是大概的对，其数值究竟有多么接近正确答案，取决于投资者对企业生意模式的认识度，取决于各项假设是否符合实际。当投资者通过大量研究，确信假设不算过分乐观时，市场在361亿基础上给予的折扣，便是送给投资者的财富。

这就是现金流折现法的投资体系，这就是足本的股神秘笈。

投资，知易行难或知难行更难。这里聚集着全世界最聪明的人群，都想在最短时间内，用最少的金钱获取最大的利润。竞争当然残酷，甚至残酷过世上绝大多数生意。真的明白一家企业的现金流折现值，已属不易，更难的是如何保持耐心和纪律。让我们再次回味塞斯.卡拉曼在书中所说「最大的挑战来自于始终保持不可缺少的耐心和纪律，只有当价格变得有吸引力时才买进，而情况相反时就卖出，坚决避免卷入那种吞噬市场人士的追逐短期业绩的狂热之中。」

坚守现金流折现的理念，仅仅投资你能估算的企业，忘掉依赖未来价格的变动的投机游戏，无疑会使我们错过无数鸡犬升天的牛股，却也能使自己免于成为最后一个出高价的傻蛋。巴菲特在最新的致股东信中这样告诫我们说：「聚焦于拟投资资产的未来生产力。没有必要成为全能者，理解自己的所作所为就可以了」。

————————————————————————————

备注：感谢周刊编辑@棒棒糖　对本文做的修改和编辑。

第199篇.　　赢在投机的起跑线上

唐朝　　来自雪球　　修改于2014-06-29　11:13

（本文刊发于 6.27 日的《证券市场周刊》）

本刊特约作者　　唐朝/文

A 股投资者多喜欢标榜自己为价值投资，对投机则敬而远之。其实，投机又有何不可？

何谓投机？

被誉为价值投资鼻祖的本杰明.格雷厄姆，曾经这么定义投资与投机：“投资是指根据详尽的分析，本金安全和满意回报有保证的操作。不符合这一标准的操作就是投机。”这个定义相当模糊。无论是“详尽的分析”、“本金安全”，还是“满意回报有保证”，在事前都无法以客观的、统一的标准进行确认。在投入金钱买入某资产时，很少有人会承认自己没有经过分析、本金危险且不会有满意回报。因而，使用格雷厄姆的定义，很难在买入前，确认某交易究竟是投资还是投机。

投资和投机，关注对象大不同，决策系统也大不同。只有清楚的知道究竟在做什么，才可能将注意力放在正确的关注对象上，杜绝为自己贴上自欺欺人的标签。为此，寻找一个清晰准确、逻辑一贯的原则，区分投资和投机，非常有必要。

以回报来源界定投资与投机

笔者这样定义投资与投机：**投资，是回报的获取主要依赖资产自身产生的现金流，无需依赖新买家的出价；投机，刚好相反，是回报的获取主要依赖新买家的出价。或者更简单的说：买股是投资，买票是投机。**采用这个定义，可以在交易发生时，明白自己究竟是意图投资还是投机，从而圈定需要关注什么，来确保满意回报的获得。

何谓买股，何谓买票？让我们抛开教科书枯燥的解释，穿越回大航海时代吧。那是属于冒险家的时代，一艘船从欧洲大陆出发，无论经大西洋到美洲，还是绕印度洋到亚洲，带给沿途各国人民从未见过的稀罕玩意儿，当然，不便宜。顺带收走当地土产，当然，不会贵。此地之土产即是异地之稀罕，一趟船跑回来，常常是数百倍的利润。然而，风大浪大、海盗出没，十艘船总有那么两三艘或沉没或被劫。怎么办？

对利润的追求，常使人类想出精妙的解决办法。十艘船的船主，放弃每人拥有一艘船，改为每人占十艘船总收益的 1/10。10*1/10=1，简单的等式，带来完全不同的获利模式。哪怕十条船只回来 5 条，只要每条回来的船，能获利百倍，每位船主都能够获得 50 倍的收益。一边是确定赚 50 倍，一边是或赚百倍或血本无归，精明的商人，当然知道怎么选。于是，股的概念诞生了。至于为了鼓励监督船长和水手，而诞生的股权激励及监事会制度，此处略过。

船，就是企业。股，就是船的一部分。持股人享受船的收益，并以出资为上限，承担沉船风险。

船主们找到了规避风险的办法，夜夜安枕却赚得盆满钵溢，自然惹得旁人羡慕。一群或陌生或相互认识的人，写个合约凑钱买船、雇水手，新企业就建立了。

船出海了，那可要些日子才回得来。那时候，没手机没电报。出海后，是彻底的杳无音信。这期间，若有持股人急等用钱，只好找个见证人，将出资协议附上转让合同，出让于有意购买者。成交之后，这条船或带着百倍回报返航，或沉入大海，该占的份额，该冒的风险，都由买家一力承担了，与原出资人再无干系。票，也诞生了。

逐渐的，建立在股和票上，也有了两种不同的获利模式。一种是以返航回报为主要获利来源的股模式，

另一种追求买与卖之间差价的票模式。

巴菲特说，企业的内在价值就是其生命周期内产生的自由现金流的折现值。这就是以返航回报为主要获利的模式，回报的产生不依赖新买家的出价。正因为回报不依赖他人，所以巴菲特才敢放言即使股市从明天起关闭，其投资决策仍然不受影响。关于现金流折现获取回报的思路，笔者曾在《漫谈现金流折现法》（http://xueqiu.com/8290096439/28126934）一文中，进行过阐述。

而格雷厄姆一生进行的大部分交易，以及他所宣扬的主要选股规则，是买入市值低于净流动资产值 2/3 的企业，待股价超过净资产以上某比例后卖出获利。可见，格雷厄姆的回报，主要是依赖于新买家的出现，属于票模式。

1955 年，格雷厄姆作为证券市场著名专家，在美国国会一个证券市场委员会的调查询证中，被问道："当你发现了某个特殊的情形，并且您仅凭臆想判断你可以用 10 美元买下，而它是价值 30 美元的，于是你买进一些。但只有当许许多多其他的人，认为它确实价值 30 美元的时候，您才能实现您的利润。这个其他人认为它价值 30 美元的过程，是如何产生的——是做宣传呢？还是什么别的？是什么原因促使一种廉价的股票发现自己的价值呢？" 格雷厄姆回答道："这正是我们行业的一个神秘之处。对我和对其他任何人而言，它一样神奇。但是我们从经验上知道最终市场会达到它的价值。"这个回答清楚的表明，对于价格终将回归价值的规律性原因，当时的格雷厄姆并不明白。

以现在的眼光看，市场价格终将回归价值，是因为资本的逐利性。伴随着时间的推移，浓罩着高回报资产的未知因素，逐渐明朗。资本的逐利性，决定了高回报资产必将吸引资金进入，从而拉升该资产的市价，直至其回报率回落至社会资本平均回报率水平。价格就这样回归了价值。

赢在投机的起跑线上

投资的回报，主要依赖资产自身的现金流。投资者可以不关注资产交易市场的报价，却需要时刻关注企业的经营情况。包括但不限于企业自身的决策变化，所在行业的景气度变化，竞争对手的行为变化等等。**投机，关注资产的价格变动。关注新买家何时出现，因何而出现，主导新买家出价的因素是什么。**

投机与投资既没有水平高下之分，也没有道德高下之分。所不同的，仅仅是回报来源不同、关注因素不同而已。即便是意图从企业现金流获取回报的投资者，也免不了会受买家过高出价的诱惑，卖出而成为投机者。至于意图从股价变动中获利的市场参与者，则完全可以堂堂正正承认：我，是一名投机者！

那么，资产价格究竟是如何变动的，背后有没有可以掌握的规律呢？

以股票市场为例，**股价（P）永远等于市盈率（P/E）乘以每股盈利(E)，这是数学，是永不会错的公式。**因而，只要寄希望从股价变化中获利，总也离不开预测企业盈利和市盈率——两者或两者之一的变化。如果对这两个指标全无概念，贸然入市交易，也许能有一时的好运，但长期看，关灯吃面的结局是免不了的。

企业盈利和市盈率，未来都有涨跌平三种可能，由此诞生了九种未来股价组合。能否从股票价格上获取差价，取决于今天在什么组合上买入，也取决于未来在什么组合上卖出。

企业盈利的变化趋势，需要学习和掌握的知识非常多。**任何行业，都需要数年的持续关注，才可能做出基本靠谱的判断。浸淫行业数十年的业内顶尖人士，错判形势导致企业兵败如山倒，也是残酷商业竞争中常见的事。**认识到这一点后，投机者应持保守态度看待企业未来盈利，将研究定位于排除盈利可能下滑

的企业，并忘却对企业盈利的乐观预期，使股价变化的决定因素，落在市盈率的变化上。

市盈率的变化，本质上是市场参与者情绪的变化。亿万市场参与者情绪起落之和，神鬼莫测。牛顿在股市投机巨亏后，曾经发出过著名的感叹：“我可以测算天体运动的规律，却无法测算人性的疯狂”。然而，虽然规律难测，但高风险雷区却不难发现。

市盈率，是回报率的倒数。20 倍市盈率，代表着回报率为 5%。同时，由于股票投资回报，无人担保，购买者需要在无风险利率的基础上，加一个风险补偿收益率，以弥补承担的风险。因而，即便乐观的假设风险补偿收益率为零，无风险的资金回报率，也已经天然的划出了市盈率的上限。也就是说，在忘却企业盈利增长的保守假设下，若无风险回报为 6%，能够接受的市盈率上限必须低于 17 倍。17 倍市盈率以上的区域，就是高风险雷区，是大概率亏损的区域。

“反过来想，总是反过来想……我只想知道我将来会死在什么地方，这样我就可以永远不去那里了。”这是被巴菲特誉为“西海岸哲学家”的查理.芒格经常谈到的投资真理。只要能避开哪些致命区域，成功自然就会到来。**无论面临的诱惑多么大，学会拒绝进入市盈率的高风险雷区，就赢在了投机的起跑线上。**

美国投资大师、戈坦资本创始人乔尔.格林布拉特先生，仅仅依靠低市盈率策略，加上一个投资回报率指标，在其 20 年的投资生涯里，获得了年均 40%的传奇收益。这些宝贵经验，被格林布拉特先生写成一本小书《The little book that beatsthe market》——中信出版社出版中译本名为《股市稳赚》，是一本薄薄的，定价仅 18 元的小书，相当值得一读。

后记：

1）本文发表时，标题用了《投机有何不可？》；

2）本文是比惨大赛后的“老唐 12 条”注水所得，其主要逻辑在 12 条里均已有阐述；

3）从上条可知，本文是一位“一朝被蛇咬，十年怕草绳”者的总结。对于擅长 50PE 买，150PE 卖的高手，本文分文不值，敬请忽略；

4） 文章最后一段，是为了以读书札记面目出现，随手从书架上扯了一本和本文主题相似的小书，而后加上去的。虽然生硬了点，但书真是值得一读的好书。作者用投资回报率和收益率组成一个简单的令人不敢相信的公式，取得了不可思议的回报率。

5）和戈坦的神奇公式类似的「低市盈率，配上高 Roe，再加上分散」，是老唐认为的有逻辑支撑的体系，是能在投机战场上长期生存的可靠法宝。

第200篇. 自由现金流折现法的意义

唐朝 来自雪球 修改于 2015-04-05 16:50

刚看见逍遥兄发文谈用未来现金流去估算企业没有意义（http://xueqiu.com/5830916352/39838778）

老唐本打算回复一下，但发现文字表述其实很啰嗦。

正好昨天球友@nicklau2015 给老唐推荐了一款制图软件 Edraw，

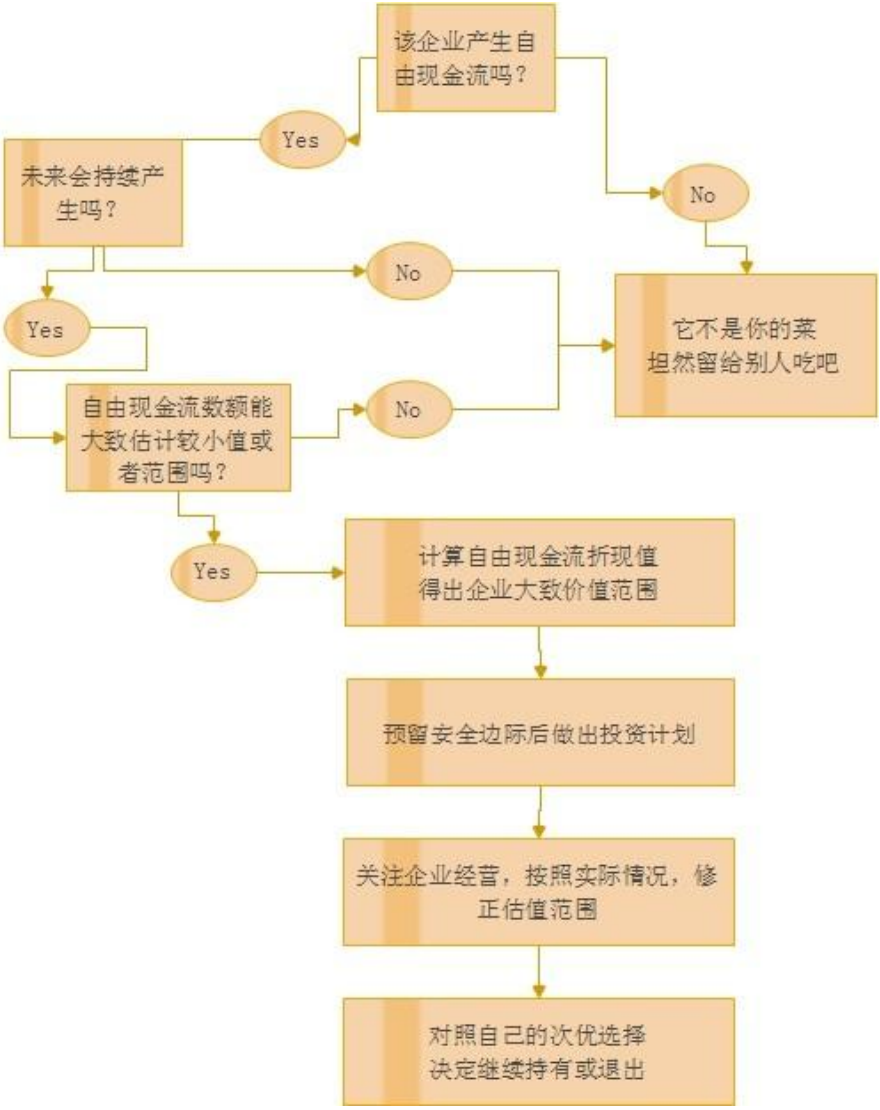
老唐尝试着用它来画了一份流程图，

表达老唐的“自由现金流折现是一种投资思路，而不是计算方法”的观点。

第一次用，有点张飞绣花的感觉，作的很简陋，请勿嘲笑。

必须承认，图表表达意思确实比文字简练。谢谢@nicklau2015

闲话不表，直接上图



接受自由现金流折现投资思路，就必须配套能力圈概念，

知道有些别人可以赚的钱，却“不属于你的啦~”

可能是击鼓传花游戏，你不够胆。

也可能是别人可以看到的未来现金流，你看不见。

你可以不断学习，拓展能力圈，

拓展对不同累心企业商业模式的理解和预判能力，

这都是正常的。

但——跨出能力圈下注，是注定要别人收割的——早晚而已。

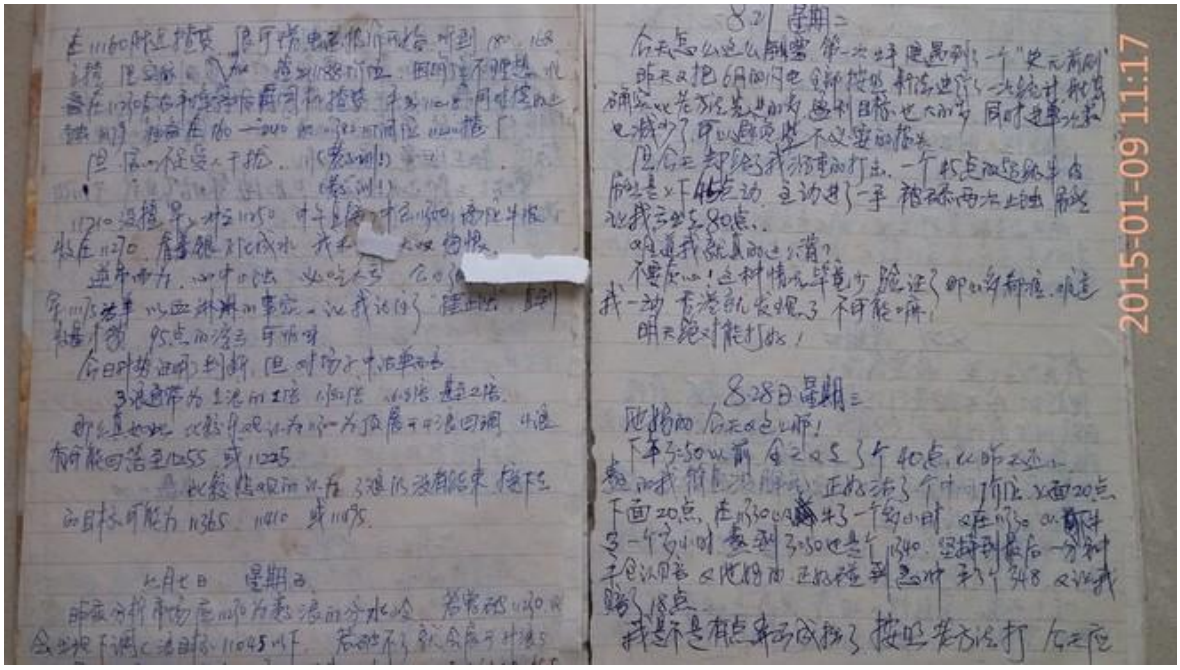
详细文字阐述，感兴趣的朋友可以参看《手把手教你读财报》204~207 页。

顺带也可以看看 207~209 页介绍的其他两种企业估值方法。

第201篇.　　痛苦的记忆

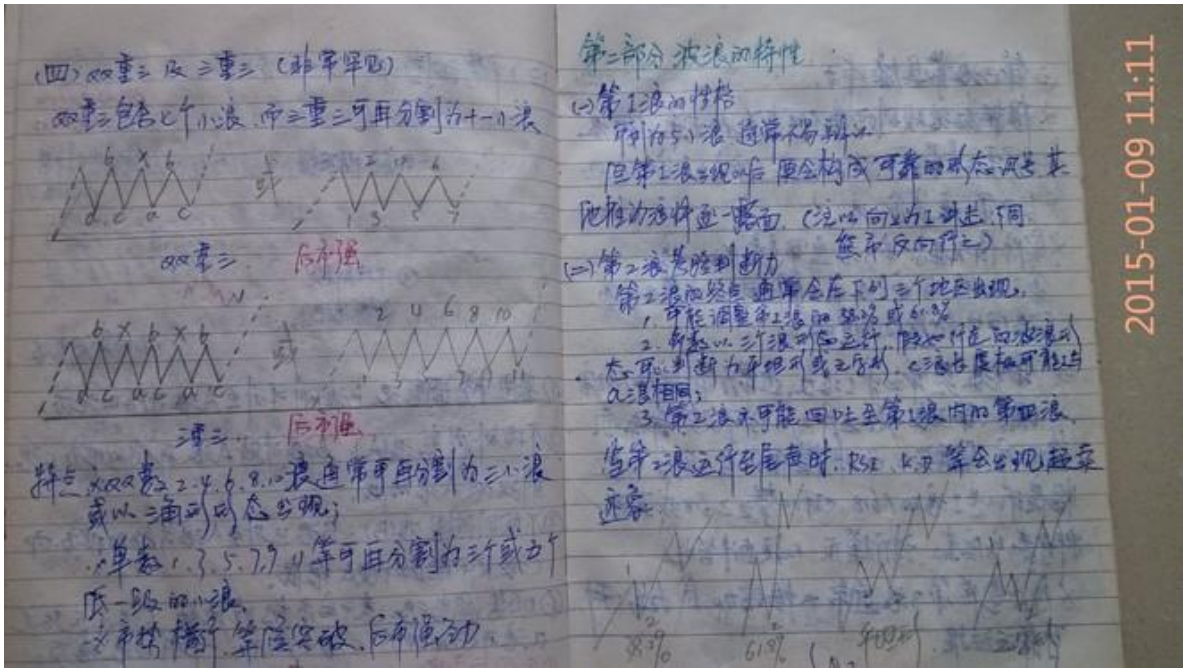
唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-01-09　18:50

刚刚整理东西，忽然翻出几本二十年前的老笔记本，随手一翻，心酸啊，关灯啊，吃面啊~老唐已经回忆不起来当时的心态了，随便拍了几张，分享给朋友们一乐。郑重申明：严禁嘲笑老唐字丑哈！

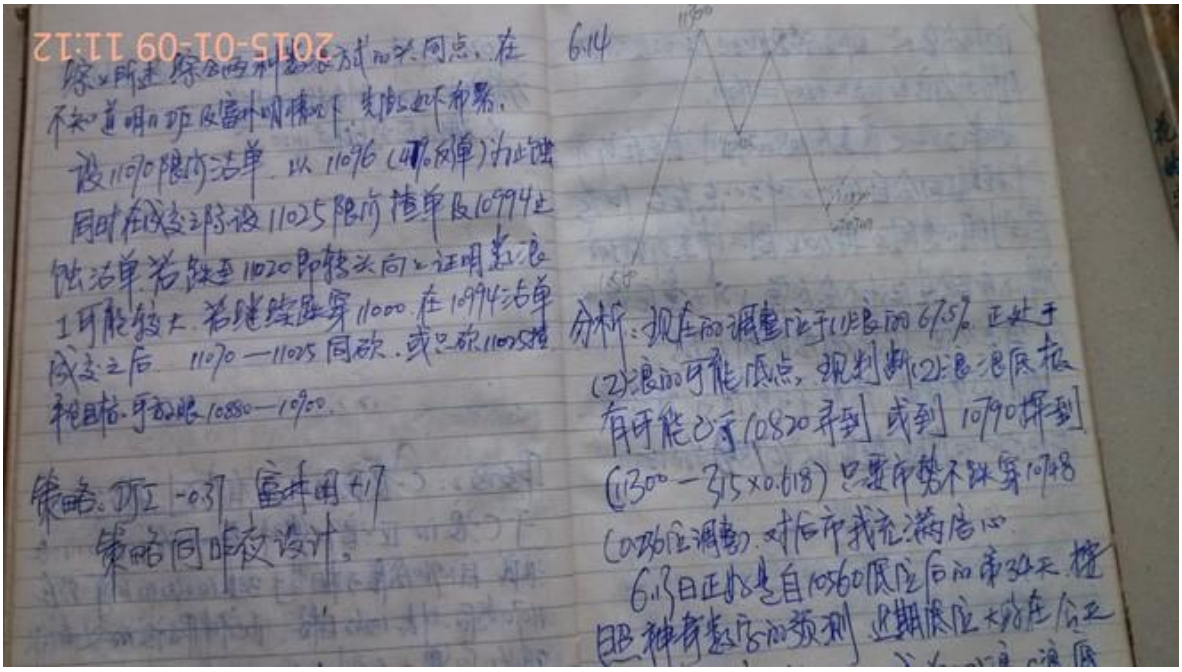


白纸遮住的是人名儿。

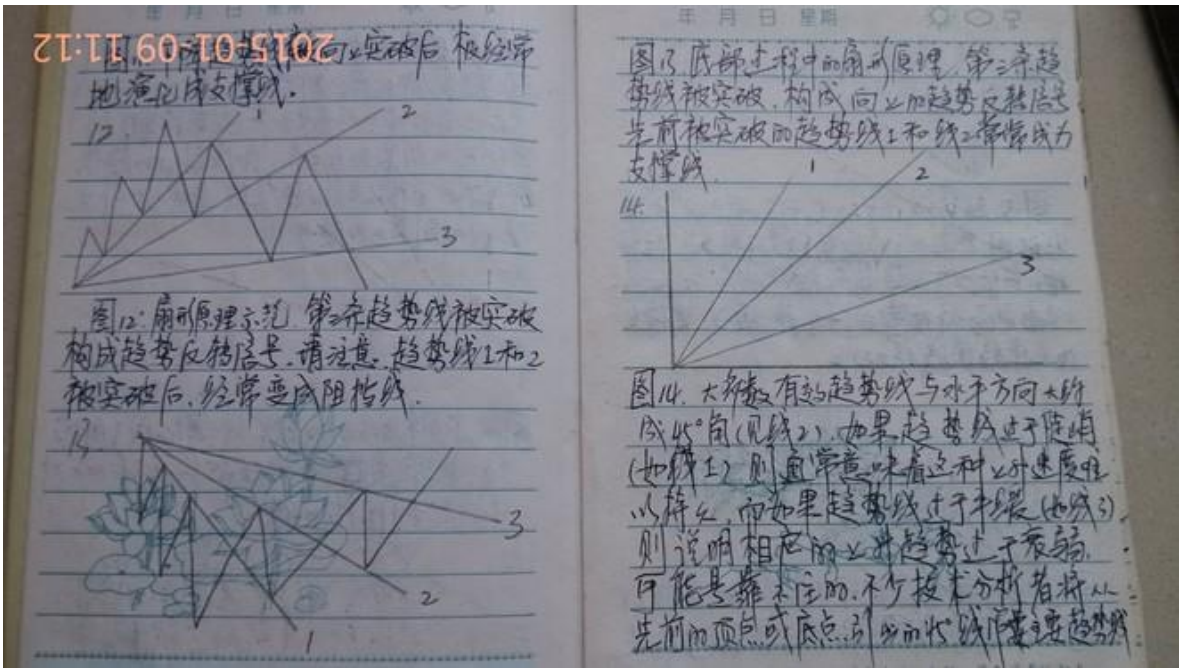
有没有朋友发现自己的影子？悔恨、不服气和气急败坏，交织在一起。



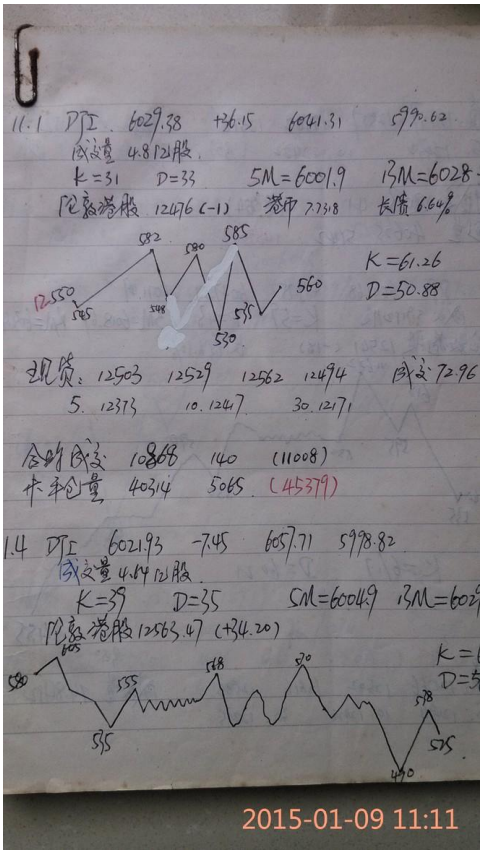
老唐认真地研究破产捷径：波浪理论。



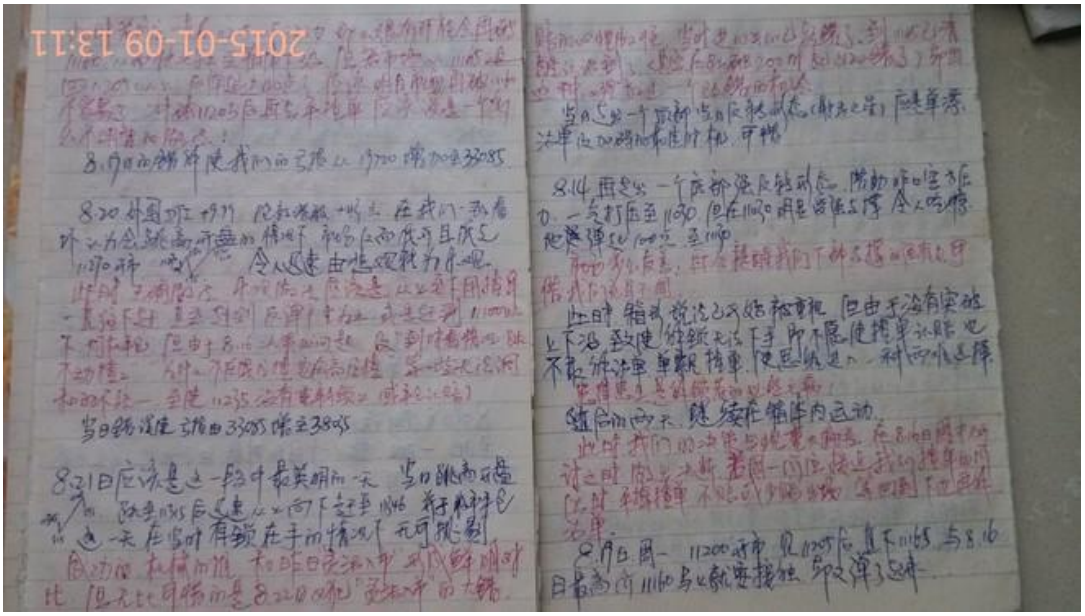
煞有介事的推测市场走势。



各种趋势，画的专业吧，犹如一条通往地狱的光辉大道。



上面的回形针，犹如老唐的记忆：锈迹斑斑[大笑]



神耶，自己都开始佩服自己了，居然还用两种不同颜色的笔做笔记[大笑]。补图~

第202篇.　　老唐的技术分析观——与黄建平兄商榷

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-03-04　11:28

早上戳开电脑，看见@黄建平　兄说“没有一个人能在本文论据上反驳，全都绕开论据和机理瞎扯一通，这就是技术分析的通病，只能给自己打激素高喊口号：我能我行我一定成”。这显然意味着老唐昨天

的反对意见（http://xueqiu.com/8290096439/37307978），黄兄是不认可的，认为没有针对原帖的论据，进行反驳。

那老唐再试试，反正闲着也是闲着。（等老唐间杂着吃早饭和喝茶、磨磨叽叽地写完后，发现黄兄将上面这段话删掉了，那老唐就单独发出来算了。黄兄原帖见 http://xueqiu.com/9220236682/37306629 ）

黄兄原文论据，有两段：

第一段原文说：统计这玩意儿的前提是机理上有相关性，否则所有的系数都是骗人的，因为样本都是局部的，鸡叫和天亮有统计相关性，但鸡叫并不是天亮的原因。用统计指导未来的前提是其中有规律在起作用，科学技术研究经常用到统计，因为其中有物理定律在起作用。

~这段话一共两句，重点强调统计必须有机理上的相关性，才可以使用，否则就是骗人的。

老唐反驳如下：大数据商业化应用第一人、数据科学家维克托·迈尔·舍恩伯格教授提出了大数据时代带来的三大思维转变：1.要相关，不要因果；2.要效率，不要精确；3.要全体，不要抽样。技术分析，实际上走的就是这样一条道路，追求现象之间的相关关系而不是因果关系，同时追求概率上的优势，而不是一一对应的精确。

拿黄兄自己举得鸡叫和天亮的例子说，如果长期统计数据显示，头次鸡叫后大约一个小时左右天亮。那么如果随机去一个小山村，我俩下注赌鸡叫后一个小时天亮没有。连续赌一年，我认为赌天会亮的人赢。期间有没有鸡乱叫的时候，一定有；鸡叫是不是天亮的原因，不是；靠鸡叫下注天亮，是不是纯扯淡，不是。

再引用张五常曾经在《科学说需求》一书中谈到的一个类似现象，今天我们已经知道了天狗食日或食月理论的荒谬，事实上宇宙中并没有一只天狗，月亮和太阳也从来没有被啃下去半边过。但中国古人用天狗食日理论，成功的预测出日蚀月蚀出现的时间，并以此为基础搞出农历历法，指导农耕文明的运转。天狗和日蚀的出现之间有没有物理规律对应？没有。天狗食日理论能否预测日蚀的出现，可以。

再看黄兄第二段原文：而股价是人情绪的投票结果，由于人的情绪投票结果又受到未知事件和人主观性的综合影响，人的主观性造成事件的过程和结果难以预测，一群人的综合结果就更加难以预测，而未知事件里面也包含人的不确定性因素，因此人的情绪投票结果是无法高概率预测的，股价短期涨跌的概率都接近 50%，股价的统计系数只能反映过去不能预测未来，因为其中没有必然的规律在起作用。

~本段一句到底，说股价是人的情绪投票结果，人的情绪无法高概率预测。

老唐反驳如下：技术分析的三大基本假设之一是“历史会重演”。这个假设和黄兄所崇拜的巴菲特所言“我们从历史中学到的教训是，人们根本不会从历史中学到教训”，其实是相同意思，都在表达人类在面对诱惑和威胁时产生的贪婪和恐惧，过去和今天没什么不同。既然人的贪婪和恐惧没什么不同，那么在贪婪和恐惧之下产生的行为，也必然是有规律可循的（当然，寻找的难度是另一个话题）。

即便是价值投资的鼻祖格雷厄姆，也同样用历史统计来支撑自己的决策，例如 1955 年，格雷厄姆作为证券市场著名专家，在美国国会一个证券市场委员会的调查询证中，被问道：“当你发现了某个特殊的情形，并且您仅凭臆想判断你可以用 10 美元买下，而它是价值 30 美元的，于是你买进一些。但只有当许许多多其他的人，认为它确实价值 30 美元的时候，您才能实现您的利润。这个其他人认为它价值 30 美元的过程，是如何产生的——是做宣传呢？还是什么别的？是什么原因促使一种廉价的股票发现自己的价值呢？” 格雷厄姆回答道：“这正是我们行业的一个神秘之处。对我和对其他任何人而言，它一样神奇。

但是我们从经验上知道最终市场会达到它的价值。”格雷厄姆这个回答，不是也建立在“历史会重演”的假设之上吗？

逐句反驳了黄兄的论据，老唐借机阐述一下自己的技术观。

首先声明，老唐 19 年前靠技术分析破产过一次，属于技术分析的失败者，目前已经完全地彻底地放弃了技术分析手段。一年开不了几次券商股票软件，开了也是查基本面数据。持仓股票价格，只在打开雪球时，被方总强迫看两眼。所以老唐对技术分析的看法，仅供参考仅供参考。如果伤到了哪位技术高手的系统，烦请直接当作屁话忽视。千万别来骂，浪费你的口水，浪费我的鼠标。

A、技术分析只能追求大概率对。技术分析有三大假设 1）价格反映一切；2）价格沿着趋势移动；3）历史会重演。这背后是一种大数据操作模型，建立在大量历史统计的基础上，寻找人类在面对贪婪和恐惧时做出的类似反映，并以此做出决策。这种模式无法保证每次操作都对，如同价值投资同样要进行适度分散、巴菲特同样会在特易购上面犯错一样。它追求的是大概率对，因此技术分析一定要谈止损概念，即什么状态表示该统计失效。

B、技术面分析和基本面分析很难融合，顶多只能说技术面分析者可以选择在看上去经营的还不错的股票上实施技术手段。这背后实际上暗含着一种侥幸：万一错了，还有基本面投资者托底，不至于死的很惨。这种技术分析者，一般看上去兼容并蓄，喜欢被称为左手 XX，右手 XX。但老唐觉得，这大概是不纯粹的技术派，也是对止损概念理解不够的技术派。老唐认为的真正技术派，视股票为筹码，在其眼中，甚至无需看代码，只要有足够的股票价格数据，便可以展开交易了。

C、说两者很难融合，是因为在技术分析三大假设要求下，所有的技术分析工具，都要求紧盯着市场价格，并认同价格是判断系统正确或错误的唯一工具，市场永远是对的，错的只能是我们自己。而基本面分析系统的基石，则基本建立在市场总是错的（对的时候犹如白驹过隙），不是过份乐观，就是过份悲观，基本面投资者要寻找的是价格与价值的偏差。一个系统说价格永远是对的，我们只是跟随（寻找反转点的技术分析，其实不过是妄图先人一步跟随新的趋势）。另一个系统说价格永远（或近于永远）是错的，我们只有在价格错的离谱的时候，才进行交易。~~所以，试图进行两者融合的，老唐担心最终走上精分结局。

D、对于研读政策，预测热点，类似于@唐史主任司马迁　兄这样的市场参与者，目前老唐还没有想清楚他们究竟属于何种流派，暂时搁置一边吧。这方面认识深刻的，老唐希望听见赐教。老唐和主任投资模式不同，但相互认同度很高，也彼此尊重，请阅读者不要误解本条表述。

E、技术分析本质上是市场跟随者。理论上说，你的每笔交易都从边际上改变着股价（或其他交易标的的价格），但影响分大小，当你的资金影响足够大的时候，或和你使用同样跟随技巧的资金总和足够大的时候，该技术手段将失效，因为你们改变了跟随对象，使其必然不符合历史统计规律了。这个影响的大和小的界定，是技术分析者必然面对的难题之一。

F、正因为如此，技术分析者往往随着资金量的增长，不得不将资金分散到更多的交易对象上，从而是自己的战线越来越长，精力的分配是个大问题。很多技术分析者都是在精力分配过散，资金量比较大的时候，由于种种原因，被情绪影响而倒下的。同样，也正因为上条里所谈原因，技术分析者一般倾向于保密，公开的技术意味着失效或即将失效的技术。所以我们会发现如果一个成功的技术操作者，出现在公众面前之后，大概率会很快失败，因为他最顺手的道路上，很快会被无数跟随者挖出陷阱，埋葬这位始作俑者及其追随者。

G、我没见过什么技术分析的大成功者，不要说靠某某技术手段从几万奋斗到几亿，连从几万奋斗到几百万的，我也没见过一个拿出铁证的。但出于对未知世界的尊重，我愿意相信有这样的隐藏高手，且可能不少。只不过出于逻辑上的思考，即便他（或她）将券商交割单全部逐笔打印给我看，老唐也不会有兴趣学习和研究。老唐目前在雪球上最喜欢关注的投资者，是对某行业或某企业有深入研究的，或者先人一步有行业或企业经营信息的提供者。

H、最后打个破嘴：因为技术分析的逻辑基石决定了其必然出错，所以凡是宣称“我一直对，关注者无需关注他人、只需听我的即可”者，铁定是骗子。还好，截止目前，这种可以铁定判定为骗子的，雪球上我只看见过一两名，当然，也可能是我看的不够宽[笑]

@演阳阳:不明白为何人们总是对自己无知的东西大放厥词？[大笑]

@唐朝:完全懂的，懒得说。比如，我俩讨论一下牛到底有几只脚，你绝对没兴趣；完全不懂的，没法说。比如，请兄台谈谈伽马星球直径与贝塔星球自转速度之间的函数关系？[俏皮]~所以，我们只能在懂点儿，但又不完全确定的话题上聊[笑]

@netiten:

俺是从事大数据分析的，偏向于语义分析及传播分析，我们可以做到网络上快速地了解某件社会事件的从发酵、点燃、传播以及中断的串联过程，这要感谢互联网以及各种技术的进步。

因为这帖所讲的“技术分析”的确涉及数据分析，因此说几句：

1.数据工作可以分为两种模式：

一种是数据分析，是自上而下的，即有了一种确定的逻辑后，通过采集来的数据，在此逻辑上找今后的因果关系。比如：关注@唐朝　的，99.8%概率是炒股的人；

另一种是数据挖掘，是自下而上的，即在采集海量数据后，通过聚类分析等手段，找到相关性，或如@价值趋势技术派　所说的关联关系。比如：关注@唐朝　的人中同时年收益 50%以上的占 35%，而关注@价值趋势技术派　相应占 50%　。当雪球@不明真相的群众　看到这些相关性，就会在运营上有所工作，甚至总结出一定的逻辑。

严谨的态度下，任何人的人生不仅仅应追求本文说的数据分析，而更应该追求对未知世界的数据挖掘，不断筛选与淘汰，创造出自己的生活方式。

2.当一个讨论出现火热嘴仗时，85%的可能性是没有把核心定义说明白，于是有了分歧，之后大家又在自己认为的方向上演绎，两边的距离越来越大，如果后期再有几个人聊到对方人品，那这场讨论就会成为各种问候。

回到股市的技术分析，我也不能明确定义什么是技术分析，但其中一定包括前人的指标上的统计学规律，更要包括对更短时间间隔的基本面、心理动态跟踪，以及更多关联元素的加入，以得出概率更高关联，这很不容易，但却很有价值，这种价值甚于黄金。

当一个人对于元素、数据、分析技术失去耐心时，这个人要么还没有长大，要么已经老了,这句是自勉。

第203篇.　　股票的本质

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-07-11　12:30

股票的逻辑

中文里的股票，是两个字：股、票。它代表了两种属性：股权的属性和交易票据的属性。

对于股权属性而言，投资于股权与自办企业一样，都是一种资本投入行为，直接创造财富，创造就业，创造税收，提升社会生产力。它可预测性相对较强，且对该行业了解越深，预测的可靠性越强。在这个领域里，体现为姜越老越辣，内行优于外行的特点。当然，也有由于市场环境突变等因素导致的预测失误，正如各行各业每天都有人关门大吉一样。投资者在这个领域里，主要靠尽可能多的了解行业和企业，加上预留安全边际和适度分散来应对。

由于上市公司整体来看，属于国民经济中相对较好的部分，加上赌徒众多，常常将企业价值极度向下扭曲至重置成本以下（或向上夸张性扭曲至引诱企业家退休的状态），坚持安全边际、适度分散的理念，在自己了解的行业范围内股权投资，长期看，是大概率赢的事儿。尤其是，越是所谓不适合价值投资、赌徒众多、追逐概念、忽略企业价值的市场，越是增加了股权投资的赢面。代价呢，就是常常发现今天有人会扔下 1000 元现钞非要买你手头的 1 克黄金，明天他们又拿着 10 克黄金来换你的百元现钞。更多的时候，他们之间莫名其妙的换来换去，居然常有靠这种莫名其妙的交换而成为巨富者。这很容易导致你夜深人静时，怀疑人生、怀疑自己（一笑）。

当其作为交易票据时，其价格归根到底是由供求关系决定的。而一只股票的供求关系，又由市场所有参与者对其的预期决定。如果将每一毛钱都看成背后某人投出的选票，则更多人认为其会涨，就会产生求，导致股价上涨。反之，更多人认为其会跌，就会产生供，导致股价下跌。凯恩斯有个经典的选美理论，说选美大赛中的赢家，不是你眼中最美的，而是大部分投票者眼中最美的。所以，要想猜中，你必须预测其他人认为谁最美（有点绕哇？）然后跟他们站在一边。这就是所谓的跟随市场、跟随趋势。这种投票模式决定了：某段时间内，大多数人是对的=对的人是大多数=你是对的，你就是大多数=大多数本就是由对的人组成的（晕~但理解了这个，就知道了如何面对股神遍地飞的时间段）。

预测其他人的想法，毫无疑问是一件难度高上天事儿。前天晚上，有位朋友（也在雪球）发微信给我，转了一篇分析股灾里政府高层想法的文章，问老唐怎么看。老唐回答大致说，同床共枕二十多年的老婆，老唐也不见得能随时猜出她的想法，更别说以诡诈著称的、从来没有一起吃过饭喝过酒的政治家群体了。朋友笑了。是的，牛顿的那句“我可以计算出天体运行的轨迹，却无法预测人性的疯狂”，表达的就是，别人的心思很难猜，你猜来猜去也猜不明白，不知道她为什么掉眼泪，也不知她为什么笑开怀（笑开怀）。

猜测其他人的想法及投票可能，也有很多分析工具，宏观的、微观的、技术图形的、甚至易经八卦道家兵法物理定律电化学黄大仙观音大士普贤菩萨……。如同赌马会分析天气情况，骑师水平，马匹状态，赌球要分析球员状态，裁判偏向，球场熟悉程度，赌 21 点，也要计算大小牌的概率等等。这些分析，对于提高猜对的概率，很可能是真有帮助的。但，必须必须记住的，不能被自己使用的某种工具蒙蔽了。无论工具多么高大上，它都是要去猜别人的想法、别人的投票方向。哪怕你用观音大士，保不齐仙界也有阻碍他猜中普贤菩萨内心想法的仙术。别忘了，你也是别人眼中的别人，你猜他们，他们猜你，你根据他们

的行动而行动，他们也根据你的行动而行动……一个无限循环（再笑）。因此，猜心思大法，重要的有三点：1）能大概率正确（超过 50%）预测他人投票行为的工具；2）知道该种工具在何种状态下，代表预测出错。出错时，有决心、有能力止损认错；3）永远不押全部赌注在一个预测上（同股权投资者的适度分散）。

股和票，两种属性，两种参与者，两种模式，两种心态。股模式参与者，大部分时间要对付的是自己蠢蠢欲动的欲望，需要保持落寞的、无聊的、孤独的状态。只有在极少数市场极度向下或向上扭曲的状态，才可能出来兴奋一把。而票模式参与者，则相反。在任何时间里，都有大多数人是对的，是可以津津乐道其正确判断是如何如何作出来的。这里的任何时间，包括极度扭曲状态。在极度扭曲状态里，股模式参与者也参与投票。因此，几乎在任何时间段，票模式的胜利者总是大多数。唯一不同的是，如果象雪球今天的大 party 一样，年年举行全球赢家大聚会的话，股模式可能始终是那几张无趣的老脸，而票模式则很可能年年岁岁人不同，岁岁年年新偶像。

第204篇.　　来，一起做梦！（梨花诗）

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-03-30　21:43

~成都方言梨花诗一首和黄建平

对门李扯火来串门
多热情地介绍一种新型的物联网+产业
油爆爆地说
是一种政府大力推广的新模式
只需要现在投资六万九千八
再介绍三位朋友参加

然后啥子都不用干
每个月拿一万九千八
一年后，每月拿九万六千八
两年后，每月拿三十九万八
一直拿够 1000 万，退休
春暖花开，面朝大海
想切哪儿耍就切哪儿耍。

这么好的事情
那可是看到你秀才肚子里有两把刷子
才头一个给你说的哦
你无比同情的鄙视了李扯火

那是传销，你表信
多看报纸　少吃闷亏……

李扯火翻起白眼去找楼下张二娃
二娃有点心动
二娃婆娘也说
这年头，胆大的日龙日虎
胆小的，只能日抱鸡婆
二娃心一横
一把梭，整。

你晓得了
心中窃喜
二娃硬是
瓜兮兮　开飞机
神戳戳　骑摩托
看他哪个样子收场！

时间飞逝
李扯火请客
刚刚在浣花公园边边上买了个双拼
要请一哈院子里的老邻居
话个别。
1800 一桌
酒上的是茅台，
正宗 53° 飞天茅台
不用问也晓得
李扯火吃到皮喽

往日里，围到你转圈圈地那些人
一杯一杯紧到跟李扯火敬酒
尤其是张二娃
才买了个宝马乘以 5
钥匙上勾了多大个毛毛熊
挂到腰杆上
一甩一甩地

好夯实。
搂到李扯火，眼泪哗哗的流
要不是扯火哥哥看得起，
我二娃这辈子不可能乘以 5……

隔壁子张素芬
见到不要钱的茅台
莽起整
整晕了
凑过来跟你搭话
秀才，说你瓜你就瓜，半夜起来扫院坝
人家李扯火，发财机会送上门
你把人家训一顿
你咋啷个瓜皮呢？

你管球人家咋个整
杀猪杀屁股
各有各滴杀法。
能整到钱
那就是硬道理噻！
你想想
你当初要是跟到李扯火操
今天就是不能乘以 5
乘 1 那是肯定没得问题了噻
……

时间　又　飞逝
院子里又有几个乘 3 乘 5 了

时间　还在　飞逝
李扯火面朝大海　春暖花开了
听说还包了个晃眼儿李嘉欣
隔壁子张素芬忙的脚不沾地
天天拉到李幺妹儿去牧马山
看别墅

时间　继续　飞逝

租对门李扯火房子的刘前进过来串门

多热情地介绍一种新型的互联网+产业，

油爆爆地说

……

我的大锅（哥）

你是觉得刘前进　神戳戳

还是会想起二娃婆娘的抱鸡婆

“是不是可以

梭一把？”

想清楚这个问题，

对投资

很重要

很重要

真的很重要。

第205篇.　　为何价值投资难成主流

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-10-10　12:12

如果格雷厄姆和多德的著作是如此的广为流传和受人尊重，为什么只有少数自律的从业者听从他们的忠告？我认为，答案潜藏于三个人性特点之中，一，厌倦枯燥乏味，二，感性多于理性，三贪婪。

认真研究需要花费大量时间，并且很少能够得出大量买入的清晰结论。翻阅许多公司的资料后，最终只是发现大部分公司即无过人之处，又没有被大幅低估，这是件相当乏味的事。而同样乏味的，还有在很长一段时间里一直持有一家好公司的股票，即使股价表现很好，但大部分时间我们仍然感觉股价停滞不前甚至将要下跌。其中部分原因是由于公司股价在一天中的 6.5 个小时、一周中的 5 天、一年中的 52 周都在不断变化。同时，市场的流动性也诱使我们不断交易。

第二个挑战是，面对股价反映出来的过分悲观和乐观时，我们仍然要坚持自己的信念。许多私营业主不会只关注企业的短期价值，这与公开市场不同。在公开市场上，股价上涨让我们为自己的聪明洋洋得意，而股价下跌则让投资者认为自己愚不可及。

第三个挑战是贪婪，它总是扰乱投资者行为。基金投资者总是不断地更换基金，试图跟随最新最热门的基金经理。高额的管理费促使基金经理采取赚快钱交易策略。他们赚的钱越多，吸引资金也就越多，靠不可持续的高额回报吸引投资者。基金投资者快速地将资金从一只基金更换到另一只基金，然后基金经理孤注一掷，以期每个月都能创出佳绩，这样就形成一个循环。~~by 格伦.格林伯格（~看着身边的灾难，我

暗自发誓：绝不买那些如果股市暴跌会让我担惊受怕的股票~格伦.格林伯格）[笑]

第206篇.　　牛熊市的伪概念

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-10-15　14:32

昨晚还是今早（抱歉，记性不好），有位朋友在一篇文章下面艾特老唐，让谈谈对文章的看法。老唐手机上瞄了一眼，看见“目前进入结构性熊市”几个字，立刻回复“但凡谈牛熊市的文章，老唐一概不懂、一概不看”。这会儿，抽午饭后休息的间隙，聊聊牛熊市之说。

牛市熊市用语，媒体天天有，各类大神的交易系统描述里也常见。例如类似牛市采用 A 交易策略，熊市转用 B 交易策略（还有衍生品：猴市换成 C），或者牛市杠杆、熊市空仓之类的表述。听上去简单通俗，过瘾且有说服力，然而可是但是，细究起来，其实是一个伪概念。

什么是牛市？是之前一直涨的市场叫牛市，还是说未来会涨的市场叫牛市？如果是之前一直涨，那么昨天涨代表今天涨、明天涨吗？若是如此，数数 k 线图上阳线之后阴线多还是阳线多，当即毁灭梦想。如果说的是未来会涨，这不是阴谋夺取上帝的工作岗位吗？能知道未来会涨的人，哪有空闲在网络上吹牛，不是忙着找本金就是忙着收购美帝国主义~~同样，什么叫熊市？是之前一直跌的市场叫熊市，还是说之后会跌的市场叫熊市？后面请自动脑补……[笑]

所以，建议仔细想想类似“牛市如何，熊市如何”的言论或投资体系，是否会觉得有点荒诞，或者有点浪费时间？老唐的个人偏见，但凡有效的投资体系，一定是以假定自己对世界无知的。理性的夹头说“内在价值为某值，打 X 折，我买入，至于会不会成为 0.5X，我不知道，不关心”；理性的趋势说“我买进甲股（或甲题材），如果 XX，证明我对了，我会看至某处。如果 YY，证明我错了，我止损”；理性的逆向说“如果出现 XXX，我采取 planA。如果出现 YYY，我采取 planB”……无论哪一种类型，只要是谈目前处于牛（熊）市，或者谈未来进入牛（熊）市，建议直接忽略，节约好多看肥皂剧的时间哦。世界那么大，时间那么少，少糟蹋于牛熊，多享受于美好。

文末彩蛋：剧透剧透，@renjunjie　翻译和整理的巴神致股东信，居然有四十多万字，绝对是今年年底最值得期待的投资界巨著（具体细节，不告诉你，就不告诉你）。老唐要整三本，一本放手边画线线，一本放床头安眠，一本放书架上 zhuangbility[俏皮]~届时非要从中找出怎么判断牛市熊市的标准来，要是找不出来，哼哼，去洗劫任教主家的酒柜[加油]

第207篇.　　流动性优势与流动性诅咒

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-10-19　14:17

投资没那么复杂。你只需要学习两门课程即可：一门是如何评估企业价值，一门是如何看待股市波动。前一门课要一生不断学习，不断积累，不断扩大自己的能力圈。而后一门课，老唐觉着巴神的几百字（见下文）就是全部教材了。几百字个单字儿，人人都认识，但串在一起，可能某些人五分钟就修够学分了，而另一些人则需要花一生时间挂科补考（以下文字由@renjunjie　翻译）：

投资者可以试着将股票市场的波动当作是你身边有一位和善可亲的人，他的名字叫“市场先生”。他还是你的生意合伙人，每天从不缺席地出现在你的身边，不时会报出一个价格：要么是想买下你手中的生意权益，要么是想把他自己的权益卖给你。

即使你们所共同拥有的生意具有稳定的经济特质，市场先生每天还是会固定地给出不同的报价。不无遗憾的是，这个可怜的家伙有一个毛病，那就是他的情绪很不稳定。当他高兴时，往往只会看到影响生意的那些好的因素。每当这时，他就会给出一个很高的报价，因为他害怕你会把他手中的权益买走而剥夺他即将到手的收入。当他沮丧时，在他的眼里——无论是生意还是整个世界——就会变得暗淡无光，看不到任何希望。这时他就会给出一个非常低的报价，因为他害怕你会把手中的权益出售给他。

市场先生还有一个很可爱的特点：他不在乎被人冷落。如果今天他提出的报价不被接受，第二天他会重新上门给出一个新的报价。是否与市场先生进行交易，选择权完全在你的手中。基于此，我们可以说他的行为举止越是焦躁不安，对你就越是有利。

但是，就像灰姑娘参加化妆舞会一样，你务必注意事先的警告，否则一切将会变回南瓜与老鼠：市场先生只是你的侍从，绝不是你的引路人。你要利用的是他口袋里的皮夹子，而不是他的脑瓜子。你可以选择利用他或者不理他，但千万不要被他愚蠢的想法所吸引，否则你的下场会很惨。事实上，如果你不能比市场先生更了解所持生意的价值，你最好不要跟他玩这样的游戏。这就像打牌，如果你没有办法在 30 分钟内看出谁是傻瓜，那么那个傻瓜就是你！

如果有一个喜怒无常的人拥有一个农场并恰好与我的农场相邻，每一天他都提出一个报价，或是想买入我们的农场，或是想卖出他自己的农场，价格则随着他的心情好坏而忽上忽下。那么我除了利用他的疯狂还能做些什么呢？如果他的报价低得可笑，而我又有些闲钱，我就会买入他的农场。如果他的报价高得离谱，我要么把自己的农场卖给他，要么不予理会继续去种自己的地就是了。

然而，股票投资者经常会被周边那些因为冲动而导致不理性行为的投资者所影响，最终让自己的行为也变得越来越缺乏理性。由于我们周边有太多预测市场、经济、利率和股价走势的噪音，一些投资者就认为应该听听这些专家的建议。更加糟糕的是——某些投资者认为应该根据他们的建议而采取行动。

那些拥有一片农场或者一座房产的业主本可以安静地持有它们数十年，但一旦他们让自己置身于源源不断的报价声流中以及当耳边不时传来评论员们含蓄的声音：“别光坐着，你得做点什么”时，他们就会变得头脑发热。对于这些投资者来说，证券的流动性已从一项优势转变成了一个诅咒。

第208篇.　　巴迷是否可以无脑跟巴菲特？

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-11-15　21:08

信巴菲特，为何不直接买巴菲特挑的股？

（老唐注：一位球友的提问，聊出来点儿意思，觉得可以保存一下。围观群众也可以把巴菲特三个字换成你粉的某位大 V、高手或者股神的法号）

△休谟：有一问题想讨论一下：既然我们如此深信巴菲特投资理念，也认为自身有许多知识上的局限

导致对公司经营分析有偏差？为什么不直接相信巴菲特所投资的公司，跟随买入？比如比亚迪$比亚迪(SZ002594)$，而非要加大难度另投外物？这倒底是为什么？本人观点：抄袭巴菲特成功率远大于自己作主

△老唐：1）夹头理念要求我们将信仰建立在【股票的内在价值是其生命周期内全部自由现金流的折现值】这一基础上（虽然它几乎不可能被精确计算），多加任何不需要的变量，都在违背我们所相信的理念。因相信某人而买入，就是附加了其他变量，是对投资理念的违背。如果我们真心相信巴菲特的思想，我们就不能因巴菲特买入而买入。但是，学习他的分析，并因被他的分析说服而买入，是可以的；

2）除非你直接购买伯克希尔哈撒韦，否则你无法完全复制巴菲特的持股，单买其中任何一只或数只，背后仍然是悄悄附加了自己的判断。在自己不研究的情况下，作出的判断，必将使自己面对不利环境时，患得患失，被股价折磨；

3）你我的生命周期大概率比巴菲特长，为未来计，越早开始独立判断，越能让错误和教训发生在资本金较小、未来改错时间越长的时间段里。

△龙虎山畔客：抄袭巴菲特不是完全没有道理。投资者最头疼的一件事，就是对于管理层的判断。这些人是否理性，是否对得起小股东，会不会吃里扒外，是不是会过度粉饰数据（做假账的客气表达），如果做恶事有没有人制约他们。至少对于美国公司，巴菲特这个图章能很大程度上能化解这些担忧。余下的，就是计算买入价格相对公司的近景和远景，是否合适，这个判断已经排除了很多变量，就比较容易了。

△老唐：既然要计算买入价格相对于公司的近景和远景，这算是你自己的判断吧，不算抄袭。只是你因巴菲特入股而对公司估值的确定性加分了，这个我也会做的

△休谟：我们相信巴菲特理念，但怀疑其买卖，逻辑上说不通。若不怀疑其买卖的话抄袭跟随应该顺理成章。若时机不对，有更低成本应当跟随，若公司不对，岂不是直接否定巴菲特理念？

△老唐：这个理解完全不对。我们不怀疑其买卖，只是当我们不清楚公司内在价值、没发现当前价格和内在价值之间有足够吸引我们的价差的时候，我们不投资，无论有谁买入了，这就是巴菲特投资理念。所以，如果你信巴菲特理念，你就绝不能因为巴菲特买入而买入，逻辑上通的一塌糊涂。当然，巴菲特的买入可以作为你对公司确定性的加分，这个是正常的。

△休谟：我们能力圈局限，不全相信或没有能力理解其买卖，于是我们不跟随，是这意思吧？但我想说：巴菲特对其买卖是能力圈的事，我们选择相信巴菲特，为何因为我们能力圈局限而怀疑或否定巴菲特对标的的能力圈？

我们虽然理解不好标的，但巴菲特是能力圈的事呀，我们为什么不好让巴菲特帮我做投资呢？我们最大的能力圈就是知道巴菲特会做投资。原理就像：巴菲特不会造可乐汽水，但他知道谁做得好，给那个人造可乐呀；同理，我们知道巴菲特投资是优等生，让他来帮我做投资呀，抄呀。

△老唐：你当然可以抄，直接买伯克希尔就是抄袭优等生啊！但我刚刚已经回复你了，问题在于你迫于法规或者能力或者金钱，仅仅挑了一只或者数只来抄，仓位配比和巴菲特又不同，这就不是信任巴菲特，是扭曲巴菲特。

举个咱这儿的案例，就好比巴菲特买了部分分级 A，部分分级 B，配比吃套利。而你抄了一只 B 买进，没买 A，这是相信吗？不是。这是附加了自己的判断，基本是盲人骑瞎马了。最后赢钱了，加强骑瞎马的信心，死在下一回。输钱了，还要冤枉巴菲特个龟儿子选的啥破股嘛。

再说了，你跟着买入后，巴菲特没有义务随时给你通报他是否继续持股，如果他撤了你还在，股价大跌你肿么办？如果他还在，股价大跌，你怀疑他已经不在的时候，你又肿么办？最终你还不是疑神疑鬼折磨自己

人，一定要靠自己~by 医生《鼠胆龙威》

第209篇.　　不能信宏观分析

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-06-03　10:53

鸟兄列举的理由可以按需处理：

1、经济形势不好；

——看空：股市是经济晴雨表，经济不好，股市很难走好；

——看多：经济形势不好，可能引发刺激政策出台。股市是经济的领先指标，一般会领先 6 到 23 个月反映经济状况，经济不好就是股市上涨的理由，牛市可期。

2、汇率贬值预期；

——看空：汇率贬值预期，将引发资本外逃，诱发资产抛售浪潮，造成股市下挫；

——看多：汇率贬值预期，增强中国外贸竞争力，带动经济复苏，并加大境内货币投放。两者共振，牛市可期。

3、中小市值股价高耸入云；

——看空：从来没有树能涨到天上去，均值回归必将导致泡沫破裂，股市暴跌；

——看多：中小市值股价高耸入云，创造财富效应，刺激消费。同时，改变 A 股定价中枢，提高整体估值，牛市可期。

4、看空成主流，机构仓位普遍较轻；

——看空：主流资金避险思想严重，入市欲望不强。无资金推动，股市不可能上涨；

——看多：多头才是杀跌的动力，因为他们手头都是票。空头才是牛市的主力，因为他们手头都是钱。股市亘古不变的定律：多数人从来都是错的。这次也不例外，牛市可期。

5、IPO 和大股东减持政策恢复；

——看空：圈钱一触即发，抽血必将导致市场崩塌；

——看多：股市的核心作用便是融资，失去融资功能的股市是残缺的。此时管理层敢于恢复 ipo 和减持，足以证明股市恢复了健康向上的状态，且后续非常可能出台一系列保驾护航政策呵护融资的顺利成行。市场不缺资金，只缺信心和注意力，一旦 ipo 放开，市场注意力将被打新的赚钱效应吸引，引发存款搬家，推动市场上行。牛市可期。

6、注册制制度实施逼近；

——看空：一大波吸血鬼来了，股市雪崩；

——看多：注册制下的良性竞争，才能使良币驱逐劣币，长期利好股市，牛市可期。

7、严厉打击庄股和内幕交易（含调查公募基金）；

——看空：打击庄股和内幕交易，严重压制股市活跃性，打击市场参与热情，大资金必将逐步远离股

市，促成股市进入长期下降通道；

——看多：严刑峻法才能促成良好投资氛围，让股市真正成为资本参与产业的途径。打掉依附在投资者身上的骗子和吸血鬼，市场的活力必将进一步提升，最终促使市场进入长期健康向上的道路。牛市可期。

8、……

结论：脱离了具体公司估值谈多空，都是“父在母先亡”的话术，怎么说都有对的，怎么说都有错的，怎么说都是有理的，怎么说都是没用的，怎么说都是浪费生命，怎么说都是自我麻痹……（换稿费除外）[加油]//@欢欢虎01:回复@听风-春华秋实:[赞成]鸟哥的本意不是看空，看清楚未来的利空预期，对投资有帮助

青城山中鸟:

千金购买看空A股的理由

我先罗列理由如下：

1、经济形势不好；

2、汇率贬值预期；

3、中小市值股价高耸入云；

4、看空成主流，机构仓位普遍较轻；

5、IPO和大股东减持政策恢复；

6、注册制制度实施逼近；

7、严厉打击庄股和内幕交易（含调查公募基金）；

……

还有哪些？欢迎补充，有理有据且逻辑自洽者，每给出一条补充理由奉送雪碧50枚。

那就让我们开始吧……[鼓鼓掌][鼓鼓掌]

注：极度看空者，建议先看看我下面这篇文章并提出指导意见[笑][笑][笑]

“A股大蓝筹全球估值最低”http://xueqiu.com/1447263435/59524332

第210篇.　　长跑与投资

唐朝　　来自雪球　　修改于2015-11-27　19:35

长跑和投资有颇多相似之处。

首先，它们都很简单。长跑就是穿上跑鞋迈开双腿。投资就是以划算的价格参与分享优质的生意。都属于一听就懂一学就会的类型，毫无门槛可言；

其次，它们都不容易。各种各样的原因和诱惑，会让我们莫名其妙地窝坐于沙发，沉迷于屏幕花花绿绿的画面和文字而忘记跑步；各种各样的原因和诱惑，也会使我们端坐于电脑前，沉迷于屏幕里红红绿绿的数字波动而忘却投资的本质；

再次，它们都很容易领先。只要你穿上跑鞋出门，坚持慢慢跑，最多两三年的时间，就足够你领先这个世界八成以上的人了。同样的，只要坚持以划算的价格参与分享优质的生意，最多两三年时间，就足够

你领先这个市场八成以上的参与者了；

最后，精益求精对它们而言都是困难的。当你跑上几年以后，你会发现有很多高手，他们总是比你跑的更远，跑的更快。你奋起直追时，才发现配速在现有基础上，每提高一秒钟，都需要你付出艰难的努力，而且越来越难。从 5 分配速提高到 4 分配速，需要的努力可能是你从 6 分配速提高到 5 分配速的十倍乃至百倍。而且，由于天赋和起点的原因，你可能无论怎么努力，也成不了特盖特（20 公里 56 分钟，全程马拉松 2 小时 4 分）了；同样，你也会发现很多投资高手，他们总是比你了解更多行业，比你复利回报更高。你奋起直追的时候，才发现回报率在现有基础上，每提高一个点，都需要你付出大量的思考和学习，而且越来越难。从年复利 20%提高到 25%，需要的努力可能是你从 15%提高到 20%的十倍乃至百倍，甚至还需要额外的运气帮忙。而且，由于天赋和起点的原因，你可能无论怎么努力，也成不了巴菲特了；

最终你可能发现，你可以很轻松地穿上跑鞋，脚踏实地，慢慢跑起来，忘记那些千奇百怪地理由，轻轻松松领先这个世界八成以上的人，然后不要强求自己成为特盖特，只要和自己比，天天跑的爽，过几年一回顾，发现大有提高，就 ok 啦。同样，你也可以坚持投资理念，轻松领先这个市场八成以上参与者，并时不时地笑纳他们的额外供奉，然后不要强求自己成为巴菲特，只要天天安心、开心，每过几年一回顾，发现市值又有增长，就 ok 啦！

第211篇.　　低估时是否需要保留部分现金

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-06-03　10:53

段永平这段话倒是给老唐壮胆了

（老唐自己有个毛病，常常在估值“偏低”时，已经梭哈了。等到变态的极低价出现时，已经木钱了。一直不知道怎么才能合逻辑的纠正这个习惯。今天看到段永平的一些说法，倒是很有说服力，算是给自己壮胆了。）

Q:问段哥投资的事情：　您投资账户中平时也是必留一部分现金吗？　好像看老巴讲的东西,说随时都有能用的现金！

A:**除非我找不到目标,不然我不能理解留现金干什么。**需要现金时可以卖股票啊！

Q:日常家庭开支的现金,还是需要预留一些吧,或者是应急的。

A:投资用的是闲钱,不然就是投机了。

Q:段总,问个可能很肤浅的问题。很多人是留些现金作为预备队来对付越跌越买的情形。从上面段总说的不留现金,您似乎是不考虑这种情况？

A:一般来讲,你说的这种钱大概最后都会用来追涨的。

Q:我的经历证明了,想买跌=追涨

A:**当合适的价钱出现时,除非你知道等什么,不然你在等什么？其实从长期的角度看,一点点价钱的差**

异远不如公司好坏来的重要。

Q:一点点价钱的差异远不如公司好坏来的重要。----------以买生意的思维去买股票就能想明白您这句话,极端点讲：公司几年时间倒掉了,入股价格再低,股权也成零了 .我看到老巴买可乐,用了七八年时间,除了首次股灾后买入,之后的买入也会选股价回调时吧？

A:大资金买某个公司有时候需要比较长的时间,有时候是因为成交量,有时候是因为机会成本----**当你有新增加的资金时,你会比较所有标的,当没有现金增加时你甚至可以比较手头持有的公司的差异。如果自己觉得任何两家差异显著时（比如用 10 年或更长的眼光看）,为什么不换到更合适的公司呢？**我当年买网易就花了很久,而且在很长的时间里我都找不到对我而言比网易更好的公司。这几年的苹果也是。记得有次**有人问到我能接受一家公司的仓位的最高比例时,我说我能接受 50%,但我目前喜欢的两家公司正好都叫苹果。**A 股的茅台也是如此。

Q:喜欢的两家公司正好都叫苹果,国内指茅台吗？

A:**我的意思是,我可以接受 50%买了苹果,另外 50%最后还是买了苹果。**

Q:我一直都困惑于集中与分散投资的问题,在实际操作过程在也常常是困惑于一次买入还是分批建仓的问题,看了段总的回答,似乎明白了一些。关键还是自己对标的公司是否真正的了解,是否看懂了,如果真正看懂了就应该敢于下重手。

A:如果你没看懂的话,你下的是什么手？

Q:有时我遇到的经常是自以为看懂了,而实际上可能并没有真正的看懂,可能只是了解公司的部分业务,而对其未来发展和公司估值并没有真正的理解,在这种自以为看懂的情况下进行的投资,绩效却未必真正的好。我 4 年前买入过本地的一家医药公司的股票,由于是身边的公司,又有不少朋友在公司任职,对其管理层和公司业务算是比较了解,到现在 4 年的累积收益率只有 60%,而我其它一些持仓时间远低于它的股票收益率反而更高,但这几个收益率高的股票仓位却很低,所以整体绩效并不高。这也是我比较困惑的如何分配资金的问题。看过段总的回答后,我感觉还是应该提高自己的分析能力,对所持仓股票再比较,投资更加集中一点。可能影响投资绩效的关键还是自己的分析能力和对标的公司的理解,不知这样理解段总的话是否正确？

A:理不理解我的话无所谓,理不理解你要投的公司则要重要得多。4 年 60%应该也算过得去了,要能一直持续这个收益率你就应该可以战胜指数了,**追求高收益率是危险的。**

第212篇. 巴菲特谈长期资本（老文节选）

唐朝 来自雪球 修改于 2015-08-05 09:32

整个长期资本管理基金的历史，我不知道在座的各位对它有多熟悉，其实是波澜壮阔的。如果你把那 16 个人，象 John Meriwether, Eric Rosenfeld，Larry Hilibrand，Greg Hawkins, Victor

Haghani，还有两个诺贝尔经济学奖的获得者，Myron Scholes 和 Robert Merton，放在一起，可能很难再从任何你能想像得到的公司中，包括象微软这样的公司，找到另外 16 个这样高 IQ 的一个团队。那真的是一个有着难以置信的智商的团队，而且他们所有人在业界都有着大量的实践经验。他们可不是一帮在男装领域赚了钱，然后突然转向证券的人。**这 16 个人加起来的经验可能有 350 年到 400 年，而且是一直专精于他们目前所做的。**第 3 个因素，他们所有人在金融界都有着极大的关系网，数以亿计的资金也来自于这个关系网，其实就是他们自己的资金，超级智商，在他们内行的领域，结果是他们破产了。

这于我而言，是绝对的百思不得其解。如果我要写本书的话，书名就是“为什么聪明人净干蠢事”。芒格说那本书就是他的自传（笑）。这真的是一个完美的演示。就我自己而言，我和那 16 个人没有任何过节。他们都是正经人，我尊敬他们，甚至我自己有问题的时候，也会找他们来帮助解决。他们绝不是坏人。但是，**他们为了挣那些不属于他们，他们也不需要的钱，他们竟用属于他们，他们也需要的钱来冒险，这就太愚蠢了，这不是 IQ 不 IQ 的问题。**

用对你重要的东西去冒险赢得对你并不重要的东西，简直无可理喻，即使你成功的概率是 100 比 1，或 1000 比 1。如果你给我一把枪，弹膛里一千个甚至一百万个位置，然后你告诉我，里面只有一发子弹，你问我，要花多少钱，才能让我拉动扳机。我是不会去做的。你可以下任何注，即使我赢了，那些钱对我来说也不值一提。如果我输了，那后果是显而易见的。我对这样的游戏没有一点兴趣。可是因为头脑不清楚，总有人犯这样的错。

……

他们说一个 6 或 7 西格玛的事件（指金融市场的波动幅度）是伤他们不着的。他们错了，**历史是不会告诉你将来某一金融事件发生的概率的。**他们很大程度上依赖于数学统计，他们认为关于股票的（历史）数据揭示了股票的风险。我认为那些数据根本就不会告诉你股票的风险！我认为数据也不会揭示你破产的风险。也许他们现在也这么想了？事实上，我根本不想用他们来作例子，因为他们的经历换一种形式，很可能发生在我们中的每个人身上。

我们在某些关键之处存在着盲点，因为我们懂得太多的其他地方。正象 Henry Gutman 所说的，**破产的多是两类人：一是一窍不通者；一是学富五车者。这其实是令人悲哀的。我们是从来不借钱的，即使有保险做担保。即使是在我只有 1 万块钱的时候，我也决不借钱。借钱能带来什么不同玛？我只凭我一己之力时我也乐趣无穷。**

第213篇. 内在价值是唯一的

唐朝 来自雪球 修改于 2016-03-20 11:22

【价值只有一个：未来现金流折现】所有股票定价的背后，都是现金流贴现估值法，包括两派价投以及炒垃圾、炒概念的投机者，无一例外。否则解释不了我们买的是什么。

看资产的（格老门）和看利润的（巴神堂），相同点是两者都会把持有期间的分红折现，不同点是前者假设资产最终能以重置成本价格出手，后者假设利润最终会以社会资金平均回报率水平出手。

至于看资产和看利润之外的投机者，同样也用的是现金流折现法，他们只是折接盘侠付出价格的现值而已。

第214篇.　　价值回归是如何实现的？

唐朝　　来自雪球　　发布于 2016-04-01　14:49

价值只有一个：未来现金流折现。所有股票定价的背后，都是未来现金流贴现估值法，包括两派价投以及炒垃圾、炒概念的投机者，无一例外。

投机者揣摩接盘侠的出价，并对该出价进行折现，衡量该折现值与买进付出的现金比较，从而做出决策。该决策是下意识的，由于投机者大部分持有时间较短，因而折现值和接盘侠的出价差异不大，下意识的大致对比了。一个投机者，如果你告诉他，持有一年包赚 3%，他一定不干。他会说“那我还不如买银行理财产品”，这就是下意识的使用了未来现金流折现法。

而价投（夹头）派，分为两种，一派是以格老和施洛斯这条线为代表，主要看资产。看资产的什么呢？看假如以资产的清算价格（重置价格）来衡量所获取的现金流，折算到现在价值几何；一派以巴菲特芒格为代表，主要对自由现金流进行折现。所谓自由现金流，就是可以从企业拿走却不会影响企业当前获利能力的那部分金钱。每年的这部分自由现金流，折现到现在后加总，就是这家企业的内在价值。

因此，**第一个问题，我给出的答案是：**

1）内在价值是一个存在，是一个绝对数字，不是我们心中的“认为”。但投资者究竟有多靠近这个内在价值，要取决于投资者对资产清算价值或自由现金流的估计，这个估计会有或大或小的偏差。

2）如果某一日，企业清算了，或者整体出售给一个买家了，这一刻，这个内在价值就清楚地兑现了，他就是一个精确到分的数字。但是，上市公司很少被资产清算或者整体出售，所以，我们知道这个内在价值一定存在，但罕有机会揭开面纱得到准确数字。

3）内在价值数字，会随着时间、企业运营状况以及社会无风险利率水平波动而波动。市场参与者对他的估算，永远随着人性的悲观和乐观，或高于它或低于它，只有很少的时候，会恰好“经过”它。

关于**第二个价格如何回归价值的问题。**

投资活动中，所有资金的目标几乎是一样的，就是 more　more　more　，无论它背后有什么追求，都首先需要追求获取社会资金平均回报率水平之上的回报。这样，就给所有的资产定下了一条标准：考虑到全部风险因素之后，回报率水平高于社会资金平均回报的资产一定会被买进，直至其回报率降至平均回报水平。反之，回报率水平低于社会资金平均回报水平的资产一定会被卖出，直至其回报率升至平均回报水平。这就是我们说的价值回归。用永续债来解释，就是担保条件一样的债券，资金配置会导致收益率水平会趋于一致，无论他们初始约定的收益率是 0%还是 20%。

假设所有信息对所有人免费而透明，自然而然，资本的逐利性会瞬间将所有资产的收益率拉至同等位置。然而，讯息是有成本、有价值、有门槛的，这个世界永远也做不到信息对所有人透明，否则，各尽所能按需分配的共产主义昨晚八点二十就实现了。

由于信息的不透明，有些人对某些资产或企业知道的多一些，有些人知道的少一些。如同方丈三文昨天说的，不研究的鬼当然不知道。而伴随着时间的推移，浓罩着高回报资产的悲观因素，逐渐明朗。越来越多的资本，发现了其回报率高于社会资金平均回报水平，于是开始进入。进入的结果就是拉升该资产的市价，直至其回报率回落至社会资本平均回报率水平。反之，笼罩着低回报资产的乐观因素，也逐渐明朗。

越来越多的资本发现其回报率低于社会资金平均回报率水平，于是开始退出。退出的结果，就是打压资产价格的过程，直至其回报率上升至社会资本平均回报率水平。

价格就这样回归了价值，价格回归价值的过程，就是信息被时间证实或证伪的过程。

唐朝:

单开一帖算了。

早上看见今日头条里@张可兴　老师的文章《投机气氛浓厚的中国股市适合价值投资吗？》，老唐的答案和原帖结论一致：适合，而且是特别适合。补充的话，只能说好活适、好活适哦（by《十全九美》南宫燕）

由此联想到学习和实践价值投资的过程中，曾令我非常困惑过的两个问题：

1）企业（或股票）的内在价值究竟是什么？是有个客观准确的数字（你能估的多接近，另说）？还是你之蜂糖、我之砒霜的主观价值，只存在于自己主观想象中的“我认为”？

2）“当你发现了某个特殊的情形，并且您凭臆想判断你可以用 10 美元买下，而它是价值 30 美元的，于是你买进一些。但只有当许许多多其他的人，认为它确实价值 30 美元的时候，您才能实现您的利润。这个其他人认为它价值 30 美元的过程，是如何产生的——是做宣传呢？还是什么别的？是什么原因促使一种廉价的股票发现自己的价值呢？”

夹头们都是怎么给自己解释这俩问题的？欢迎各位来神侃一通

第215篇.　　巴菲特投资思想核心要点

唐朝　　来自雪球　　修改于 2016-04-29　12:55

老唐书念得少，喜欢简单粗暴。简单粗暴的说：巴菲特思想被太多人弄玄乎了。

他只不过认为：

1）一个优秀的企业，能跑赢社会财富平均增长速度。就好比班上的前三名成绩会高过全班平均成绩一样明显；

2）如果能够能以合理乃至偏低的价格参股这些优秀企业，长期看，财富增长速度也会同样超过社会平均增长速度。古今中外有不计其数的成功商人，都这么干的，毫不神秘、也不难懂；

3）他找到市场先生这个经常提供更好交易价格的蠢对手；

4）他很早就发现并利用了保险公司这个资金杠杆。

于是，股神练成了。对我们而言，第 4 条可能机会很少，但懂了前三条，专心寻找优秀企业，等待合理或偏低的价格，也许你永远成不了巴菲特，但你也成不了穷鬼。完毕。

第216篇.　　秒懂估值

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-06-03　10:53

闲淡扯多了，谈点儿跟投资有关的吧！自 9 月 4 日起，连续在自己的公众号“唐书房”里，发了 7 篇

谈估值的科普文，这是 9 月 4 号和 5 号的两篇。如果还有一点用，就算看老唐扯淡的补偿吧

聊聊估值

估值，就是估算一下这家公司或者这个股票大概值多少钱的意思。投机需要估值，投资也需要估值。投机的估值，侧重于卖，考虑的问题是多少钱可以脱手；投资的估值，侧重于买，考虑的问题是多少钱买下来划算。

有些人的估值是数据和推理，有些人的估值是经验和感觉。当然，也有些人所谓的估值是跳进去以后的自我安慰，不过偶然自慰一下可以，自慰多了，铁定会招来镰刀凌迟大法，成功地被割掉韭菜根，黯然离去。

为了在市场里活着，无论是投机还是投资，无论是经验还是推理，都需要知道一些估值的方法，或者用来赚钱，或者用来壮胆。

估值的书籍很多，方法也很多，但总体来说，只有两大类：相对估值和绝对估值。

所谓相对估值，简单的说，就是给目标公司（就是你要估值的对象）找一家可比公司做参照物，依照可比公司的市值与 XX 之比，得出一个系数，然后套用在目标公司上，得出一个目标公司值多少钱的结论。

这个 XX 有很多，常见的有市值/盈利之比，得出市盈率 PE；市值/净资产，得出市净率 PB（大陆之外，习惯叫市账率，就是市值与账面净资产的比值）；市值/销售额，得出市销率 PS；市值与经营现金流净额之比，得出市现率 PC；市值与息税折旧摊销前利润（Ebitda，芒格说 Ebitda 是坨屎）之比，得出市屎率；市值与屁股之比，得出市屁率 PP，错了，没市屁率，这条负责搞笑……

总之，一句话，你可以选择可比公司市值与它的任何财务数据相比，得出一个可比公司的 PX（劈叉），然后用这个劈叉乘以目标公司的该项财务数据，得出一个估值对象的“应该有的市值”，然后与现有市值相比，来表达是否低估或者高估。

就这么简单？对，就这么简单！推到尽，相对估值法的理论依据是：市场既然给张三这个价钱，一定有他的道理；李四跟张三长得很像，也应该值这么多钱。

因此，相对估值法起效的条件有三：1）市场给张三这个价格，真的有它的道理，而不是一时癫痫病发作；2）李四跟张三真的长得很像，而不是你眼花了，误拿张飞做貂蝉的对象。也就是确认你的选的可比公司真的“可以“比；3）你的估值说辞，别人乐意信。乐意信嘛，原因很多，比如你的文章写的很出彩、你是很有影响力的分析师、刚好有人需要这个估值故事……等等。以上三个条件满足俩，相对估值法就会起效，在 A 股市场里，这种估值法很有市场的，最常见的就是所谓板块联动效应，即他家挖煤的，我家也挖煤的，他涨凭什么我不涨，这基本就算市屁率了，挺有用的，反正市场不缺人信。

单纯“炒”股的话，知道相对估值的劈叉 PX，足够了。如果万一天生胆小，或者象老唐一样后天被吓破胆了，不敢炒股，那就稍微麻烦一点了，需要学习绝对估值法。

所谓绝对估值法，主要指的就是自由现金流折现法以及其变型形态：股利折现法，它是唯一能在逻辑上说得通的估值方法，简单理解就是一家企业值多少钱，要看从现在到它消失的全部时间段里，我能从中拿回多少钱，这些未来可以拿到的钱折合现在的钱是多少。

举个简单的例子，假如有一个 100%确定 3 年后还本的债券，年息为 5%，面值为 100 元，如果你想获得 10%的回报率，这个债券多少钱你会买？这就是一个最简单的现金流折现估值法模型。

怎么算呢？第一年末，你会得到 5 元；第二年末，你又会得到 5 元钱；第三年末，你会得到 105 元；

这个债券总共回收的现金是 5+5+105=115 元，要价 115 元，你会买吗？当然不会，除非脑壳进水。你拿今天的 115 换未来三年陆续拿回来的 115，这属于有病。

多少钱才值得买呢？首先因为是 100%确定 3 年后还本，所以，我们不考虑风险问题。在你期望获得 10%的年回报的情况下，第一年末的 5 元值多少钱呢？值 5/（1+10%）≈4.55 元，这个计算的含义是，如果现在给我 4.55 元，然后假如工商银行有一个 10%利率的存款，我存进去，一年后我就可以连本带息得到 5 元，因而在 10%的收益率要求下，一年后的 5 元等价于现在的 4.55 元。

同样，第二年末的 5 元，就等于 5÷（1+10%）÷（1+10%）=4.13 元。原理是将第二年末的 5 元，等于第一年末 4.55 元，然后第一年末的 4.55 又等于现在的 4.13 元。

同理，第三年末的 105 元，就等于 105÷（1+10%）÷（1+10%）÷（1+10%）=78.89 元，含义同样，现在你给我 78.89 元，我去存年收益 10%的存款，三年后同样能拿到 105 元，因此在 10%的收益率假设下，三年后的 105 元就等价于今天的 78.89 元。

综上所述，如果我想获得 10%的回报，这张债券我最高出价只能是 4.55+4.13+78.89=87.57 元。

上面这个计算过程，就叫做现金流折现，而这个 10%就叫折现率。它的逻辑非常清晰，这张债券全部生命周期里（三年），带给我的全部现金流是三年内的利息 15 元，加上三年后还本 100 元，合计 115 元，按照 10%的折现率计算，它的价值就是 87.57 元。估值结束。

然而，股市里可没有这么纯正的投资品。首先，公司股票没有到期还本之说；其次，公司经营利润可不一定和债券利息一样，全是白花花的现金，有些利润可能是会计做账作出来的，是欠条，水中花镜中月；再次，即便是含（现）金量十足的利润，但公司也不能像债券利息一样全部给你，它经常还要投钱进去更新设备或者扩产什么的，需要资本再投入；最后，公司每年赚多少钱可没人给你打保票。

这四个难题，就造成了股票无法象债券一样清晰的计算出来一个准确的价值，这才是“估值”的“估”字的含义。

怎么解决呢？

首先，公司股票没有到期还本一说，我们的“本”就得依赖下一位接盘侠出价才能拿回来。接盘侠在什么价格“一定”会来，这是股市里首先要考虑的问题。只有这个确定了，我们的“本”才能保住，避免了我们想别人的“息”，别人谋走了我们的“本”；

其次，公司的利润要区分是真赚钱（现金）了，还是只赚账上数字。如果只是账上数字，你还得估算它何时变成钱，能变成多少钱；

再次，如果你计算出公司创造出的含金量十足的利润数字，由于这利润也不能分光，公司可能还要更新设备或者扩产什么的。我们还需要去厘清，哪些投入是维持现有获利能力必须耗费掉的钱，哪些是为了扩大获利能力的新投资。对于维持现有获利能力的钱，我们将它当做费用处理（就叫维持费吧）。每年获取的含金量十足的利润里，减去维持费，剩下的就是自由现金流。每年能创造出来的自由现金流，加上你计算的接盘侠会给的钱，一起按照你想要的回报率（折现率），按照不同年限收到的钱分别折现后加总，就得到了这个公司的估值；

然而，由于这些东西都是你的估算，既没有国务院文件，也没有银行担保，所以我们还需要给这个估值打个折扣，算成你承担未知风险的代价（风险溢价），最终，你可以买入的价格，出来了。

除了你要求的折现率是个确定的数字以外（你可以任意精确到小数点后面 N 位，只是折现率越高，显

然自己能出的价格就越低，买不到的可能性就越大），另外的东西都是变量：1）接盘侠出价；2）利润真假；3）每年的自由现金流（它几乎不可能是一模一样多，可能还有波动）；4）折扣。这四个变量+折现率，任何一个因素的变化，都可能造成“估值”的不同。

赔钱的投资决定，一定是以下一种或几种因素：①过高的估计了接盘侠出价，被市场繁荣骗；②将假利润当做了真利润，被公司会计骗；③高估了每年产生的自由现金流，被自己的乐观骗；④折扣要求太少，被不确定性骗。

不容易吧？本来就不容易。谁说投资赚钱容易，那一定是骗你的。投资很简单，但并不容易。

要赚钱的投资决策，一定是①保守估计接盘侠的出价；②仔细甄别真假报表利润；③确认自己能够“大体”估算该企业的自由现金流；④至少留出 30%以上折扣。

当然，虽然不容易，但也很简单，比如老唐就多次在雪球说过，我的估值法很简单，两句话：①三年后 15 倍市盈率卖出能获利 100%，我就会买；②高杠杆企业打 7 折。

这里代表着：①三年内有机会在 15 倍市盈率水平交给接盘侠；②能确认利润为真；③能大体预测出三年后的利润水平；④留有一定的折扣，实际上三年能赚百分之五六十就已经满意了。

难点在②，但最难是③。认真读财报——解决②；理解企业、选择那些至少能看清楚三年以后净利润水平的企业——解决问题③，这没有捷径，凡是说有捷径的，要么傻要么坏。

然后嘛，简单了，傻傻地等个便宜价格，再待其远高于 15pe 的合适时机将筹码交给接盘侠。重复。这就是笨笨夹头（价投）投资生活的全部。

（未完待续）……

第217篇.　　估值的误区

唐朝　　来自雪球　　修改于 2016-09-29　13:36

（本文 9 月 8 日发出，是个人公/众/号“唐书房”里 7 篇估值文章的第 5 篇。第 1 和第 2 篇合为 1 篇，以《秒懂估值》为题，9 月 29 日发于雪球）

估值的误区 1

所有的武侠江湖，都流传过武功秘笈的传说，一个关于盖世武功的传说；

所有投资教科书上，都有一个公式，一个关于现金流折现的公式。

公式的大意，是估值需要分五步：

①将企业的发展阶段分为两块，一是短期 N 年的高增长，例如三年、五年、十年；二是 N+1 年之后的永续稳定增长；

②对 N 年内高增长产生的自由现金流，逐年折现加总，得出价值 A。折现的方法，《聊聊估值（下）》里谈过；

③对永续增长产生自由现金流按照“N+1 年的自由现金流/（折现率-增长率）”数学公式，得出 N+1 年的企业价值，再将 N+1 年的企业价值折现到今天，得出价值 B；

④企业价值=A+B，

⑤打个 4—7 折，就是投资者买入价。

很清晰明白吧？**然而，错的。**

公式是对的。但套数据算，是错的。

这个公式里藏着很多陷阱：

1）该企业 N 年内的高增长，你是如何确定的，证据和逻辑是什么？

2）你对 N 年高增长的估算，错误的概率有多大？

3）N+1 年后的永续增长假设，依据的是什么？

4）你真的理解永续两个字有多么恐怖吗？一家当前利润为 1 亿、永续增长率为 15%的企业，值多少钱，你心中有答案吗？

5）4—7 折购买，究竟是 4 折还是 7 折，是梭哈还是分批，为什么？

6）即便你计算企业价值正确，你 7 折买进，然后再跌 40%，你怎么办，为什么？

……

在老唐看来，这陷阱每一步都可能糟蹋掉数以万计的财富。芒格曾说过，数十年来，从没见过巴菲特拿计算器算过企业价值，如果需要计算之后才能投资，收益率一定比较差（大意）。他为什么这么说？你俩不是反复强调现金流折现法是唯一正确的估值方法吗？为什么自己不用？

——用，怎么不用？只不过不是这么用的！**正如老唐说的“财报是用来排除企业的”，他们把现金流折现法，也当做排除企业的工具。**

首先，排除生命周期可能比较短或者自己无法确定的企业。因为企业价值等于其存在周期里产生的所有现金流的折现值，所以生命周期比较短的企业或者无法确定的企业，2 秒以内，巴神心中就发出了“滚粗”的呐喊！

理解了这一点，就能理解巴菲特和比尔.盖茨是挚友，可以将数百亿美元的财富托付给盖茨，但为什么从来不买微软的原因：因为巴菲特知道微软今天赚钱，但不知道微软能赚多久钱，不知道何时会有新的系统、新的科技替代微软，从而导致微软瞬间和柯达一样，坍塌了；

接着，排除利润含金量低的企业。一家企业，如果年复一年的赚取的利润，多是些应收账款，那代表了该企业在产业链上弱势。弱势意味着不具备竞争优势，意味着产品和服务很容易被替代。这样的企业，利润≠可以拿出来支配的现金，今天有可以拿出来支配的现金≠明天会继续有可以拿出来支配的现金，so，滚粗！

使用现金流折现法的投资者，最喜欢的财务报表是酱紫的，你们发现了一定要告诉老唐！

单位：元　币种：人民币

账龄	期末余额		
	应收账款	坏账准备	计提比例
1 年以内			
1 至 2 年			
2 至 3 年			
3 至 4 年			

然后，由于公式的永续增长率对估值影响很大，所以，企业会不会增长，也是现金流折现法投资者关心的重要问题。但这个增长，不是计算增长率为 2%、3%还是 5%的问题，而是展望未来，预计这个企业的产品或服务会越来越强大，还是会越来越弱？

只要能估计未来会比现在更好（好多少，不管），ok，不用去算永续增长部分的估值了，将成长看作

价值的安全边际。按照不增长出价，以无风险回报率对应的 pe 倍数，给企业当前的自由现金毛估估一个价格上限，在此范围内尽力获取折扣即可。

综上所述，现金流折现公式的存在价值，是展示了投资思路：只投①可见的未来，商业模式没有毁灭危险；②在产业链中处于强势地位；③竞争优势会保持强大甚至会越来越强大——的企业。

注意，不是说“只有”投这种企业才能赚到钱，而是说只有这类企业才比较适合现金流折现思路。至于其他企业，主要依赖相对估值法（甚至格老的烟蒂投资大法，实际上也更接近相对估值，只不过他拿资产重置价值来作为“可比公司”），甚至有类似风投依赖的“估值就是估人——投资就是投人”思路，那些一样可以赚钱，只是不属于现金折现思维的保守投资者敢去晃悠的江湖而已。

第218篇.　　格老门与巴神堂之争

唐朝　　来自雪球　　发布于 2016-10-23　21:55

管我财:

“低估逆向平均赢，排雷排千平常心”，这两句话几乎含括了我所有的投资之道，毫无保留。

如果大家要问我，当中最难做到的是什么？我可以肯定的说，“平均赢”与“平常心”是最难的。

“平均赢”是什么？是相信概率，让大概率站在自己的一边。

记得大概就在一年前，我与　@黄建平　说过，不管他如何努力，作为一个 A 股大盘股为主的基金组合，他大概率跑不赢每月折价 1-2%的上证 50 期货，不如直接滚动买入期货。这就是大概率。

但是要让自己接受自己的眼光不如大概率的折价，很难。

@笨笨的投资者 2　他的围棋够牛了吧？如果他要让我 29 子呢？大师也没把握！@小兵 oo9　转山狗牛了吧？要他让我三天两夜，达人也无可挽回。但是，他们不会服的。

在股票市场，我们可以经常找到大让赛的交易对手，强者的偏见往往是弱者的机会。这个市场里，牛人可能对行业判断正确却亏钱了，对行业半桶水的朋友，在大让赛下，判断失误却赚大钱了。这种事并不少见。

华尔街牛逼基金们养着一大批的名校毕业的研究人员，结果还是大概率跑输给大盘，原因值得深思。

“平常心”是什么？是对自我的弱化，充分理解自己的局限性，放弃主观的预判，尊重事实上的大概率而不强求。

还记得去年的折价分级 AB 合併套利吗？不少“价投”只做 1-1.5%低折价的白酒 AB 与银行 AB 合并，美其名为追求确定性，而放弃 3-4%折价的互联网 AB、军工 AB 与创业板 AB 套利。

事实是只承担一天半市场波动的风险，哪来的确定性？别逗了。

赔率 X 概率，作为平均赢的追求者，明显后者更有投资价值。赌场老板不会因为轮盘需要承担更大的“风险”，而只去做百家乐的，前者每局平均赢的概率更高一些。

我们要明白自己都是常人，不是去赌命的，赌命的傢伙才需要完美，而我们仅仅是追求大概率事件下的平均赢，并不用在乎一城一池的得失。作为常人、弱者，只要站在高概率的一边，平均分散下，即便犯错是常态，但犯错还有钱赚也是咱们的常态，可万一押对了呢？

“低估、逆向、排雷、排千”，说的都是增加概率的法门。“低估逆向平均赢，排雷排千平常心”，知

易行难，送给有缘人。

这话题挺有意思。看文中意思，财主是站在格老门里，鄙视巴神堂学徒了。翻了评论，人气很高，评论七八百了，基本一边倒超过九成赞成财主。老唐来发个杂音，支持一下老黄。

首先，格老门和巴神堂都能赚到钱，这个没什么好争论的。财主质疑的也不是这，大致是想表达学巴神比学格老困难的多，普通投资人何必选一条困难的路走呢！——没理解错吧，财主？

就投资口号而言，财主的“低估逆向平均赢，排雷排千平常心”，或者奥特曼的“低估分散不深研”都挺好。而且就是走巴神路线的人，好像也对此没有什么争议，老唐就多次表达了对财主、佐罗、奥特曼等人投资体系的认同。

而且，就投资理念而言，两派的分歧并不大。比如，套用财主的话，我觉着自己的投资理念同样可以表述为“低估优势赢平均，排雷排千平常心”。

怎么解释呢？后半句直接套用财主的说法，或者直接用老唐的《手财》副标题——财报是用来排除企业的——均可。做投资的，当然排雷排千是第一要素，不掉进陷阱、不出现本金的永久性亏损，是投资者获取长期复利的重要条件。至于平常心嘛，就是别去眼红别人一时之间获利比你更多，或者某种方法技巧比你获利多。只要将期望值定在长期获取高于社会平均资金回报，并将所谓牛市带来的高收益视为意外惊喜，我觉着都算平常心。

前半句，我改了一个词，调整了一个字的顺序，可以说道说道。追求低估，是格老门和巴神堂的共同原则，至于低估多少属于可以接受的程度，那更多的是投资艺术的一面，没什么好争议的。倒是对于什么是低估，两派有着根本的区别。格老门偏向于从资产角度看，最好远远低于资产重置价值，这为低估。巴神堂偏向于从收益角度看，最好付出的市价远低于未来从这个企业中可获取的现金，这为低估。的确，对后者的认识毕竟涉及未来，要稍微复杂一点。但前者也并非看看 pb，看看 pe 就足够的。是简单一点，但也没简单多少。

有区别的，是财主讲的是“逆向平均赢”，我说的是“优势赢平均”。

所谓“逆向平均赢”，包含三大核心要素，第一与市场逆行，第二尽可能分散，第三，站在大概率胜的一面。所谓“优势赢平均”，同样包含三大要素，第一选择具有明显竞争优势的企业，第二站在大概率胜的一面，第三获取超越市场平均水平的回报。

这里，区别主要有二，一是财主讲逆向，跟大多数人对着干，难题在于谁是大多数，怎么认识。比如今天雪球的银粉是不是大多数？现在要跟大多数人对着干，该买还是该卖？老唐则不考虑什么向不向，我自盯着价格价值差走，至于其他人，爱顺爱逆，请自便。这样的后果，也许我们有时跟市场同向，有时跟市场逆向，但那只是表象；区别之二，是财主讲平均赢，是指输输赢赢都有之后的总结算，获利。老唐说的是赢平均，指每次下注，都要有证据和逻辑证明回报率会高于平均回报率。

也不难理解，在同样低估的情况下，举例子说，假如老管和老黄在 2013 年某一时刻，同时决定用部分资金投入低估的白酒行业，此时，老管可能选择茅台+五粮液+泸州老窖+洋河股份+山西汾酒，老黄可能选择茅台+茅台+茅台+茅台+茅台+茅台。因为老管讲究不深研，选择用分散来弥补自己所知不深，分散买五星到一星，追求获取（5+4+3+2+1）/5=3 的回报。而老黄追求深入研究，选择其中自己更理解的，经过研究认为更有竞争优势的企业，追求（5+5+5+5+5+）/5=5 的回报，结局就是如果老黄本来研究出茅台是 5

星，事实上茅台是 5 星、4 星或 3 星，那么老黄赢老管；反之如果老黄认为茅台为 5 星，结果是 2 星、1 星甚至零星，那么老黄输老管。所以，老黄的成败，由他的研究结论和事实究竟有多大差异决定，如果他所研究的东东，品质超越平均水平，老黄收益不会差。而看懂一家企业究竟是不是高于行业平均水平，很难吗？也许吧！难者不会，会者不难。不付出，当然难。

我觉着两边仅此而已，没什么高下之分可争的。

各人选自己性格上可以接受，投资上能够坚持的体系就好。

再次申明：格老门的投资体系很好。我知道它能赚钱，但就是学不了、做不到。

那为什么本帖评论区一边倒的赞同财主呢？我的理解，财主给了很多人一个懒惰的借口。似乎只要走上管财主指出的金光大道，只需要随便点点鼠标，看看哪个低估，然后买个 1%或者 2%的，反正每天此起彼伏的，东边不亮西边亮，天天有涨有跌的，心理比较容易接受。

一种很简单，不费事，轻松即可拷贝，并且经过巨 V（名字学自毛巨师）背书肯定能赚到钱的理论，多嘚！反而，类似老黄老唐那种，张嘴就要你先看企业及其竞争对手最近十年的财报，再来讨论这个企业……天哪，好难！

然而，财主真的那么轻松惬意吗？恐怕不是你看到的那么容易。凡是说投资容易的，一般都是郑渊洁一党：写童话的。没有哪种投资方法是容易的。

管财主关注几百只股票，每天要把交易所所有公告全部看一遍，不仅关注国内的，关注香港的，还关注美帝的、德国的、巴西的……，不仅看公告，但凡看见能初步入眼的企业，还要看财报，要拆解企业资产，给各块资产估值，财主将其命名为“翻石头”。你希望学习财主的“低估逆向平均赢，排雷排千平常心”，只要学会怎么鉴别低估高估，怎么找到别人的方向，怎么看出地雷，怎么躲过老千，然后能够像财主一样勤奋去翻石头就行了。难不难？我不知道，反正老唐早说过：我明知道那样能赚钱，我自问做不到。

至于老黄，则属于扎硬寨打呆仗，一个行业一个行业的拱，一个企业一个企业的去熟悉。不追求自己成为多么顶尖的水平，只要超越市场参与者的平均认识就好。对一个行业研究越深，对行业内的信息变动越敏感，对企业跟踪需要做的事情就越少。也许老黄这辈子可能就研究了七八个行业，三五十家企业，前年在雪球说公司甲乙，今天在雪球上说公司甲乙丙，二十年后，说公司甲乙丙丁戊，很无趣，不新鲜。但又不要勾粉，要新鲜干什么呢？那谁不是说过嘛：“投资真的很简单：你只需要找到一些你掌握很多信息并能理解的公司，然后和这些公司绑在一起就行了。就是这样。”——注意，说的是“简单”，可不是“容易”。

说完了。

补充一点：无数次地看到了有人用马化腾低价卖出腾讯股票来说研究企业之难，其实那只是证明了研究某类企业很难。有一尺高的栏，就别想着见栏就跳，这是所谓能力圈的核心要点。

这次真的说完了。

第219篇.　　第四部分：关于茅台

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-06-03　10:53

1）探秘茅台　http://xueqiu.com/8290096439/26447162

2）茅台未来三年利润推算 http://xueqiu.com/8290096439/26720878

3）2014，茅台的倒春寒 http://xueqiu.com/8290096439/28510507

4）茅台的春天 http://xueqiu.com/8290096439/41954532

5）贵州茅台，销售的喜与报表的悲 http://xueqiu.com/8290096439/29298138

6）茅台 2014 半年报初判 http://xueqiu.com/8290096439/30584221

7）茅台 2014 三季报十大印象 http://xueqiu.com/8290096439/32566640

8）回复“炮轰茅台” http://xueqiu.com/8290096439/33425774

9）茅台 2015 年的增长预估 http://xueqiu.com/8290096439/34458461

10）无需担忧茅台酒的销售 http://xueqiu.com/8290096439/37833975

11）茅台 2015 年半年报简析 http://xueqiu.com/8290096439/55497320

12）茅台是因为红军路过才红的吗？ http://xueqiu.com/8290096439/29344747

13）茅台 2015 三季报速读 http://xueqiu.com/8290096439/58259559

14）茅台 2015 三季预收与票据解读 http://xueqiu.com/8290096439/58842984

15）速评茅台 2015 年财报 http://xueqiu.com/8290096439/66447642

16）茅台 2015 年财报阅读补充 http://xueqiu.com/8290096439/66484529

17）茅台的供给侧之忧 http://xueqiu.com/8290096439/66933441

18）茅台 2016 中报速评 https://xueqiu.com/8290096439/74107148

19）2016 年系列酒销售披露数据 https://xueqiu.com/8290096439/79326732

第220篇. 探秘茅台之完整篇

唐朝 来自雪球 修改于 2013-12-09 20:32

（本文发表于 2013 年 12 月 6 日出版的《证券市场周刊》2013 年第 71 期）

摘要：贵州茅台是白酒龙头、价值典范。今年以来，股价大幅下挫，多空双方分歧加大。本文从公开资料中，推算出其历年产销量和库存明细，提供了一份判断其内在价值的参考材料。

转眼间，贵州茅台（600519.SH）已经上市 12 年，拥趸众多，也一直是市场价值投资的典范。去年以来，伴随行业低迷，对于茅台公司的内在价值，市场分歧巨大。笔者根据公开数据，推算出 2000-2012 年间茅台的产量、销量以及库存明细，对投资者更好地判断其投资价值或有作用。

产量推算

表 1：历年生产量测算表（单位：吨）

年度	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
王子酒		1000*	1290*	1301	1445	1274	1283	1266	1242	1752	1748	3024	3234
1000 吨		1200*	1576*	1525	1606	1515	1538	1492	1624	1607	1584	1575	1553
老区茅		400*	400*	1209	1199	1196	1204	1214	1876	1282	1972	1579	1203
700 吨			970	1224	1110	1053	1050	1206	1065	1040	1738	1037	1066
低度茅	1200		470	1583	1516	5144	6224	9685	12117	9114	9160	10759	12290
老线*	3800	5043	4791	3626	6438	3936	3819	2982	4174	4034	4052	4094	4029
自筹*										7000	8500	12900	14500
迎宾*		949	1173	1310	1696	1835	1977	2369	2979	3440	3858	4564	4949
其他*		18	16	16									
总产量	5000*	8610	10686	11794	15010	15953	17095	20214	25077	29269	32612	39532	42824
茅基酒	5000	6643	8207	9167	11869	12844	13835	16579	20856	24077	27006	31944	34641

注：带*号为估算数据，反之为披露数据。

第一列带*号，整列为估算数据。

红色数据为暂时无法解释的异常数据。

表 1 中，老线，指公司未单独披露的、上市前拥有的高度茅台酒生产线估算产量；

迎宾酒，是用经七次取酒后的茅台酒糟，加入曲和糖化酶酿造所得。可近似看作茅台的第八次取酒，产量可按茅台基酒的 1/7 计算；

当年总产量减去王子酒、迎宾酒、其他酒产量，剩余即为茅台基酒产量。其中 2003 年 9167 吨，似乎与公司 12 月宣称的茅台产量过万吨不符。但因总产量 11794 吨及王子酒产量 1301 吨，是公司披露数字，则茅台及迎宾的总量 10493 吨是确定的。而当年迎宾酒销售收入 5611 万，相比 2002 年增幅 93.5%，其销量没有降至千吨以下的可能。因此，合理解释是：公司对外宣称的茅台产量过万吨，包含了王子或迎宾酒的产量。

另，2011 年 11 月 9 日新华网的报道《贵州茅台未来 20 年将打造世界蒸馏名酒第一品牌》中，写到“统计数据显示，2010 年，茅台酒产量 26284 吨”。总产量和王子酒产量已知，若采信 26284 吨茅台的数据，则迎宾酒产量将高达茅台基酒产量的 17.5%，非常反常。所以，估计这 26284 吨是不同的统计口径，此处不予采信。

自筹，代表公司自筹资金投资的产能，自 2009 年起有完工投产项目。

表 2：自筹资金项目建设进度表（单位%）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
A1000	35	55	76	88	89	92 完工	完工	完工	
B2000		16	33	43	53	57	60 完工	完工	
C2000			26	46	77	80	83 完工	完工	
D2000				21	58	63	69	78	
E2000					33	74	90	101 完工	
F2000						40	63	74	
G2000							75	98	
301							34	75	
H2600								68	
王 2000								32	
I2500								2	
系万吨									5
K5800									19
系 7806									

注：A~K 代表茅台酒项目，数字代表项目设计产能吨数；

301，指位于仁怀二合镇的 301 车间，推测产能为系列酒 3400 吨；

王 2000，代表王子酒项目 2000 吨；系万吨，指习酒镇万吨系列酒项目，含 6400 吨高档酱香和 3600 吨中低档酱香；

系列酒 7806 吨项目，2013 年开工。

其他项目公司未披露 2012 年进度，按正常速度推算，除王 2000 和 I2500 外，其他项目应完工或接近完工。

再来看一看表 1 数据推算过程。

招股说明书 39 页称，“已经具备年产 4000 多吨茅台酒的生产能力”；112 页称，“目前企业已具有 5000 吨生产能力”，说明企业上市前产能可能是 4000 多吨，可能是 5000 吨。招股说明书 56 页称“制酒生产设备，生产能力为 5000 吨/年”、“有低度生产线一条，生产能力为 1200 吨/年”，说明企业真实产能上限有三种可能:高茅 2800 多吨+1200 吨低茅、高茅 3800 吨以内+低茅 1200 吨、高茅 4000 多吨+低茅 1200 吨。

招股说明书附录 212 页介绍，“1）茅台酒销售总量按 3000 吨计，老酒配兑比例按 6.5%计，每年需用老酒 195 吨。2）2002 年至 2006 年五年间老酒总用量 975 吨，老酒损耗量 25 吨”。此处提示茅台酒加入老酒比例为 6.5%，与附录 47 页介绍生产高茅需 14.86%老酒、低茅需 11.7%老酒、年份酒需要更多老酒的数据似有冲突。实际无冲突。简单理解就是平均需要 6.5%向茅台集团购买的“老酒”，以及约 8%比购买的“老酒”年份短，但又长于 5 年的较老基酒。同时，此处提示，老酒存储过程，年损耗 0.5%。

按照招股说明书附录数据，王子酒 2000 年吨成本 4.26 万元。参考股份公司和集团公司采购老酒协议价格年递增 4%考虑。王子酒 2001 年的营业成本 1665.4 万，代表着销量约 376 吨。

2001 年总销量 5204 吨，去掉王子酒、迎宾酒、其他酒，茅台酒的销量约 4057 吨。根据茅台工艺特点，基酒约有 25%作为老酒留存及损耗。剩余 75%在三年后加回约成品总量的 15%老酒，存放一年后销售。照此推算，每 100 吨基酒，会有 75 吨基酒加上约 13 吨老酒，形成第五年的约 88 吨茅台商品酒。因此，2001 年销售 4057 吨茅台，意味着 1997 年茅台基酒产量约 4610 吨。从这里可以看出，上市前有“高茅 3800 吨以内+低茅 1200 吨”的生产能力，比较可信。

2001 年，王子酒产量未披露。但根据 2002 年公布的累积产量 2290 吨，及其后数年产量均在 1300 吨上下，估算 2001 年为 1000 吨。

2002 年披露千吨茅台技改项目，累计生产 2776 吨，未披露 2001 年产量。此处依据其后数年产量均在 1500 吨附近，取值 2002 年为 1576 吨，2001 年为 1200 吨。

其他酒，数量很小且 2004 年后不再公布。销售量是根据报表中其他酒营收，与 2000 年的吨单价，简单计算所得。

老区茅台酒扩建工程 2001 年产量 400 吨，为估算值。估算依据是招股说明书附录 116 页，对老区茅台酒改扩建工程的目标描述“改扩建后达到新增 800 吨茅台酒生产能力”。结合项目完成后年产量 1200 吨左右，估算扩建前产量为 400 吨/年。若不估算这个项目的产量，则 2001 年老线产量高达 5191 吨，不合理。

其余年度的数据，均可按照总产量 A 减掉当年王子酒产量 B，得出茅台及迎宾酒产量 C。C/8 得出迎宾酒产量 D，D*7 就是茅台酒产量 E。E 减去各披露项目当年产量，得出老线产量 F。

2010 年，低茅项目产量披露数据，突然从 2009 年的累计 45852 吨（当年 9114 吨），变成累计 9160 吨。

以现有资料分析，有两种可能性：

一是低茅生产线本身不产酒，仅仅是对高度茅台酒进行加水降度，其产量弹性极大。依据也有两条，其一是招股说明书附录127页“本项目主要原料为茅台酒股份有限公司生产的高度茅台酒和各轮次基酒”，其二是招股说明书附录50页“工资费用预测表”显示，低度酒车间仅有23名工人。按照茅台生产工人人均年产量看，23人每年最多酿造不足百吨酒。若采用这种可能，无法解释公司投资1.38亿元建设一个仅仅进行加水降度的车间，无法解释至2009年累计45852吨的低茅产量，无法解释从2010年9160吨，锐降为2011年的1599吨和2012的1531吨的过程，也无法解释总产量和高度茅台产能之间的巨大差额。

本文采用的另一种可能性是，公司自2010年起，低茅生产线披露的“累计生产量”，由“历年累计量”改为“当年累计生产量”。根据招股说明书提示，低度茅台生产设备，预计能正常使用至2006年左右。可能是原生产线经过技改后，坚持至2009年底报废，导致2010年改变了口径。致电公司，未能联系上董秘或证代，工作人员答复是统计口径变了，具体不详。但也有一个疑惑待解：低茅销量最高时，也就2000吨左右。公司为何会乐观到安排年产万余吨低度茅台？

销量推算

表3：历年销售量测算表（单位：吨）

年度	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
茅台	3430	4057	3984	4817	5973	7670	8284	10189	9680	9835	11967	13848	16040
王子	176	108	150	120	293	303	470	1505	1144	1710	1720	2819	4726
迎宾	130	967	1189	1326	1696	1835	1977	2369	2979	3440	3858	4564	4949
合计	3736	5204	5323	6263	7962	9808	10731	14063	13803	14985	17545	21231	25715

注：2000-2002年、2011年和2012年，销量合计数据是公司年报披露数据，其他年份为推算数据。

其他酒的量小，且仅披露了三年，归入迎宾酒；汉酱和仁酒等，自2011年报才提到市场开拓和导入，截至2012年前，销量非常小，归入王子酒。

茅台包含了高度茅台、低度茅台和陈年茅台三大类。低度茅台年销量大体介于900吨-2100吨间。陈年茅台则是公司最难解的谜。简单粗暴的办法，是从2001年的93吨，到2012年的据说600吨之间，拉一条平滑增长线。忽略期间的波动，大约年增长18.5%，会对茅台酒销量数据产生最小500吨、最大3000吨的扭曲。暂无解决办法，搁置。

相对于茅台和王子的基酒而言，迎宾酒不值得公司占用宝贵的储酒库。本文假设公司会尽最大努力，优先将迎宾酒发给渠道。而对比自2004年开始披露的母公司报表，与同期合并报表中的系列酒成本，基本可以佐证系列酒处于尽产尽销的假设。

表4：系列酒营业成本对比表　（单位：亿）

系列酒	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	合计
合并表	0.49	0.51	0.87	1.95	1.78	2.72	2.80	4.56	6.44	22.12
母公司	0.49	0.50	0.90	1.75	2.02	2.47	3.15	5.38	6.63	23.29

以招股说明书附录的2001年销售预测表数值为基础，在保证迎宾酒优先出售的假设下，从披露总销

量 5204 吨里，减去迎宾及其他酒 967 吨，减去王子酒 180 吨，剩余部分为茅台酒 2001 年销量 4057 吨。

2002 年王子酒营收 0.3 亿，对比 2001 年 180 吨王子酒营收 0.37 亿元，可知 2002 销量约 150 吨。从披露总销量 5323 吨里，减去迎宾和其他酒 1189 吨、王子酒 150 吨，剩余为茅台酒 3984 吨。

2003 年 10 月，飞天茅台提价 23%。按照当年四季度营收占比 35.2%计算，相当于全年加权平均提价 8.1%。假设王子酒在市场开拓初期，没有提价。那么当年王子酒营收 0.24 亿元，意味着量萎缩约 20%，销量为 120 吨；　　以茅台酒加权平均提价 8.1%计算，营收 23.2 亿元，同比增长 30.7%，说明量增加 20.9%，达到 4817 吨；加上迎宾酒 1326 吨，当年总销量合计 6263 吨。

2004 年未调价。1696 吨迎宾能带来营收约 7250 万元。王子酒营收 5850 万元，折合销量约 293 吨；茅台营收共计 28.8 亿元，同比增长 24%，说明销量增幅约 24%，约 5973 吨。当年总销量合计 7844 吨。

2005 年未调价。系列酒营收 1.39 亿元。迎宾酒 1835 吨，对应营收约 7844 万元。王子酒完成营收 6056 万元，折合约 303 吨；茅台酒出厂价不变，营业收入和成本同比增长 30.9%和 31.8%，显示茅台酒销售量的增长约 31%，折合约 7670 吨；当年总销量合计 9808 吨；

2006 年 2 月提价 15%。系列酒营收 2.05 亿元，按照系列酒同比例提价估算，1977 吨迎宾酒，带来营收约 9700 万元；王子酒营收 1.08 亿元，折算约 470 吨；　茅台酒营收增长 23.7%，考虑到 15%的提价因素，对应销量的增长约 8%，当年茅台酒销量为 7670*108%=8284 吨；总销量合计 10731 吨。

2007 年 3 月提价 16%。首次出现了茅台酒销量上升而成本下降的现象（见下表），对照营收增幅和成本降幅，可以推算高茅单位成本降低了 25%-30%，低茅单位成本降低了 20%-27%。2003 年前后，未发生高粱小麦价格大幅下降的现象，那么成本的下降，只能是使用自制基酒的结果。系列酒营收 5.36 亿元，按同比例提价测算，2369 吨迎宾营收 1.35 亿元。王子酒营收 4.01 亿元，折合约 1505 吨；茅台酒营收 67 亿元，42.8%的收入增幅，约相当于 23%的销量增幅。茅台酒销量为 8284*123%=10189 吨；

表 5：2007 年茅台营收成本对比表（单位：亿）

	2004	2005	2006	2007
高茅（营收/成本）	24.5/4.07	33.5/5.53	40.5/6.12	56.5/5.61
低茅（营收/成本）	4.26/0.79	4.46/0.83	6.3/0.97	10.5/1.15

2008 年 1 月提价 22%。当年全球金融危机，消费萎缩，假设系列酒没有提价。则系列酒营收 4.69 亿中，迎宾酒 2979 吨约 1.7 亿元，王子酒营收约 3.05 亿元，对应约 1144 吨。茅台酒提价 22%，营收同比增长 15.9%，证明量萎缩约 5%。当年销售茅台酒 10189*95%=9680 吨。　当年总销量为 13803 吨。

2009 年元旦提价 13%。系列酒营收 7.53 亿元，若当年同比例上调出厂价，则 3440 吨迎宾酒营收 2.21 亿元。王子酒营收 5.32 亿元，对应销量 1710 吨；茅台酒营收同比增长 14.8%，证明销量增幅为 1.6%，茅台酒销量为 9680*101.6%=9835 吨。当年总销量为 14985 吨。

2010 年未提价。系列酒营收 7.83 亿元中，3858 吨迎宾营收约 2.48 亿元。王子酒营收 5.35 亿元，对应 1720 吨；茅台营收同比增幅为 21.7%，销量同比增长，约 11967 吨；当年总销量合计 17545 吨。

2011 年元旦提价 24%。系列酒营收 14.51 亿元，假设提价比例相同，则 4564 吨迎宾营收约 3.64 亿元，其余 10.87 亿元，对应王子酒 2819 吨。年报公布总销量 21231 吨，去掉系列酒 7383 吨，茅台酒销量为 13848

吨；

2012 年 9 月提价 32%。若假设年内生产成本不变，当年年报营业成本 20.44 亿元，1-9 月营业成本 16.29 亿元，可知 10-12 月销量占全年的 20.3%。再将前九月均分，大体可知 9-12 月销量占全年的 29.2%。全年量的 29.2%提价 32%，可近似看作全年同比提价 9.3%。系列酒营收 24.23 亿元，同比增幅为 67%。按照全年提价 9.3%估算，4949 吨迎宾营收 4.31 亿元。王子酒营收 19.92 亿元，对应销量约 4726 吨。年报公布总销量为 25715 吨，去掉系列酒 9675 吨，茅台酒销量为 16040 吨。

库存推算

表 6：茅台公司库存明细表（单位：吨）

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
当年生产	16000	6643	8207	9167	11869	12844	13835	16579	20856	24077	27006	31944	34641
外购老酒	343	1500	300	800	2428	400	300	404	130	80	20	0	0
提存老酒	1000	1329	1641	1833	2374	2569	2767	3316	4171	4815	5401	6389	6928
当年销售	3430	4057	3984	4817	5973	7670	8284	10189	9680	9835	11967	15079	16040
使用老酒	515	609	598	723	896	1151	1243	1528	1452	1430	1795	2262	2406
使用基酒	2916	3448	3386	4094	5077	6520	7041	8661	8228	8360	10172	12817	13634
应减水量				235	153	1776	2126	3340	4651	3451	3454	4190	4838
基酒库存	12430	15465	20045	24641	30948	35269	39704	44053	51631	63284	75995	90185	105546
老酒库存	824	3029	4350	6228	10083	11841	12597	15710	18466	21822	25320	29300	33653
茅台库存	13254	18494	24395	30869	41031	47110	52301	59763	70097	85106	101315	119485	139199
生产王子	6983	1000	1290	1301	1445	1274	1283	1266	1242	1752	1748	3024	3234
销售王子	176	108	150	120	293	303	470	1505	1144	1710	1720	1588	4726
王子库存	6807	7699	8839	10020	11172	12143	12956	12717	12815	12857	12885	14321	12829
库存总计	20061	26193	33234	40889	52203	59253	65257	72480	82912	97963	114200	133806	152028

表 6 中，当年生产，指当年生产的茅台基酒。数据来源于表 1。起始数字，由 2000 年产量 5000 吨，加上 1996~1999 年累计量 11000 吨构成；

外购老酒，指股份公司从集团公司购买的老酒。其中 2006 年后的交易，公司仅披露了总金额。此处根据协议价按年递增 4%的条款，计算所得；

提存老酒，按照当年茅台酒产量 20%的提存；

使用老酒，因高茅需加近 15%老酒，低茅需加 11%多老酒，年份酒平均需过半老酒。总体按照当年销量的 15%估算；

使用基酒，按照当年销量的 85%计算；

应减水量，低度茅台是用高度茅台基酒加水降度后存储半年销售，可近似看成当年完成产销。对于低度茅台当年产销差，存储应无需加水。所以，产销差部分需要折算为高度茅台基酒看待。

按照招股说明书附录 47 页提供的低度基酒吨成本 8956.8 元，与高度基酒吨成本 16302.5 元对比，大致可以认为低度茅台中大约含 45%水。这些水量，是多计入产量里的，需要从基酒里减去。

当年低度茅台销量估算，是按照低茅出厂价约为高茅的 3/4 做假设，然后按照低茅占茅台酒营收比例估算所得。

没有加入 2000-2002 年，是因为这三年低茅产量低、销售好，几乎没有余量存下来。

2012 年，公司不再单独公布低茅数据，沿用了 2011 年的比例。

表 7：历年低茅产销差对应含水量（单位：吨）

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
当年茅台产量	9167	11869	12844	13835	16579	20856	24077	27006	31944	34641
当年低茅生产	1583	1516	5144	6224	9685	12117	9144	9160	10759	12290
当年茅台销量	4817	5973	7670	8284	10189	9680	9835	11967	15079	16040
低茅营收占比	16.6%	14.8%	11.7%	13.6%	15.7%	13.8%	11.3%	9.3%	7.2%	7.2%
低茅销量估算	1060	1177	1197	1499	2130	1781	1475	1484	1448	1540
低茅产销余量	523	339	3947	4725	7555	10336	7669	7676	9311	10750
余量对应含水	235	153	1776	2126	3340	4651	3451	3454	4190	4838

表 6 中，基酒库存=（当年生产-使用基酒-应减水量）*95%+去年基酒库存。基酒在生产、运输和存储过程中，会有约 5%的不合格产品和存储损耗；

老酒库存，没有区分外购老酒和提存老酒使用明细。直接用外购老酒及提存老酒累计总量，减去当年使用老酒量，再去掉 0.5%的存储损失；

茅台库存，是老酒库存与基酒库存的累加；

库存总计，是茅台库存与王子库存累加。

另，库存中的产成品忽略，相当于将其还原老酒和基酒看待了。

关于集团公司的老酒，招股说明书 71 页显示，截至 2001 年 3 月底，集团公司共计拥有老酒约 5300 吨；招股说明书附录 211 页“在勾兑过程中，加入一定比例的以前年份经勾兑过的酒，俗称老酒，其储藏期一般在五年以上”，证明截至 2001 年三月底，1996 年 3 月以前的酒累计只有 5300 吨。

2002 年 2 月，天一会计师事务所对集团老酒的评估报告显示，截至 2001 年年底，集团老酒数量为 4657.54 吨。2001 年 3 月底至 12 月底，集团老酒减少 642.46 吨。期间股份公司买走 1843.13 吨，证明集团公司又“产生了”1200.67 吨老酒。然而，自股份公司设立日起，集团已丧失全部茅台酒酿制资产。因此，这些酒只能是由 2001 年 3 月底还不满五年的基酒变成的。

1996 年 3 月前生产的、截止 2001 年 3 月底满五年的，是老酒，没有投入股份公司。招股说明书附录 71 页，谈及集团公司投入股份公司资产时，也未提及老酒。1996 年 3 月后生产的基酒，有部分没有投入股份公司，依然在集团的酒库里慢慢变老。那么，这部分有多少呢？

股份公司自 2000 年之后，共计从集团公司购买老酒 6705 吨。证明自 1996 年 3 月后，集团至少保留了 6705-5300=1405 吨（考虑十年的损耗和不合格基酒，总量应有 1500 吨）基酒未投入股份公司。

如果以 1996 年公司产能按照 3500 吨估算，每次取酒平均约 500 吨。1995 年重阳（11 月 1 日）下的沙，在 1996 年 3 月底后，还能取酒 3 次。1996 年重阳（10 月 20 日）下的沙，当年取酒两次。合计 1996 年取酒 2500 吨左右，去除集团公司保留的 1500 吨左右，带入股份公司的基酒约 1000 吨。

依据茅台酒产酒周期自重阳到端午的特点，可信的推测是，1995 年重阳下沙至 1996 年端午踩曲间生产的酒，归了集团所有。而 1996 年重阳下沙以后的基酒，就是股份公司最老的酒。

招股说明书附录 24 页，1998-2000 年资产负债表显示，公司在 1999 年以前，没有在建工程。1999 年也仅有在建工程 25290 元。因此，基本可以将 1997-1999 三年的产量合计估算为 10000 吨。因此，1000 吨产自 1996 年重阳后的基酒，加上 1997-1999 年累计所产万吨基酒，便是我们推算股份公司存货的开始。

本文很多思路和数据来自@中国资本市场 @有智思有财 @renjunjie @如酒人生 @hbwhzs 等兄台的提点，再次表示感谢。当然，本文的错误，都是老唐自己造成的，跟酒仙们无关。还请雪球上一众酒仙酒神继续给予指导。谢谢。

特别感谢《证券市场周刊》编辑@棒棒糖　MM。在棒棒糖 MM 的支持和鼓励下，本文在一本老牌证券杂志上，变成了铅字，使老唐小小的虚荣了一把，谢谢@棒棒糖

第221篇.　　茅台未来三年利润推算

唐朝　　来自雪球　　修改于 2013-12-21　21:52

贵州茅台目前市盈率不足 10 倍，算得上便宜，但是否足够便宜，要看未来其盈利能力。

本刊特约作者　　唐朝/文（本文刊发于 12.20 日出版的《证券市场周刊》75 期）

12 月 17 日，贵州茅台（600519.SH）董事长袁仁国在供应商大会上介绍，2013 年 1 至 11 月，集团白酒产量 81420 吨，其中茅台酒产量 38452 吨，实现销售收入(含税)347.6 亿元。结合上半年集团实现销售收入（含税）179 亿元看，7-11 月实现了销售收入 168.6 亿元，月均 33.7 亿元，比上半年月均 29.8 亿元提高约 13%，显示了下半年市场景气度略好于上半年。

然而，这距离目标——416 亿元或 436 亿元——仍有不小的差距。本年度仅剩一个月，袁仁国称“预计今年主要目标能够较好完成”，不知信心来自何处。笔者猜测，依据今年飞天茅台销售较好、其他酒受挫较大的情况看，如果将茅台酒相关或利税相关的目标算作“主要目标”，的确有可能做到“较好完成”。另外，袁仁国提供的数据显示，公司的生产形势很好，茅台酒同比增产近 5000 吨，系列酒及其他酒也同比增产近 7000 吨。

12 月 18 日，在经销商大会上，贵州茅台宣布截至 12 月 15 日，茅台酒销售收入增长 28.1%。2012 年全年茅台酒营收 240.33 亿元，假如 2013 年 12 月后两周和 2012 年持平，全年茅台酒营收将确定超过 300 亿元。系列酒 2012 年营收 24.23 亿元，同比按照萎缩 7 成的断崖式滑落计算，公司全年营收至少在 307 亿元以上，增长 25%以上。

根据公司 2012 年股东大会提出的《2013 年财务预算方案》，2013 年的经营目标是：营业收入 317.46 亿元；营业总成本 88.88 亿元，　其中营业成本 23.5 亿元、营业税金及附加 28.3 亿元、销售费用 15.93 亿元、管理费用 25.35 亿元（财务费用-4.2 亿元）。

假设营收比预期少了 10 亿元，按 307 亿元计算，而成本和税金等仍按照 317 亿元营收的对应比例估算，则营业利润约 218 亿元，税后净利润为 163.5 亿元（218*75%），归属母公司净利润则为 155.3 亿元（163.5*95%），如此，每股盈利 14.96 元。

以目前股价计算，市盈率不足 10 倍，算得上便宜。但是否足够便宜，要看未来盈利情况。

目前读到最悲观的看法，是泸州老窖（000568.SZ）总裁张良 11 月称，“自 2012 年以来,行业进入大调整时期,预计该调整期将持续 3-5 年,明年白酒将会更冷,2014-2016 年将是行业寒冬”。按照这个悲观的看法，我们推测一下未来三年茅台情形，可能有助于“酒鬼们”猫冬。

贵州茅台主营单一，产品分为系列酒和茅台酒两个大类，通常系列酒占比不足 10%。为保守估值，我们可将系列酒看成安全边际的一部分，假设其系列酒部分净利润为零。那么，贵州茅台市值，可以依靠茅台酒数量和出厂价格两个因素测算。

图：贵州茅台历年产销量单位：吨

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
茅台基酒产量	20434	23004	26284	30000	33600	38452			
可销售茅台酒	8642	9633	10376	12649	15326	17253	19713	22500	25200

图中是茅台公司历年茅台基酒产量，以及与之对应的可售茅台酒数量。从尽可能保守的角度考虑，基酒产量选取笔者推算数据、公司厂志公布数据、公司经销商大会公布数据三者中较小者。

可销售商品酒数据，是 5 年前（2008 年 1 月生产的基酒 2012 年 1 月可销售，说四年或五年均可）基酒产量的某固定比例。经过按照 70%-88%的不同比例分别模拟，再用已知数据拟合，尤其是考虑 2010 年茅台供不应求的状况。拟合的结果，73%-75%间是最可能的比例。考虑到季老曾在《告诉你一个真实的茅台陈年酒》中说过「每年出厂的茅台酒，只占五年前生产酒的 75%左右」，季老此处所谈的 75%，应当指已加入老酒勾兑完成的商品酒，而非用 75%的基酒再加老酒进行勾兑（此处推翻了笔者上一篇文章中 88%的看法，下划线部分被编辑删了，此处补上）。此处选择可售茅台酒为 5 年前基酒产量的 75%。

可售数量确定了，接下来考虑出厂价格。逻辑推到尽，只要价格足够低，任何商品都可以出清。是保价减量，还是降价出清，取决于哪一个对企业更加有利。我们可以近似的将保价减量的状态，等同于更低价格出清的状态对待。

如果我们选择公司公布过茅台酒销量的 2010 年为基准年，当年含税出厂价 499 元，销售茅台酒 10141 吨，对应合计 108.5 亿元的营业收入。我们可将出厂价设定在自己认为可以出清的任何价格，通过对比销量和价格的乘积，减去营业成本，管理费用、销售费用、财务费用和税收，再去掉少数股东权益，最后得出股份公司净利润。

笔者尝试按照如下 4 条假设进行模拟：

1.能够出清的出厂价设在 499~999 之间（更悲观的可以设更低）；

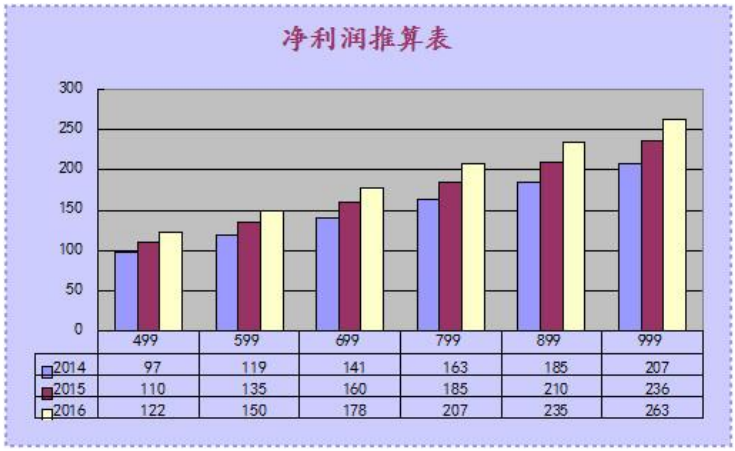
2.平均吨营业成本以 2012 年为基数，年递增 4%。2012 年销售茅台酒按 15326 吨计算，营业成本 14 亿元，吨单价折合 9.13 万元。2014-2016 按 9.88 万元、10.27 万元和 10.68 万元计算；

3.三费占收入比，2012 年为 13.72%，此处取最近 5 年均值 15.58%；

4.营业税等占收入比，2012 年为 9.73%，此处取最近 5 年均值 10.96%。

模拟结果如下图。

2014-2016 年茅台净利润推算（单位　亿）



最后，我们可以很轻松的按照自己的看法，对未来三年里公司的市值或者股价，给出自己的估算数字，并衡量是否值得投资。例如：若我认为，茅台酒在 2015 年会降价到 699 元才能完成其 22500 吨酒的销售，且市场只给 10 倍市盈率，在将系列酒利润视为零的情况下，公司总市值约为 160*10=1600 亿元，或者茅台股票价格为 160*10/10.38=154 元。

12.21 日补充：根据茅台集团党委书记陈敏的最新口径「今年集团预计收入突破 400 亿」，也可以换个角度推算今年的情况：

去年是 353 不到，其中股份公司贡献了 309（264.5*1.17）出头，习酒 30 亿，技术公司 5 亿，保健酒 3.8 亿，葡萄酒及其他渣渣合计约 5 亿。今年酱香系列酒营收是下降 19%。葡萄酒的大气候，今年估计也不会有增长。

假设悲观算，下降的全是股份公司的系列酒，习酒、技术公司等其他公司保持持平，股份公司约 356 亿以上，折合报表收入 304 亿以上。

假设稍微乐观点看，是所有系列酒平均降低 19%，那么股份公司报表收入应该在 364 以上，折合报表收入 311 亿出头。所以，股份公司今年报表上的营业收入，至少会落在 304~312 之间，至于会否在这之上，取决于突破 400 亿，是 401 还是 416、436，太乐观的东西，这样的环境下，懒得去想了。

第222篇.　　2014，茅台的倒春寒

唐朝　　来自雪球　　修改于 2014-03-29　11:15

（本文发表于 3.28 日出版的《证券市场周刊》）

预期增长创下前所未有的新低，股息率骤降，贵州茅台靓丽业绩中犹有阴影，事实上，茅台现在要做的，就是留足粮草，现金为王，静候市场的春天。

本刊特约作者　　唐朝/文

贵州茅台（600519.SH）2013 年报显示，实现营业收入 309.22 亿元，同比增长 16.88%；归属于上市公司股东的净利润为 151.37 亿元，同比增长 13.74%；基本每股收益 14.58 元。同时公司拟向全体股东每 10 股派送红股 1 股并派发现金红利 43.74 元，共分配利润 46.45 亿元。

自茅台上市以来，只有2002、2012和2013年没有完成预定增长目标（分别完成预定增长目标的96%、95%和97%）。但在哀鸿遍野的白酒股中，已然是一枝独秀。正如3月23日1919董事长杨陵江向近百位研究员透露的部分后台销售数据所展示的那样：“现在买茅台的消费者，60%是以前在1919门店购买五粮液和国窖1573的消费者。从开具的发票抬头看，大量的是公司消费，个人消费有增加。现在1919买五粮液的消费者，恰恰是以前买水井坊、沱牌舍得，以及其他中高端产品的顾客。”虽然仅是一家公司的数据，但由于1919门店分布较广，具有一定的代表性，完全可以管中窥豹，2013年市场的真相是：**茅台终端零售价的下降，抢了五粮液和国窖1573的市场。而五粮液则顺势下沉，挤占了其他中高端白酒的市场。**

2013年也是茅台首次在营业收入上超越五粮液（000858.SZ）的一年。自此，茅台在营业收入、净利润、出厂价、终端售价、净资产收益率、高端销量、总资产、净资产、消费者心智定位等几乎所有观测指标上，全面超越了五粮液，成为了高端白酒的唯一王者。

茅台营收从2000年末约五粮液的27%，到2013年末的超过125%，同一期间，净利润从不足五粮液的1/3，到近两倍。这个市场竞争过程即展示了行业龙头强大的竞争力、无人匹敌的品牌拉力，也为茅台管理层的能力作了不容置疑的背书。

但这份靓丽的报表，有两处异常引起投资者的关注：一是管理层预计的2014年增长3%的数据，前所未有的低；二是在现金余额继续增长的情况下，股息率从2012年的占当年净利润的50%陡降至2013年的30%。

财报数据静悄悄的告诉我们：隐藏收入已用完，2014年腾挪空间有限。市场的春天还没有来到，需要预留现金棉袄过冬。

令人担忧的增速和分红

1月下旬，董事长袁仁国曾表示，2014年集团的增长目标为12.5%。就在两周前的两会期间，还是袁仁国，将集团2014年的增长目标改口为9%。依照历史数据，集团的增长主力无疑是飞天茅台。股份公司的增速，通常不低于或高于集团目标。然而，两周时间，股份公司年报出炉，预计增速居然定在3%，令人大跌眼镜。

管理层释放这样一个预期，究竟是希望影响资本市场，还是形势所迫呢？答案是后者。公司在2008-2011年隐藏的收入已经在2012年和2013年的“冬天”里用光了。

表1展示的是公司每年实际销售收入和报表展示收入之间的差距。最后一行中，正数为当年隐藏的收入，是当年实际销售情况好于利润表展示数据。而负数是当年消耗的隐藏收入，是当年实际销售情况低于利润表展示数据。

表1中的“销售收到的现金”，是现金流量表中，当年公司销售商品收到的现金。“应收款项增加”，是公司增加或减少的应收（票据和应收款）。这二者之和，是公司当年实际完成的含税销售收入。将其折算为不含税销售收入后，与报表展示的收入进行对比，便可以发现公司隐藏或释放的收入。

从表1数据可以看出，在2008-2011年供销两旺的时间段里，公司未雨绸缪，隐藏了约50亿元的销售收入，用于等待白酒“冬天”的到来。2012年和2013年，共计释放了43亿元收入，让报表不至于显得很难看。感兴趣的投资者可用同样方法统计2002-2007年收入，会发现同样的轨迹：2002-2006隐藏了约13亿元收入，2007年释放了10亿元收入。

至此，公司的隐藏收入仅有不到10亿元，供管理层腾挪的空间已然不大。这就是为何会定出一个上

市以来最低增长目标的缘由。

表 1：贵州茅台财报隐藏（释放）收入

年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013
销售收到现金	113	118	149	237	289	332
应收款项增加	0.5	2	-2	0.5	-0.3	0.8
当年实际收入	114	120	147	238	289	333
折合不含税收入	97	103	126	203	247	284
报表展示收入	82	97	116	184	265	309
隐藏(释放)收入	15	6	10	19	-18	-25

单位：亿元，数字经四舍五入

至于分红小气，是相对于此前三年的阔绰而言的。如果我们站在当家人的角度，看看公司的现金家底儿后，也许能理解。

年报显示，公司现金 252 亿元，其中约有 30 亿元是关联公司的存款，剩下约 220 亿元，2014 年的规划投资需要 70 亿元左右，还剩余约 140 多亿元。再看现金流量表，会发现公司 2013 年的原料采购、职工开支、广告运输等费用合计超过 82 亿元。手中有粮心不慌，作为公司当家人，怎么地也要考虑留个百亿现金在手。

所以，可供分红的现金，只能 40 多亿元！相对上一年度 66.5 亿元的分红，2013 年挣的更多了，却分的更少了，怎么办？送股。送股对投资者而言，纯属负收益的数字游戏。但市场喜欢。记得某知名投资人曾建议公司拆股，以便“让更多小投资者可以分享茅台的成长”。笔者当然反对。拿出两万元都困难的人，应该“珍爱生命、远离股市”。

简化报表　梳理 2013

将公司资产负债表和利润表简化一下，可以看出其 2013 年的经营状况。

表 2：贵州茅台简化资产负债表

现金	255	关联公司存款	28
预付建设款	43	预收	31
存货	118	应付	55
固定资产	90		
土地	36		
其他	13	净资产　441（归股份公司所有的净资产 426）	
资产合计　555			

单位：亿元，数字经四舍五入

茅台当前市值约 1700 亿元，是净资产的 4 倍。这吓退了很多只喜欢在净资产值附近购买资产的“价值投资者”。

1990 年 4 月 18 日，沃伦.巴菲特在斯坦福商学院演讲时说：“如果一家企业赚取一定的利润，其他条件相等，这家企业的资产越少，其价值就越高，这真是一种矛盾。你不会从账本中看到这一点。真正让人期待的企业，是那种无需提供任何资本便能运做的企业。因为已经证实，金钱不会让任何人在这个企业中获得优势，这样的企业就是伟大的企业。”

净资产这东西，要倒过来看。经济学告诉我们，由于竞争的存在，世界上从来都不存在“利润”这回事。所谓“利润”，都只是某种禀赋的租（对经济学陌生的朋友，可以简单理解为利息）。20 世纪最伟大的

经济学家欧文.费雪开创性地称，“所有可以产生收入的都是资产。收入就是资产的利息”。而投资者要找的，便是可以持续的、不可替代的生租资产。巴菲特给这禀赋起了个名字叫“护城河”。

用茅台举例，可以从两个角度理解净资产。其一，假设某甲以现价从现有股东手上买下所有茅台股票，再以原价卖回给原股东。资产负债表上净资产会如何？会变成1700亿元，PB为1，市盈率不变。PB从4降为1的过程改变了公司价值吗？没有。其二，假设公司现在向银行贷款400亿元，向所有股东按照每股50元，发放合计520亿元的特别股息。其他条件不变的情况下，公司的总资产为435亿元，总负债514亿元。资不抵债，净资产为-79亿元。然而，手持135亿元现金，其他资产不变的贵州茅台，创造利润的能力被降低了吗？没有。它仍然每年创造一百多亿元的净利润，甚至因为税盾（贷款利息税前抵扣）的存在，给股东创造的价值更大了。可见，不考虑公司性质，简单以净资产倍数来考虑投资价值，是有重大缺陷的。

单看白酒主业，我们可将茅台的利润表简化如表3：

表3：贵州茅台简化利润表

营业收入	营业成本	营业税等	三项费用	营业利润	营业外净额	所得税	净利润	归股份公司股东净利润
309	22	28	43	218	4	55	160	151.4

单位：亿元，数据经四舍五入

如果不考虑前文谈到的平滑，这算是一份寒冬里靓丽的成绩单。唯一令人担心的是三项费用的增长速度。相对于上一年度的30亿元，三项费用的增幅超过了四成，似乎有失控的表现。不过细看其构成，我们会发现，这恰恰是一个值得庆贺的信号。

三项费用增加额由6亿多元广告宣传及市场拓展费用和6亿多元管理费用构成。广告宣传及市场拓展费用，从2012年的12.2亿元增加到18.6亿元，从占当年营收的4.6%增加到6%。比例增幅不大，但绝对数不小。这恰恰体现了管理层面对白酒寒冬，积极进取争夺市场的态度。这是做生意必须要花的钱，也是会给股东带来更大回报的投入。

而6亿多元管理费用增加额背后，藏着一个厉兵秣马、大举进攻的茅台兵团。2013年，正值市场低谷，茅台进行了史上最大规模的招兵买马。其员工总数从年初的13717人增加到年末的16800人，新增人员中，78%为生产一线员工。同时，当年吸纳大学本科及以上学历的员工整整800名。员工增加额和增加幅度均为茅台历史之最。回看2001年茅台初上市时，不过3526人，所以，仅今年新进人员，对应的生产能力已经不低于2001年的上市公司了。

缩小万倍，体会下2013年的成就吧：阿茅采购了22万元的原料，花了19万元费用，卖掉收回309万元现钞。被税务局征税83万元，剩了185万元。阿茅领了差旅费、工资和奖金合计28万元，剩下的157万元就是你这个当老板的了。经阿茅申请，你决定拿47万元去花天酒地，剩下的110万元扩大规模投入再生产，让阿茅来年给你赚更多的钱！

高基数导致的倒春寒

2013年，公司生产茅台酒基酒38452吨，系列酒基酒14035吨。当年生产成品商品酒26034吨，销售商品酒25177吨。

根据集团2014年1月10日年度工作总结会公布的数据，“2013年茅台酒的销售量增加了4.96%”，再根据年报中茅台酒成本同比上升12.4%，收入同比上升20.95%，可计算出均价提升为15.23%，制造成本

上升 7.1%。均价提升比例低于 2012 年 9 月 2 日茅台酒提价 32%的比例，这是因为 2013 年年份酒、自营店以及计划外的高价格销量同比均有大幅下降所致。

茅台酒及系列酒合计总销量由 2012 年的 25715 吨，降低为 2013 年的 25177 吨。可知，系列酒的销量降低 1200-1300 吨（约 12%），销售收入减少了 23%，意味着系列酒真实出厂价同比降低约 13%。同时，系列酒成本减少 4%，远低于销量减少的比例，推测滞销的系列酒，主要是成本最低的迎宾酒。

2013 年，按照 819 元的出厂价销售计划内茅台约 1.22 万吨（推测数），带来约 181 亿元（12200*2124*819/1.17）报表收入。公司还按照 999 元的价格释放了 3000 吨计划外产品，带来报表收入约 54.4 亿元。茅台酒总收入 290.55 亿元，减去这两部分收入，再去掉使用的隐藏收入 25 亿元，余额约 30 亿元。去掉未知的、大约是很小的一笔自营店利润，就是年份酒的销售收入，对应不足 300 吨的销量。

2014 年，管理层面对的挑战，一是对年份酒的增长无信心。年报中说到“从政策方面看，对酒类产品尤其高端产品的消费限制性政策态势将常态化和制度化”；二是无法肯定 2014 年能否再次向市场释放 3000 吨的量；三是手中没有了隐藏利润可供调节。因此，对于公司而言，民间消费的春天来了，但首先要面对的，却是因 2013 年高基数带来的倒春寒。

从年报及管理层的表述看，面对上述计划外 3000 吨留下的 50 多亿的“大坑”，管理层准备了三板斧：抓市场、打假酒、推系列。

抓市场，是稳住自己的客户的同时，继续争取五粮液和 1573 的消费者；抓市场，是开展定制酒去创造原本没有的市场；抓市场，是不仅面对国内，也要充当中华文化的使者，走向世界。这一块，看见 3 个 10 亿元不难；

打假酒，是夺回以前因产能无法满足而漏出去的市场份额，至少要争取到那些想买真酒却被骗的消费者。这方面，从辨伪防伪的技术上，从购买的便利性上，茅台公司依然大有可为。这一步，1 个 10 亿元，应该行；

推系列，是要去更广阔的天地锻炼队伍，以应对未来系列酒的产能释放。年报说，公司至少要打造两个系列酒品牌，成为全国化中高端品牌，实现中低端市场的有效扩张。系列酒生产及销售部分，拆分出来，成立独立的公司运作，是非常值得期盼的动作。同时，赖茅品牌的回收启用，也许与此有关。如果用汉酱和赖茅两个品牌，来整合下属系列酒子品牌，应该是步好棋。毕竟，鱼龙混杂、有人使用没人维护的赖茅品牌，一年也能做百亿销售额。现在给赖茅品牌灌入品质更稳定可靠的王子酒和迎宾酒，再加上茅台的背书保证，应该有希望接手原赖茅的市场。这一块，潜力很大，一个到多个 10 亿元，都是很可能的事情。

倒春寒之后是明媚春光

说倒春寒，是认为短暂的寒流后，紧接着是明媚的春天。春天的脚步，可从以下迹象窥见。

首先，分开看 2013 年四个季度的销售数据，我们会发现，对于茅台而言，无论同比环比，均可见本轮衰退已经自 2013 年三季度触底反弹，并在四季度有加速迹象。

表 4：贵州单季营收对比表

	一季度	二季度	三季度	四季度
2012	60.2	72.4	66.7	65.2
2013	71.7	69.6	78.1	89.8
同比	19.10%	-3.87%	17.09%	37.73%
环比	9.97%	-2.93%	12.21%	14.98%

单位：亿元，数据经四舍五入

在茅台产能跟上来以后，预收款指标基本失效。但大致还可以发现公司的生产，被经销商的付款推动着前进的繁忙景象。

三季报预收款 19 亿元，年报预收款 30.5 亿元。茅台的年销售额平均到每周，大约 6 亿元。根据跟进的部分经销商反馈信息看，2013 年公司已经可以做到打款后两周左右提货。因此，三季报的 19 亿元预收款，大约是收款后两周内完成生产、发货到中转仓及经销商提货，而后一周左右票据返回入账。

年报预收款 30.5 亿元，是截止 12 月 31 日的数据。在 2014 年 1 月 28 日，媒体报道的关于茅台销售公司物流中心的文章中透露：“12 月中旬以来，物流配送中心发货量更是明显增大……临近春节，茅台酒销售市场向好……每天经他们配送的茅台酒及系列酒净重就达 180 多吨”。据此推测，30.5 亿元，也仅仅是十余天的款项。

茅台地处西南一隅，交通不便。从公司发货到全国 9 个中转仓、一千多家专卖店，通常需要数日的时间。加上经销商提货，票据返回等时间，相当于十余天销售额的预付款，可以理解为产能和市场需求高度吻合，交钱后就刚好轮到安排包装、发货的状态。这种被钱推动着生产、且能生产出来的企业，是印钞机。

茅台酒的设计产能，在十一五期间，以每年两千吨的速度增加。十二五期间，以每年三千吨的速度增加。2013 年，公司计划基建投资 83 亿元，完成投资 54 亿元（放缓了）。剩余部分加上新增投资合计约 70 亿元，将在 2014 年继续投入。整个十二五的投资规模，合计约 200 亿元，产生约 1.5 万吨茅台酒、约 2 万吨系列酒产能。这将是茅台有能力靠量推动，再次进行高速增长的家底儿。对股东而言，是花 200 亿元买一个新茅台，没有什么并购的回报率能与之相提并论。

由于茅台酒的生产特性，根据以往年份的基酒数据，可以推算出 2014-2018 四年间，每年可供销售的茅台酒数量（见 2013 年 12 月 20 日本刊发表的《茅台未来三年利润推算》一文）。从量的数据上看， 2014 年-2018 年，公司很大概率将重演 2008-2012 年四年的高成长的故事。所不同的是，前一个成长，主要是靠价格驱动。而接下来的成长，将主要靠量的驱动。

量的增长，是否能够被市场消化，是很多对茅台心存疑虑的投资者的担心所在。

在 2012 年以前，茅台的大部分消费来自于公款及相关消费，这才使得出厂价 619 元的茅台，被哄抢至 2000 元以上。只不过，作为投资者要思考的是，究竟是因为戴上官帽，才会爱茅台了？还是因为有了官帽，在抢购茅台的竞争中占据了优势？如果是前者，反腐无疑就断了茅台的销路。如果是后者，只是换另一拨优胜者而已。好酒，不会在竞争中剩下。

管理层在年报里称，白酒行业是中国传统行业，发展至今有四个没有变：一是白酒作为国人情感交流的载体没有变；二是白酒作为中华民族文化符号之一没有变；三是白酒作为国人偏爱的消费品没有变；四

是国人消费白酒的传统风俗习惯和文化习惯没有变。

只要这四个没有变，市场的容量就是巨大的。据中国烹饪协会相关统计数据显示，2013 年中国餐饮业，尤其是高端餐饮业严重受挫。前三季度全国餐饮收入 18178 亿元，限额以上餐饮企业收入 5842 亿元，是二十多年来首次陷入负增长状态。

限额以上餐饮企业，指年营收 200 万元以上、员工 40 人以上的餐饮企业。这个档次的餐饮业消费者，有相当部分是有能力进行茅台酒消费的。以 2013 年前三季度“严重受挫”的 5842 亿元计算，全年约 7700 亿元。按 770-1100 元一桌估，也有 7-10 亿桌。而茅台酒目前的年可销售商品酒不足 0.4 亿瓶，尚不能满足每 20 桌一瓶茅台。

市场空间巨大。至于怎么争取市场份额，交给公司团队去操心吧。作为股东，笔者提醒自己：牢牢记住茅台酒是好喝的酒、高档的酒、越放越香的酒、难于仿造的酒，然后在市场风浪中，坐稳扶好即可。

（声明：本文仅代表作者个人观点）

后记：

1.感谢编辑何凌枫女士给予老唐的鼓励和帮助；

2.文章最后的“好喝的酒……难于仿造的酒”，借用于@renjunjie 兄，谢谢任兄。任兄的原文为：“1、最好喝的白酒； 2、最高档的白酒； 3、最能放的白酒； 4、最难学的白酒。”，此处去掉了“最”字，并非在下不认同“最”，是希望躲避涉及价值判断的口舌之争；

3.篇幅原因，本文省略掉了根据财报及公开资料，估算当年报表中茅台酒及系列酒销售量的过程。我的大体估算是 1.52 万吨茅台，接近 1 万吨系列酒；

4.在“在 2012 年以前，茅台的大部分消费来自于公款及相关消费”一句，原为“在 2012 年以前，茅台的大部分消费，与全国 60 多万县处级以上干部及其关联消费有关”。出于都懂的原因，发表时删掉了这个数据；

5.对于 2013 年终端销售，除了公司出厂的酒以外，还消化了传说中数量巨大的“渠道库存”。这部分渠道库存的消失及其可能的补库行为，是 2014 年茅台销售的潜在利好。但一者因为渠道库存数据不详且不可知，二者以@管我财 兄为代表的一些朋友，认为茅台在 2013 年，通过更大面积的铺货，在渠道上积压了更多的库存。未避免陷入无法统计、无法证伪的“去库存、加库存”之争，这部分，也没有在本文中出现。

第223篇. 茅台的春天

唐朝 来自雪球 修改于 2015-04-25 15:49

（本文发表于昨天出版的《证券市场周刊》）

财报数据显示，贵州茅台实际市场销售情况已经明确反转，且在高端白酒市场上的占有率进一步提升。展望 2015 年，公司的经营目标却明显低调，或许是为即将开始的股权激励作铺垫。

本刊特约作者 唐朝/文

市场也许已经预料到了会很好，但一定没有预料到会这么好！

2014 年 3 月 28 日，笔者在《证券市场周刊》发表了名为《2014，茅台的倒春寒》的文章，提出“对于茅台公司而言，民间消费的春天来了，但首先要面对的，却是因 2013 年高基数带来的倒春寒……短暂的寒流后，紧接着是明媚的春天……2014 年-2018 年，公司很大概率将重演 2008-2012 年四年的高成长的故事”的看法。2014 年 5 月 16 日，依然是在《证券市场周刊》，笔者发表了名为《贵州茅台，销售的喜与报表的悲》，指出“未来三四年内，贵州茅台将迎来市盈率和净利润共同增长、推动股价上升的戴维斯双击行情”。

一年过去了，伴随着 2014 年报以及 2015 年一季报的公布，贵州茅台（600519.SH）的股价创出历史新高。我们需要再次审视一下公司发生了哪些变化。 2014 年公司实现酒业销售收入 315.73 亿元，实现净利润 153.49 亿元，同比分别增长 2.11%和 1.41%。2015 年一季度实现营业收入 85.45 亿元，实现净利润 43.64 亿元，同比分别增加 14.69%和 17.99%。笔者在拙作《手把手教你读财报》一书中，曾对上年度茅台财务数据进行了详细的分析，那么，最新的年度财报数据背后，又隐藏着些什么秘密呢？

强者恒强

茅台实际市场销售情况已经明确反转。这一点，被上市公司利用预收款的调节作用平滑掉了。如果剔除预收款的影响，将能够更直观的看到实际销售的变化趋势。我们用“营业收入+（期末预收款-期初预收款）/1.17”来展示剔除预收款影响后的实际销售。计算结果如图。

图 1：剔除预收款影响的季度销售数据图

从图中明显可见，本轮危机中，茅台的真实销售已经在 2014 年 1 季度触底，并在 2014 年 4 季度创出接近于 2013 年 3 季度的销售巅峰。要知道 2013 年 3 季度的销售额，是通过额外释放了 3000 吨（999 元/瓶）茅台，“出售”茅台酒经销权才换来的。更喜人的同比增长，是 2015 年 1 季度，其真实销售的同比增长居然高达 55%以上。在这个所谓的白酒冬天里，真是摔碎了一地的眼镜儿。

再结合全国春季糖酒会经销商座谈记录上，多地经销商反应的断货情况，以及最近淡季里，居然也出现了部分经销商断货的情况，我们完全可以大胆推测：茅台的春天真的来了。

春天，是行业的春天，还是仅仅是强者的春天？笔者将最近五年来茅台的营业收入和净利润，与五粮液（000858.SZ）、泸州老窖（000568.SZ）、洋河股份（002304.SZ）、山西汾酒（600809.SH）四家传统第一集团军白酒企业的营业收入和净利润之和进行对比，结果显示：经历了冬天以后，茅台愈发强大了，市场占有率强势扩大。五粮液、洋河、泸州老窖、汾酒与茅台的差距越来越大了。

图 2：茅台与五洋老汾营收、利润对比图

很显然，茅台的营业收入与其他四家营业收入之和的比率，从 2012 之前的 40%左右，提升至 2014 年底的超过 70%；净利润之比，从之前的 60%左右，飙升至超过 136%。茅台的领先优势进一步扩大。

更值得称赞的是，在销售增长的情况下，广告宣传及市场拓展费用反而从 2013 年的 16.6 亿元降至 2014 年的 14.9 亿元，降幅超过 10%。对比另一位酒业巨头五粮液，茅台的销售费用不足后者的 40%，但对应的营业收入是后者的 150%，这可能就是品牌拉力的不同吧！ 即使合并管理费用一起看，茅台合计约 50 亿元，占当年营收的不足 16%。五粮液合计 63 亿元，占当年营收的 30%。差距很惊人。

显然，茅台的管理层清楚的感受到了春风拂面。在 2014 年财报中，董事会这样描述对 2015 年的展望：“2015 年将是白酒行业发展困难较多的一年，也是发展形势较为严峻的一年”，用了相对温和的“较”字。

对比 2012 年财报对 2013 年的展望：“2013 年政策压力加大，各种危机事件频发，白酒行业产能过剩、市场需求及价格下跌、库存增高等日益显现，受经济下行压力加大等因素的影响，白酒行业高景气增长态势结束，将进入中低速发展的调整期，行业周期性波动和政策层面限制对白酒行业的调节将在 2013 年完全显现。白酒行业面临前所未有的压力。”

以及 2013 年财报对 2014 年的展望：“从政策方面看，对酒类产品尤其高端产品的消费限制性政策态势将常态化和制度化。从行业发展看，目前行业仍处于深度调整中，复苏时点难以把握，行业未来将会是挤压式‘缓增长’阶段，即使有所恢复，也难以再现高增长，预计 2014 年将是白酒行业发展更加困难的一年”。

从展望对比中，我们能明显感觉到茅台管理层在 2014 年末，对于市场和未来，开始展示积极乐观的一面了。

保守的业绩预测

在情绪转乐观，且已知 1 季度销售极好的情况下，管理层却作出了“预计公司 2015 年度实现营业收入较上年同期增长 1%左右”的经营计划。这又如何理解呢？

公司的确做出了 2015 年普通茅台不增量的承诺，这是意图在 2015 年回报风雨同舟的经销商了。但即便在普通茅台不增量的情况下，春节前后多地断货的年份酒，仍可能给茅台带来部分增量。又或者忽略掉年份酒的增长，公司 2015 年的重头戏“酱香系列酒”，已经单独成立了赖茅酒业和酱香酒营销公司，隆重推出“一曲三茅四酱”（贵州大曲、华茅、王茅、赖茅、汉酱、仁酒、王子、迎宾），并计划在 2015 年获取超过 25 亿元的营收，这将带来约 15 亿元的营收增长。

由于 1 季度系列酒增长迅猛，销售额同比增长高达 137%。对于系列酒全年完成 15 亿元营收增长，有

理由持乐观态度。所以，仅仅确定的 15 亿元系列酒营收增长，相对于公司总营收而言，也应该有近 5%的增长。

系列酒是 2015 年的重头戏。2014 年财报中，公司首次提出了“做强茅台酒，做大系列酒”的战略定位。这当中既有公司对未来白酒消费将向大众消费发展的战略预判，也有飞天茅台的旺销使企业有能力、有可能将资源向系列酒倾斜的原因。更重要的是，自公司 2011 年开始大规模扩张系列酒产能以来，2014 年首次遇到了销售的大幅度下挫（见表 1）。

表 1：系列酒产销困境简表

系 列 酒	2011	2012	2013	2014
产量(吨)	9500	9220	14030	19990
销量(吨)	约 9200 吨上下			5900

截止 2014 年底，酱香系列酒配套技改投入已经完成 66%，301 车间技改项目已经完成 99%。伴随着这两个项目的陆续完工，2015 年系列酒的产量还将进一步提高。系列酒一方面面临销售压力，一方面也从量的角度具备了大展拳脚的可能。因此，系列酒必将从 2014 年以前的“搭头”角色，升级成为公司未来重要的增长力量。

那么，在最低可能达到约 5%的增长情况下，为何公司管理层仅仅提出 1%的低增长目标？笔者猜测，可能与公司即将展开的股权激励方案有关。

公司曾在 2014 年 7 月公告称，将于 2017 年 12 月底前实施对管理层和核心技术团队的股权激励。从流程和时间上推算，至迟 2016 年底前，方案应该会诞生。那么方案的参照基数，只能是 2015 年的营收和利润。

对于在茅台工作和奋斗了大半生的管理层和核心技术团队，这可能将是他们一生中最大的一笔收入了。为此，有控制 2015 年营收和利润基数的打算，可以理解。

作为股东，笔者也期盼股权激励早日出台，让整个核心团队，包括已经 75 岁高龄，为茅台做出过卓越贡献的季克良老先生，有机会参与分享企业增长的财富中去。管理层持股与不持股的不同，可以参照近几年五粮液与洋河的发展轨迹。股权激励的出台，让核心团队与股东利益同心，这是推动茅台继续高速成长的重要原动力之一。

这份财报，也有令人不满意的地方：分红方案。

截至 1 季度末，茅台持有现金超过 280 亿元，2015 年计划新增投资 47.6 亿元，公司却仅仅拿出 50 亿元进行红利分配，大量资金低效沉淀。受地理条件所限，茅台的扩张除了中华村以外，在可见的未来，并没有新区域可供扩张。而茅台每年将产生至少 150 亿元以上的现金。这部分现金如何处理，分红、多元化还是继续支持本地银行？这将决定茅台产能达到天花板以后，企业价值的多寡。

当然，这一天还比较远。看一组最近五年存货中的自制半成品数据，可以让我们畅想一下茅台未来几年的成长空间。自制半成品，指茅台的基酒，它将在酒库里存放四年后变成可售商品酒。

表 2：自制半成品库存 单位：亿元

年　　份	2014	2013	2012	2011	2010
自制半成品期末余额	112.4	85.8	63.9	47.3	35.8

这个数据告诉我们，2014 年，公司从 2010 年价值 35.8 亿元的自制半成品里，拿出 20 亿元左右灌装销售，换回超过 300 亿现金。然后又生产了超过 46 亿元基酒，放回酒库。可以想见，到 2018 年，公司就可以从今日的 112.4 亿元自制半成品里，拿出 50 亿元、80 亿元甚至更多来灌装销售，届时将换回多少现金呢？

~~~~~~

注：本文源自周二早上发在雪球的“茅台财报印象”一文

http://xueqiu.com/8290096439/41374969

稍微理了理，发表于昨天出版的《证券市场周刊》。

关于老唐对免费分享或收费分享的看法，可点击　　http://xueqiu.com/8290096439/37788297

其他发在雪球的、和茅台相关的文章链接，可点击

http://xueqiu.com/8290096439/37593993

第224篇.　　贵州茅台，销售的喜与报表的悲

唐朝　　来自雪球　　修改于 2014-05-18　14:43

本文刊发于 5 月 16 日出版的《证券市场周刊》

数据显示，贵州茅台的半年报会让市场产生极大分歧。悲观者会认为，去掉预收款调节，即便二季度真实销售同比增加 33%-41%，显示在报表上，也不过是 0%-3%的增长，股价会跌；乐观者会认为，即便半年报显示增长为 0%-3%，也代表着公司的真实销售同比增幅达到可观的 33%-41%，产销两旺。

本刊特约作者　　唐朝/文

5 月 10 日，贵州茅台（600519.SH）公布了即将在 5 月 18 日年度股东大会上表决通过的 2014 年财务预算报告。通过这份财务预算报告，可以大致勾画出管理层对 2014 年酒业经营的估计。
~~~~~~

表 1：2014 年预测利润表　　单位：亿元

	2013 利润表	计划增长	2014 利润预测
营业收入	309.2	3%	318.5
营业成本	21.9	11%	24.3
营业税及附加	27.9	9%	30.4
销售费用	18.6	1%	18.8
管理费用	28.3	3%	29.1
财务费用　注 1	-4.3		-4.3
营业利润	217.9		220.1
营业外支出　注 2	3.6		1.2
利润总额	214.3		218.9
税后利润	159.6		164.2
归属股份公司股东的净利润	151.4		156.0

注 1：2014 年公司持有现金量会略高于 2013 年。此处保守估计，依然按照 2013 年的财务费用计算；

注 2：2013 年的营业外收支净额中，有 2.47 亿元为发改委罚款，2014 年无此项支出。其他主要是公益捐赠，暂时按 1.2 亿元估算。

那么，贵州茅台每年发布的财务预算报告，与最终的报表吻合度有多高，是否值得相信呢？用同样的方法统计过去五年（2009 年-2013 年）预算报告与最终财报数据（见表 2），很容易看出茅台管理层在 2011 年和 2012 年的信心膨胀。正因为如此，茅台 2014 年的预算计划将遭遇挑战。

表 2：预测利润与实际利润对比表：　　单位：亿元

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
营收增长计划	8%	8%	45%	51%	20%	3%
计划净利	41.7	43.4	79.2	141.4	160.5	156
报表净利	43.1	50.5	87.6	133.1	151.4	?
报表/计划	103.4%	116.4%	110.6%	94.1%	94.3%	? %

“跑步前进”留遗患

茅台管理层在 2011 年和 2012 年信心满满，一方面来自当时对市场供不应求的乐观估计，另一方面来自公司供应能力的提高（见表 3）。

观察表 3 数据可以发现，正是 2010 年超过目标 16%的战果，以及 2011 年、2012 年将连续出现可售商品酒量同比增长超过 20%的历史最好状态，管理层得出了判断：2011 年和 2012 年，企业经营将出现罕见的价量同步上升带来的叠加高潮。

2011 年公司的销售证实并加强了管理层的这个判断。从现金流量表数据可以看出，公司 2011 年完成的真实销售超过 202 亿元。不但比 2010 年报营业收入数据高出 74.2%，也比自设的 45%高增长目标还高出 20%。这样的情况下，不乐观是困难的。

然而，这次管理层犯了经验主义错误，错误的估计了新任领导人的反腐决心和能力。2012 年初，公司提出了 51%的增长计划，营收要达到 278 亿元。不幸，当年实际完成的销售不足 247 亿元，同比仍然增长 34%。受乐观情绪驱动，管理层动用预收款，强行将营收增长做到 44%。这笔给 2012 年的锦上添花，却必须要艰难的 2013 和 2014 还账。

假设公司 2012 年按照 247 亿元真实销售（同比增长 34%）、2013 年按照真实销售约 285 亿元（同比增长 15%）制作报表，资本市场将会喜悦的发现，贵州茅台在市场寒冬中，傲然地带着超过 70 亿元预收款进入 2014 年。那样，2014 年公司要达到 20%-25%的增长，应该容易。

管理层的一次乐观决定，把 2010-2014 年的增长曲线，从持续成长型扭曲成日落西山状。对于长期投

资者而言，五年总和利润不变，企业内在价值也没有变。然而，对于紧盯短期成长的资本市场而言，预期天差地别。

挤占市场是出路

正因为 2012 年的乐观，给 2013 年和 2014 年带来一个必须啃掉的硬骨头。通过加总 2013 年各季度实收现金与应收票据及账款增加值，可以得出各个季度的真实含税销售额。还原成不含税销售额后，与报表营业收入数据进行对比，我们发现 2014 年茅台报表面临着挑战。

表 4：2013 年季度真实销售与报表销售对照表　　单位：亿元

2013 年	真实销售	报表营收		2014 年	真实销售	报表营收
1 季度	51.5	72		1 季度	62	76
2 季度	49	69		2 季度		
3 季度	88	79		3 季度		
4 季度	95	89		4 季度		

表 4 数据显示，2013 年上半年，公司管理层忙着稳定 1519 的终端零售价，最终将大好市场拱手让给了其他先行降价的酒企。上半年仅取得约百亿真实销售额。是发改委的罚单让企业清醒，并开始放下身段参与市场竞争。

当年下半年数据显示，一旦茅台卷起袖子参与战斗，半年环比真实销售数据增幅高达 82%。即便全部扣除 3000 吨招商行为带来的约 55 亿元营收，下半年环比增长仍然高达 28%。

问题来了。2014 年一季度真实销售 62 亿，同比增长 20%，报表体现营收 76 亿。上半年如果报表营收增长要达到 3%，在不动用预收款的情况下，意味着二季度的真实销售至少要做到（72+69）*1.03-76=69.2 亿元，季度真实销售同比增幅需超过 41%。即便动用预收款，由于一季度末预收款仅剩余 16.2 亿元，假设动用 10 亿预收款，也至少要完成同比超过 24%的真实销售成绩，才能在报表上实现 3%的营收增长。

因此，市场对半年报的分歧会极大。悲观者会认为，去掉预收款调节，即便公司二季度真实销售同比增加 33%-41%，显示在报表上，也不过是 0%-3%的增长,股价会跌；乐观者会认为，即便半年报显示增长为 0%-3%，也代表着公司的真实销售同比增幅达到可观的 33%-41%，产销两旺。

更大的争议，会出现在对下半年的看法。下半年，由于 2013 年同期释放 3000 吨造成的高基数，要想达到 3%的报表增长，价格不变的情况下，同样需要在计划外释放近 3000 吨（含定制酒新增）。如果公司真的如同 4 月 29 日，袁仁国以**《开足生产，扩大市场销售，确保超额完成年度任务》**为题，向以贵州省副省长王江平带队的国资委监管企业观摩团领导所做的汇报那样，公司将确保超额完成年度计划，其全年真实销售将至少达到 13%以上的增长，股东应该会觉得欣慰吧！

乐观想，回看表 3，会发现，若公司今年顺利完成 3%的营收增长计划，历史旧账就算还清了。自 2015 到 2017 年，可售商品酒每年增加百分之十几。由于茅台的忠实消费者基本是在各自圈子中，拥有较大影响力的人，其口味往往是社交活动中的酒品选用的主要参考。因而，在一定范围内，茅台具有类网络效应，即“越多人使用，会导致更多人加入使用”。因此，一年百分之十几的供应量缓慢增长，基本由消费群体的自然扩大所对应，对茅台的销售不构成压力。在价格不变的前提下，量的自然增长，将带来公司营收百分之十几的年增长。考虑到当前不足 11 倍的市盈率，笔者大胆估计，**未来三四年内，贵州茅台将迎来市盈率和净利润共同增长、推动股价上升的戴维斯双击行情。**

悲观想，2013 年下半年的真实销售额，即便去掉招商行动带来的营收，还有 128 亿元营收。考虑到

2013 年渠道或多或少的降库存抛售行为，以及政务消费的基本归零，2013 年下半年真实销售减去招商营收的部分（88+95-55），可以视为当前价格、当前环境下，茅台的民间真实需求。以此推测，茅台年销售收入很难低过 250 亿元，对应不低于 125 亿归属股份公司股东所有的净利润。

至于增长，就要一靠居民收入的增长，带来的产品升级；二靠对其他高端白酒的市场挤压；三靠系列酒及定制酒的扩张了。

继续扩充经销商，增加消费者可接触渠道，争抢庞大的浓香、清香及其他香型的市场，这在本质上取决于酒质。酱香市场份额目前在全部白酒中仅占约 3%。通过企业产量及渠道铺货量的增加，从其他香型的消费者中，吸引部分尝鲜型消费者，并最终固化一部分成为酱香型白酒的忠实消费者，是飞天茅台、茅台系列酒及其他酱香酒厂家必然要走的道路。

后记：

1）感谢周刊编辑何凌枫女士对本文进行的润色和修改；

2）本文实际上是用上周日（5 月 11 日）雪友聚会时，老唐在饭桌上的海吹，整理而来的。感谢@刘马克@易水不寒@欢欢虎 01　@青城山中鸟@stpeace 老范　等兄台在饭桌上与老唐的辩论；

3）本文只是那场聚会中最不起眼的饭桌话题，刘兄马克和易兄不寒的投资体系分享，才是那场聚会最优价值的部分。有兴趣的朋友，可以参看易兄的速写 http://xueqiu.com/7938552283/29196824

4）饭桌上，几乎所有的朋友，都认同茅台的价值，但同时对茅台的产能释放有担心。这个问题，老唐拍脑袋的看法，茅台在满足百分之一人 1 瓶/年，千分之一的人 1 瓶/周之前（对应约 4 万吨商品酒）的产能，毫无担心的必要；至于其后嘛，要看到由于新厂区的建设，最终茅台将有 40 多万吨的储酒库，未来十多年的产能里，相当部分会成为陈年酒的储备，对市场的供应压力，会被推到十多年以后去了。至于十多年以后的供求，老唐不敢预测，我只知道十二年前中国年产销汽车 200 万辆，今天每月产销汽车 200 万辆。

5）　茅台是老唐的第一重仓股，受禀赋效应的影响，也许老唐的看法中有许多自家娃儿好的偏见，请各位看官警惕。

第225篇.　　茅台半年报初判

唐朝　　来自雪球　　发布于 2014-08-03　10:16

（刊发于 8 月 1 日《证券市场周刊》）

从 2013 年全年数据看，报表营收和真实销售的数据已基本接近。资本市场可能要从 2014 年报数据开始，才会重新发现和评估茅台的高成长性。

本刊特约作者　　唐朝/文

近期，白酒类上市公司，陆续发布了中期业绩预告。从预告内容看，市场调整没有完结的迹象，上市酒企依然哀鸿一片。

2013 年，市场有三家上市酒企获得正增长，分别是贵州茅台（600519.SH）、青青稞酒（002646.SZ）

和伊力特（600197.SH）。而截至 7 月 25 日，预告 2014 年半年报亏损的已经有水井坊（600779.SH）、酒鬼酒（000799.SZ）和皇台酒业（000995.SZ）三家。沱牌舍得（600702.SH）、洋河股份（002304.SZ）、老白干酒（600559.SH）、青青稞酒、山西汾酒（600809.SH）、金种子酒（600199.SZ）、今世缘（603369.SH）七家公司，则分别预告了 10%-90%不等的净利润下降。泸州老窖（000568.SZ）、五粮液（000858.SZ），业绩基本确定下降。至于依赖 2013 年同期合计 1.8 亿元的资产减值损失和财务费用造成的低基数，而获得 2014 年一季度营收下降、净利增长的伊力特，半年报收入实现正增长难以期待。至此，以白酒为主业的上市公司，留给市场唯一的悬念，就是行业龙头贵州茅台，能否“龙抬头”了。

销售向好

近期的两则消息，提升了市场对贵州茅台半年报的乐观情绪。

其一，2014 年 6 月 25 日召开的茅台集团与全国各省贵州商会会长座谈会上，贵州省政协副主席、茅台集团公司党委书记陈敏介绍，**茅台集团 2013 年共生产茅台基酒 38599 吨，销售茅台酒 15000 吨，目前已有 2600 亿元的存储量价值。2014 年上半年，茅台酒的销售量与销售收入，分别较 2013 年同期增长了 15%和 16%。**

其二，2014 年 7 月 24 日，贵州日报以《顶住压力　保持动力　稳中有进　稳中向好》为题，刊发了贵州省上半年工业经济发展综述。文中引用贵州省经信委的数据：“烟酒行业稳步发展。**茅台酒产量同比增长 25.7%,包装量同比增长 107.9%,拉动白酒行业增长 14.7%”。**

这两则消息，**相互映证着同一个信息：2014 年上半年，茅台酒销售情况良好，同比增长幅度约 16%左右。**市场对此信息也回以乐观态度：自 6 月 25 日收盘至 7 月 24 日收盘，茅台股价上涨了 15%，同期上证指数涨幅不足 4%。

然而，意图博取半年报行情回报的投资人，需要特别警惕一个问题：**2014 年上半年茅台酒销售的增长，和半年报业绩的增长，可能会出现较大的背离。而此背离完全可能引发市场预期的落空，从而使股价出现大幅震荡。**

报表数据趋同于真实销售

笔者通过数据，分三步来解释这个背离。第一步，依据报表营业收入，与期内预收款变化值，计算 2013 年上半年真实销售数据；第二步，估算 2014 年上半年真实销售数据；第三步，对比报表数据的增长。

下表中是过去五年，以半年为周期，茅台公司的预收款余额变化数据，以及在此基础上测算出的真实销售收入。

表：茅台真实销售收入变化表（单位：亿元）

	预收款余额	预收变化	报表营收	实际营收	实际含税营收	同比增长	环比增长
2009 年上	6.56	-22.8	55.46	35.97	42.09	注：期初预收款 29.36	
2009 年下	35.16	28.6	41.24	65.68	76.85	-0.34%	82.59%
2010 年上	19.68	-15.48	65.87	52.64	61.59	46.33%	-19.86%
2010 年下	47.39	27.71	50.43	74.11	86.71	12.83%	40.80%
2011 年上	49.35	1.96	98.26	99.94	116.92	89.85%	34.84%
2011 年下	70.27	20.92	85.74	103.62	121.24	39.81%	3.69%
2012 年上	40.45	-29.82	132.64	107.15	125.37	7.22%	3.41%
2012 年下	50.91	10.46	131.91	140.85	164.79	35.93%	31.45%
2013 年上	8.35	-42.56	141.29	104.91	122.75	-2.09%	-25.51%
2013 年下	30.45	22.1	167.93	186.82	218.58	32.64%	78.07%

注：1）实际营收=报表营收+预收变化/1.17； 2）实际含税营收=实际营收*1.17； 3）此处忽略了数量极小的可抵扣进项增值税（下文同）。

表中数据显示，**茅台的真实销售收入在 2013 年上半年经历了近五年（也是上市以来）最大的一次考验。真实含税销售收入仅仅 122.75 亿元，同比下滑 2.09%，环比下滑 25.51%。**考虑到 2013 年上半年，公司正逆势而动，忙着坚守 1519 元的零售价，并声称降价的经销商将被严惩，收获这样一个五年最大降幅的业绩，并不值得惊讶。

然而，同期报表却披露了 141.29 亿元的销售收入，折合含税销售收入 165.31 亿元。这与真实销售收入差额 42.56 亿元，是靠动用预收账款而获取的。**真实销售收入与报表销售收入相比，足足高估了惊人的 34.68%。这个高估数据，意味着如果不动用预收款，2013 年上半年真实销售收入，要同比提高超过 34.68%，才能在报表上体现出收入的正增长。**

认识了面对的挑战以后，可以来推算一下 2014 年贵州茅台的半年报业绩了。

根据上文所引述的报道称，“茅台酒销售额提高了 16%”， “拉动全省白酒行业增长 14.7%”，从这两个数据中可以大致推测，上半年茅台酒真实销售数据同比增长应略大于 16%。此数据仅仅谈到的是茅台酒，至于系列酒是否有增长，并没有提及。

2013 年上半年，系列酒报表销售收入为 7.38 亿元，折合含税收入 8.63 亿元。如果考虑到系列酒很少有预收款，且占总销售收入比例很小的情况，可以假设系列酒销售收入为真实销售收入。因此，2013 年上半年的真实含税销售 122.75 亿元中，可以近似的看作 114 亿元茅台酒销售收入及 8.75 亿元系列酒销售收入。

按照 2014 年上半年茅台酒销售收入同比增长 16%，系列酒持平的假设推算，上半年公司完成的真实含税销售收入约 141 亿元。考虑到年初还有 30 亿元的预收款，则上半年以此假设的含税营收上限为 171 亿元，对应能够进入报表的营业收入数字为 171/1.17=146 亿元。(不含财务公司营收，下同。已知上半年财务公司营收 2.94 亿，净利润 1.12 亿）

假设公司保持年初预收款数字 30.45 亿元不变，半年报营业收入将是 141/1.17=120.5 亿元，同比下降 14.7%。参照 2013 年同期净利率（不考虑营业外收支）计算，净利润为 63 亿元左右，同比下降约 13%。

假设公司保持一季度末的预收款数字 16 亿元不变，意味着动用了约 14 亿元预收，则半年报的营收数字将是（141+14）/1.17=132.5 亿元，同比下降约 6.3%。参照 2013 年同期净利率（不考虑营业外收支）计算，净利润 69 亿元左右，同比下降约 5%。

假设公司参照2013年半年报预收款数据，保留8亿元左右预收款，则半年报的营收数字将是（141+30-8）/1.17=139.3亿元，同比下降约1.5%。参照2013年同期净利率（不考虑营业外收支）计算，净利润72.5亿元左右，同比持平。

通过这样的计算，理性的投资者应该知道：当茅台半年报公布时，**无论销售收入同比数据是多少，其上半年营收的真实增长=（报表营收*1.17+预收账款-30.45）/122.75。**股东判断管理层上半年表现的正确标尺，是这个计算结果，而不是报表数据。

我们再顺便看看2013年下半年可喜的转变。

在被发改委开出巨额罚单以后，茅台管理层终于被迫转变了思想。在上下一心的努力下，在茅台品质及品牌的强势拉动下，**2013年下半年，茅台的真实销售取得了同比32.64%、环比78.07%的高增长，成就了茅台有史以来销售业绩最好的半年。仅仅半年的真实销售收入，居然达到了惊人的218.58亿元。甚至比市场最火爆的2010年下半年和2011年下半年真实销售收入的总和，还要高出十亿有余。即使去除出厂价上调的影响因素，这也是茅台历史上最辉煌的销售成果。**这样的辉煌，居然是在行业的冬天获取的，怎不让股东和同行击节叫好。只可惜，除了股价悄悄上涨了四成多以外，市场舆论似乎并没有关注到平淡数字掩盖下的茅台辉煌。

幸好，**2014年半年报一过，人为垫高业绩的历史旧账基本还清了。**从2013年全年数据看，报表营收和真实销售的数据已基本接近。**资本市场可能要从2014年报数据开始，才会重新发现和评估茅台的高成长性。**对此，笔者坚持《贵州茅台，销售的喜与报表的悲》一文（刊发于《证券市场周刊》2014年5月16日）中，对茅台股价的展望：**“未来三四年内，贵州茅台将迎来市盈率和净利润共同增长、推动股价上升的戴维斯双击行情”。**

第226篇.　　茅台三季报十大印象

唐朝　　来自雪球　　修改于2014-10-29　22:58

秉承老唐一贯简单粗暴的作风，直接说十个要点吧：

1）前三季度，酒业销售（不含财务公司营收）带来的营业收入217.2亿，同比下降0.99%。营业总收入（含财务公司营收）221.7亿，同比增长0.77%。归属股份公司股东所有的净利润106.9亿，同比下降3.41%。扣除非经常性损益后净利润107.9亿，同比下降4.64%（去年同期被发改委罚款2.47亿）；

2）前三季度营收217.2亿，其中动用预收款30.5-8.6=21.9亿。故前三季度实际销售为217.2-21.9/1.17=198.5亿。相对于2013年前三季度实销192.5亿而言，实际销售同比增长3%；

3）在确认的营业收入同比降低0.99%的情况下，母公司营业成本增长14%。显示补库行为开始，销售公司历史库存已经清理至低于合理库存的程度，需要母公司额外生产来填补；

4）毛利率略降，从半年报的93.1%，降至三季报的92.67%。原因究竟是年份酒销售继续下滑，还是三季度里系列酒略有起色，数据不足，暂时还做不出分析；

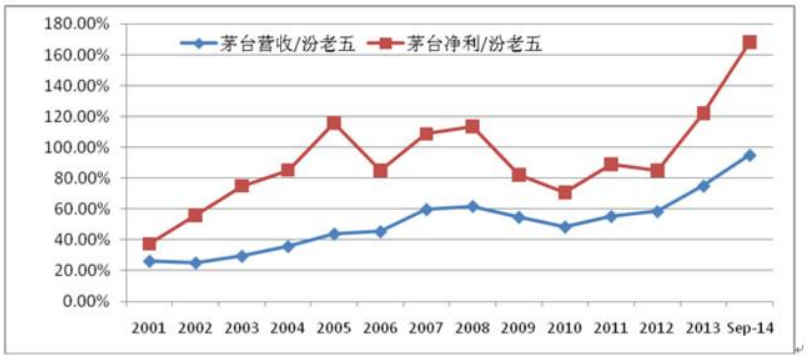
5）三季度单季营收74亿，预收增加3.2亿，实际完成销售76.7亿（74+3.2/1.17），环比二季度实际销售，增长29%。但同比去年三季度，降低12.4%。原因是去年第三季度按照999元单价释放经销商资格，致使单季度实际销售暴增至87.6亿（同比增长36.6%，环比67.9%），抬高了基数；

6）令人欣慰的是，在市场寒冬中，营业收入持平的同时，销售费用还出现了不小的降幅。从去年同期的 11.7 亿，降低为 9.8 亿，降幅约 16%。这与其他白酒企业通过增加销售费用来促进销售，产生了鲜明的对比，产品竞争力高下立判。至于管理费用，由于其中包含固定资产折旧和无形资产摊销，必然随着公司固定资产无形资产的增加而扩大，无需在意；

7）前三季度销售收到现金 220 亿，同时增加银行承兑汇票 11.6 亿，合计 232 亿，足额对应 198.5 亿报表收入（198.5*1.17=232），同比去年前三季度收现 222 亿，增长 4.5%。银行承兑汇票，可以看作打折的现金，算是茅台对于个别资金紧张经销商的扶持政策。即便如此，银行承兑汇票也仅占销售的 5%。先款后货的现金交易，依然占比超过 95%，茅台酒在市场面前，依旧受人追捧，牛气冲天；

8）如果全年要达到 3%增长，四季度需要完成销售约 98 亿。即便考虑到预收可以释放两三亿，财务公司营收能帮衬一两亿，起码四季度单季要完成 95 亿左右（对应普茅约 6400 吨），即需要保证同比单季真实销售下滑不超过 5%（去年四季度真实营收 99.3 亿），如果年份酒没有起色，这个销售额应该说难度比较大。但最坏情况，四季度如同三季度一样，做 77 亿左右（全年营收 298 亿），应有把握。也就是说，2014 年年报营收，推测上就是-4%~3%之间（净利润大约±3%吧），不会大惊喜，也不会很失望。

9）沧海横流，方显英雄本色。市场的危机，正是强者的机会。本轮调整中，茅台的营收和净利，与原第一集团名酒五粮液、老窖、汾酒营收及净利润总和，逐步拉开了差距，显示茅台的市场份额扩张惊人。见下表（洋河上市比较晚，无同口径数据，未纳入）。白酒主要是社交产品，具有强者愈强的特点（喝的人越多，越容易被选择），茅台的消费者群体，才刚刚冒出扩大的迹象，好日子还在后面呢~



10）给茅粉们打打气：茅台上市十多年，固定资产、无形资产和在建工程真正开始大幅增加，是从去年三季末开始的，也就是说，产能的扩张，才刚刚开始。再重复一遍，好日子还在后面呢~！老唐拍脑袋说，在茅台可售商品酒连五万吨都没有的时候，不用我们帮着袁仁国着急销售。5 万吨是个什么概念呢？农村不算，城市 7 亿人，约 2 亿家庭，有 1/3 的家庭，能够在年夜饭上配一瓶中国最好的酒——茅台酒，慰劳自己及家人。1/3 家庭，每家每年一瓶，折合 3 万吨出头，加上现有消费 1.5~1.7 万吨，就是近 5 万吨。这之前，让袁董去扣头皮吧，我们安心熬就是了……

查看原图

暂时就看了这么点内容，后面有新东西再说……。

第227篇.　　回复“炮轰茅台”

唐朝　　来自雪球　　发布于 2014-11-29　20:59

@unite_zhao:

记录：贵州茅台，股息率与自由现金流。

$贵州茅台(SH600519)$

记录：贵州茅台，股息率与自由现金流，2014 年 11 月 29 日星期六。

http://blog.sina.com.cn/s/blog_67c6a6350102v5mt.html

对酒类行业而言，我是一个“外行”，更是一个“小学生”。

对“胆小如鼠”的“小学生”而言，钢铁般的投资纪律是：

只是买入行业第 1 名的企业，没有其他。

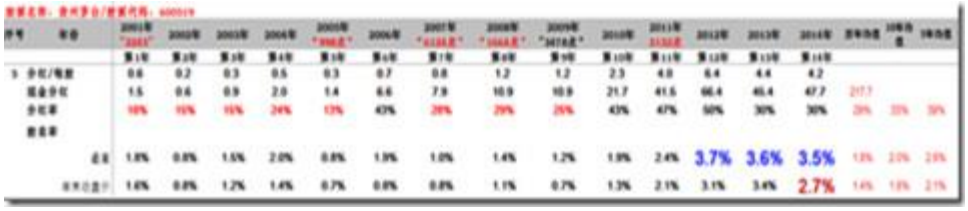
因此，贵州茅台，似乎是酒类行业的不二选择。

纵然如此，我依然无法完全看懂这个企业，更不要谈“预测”。

问题：贵州茅台之分红很“慷慨”嘛？

大众，经常犯错的是：1）回溯历史数据过短；2）不同行业之间比较。

回顾，贵州茅台上市 14 年，历年分红率均值 30%，最高分红率为 2012 年/50%，见下图。



倘若，将贵州茅台“印钞机”企业与重资产“资金极度渴望”企业，进行比较，并不妥当。（正如：“分红率，两千多家保持 30%以上分红率十年以上的不超过 20 家”之说法。）

张裕，中国葡萄酒细分行业第 1 名，历年分红率概约 60%。

世界，烈酒行业 Sector，分红率 Payout Ratio 概约 62%。

Diageo PLC (DEO)/Pernod Ricard SA (PERP.PA)/Brown-Forman Corp (BFb.N)，Payout

Ratio(TTM) 概约 55%/43%/36%。

简单讲，贵州茅台之分红率不是很高，不是慷慨，是“吝啬”。

在此，重申观点：企业创造利润，却不分红或“吝啬”分红，是损害股东利益；早早晚晚，有一天，本应属于股东的利润，会被管理层胡乱投资，俗称“膀胱效应”。

看看，贵州茅台，股东自由现金流的变化吧！“膀胱”效应，正在进行。

问题：贵州茅台之股息率很“值”嘛？

保守主义投资者，夜夜安睡。

回顾，贵州茅台上市 14 年，历年收盘平均股息率=1.4%，历年平均最高股息率均值=1.8%。

最高股息率，2012 年/3.7%，2013 年/3.6%，2014 年/3.5%，见下图。

即使，您有上帝般的运气，买入价格都是上述 3 个年份的最低价，却只能有不到 4%股息。

注意，更加令人费解的是，05 年/06 年/09 年/，贵州茅台仅 0.7%-0.8%股息率，为神马还有人买入？这，就是“贪婪”。

HS300 指数，股息率极限值是 3.5%。

SP500 指数,股息率/Dividend Yield,Mean: 4.42% Median: 4.35% Min: 1.11% (Aug 2000) Max: 13.84% (Jun 1932)。

贵州茅台，以 156 元股价，模拟 2014 年股息率，概约 2.7%。

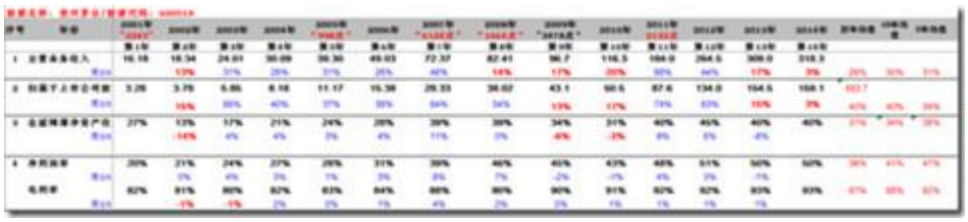
我是，保守主义投资者。3.5%股息率，绝对不是“狗头金”，无法安睡。

（注：至于送股，是降低企业内在价值。）

谁又能保证，未来 10 年，这个企业的收入/净利润，依然保持 30%/40%的年均符合增长呐？

问题：贵州茅台之“真实”ROE？

贵州茅台，ROE 等财务指标，高得让“外行”流口水，见下图。



买股票，就是买企业。

我们，用 156 元/3 倍 PB，买入贵州茅台，得到“真实”ROE=13%。

沪深 300 指数，2013 年平均 ROE=15%，我们以最低 1.4 倍 PB 买入，得到“真实”ROE=11%。

因此，当前，我付出的价格，买入“真实”贵州茅台的收益率，肯定不是“狗头金”。

问题：贵州茅台与 Diageo？

大众，常常用贵州茅台/市值 1800 亿，与 Diageo/市值 4800 亿，进行比较。

从而，认为贵州茅台，还有巨大成长空间，甚至将其猜想，能赶超 Diageo。

在我看来，这是一个“骗人”的鬼话。

无论，股权机制，公司治理，管理层可信度与能力，产品线与市场占有率，品牌推广与营销能力 ••••，贵州茅台的经营能力达到 Diageo？可能性极低。

讲了一堆贵州茅台，不好听的话。

即使，上面种种不利，“安全边际”依然会发生作用。

因此，耐心等待“狗头金”，再狠狠挥棒击打。

==========

附件：

查看原图

老唐回复：

刚跑步回来，就看见赵兄炮轰老唐的爱股“茅台”

赵兄的几个问题，很有意思。或许收藏起来，等茅台跌破 100 元或涨破 400 元时，再回头来讨论，可能会真有收获。雪球的几位资深茅粉，大概对这几个问题已然疲了，懒得说话了，老唐麻起胆子，回复一下赵兄几个疑问：

赵兄观点 1)：茅台历年分红率均值 30%，不但不高，反而算是“吝啬”。

老唐答：历年分红比率不高，是因为挣的太多了。同样投 100 元，一个挣 10 元的企业分 3 元，另一个挣一元分八毛。前者分红率 30%，后者分红率 80%，孰优孰劣？

如果将所有投资人看作一个人，从茅台上市至今，一共投入进去 20 亿现金，13 年到手红利共计 80 亿。剩下的在公司里，按现价有 625 亿属于这个人。或者索性按现价打个对折估算吧，属于这个人的还有超过 300 亿。分红比率的高低，不过是 625 亿（300 亿）和 80 之间的朝三暮四 or 朝四暮三游戏而已。

赵兄观点 2)：贵州茅台当前之股息率约 2.7%，不具备安全边际。

老唐答：想起来刘兄马克传达的巴菲特精神：成长是价值的安全边际。看的见成长，就看的见边际；看不见成长，就看见无边无际……

赵兄观点 3)：用 156 元买入 3 倍 PB 的贵州茅台，“真实”ROE=13%，不高。

老唐答：赵兄其实是在用 pe，无需新概念“真实 Roe”。资产负债表里每行数字都充满着估计和假设，“B”只是个记账数字，与企业价值关系非常小。重资产企业和 轻资产企业的 B，含义有很大的区别，用 PB 指标去换算“真实”ROE，得到的是一个更加虚假的 ROE。个人意见，PB 只适用于银行和破产清算企业。广告：老唐下月出版的《手把手教你读财报》一书中，有一大段专门谈这个。

赵兄观点 4)：贵州茅台的经营能力达到 Diageo 水平，可能性极低。

老唐答：这个问题老唐没答案。既不了解 Diageo 的经营能力，也不知赵兄谈的“股权机制，公司治理，管理层可信度与能力，产品线与市场占有率，品牌推广与营销能力”，其中哪条是茅台的强项，哪条是茅台的弱项。弱项中有多少是不可改变的宿命？所以，对可能性究竟有多大，是否需要变得像 Diageo，都没有确定答案。

茅粉老唐回答完毕，请赵兄批评

精彩评论：

@心平心静:这个老唐说的不对，茅台这么好怎么现在还涨不过随便一只券商股呢？！

唐朝:公司好，只是涨的好的一种，并无一一对应关系

@冲上云霄 66:成长是价值的安全边际。看的见成长，就看的见边际；看不见成长，就看见无边无际，老唐这句话经典[鼓鼓掌]。价值投资有两条安全边际，一种是建立在价格上的，一种是建立在企业上的，两个都有相当有双保险，这样的企业才能让人睡好觉。@唐朝

@冲上云霄 66:老师我还有一个问题请你解释一下，就是观点一意思是企业给股东进行分红，剩下的是为了企业更好发展而进行留存的利润，实质上是为了更好的成长和回报股东？

唐朝:如果留存利润不能创造高于社会平均资本的回报，那么留存利润就是毁灭价值。反之，如果能够创造远高于社会平均资本的回报，那么最好别分——这个大致是巴菲特的表述。当然，对于中国企业而言，分红多了一重令人尴尬的含义：有助于检验收益的真假。从这个意义上说，分红还是必要的，无论企业收益率多高。

@unite_zhao:唐兄，夜跑了？好厉害。。。

我是个外行，让唐兄等资深茅粉见笑了哈，回复如下：

我不是“茅粉”，也不是任何“粉”。

（另外，重仓沪深 300，间接持有茅台，算不算“持有“呐？）

1）唐兄观点：历年分红比率不高，是因为挣的太多了。分红比率的高低，不过是 625 亿（300 亿）和 80 之间的朝三暮四 or 朝四暮三游戏而已。

我的回答：实在接受不了这样理解。分红率高低，某种程度上，表示为：大股东与管理层的企业价值观，他们是否将股东利益放在第一位。

2）唐兄观点：成长是价值的安全边际。看的见成长，就看的见边际；看不见成长，就看见无边无际……

我的回答：好的东西是显而易见的。聪明的投资者，不是“买好的”，而是“买得好”。

3）唐兄观点：赵兄其实是在用 pe，无需新概念“真实 Roe”，　老唐下月出版的《手把手教你读财报》一书中，有一大段专门谈这个。

我的回答：谈过多次哈，数学推导是 PE。唐兄的大作，一定买本，认真学习。

4）唐兄观点：哪条是茅台的强项，哪条是茅台的弱项。弱项中有多少是不可改变的宿命？所以，对可能性究竟有多大，是否需要变得像 Diageo，都没有确定答案。

我的回答：的确如此！谁能知道呐，谁又能预测？

感谢回复与指正。

唐朝回复:

赵兄说：分红率高低，某种程度上，表示为：大股东与管理层的企业价值观，他们是否将股东利益放在第一位；

——老唐答：是否将资金用于高于社会资本平均回报率的项目，才是是否将股东利益放在第一位的标志，而不是分红。按照赵兄所言的话，巴菲特就是最不将股东利益放在第一位的烂管理层，因为剥壳虾就分过一次微不足道的红。

赵兄说：聪明的投资者，不是“买好的”，而是“买得好”。

——老唐答：聪明的投资者有很多种[笑]。反正我赚到钱的，都是买贵了，买了以后不断下跌的股票。精准抄底的股票，除了嘚瑟价值以外，没有其他用处。

@unite_zhao:

唐兄说：是否将资金用于高于社会资本平均回报率的项目，才是是否将股东利益放在第一位的标志，而不是分红。按照赵兄所言的话，巴菲特就是最不将股东利益放在第一位的烂管理层，因为剥壳虾就分过一次微不足道的红。

我的回答：

1）社会资本平均回报率为基准，太复杂，我确实不懂。

2）老巴说”买入皇冠上珍珠式“企业，我信了。因此，只要比较行业“标杆”企业就可以，估摸着能高于市场平均水平。

3）分红率不断提高的企业，如同水貂般稀少。

4）BKR 不分红，是业务模式决定的。BKR 是个投资公司，红利再投资，更有效率。

5）在我看来，贵州茅台的利润，没有逐年提高分给股东，是个很糟糕的事。

唐兄说：聪明的投资者有很多种　。反正我赚到钱的，都是买贵了，买了以后不断下跌的股票。精准抄底的股票，除了嘚瑟价值以外，没有其他用处。

我的回答：

1）抄底？是高手干的事，我这个”低手“，就不参与了吧。

2）霍华德·马克思在《投资最重要的事》中，倡导的”买得好“，其实是两个层面：其一，好的企业；其二，耐心等待，市场价格相对于价值与基本面的极限值，而不是”低估折让“。

综上：我装着胆子，甚至是胡言乱语，认为：如今，买入贵州茅台的人们，都是建立在“这个企业重新回到高增长”的预期之上。

第228篇.　　茅台2015的增长预估

唐朝　　来自雪球　　修改于 2014-12-24　22:27

以这两天茅台经销大会的信息看，2015 年贵州茅台公司里大致能估的东西：

1）普茅不增量不调价，维持在 1.7 万吨左右的量，营收大致会与 2014 持平。2015 年普茅的主要任务，是让茅台经销商挣钱，让市场零售价格维持在千元以上；

2）年份酒已经差无可差，不会更坏。0~10 亿的增加，估计不离谱；

3）高端推出百年辉煌等几款新品，估计能有一点点增长，但目前不好判断前景。暂时按零对待；

4）系列酒团队净身出户，成立独立公司，独立营销，主推贵州大曲（很突兀，这个东西以前是集团的）加茅台四酱。公司给的任务是 25 亿，相当于同比增长约 15 亿。老唐对这块比较乐观，加上和中石化合作的赖茅合计看，粗略估 20 亿增幅吧；

5）定制酒还没有找着发力点，但增长应该会有。随手拍胸口算三亿吧。

6）最好的推销员满世界晃悠，结果茅台的出口部分，居然还没有找到增长点，令人很不舒服。也暂时保守看零增长吧。

以上六大块，合计营收比 2014 年增长 28±5 亿，即 2015 营收约莫 343±5 亿。

至于净利润嘛，大致上，以今年口风看，专卖店及经销商可能会给增加部分工资房租补贴什么的，系列酒开拓市场费用也会适当增加，营业润率按照 69%左右估算，最终折合归属股份公司净利润 168±2 亿净利润吧，每股收益 14.7±0.2 元，同比增长 7%~8%（估计 2014 年净利润 156±1 亿）。以当前价格看，对应 2015 年市盈率 13 倍以内。

12.24 日晚 10 点最新消息：茅台系列酒计划将拿出 39%的股权，根据 2015 年 12 月 31 日的经销商的销售排名启动股改。其中，15%引进全国大型连锁商超，12%用于经销商激励，这部分排名前 15 家经销商才有可能参与，余下的部分用于各总经销品牌单体销售最大的可以获得股权。——然后就是茅台酱香酒股份有限公司上市，经销商们，为了原始股，冲啊~~猴子给给

第229篇. 茅台年产商品酒五万吨之前无需担忧销售

唐朝 来自雪球 修改于 2015-03-11 14:45

在去年 10 月，茅台三季报出来的那天，老唐发表了一篇名为《茅台三季报十大印象》的文章（原文链接 http://xueqiu.com/8290096439/32566640 ）。那是的茅台股价刚刚从坑里爬出来。主流的声音，是下跌过程中的反弹且反弹已经结束（从七月的反弹高点 170 一路阴跌至十月的 150 元出头），凄风冷雨中。老唐文中，给茅粉打了打气，写下这么一段话：

10）给茅粉们打打气：茅台上市十多年，固定资产、无形资产和在建工程真正开始大幅增加，是从去年三季末开始的，也就是说，产能的扩张，才刚刚开始。再重复一遍，好日子还在后面呢~！老唐拍脑袋说，在茅台可售商品酒连五万吨都没有的时候，不用我们帮着袁仁国着急销售。5 万吨是个什么概念呢？农村不算，城市 7 亿人，约 2 亿家庭，有 1/3 的家庭，能够在年夜饭上配一瓶中国最好的酒——茅台酒，慰劳自己及家人。1/3 家庭，每家每年一瓶，折合 3 万吨出头，加上现有消费 1.5~1.7 万吨，就是近 5 万吨。这之前，让袁董去扣头皮吧，我们安心熬就是了……

~~~~~~

这段话在那篇文章下面，被批的体无完肤，有兴趣的可以翻看下面的评论。

今天重提这个话题，是因为老唐刚去微博上晃了一圈，很偶然的看到了一组这样的照片，它们明显展示的是农村里（且是经济条件不算好的农村）过年喝茅台的情景，照片老唐拷贝过来了，原博链接附上：http://weibo.com/2708309407/C7cP68QSs?type=comment#_rnd1426050933068
~~~~~~

这样一组照片，可否引起当时在三季报十大印象下面嘲笑老唐的人思考呢？

不是想说服你们买茅台，而是希望大家能看到人类对美好事物的追求。

喝茅台的需求，不是当了腐败官爷后才产生的。

第230篇.　　茅台2015年半年报简析

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-08-27　22:39

茅台半年报，大概的翻了一遍，和预测基本一致，一份非常精彩的成绩单：营收增幅 10%，净利润增

幅 9%。如果考虑到预收款增加了约 8.6 亿（16 页），说营收增幅为 15%，净利润增幅 14%，也是恰当的。

即使不考虑增加的 21 亿银行承兑汇票（15 页），单纯看收到的现金，同比增加超过 20%（21 页），已经非常漂亮了。随着中华村项目的进展，公司的资本支出有减缓迹象（22 页）。未来如何面对大量现金，是茅台及茅台股东都会异常关心的问题。目前手持超过 300 亿现金（15 页），头痛啊。钱多的让人脑壳青痛，当然，还是比钱少要舒服一点点。

母公司营收大幅增加（20 页），显示生产和供应都很紧张（因为母子公司之间的结算价格基本稳定）。运输费及运输保险费用，从去年同期的 3676 万大幅增加为今年的 5673 万（55 页），产品旺销场面完全可以脑补。营收增加的情况下，广告和市场推广费用居然下降（55 页），品牌拉力显露无遗。

营业成本增幅 18%，大过营收增幅（19 页），主要原因应该是 2011 年茅台酒异常紧俏，高端白酒市场异常火爆时，有机高粱大提价造成的成本增加。

美中不足的有两点：一是，系列酒目前尚未看见有明显起色。系列酒的 25 亿营收目标，时间过半，任务才完成 20%。全年能行吗？有点玄~~希望刚成立的酱香酒营销公司团队，能让人惊艳一下。也希望一曲三茅四酱能争口气。当然，目前系列酒也就是个锦上添花的角色，好与不好，都影响不了大局；二是，去年下半年和今年上半年，基酒产量都不太景气，据说是气（shen）候（mi）原因，希望不会持续。

继续维持发表于 2014-3-28 日《证券市场周刊》上的《2014，茅台的倒春寒》http://xueqiu.com/8290096439/28510507 一文的结论“对于茅台而言，无论同比环比，均可见本轮衰退已经自 2013 年三季度触底反弹……2014 年-2018 年，公司很大概率将重演 2008-2012 年四年的高成长的故事”的看法。

继续维持发表于 2014-5-16 日《证券市场周刊》的《贵州茅台，销售的喜与报表的悲》http://xueqiu.com/8290096439/29298138 一文中提出的“未来三四年内，贵州茅台将迎来市盈率和净利润共同增长、推动股价上升的戴维斯双击行情”判断。

继续维持 2014-12-24 日发表的《茅台 2015 增长预测》 http://xueqiu.com/8290096439/34458461 一文的“2015 年的营收 343±5 亿，净利润 168±2 亿”预测。出于对系列酒推进速度的怀疑，倾向于上述预测的下限。

继续维持目前四成多仓位茅台不动的策略。

第231篇. 茅台是因为红军路过才红的吗？

唐朝 来自雪球 修改于 2014-05-21 15:15

（重发@华尔街 518 兄的精彩评论）

茅台是因为红军路过茅台镇才红的吗？

1、A、事实上，红军经过的不仅仅是茅台镇。红军长征是用脚一路走过去的。而不是直接飞到茅台镇的。并且，也不是永远停留在茅台镇。其他经过的地方几乎都有名酒，江西、湖南、四川、陕西、山西.....且，江西、陕西、山西（八路时代）停留的时间是大大超过茅台镇的，四方面军更是常驻四川，茅台镇只是小住而已。为何现在的汾酒、老窖、五粮液（当时地位还低。）甚至西凤没有茅台酒的地位？可见是舌头的原因。

B、或许，误读者还要问，茅台的发展，离不开周总理的大力支持。当然支持的力度是大的。而总理支持的白酒不仅仅是茅台。江西的“四特酒”还是总理起的名。同样，对于茅台，还曾复制过---珍酒，为何珍酒不曾达到现在茅台的地位？还是舌头的原因。

C、不仅仅是红军的原因。早在民国时，就曾茅台、汾酒，谁是白酒之王（白酒之祖）打过“官司”，官司打到了蒋中正先生那，可见，茅台早就成名。远在红军还未到遵义时，大家就盼着喝茅台了（总理的望梅止渴之计？），可见茅台成名在红军路过之前很久了。

2、权贵们也好，平民也好，喜欢茅台，就是舌头的感觉，无他。与帝王将相宁有种乎无关。

3、清香型生产周期短，产量高，粮食不够，先选汾酒是有道理的。之后随经济的发展，运输的改善，泸型酒产能跟上，选泸型酒。再往后，随着物质的极大丰富，最耗粮的酱香，才有机会提升产量，满足舌头之选。这不是舌头变了，是条件变了---嘿嘿，因果得搞清楚。

结论，如今，各地方酒种充分发掘，通过舌头的充分筛选，才有茅台为王，绝非偶然。中国白酒之王在目前看不到有谁可以替代它。因为舌头还是那个舌头。当然，没有哪个“王”可以永恒，变才是永恒。只是，沧海桑田，在这白驹过隙之中，谁还确保有机会再见另一个白酒之王？

第232篇.　　茅台2015年3季报速读

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-10-24　11:44

刚陪我家领导散步回来，已经有人催解读三季报了。三季报实际上信息量不大的，不要报太大期望。老唐匆忙但还算认真的看了看，就说五句话：

1）2015 年的情况，可能比老唐去年年底做的预估要好。去年平安夜老唐给 2015 年全年做的预估是 168±2 亿净利润，以目前看，实际经营情况比这个要乐观点儿。去年的帖子在这儿 http://xueqiu.com/8290096439/34458461 ；

2）前三季度营收 237 亿，归属净利润 114 亿。预收由年初的 15 亿不到，增加到 56 亿，调节意图明显。假设报表维持年初预收额不动，意味着营收应该多出约 35 亿（41/1.17），归属净利润将超过 130 亿，同比增幅将超过 21%。

3）除了关注预收款之外，还要特别注意到应收票据也大增近 65 亿。预收款数据变化结合销售收现实现的 245 亿看，今年前三季度内搞定的销售，已经达到鼎盛时期的 2012 年全年数据了。如果年底，公司妄图坚持年初预告的 1%增长的话，财报上将不得不继续在预收账款和应收票据两处，鼓出两个巨大的黄金包；

4）应收票据增长 65 亿，有里外两种解释。从公司角度，是让利经销商。收银行承兑，相当于帮助经销商低息贷款了。同时，也是在市场比较关注的预收账款科目已经鼓包严重的情况下，公司的一个“甜蜜的无奈之举”；从经销商角度，使用承兑付款，在茅台酒市场承接不错的情况下，可以套出现金从事其他有利可图的投资，也是一种低风险套利活动。这种出于套现目的的迅速抛售，可以解释茅台酒一面销售迅速，一面一批价低迷的现状。这种情况需要保持关注和警惕其背后的衍生风险；

5）茅台这样的公司，每股股票背后都是一堆盈利前景良好的硬资产支撑，基本上不需要怎么操心，我们负责坐在边上鼓掌便是了。老唐偷偷算过一下，每手茅台股票背后撑着的，是 3000 元现金，1250 元

的固定资产，外加 24 瓶飞天茅台。至于品牌使用权、遍布全国的销售网络、上市公司资格、茅台镇独一无二的微生物环境，以及那些酒师技工，统统白送

第233篇.　　茅台2015三季预收与票据解读

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-11-01　22:35

茅台增长态势良好

（注：本文完成于 10 月 24 日，刊载于前天出版的《证券市场周刊》）

本轮白酒行业调整中，贵州茅台是最快恢复增长的。最新的三季报显示：公司销售商品收到的现金创出历史新高。同时，通过适度放松销售政策，预收款大幅飙升，为业绩的进一步增长奠定了良好的基础。

本刊特约作者　　唐朝/文

10 月 22 日晚，贵州茅台公布了三季度财务报告。2015　年前三季度公司实现营业收入 237 亿（四舍五入，下同），其中酒业销售收入　232　亿。实现净利润　114　亿元，同比增长近 7%。公司总资产达到 776 亿，其中现金及银行承兑汇票合计约 388 亿。

虽然三季报信息量远不如年报和半年报，但依然有两个数据引起了笔者的关注：应收票据和预收账款。从这两个数据入手，抽丝剥茧，能够发现企业经营思路上一些有趣的细微变化。

观察合并资产负债表的应收票据科目，该科目从年初 18 亿出头增加到三季度末的 83 亿，净增加近 65 亿。如果回头细看应收票据各个季度的变化，会发现增长正好始于一年前。在去年三季度以前，应收票据余额长期维持在 3 亿元以下，从去年三季度飙升为 12 亿以后，逐季增加。其变化趋势如下图：

如图所示，预收款数额从 2011 年底达到顶峰后，伴随着本轮白酒业的整体调整，公司依赖前期积累的预收款平滑报表的同时，应收票据科目并没有发生显著波动。这代表公司的销售政策保持稳定，未发生变化。2014 年三季度，公司预收账款数据扭头向上。与以往历次预收增加时的情况不同，这次应收票据数额也出现同样的趋势。很明显，公司销售政策发生了松动，对票据付款的接受程度放松了。

该状况目前有愈演愈烈的趋势：去年下半年增加应收票据约 15.5 亿，今年上半年增加 21 亿，而三季度单季增加额，就超过了过去四个季度的总和，达到了 43 亿多。那么，这个数据变化应该怎样看待呢？

背后又揭示着些什么呢？

茅台所收的承兑汇票，全部是银行承兑汇票，没有变现风险，等于略打折的现金（打折幅度取决于贴现率，参看拙作《手把手教你读财报》41 页）。而经销商用承兑汇票付款，相当于从银行拿到低息贷款（承兑汇票的成本低于短期贷款利率）。这样，茅台愿意收银行承兑汇票，类似在出厂价上对部分经销商作了少许优惠。而经销商则通过信誉良好的茅台酒贸易背景，获取银行承兑，拿到打折的贷款。其间甚至不排除有部分经销商，提货后在承接良好的茅台酒一批市场迅速出清，换取现金在承兑到期之前从事其他投资，赚取利差。这很可能是造成市场旺销和一批价低迷（仅高于出厂价 20 元上下）共存之矛盾现象的重要原因之一。

由此，通过放松销售政策，茅台刺激了经销商的付款提货欲望，边际上增加了当期营业收入或预收账款。虽然具体比例无法得知，但可以肯定，若没有这个销售政策上的放松，公司三季度财报的应收票据和预收账款的数字，应该会同时缩小。

那么，销售政策的放松，是否意味着茅台的增长质量并不可靠呢？笔者的答案是：NO。即便我们完全抛开预收账款，单纯将前三季度销售商品收到的现金，与过去五年的同期做一个对比，我们仍然会发现茅台取得了令人心动的显著增长，其销售收到的现金超过了白酒业景气巅峰时刻，创出了历史新高。确实要为这台功率强大的印钞机点赞！

前期，有券商调研报告称，大约有八至九成经销商已经用完全年额度，财报数据佐证了该调研结果。按照公司 2014 年财报数据及规划的 2015 年增长 1%，推测 2015 年计划营收为 319 亿左右。目前，已经确认的营业收入 231.5 亿，加上经销商已经付款、即将提货的 56 亿预收款（对应 56/1.17=47.8 亿营收），占比已接近 319 亿的 88%。这使公司在四季度具备了很大的政策腾挪空间。

然而，由于年初承诺的三不政策（不增量、不扩商、不降价），使四季度茅台的销售政策充满了压力和变数。2014 年四季度，由于老经销商增加计划量叠加公司扩招新经销商，四季度的销售达到了创纪录的百亿以上。今年四季度，面临经销商基本用完计划，同时承诺不扩招新经销商、不新增计划量。在此种情况下，四季度获取增长的可能性相当之低。

公司管理层明显考虑到了这一层。观察三季报的母公司营业成本和合并报表营业成本，我们会发现母公司生产并交付了成本为18.84亿的商品酒给销售公司。对照三季报92.45%的毛利率，可推算这部分商品酒，对应的营业收入应为249.5亿。而合并报表确认了17.47亿的营业成本，对应营业收入为231.5亿。这意味着大约有成本1.37亿（或出厂价18亿）的商品酒，或积压在销售公司，或已完成销售未入账。由于公司持续流入现金，并持有大量新增预收款，积压不符合逻辑。依此推测，预收款中有大约35亿属于正常生产销售周期中、尚在生产调配以满足需求的正常预收款，而另外约21亿（18×1.17）则属于母公司已交货，只是尚未确认为当期收入的销售。

这18亿已完成营收，基本保证了四季度销售情况只要大致稳定，最终四季度报表营收同比下滑会控制在个位数。反之，若四季度需求强劲，就可在单季度微增的情况下，为明年一季度留出空间。综合以上因素，笔者推测，公司全年营收数据预计在335~345亿之间，同比增长4%~7%。每股收益约13~13.5元之间，对应当前市盈率约15~16倍，仍然属于偏低估值区间。

~~~~~~~~~~~~~~~~

更多分析文章，请参看置顶帖　http://xueqiu.com/8290096439/57193180

第234篇.　　速评茅台2015年财报

唐朝　　来自雪球　　修改于2016-03-23　22:41

茅台的财报出来了，知道很多朋友等的急，老唐先迅速扫了一眼，比较安逸，快速分享几个主要观点吧：

1）2015年茅台的成绩，超过了我乐观的估计。在2014年12月24的这篇《茅台2015的增长预估》里（链接在http://xueqiu.com/8290096439/34458461　），文中我对茅台2015年度估算是：

【2015营收约莫343±5亿。至于净利润嘛，大致上，以今年口风看，专卖店及经销商可能会给增加部分工资房租补贴什么的，系列酒开拓市场费用也会适当增加，营业润率按照69%左右估算，最终折合归属股份公司净利润168±2亿净利润吧。】

事实上，今年报表营业收入是334亿，其中酒类营收是326亿（差额是财务公司的），似乎看上去比我的343±5亿少，但事实上，我们看一眼预收款就知道了。预收创出了历史新高，已经超过了之前历史鼎盛时期的2011年（当时是70.3亿），达到了82.6亿，比年初的14.8亿整整高出了近67.8亿。

这67.8亿，如果进入利润表营业收入项目，将直接增加营收58亿。远远的超过了我2014年底估计的上限348亿。同样，按照归属母公司净利润占营业收入的比例折算，58亿营收至少增加27.5亿以上的净利润。所以净利润也远远超过了我2014年的估算上限170亿。实际上，这58亿营收，是已经完成了的。母公司利润表营业成本和合并利润表营业成本之差有4亿。母公司卖了29亿成本的酒给销售公司，合并报表说完成了25亿成本的销售，然后画外音“公司木有存货，公司零库存”，这就出卖了财务总监了。4亿成本的酒，按照毛利率93%反推，就是58亿营收，财务总监，哪里走，站住，保证不打死你~~

2）利润的含金量依然极高，现金流量表的销售商品收到的现金高达370亿。这还是在扶持部分资深经销商，放松付款条件，接受银行承兑票据的情况下做到的。应收票据85.8亿，比年初增加了67亿出头，且全部是银行承兑票据。关于票据问题，可以看我在2015年三季报出来后，写的《茅台增长态势良好》
~~~~~~~~~~~~~~~~

一文中的分析，链接在这儿 http://xueqiu.com/8290096439/58842984

3）分红比率大大提高了，这对茅台股东及资本市场来说，都是特别开心的事儿。分红金额高达 77.5 亿，分红比率达到了 50%。老唐曾在《手把手教你读财报》一书的第 16 页写过【贵州茅台，于 2001 年 8 月上市。上市前，公司净资产不足 5 亿元，上市募集资金近 20 亿元，其后再未从市场融资。历年已实施的现金分红超过 220 亿元，其中近 80 亿元为公众股东所得。目前，公司净资产超过 450 亿元，市值约 1800 亿元，其中 35.1%为公众股东所拥有】。

这段数据的“历年”之后部分，今天可以改成【累计实施现金分红 300 亿，其中近 110 亿为公众股东所得。目前，公司净资产超过 640 亿，市值约 3000 亿，其中 35.8%为公众股东所有】，这就是茅台传奇，简单理解，当日认购新股的所有股东看作一群人，这群人就是投了 20 亿，持有了 15 年，分到手现金 110 亿，目前股票值 1070 亿，就这么个账。至于这群人之间买来卖去的，那没法算，也没必要去算了。

4）还有一个好消息，出口部分出现了高达 33.6%的增长。这是一个非常令人惊喜的增长。同样在《茅台 2015 增长预估》一文里，老唐还埋怨过【最好的推销员满世界晃悠，结果茅台的出口部分，居然还没有找到增长点，令人很不舒服。】今天看到这个 33.6%，舒坦多了。

5）报表强制性的压成这样，预收款蓄水池已经要溢出来了，而且更恼火的问题是，据说一季度销售爆好。公司依然定了一个营收增长 4%的目标，现在估计头痛的是，怎么样才能把 40%作成 4%，哈哈哈哈哈哈。2015 和 2016 定的低目标，老唐在去年 4 月的文章《茅台的春天》（链接在这儿 http://xueqiu.com/8290096439/41954532 ）里写过，猜测上和股权激励有关，原话是

【在最低可能达到约 5%的增长情况下，为何公司管理层仅仅提出 1%的低增长目标？笔者猜测，可能与公司即将展开的股权激励方案有关。

公司曾在 2014 年 7 月公告称，将于 2017 年 12 月底前实施对管理层和核心技术团队的股权激励。从流程和时间上推算，至迟 2016 年底前，方案应该会诞生。那么方案的参照基数，只能是 2015 年的营收和利润。

对于在茅台工作和奋斗了大半生的管理层和核心技术团队，这可能将是他们一生中最大的一笔收入了。为此，有控制 2015 年营收和利润基数的打算，可以理解。

作为股东，笔者也期盼股权激励早日出台，让整个核心团队，包括已经 75 岁高龄，为茅台做出过卓越贡献的季克良老先生，有机会参与分享企业增长的财富中去。管理层持股与不持股的不同，可以参照近几年五粮液与洋河的发展轨迹。股权激励的出台，让核心团队与股东利益同心，这是推动茅台继续高速成长的重要原动力之一。】

这个比较敏感，不深入聊了。反正投资者的都明白，肉在锅里，早吃晚吃早晚要吃。至于投机者，投机者看不上这种蜗牛吧

6）最后，老唐要说个不好的消息：继 2014 年茅台基酒低产，2015 年可能情况更糟糕。茅台基酒及系列酒产量居然比 2014 年少 8000 吨。据茅台集团的数据，2015 年茅台基酒仅仅完成 3.22 万吨，比 2014 年减少约 6500 吨，减产比例高达 17%。这是个重大问题，直接关系到茅台的未来。虽然老唐曾多方打听，但由于茅台酒的生产过程的部分因素，仍是科学的未解之谜，目前也就归于天气。

茅台基酒的产量，直接关系到四五年以后，究竟能生产多少茅台酒来销售。让我们期盼 2016 年风调雨顺，茅台基酒产量过 4 万吨吧。再次重复一下老唐 2014 年 10 月发表的文章里的一个观点：在茅台商品

酒产量不足五万吨的情况下，根本无需担忧其销售（链接在这儿http://xueqiu.com/8290096439/32566640 ）。商品酒产量五万吨，代表需要茅台基酒年产七万吨以上，扩产扩产扩产，想尽办法扩产

大致就先这样吧，各位先品着。我也才花了几分钟翻了一下，还没来得及细看呢，且待我慢慢看来，若有新东东，明天再写。你若看到什么新东西了，也可以直接在这下面补充。

第235篇.　　茅台2015年财报阅读补充

唐朝　　来自雪球　　修改于 2016-03-24　13:40

刚刚抽空看完了，再补两个小截图，其他好像也没啥要补充的了。

第一张，应收账款截图。直接看前面三行空白即可。每年三四百亿销售，连续三年没产生一分钱应收款遗留，揭示的东西很简单，一看就懂。

单位：元　币种：人民币

账龄	期末余额		
	应收账款	坏账准备	计提比例(%)
1年以内			
1至2年			
2至3年			
3至4年	41,307.99	16,523.20	40.00
4至5年	588,526.00	382,541.90	65.00
5年以上	2,981,784.04	2,981,784.04	100.00
合计	3,611,618.03	3,380,849.14	93.61

第二张销售费用截图。关注两点，

1）在实际销售增长高达两三成的情况下，公司的广告宣传及市场拓展费用还降低了2.6亿，降幅高达17%以上。这里涉及到老唐曾经多次谈到过的关于企业产品或品牌的拉力和推力的问题。有拉力的，经营轻松，护城河日日扩大。靠推力的，需要时刻警惕，随时绷紧弦。当然，不是说推力不好，而是拉力企业和推力企业需要关注不同的东西。

2）运输费用及运输保险费用增长3100万，增幅达到36%。运输及保险，简单理解就是和公司发货数量同比增长。在我的《手把手教你读财报》第6页，提到了通过运输费用等细节关注企业销售的真实情况的方法，这些一般是财务部门很少注意到，也很不容易抹掉的痕迹。

当然，由于产品销售结构不一定完全相同，同期运价也不一定完全相同，所以不能直接靠此去推测销量，但配套其他数据中得出的真实销售增长在两到三成之间，这个运输及保险费的增幅，可以作为一条细节证据。

36、 销售费用

单位：元　币种：人民币

项目	本期发生额	上期发生额
广告宣传及市场拓展费用	1,231,606,744.51	1,493,135,352.99
运输费用及运输保险费用	117,065,865.85	86,005,826.10
营销差旅费、办公费	43,486,842.34	37,996,484.94
其他	92,802,066.51	57,595,787.03
合计	1,484,961,519.21	1,674,733,451.06

主要内容基本还是昨晚的《速评2015茅台财报》谈过的http://xueqiu.com/8290096439/66447642

再补一段和@草帽路飞　兄聊天引发的对今年茅台会否涨价的看法（注意，这个纯属个人推测，不是

财报内容）

路飞：请问茅台什么时候提高出厂价？

唐朝：我个人估计今年不会。

路飞：为何？现在市场在倒逼提价。

唐朝：一者去年和今年的增长计划，赤裸裸地是压低基数，这个事关管理层和核心员工几十年的奋斗有没有回报的问题。二者经销商已经过了几年苦日子了，从营销的角度考虑，也要给他们留点空间，这样队伍才能持续和稳定。如同李嘉诚说的，合伙的时候，如果合理是我 6 他 4，我一定会做 55，让伙伴“捡到便宜”，才会有更多人送来更多的 5（大意）。个人理解，仅供参考。

路飞：有道理，等股权激励计划出来后，提价才会上日程表。

第236篇.　　茅台的供给侧之忧

唐朝　　来自雪球　　修改于 2016-05-14　13:37

（成文于 2016 年 3 月 26 日，刊发于 2016 年 4 月 1 日的《证券市场周刊》）

贵州茅台 2015 年财报数字靓丽、分红金额喜人，然而背后隐藏的产能、原料及战略方向等问题，也颇令人担忧。

本刊特约作者　唐朝/文

经过三年的酒业寒冬，茅台在中国高端白酒的市场份额，已经从三年前的不足一半，扩张到今日的三分天下有其二了。2015 年的茅台集团，风光无限。公司利润占整个贵州省国资委监管及参股企业利润总和的 87%，上缴利税占全省公共财政预算收入的 11%，为贵州省首次突破万亿 GDP 贡献了卓越的力量，受到了省委书记陈敏尔及代省长孙志刚的大力表扬。

3 月 24 日，贵州茅台（600519.SH）又交出一份靓丽的成绩单。2015 年度实现白酒销售收入 326.6 亿元，同比增长 3.44%；实现归属于上市公司股东净利润 155 亿元，同比增长 1%；拟向全体股东每 10 股派发现金红利 61.71 元(含税)。

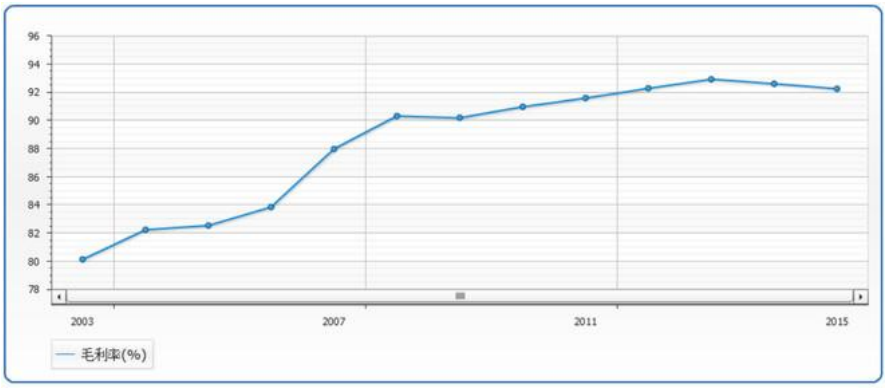
真实销售增幅超两成

单看报表数据，分红率提升、分红数额巨大，令股东欣喜，但个位数的增长似乎并不足以用靓丽形容。然而，若我们假设公司产品运输中转速度基本不变，将年终预收款 82.6 亿元与年初预收款 14.8 亿元对比，会发现当年有高达 67.8 亿元（含税）新增销售收入，并未在 2015 年财报确认。

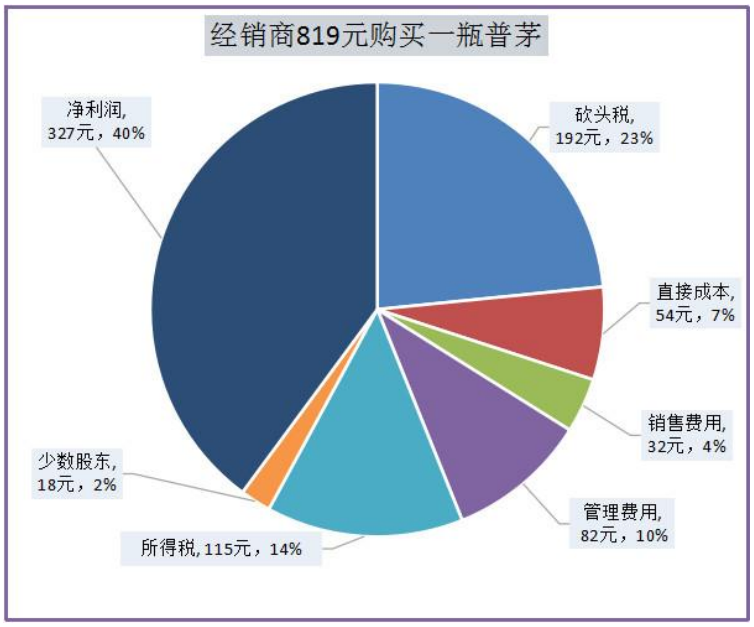
稍作市场调查就能知道，2015 年底，茅台酒供销两旺，公司基本零库存。这部分营收仅仅是出于调节需要，被人为地放在了 2016 年一季度的销售中。考虑到此因素，2015 年的真实营收及利润增长均超过两成，足够靓丽。

毛利率及净利率微降

2013 及 2014 年度，公司均有“购买一定数量、单价为 999 元的茅台酒，即可获得经销商资格”的招商政策，2015 年无此政策，故加权平均出厂价略低。受此影响，毛利率微降至 92.23%，略低于 2013 和 2014 年，与 2012 年度水平基本持平。



受《贵州省国税局关于核定部分白酒产品消费税最低计税价格的通知》影响，公司消费税税基提高，净利润率降低 1.15%至 50.38%。以 2014 年营业税金占营业收入之比 8.83%，2015 年为 10.56%估算，一瓶出厂价 819 的 53° 飞天茅台，综合考虑所得税、消费税、城建税即教育费附加等因素后，因上调消费税税基导致的单瓶税收，大约增加了 10 元左右。下图以一瓶出厂价为 819 的普茅为例，展示 819 元的具体流向。



图中砍头税，指无论获利与否，只要生产就需要缴纳的增值税、消费税及城建税、教育费附加等；直接成本指原料、人工、能源、制造费用等；销售费用包含广告、运输、差旅等费用；管理费用包含资产折旧、商标许可及公司管理支出等；少数股东指公司下属非全资子公司中的小股东持股对应的利润。

销售费用率大降

伴随着销售收入的增长，销售费用率连续出现可喜的下降势头。销售费用率的降低，主要是广告宣传及市场拓展费用的大幅下降。2015 年该项费用为 12.32 亿，而 2014 年为 14.93 亿，2013 年为 16.6 亿，同比大幅降低 17.5%及 25.8%。

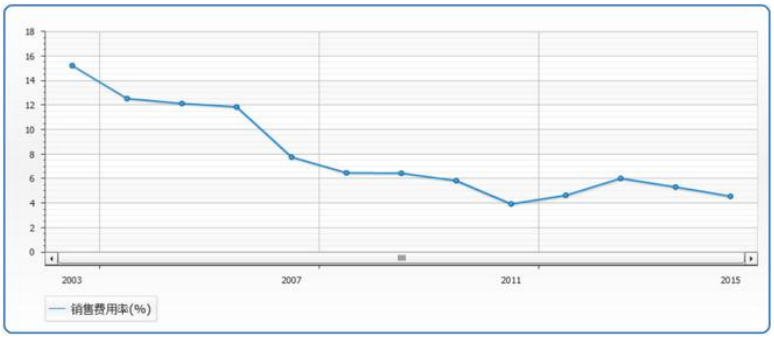
36、 销售费用

单位：元　币种：人民币

项目	本期发生额	上期发生额
广告宣传及市场拓展费用	1,231,606,744.51	1,493,135,352.99
运输费用及运输保险费用	117,065,865.85	86,005,826.10
营销差旅费、办公费	43,486,842.34	37,996,484.94
其他	92,802,066.51	57,595,787.03
合计	1,484,961,519.21	1,674,733,451.06

（备注：销售费用中运输费用同比高达 36%的上升，也佐证着真实发货量的上升。）

在酒业寒冬突然降临的 2013 年，公司加大了广告及市场促销费用投入，销售费用率略有反弹。但很快国酒茅台的强大品牌拉力就显现出来了。2015 年，在营业收入创出历史新高的同时，销售费用率已经降至上市以来的次低点，仅略高于 2011 年的全行业巅峰期。



出口大增

2015 年，茅台公司以纪念茅台酒“金奖百年”为契机，加强文化传播，提升品牌形象。分别在香港、莫斯科、米兰、旧金山等国际城市举办茅台酒金奖百年纪念活动，邀请国际名流、政要、经销商代表参加，扩大了茅台品牌的国际影响力，也带来了出口量上的突破。2015 年，出口销售收入超过 16 亿，同比增幅高达 33.62%。但即便如此，境外销售收入依然仅占茅台总销售收入的不足 5%。距离袁仁国董事长在 2014 年提出过的“茅台境外销售要占总销售的 30%”的宏伟愿景，还有广阔的空间。

2016 的低目标之谜

2016 年开年，销售火爆的局面不仅没有终止，反而愈演愈烈。根据公司披露， 2016 年前两月茅台酒销售量同比增长超过 50%。同比销量超过 50%，加上 2015 年预留的 82.6 亿预收款，公司 2016 年一季度乃至全年营收的高增长，已经基本在管理层掌握之中了。

正因为此，公司管理层在财报中也表达了对市场前景的乐观，财报写到“我们也谨慎乐观地看到，我国白酒产量约占世界烈性酒产量的 38%左右，但国际市场份额不到 1%，白酒国际化具有较大的发展空间。尽管我国经济增速放缓，但经济基本面是好的，不会有大的波动。白酒作为中国人情感交流的载体没有变，作为中华民族文化符号之一没有变，作为中国人的日常消费偏爱没有变，消费白酒的传统风俗习惯和文化习惯也没有变。这些，都为我国白酒产业的持续健康发展提供了土壤。”

管理层对市场的回暖判断，是从 2014 年度结束后出现的，比较谨慎。事实上，即使单纯从财报数据分析，也能清楚地发现自 2013 年三季度起，茅台就已经大踏步地行走在复苏的道路上了。在《2014，茅台的倒春寒》（刊发于《证券市场周刊》2014 年 3 月 28 日）一文中，笔者就提出了“对于茅台而言，无论同比环比，均可见本轮衰退已经自 2013 年三季度触底反弹，并在四季度有加速迹象。”的结论。

用 2015 年财报中管理层对未来市场的判断，对照 2014 年财报的“2015 年将是白酒行业发展困难较多的一年，也是发展形势较为严峻的一年”，2013 年财报的“预计 2014 年将是白酒行业发展更加困难的一年”以及 2012 年财报的“白酒行业高景气增长态势结束……白酒行业面临前所未有的压力。”来看，管理层看好 2016 年的态度是非常明朗的。

然而，一边是明确的看好态度，另一边，管理层又在财报里非常小心谨慎地提出了营业收入增长 4%的低目标，令人困惑。这个问题，推测上似乎只能与大股东于 2014 年 7 月承诺的 2017 年 12 月前推进管理层和核心技术团队的股权激励有关。

国内上市公司的股权激励方案，通常会以方案出台前一年或三年的净利润为基数，通过同比增长率高

低决定股权激励的多寡。如果方案在 2017 年初出台，基数可能是 2015 年净利润或 2013-2015 三年平均数。如果方案在 2017 年底出台，基数可能是 2016 年净利润或 2014-2016 年三年平均数。作为与管理层及核心员工几十年奋斗息息相关的股权激励，基数的微小差异，可能会带来巨大的财富落差。如果这个猜想成立，那么 2016 年保持平稳增长，尽可能不抬高基数，在 2017 年及其后释放业绩，保证管理层及核心技术团队能够顺利达成目标，完成股权激励，就是可以理解的事情了。

期盼股权激励方案早日出台，让茅台管理层及核心团队，能成为分享企业成长的公司股东，能站在股东立场更长远地畅想和规划茅台的未来。期盼股权激励方案实施后，茅台能够以国酒的先天优势，加上洋河团队一样的同心同德，打造出中国酒业的梦幻组合。

靓丽背后的隐忧

靓丽的财报数字后面，却也暴露了公司在供给侧急需考虑的几处可能影响公司未来成长的隐忧，主要有三方面：基酒产能、高粱供应及产品结构。

基酒产能问题

过去五年，公司新建投产了制酒十九、二十、二十一车间及配套制曲、储酒等设施，新增茅台酒设计产能 8500 吨/年，增加储酒能力 15 万吨。自 2006 年之后，茅台基酒的产量基本以年均 3000 吨左右的速度增长。2014 年和 2015 年，突然出现了异常现象。2014 年茅台基酒产量只增加了 200 多吨，而 2015 年，干脆出现了高达 6566 吨的巨量下滑。下图是改革开放 37 年来，茅台基酒产量走势图。高速增长过程中的突然刹车和掉头下滑，非常刺眼醒目。

数据来源：公司披露数据（单位：吨）

由于茅台酒生产周期较长，每年重阳开始投料，历时一年，经九次蒸煮、八次发酵、七次取酒，再经三年以上酒库存放后精心勾兑，然后再存放一年左右才能包装出厂，整个过程耗时至少五年。按照 2010 年基酒产量 26284 吨和 2011 年基酒产量 30026 吨的数据，依照茅台前董事长季克良老先生在《告诉你一个真实的茅台陈年酒》中介绍过的“每年出厂的茅台酒，只占五年前生产酒的 75%左右。剩下的 25%左右，有的在陈放过程中挥发一些，有的留作以后勾酒用，有的就留存下去，最终成为 15 年、30 年、50 年、80 年陈年茅台酒”的比例计算，2015 年可售商品酒的上限约在 2 万吨~2.25 万吨之间。而据笔者估算，2015 年公司茅台酒销量已经超过 2.1 万吨了，触及了生产能力的上限。

而 2016 年，可售商品酒的上限大约在 2.25 万吨~2.52 万吨之间。正因为如此，鉴于茅台一季度销售过于火爆，茅台销售公司总经理已经在春糖会上宣布：2016 年下半年最多只能供应 8000 吨普茅，希望经销商警惕下半年的断货情况，并提前考虑预案。

由于茅台酒的生产过程中，仍有一些未被完全认识的谜，基酒产量的下滑，有归于天气原因的，也有归于粮食原因的，但至今没有明确的、权威的统一结论。那么基酒产量连续两年的不正常，究竟是天气或者其他偶然因素，还是出现了某种不可逆的变化？这是需要每一位长期投资者高度警惕和关注的重要因素，它直接关系到茅台未来的成长能力，直接关系到茅台未来的战略方向。2016 年，茅台公司定的目标是基酒产量超过 4 万吨，比 2015 年产量提高约 25%。是否能够完成？我们只能拭目以待了。

高粱隐忧

产能的增长，需要原料的保证，高粱种植是白酒生产的“第一车间”。酿出优质的酱香型白酒，需要贵州本土的一种名为“红缨子”的糯高粱。与其他地方普通高粱不同，只有它能做到历经八次的蒸馏翻炒而不散。

茅台集团通过与种植户签约并承担部分成本的方式，控制有机高粱基地约 67 万亩，年产有机高粱约 15 万吨。按照每生产 1 斤茅台需消耗高粱 2.4 斤的比例，约能满足 6.3 万吨左右的酱香酒生产能力。目前茅台基酒产能 4 万吨加上茅台系列酒产能约 2 万吨，基本已经逼近此数。贵州山多地少，扩种不易，加上茅台及系列酒的产能仍在扩大，再考虑到如果市场好转，省内大小近两千家的酒厂对有机高粱的需求，茅台的原料供应依然绷得很紧。

茅台发布财报次日，贵州省纪委宣布，已经退休一年多的茅台前董事、副总经理谭定华涉嫌严重违纪，正接受组织调查。据说谭及其夫人涉嫌在茅台粮食采购中收受巨额贿赂。该事件的进展，会不会爆出一些关于原料管理上的漏洞，也是茅台投资人需要持续关注的。

产品结构隐忧

公司在 2014 年末首次提出了的“做强茅台酒，做大系列酒”的战略新定位，并计划系列酒到 2025 年要做到 10 万吨规模。为此，公司陆续成立了独立的赖茅酒业和酱香酒营销公司，隆重推出“一曲三茅四酱”（贵州大曲、华茅、王茅、赖茅、汉酱、仁酒、王子、迎宾），并计划在 2015 年获取超过 25 亿元的营业收入。2015 年 1 季度，系列酒增长迅猛，销售额同比增长高达 137%。然而，后继乏力，全年仅实现 11 亿营收，同比增长仅 18%，大幅低于预期。

而据部分经销商反映，今年的成都春季糖酒会上，茅台系列酒受到的追捧程度，依然远不如厂商合作的高端定制酒。"一曲三茅四酱”依然是小配角，市场对于茅台品牌的延伸，最容易接受的方向依然是向上。这种情况下，系列酒的远景规划是继续坚持还是做出修正？是听从市场的召唤，通过定制酒的探索，向上延伸发展，还是倾斜资源，坚持深挖中低端系列酒市场？

据最新信息，2016 年茅台系列酒定下了 20 亿的销售目标。其中，迎宾酒目标为 5500 吨，目标销售额 6.7 亿元；王子酒保底 4000 吨，销售额 7.3 亿元。按此估算，整个系列酒目标销量将达到 1.1 万吨以上，同比增幅超过 40%。为达此目标，公司加大 2016 年系列酒推广费用预算至 6 亿，同比增幅高达 87%。但有趣的是，新任总经理李保芳三个月前在茅台经销商大会期间提出的系列酒全面大幅降价的措施，本次春糖会没有谈，似乎茅台高层内部对此有一定的争议。

这些措施，究竟是开拓进取，还是逆势而为？茅台系列酒会在中低端打出自己的一片天，还是在无情的市场面前碰的鼻青脸肿，稀释茅台品牌在消费者心中的国酒定位？作为投资者，我们只能选择安静地旁观，并希望下一个财报季继续为茅台人喝彩。

第237篇.　　茅台2016中报速评

唐朝　　来自雪球　　修改于 2016-08-26　22:20

阿茅的情况，都知道很好，其实也没啥好说的。但不夸两句，好像也对不住员工们大半年的辛苦！还是夸夸——竹板这么一打啊，别的咱不夸：

1）去除预收款调节，传统淡季二季度，实际销售情况居然跟包含春节的大冬天一季度几乎持平（-3%），市场需求强劲的无以伦比；

2）系列酒同比增长 56%，李保芳说的系列酒酒质要提高，落实了。营收增长 56%，成本增加了 78%，推测是增加了优质基酒的比例；

3）国外市场在去年同期增长 36%的基础上，今年上半年再次同比增长 70%，走出国门似乎有点盼头了。顺带说一声，法国鬼子真黑，所得税率还是 33%，我天朝已经从三抽一的蛮荒进化到四抽一的文明时代了，鬼子得鄙视；

4）这样的增长情况下，销售费用同比降低 35%。其中广告和市场促销费，同比降低 41%：中国有两种白酒，一种叫茅台酒，一种叫其他白酒。去年上半年销售增长的同时，销售费用也是降的，-8.5%；

5）运输及运输保险费用增长 37%，你说这是啥意思呢？

6）销售收现 257.5 亿，去除承兑汇票到期的因素之外，预收款增加了近 30 亿，池子里存着 115 亿，小日子美的冒鼻涕泡泡。要知道去年同期预收款池子里可只有 23 亿，这一年，没耽误报表增长，没耽误股价 biubiu，也没耽误深挖洞广积粮；

7）消费税税基调整真狠，本期消费税直接从 10.7 亿增长到 16.7 亿，56%啊，党国的刀磨得飞快！

8）眼看着资产过千亿了，一年轻轻松松赚 200 亿含金量十足利润的资产，目前 4000 亿市值，基本上属于忽略增长的情况下的合理市值，跌一半涨一倍都是市场先生一转念的事儿。赖在车上不下去的，没啥感觉，下去再上来，决心不容易下；

9）缺点？没看见，非要说，也就一个字：不便宜。

顺带说，我家洋洋也挺给力，半年过百亿了，茅五洋三强组成的第一集团军，已经把后面的队伍甩的看不见了。洋洋靠脸吃饭拼不过阿茅，但胜在将士拼命。眼看着省外市场快和根据地平分天下了，这增长潜力 YY 起来，也是杠杠滴。另外就是管理层利益一致，对账上的钱生崽能力，比起阿茅五娘上心多了，基本不存银行，不仅做理财，还试水 pe，有你们操心，老唐可以放心跑步。反正你们都说了，前三季度 5%~15%的增长，安心等着就是了。看好你超过五娘的那一天！

再夸夸咱大成都的天气啊，今天突然就凉爽了，已经进入离开空调房也可以思考的时间段了（zhuangbility0(∩_∩)0 哈哈）连跑步的配速都自然而然地起来了

还得夸夸老唐：经过几天埋头追赶，眼看着 823 血腥事件丢失的文稿，马上就要补齐了，得意 ing……

第238篇.　　2016年系列酒销售披露数据

唐朝　　来自雪球　　发布于 2016-12-23　14:38

酱香系列酒公司会议现场信息

酱香系列酒公司会上，李保芳首先对 2016 年工作进行了总结。

据其透露：截止 12 月 20 日，完成系列酒销售 1.37 万吨，同比增长 86%，实现销售收入 23.1 亿元，同比增长 88%。整体超额完成计划，几近成倍增长。其中，王子酒销量近 4800 吨，销售收入超 8.7 亿，同比增 99%、95%；迎宾酒销量 5500 余吨，收入近 6.5 亿元，同比增长 55%、59%；汉酱：近 430 吨，2.3 亿元，增长均超 200%；仁酒：超 300 吨，7000 万，增长 920%、570%；贵州大曲：近 300 吨，6900 余万，增长 150%、180%；赖茅：1200 余吨，1.8 亿元，同比增 248%、130%。————李总伟大伟大伟大，第一次收到这么详细的销售信息披露[鼓鼓掌]

2017 年，酱香系列酒公司的目标为：完成全年销量 2.6 万吨，销售收入 43 亿以上。

公司用以系列酒勾兑的茅台基酒储存量约为 5 万吨，存储时间最短的超过 5 年，最长的超过 8 年，足以维持保障系列酒勾兑需要。另外，股份公司 201 厂、301 厂专门生产系列酒基酒，年产能 1.8 万吨以上。2017 年要突出抓好王子酒迎宾酒。确保完成王子 7000 吨，迎宾 10500 吨，分别实现 13 亿元以上。同时持续深耕市场促赖茅增长，深化和中石化合作，完成赖茅销售 3000 吨以上，销售收入 4 亿元以上。

第239篇.　　第五部分：其他企业

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-06-03　10:53

1）该不该买万科　http://xueqiu.com/8290096439/28235918

2）老窖的成长困境　http://xueqiu.com/8290096439/28863480

3）关于老窖的外包节税　http://xueqiu.com/8290096439/24677039

4）五粮液 2014 半年报简评　http://xueqiu.com/8290096439/31130486

5）五粮液降价？　http://xueqiu.com/8290096439/29397259

6）古井贡 2014 半年报印象　http://xueqiu.com/8290096439/30758033

7）关于保险业　http://xueqiu.com/8290096439/33603192

8）海润光伏的阳谋　http://xueqiu.com/8290096439/36100760

9）X 网的雷锋　http://xueqiu.com/8290096439/39523111

10）X 网的神收购　http://xueqiu.com/8290096439/40072813

11）国投和洋河的 2015 中报简评　http://xueqiu.com/8290096439/58727070

12）五粮液混改，混的不理想 http://xueqiu.com/8290096439/58800880

13）关于银行前景的一次聊天记录　http://xueqiu.com/8290096439/59178389

14）坏账与股价之银粉说　http://xueqiu.com/8290096439/60847738

15）阅读银行财报的核心目的　http://xueqiu.com/8290096439/66401586

16）否决国投电力增发案的理由　http://xueqiu.com/8290096439/63697343

17）如何对国投增发案投出反对票　http://xueqiu.com/8290096439/64049629

18）再谈国投和川投的估值　http://xueqiu.com/8290096439/64336380

19）国投 2015 年报简评　https://xueqiu.com/8290096439/67135307

20）国投与川投的比较　https://xueqiu.com/8290096439/67286587

21）雅砻江水电 2015 年报简评　https://xueqiu.com/8290096439/68072951

22）国投企业资源图　https://xueqiu.com/8290096439/67224998

23）川投企业资源图　https://xueqiu.com/8290096439/67305116

24）洋河可怕的执行力　https://xueqiu.com/8290096439/67947879

25）解密洋河高成长　https://xueqiu.com/8290096439/68244256

26）老窖定增计划很无耻　https://xueqiu.com/8290096439/68823577

27）关于宝万大战　https://xueqiu.com/8290096439/72213619

第240篇.　　该不该买万科

唐朝　　来自雪球　　修改于 2014-03-15　16:44

万科年报印象

（注：本文以“该不该买万科？”为题，发表于 3.14 日出版的《证券市场周刊》）

如果看好房地产业，买入万科是不错的选择；如果不看好房地产业但希望获取股价价差，也可以买入万科；但如果既对房地产市场不乐观，又着眼于从企业本身得到回报，那么，万科的吸引力还是不够。

本刊特约作者　　唐朝/文

万科（000002.SZ）2013 年净利润为 151 亿元出头，晚些时候将要公布的贵州茅台（600519.SH）年报，估计其业绩比这个数字也多不了几亿。然而，即便在高端白酒成为市场弃儿的今天，茅台的市值仍然为万科两倍左右。这当中，大概既有市场偏好因素，也有生意模式差异的原因。毕竟，茅台的自由现金流稳定且容易预测，而房地产企业，很不容易想像这类企业的终极形态是什么：现金买地—建房换现金—现金买地—建房换现金—现金买地……周而复始。实在不知道最终留给股东的，究竟是现金，还是一大片荒地？如果始终不产生或者很少产生现金流，投资者的回报，必须寄期望于牛市来临，这很难让保守投资者夜夜安枕。

幸好，万科变了。2014 年，万科大幅度提升分红比例，董事会报告这么表述：“ 公司 2013 年度分红派息预案已经大幅提高了分红派息力度。年度现金红利占合并报表净利润的比例同比上升了接近一倍，每股股息同比增长 127.8%。未来公司将在今年现金分红占合并报表净利润的基础上，稳步提升派发现金红利占合并报表净利润的比例。”

无论万科究竟是因为 B 转 H 股而需要吸引境外投资人，还是真的像总裁郁亮所说：“我们有钱嘛……B 股转 H 股之后，万科没有 A 股（融资？）计划，也没有其他计划。目前的利润已经能支持万科的发展，也能够派息了。”如果郁亮这个表述属实，万科未来的扩张所需资金，无需继续靠股权融资（坦率说，笔者怀疑这一点），那么，万科以后每年现金分红占当年净利润的比例，将至少不会低于 30%。这无疑增加了万科的吸引力。

究竟万科的吸引力有多大，我们还是通过简单梳理 2013 年财报来寻找答案吧。

靓丽账面

2013 年，万科销售面积共计 1489.9 万平方米，销售额达 1709.4 亿元，在全国商品房市场所占份额为 2.09%。其销售分布如表 1。

表 1：万科各区域销售情况

	销售面积（万㎡）	面积占比	销售金额（亿元）	金额占比	均价(元)
广深大区	429.9	28.85%	523.9	30.65%	12187
上海大区	339.7	22.80%	460.5	26.94%	13556
北京大区	405.4	27.21%	454.0	26.56%	11199
成都大区	314.9	21.14%	271.0	15.85%	8606
合计	1489.9	100%	1709.4	100%	11473

2013 年全年完成结算 1231 万平方米，结算均价为 10787 元/ 平方米，结算收入 1327.9 亿元。

地产公司的结算收入，参考意义不是很大。毕竟，公司管理层可以通过加快或降低交房速度进行调节。2012 年报显示，截至 2012 年末，公司已销售未结算面积已经有 1354.9 万平方米，对应合同金额 1436.5

亿元。2013 年只是把其中绝大部分竣工交付了而已。有参考价值的是，截至 2013 年末，公司尚有 1437.4 万平方米已售而未竣工结算，合同金额合计约 1623.3 亿元，较 2013 年初分别增长 6.1%和 13.0%。从万科以往年份的结算速度看，若无意外发生，2013 报表上的未结算部分，多则全部，少则八成，将成为 2014 年报表收入。

2013 年的销售均价比当年结算均价（主要是 2012 年的销售）每平方米高出 686 元，其净利率应该可以恢复到 2011 年 13%以上的水准。即使保守按照 2013 年净利率 12.01%估算，1623.3 亿元的已销售未结算金额，对应隐藏着约 195 亿元净利润。

万科 2013 年新增项目 104 个，使得总规划建设项目达到 398 个。对应建筑面积 4495 万平方米，总体楼面地价 2767 元/平方米，大约可支撑未来两到三年的销售。

2013 年新增项目中，万科按比例占地 757 万平方米（约 11355 亩），对应建筑面积 2148 万平方米，楼面地价 3516 元/平米米（总计平均约 665 万元/亩）。拿地价格较前两年提高不少，这与 2 月份王石的“2014 年房地产前景不妙”公开言论两相映照，似乎心口不一。

地产公司的一大特点是，资产的大头是存货。万科总资产 4792 亿元，其中存货 3311 亿元，占总资产的近七成。存货中，现房 177.2 亿元，在建项目 1886.8 亿元，尚未动工的 1243.7 亿元。现房及在建合计 2064 亿元，其中部分已经作价 1623.3 亿元卖掉，并基本收了全款（当然，税收和费用要对应扣掉约 14%）。按照 2013 年公司约 31.5%的毛利率估算，已经卖掉的部分，在报表中对应存货约 1112 亿元。也就是说，实际属于公司自有的存货，大约是价值 952 亿元的在建项目及价值 1244 亿元的土地储备。

将资产负债项目整理，并缩小简化后，大致能得出表 2。

表 2：万科简化的资产负债表（单位：亿元）

资产		负债	
在建	1887	欠工程款	470
土地	1244	欠土地相关款	700
现房	177	预收款	1558
其他资产	1037	其他长短负债	1010
现金	444		
资产合计	4792	负债合计	3738
		净资产	1054

备注：此处将应付各项目公司的款项归入土地相关款。

数据显示，万科净资产为 1054 亿元，其中归股份公司股东拥有的净资产为 769 亿元。

价值考量

一般来说，估一个企业的价值，问一个问题就够了：假如这家企业不是上市公司，按照现在的市值，你有足够的钱，愿意将其全部买下来吗？

为了回答这个问题，笔者常常喜欢将上市公司按比例缩小，以便让自己的思考更现实一些。现在，这家净资产 769 亿元，资产状况如表 2 所示的公司，要价 800 亿元。按照自己金融能力范围的数字，将其缩小千倍、万倍、或十万倍，例如：净资产 769 万元的地产公司，开价 800 万元，值得买下来吗？

一个口碑不错的市场龙头，基本以净资产价格出售，看上去蛮划算的。至少，在投资万科的房子和投

资万科的股票之间，后者明显划算一些，相当于购入了开发商成本价售出的房产。当然，考虑到持有房产额外具有三大优势：一是可以利用按揭杠杆；二是没有 MR.market 时刻在你面前乱报价格，扰人心神；三是因不便利售出而被迫进行的长期投资——究竟股票和房产哪个更容易使自己赚到钱，却要因人而异的。

接下来要考虑的是，对目前不持有也不打算持有房产的投资者，净资产出售的万科，吸引力足够吗？

以 2013 年年报看，万科当前净利润率约 12%-13%。大体测算，如果房价同比跌幅超过两成，万科将无利可图。当然，是一到两年的无利可图。房价的下跌，最终会传导到成本上，存活下来的地产公司会重新回到有利可图的位置。

根据国家统计局数据推测，截至 2013 年末，中国城镇住房总面积约 175 亿平方米，大约折合 2 亿套。其中 1998 年-2013 年竣工的房屋约 110 亿平方米。同样截至 2013 年末，中国大陆总人口为 136072 万人，城镇常住人口 73111 万人，乡村常住人口 62961 万人，城镇化率 53.7%，比上年提高了 1.1 个百分点。

根据发达国家城市化经验，城市化率在 30%-70%期间是加速城市化的时期。这大概是郁亮在 3 月 7 日的业绩说明会上，说“房地产未来还有十到十五年好日子”的底气所在吧！城市化每增加一个百分点，大约会新增对应当前年城镇住宅新增竣工面积四成左右的需求。

以万科在房地产行业中的优势，以及目前专注于主要的人口流入城市的战略布局，在未来十到十五年的城市化进程中，逐步扩大市场占有率，应该是大概率事件。万科的估值难点，在于当城市化加速发展期过后，它的未来在哪里？目前，已经看见了万科人的探索，无论是万科的“幸福社区”计划，对旗下小区业主数据及其日常生活需要的开发；或者是万科在海外的试水，虽然项目都还非常小；又或者在致股东信中表示的对移动互联网的关注等等。这些探索目前收入占比都还微不足道，但它拓展了万科的视界，给了万科股东以长远的希望。

当前价格的万科，对不同类型投资者的引力值亦各有不同。

万科是一家优秀的地产公司，当前按照净资产在资本市场出售。对于所有看好房地产市场的投资者而言，买入万科股票是个很不错的选择；即便对房地产市场不乐观的投资者，如果将希望从万科股价中获利，目前 5 倍出头的市盈率，加上已售未结算的业绩锁定，以年为单位看，满意回报也是大概率事件；遗憾的是，对于笔者这种对今后房地产市场不乐观，且着眼于从企业本身得到回报的投资者，万科股价的吸引力尚不足够。

感谢周刊编辑@棒棒糖　对本文的编辑和修改。

第241篇.　　老窖的成长困境

唐朝　　来自雪球　　修改于 2014-04-19　14:15

（本文发表于 4.18 日出版的《证券市场周刊》）

泸州老窖走轻资产道路，在行业冬季里，倒也轻松自在。但也因为此，老窖失去了靠量推动营收和利润增长的空间。除非再次遇到不断上调出厂价的市场环境，否则，获得跟随或略高于通胀的增长不难，超额增长却很难再现。

本刊特约作者　　唐朝/文

泸州老窖（000568.SZ）2013 年实现营业收入 104.31 亿元，同比下降 9.74%。这是本世纪公司首次出现的营业收入下降。归属于上市公司股东的净利润 34.38 亿元，同比下降 21.69%。公司计划在 2014 年实现销售收入 116.33 亿元，较 2013 年增长 11.52%。与此同时，公司却又发布业绩预警：2014 年 1 季度归属于上市公司股东的净利润为 4.57 亿-5.71 亿元，同比下降 50%-60%。

年报与 1 季报预警，展示出一幅矛盾的画面：首先，2013 年 4 季度，营收同比跌幅 1/3，净利润同比几近腰斩。全年净利润降幅超过两成；其次，2014 年 1 季度，净利润同比下降 50-60%。按照公告净利润上下限，参照 2013 年 4 季度 32.5%的净利率考虑，1 季度营收不足 20 亿元；这两个数据对比，意味着到现在，管理层居然信心满满的认为，公司在 2014 年后三季营收将超过 96 亿元，平均季度营收超过 32 亿元，取得远超老窖历史最好水平的 2012 年的成绩（2012 年 2-4 季度合计营收不足 84 亿元）。

加总现金流量表中销售商品收到的现金，与资产负债表中应收票据和应收款项的变化额，能够了解公司当年的真实含税销售收入。将其折算为不含税销售收入后，与报表营业收入进行对比，可以发现公司隐藏或释放的收入（参见发表于本刊的《茅台的倒春寒》一文）。通过梳理泸州老窖的现金流量表，可以发现，公司当年收到的现金、票据及应收款，合计仅 98.2 亿元，折合税后收入约 84 亿元，与报表营收 104.31 亿元有很大差距。

年报显示，公司预收款尚有 15.6 亿元。2014 年计划营业收入 116.33 亿元，假设 2014 年底预收款项仅保留 5 亿元，也意味着真实营收同比必须超过 25%。在当下这个时间点，这样的增长信心完全可以用爆棚形容。那么，管理层爆棚的信心来自哪里？

个人推测，无外乎三种可能性。可能一：公司看到了销售好转的迹象，或者拿出了自认能够扭转销售困局的措施；可能二：收购。通过收购大股东某酒业资产或其他白酒企业，获得并表营业收入；可能三：卖家当。尤其是手持两家券商一家银行合计账面 11 亿多元的股权。后两种获取营业收入的方法，一是忽悠一是败家，算不上是给股东创造了真实财富，希望管理层写下 116.33 亿营收目标时，不是计划拿这些把戏愚弄股东。此处，笔者梳理一下迄今为止掌握的、公司为 2014 年准备的措施，至于这些措施能否构成“可能一”，则需要动态观察了。

中档酒成支柱

老窖的信息披露一直不错，2013 年对国窖 1573 系列和特曲系列分别进行了披露。这将大大有助于股东更详细的了解公司经营信息，值得表扬。总体来说，目前，高档酒是困局，中档酒是希望，低档酒可以放心。

先看国窖 1573 的困局。

通过对比老窖集团 2013 年和 2014 年债券募集说明书披露信息，并对照 2013 年泸州老窖年报数据，可以发现 2013 年高档酒营收大幅下滑，其真实原因正是由于 2012 年 4 季度公司将大量国窖 1573 压入渠道造成的。

表 1：2012 年高档酒（特曲及以上）数据明细

	2012 年前三季	2012 年全年	2012 年 4 季度
销售量（万吨）	1.8	2.26	0.46
销售均价（万元）	29.56	33.63	49.26
销售收入（亿元）	53.35	76.01	22.66
营业成本（亿元）	10.08	14.06	3.98
毛利（亿元）	43.27	61.95	18.68
毛利率（%）	81.11	81.5	82.44

表 1 数据显示，2012 年 4 季度共销售 4600 吨酒，销售均价高达 49.26 万元，比前三季度均价高出 66.6%。这只能有一种解释，4 季度大幅增加了国窖 1573 系列的销售，降低了特曲系列的占比。事实上，反腐反三公，正是从 2012 年 4 季度开始的。这批在 2012 年 4 季度压给渠道的国窖 1573，无疑是造成 2013 年财报高档酒营收降幅 35%的主要原因。如果考虑到“生命中的那坛酒” 营收据说超过十亿元，那么除了那坛酒之外的 1573，同比销量应萎缩过半。

综合历史数据推测，2012 年 1573 系列销售量同比增幅 12%达到约 3700 吨，2013 年同比降幅超过 4 成。而 2014 年，暂时还看不到破局之道。从年报表述看，公司可能准备对 1573 系列进行降价，零售价格大约介于五粮液和茅台之间。即便如此，在茅台和五粮液的两头围堵之下，营收能否增长，估计仍然要依赖于定制酒——“生命中的那坛酒”和 2014 年计划推出的“曾娜大师酒”——的差异化竞争。

中档酒，是老窖能给股东带来希望的地方。从中档酒的营业成本同比增加 33.19%推测，在 2013 年降价抢市场的过程中，泸州老窖特曲系列的销售量增幅应在两到三成间。依据经销商大会的反馈，中档酒市场潜力巨大，在 100-400 元的销售区间里，泸州老窖特曲及窖龄酒具备明显的品牌优势。目前的主要矛盾是混乱的价格，如果能系统性解决，老窖中档酒还能有大的飞跃。出于这一认识，2014 年公司计划将中档酒的工作重心放在理顺价格上。而产品，除了传统优势的特曲外，将重点推动 30 年窖龄酒和 60 年窖龄酒的销售。

为此，公司在年初将原市场部和打假办民营化，成立了专业的服务公司——泸州老窖知识产权服务公司，改行使权力为提供服务。在对窜货、低价倾销、直接或变相销售品鉴酒等违约行为的打击中，提供服务，获取收入。任何经销商一旦发现窜货等违约行为，即可通知知识产权公司进行取证，并对知识产权公司的服务付费。根据知识产权公司的取证，泸州老窖按照每瓶加价 20 元对违规产品进行收购，再由串货经销商支付惩罚性价格买走。通过让参与打击违约行为的各个环节均有利可图，达到理顺价格，改变“货好销，没钱赚”的局面。

为推动窖龄酒的销售，全国窖龄酒前 17 名核心经销商，于 2014 年元月下旬，联合出资组建了“泸州老窖窖龄酒销售股份有限公司”。再以此为主体，成立省级、地级窖龄酒销售公司，由片区职业经理人团队以参股的形式参与。没有条件参股的一线销售队伍，直接并入经销商团队。由泸州老窖承担基本工资，成为经销商的合作伙伴。双重管理加利益捆绑，真正让一线团队建立以客户为中心的销售体制。在渠道上推进“1685 工程”（以县级市场为单位的 1 条形象街，6 家核心名烟名酒店，8 家团购单位，5 个动销乡镇），通过渠道下沉，推动销量增长。

同时，自 2014 年 3 月 5 日起，全国范围的针对 30 年窖龄酒和 60 年窖龄酒的平价行动，也已经展开。第一目标是将一批价分别拉上 150 元和 200 元，并通过计划中的三次后续行动，最终将一批价保持在 200 元和 260 元之上。

至于博大运作的低档酒，在目标人群中口碑优势明显，基本上是稳定增长趋势，令人放心。由于其采

用固液法或液态法生产，其产能可以视作没有限制。只是净利润率偏低，以报表列示的博大酒业营销公司的少数股东权益推测，博大酒业 2013 年净利率不足 6%。即便博大将 2014 年销售做到 60 亿元，其给老窖增加的净利润也不过千万级别，影响甚小。从表 2 数据可以观察，2013 年 4 季度，低档酒毛利率和销售均价有降低趋势，该趋势需要在 2014 年 1 季报中进一步确认。

表 2：2013 年低档酒销售明细表

低档酒	上半年	三季度	四季度
销量（万吨）	9.25	5.17	5.15（推测值）
均价（万元）	2.18	2.18	1.76（推测值）
营收（亿元）	20.14	11.31	9.08
成本（亿元）	13.55	7.58	6.96
毛利（亿元）	6.59	3.73	2.12
毛利率（%）	32.72	32.98	23.35

有点遗憾的是，公司年报没有对特曲老酒的失败进行总结，似乎管理层尚未给特曲老酒找到定位。特曲老酒，本是公司 2013 年拟重点推广品牌，以“一生情，一杯酒”为主题，全国范围内举行了 14 场周华健个人演唱会，却仅仅形成了一亿多元的销售额，不能不说是重大挫折。对于特曲老酒的下一步动作，未见公司有效的表述，也不知 2014 年将如何运作特曲老酒。

难有大幅增长

通过对老窖的资产负债表进行简化处理，可以得出表 3 的数据。

表 3：泸州老窖简化资产负债表（单位：亿元）

资产		负债	
现金及等价物	83.5	应付	15.3
存货	24.2	预收	15.6
股权投资	11.2	负债合计	30.9
固定资产	11.1		
在建工程	2.5	净资产	106
无形资产	2.6		
其他	2		
资产合计	137		

表 3 显示了老窖的轻资产运营特征。如将现金和股权投资合计约 95 亿元去掉大部——例如仅保留 15 亿元现金——公司的经营获利能力丝毫无损。

然而，这张资产负债表是有严重缺陷的。公司最主要的资产：窖池和品牌，均没有体现在表内。

泸州老窖拥有 440 年窖池 4 口、300~400 年窖池 94 口、200~300 年窖池 344 口、100~200 年窖池 1177 口，百年以上窖池合计 1619 口，**垄断了全国浓香型名酒企业 90%以上的老窖池。**另有百年以下窖池 8467 口。

窖池的年龄，决定了其优级酒的出酒率。20 年以内新窖一般产不出优级品好酒，20-50 年的可以生产 5%-10%的优级品好酒，50 年以上的才能产出 20%-30%的优级品好酒，百年以上老窖优级品率更高。属于泸州老窖所有的 10086 口窖池，在财务上已经折旧归零。但正如中国古建筑泰斗罗哲文评价的：“别的设备越老越没用，唯有这种设备越古老越好，这就是始建于 1573 年的国宝老窖池。它是全国重点文物保护单位，是同行业唯一的‘活文物’、‘中国第一窖’，以其独一无二的社会、经济、历史、文化价值成为世界酿酒史上的奇迹。”

有位酒仙对浓香和茅台的局限做过一个精彩点评，“浓香的局限是时间，茅台的局限是空间”。茅台的扩产，最难的是找到具备同样风土条件的地方建厂。而浓香酒质量的好坏，要取决于窖池时间的长短。由

时间雕琢出来的老窖池，是再多金钱也无法复制的，是泸州老窖最宽广的护城河。

老窖的品牌价值，最直观的例子，是年报 116 页显示，公司收到品牌使用费 1.16 亿元。仅仅允许别人有限制的、仅在某区域或某产品上、非独占性的、使用一年“泸州老窖”四个字，其交易对价高达 1.16 亿元，这块资产的价值之大，可见一斑。更重要的是，泸州老窖品牌，是完整属于股份公司所有，不同于茅台、五粮液租自集团公司。

因此，虽然当前市值 250 亿元，相对于报表显示的净资产 106 亿元，PB 达 2.36 倍，但若考虑老窖池和品牌价值，笔者个人看法，可大略地视为 PB 为 1 倍。

当然，仅就业绩而言，老窖的天花板明显。老窖走轻资产道路，多年未投资于产能，在这行业冬季里，倒也轻松自在。也因为此，它失去了靠量推动营收和利润增长的空间。

国窖 1573 系列的产能，股份公司的口径是 1573 产能约三四千吨，而集团公司连续两年的债券募集说明书均声称 1573 产能 0.85 万吨。从采购的有机高粱数量上，可以推算出股份公司口径更符合事实真相。2013 年年报 28 页披露的关联交易中，有采购用于生产 1573 的有机原粮 5540.13 万元的关联交易，占同类交易的 63.11%。该条数据说明，2013 年采购生产 1573 的有机高粱共计约 8800 万元。2013 年收购价格不详，大体按照 2012 年农民获得的价格 4.37 元/公斤，上浮 10%当作 2013 年供应商的成本，老窖按照供应商成本上浮 15%，收购价约 5500 元/吨，那么，8800 万元对应约 1.6 万吨有机高粱。按照老窖酿酒约八成高粱两成曲，三斤粮一斤酒，国窖群优级品率平均按 50%估算，对应优级品基酒约 3500 吨。未来数十年，这一产能不会有太大的增幅。如果只能维持当前价格，就算年年尽产尽销，上限也不过增加 20 亿元营收，留给市场的想象空间不大。

特曲系列虽然受市场欢迎，但产能也只有 2.5 万吨左右，2013 年销售量已经超出 2 万吨了。若 2014 年销量继续增长的话，产能天花板触手可及。

至于低档酒，倒是容易扩产，却利润微薄，对净利润帮助不大。

由此可见，对老窖而言，除非再次遇到不断上调出厂价的市场环境（目前看，难），否则，获得跟随或略高于通胀的增长不难，超额增长却很难再现。当然，目前估值水平进入，仍可以享受其高分红率，或等待股票市场牛市的来临，享受估值提升的回报。

（声明：本文仅代表作者个人观点）

————————————————————————————————

后记：

1）本文完成于星期一，标题及小标题由编辑所拟，感谢周刊编辑何凌枫女士；

2）“浓香的局限是时间，茅台的局限是空间”一说，来自雪球著名酒仙@cq 风筝　兄。从风筝兄那里学习了很多，在此表示衷心的感谢；

3）2014 年无交易，目前持股依然由茅台 56%，老窖 9%弱，招行 20%弱，民生 15%强组成，比例相对于年初的变动由股价波动造成。烦请各位看官，请勿将本文描述的老窖成长困境，理解为“老窖黑”。谢谢。

第242篇.　　关于老窖的外包节税

唐朝　　来自雪球　　发布于 2013-08-02　22:06

今天有位朋友私信问起本文的第 7 条里，关于外包和消费税节约之间的关系，随口给他举了几个数字解释了一下，记录于此。

一、假设老窖自产一批酒，需原材料 1000 万，生产制造及相关费用 1100 万，而后按照 4000 万卖给销售公司。

则：1.消费税：4000*20%=800 万

2.增值税：（4000-1000）*17%=510 万

3.税前利润：4000-1000-1100-800-510=590 万

此处忽略城建税教育费附加等小税种。

4.所得税：590*25%=147.5 万

5.税后利润：590-147.5=442.5 万

销售 4000 万，原料 1000，生产费用 1100 万，税收 1457.5 万，利润 442.5 万。

二、其他条件不变，将员工及生产部分单独申领一张营业执照，例如叫“苦力灌装厂（简称苦力）”。

则：1.原料：1000 万

2.加工费：1200 万（多给苦力 100 万毛利）；

3.付苦力代缴消费税　：（1000+1200）/(1-20%)*20%=550 万

4.付苦力代缴增值税：　1200*17%=204 万

5.老窖缴纳增值税　：（4000-1000）*17%—204=306 万

6.因为是委托苦力加工而后直接销售，按税法规定，无消费税。

7.税前利润：　4000-1000-1200-550-204-306=740 万

8.所得税：740*25%=185 万（忽略小税种）

9.税后利润：740-185=555 万

10.利润增幅：(555-442.5)/442.5=25.42%

销售 4000 万，原料 1000，生产费用 1200 万，税收 1245 万，利润 555 万。

唐朝:

@董宝珍　兄，质疑文章拜读了。牵涉数据比较多，就不在电话上回复你了。保存于此，便于核对。

拜读董兄文章后，又翻了下 2012 年报表。大致上，我是否定董兄的质疑的。董兄之主要误解，是将张良所说的“他们主要为公司提供包装等业务”等同于“采购包装材料”。以下分点说：

1.老窖股份公司自己酿酒部分，就是全资子公司老窖酿酒公司（下称酿酒公司），至于董兄说的博大酿酒没有产量，是误解。以报表信息看，博大酿酒公司是老窖酿酒公司的全资子公司，其产量是显示在老窖酿酒公司里的。当然，从这个意义上说，董兄所言“泸州老窖酿酒公司是老窖集团和老窖股份几乎唯一的酿酒资产”结论是正确的。

2.从 2012 年报表看，抛开其他业务，单纯将白酒这一块，大致可以简化为：卖酒 113 亿（高端 76 亿，低端 37 亿），成本 40 亿，费用 11 亿，税收 22 亿，利润 40 亿。

3.成本 40 亿里面，原材料 31 亿，人工 1 亿，制造费用 3 亿，加工过程税金 5 亿。需要注意，31 亿原材料当然是需要全部外购的，董兄质疑的对五家公司的总额 14.8 亿的采购，应该是包括在这个 31 亿中的。

4.以常识理解，这个31亿成本，包括酿酒公司所需原料，例如粮食，包材等，以及外购基酒或酒精，及其灌装所附加的人工、税收和对方利润。

5.报表写的清楚，高端酒完成销售75.6亿，成本14亿。这个14亿就是1573，特曲等高端酒成本。报表显示，酿酒公司将14亿成本制造的东西，按照30亿卖给销售公司及母公司等关联公司，获得了3.7亿的税前利润。按照董兄所列公司汇报的成本结构看，粮食成本应占总成本的约三分之一强。则，约5亿应是采购粮食的。

6.那么，5亿可以买多少粮？而酿造约2.6万吨高端酒（8500吨1573，以及17500吨特曲）需要多少粮食？按照三斤粮一斤酒的毛估估口径看，2.6万吨酒需要7.8万吨粮。按照董兄文中提供数据，小麦约2000多一吨，大米5000多一吨，另外，缺高粱数据，记忆中老窖高粱是6000左右估，平均三种粮食混合按照4000元一吨算，7.8万吨，需要粮食收购费用约3.1亿。因此，5亿元对应酿酒公司所需粮食，是正确和合适的。

*7.那么，剩余的31-14=17亿，又买些什么呢？我的理解，是三大块：a.酿酒公司产高端酒的同时，会伴生部分低端酒出来，这部分酒外包灌装，顺带转移对应的消费税；【这个地方，上次和董兄电话沟通时说过，外包劳务的税收政策是“（加工费+成本）/（1-消费税税率）】*20%”，能给公司带来很大的消费税节约】——b.外购基酒及酒精，用于生产头曲二曲等低端产品。注意，基酒和酒精是不同的东西，基酒是别家酒厂用粮食酿制出来的，而酒精则是酒精厂用薯类植物提纯出来的。——c.外购基酒及酒精的进一步勾兑、灌装和包装。*

8.中低端酒销售37亿，成本26亿。这个17亿原材料采购，是包含着这个26亿里的。我们知道中低端酒销售约16.7万吨，吨酒收入约22万，吨酒成本约15.5万。【折合约出厂价10.5一瓶，显然是被占据主要量的二曲拉低的】。这部分，应是由外购基酒，外购酒精，外购劳务完成的。这部分，给老窖带来的利润仅几亿元，完全属于迎合低端市场需要，回收利用高端酒副产品，扩大老窖知名度所为。董兄可查一下网上基酒及食用酒精价格，看17亿是否足以采购16.7万吨商品酒对应的基酒、食用酒精及劳务。我的毛估估是，够！毕竟10万吨二曲商品酒，一定是食用酒精勾兑的。食用酒精吨价六千上下，酿酒公司生产高端酒的同时，至少生产了超过2.6万吨优质基酒（资料显示，即便是百年老窖，出产可以高端酒的比例也不超过一半，即至少有对应超过2.6万吨的中端基酒伴生），因此，所需外购基酒量数量不大，而普通浓香型基酒，网上吨价不过两万上下。

9.顺带，上条数据也能回复董兄上次所问，为何公司不挖新窖？答：这里可见，挖新窖是低投入产出比的重资产、低附加值事情，不值得把可用于品牌运营的宝贵资金浪费于此。董兄质疑的新窖会慢慢变老，因而认为老窖公司会慢慢丧失谈判地位，是忽略了我上次在电话里谈给董兄的三点，其一，老窖公司的老窖也在慢慢变老，其出产优质酒的比例在慢慢增加，保证质量不变的前提下，可接受更多的新窖酒勾入；其二，新窖随时都有人再挖，不难。针对变老的新窖谈判地位也许会有降低，但老窖公司可以不断的面对那些新窖业主；其三，如果把挖窖并生产劣质新酒所需人力物力，投入到品牌打造，渠道建设中，回报可能远高于慢慢变老的新窖。

10.因此，结论是，公司共有31亿原材料外购，其中14.8亿通过了五家公司完成。这五家公司【甚至还有没有进五大供应商名单的其他关联公司】就是张良所说的“这些公司就是改革、改制而来的公司，主要是酒业包装、做劳务这样的公司，是由公司原来一些车间的工人离职成立的公司，他们主要为公司提

供包装等业务”。31 亿的采购中，有 14 亿满足了酿酒公司酿造高端酒所需全部粮食及其他原材料，剩余 17 亿主要为外购基酒和酒精，通过加入酿酒公司 10086 口老窖产出的优质中端基酒勾兑，生产出头曲二曲类产品。从这个数据看，董兄质疑的老窖酿酒不需要粮食之说，站不住脚。

附注：早上快九点接到董兄电话，才刚准备起床，简单回顾了一下报表和自己以往的数据，凑成此文，数据是毛估估的大数，不一定完全吻合，但我认为逻辑上应没有什么大问题。请各位老窖同好指正。谢谢。

附注二：说到蟑螂，上次通电话的时候跟董兄说过，公司关于 2011 年消费税澄清公告中谈到，由酿酒公司生产的产品对应国内国外销售收入合计 42.5 亿，外包灌装对应销售收入为 39.7 亿。但数据显示 2011 年公司高端酒的销售收入是 56.4 亿，低端酒销售收入为 26 亿，这意味着有约近 14 亿高端酒也是外包灌装，这和公司宣称的高端酒全部由老窖酿酒公司生产，有明显冲突。这个董兄跟进的时候，可以咨询一下，或者哪位网上同好指教一下。谢谢。

附注三：本人持有老窖股份。

第243篇.　　粮液2014半年报简评

唐朝　　来自雪球　　修改于 2014-08-27　20:52

五粮液半年报情况，应该算是好于市场预期吧。正常推测，市场估计会给面子，向北运动。大部分内容没啥好聊的，五点印象深刻的地方，留个记号。

1）上半年五粮液营收 116.6 亿，同比下降约 25%。但去年上半年的 155 亿销售，是动用了超过 30 亿预收款的结果，即去年上半年真实营收大约 129 亿。而今年预收增加了 3.6 亿，对应真实营收接近 120 亿，同比下降不超过 7%。经销商活力复苏明显。

2）高端酒对这轮市场调整反应的早，也结束的早，目前比较难过的是中低端了。这一点从五粮液的毛利率提升上也可以看出来。毛利率提升 3.7 个百分点。当前市场环境下，不可能是价格上调造成的。虽然公司解释是成本控制，但推测是高端酒占比加大原因的可能性大些。五粮液这种国企，不习惯干以次充好的勾当。也不具备向管理要效益，大幅节约成本的能力。

3）现金流入虽仅仅 68 亿，大幅下降。但由于应收票据增加约 53 亿，且全部是银行承兑汇票，基本等于是现金，是照顾经销商的资金头寸而已，基本不算放松市场政策。相比某些酒企大幅增加商业承兑汇票和应收账款销售，五粮液依然牛气冲天。

4）公司渠道扁平化的努力，宣告失败。去年同期前五名客户占比约 17%。经过一年的改革，前五名客户占比超过了 27%。这是国有老爷的顽症。信誓旦旦的战略，遇到困难，会毫不犹豫的滑回老轨道去。选择降价或补贴费用给大商，让他们去流臭汗，去想办法，比较符合国营大企业销售部门的工作习惯。除第一名大商（估计是银基）进货额有 10%左右下降以外，2~5 名大商的进货额，提升显著。

5）报表 64 页那三个子公司，真是红果果的显示管理层居心不正，看着刺眼。三家公司总计多加两亿多投入，就可以全部变成控制子公司，进入并表披露范围。五粮液缺两三亿咩？显然不。但偏偏就是要少一点点，尤其是那个城市建设公司，多加 201 万，就并表了，就不加，就是要 49%，49%，36%，就是不想告诉你们这几家企业的经营情况，气死你。这种公司，最有可能就是永远都有盈亏数字入账，永远不会分红，永远白使股份公司的本钱。

第244篇.　　五粮液降价？

唐朝　　来自雪球　　发布于 2014-05-25　10:22

(本文刊发于 5 月 23 日《证券市场周刊》

五粮液的出厂价看似大幅降低，但由于取消了之前的补贴政策，其真实出厂价明降暗升，其实质是更好地理顺和掌控渠道系统。

本刊特约作者　　唐朝/文

关于五粮液（000858.SZ）5 月 17 日武汉营销大会下调出厂价的信息，市场解读不少。然而，大部分观点都错误的将五粮液的“涨价”行为，理解为“降价”了。

5 月 17 日销售会议主要精神，可简单概括为：核心产品 52 度水晶瓶五粮液出厂价调整为 609 元/瓶，团购价 659 元/瓶，零售指导价 729 元/瓶；　1618 五粮液出厂价调整为 659 元/瓶，团购指导价 729 元/瓶，零售价 809 元/瓶；取消以往实施的补贴政策。

此次调价之前，五粮液的出厂价为 729 元/瓶，零售指导价为 1109 元/瓶。看上去，这次的确是降低且大幅降低了出厂价。然而，若是仔细看看调价前后真实出厂价的变化，我们会发现，五粮液不但没有降价，反而是上调了出厂价。

2013 年 3 月 24 日之前，五粮液的　出厂价为 659 元/瓶。按照此出厂价进货的经销商，另外享受季度返利和年度返利。季返按照 10%执行，年返为 1.5%-5%之间（见下表）。

表：五粮液年度返利标准

年度销售额	年返比例
大于 100 万元	1.5%
大于 300 万元	2.0%
大于 500 万元	3.0%
大于 1000 万元	3.5%
大于 3000 万元	4.0%
大于 5000 万元	4.5%
大于 1 亿元	5.0%

综合季返和年返后，经销商的进货成本实际位于 560-583 元之间。2013 年 3 月 24 日，五粮液将出厂价从 659 元/瓶提高到 729 元/瓶。并在打款的同时，给予 70 元/瓶返利，实际价格仍然是 659 元/瓶。同时季返和年返政策照旧。

因此，2013 年五粮液的一批价基本维持在 580 元/瓶附近。这个价格，部分大经销商可以做到维持运转费用不亏损，而小经销商则基本处于亏损状态。也因此，许多小经销商放弃从公司拿货，转从大经销商手中窜货。从厂家角度看，对大经销商的依赖度更强了，渠道失控的风险在增加。

由此，我们很容易看出，在 5 月 17 日武汉营销会议上，五粮液的出厂价表面上是降低了 120 元/瓶，但由于补贴政策的取消，实际出厂价是从 560-583 元/瓶的区间，统一上调至 609 元/瓶，上调幅度约 26-49 元/瓶。

背景变了

五粮液为何要选在此时上调出厂价？又为何敢于在此时上调出厂价呢？笔者认为背后既有允许上调

的背景，也有五粮液管理层对产品的战略重定位。

背景变化之一是，经过 2013 年的遇冷，四川省及宜宾市政府对五粮液集团的期望值降下来了。在股东大会上，公司董事长刘中国谈到了政府对五粮液营收任务的调整：“对五粮液集团的目标从 2015 年实现收入 1000 亿元，调整为 2017 年 1000 亿元；1000 亿元营收构成，也从原定的集团 400 亿元、股份公司 600 亿元，调整为集团、股份各 500 亿元。”原目标若不调整，意味着 2014 年和 2015 年，五粮液年复合增长均需达到 44%以上。这在当下市场环境下，几乎是一个不可能完成的任务。而调整后的新目标，不仅使五粮液面对的销售压力陡减，而且获得了比较充裕的回旋时间。在这样的背景下，公司才有可能以平常心面对市场，重新思考公司的竞争策略。

背景变化之二是库存的降低。不仅是公司库存的降低，更重要的是渠道库存的降低。据刘中国在年度股东大会上称，截至 2014 年 3 月份，公司库存是最近 4 年的历史低点。同时，五粮液最大的经销商、香港上市公司银基集团（00886.HK）的财报也显示，2013 年 4-9 月半年间，银基集团营业收入合计仅 1.14 亿元，而 10 月和 11 月两个月，营业收入已达 1.04 亿元，市场销售明显回暖。将银基视为五粮液经销商的一个样本看，渠道库存大幅降低，应该是事实。另据广发证券一份未介绍数据来源的报告称，当前五粮液渠道库存仅千吨上下，不足高峰期的两成。

一方面，政府给五粮液管理层减压；一方面，渠道库存情况给五粮液管理层壮胆。正是这两种力量的合作，五粮液才敢于大胆的做出提高真实出厂价的决定。

战略换了

五粮液管理层对产品营销的战略也发生了一些改变。

首先是产品的重定位。本次调价，五粮液将自己的竞争对手从飞天茅台调整为除茅台以外的其他白酒，变“上马”对“上马”为“上马”对“中马”。

2013 年以前，五粮液的竞争主要瞄准茅台，目标是在高端酒里形成双雄争霸的局面。其价格和品牌构建，始终以飞天茅台为比拼对象。然而，当公务消费大部分消失后，市场供需将飞天茅台放在了 900 元价位以上，而将五粮液留在了 700 元价位以下。曾经以为公务消费是茅台的主要构成，而商务和民间消费是自己传统强项的五粮液管理层突然发现，当茅台挤占商务和民间消费时，五粮液品牌远没有想象的那么强大。

扛着一个自我安慰性质的出厂价和零售指导价，坚持了一年，却无法改变市场的真实成交价，五粮液管理层开始接受现实了。通过拉开约 300 元的零售差价，将自己的市场定位放在了 500-700 元区间，从力争“中国最高档的白酒”的定位目标改变为“次高端第一选择”。笔者认为，这个区间里，五粮液是无敌的。因为，有竞争力的产品，无量；有量的产品，无竞争力。

从这个意义上说，五粮液通过拉开和茅台的差距，放过最高端人群的大部，重新定位消费群体，构建次高端人群或者浓香口味的第一选择乃至唯一选择，是明智决定。

依据中国食品工业协会白酒专业委员会常务副会长兼秘书长马勇的统计，在公务消费断崖式下滑的 2013 年里，单价 300 元以上的白酒，约有近 25 万千升的销售量。如此广阔天地，即便放过高端三五万千升，还有近 20 万千升销量对应的消费群体，不考虑收入增长伴随的消费升级，五粮液的产能也仅能支撑占领其中 10%出头的市场份额，完全可以称之为大有可为。退一步，海阔天空。

此前五粮液的经销模式更依赖大经销商，这和贵州茅台（600519.SH）有很大区别。年报数据显示，

2013 年五粮液前五名客户完成公司近 15%的销售额，而贵州茅台前五名客户仅完成公司 5.2%的销售额。五粮液大经销商模式，造就了银基集团、华泽集团、安徽百川、金榜题名、广西翠屏、广东粤强等一个又一个赫赫有名的白酒经销企业，其中部分甚至已经拥有了自己的生产企业和白酒品牌了。大经销商模式，一方面缔造了五粮液的辉煌，另一方面，也使五粮液对渠道掌控能力日渐衰落。

本次调价之前的政策，很明显的驱动了小经销商通过大经销商进货，做大了大经销商的销售额，使渠道从五粮液获取了更多的年度返利。

小经销商进货带来的批发需求，一方面削弱了大经销商深耕市场的动力，另一方面，使五粮液的经销商，转化成了大经销商的经销商。一旦大经销商出于某种原因，转向竞品阵营（例如银基成为茅台经销商），对五粮液而言，失去的不是一“个”，而是一“串”。

本次取消返利政策，统一出厂价格，使大小经销商站在同一个平台上，不仅有助于驱动大经销商更加注重终端销售，也使得五粮液公司和经销商之间的层级减少，增加企业与经销商的直接接触，提高了渠道的稳定性和可控性。这是笔者猜测的五粮液管理层本次调价背后隐藏的另一战略变化。但这个猜测是否靠谱，还要看五粮液后续是否能够坚持无返点的经销政策。毕竟，和更多的、更小的经销商打交道，需要公司上下更多的动脑动嘴动腿，去观察、了解乃至迎合市场需求。对于国企员工而言，这当然远没有直接给个折扣，让大经销商的员工去动脑动嘴动腿、自己做甩手掌柜来得轻松。坚持对渠道的掌控力，不仅需要管理层的思想转变，更需要有灵活的激励体制去推动。

总的来说，五粮液本次调价，使白酒市场的竞争格局更加清楚了。五粮液放弃和茅台在高端的竞争，转而向下与其他较弱的对手抢市场，对五粮液而言，是经营层面的重大利好。而市场反应，也许需要一段时间去理解消息背后的含义吧！

（声明：本文仅代表作者个人观点）

第245篇.　古井贡酒半年报印象

唐朝　来自雪球　修改于 2014-08-11　23:35

1）营收增加 3.6%，净利润降幅近 15%。和去年年报情况差不多，情况稳定，没有恶化。

2）依赖购买的 10 亿银行理财产品带来的 0.54 亿利润，净利润降幅收窄为不足 5%。从数据上看，算是份漂亮的报告，市场应该会给点掌声吧。

3）这样的市场环境下，没有通过降价（毛利率没有下降）竞争。销售费用/营收，也仅仅从 26.8%小幅上升至 29.5%。其中广告投放同比未增加，仅仅增加了约 1 亿的宣传促销费用（推测是补贴经销商或终端的可能性大），便保住了营业收入的稳定。显示企业产品在所定位的价格区间和销售区域里，有良好的认知度和比较强大的竞争力。

4）现金流情况正常，应收情况正常，预收还增加 1 亿多。

5）管理费用增幅有点大，同比增加了超过 1/3，多了六千万出头。主要增加是工资和损耗，不知是管理部门加薪还是加人。半年报没公布员工数额，要等年报看。

6）总的来说，算是寒冬里一抹亮色。看上去，在古井贡主打的价格定位区间里（100~200），似乎没有受到比较大的影响。在古井贡的传统市场范围内，也没有收到外来名酒的挤压。无论经销商、员工还是

管理层，小日子过得还算滋润。祝古井贡的股东，小日子也越来越红火。

ps：前天，老家来亲戚了，要 19 日才离开。老唐现在是全职地陪一名，只能简略的看看。错漏之处，各位球友指正补充。顺便解释：同样原因，这两天咨询老唐财务或酒业问题的朋友，大部分没有得到解答。不用私信了，这种情况八九天后自动缓解。

第246篇.　　关于保险业的讨论

唐朝　　来自雪球　　修改于 2014-12-06　10:22

刚刚看见逍遥兄和球友关于保险业的一些对话，和老唐看法一致。

赶紧收藏。一者便于以后快速回复询问老唐为何不投资中国平安的朋友，

二者建议保险业投资者试试看能否回答逍遥提出的问题：

@逍遥狂客:回复@流水白菜:想请教一下，

全球最大的保险集团 AIG，目前的市值是多少？

它的新业务价值模型又是怎样定价的？

它的全球市场占有率又是多少？

当初巴菲特为啥不愿意在 AIG 困境时候收购它？

莫非它的浮存金不如盖克么？

~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~

@市场敬畏者　回复　@逍遥狂客：

嗯，找到了。AIG 找过老巴，《大而　不倒》里面描述还蛮精彩：

“沃伦!”弗劳尔斯拨通了巴菲特的电话后热情地问候道，就好像他们是最好的朋友一样。他向巴菲特提起了他们过去合作过的交易，接着便谈到这个电话的目的。他说手上有一份报告，显示美国国际集团很快就会面临资金短缺。他还告诉巴菲特这张数据表过于简单粗糙，“或许我本该用它来跟踪我的杂货账单。”

巴菲特被他这话逗乐了，弗劳尔斯继续说道：“他们就是一群白痴!”在这里，他故意停顿了一下：“但公司的价值还是很高的。”他解释说想让巴菲特给美国国际集团投资 100 亿美元，事实上，他希望他们能一起投资。

然而，巴菲特并不怎么想蹚这趟浑水。“你要知道，我现在的身家可不比从前，”他笑着说，“我手头也有点紧张。”他也不确定自己是否想介入汉克·格林伯格和艾利布罗德（Eli　Broad）间的争斗，他们两人现在都在发起对美国国际集团的收购攻势。他告诉弗劳尔斯，自己唯一有兴趣看看的就是美国国际集团的不动产和意外伤害险业务。

“或许其中真存在好机会，”弗劳尔斯表示认同，“请至少允许我让维纶斯塔给你打个电话。”

弗劳尔斯回到会议室告诉大家，巴菲特不太可能参与进来，但他还是敦促维纶斯塔与巴菲特联系一下。

维纶斯塔从未见过巴菲特，他随即打了电话并开始他的推销，但还没等他说到重要部分，巴菲特就打断了他。

“我看过你们的年报，”他说，“你们的公司过于复杂，我没有足够的自信。听着，我们是不可能合作
~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~

的，不要浪费你的时间了。你还有许多事情要做。”

但巴菲特仍给维纶斯塔留了最后一丝希望：“如果你们想出售其中的一些资产，我或许会有兴趣购买……不过也说不准。”

维纶斯塔对他能抽时间听听自己的想法表示感谢，随后便沮丧地挂断了电话。

~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~

@逍遥狂客　回复　@市场敬畏者：

呵呵，有没有考虑过，巴菲特希望要AIG的哪些资产？

而又对哪些资产比较希望避免？

开谜底，逍遥也对此说过很多次了。

他只要产险，短期就能判断盈利与否，而不希望纳入寿险资产。

他并没把握打理那些寿险浮存金。

~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~

@草帽路飞　回复　@bigfatcat：

把保险比作包含三家子公司：营销子公司、运营子公司和投资子公司，那么平安资管就是投资子公司，负责资产端的所有配置问题。

~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~

@唐朝　回复@让子弹飞一会20:　简单说，就三个字：看不懂。

复杂点解释：保险公司，对我而言，仿佛一个黑箱。其销售保险的收入，仅仅是类似于生产企业的采购部门，采购现金。采购有没有买贵，涉及到无数假设，核心是赔付率和利率。这些假设及其计算，读八年保险精算专业的人才，加上大量数据（还得假设数据是真实的）支持，也未必搞得正确。

确认采购部门没有买亏，然后才谈得上考虑生产部门能不能赚钱。保险公司的投资，就是它的生产过程。判断其每笔投资，是否正确，需要自己了解投资对象，能够评估其价值。这个能力圈要求，实在太大，老唐做不到。

对保险公司的投资，就老唐的看法而言，要么就是信念性的无条件相信管理团队的能力。要么就是赌牛市来临，享受保险公司用别人的钱买股的高杠杆收益。至于分析什么内涵价值云云，自得其乐的天书吧。

老唐既没有无条件相信管理层能力的信念，也因怕杠杆之害而愿弃杠杆之利，因而，包括平安在内的所有保险公司，都不是老唐的菜。

@唐朝　：以老唐浅见，投资保险业的投资人有真懂保险业的（可能万中无一），但绝大多数人，可能觉得保险股要么只需记得“浮存金杠杆＋牛市到来”，要么“信念性的相信公司投资能力＋中国保险普及度极低的现实”，就基本决定了保险股的九成收益（我拍脑袋乱估的），其余的一成，读书破万卷且还不一定能得。性价比太不合算了。

~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~

关注保险业的，@草帽路飞　兄的四万字科普，是不可错过的大餐。

不要因为是免费的就忽视了：

http://xueqiu.com/3727797950/33697052（上半部分）http://xueqiu.com/3727797950/33697183（下半部分）

第247篇.　　海润光伏的阳谋

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-02-02　22:41

刚准备关机睡觉，瞟到@黄建平　兄发的关于海润光伏的股价图，太有意思了，这局做的黑。这个局，利用了市场普遍的误区，以为高送配是在利润比较好的情况下，才能实施。实际上，翻开《手把手教你读财报》108 页，倒数第四行，清清楚楚地写着:**「企业也可以利用资本公积转增股本，无需考虑是否有利润。有资本公积没利润，也是可以转增股本的。」**

做局者利用了市场投资者的惯性认识，在 1 月 22 日，很策略地按照常见的高送转表述模式，发布了利润分配预案预披露，原话如下：

“基于海润光伏科技股份有限公司（以下简称“海润光伏”）未来发展需要并**结合海润光伏　2014 年实际经营状况，为了积极回报股东，与所有股东分享公司未来发展的经营成果，在符合利润分配原则，**保证正常经营和长远发展的前提下，公司前三大股东　YANG　HUAIJIN（杨怀进）、　九润管业、　紫金电子提议海润光伏　2014　年度利润分配及资本公积金转增股本预案：以海润光伏　2014　年　12 月　31 日股本　1,574,978,384　股为基数，以资本公积金向全体股东每　10　股转增 20　股。”

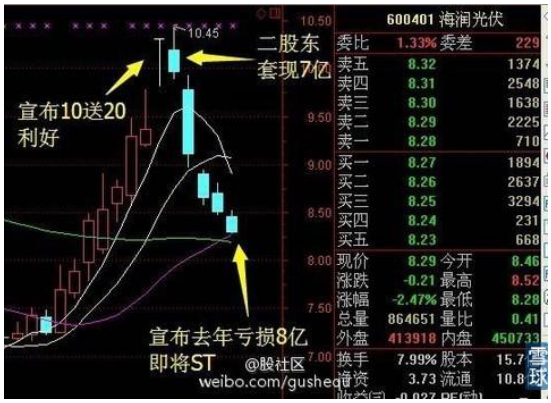
前面一段标有下划线的，是诱饵，也是预披露主要想让投资者看见的东西。强调的是“结合实际经营状况（没说亏赚），为了积极回报股东（暗示是大赚），与所有股东分享（暗示是赚），符合利润分配（暗示有利润进行分配）”。后面一段的“以资本公积……转增”（注意：不是用盈余公积或未分配利润送红股，也没有分红），是埋伏好的退路。

预案披露以后，二股东夺路而逃。把那些等着被积极回报的股东，留在了高高的山岗上。

现在报亏损 8 亿，可能 ST，证监会能怎么着？人家完全合规合法的进行了披露，并且二股东套现，也同样进行减持股份的提示性公告，所有程序合规合法，没有任何应披露未披露信息。是你们自己贪婪+无知，怪谁？（最终能揪住把柄的，也就是减持股份的二股东，其控股股东是上市公司现任董事，构成内幕信息嫌疑。这计划，可能是在连续大涨以后赶急作出来的，实在没有时间换二股东的名义持股人了，还是留了个尾巴。暴利面前，坚持拉下脸，赤膊上阵一次了）

悲剧，昨日有、今日有、明日还是会有，不用知识武装好自己的头脑，在资本江湖里，不是踏进这个坑，就是掉进那口井。

对于被高送转题材诱惑进去的投资者，只能说……深表同情、爱莫能助……晚安！



补摘一段《手把手教你读财报》上的话，24 页：

「送红股这个过程，公司并没有真拿钱出来。**股东的持股，也因为所有股东同比扩大而价值不变**（一个饼分 100 份时占 10 份，和这个饼分 110 份时占 11 份，一样多），反而要损失税款。唯一得利的，只有税务局。只是**因为资本市场喜欢这个数字游戏，也就有人乐此不疲**」——不过要备注一下，书中这段话是写在用盈余公积和利润送股部分的，所以提到了唯一得利的只有税务局。海润光伏这种用资本公积转增股份的，不纳税，税务局没糖吃。

第248篇.　　X网的雷锋

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-04-01　17:22

雷锋在哪里，雷锋在哪里，雷锋就在那财务报表里！

刚刚一位叫@格道　的球友，发帖询问老唐说：看了一下 XX 网 2014 年财报，在合并利润表中有一个少数股东损益:-2.35 亿元，直接让归属于母公司所有者的综合收益总额从 1.29 亿变为 3.65 亿，财报中却没任何详细说明。希望万能的雪球能够解开谜底！

老唐答复：

这个不奇怪，虽然老唐还没有来得及学习这份报表（老父亲住院十多天了，没抽出时间看），但给你举个例子，你就会明白如何可以达到这种效果：

1）假设上市公司格道网和自然人雷锋共同成立格雷公司，上市公司格道网 51%控股，雷锋持股 49%；

2）格道网将除所得税以外全部成本合计 70 的部分地雷散件，作价 100 卖给格雷公司；

3）格雷公司增加各项成本 40 元后，组装地雷成功，按照 100 元投向市场，成功卖给了老唐，格雷公司利润-40；

4）财务做账，上市公司格道网母公司利润表营收 100，营业利润 30。合并利润表营收 100，营业利润-10；

5）格雷公司股东雷锋占比 49%，承担 40*49%=19.6 元亏损，归属母公司股东利润为 30+（-40*51%）=9.6 元，就这样，合并报表归属母公司股东所有的利润就大于了营业利润；

6）因为格雷公司亏损，由此还可以产生可抵扣递延所得税资产，导致格道网当期合并报表所得税费用为负，还可以增加点报表净利润；

7）格雷公司为什么愿意亏？呵呵，你猜你猜你再猜！可以肯定，格道网要么对格雷增加股权投资、要么借钱给格雷，要么就是会产生大量应收账款，反正得有人出钱；

8）老唐未阅读本文涉及公司财报，上述举例，仅限于讨论财务知识，与具体公司无关，谢绝跨省

补充：

1）别问老唐买地雷干嘛，问者必被鄙视

2）这种手法不算造假。这是明牌，上市公司已经履行了必要的披露义务。当然，如果是因为你看不懂而做了错误的判断和预期，那与上市公司毫无关系；

3）必须强调的是，上市公司盈利或亏损，报表好看或难看，和明天的股价涨跌并没有可靠对应关系，此答复不涉及任何股价判断，请勿恶意揣测。

第249篇.　　X网的神收购

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-04-08　13:51

商誉这个东西有时想想挺荒诞的，比如这个案例：

“根据公司与东阳市花儿影视文化有限公司签定的《现金及发行股份购买资产协议》中约定本次交易标的资产价格为 90,000　万元，其中：公司支付现金　27,000　万元，其余部分以发行人在定价基准日前 20　个交易日的股票交易均价　29.57　元/股为基础，发行数量为　21,305,377　股，确认为公允价值。大额商誉形成的主要原因：公司购买日支付对价　899,999,997.89　元，购买日净资产公允价值 152,414,732.42　元，确认商誉　747,585,265.47　元。”

简单说，就是花儿影视净资产的公允价值（不是账面值，是公允价值，账面值更低）1.5 亿，乐视付 2.7 亿现金给花儿原老板，然后再送 2100 万股乐视股票。因而，造成乐视公司的资产多出来 7.5 亿。要是只给钱不送股票，乐视公司净资产就要少 6.3 亿如果拿上菜刀逼花儿老板再收下 3000 万股股票，乐视公司净资产会再额外增加 9 亿的。～老唐要是花儿的老板，铁定愿意牺牲自我，为乐视股东谋福利，帮人帮到底，咬牙再收几千万股票，只要卖的够税款就行

第250篇.　　国投和洋河的2015中报简评

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-10-29　20:40

国投、洋河、招行一锅烩了

国投，略低于我的预期，半个月前经营数据出来的时候，以为会是个位数增长（见 http://xueqiu.com/8290096439/57821362　）结果是个富二（-2%）。　但也可以接受，火电利用小时下降，恰逢雅砻江来水不好，再叠加上降电价，三者加总还是赚 45 亿，自由现金流更是远高于 45 亿，对于一家六百亿市值的公司，仍然是一台马力强劲的印钞机，夫复何求？等雅砻江水电公司三季报拿到手的时候，两相对比，就可以看出火电到底有多惨了！也就更容易理解老唐为何只能给予火电部分 80 亿估值了。

洋河，意料之中的稳定增长，另一台印钞机。很巧，前三季度也是赚 45 亿，目前市值 950 亿。对比国投，市场给出了部分成长溢价。其实国投的销售更简单，应收账款更少，自由现金流更高，只是马上面对增值税返还减少、电价下降预期、未来三到四年水电部分无增长、所得税优惠部分依次到期等负面题材，压制了股价。当然，洋河和国投不是一个行业，还是跟白酒比吧！洋河的预增，早已按照中小板的要求，提前预告了，所以也没啥惊喜。但三季报的质量，还是亮点。总体而言，增长质量次于茅台，但已经优于五粮液了，毕竟五粮液主要靠费用上的腾挪，创造了增长，免不了会让人担忧其多少为了混改，做了些粉饰。洋河的发展态势，五粮液的老二，地位危急啊！

招行，我看鱼兄已经做了分解，而且还是“随便聊聊”。随便聊聊都聊的那么好，欺负我们嗦[不屑]~老唐就偷懒学习了，链接在此，要看的自己过去 http://xueqiu.com/2074020838/58723473 银行业同质化的时代，正在跟我们慢慢 say byebye[笑]

第251篇.　　五粮液混改，混的不理想

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-11-01 13:04

公司拟以 23.34 元/股向公司员工持股计划等 5 名特定对象非公开发行不超过 1 亿股，募集资金总额不超过 23.34 亿元。

员工认购：员工拟通过国泰君安资管计划认购不超过 2200 万股（**约 5 亿出头**）。该员工持股计划参与对象不超过 3000 人（**员工人均约 16 万元或 7000 股**），其中公司董事、监事和高级管理人员共计 11 人认购比例为 8.53%（**约 188 万股，人均约 400 万元或 17 万股**）。该计划存续期为 48 个月，其中前 36 个月为锁定期，后 12 个月为解锁期。

经销商认购：君享五粮液 1 号拟认购不超过 1800 万股，该计划由公司部分优秀经销商以自筹资金不超过 4.20 亿元认购**（4.2 亿，远低于预想。对于五粮液经销商的财力和数量而言，等于说捧场者寥寥无几！按照方案刚出来的时候说的，经销商参与的最低起点是 50 万股，最大的经销商出资超过 1 亿，推测最终参与的经销商估计最多也就二三十家的样子**）

基金认购：泰康资管、华安基金、凯联基金拟筹建和管理的私募投资基金拟分别认购不超过 3400 万股、1500 万股和 1100 万股，其与公司均不存在关联关系，且以现金方式认购后股票锁定期均为 36 个月。**（最终大头还是被基金吃进了，14 亿基金，占比这次所谓混改方案的 60%，增发给基金有毛用啊，五粮液又不缺钱[滴汗]）**

员工的容易安排，跟原计划数量基本没变。而按照 10 月 25 日五粮液发言人在经销商沟通交流会上说的：“目前，已有 10 家以上的基金公司主动找到我们，希望认购剩余部分。”口径，基金公司是认购经销商放弃的“剩余”部分的。估计当时五粮液考虑经销商怎么地也要认购个 10~15 亿，万一不够，由基金补缺，以免面子上不好看。结果经销商不捧场，基金成了主力[摊手]

第252篇.　　关于银行前景的一次聊天记录

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-11-06 10:04

存：关于银行前景的一次聊天记录

……

唐朝：鹿公，你随便拿一家银行报表，假设个极度恐怖的不良率，然后假设个回收率，试试看能对银行净资产造成多大伤害？我随口拿据说最可怕的民生举例（没开电脑，记忆数据，希望没有错）：三季报公司贷款 1.2 万亿，个人贷款 0.75 万亿，拨备前利润 700 多亿，公司净资产 2900 亿。假设公司贷款 10%坏账，坏账损失 70%，个人贷款 5%坏账，坏账损失 50%，假设这些不良三年内全部爆出来，之后的“干净”

银行按照 1.2 倍市净率估个值，再对照当前市值，看看恐怖不？（备注，当前民生 h 约 0.8 倍市净率）

目前市场恐惧的，是爆发的不良与息差之间的不匹配，忘记了银行只有在不良超过之前的估计值时，才会“意外”受损，而只要不良到了新的高度（哪怕是 10%），银行贷款的定价水平也会跟着变的。皮条客不剥皮，那是不可能的。至于你前面说的拨备率的问题，拨备本就是逆周期管理工具，拨备就是供这个时候用的，需要的话，拨备监管要求降到 100%~70%之间，也不意外[笑]

giftone：坏账率 30%呢？是什么情况？

唐朝：嗯，那就死定了[大笑]。四大行当出纳，地方政府和国企借到就是大爷，银行技术性破产的时代，不良率最高到过 24%[俏皮][大笑]

鹿公：那时候的资产跟现在比，扩大多少倍，你还想扩大多少啊，学津巴布韦吗？

唐朝：这不是扩大多少倍的问题，是贷款的审核条件天差地别。我坚信，目前上市银行的整体不良，决然到不了 10%，这就是我坚持持有民生 h 和招行 h 的底气。

鹿公：我们银行业的问题如果光是坏账，俺认为问题也是不大，但是现在的问题在于坏账叠加利差缩小，坏账现在在陆续爆出来，利差 1 季度你可以看到会怎么缩小

唐朝：银行的贷款定价原则可以简单理解为：资金成本+预期不良率+预期利润。对息差大小的认识，根子上还是对资金供求关系的判断[笑]我认为，以我国的经济发展水平和现有资源，在可见的将来，资金依然是供不应求而不是供大于求。

鹿公：呵呵，所以我们的分歧可以集中到一点上，安全回报的收益是供大于求还是供不应求。如果供不应求，SHIBOR 怎么会在短短的一年内跌掉 30%

唐朝：这是供求程度的变化，供求差没有以往大了，这是事实，但银行新发放贷款依然是银行占据主动地位，是供不应求，这也是事实。

第253篇.　　坏账与股价之银粉说

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-11-30　15:27

1）银行的本职工作是经营风险，其预期损失是业务成本，没有任何可怕的。目前的上市银行，拨贷比基本都在 2%以上，含义是说，银行已经按照二点几的预期损失定价，加在之前的贷款里了。在这个比率范围内的坏账，只是让预提的成本实报实销，捡不到预期利润之外的“额外便宜”了。

2）非预期损失，才是银行的损失。即坏账率最终超过拨贷比的部分，会对银行股东权益造成威胁。非预期损失有个特点，资产相关性越高，非预期损失波动可能越大。所以，业务比较集中在某些行业或者某些较小区域的银行，非预期损失兑现的可能性较大。反之，贷款覆盖行业越高，分布地区越广的银行，抵御非预期损失的能力就越强。这个很容易理解，就好比你买的都是同一个行业股票，或集中在较少的几只股票上，自然是波动幅度会比较大，涨跌幅度都可能比指数更大。

3）股价反映市场对银行的坏账预期，例如民生 H，约 0.75 的市净率，其代表的含义大约是去除当前已经暴露的不良资产,其他未暴露的,大约已经占了民生银行净资产的 35%~40%左右,即另外还有 1000~1100 亿坏账等着银行股东承受。简单粗暴计算方法：假设没有坏账的干净民生银行，值 1.15pb~1.2pb（获得一家银行牌照，然后进行业务布局直至产生盈利的过程，需要付出一定的成本），列方程 1.15（净资产-隐藏

坏账）=市值，民生净资产3000亿，按H股股价计算，总市值约2250亿，得知市场先生目前估算民生银行另外还有隐藏的坏账约1050亿出头。

4）按照民生银行目前1.25万亿公司贷款，0.73万亿个人贷款，合计接近2万亿贷款，考虑抵押品折扣之后，按照坏账产生50%的损失估算，1050亿隐藏坏账，意味着市场目前大约对民生银行隐藏坏账率估计约11%（包含报表上的，大概就是总坏账约13%的样子吧）。

5）最后，坏账这东西，永远没有准确数字，强总手头木有，小川手头木有，郑万春手头木有，你认识的那个分行行长木有，你朋友在民生柜台工作她也没有……，投资的难点就在这里，你要对你的“估算”下注。

6）股价永远不是反映现实，而是反映现实与预期的落差。关键不在于现实好不好或者坏不坏，而在于现实比预期更差还是更好。银行经营的产品比较难以清晰透明，无法摆出来一一验证，所以预期波动大是长期的和一定的，这也给投资者带来的巨大的潜在利润空间，只是~市场预期可能需要时间去调较，调的更烂或变成更好。

7）个人浅见，仅供参考，依此决策，风险自负。老唐个人持有民生H和招商H。over。

第254篇.　　阅读银行财报的核心目的

唐朝　　来自雪球　　发布于2016-03-23　08:46

回复@云蒙:　云蒙妹妹提了两个很精彩、也很有价值的问题，我分答如下：

问：老唐，您说的也许有道理。那么问题来了，您觉得该怎么算，把不良贷款改为逾期贷款还是加上关注类贷款，又或者统一改成大家臆想的6-10%的不良贷款，还有是不是损失改为90%或者100%？】

答：关于我个人怎么算的问题，在去年11月份的这篇小短文里，我写过。http://xueqiu.com/8290096439/60847738

是非常粗糙的方法，背后的思路，可以用斯蒂芬.彭曼教授下面这段话阐释：一个估值模型的关键问题，不是计算出“正确”的价值是多少，而是模型是否能够帮助投资者更好地理解隐含在市场价格中其他投资者的想法，并对此进行质疑。投资者在同市场价格“谈判”的过程中，其责任不是要提出预测或者完成价格估算，而是理解那些能解释市场价格的预期信息，从而决定是否自己接受市场报价。

问：不相信报表，不相信银监会数据，那还分析财报干嘛呢？

答：正如《手把手教你读财报》的副标题：财报是用来排除企业的。我的看法：财报不是拿来“相信”的，而是拿来“怀疑”的。银行（或者还是缩小范围说我国的上市银行吧），由于监管（无处不在的两大婆婆）和激励（没有花街的薪酬制度，管理层造假风险性价比不划算）的原因，做假账的可能性非常小，从这个意义上说，报表和银监会的数据是可信的。

然而，由于银行经营的是金融产品，其”完全真实的报表“中也充满了无数的估计、概率、假设、预测（甚至毫不夸张的说，有些可以叫做猜测），报表的每一个数字，都是含水量十足的，是绝对不可以直接去“相信”的。从这个角度说，我个人认为，读银行财报，不是以【假设报表数字为真，则其价值为X】为方法，而是寻找市场给予银行低估值的理由，寻找情况究竟有多大概率真有市场看待的那么糟，寻找真的有那么糟、我将承担的损失（金钱或时间损失）的极限，这是我认为分析银行财报的意义所在。

或者干脆简单一点说，银行财报的核心价值，就在于两点：一是对”贷款与垫款“科目下的贷款减值项的理解，二是对该银行战略方向的认同与否。至于计算或预测营收、利润及净资产数据等问题，可能更多的是一种自我心理安慰。用心理安慰一词，听着可能不舒服，但我没找出更温和的词汇，还请相信老唐无恶意。我也是银粉，也才持有银行股，在对银行估值问题上，你我没有大的分歧。这里的粗浅看法，仅供参考。最后，感谢云蒙妹妹的认真研究，无私分享//@云蒙:回复@唐朝:老唐，您说的也许有道理。那么问题来了，您觉得该怎么算，把不良贷款改为逾期贷款还是加上关注类贷款，又或者统一改成大家臆想的6-10%的不良贷款，还有是不是损失改为90%或者100%？

不相信报表，不相信银监会数据，那还分析财报干嘛呢？$中信银行(00998)$ $建设银行(00939)$

第255篇. 否决国投电力增发案的理由

唐朝 来自雪球 修改于2016-01-16 10:50

对国投增发案投反对票的理由

这两天，由于国投电力的股价低于预计增发价格，有些朋友动摇了，以为让大股东以7.95买入，可以期盼大股东想些提振股价的措施。这个想法too naive了。老唐今天从炒股和投资两个角度，简单聊聊我们为啥应该对国投增发投反对票。

1）单纯从炒股角度看，股价由股票的供应量和对该股票的需求资金之间的力量对比决定；

2）如果增发通过，股票供应加大，市场资金被国投公司抽走建电厂了。市场股票数量增加，资金总量减少。供应增加、需求减少，股价会怎么走，显而易见；

3）如果增发被否决，股票供应量不变。如果这些人愿意锁定一到三年在7.95元认（jie）购（xue），也完全可能直接到市场来买入更便宜的、不用锁定的筹码。他们若买入，会推高股价，对炒股者有利。即便他们不买入，股价也不过是沿原有趋势行走而已；

4）所以，如果你是一个炒家，应该对增发方案投反对票。且由于国投股东数量极其分散，大股东又必须回避表决。所以，这次小散们若投反对票，是完全可能否决这个提案的；

5）有种奴才，没事儿就大谈中国需要民主，等选票真给他，又作高深状，说然而并没有什么用。这里提醒一句：你有权放弃，但请勿阴森森地来这里丢几句“然并卵”什么的，挖苦打击行使权利的其他股东。这样做，会被拉黑的；

6）从投资角度说，就要看估值了。国投的价值，可以大体看作三部分组成：水电、火电及其他；

7）水电，主要是雅砻江水电的52%（其余48%由川投持有）、云南大朝山水电的50%和甘肃小三峡水电的60%。三者加起来2015年售电740亿度；

8）不讲高深的理论，按照最粗暴简单的方式毛估估：长江电力年售电1050亿度电，且售电价格比国投所辖水电售价低。所以，水电这块，国投下辖水电价值，至少应该大于长江电力市值的70%（740/1050），长江电力当前市值2080，那么国投水电部分，价值应不低于1400亿；

9）国投按控股比例分摊，刚好占比全部所辖水电的52%，所以，水电这块，可以简单看成1400*52%=730亿。老唐也用过其他估值模式，大体差异不大；

10）特别提醒：考虑到水电公司的资产实际可用百年以上，但报表里一般按照30~50年计提折旧。即

便是资产真的损毁重建重购，主要的移民搬迁、道路及配套建设等都不需要再花钱，所以，“折旧”费用中的绝大部分实际是隐藏的真金白银，水电公司真实的现金利润，是远大于报表利润的；

11）雅砻江中上游还有两百多亿的在建工程、以及总计约 1500 万千瓦的开发权（当前雅砻江已经投产 1455 万千瓦），这个比长江电力等大股东修好电站加价卖给股份公司要有优势的多。算搭头吧；

12）火电部分，装机容量约 800 万千瓦，2015 年售电 360 亿度，约等于上海电力的售电量，但售电价格低于上海电力。上海电力目前市值 230 亿，我粗暴地打个对折去零，按照 100 亿算；

13）或者按照目前火电的造价，大约每千瓦 0.4 万~0.5 万元算，大约 300~400 亿重置成本，国投占一半以上权益，怎么折也超过 100 亿；

14）几十万千瓦的新能源部分，白送。财务公司，运输公司啥的，白送；

15）综上所述，国投公司的价值至少不低于 730+100=830 亿，即每股不低于 830/67.86=12.2 元；

16）按照国投公司提出来的增发方案，接受增发的（大股东等人）拿出 90 亿，认购 11.32 亿新股，占新公司 11.32/（11.32+67.86）=14.3%的股份，全体老股东占有的资产价值，从 830 亿以上减少为（830+90）*（1-14.3%）=788 亿，即新股东一把从老股东腰包里掏走超过 40 亿；投反对票，可以帮助遏制贫富差距，哈哈！

17）同时，国投增发募集资金，主要是投向新的火电项目。那么这里有两个判断，如果火电值得投，则前面算的现有火电价值还应该增加，增发价导致的老股东割肉更多；

18）反之，如果火电不值得投，那么完全没有必要增发。更何况，国投公司根本不缺钱，银行授信还有 1500 亿额度没有使用，如果要用 90 亿资金，分分钟就可以贷到款或者发债券。近日，许多上市公司发债的利率已经低至 3%左右，这时候卖股权筹资，完全是崽卖爷田的败家子行为；

19）所以，无论从投资还是炒股的角度看，增发方案的否决都是只有收益没有损害的。反之，增发方案的通过，对投资者和炒股者都是有害无益的。不会投的，表怕，到时候，会有《手把手一起投反对票》教程的；

20）既如此，咱们就认真把自己当做公司老板，说一次不。即便白说了，情况也不会更糟，反正市场已经当做增发消化了。如果居然否决了，不仅捍卫了自己的钱包，也给市场一个意外，以后还可以拿出来 zhuanbility：劳资当时就说了不同意！

21）最后，说句题外话，国投要投的火电，没市场想的那么悲伤，基本都是电价高企的区域。价格反映供求状态，电价高企是可以作为电力供应木有过剩的证据的。看图中标红色的部分，对应的就是国投要投的新火电。

地区	项目	上网电量	2014上网电量	电量同比	上网均价	2014上网均价	均价同比	控股比例	增发拟投	投资总额	2015营收	2014营收	营收同比	2015新投产
天津	北疆	92.68	106.62	-13.07%	0.403	0.422	-4.50%	64%	2x100	119.1	37.35004	44.99364	-16.99%	
安徽	宣城	44.38	32.13	38.13%	0.403	0.429	-6.06%	51%			17.88514	13.78377	29.76%	66万千瓦
广西	钦州	34.2	46.6	-26.61%	0.443	0.466	-4.96%	61%	2x100	69.44	15.1506	21.7156	-30.23%	
	北部湾	23.45	26.62	-11.91%	0.453	0.47	-3.62%	55%			10.62285	12.5114	-15.09%	
甘肃	靖远2电	38.32	46.66	-17.87%	0.277	0.318	-12.89%	51.22%			10.61464	14.83788	-28.46%	
福建	华夏	44.19	58.99	-25.09%	0.402	0.444	-9.46%	56%			17.76438	26.19156	-32.18%	
	湄洲湾	38.12	22.57	68.90%	0.469	0.488	-3.89%	51%	2x100	67.67	17.87828	11.01416	62.32%	
新疆	伊犁	23.52	31.92	-26.32%	0.253	0.251	0.80%	60%			5.95056	8.01192	-25.73%	
贵州	盘江	21.81	12.73	71.33%	0.356	0.384	-7.29%	55%			7.76436	4.88832	58.83%	
火电合计		360.67	393.86	-8.43%	0.391	0.411	-4.87%				141.02197	161.87646	-12.88%	
	南阳							51%	2x100	62.5				

地区	项目	上网电量	2014上网电量	电量同比	上网均价	2014上网均价	均价同比	控股比例	增发拟投	2015营收	2014营收	营收同比	2015新投产
甘肃	小三峡	31.3	35.31	-11.36%	0.26	0.251	3.59%	60.45%		8.138	9.1806	-11.36%	
云南	大朝山	55.51	64.75	-14.27%	0.206	0.207	-0.48%	50%		11.43506	13.3385	-14.27%	
四川	雅砻江	652.82	595.2	9.68%	0.299	0.306	-2.29%	52%		195.19318	177.9648	9.68%	45万千瓦
水电合计		739.63	695.26	6.38%	0.29	0.294	-1.36%			214.4927	201.6254	6.38%	

抄送@山行　@跨越巅峰　@黄建平　@胡涂的森林　@丽春院　@释老毛　@丹书铁券　@唐史主任司马迁　@东博老股民　@不明真相的群众　……

续篇：

……

附件三：

反对的理由简述：A、国投不缺钱，还有1500亿左右的银行授信没有用，用钱完全可以直接贷款或者发3%左右利率的企业债，不需要发股票摊薄我们的每股收益；B、大股东想要更多国投股权，请自己去市场买入，不要强行平均抢劫每个股东的；C、在全国火电机组开机时间大幅下降的时候，募集资金投资建设新火电机组，必要性存疑。

附件四：答短线炒家问

看企业价值的投资者，很容易理解低于企业价值的增发，是对老股东的掠夺。而盯着股价的短线炒家，可能无法理解这种思维，再加上不怎么阅读企业公告，于是有了一些很纯很天真的看法，老唐在这里附上对炒家错误认识的解答：

1）炒家：现在的股价还不到7元，让大股东7.95元认购增发，大股东就有动力拉抬股价，使我们解套或者获利。

老唐：这部分增发认购的，短的锁定一年，长的锁定3年。即便像你想象的一样，有动力拉抬股价，那也是一年到三年以后的事儿，你确认你会等到一到三年以后吗？

2）炒家：7.95元的增发价远高于净资产，让增发通过可以抬高每股净资产。

老唐：就不解释复杂的水电公司净资产应该怎么看的问题了，简单举个极端的例子，如果你一分钱没投，直接从银行5%利率贷了1000万，建了一个水电站，电量和电价确定，因而基本确定每年税后收入是150万（这实际上就是国投旗下雅砻江水电缩小一万倍的数据），你的净资产是不是零，我拿10万买你一半股权你是不是巨赚了，你的净资产是不是被我抬高了很多？

3）炒家：我测算过，国投必须增发获得部分资金，还掉银行贷款，这样才能够降低银行利息支出，抬高每股收益。

老唐：说明你没看增发资金的用途议案。这部分钱不是拿去还银行贷款的，而是要去新投一些项目。这些钱不仅不能减少银行贷款，可以预见的是，新投的项目必然还需要增加新的贷款配套。

4）炒家：公司有新项目才能够增加未来的每股收益，提高公司股价。

老唐：增发募集投向的项目，能不能赚钱，我们先不说。就算是能赚钱，最快也要两年以后才能产生效益，而新发的这11亿股将直接摊薄今年和明年的每股收益高达14%，所以，如果你关注短期的每股收益和股价的话，赶快学习本文并投出你的反对票吧！短线炒家想解套，必须要投反对票

第256篇.　　再谈国投和川投的估值

唐朝　　来自雪球　　修改于2016-01-29　14:22

再谈两投估值

早上被时间紧急先生捞起了投国投电力反对票的文章，文后不少朋友又在质疑文中用长江电力为标杆来估算国投电力价值的可靠性。说过了，估值的方法很多，便于理解，选择了一种最简单易懂的写。

这里，再举另一种粗暴的方式：

1）国投或川投的估值，关键就是估算雅砻江水电公司的价值，因为两家公司的主要资产分别是雅砻江水电的52%和48%；

2）雅砻江水电公司，大致可以分成三块。a.建成的1470万千瓦下游电站；b.中游两河口近300亿在建工程；c.中上游其他电站独家开发权；

3）雅砻江水电负债近千亿，现金及类现金的流动资产50亿左右。假设我们此刻将中游在建工程和中上游其他电站开发权，毛估估算350亿价值；于是雅砻江水电，就剩余1470万千瓦下游电站和600亿负债，其他的忽略；

4）国投川投两家公司当前总市值约760亿。其中包含两投下辖的火电及其他几处水电资产。我们保守的将雅砻江以外的水电和火电合计按照60亿算，也就是说，我们用700亿现金加上承担600亿负债，买下两家公司，我们就得到了1470万下游已经建成投产电站（有一台15万千瓦机组的马上投产，其他的已投产），每天白花花的江水路过，变成白花花的银子出来；

5）接下来的问题就简单了，去问问业内人士，这样的已投产水电站每千瓦收购价是多少，乘以1470万，这就是最简单的估值法。至于两个上市公司的壳，送你了，拿去换茅台喝了吧；

6）每千瓦多少钱？不告诉你。自己找切，这只是思路展示，不是荐股，你懂的，老唐短跑速度不行……[赚大了]

精彩评论：

@淡蓝色的极光:

看不懂的，我代替老唐帮你们计算一下：

把中游完全刨去，按下游的1470万千瓦装机，600亿负债，900亿固定资产，年发电700亿度，假设该公司不分红，有钱就全力还贷款：

2016年净利润70亿，年财务成本35亿，年折旧30亿，现金流100亿，还贷款100亿，剩下负债500亿；

2017年净利润75亿，年财务成本30亿，年折旧30亿，现金流105亿，还贷款105亿，剩下负债395亿；

2018年净利润80亿，年财务成本25亿，年折旧30亿，现金流110亿，还贷款110亿，剩下负债285亿；

2019年净利润85亿，年财务成本20亿，年折旧30亿，现金流115亿，还贷款115亿，剩下负债170亿；

2020年净利润95亿，年财务成本10亿，年折旧30亿，现金流125亿，还贷款125亿，剩下负债45亿；

2021年净利润100亿，年财务成本5亿，年折旧30亿，现金流130亿，还贷款45亿，剩下负债0亿，剩下现金85亿；

好了到2021年，也就是6年后，你得到了一个造价900亿的水电站，无负债，每年产生130亿稳定净利润和分红（租金）的永续公司，我觉得按市场的估价，怎么也值3000亿以上吧？现价只要700亿，6

年 4 倍吧。

第257篇.　国投2015年报简评

唐朝　来自雪球　修改于 2016-04-07　23:17

没注意今天披露财报，下午喝的有点晕，看财报特别慢，晃晃悠悠晃晃悠悠，到现在才把国投的财报看完，川投的还没顾上看。先简单扯几句。

总体来说，受火电电价下调及需求不振影响，收入从 329.6 亿降低为 312.8 亿，减少了 16.8 亿，微降。同时煤价降低和降息带来的好处也基本这么多，本来刚好两抵的。适逢公司调整折旧政策，对机器设备等加大了计提，增加了当期折旧 2.45 亿。结果，营业利润从 99.3 亿降为 95.6 亿。（2016 年利润表能从这上面捡一点点便宜，建筑房产类的都稍微的延长了折旧年限，会略减少每年折旧数额，增加当期利润）

火电的情况，依然要取决于经济增长情况，总体来说不乐观。2016 年靠得住的增长，就是桐子林去年底投产的 45 万千瓦和即将投产的 15 万千瓦。虽然 2016 年规划发电量增长约 5%。但考虑到今年雅砻江锦屏一级、锦屏二级都将从 2015 年的免征所得税，提升为减半征收所得税；增值税从超过 8%的退，变成超过 12%的部分退。总体来说，业绩增长没有什么盼头，略微下滑是正常的，股价主要是看市场估值水平的提升了。

目前国投持股 52%，川投持股 48%的两家公司主力资产雅砻江水电公司，2015 年 78 亿净利润，100 亿左右自由现金流（2016 年，雅砻江水电可能有的变化，除了自然来水的影响，外送通道的协调之外，正面的有桐子林全年出力，负面的有所得税率提升和悬而未决的电价下降，综合来看，可以暂时看作无变化）。加上国投及川投火电新能源部分，合计总计百亿净利润，超过 150 亿自由现金流，以当前市场无风险利率 5%左右的水平看，2000 亿以上估值是可以给的，或者悲观一点，将雅砻江以外的部分看成零，继续坚持去年写的雅砻江合理估值 1500 亿的看法 https://xueqiu.com/8290096439/46745756。当前市价基本在对折左右。

报表中有个表述不明的营业外支出--其他项 2.1 亿，推测上跟上面的营业外收入有关，或者是什么工程物资损毁之类的，谁记起来了，明天可以打电话问问公司。顺带告诉他们财报 35 页把南阳发电公司持股比例写错了。正确的是持股 51%，写成持股 55%了。

大致就这样吧，脑袋晕晕的，也不知道有没有闹笑话，还请@山行　@跨越巅峰　@丽春院　@黄建平　@大杨　@胡涂的森林　……指教

第258篇.　国投与川投的比较

唐朝　来自雪球　修改于 2016-04-11　22:16

国投划算，还是川投划算？

本文是写给两投投资者的，不谈论国投川投此刻值不值得投资，只讨论假如我们对两投有兴趣，目前价格投国投好，还是投川投好。

首先看川投。川投的资产比较简单，母公司体系包括的田湾河水电站、天彭电力、康定仁宗海公司、嘉阳电力、交大光芒，包括合营公司长飞四川，全部加在一起刚好抹平总部日常开支。作为投资者估值，我是直接忽略当零对待。因此，川投公司真正有价值的东西，就只有雅砻江水电48%的股权和大渡河电力10%的股权（2015年分红1.22亿）两块。

然后看国投。国投，粗暴的将水电资产独立出来，将火电、新能源及其他投资打包，这样就分成了两大块。水电这块，一共有三处，雅砻江水电52%股权，小三峡60.45%股权，大朝山50%股权。其中小三峡2015年净利润2亿，大朝山2015年净利润5.2亿。都是水电站，小三峡50%股权的盈利能力正好拿来抵川投大渡河电力。

于是，我们可以将截至此刻（2016年4月11日收盘），两投的市值差，看成市场给雅砻江水电4%股份（52%-48%）、大朝山水电50%股份以及国投全部火电新能源及其他投资的报价。国投市值此刻是457亿，川投市值此刻是375亿，两者相差82亿。那么我们看看，究竟是375亿买48%雅砻江划算，还是多加82亿再买4%雅砻江、50%大朝山和国投全部火电新能源及其他投资划算。

先说4%雅砻江水电的价值。按照川投估值反推，可大致算出4%雅砻江股权价值为375/48%×4%=31亿。大朝山2015年盈利5.2亿，50%股权归属净利润是2.6亿，就按照川投今天市场给的市盈率9.68倍算，值25亿。

82-31-25=26亿，这就是目前市场拍卖国投电力旗下全部火电及新能源及其他投资的喊价，划不划算呢？我们还是看了资产负债数字再说。

国投2015年财报里，水电这三家公司，代表总资产是1337亿，负债960亿，净资产377亿，归属国投股东的净资产是196亿。2015年营收184亿，净利润85亿，归属国投股东净利润44.3亿。从国投财报总数据里减去水电这三家公司后，剩下的资产负债及盈利情况，就是火电及新能源的。减出来是什么情况呢？

控制总资产498亿，负债362亿，净资产136亿，归属国投股东的净资产70亿，营业收入129亿，净利润16亿，归属国投股东的净利润10亿。

是的，2015年经济的确不好，发电小时也在下降，电价还被强制降低了，但这家净资产70亿，年净利润10亿的资产包，目前卖价26亿。问问自己，是该恐惧，还是该贪婪，是该回避，还是该扑上去抢？

至于说国企的扩摊子冲动，两家都是国企，大哥不说二哥，乌鸦不要笑猪黑。况且两家公司的核心资产雅砻江水电的实际控制人是国投电力，怎么地也该还有个几亿元的控制权溢价吧？这白送

以上分析，有错误否？还请@跨越巅峰　@山行　@丽春院　@大杨　@胡涂的森林　……不吝赐教

~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~

补记：另一种悲观一点的算法。田湾河和小三峡两抵（都是7亿营收，2亿利润）。雅砻江4%股权和大渡河10%股权两抵（都代表27亿度电）。82亿买大朝山50%股权、全部火电、新能源及其他投资。其中大朝山50%依然作价26亿（极度低估），意味着火电新能源及其他投资部分，出价56亿。这种算法也没问题，只提醒一点，目前的其他投资里，有了上市公司赣能电力的33.72%的股权，买入价6.56元/股，目前市价8.69元/股（当然，锁定至2.19年2月2日）。

第259篇.　雅砻江水电2015年报简评
~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~

唐朝　　来自雪球　　发布于 2016-04-28　09:27

唐朝:

说说雅砻江水电

刚看见山神召唤老唐看雅砻江水电公司财报。山神，你是看老唐一天没来，想我了吧？雅砻江水电的各项数据，在国投财报里基本都披露过了，关于雅砻江水电的估值，山神已是烂熟，还用老唐说？[不屑]不过，闲着也是闲着，既招之，则扯之，还是聊聊吧[大笑]

早在三个多月以前，老唐写的《再谈两投估值》一文中说：

2）雅砻江水电公司，大致可以分成三块。a.建成的1470万千瓦下游电站；b.中游两河口近300亿在建工程；c.中上游其他电站独家开发权；

3）雅砻江水电负债近千亿，现金及类现金的流动资产50亿左右。假设我们此刻将中游在建工程和中上游其他电站开发权，毛估估算350亿价值；于是雅砻江水电，就剩余1470万千瓦下游电站和600亿负债，其他的忽略；

原文见：https://xueqiu.com/8290096439/64336380

今天没什么变化，不过就是现金从50亿变成30亿，负债从近千亿变成了940亿，其他不变。所以，雅砻江的估值依然是简单的算术问题：假设将中上游独家开发权以及已经投下去的292亿在建工程（包括两河口电站、杨房沟电站和卡杨公路的相关资产和利益）及20亿现金合计作价340亿卖掉。公司就剩下1470万千瓦的下游电站和600亿负债。（至于全流域风光开发权，暂时当作愿景，估作0元）。

1470万千瓦的已投产水电站，每年发电卖掉以后，净利润、折旧和财务费用合计155亿左右，就是你所能支配的全部金钱（电价跌了就少点儿，电价涨了就多点儿，忽略吧[笑]）。当前无风险利率大致不超过5%的情况下，这只每年产生155亿现金的老母鸡，你愿意花多少钱买？如果它已经属于你，别人出价多少你愿意卖？用这两个价格分别减去600亿，就是今天雅砻江的大致估值区间了。如果觉得数字大，就缩小了看，一个年收租155万（或者15.5万）的铺子，你愿意花多少钱买，又愿意多少钱卖出去？雅砻江估算清楚了，国投和川投的估值也就是小菜一碟了。只要雅砻江大致不离谱，两投的其他资产，你就是算错也错不到哪儿去[俏皮]

这篇文字实在太水，基本上是重抄三个月前的原文，太敷衍了，送大家一点资料作为弥补吧[大笑]，顺带回复一个简单问题：山神发的雅砻江水电公司财报里，合并报表就是雅砻江流域水电公司（原二滩水电站）及其控股的凉山公司、桐子林公司及两家原三产公司的合并数，后面的雅砻江流域水电公司的资产负债表和利润表，就相当于我们一般看到的母公司报表。@山行　@跨越巅峰

回复@TheOneToBeStar： 不一样啊，银行对投资者能力和判断力要求高多了，看看@云蒙 每天算的帐、推的理、担的心就能体会到了。水电简单啊，适合老唐这种懒蛋儿。比如雅砻江吧，有数据可查的六十多年，来水基本稳定，有水库以后，更稳定。建好的 1470 万千瓦电站，一年发电 650~750 亿度，基本死数。每度电价格固定，两个一乘，就知道一年的进账了，就算偶有电价上下调整，也会公开告诉你。

江水流过银子流出，近乎零成本。由于有税收优惠以及税盾效应，我党抽头 20%~25%（所得税增值税水资源费库区管理费各种名目），然后还了债务本息部分，剩下的就是利润和折旧，这基本就是净落头了。几乎不需要跑销售，没存货，没坏账，真正五分钟搞懂。银行股，我也有，但要说雪球上有谁彻底搞明白银行的利润，我是不信的，那是操多少心也不可能彻底明白的，大家都是毛估估//@TheOneToBeStar:回复@唐朝:这要看机会成本了

碰到我这种觉得买银行的机会收益率是 15%一年的可能就看不上雅砻江

确定性足够，但是我贪！

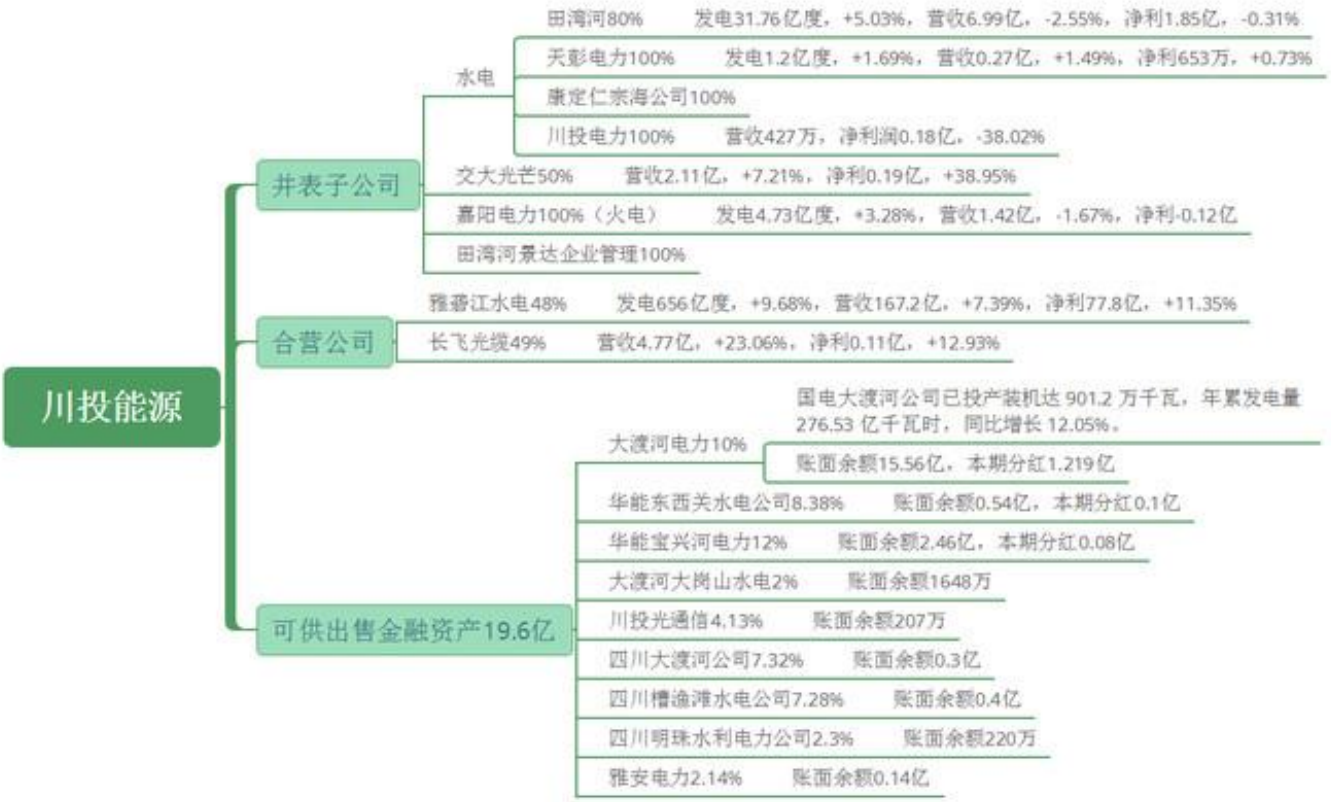
第260篇. 国投企业资源图

唐朝 来自雪球 发布于 2016-04-10 14:15

扯多了闲淡，送张有用的东西：国投电力企业资源总图。

需要的拿走，也欢迎国军阵营的挑错[献花花]

国投电力
并表范围
火电
国投津能64%，6.1亿
100%天津北疆环保建材
国投宣城51%，2.6亿
国投（福建）湄洲湾发电100%
51%福建太平洋电力（湄洲湾一期），2.9亿
51%国投云顶湄洲湾电力（湄洲湾二期）
厦门华夏国际电力56%，2.1亿
国投北部湾发电55%，1.3亿
国投钦州发电61%，0.9亿
国投盘江55%，0.1亿
国投伊犁能源60%，0.02亿
甘肃靖远第二发电51.22%，-1.5亿
国投南阳51%
水电
雅砻江52%，77.8亿
100%雅砻江水电凉山公司
100%雅砻江水电攀枝花桐子林公司
50%四川二滩建设咨询公司
90%四川二滩实业发展公司
国投云南大朝山水电50%，5.2亿
国投甘肃小三峡水电60.45%，2亿
新能源
国投新能源64.89%，-0.1亿
100%甘肃白银风电
100%新疆哈密风电
100%甘肃酒泉第二风电
100%国投宁夏风电
100%国投青海风电
100%国投云南风电
100%新疆吐鲁番风电
100%国投敦煌光伏
100%宁夏石嘴山光伏发电
100%青海格尔木光伏发电
100%云南大理光伏发电
国投楚雄风电58.36%
国投酒泉第一风电42.18%
其他
北海市鑫源热力49.5%
厦门市海沧热能投资30.8%
不并表
可供出售金融资产
国投财务公司12.75%，本期红利0.28亿
哈密实业5%
权益法
徐州华润30%，5.7亿×30%
淮北国安35%，1.77亿×35%
铜山华润21%，8.8亿×21%
江苏利港17.47%，4.4亿×17.47%
江阴利港9.17%，11.4亿×9.17%
张掖发电45%，-0.53亿×45%
大潮实业35.85%,-0.01亿×35.85%
赣能股份000899，3.29亿股，占比33.72%，认购价6.56元/股，锁定至2019年2月2日
暂不明归属
2015年成立的甘肃售电公司、贵州售电公司
2016海外计划
收购印尼万丹66万千瓦火电40%股权即后续资本金，计划投入2.12亿美元
收购英国海上风电公司Rneuk100%股权即后续资本金，计划投入2.77亿英镑


川投能源
井表子公司
水电
田湾河80%
发电31.76亿度，+5.03%，营收6.99亿，-2.55%，净利1.85亿，-0.31%
天彭电力100%
发电1.2亿度，+1.69%，营收0.27亿，+1.49%，净利653万，+0.73%
康定仁宗海公司100%
川投电力100%
营收427万，净利润0.18亿，-38.02%
交大光芒50%
营收2.11亿，+7.21%，净利0.19亿，+38.95%
嘉阳电力100%（火电）
发电4.73亿度，+3.28%，营收1.42亿，-1.67%，净利-0.12亿
田湾河景达企业管理100%
合营公司
雅砻江水电48%
发电656亿度，+9.68%，营收167.2亿，+7.39%，净利77.8亿，+11.35%
长飞光缆49%
营收4.77亿，+23.06%，净利0.11亿，+12.93%
可供出售金融资产19.6亿
大渡河电力10%
国电大渡河公司已投产装机达 901.2 万千瓦，年累发电量 276.53 亿千瓦时，同比增长 12.05%。
账面余额15.56亿，本期分红1.219亿
华能东西关水电公司8.38%
账面余额0.54亿，本期分红0.1亿
华能宝兴河电力12%
账面余额2.46亿，本期分红0.08亿
大渡河大岗山水电2%
账面余额1648万
川投光通信4.13%
账面余额207万
四川大渡河公司7.32%
账面余额0.3亿
四川槽渔滩水电公司7.28%
账面余额0.4亿
四川明珠水利电力公司2.3%
账面余额220万
雅安电力2.14%
账面余额0.14亿

第261篇.　　川投企业资源图

唐朝　　来自雪球　　修改于 2016-04-12　09:13

几乎一股脑的评论都说“川投简单些，不乱投钱”，川投真的简单咩？的确简单，不过可能也不是你想的那么简单，还是上图看看川投的投资项目吧（备注，老唐很看好川投的投资价值，只是反驳川投简单论）

图见上页！

第262篇.　　洋河可怕的执行力

唐朝　　来自雪球　　修改于 2016-04-26　22:34

洋河年报出来了，经营数字上因为预增早就公告过，没什么好聊的。而白酒业的复苏，老唐在 2013 年底鼓吹的时候，质疑的人挺多。今天谈，可能没什么人质疑了。共识聊起来就没什么乐趣了，扯扯洋河那令人恐惧的执行力吧。

从资产负债说起。洋河总计 338 亿总资产，105 亿负债。细看 105 亿负债，全是经营中的各类应付款项，以及经销商的返点和保证金什么的，没有有息负债。也就是说，洋河地位强势，占着别人的钱自己用。报表上的净资产数据，实际是低估了，只要企业存续，这种占便宜的事情，洋河必将会滚动着做下去的。

资产的主要构成，现金及现金等价物和银行理财产品加起来约 100 亿，固定资产、在建、土地等加起来又是 100 亿出头，存货 111 亿，12 亿其他投资，简单明了。

销售上，去年卖出去 21 万吨酒，营收 160 亿，位居白酒业老三。这个不可怕，毕竟咱们也是城墙上的麻雀，见过茅台五粮液的。但可怕的是，这家企业卖出去 160 亿，居然 99.5%收到的是现金（2015 年销售收现 195 亿），0.5%收到的是银行承兑汇票，只有几乎可以忽略的 600 万左右的应收账款（即使把计提的坏账准备加回去，也才 800 多万）。难以想象吧，不要说五粮液，就是茅台也做不到。做不到啊！

从这个数据上看，洋河在财报里说自己【深度管理 700 多家经销商，直接控制 3 万多地面推广人员】那真是牛皮不是吹的、火车不是推的。这执行力太吓人了。你可在生活中见过卖 190 亿产品（含税），只有 8000 万用银行承兑汇票付款，只有 600 万应收账款的企业？

酒好不好喝，是个性的话题，但洋河卖得好却是铁的事实。论品牌号召力，客观说洋河和五粮液甚至老窖都还是有差距的。但她怎么就卖的这么顺畅呢？看看员工构成，也许能发现一些端倪。

洋河员工合计 13291 人，其中销售人员 4088 人，占比约 31%，2015 年卖了 21 万吨酒。再看五粮液，2015 年卖了 13.8 万吨酒，营收 216 亿（显然五娘的销售均价要高出洋河一大截）。五娘的销售人员有多少呢？财报数据是 488 人，占员工总数（25940 人）不到 2%。大量的人员是干什么的呢？生产。五娘的生产和技术人员合计 24307，占比近 94%，看上去更像是一个庞大的生产车间。洋河呢，生产和技术人员合计 7650 人，占比约 58%。

从人员数据上可以明显看出，对于销售活动而言，五娘更依赖于经销商，而洋河则更依赖于销售员工的参与。再想想那个应收票据和应收账款数据，意味着每位销售员，一年产生约 460 万的销售额（含税），

只有 2 万多元是用银行承兑汇票付款，只产生不到 1500 元的应收款，其他的都是现金，现金。狼，群狼，一大群狼。

而且，洋河产品的毛利率其实不低的。报表数字上虽然只体现约 63%，但由于洋河报表是把消费税及附加是算进营业成本里的。如果按照五粮液的同口径算的话，洋河的毛利率约 75%，比五粮液的 73%还略高。

要说这执行力哪里的来的，恐怕看来看去还是要回到股东名册上去。在洋河的股东组成里，有两个角度可以看到这家企业狼性的来源。

一是持股，前董事长杨廷栋直接持股 1400 万股，对应市值近 10 亿。加上实际由百余名管理及技术核心人员持股的蓝天贸易公司和蓝海贸易公司，合计持股超过 3.37 亿股。再计算上没进前十大股东的部分高管持股，整个公司的核心人员有大约 230 亿身家是上市公司股票。公司多赚的每一分钱，都会通过市盈率的变压器，让他们直接计算出自己身家的增减。

二是股权结构。国资委控股的洋河集团是第一大股东，但控股仅 34.16%，而第 2~第 6 大股东（公司管理层及合作伙伴）合计持股 41%。很明显，没人可以独大，国资委不可以，管理层也做不到。双方形成了相互制衡的股权结构。

这可能就是洋河狼性的来源，也是洋河在其品牌号召力、产能、产品等方面并不占明显优势的情况下，杀进中国白酒业三强，不仅远远地将其他对手远远地甩在后面，而且其杀气已经直逼老二的颈项了。市场之所以会给洋河一个基本等于五粮液的估值，这个股东名单及其带来的执行力，恐怕是真正的原因。

~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~

老唐补记：本文无一字谈估值高低，没说过洋河值得买。仅仅是谈了企业执行力的来源，请不要因本文而做任何投资决定。老唐持有洋河，文中很可能有爱屋及乌的情绪，请睁大双眼，警惕阅读。股市有风险，决策请谨慎。除了你，没人会为你的决定负责。

第263篇.　　解密洋河高成长

唐朝　　来自雪球　　修改于 2016-05-03　12:01

（本文是 4 月 25 日晚上写的《可怕的执行力》一文的扩充稿，发表于 4 月 29 日出版的《证券市场周刊》）

十年间，洋河股份迅速成长为白酒行业三强，在品牌、产品等并不具备先天优势的情况下，其高成长的秘诀在于大股东和管理层相互制衡的较为理想的股权结构及其带来的强大执行力。

本刊特约作者　　唐朝/文

4 月 25 日，洋河股份（002304.SZ）发布了 2015 年财报，全年实现营业收入 160.52 亿元，同比增长 9.41%；实现归属于上市公司股东净利润 53.65 亿元，同比增长 19.03%。同时，洋河还发布了 2016 年一季度业绩报告，实现营业收入 68.43 亿，同比增长 9.32%；实现归属于上市公司股东净利润 24.56 亿元，同比增长 10.28%。

早在 2 月 26 日，公司就发布过业绩预告，就经营业绩而言，是市场已知的信息了。经营数据中，除
~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~

了省外销售出现了超过 22%的可喜增长，首次在洋河的营收中占比达到 40%以外，其他数据平稳有余、惊喜不足。然而，了解企业经营数据仅仅是阅读财报的第一步，数据后面隐藏的企业核心竞争力的变化，才是更宝贵的信息。

洋河的高成长

洋河股份于 2009 年上市，可信的经营数据最远可以追朔至 2006 年。那时的洋河，不过是一个营收 10.7 亿元的“小个子”。当时白酒业上市公司的营收座次是五粮液（000858.SZ）、茅台（600519.SH）、泸州老窖（000568.SZ）、山西汾酒（600809.SH）。十年后的 2015 年底，这座次已经变成了茅台、五粮液、洋河、泸州老窖、山西汾酒。

表 1：著名白酒上市公司营收对比（单位：亿元）

营业收入	2006 年	2015 年	年化增长
茅台	49	326	23.44%
五粮液	73.9	216	12.66%
老窖	18.7	69	15.61%
汾酒	15.2	41	11.66%
洋河	10.7	160	35.06%

数据来源：各公司年报

洋河 2006 年营收只有汾酒的 2/3，今天则是汾酒的近 4 倍。洋河人用了十年时间，成功跻身营收过百亿的中国上市公司白酒业三强，并将其他竞争对手远远地甩在了另一个数量级。复合年化增长率高达 35%，不仅远远超过五粮液、老窖和汾酒，连当之无愧的白酒业老大茅台也得俯首屈居第二。

归属于上市股东所有的净利润数据同样闪亮。

表 2：著名白酒上市公司归属净利对比（单位：亿元）

归属净利	2006 年	2015 年	年化增长
茅台	15	155	29.63%
五粮液	11.7	61.8	20.31%
老窖	3.4	14.7	17.67%
汾酒	2.6	5.2	8.01%
洋河	1.75	53.7	46.29%

数据来源：各公司年报

2006 年，五粮液和洋河的净利比是 100：15。2015 年，变成了 100：87，洋河的净利年化增长率达到了惊人的 46%。震惊之余，我们也会好奇：同样的市场环境下，洋河靠什么做到如此大幅超越同行的增长呢？

强大的控制力

截至 2015 年底，洋河总计 338 亿元资产、109 亿元负债。资产的主要构成简单明了：现金、理财产品及大致可以看成现金等价物的资产加总约 110 亿元；固定资产、在建和土地约 102 亿元；存货 111 亿元，其他投资约 12 亿元。至于 109 亿元负债，除了财报没有披露来源的 21.8 万元长期借款，剩余的全是经营

中的各类预收款、应付款，有息负债近于零。也就是说，洋河在整个产业链上具有强大的控制力，通过占据产业链的核心地位，以预收应付等多种方法，控制并运用着远超企业净资产的资源为企业创造财富。只要企业存续，这些预收应付会持续滚动下去，报表净资产数据，实际是低估了。

洋河在 2015 年卖掉了 21 万吨酒，创造了 160 亿元的营业收入，还原成含（增值）税口径看，是 187 亿元，2015 年销售商品收到的现金高达 195 亿元。同时，银行承兑汇票只有 0.8 亿元。至于应收账款，仅 600 万元出头，占比几乎可以忽略。

银行承兑汇票相当于略打折的现金，企业收到汇票后可以到银行贴现，得到扣除贴现利息后的现金。当企业允许经销商用银行承兑汇票付款时，类似于帮助经销商获取了银行贷款，或者是等于放宽了经销商的付款期限，又或者干脆相当于变相降低了出厂价。通过观察这些名酒企业对经销商以银行承兑汇票付款的接受程度，也可以看出企业对渠道的实际控制力。

为了同口径观察，笔者将上述五家企业期间贴现的未到期汇票金额加回，对比其在营业收入中的占比，结果如下：2015 年的营业收入中，各家企业所收的汇票占比分别为，洋河 14.4%、茅台 26.4%、五粮液 45.8%、老窖 37.3%、汾酒 48.8%（值得注意的是，汾酒所收票据中，居然有部分未获银行承兑的商业汇票——通俗理解，就是买酒企业打的白条）。这组数据同样可以看出洋河对现金付款要求最高，对渠道的控制力在几大酒企中遥遥领先。这种控制力又是通过什么手段获得的呢？

独特的经销模式

洋河年报介绍企业核心竞争力的部分，除了谈到自然环境、绵柔技术、中华老字号和产品的系列化四大优势以外，还谈到了企业的团队平台优势：“公司拥有一支理念新、执行力强的营销团队，深度管理 7000 多家经销商，直接控制 3 万多地面推广人员”。在笔者看来，恰恰是这最后一条，才是洋河不同于茅、五、老、汾的控制力源头。至于环境、技术、品牌和产品系列化程度，洋河与上述四家企业相比，并不占据优势，甚至可以说处于劣势。

各大名酒企业，其销售主要通过经销商完成。但在与经销商的关系处理中，又分为以经销商为主和以企业为主两种不同的模式。茅台、五粮液等企业，走的是以经销商为主模式，企业与经销商是买卖关系，经销商给钱，企业发货，交易完成。至于如何完成销售，那是经销商的事情，企业顶多在费用或媒体宣传等方面给予适当配合。这种模式，对于酒企而言，销售人员少、市场事务少，管理链条短，能力要求低。

而洋河走的是另一条以企业为主的道路。依靠洋河自设的分公司和办事处，在当地招聘和培养业务员，由分公司和办事处直接管理，按照洋河的“522 极致化系统”进行市场推广和产品销售，当地经销商主要起配合作用。在市场的拓展过程中，经销商必须严格按照洋河的要求运营，否则随时可能产生二批商取代总经销、二批商直接被淘汰乃至业务员变身二批商的局面。通过这种模式，洋河牢牢地将渠道和市场掌握在自己手中。这就是年报表述的“深度管理+直接控制”。

这种模式管理链条长、管理层级多、人员事务繁杂，对运行制度、利益分配体系和员工的主观能动性要求都非常高。因此，洋河正式在册员工 13291 人里，销售人员高达 4088 人（并通过这 4088 人控制地面推广人员 3 万余名），占比超过 30%；而茅台员工总数 21115 人，销售人员仅 642 人，占比 3%；五粮液员工总数 25940 人，销售人员 488 人，占比不足 2%。

控制力的源头

不说管理 3 万多人，就是管理 4088 人，也一定比管理 488 人辛苦的多、复杂的多。为什么洋河管理

层不选择和其他企业一样的轻松道路呢？笔者通过深度挖掘，认为秘密隐藏在洋河的股东名册里。在股东名册中，我们可以从两个角度找到这家企业高速成长背后的强大控制力源泉。

一是从持股数量上看，企业经营情况直接关系到公司核心管理人员和技术人员的财富值。前十大股东里，前任董事长杨廷栋个人直接持股 1400 万股；另由一百多名管理及技术核心人员持股的蓝天贸易和蓝海贸易公司，持股 3.23 亿股；再加上没有列入前十大股东的部分高管持股，整个公司核心人员加总，有大约 230 亿元资产与上市公司经营状况息息相关。公司赚的每一分钱，都会通过市盈率的放大效应，使相关人员的财富值出现约二十倍的变化。

二是从股权结构上看。国资委控股的洋河集团是第一大股东，但持股仅 34.16%。公司管理层及其合作伙伴位列第 2 至第 6 大股东，持股 41%。很明显，在洋河，没有人可以一股独大，国资委不可以，管理层也做不到。这样的股权结构，形成了一种约束和平衡，使得对企业有利的决策，容易被支持；对企业有损的决策，有足够的动力去质疑。同时，使大约 25%的公众股股东的立场有了争取价值。

这可能就是洋河营收及净利润高速发展的原因；这可能就是洋河建立庞大销售团队的动力；这可能就是洋河在品牌号召力、产能、产品等方面并不占先天优势的情况下，能杀进中国白酒业三强的秘密武器。市场之所以给洋河一个基本等于五粮液的市值，其股东结构及其带来的强大执行力，可能就是原因。笔者甚至可以断言，若五粮液不尽快在股权结构及管理机制上作出重大改革，洋河很可能会在未来三五年内，从营收和净利润上全面超越五粮液，成为中国白酒业浓香老大。

最后，奉送各位读者一个彩蛋。2015 年财报里，洋河五次谈到行业并购和集中化程度的提高，并在 2016 年经营计划里提出“探索资本运作的突破，促进公司加快成长”，推测 2016 年洋河可能会有行业内收购行动。

（声明：本文仅代表作者个人观点，作者持有洋河和茅台公司股票）

后记：本文实际上还有一小段，写洋河的理财收益，是追求对现金的高效利用带来的结果，以及因洋河将消费税及其附加纳入营业成本内，同口径毛利率实际要略高于五粮液。因版面原因，没保留。

第264篇.　　老窖定增计划很无耻

唐朝　　来自雪球　　修改于 2016-05-17　13:56

老窖，呵呵

那啥，八十老太靠墙喝稀饭[摊手]

1）4 月 27 日，年报分红预案说：按照规定，公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到　80%。公司本次分红，现金分红所占比例为 100%。10 派 8 元，现金分红总额 11.22 亿元。很明显，截止年报发出时，公司要么没有规划重大资金支出安排，要么就是年报说谎；

2）5 月 4 日，继续停牌公告，策划非公开发行股票。5 月 17 日，方案曝光：按照不低于 21.86 元/股的价格，非公开发行约 1.372 亿股，新发股份占原总股本近 10%，募集资金 30 亿元。而公司 2013~2015 年，累计现金分红分掉了 40 亿元，其中约 22 亿被大股东及其关联人拿走；

3）募集资金计划投入基酒产能扩大项目。该项目位于四川省泸州市黄舣镇，项目分两期进行，其中

一期工程为本次非公开发行募集资金投资项目，总投资 33.41 亿元，拟使用募集资金 30 亿元。一期工程 2016 年开始征地，2017 年 1 月开工建设，预计 2020 年 12 月竣工。该项目总投资占公司最新一季报净资产的 1/3 以上，毫无疑问属于重大资金支出；

4）依照项目建设需求，项目整体所需资金 33.41 亿，2016 年仅仅是开始征地，整个建设期高达 5 年，2016 年绝对不可能需要用到 30 亿资金。我们武断地按照 2016 年需要支出全部投资的 1/3 去猜测，只需要将 2015 年的现金分红方案修改为送红股方案即可搞定项目所需资金。且白酒企业一贯现金流极好，2016 年本身还有高额净现金流入。无论从哪个角度说，都没有增发新股、稀释老股东股权的必要；

5）已披露的定向增发对象，泸州酒业投资公司，为泸州酒业产业园区管理委员会全资子公司，成立于 2016 年 5 月 11 日，定增合同签署于 2016 年 5 月 15 日，拟出资 2 亿元认购新发行股票。该产业园区管理委员会地址位于黄舣镇，产业经营和园区地址与泸州老窖集团全资子公司泸州酒业集中发展区高度吻合。一个镇上搞出两个几乎一样的产业园区，概率极小。所以参与定增的企业，高度疑似泸州老窖集团公司一致行动人；

6）如果 4 月 27 日年报披露分红方案时，公司关于无重大支出的表述不是假话，那么该定增扩产方案就是五一大假期间匆忙策划出来的。且接受定增的企业，恐怕是度身定做的，跑完手续成立仅四天后就和老窖签署了 2 亿的认购股份合同；

7）因此，这个事情我个人的理解就是先搞高额分红，派掉股份公司的现金（其中大股东及其一致行动人拿走了近 55%）然后火线挖坑做项目，让集团及相关利益人入股，明目张胆地强行低价卖掉全体小股东约 10%的股份（而且，后面还有二期工程等着的）；

8）当然，也许市场喜欢。毕竟内部人如此不加遮掩地这么做，能说明这个位置的确低估，今天市场以暴涨应对也说不定。呵呵；

9） 申明：老唐纯属路见不平、碎嘴几句。本人目前不持有老窖，且至少在今年内也不打算买入。

第265篇. 关于宝万大战

唐朝 来自雪球 修改于 2015-06-03 10:53

上一篇唠叨发出来后，心中一亮，感觉自己终于完整地理清楚了要说的东西。三篇小文，终于把自己关于宝万之争的想法彻底闭环了。这下真可以闭嘴了，应该没啥新东西可聊了

第一篇：《万科管理层对资本市场规则的四大破坏》，6 月 29 日发 https://xueqiu.com/8290096439/70793642

第二篇：《规则》 ，7 月 20 日发 https://xueqiu.com/8290096439/72158546

第三篇：《正义》，7 月 21 日发 https://xueqiu.com/8290096439/72212636

万科管理层对资本市场规则的四大破坏

修改于 2016-06-29 13:51

一个多小时以前，老唐发文说，万科事件里面实际上有三层逻辑：

1）从宝能登上舞台至今，王石及其所代表的管理层错误连连、昏招倍出，违背了资本市场基本规则，侵犯了大股东和小股东的利益，导致情况恶化成目前这样；

2）现在闹成这样，后果可能很糟，是所有人全输的结局，无论宝能、华润、安邦还是管理层或者小股东，只有损失没有收益；

3）从万科公司的利益角度说，王石等管理层存在的价值远大于宝能和华润，如果整个管理层滚蛋，让宝能或者华润实质性控制，万科将元气大伤。

~以上是三件事，对于后两件，辩论各方其实没啥争议，我没看见过一个人说，宝能或华润执掌万科会比王石郁亮做的更好。争议是集中在 1 上，挺王派以二三做依据来论证 1 正确，是典型的没逻辑，没是非观，屁股指挥脑袋。

~~~
~~~

么做的？公开与华润对撕关于回避独董是否计入分母这一人咬狗话题，引发全国媒体集体关注，使管理层与股东之间的矛盾公开激化，直接造成后面万科公开信说的恶果：“部分待签约项目出现解约或终止签约情况；部分已售未结的项目面临退定和交付风险；客户由于焦虑而质询的情况每周成倍增加；银行和评级机构在重新评估公司的信用风险；部分项目合作方对经营前景深表忧虑甚至调整商务条款；猎头闻风而动，频繁联系公司员工，人才流失风险上升”，

为什么会这样？对银行稍有了解的朋友都知道，银行对客户贷款由正常下调为关注，或者由关注下调为不良的条件里，就有“管理层与股东出现重大分歧，可能会影响到公司经营与贷款归还”此类条件，这是什么行为？是损害公司信誉和公众形象的行为，对于资本密集型的地产企业，筹资能力是其重要的竞争力之一，损害公司信誉和公众形象的行为，就是损害公司价值，损害股东利益的行为。

不仅如此，王石本人还在微信朋友圈里，直接攻击大股东，谈论撕下最后一块遮羞布，谢幕不着急之类的言论，进一步将矛盾扩大化；

违规之四：虚假信息披露。当宝能宣布将对议案投反对票的时候，公司管理层对外发言是：事发突然，暂时没有需要对外公开的事项，公司需要研究以后再发布信息。这要么是赤裸裸的虚假信息披露，要么是管理层渎职。原因同上，宝能投反对票，是任何头脑正常的人都会想到的。管理层在长达半年的策划期内，没有做出如果宝能投反对票怎么办的预案，我宁愿相信是虚假信息，也不愿相信他们智商欠费；

在面对为什么不用现金买的询问时，谭华杰的回复是：深铁会接受吗？注意，不是说“我们尝试过现金购买，深铁拒绝了”，而是一个反问句：深铁会接受吗？稍微有点阅读能力的都能知道，这说明管理层并未向深铁提出过现金购买的方案。道理也简单，其实他们压根就是需要找个新的国企股东，来坐大股东位置，根本不是一定要买深铁的地。然而，在公众继续询问时，谭华杰的回复变成：给股权是为了和深铁长期捆绑，这事关万科的未来，事关万科的生死。这回答，不仅改变了前面深铁不接受的解释，同时，还将万科贬低为要靠三块深圳土地才能生存的地步，这不仅是虚假信息披露，还是严重损害万科公司商誉的行为。

然而，事情还没有完。这样一个在管理层口中事关万科生死未来的事情，现在也变成无关生死了，因为万科将迎接下一个非深铁的重组方，一个也许不涉及股权交易的重组方。这岂不是再次打了管理层的脸：你们又说谎！

这些你们都能否认，认为管理层没有违背资本市场基本规则，没有违背职业经理人的基本职业操守吗？

~~~~~~

6.29 日晨补发的回复（因为回复淹没在评论里，太多人质问老唐管理层究竟违反了具体哪条法律法规，不胜其烦，干脆把回复补在正文里拉倒！）

一觉醒来，发现评论八百多，匆匆翻了一下，最后补几句了事，翻篇不谈了：

1）老唐本文无论是林本木提问，还是老唐的解答，都谈的是“管理层违背资本市场基本规则，违背职业经理人职业操守”，一群反对者看见四条分类简写为“违规之 X”，如获至宝地要求老唐解释违背了哪条国家法律，违背了哪条证监会规定，否则就是啥啥啥的。呵呵，动动脑，如果违背国家法律和部门规定，就不是在这里聊；

2）那么什么是资本市场基本规则呢？简而言之，就是这个市场内默认的，大家都知道或者应当知道
~~~~~~

的游戏规则：股份公司属于股东所有，人们按照约定投票权决定事宜；股份公司是资金聚合体，不是人员聚合体，取得上市公司股份无需证明自己的智商、颜值、人品、职业、道德水平、个人爱好等条件，只需要你是最高出价者即可；职业管理人受托管理公司，具有以股东利益最大化为出发点考虑问题的义务，具有向股东如实披露信息的义务。如果反对者连这些基本规则被践踏都认为无所谓，还是别涉足股市了吧，真的好危险的，随时为卖掉自己的人喝彩；

3）关于违规之一，很多人说停牌是筹划，你老唐连筹划的字义都不懂。呵呵，看看万科 H，为什么停了 10 个交易日就复牌了？很简单的证明了，截止 2016 年 1 月 5 日，万科公司拿不出任何可以向港交所证明所谓“筹划重组”存在的资料，就复牌了噻！只有 A 股一众小散，硬生生地被从 24 元以上，停到现在忐忑于会面对几个跌停板的问题，被剥夺了以 24 元乃至更高（赤裸裸地说，突然停牌就是为了防止宝能继续追高买入）用脚投票的权利。这是不是侵害股东利益，是和尚头上的虱子--明摆的事儿，不知道这些人拿所谓的长远利益来证明王石等人没有侵害股东利益的时候，脸红不脸红；

4）有几位长篇大论地驳斥老唐，说公司只是增发新股，不是卖公司股东股票。这种无知的言论实在不值一驳，只能晒晒了事；更有甚者，态度是对付流氓必须更流氓，这算什么，中国资本市场比这严重的多的违规行为，也没见被怎么样。这就是属于你说鸡蛋坏了，他说隔壁鸭蛋更烂你咋不说呢。纯属浪费时间；

5）还有用所谓企业的长期价值来说事儿的，表明自己是资深价值投资者，不在意短期股票涨跌（意思是油条君带来的从 14~24 对价值投资者没好处？）。这种人在面对重组提案的时候，就不谈长期价值了。管理层设计的重组提案，是用万科自今日之后直至企业灭亡的那一天为止，所有利润及资产的 20.65%，换取了深圳的三块地以及一句臆想中、没用任何合约固定下来的、甚至连口头保证都没有的深铁优先合作权。这三块地按照公司自己公布的计算（是否乐观先不管），是截止 2027 年能给公司带来五百多亿的利润。这些价值投资者，对万科企业这辈子能挣到的所有钱的 20%，折现到现在以后，估值就这么点儿，对于万科的未来远远不如油条君看好嘛！估值这么点儿，好意思说看好万科未来，好意思在市值 2600 亿的时候不离场？

6）至于拿油条入主、华润入主会给公司带来毁灭性打击，公司管理层对万科价值无限大之类的观点来反驳老唐的，是连问题在哪儿都没摸到。老唐文章起始就说过了，万科管理层对万科价值的重要性，我没有不同看法。对于油条和华润控盘万科后，若赶走现有管理层是对万科企业价值的伤害，我也没有不同意。但这不能拿来证明王石及其背后的管理层在这件事情中，遵守了资本市场基本规则，做到了职业经理人的诚实守信及维护股东利益。万科事件中讨论的不是现有管理层该不该走，现有管理层和宝能华润可能委派的管理层哪个更优秀的问题，我们争论的是，他们设计操作此项重组案的过程，是否侵害了包括你在内的大小股东的利益。我是要告诉你：是的，他们侵害了股东利益。over。

规则

修改于 2016-07-20 12:53

在宝万之争的讨论中，我想起了昨天的一件小事，模糊地感觉到可以拿过来，类比违法违规和违背市场约定俗成的商业规则之间的关系，但是我想的不是很清楚，尚不能准确地表达出来。先说事儿吧：

大家知道，昨天收到朋友送的手机，多了一部 vivo x7，图个乐呵，就在雪球搞了个猜上证指数送手机的活动。捧场的朋友比较多，其中有朋友就发现了一个规则漏洞，来问老唐：说我把每个数字都转发一遍，不是包中吗？我当时想了想说：确实，如果规定一人只能转一次，会比较公平，但是由于雪球没有这样的功能，我或者其他球友又不可能具备这样的能力，监督某人的多次转发（因为周五收盘后，此人完全可以删掉所有的不正确答案，然后再通知我）。所以，这个没法解决，只能说希望大家以娱乐心态对待，照顾大家约定俗称的习惯，一起乐呵乐呵就好。实在要有争议问题，反正老唐包邮白送自己的东西，拥有活动最终解释权。

吃完晚饭上雪球，还真发现有位两万多粉丝的朋友，从 2900 点开始，每个点转发一遍，一直搞到 3100，并且他确实也说了，是发现了这个规则漏洞，就是来钻规则空子的。怎么办呢？我也不能说无效，对吧？毕竟规则没有这么明确规定禁止这么做。

就如同万科管理层在没有有效的重组对象的情况下，紧急停牌，然后去找重组方；或者如同明知道方案通不过，也放上董事会赌一把，赌大家不敢撕破脸否定，导致股价出现宝能（或其他人）无法接受的大跌；当分歧出现以后，大张旗鼓推波助澜的炒作股东与管理层分歧，以伤害公司经营的焦土抗战为手段，迫使对方退却；或以对方资金为短期为由，发难股东持股能力问题；或者以对方自身历史劣迹为由，传播宝能作为股东会掏空公司的看法；又或者明知道有些左右市场的信息发布违规，但可以通过让“不小心”被媒体知道了的所谓内部讲话、私人社交媒体、不盖公章的举报，来发布一些对股价有负面影响的信息，给对手方或监管层施压……等等。

这些东西，你要说违法违规吧？确实我承认，好像也没有明确的条文规定不准这么做。你要说合法合规吧，作为市场参与者，我们又能明显地感受到不对头。尤其是作为公司聘请的管理层，编造莫须有的“宝能将危害公司利益”言论（实际上宝能作为持股 25%左右的股东，依然有管理层持股、华润持股、其他股东持有的制约，万科董事会 11 名董事的组成，明确规定有 3 名管理层、3 名独立董事、1 名外部董事，宝能即使成为 29.99%的大股东，也很难控制董事会，干出所谓“掏空”万科的行动），利用一切手段打击股东宝能，作为在市场长期生存的投资者，很难没有危机感，捍卫资本利益几乎是唯一合乎逻辑的立场。

截止目前，我们可以看到的宝能在万科收购战中所做的事不多，发出的声音也不多，总计也就是：1）找钱买万科；2）反对万科以 20.65%股权换三块地；3）提议改选全部董事。这三件事里，最后一件事“也许”对公司有损，至少全部换，应该是有损（重申，我也同意现有管理层的经营能力是优秀的，宝能人可能是比不过的），但前两件事，就是一个股东的正常反应。

反观万科管理层做了些什么事呢？1）公开宣称宝能不配做万科股东；2）股东大会批准的百亿回购资金，在股价极其便宜的时候，吮大拇指呆坐，放纵其他人（含万科管理层设立的资管计划）高杠杆买入万科股票；3）当宝能大笔买入推高股价后，紧急停牌半年，寻找符合管理层要求的重组方，且无法提交港交所认可的所谓重组意向，导致 H 股复牌交易，A 股丧失交易权利的不公平局面；4）以万科未来所有收益的 20%换取深圳三块地；5）将管理层与大股东的纷争尖锐化暴露于天下，损害公司经营和融资能力；6）通过非信息披露渠道，举报大股东资金来源“可能”存在非法性，涉嫌操纵股价；……

如此等等，怎能用一句“你老唐给我找出他们违背了哪条法规？找不出来，你就是油条君的水军”来了结？？

扯远了，说说那个每个点转发一遍的人吧：老唐轻轻地拉黑了他。是的，规则没有说逐点转发不可以，

但规则也没有说老唐拉黑人需要一个别人认可的明确理由。我就是手一潮，拉黑了他，导致他周日将无法将中奖的那条转发艾特给我，于是他“自动放弃”了中奖资格。等下周一，我会解黑他，当做什么也木有发生。这就是人心里的规则。做的对不对呢？我也不晓得！但是我的心告诉我，必须这么做[加油]

正义

修改于 2016-07-21 11:19

什么是正义？一百个人可能有一百零一个答案。推到尽，结果正义的支持者，必然归宿是「我之蜂糖，你之蜂糖。我所做的一切都是为了你好」之道路。程序正义的支持者，则认为「你之蜂糖，我之砒霜。程序本身就是正义，至于结果（哪怕是错误的结果）只是程序正义的成本」。老唐为什么成为所谓的倒王派，正因为我抵触那些为了实现他心中的“高尚”目的，可以不择手段的价值观；抵触那些信奉“成大事不拘小节”、为了正确的目的可以“我是董秘我也说不知道”的策略

~~~~~~~~~~~~ . .

宝万之争（叫宝王之争更合适，是宝能和王石争夺万科控制权问题）话题的争议之所以激烈，是因为其本质是「结果正义 vs 程序正义」之争，这个古今中外都是口水战的经典话题。

第266篇. 第六部分：图书推荐

唐朝 来自雪球 修改于 2015-06-03 10:53

1）老唐荐书投资类汇总 https://xueqiu.com/8290096439/67501887
2）老唐荐书非投资类汇总 https://xueqiu.com/8290096439/67540340
3）读书对投资到底有没有帮助 http://xueqiu.com/8290096439/37972795
4）财务书籍 http://xueqiu.com/8290096439/32326439
5）亚洲财务黑洞 http://xueqiu.com/8290096439/44961741
6）亚洲财务黑洞（续） http://xueqiu.com/8290096439/45005866
7）巴菲特之道 http://xueqiu.com/8290096439/38042365
8）会计金融经济必读的 20 本书籍 http://xueqiu.com/8290096439/56503703
9）可以替代《证券分析》的三本书 http://xueqiu.com/8290096439/57465006
10）经济学类书籍推荐 http://xueqiu.com/8290096439/58911785
11）推荐几本消闲读物 http://xueqiu.com/8290096439/62658277

第267篇. 老唐荐书汇总2：投资之外

唐朝 来自雪球 修改于 2016-08-31 23:41

有朋友看了老唐推荐的投资类书籍后，强烈要求老唐再推荐些跟投资无关的闲书。闲书这东西，量就
~~~~~~~~~~~~

大了去了，口味差异也大了去了。既然大家这么信的过老唐，老唐就把自己认为非常经典、可能几十年以后依然会有人购买阅读的一些闲书，做个整理。如果其中有你没看过的，又觉着属于自己喜欢的类型，别客气，直接拿走。

历史小说：

1)《明朝那些事儿》当年明月著，这个不需要简介了吧，我儿子把全套七本，每本都看了四五遍以上，并由此喜欢上了和明代历史人物有关的一切书籍，当年明月的写作风格，太有魅力了。现在出了个增补版，全套有 9 册了。直达链接 https://union-click.jd.com/jdc?d=VLED93&come=appmessage

2）马伯庸三国系列

《三国配角演义》,《三国机密：龙难日》,《三国机密：潜龙在渊》,

《风起陇西》。马伯庸真的是个鬼才，网络人称亲王（绰号来源不明），他的小说以跌宕起伏、悬念迭出著称，小说与史实混杂，能搞的天衣无缝，看完以后往往以为他写的东西更真实、更合理。这三部都非常精彩的小说笔法，抽丝剥茧，连缀成文，让最深藏不露的三国配角，以及他们隐藏了一千七百多年的秘密阴谋，全都呈现在读者的眼前。直达链接 https://union-click.jd.com/jdc?d=4rzLbA&come=appmessage

3）曹昇（曹三公子）秦汉系列

《流血的仕途》写李斯与大秦帝国的。《嗜血的皇冠》写汉光武帝刘秀的。故事生动，文笔精彩，爱不释手。直达链接 https://union-click.jd.com/jdc?d=G09lFr&come=appmessage

4）李亚平的帝国政界往事系列

《帝国政界往事：公元 1127 年大宋帝国实录》

《帝国政界往事：大明王朝纪事》

《帝国政界往事：大清是如何拿下天下的》

三本里面，我个人认为大宋帝国实录写的最精彩，其他两本稍次。当然，比起其他历史类书籍，可读性和历史观都要优秀许多了。直达链接 https://union-click.jd.com/jdc?d=hrhCIm&come=appmessage

战争小说

5)《狗日的战争》冰河著。多年前，我看这本书的时候，书名还叫《无家》，作者笔名还用的是雪夜冰河。整本书阅读过程中，眼睛就没干过，是我看的最令人嘘唏的战争小说。后来好像被禁止出版了，2013 年又被以《狗日的战争》名，分成了三本出版。据说还可能被拍成电视剧，期待啊！直达链接 https://union-click.jd.com/jdc?d=R9YFE8&come=appmessage

官场小说：

6）《侯卫东官场笔记》小桥老树著，目前出版的一共 9 本。作者应该跟我同龄，生活经历也像。小说前面几部非常棒，等主人公在第 7 部里奋斗到副市长以后，可能作者的生活经历不太能驾驭了，之后的就要稍差一些了。这本书出版艰难，据小桥老树说，书稿交了很多，但一直无法出版，你懂的……。第九部直接改名《巴国侯氏》偷鸡，结果出了一本以后，也出不了了。遗憾。九本我全部都看过两遍以上，非常值得珍藏。直达链接 https://union-click.jd.com/jdc?d=m3gjc6&come=appmessage

这人还写了一套《侯海洋基层风云》，出了三部以后，也因故太监了，后面的故事情节，主人公全部改名，地名也改，全书更名为《静州往事》，目前正在每天更一篇，我正在傻追中，直达链接 https://union-click.jd.com/jdc?d=ryr9kW&come=appmessage

7）《二号首长》黄晓阳著。黄晓阳就这一本书精彩，出了 1 和 2 两本，也没完。也是交稿以后因故出版不了，太监了。不过这作者比较奸诈，二号首长红了以后，出了好几本烂书，坑俺钱。二号首长，第一章主人公由一个记者突然被提升去给省委书记当秘书，比较生硬，当时我翻了翻就放下了。幸亏后来朋友推荐，继续看了。原来就这么点不得以的瑕疵，书中也牵强附会地做了解释，其他部分相当精彩。就官场权谋而言，比侯卫东官场笔记写的还精彩。

罪案小说

8）《余罪-我的刑侦笔记》常书欣著，目前出了三本。马伯庸推荐的。确实写的好玩，套用一句烂俗的形容词说，叫接地气。警校混混的奋斗史，非主旋律、不高大上，把小人物的行为和心理特征，写的特真实。里面夹杂的推理元素，水平也很不错。拿来让人欲罢不能。直达链接 https://union-click.jd.com/jdc?d=USG2g1&come=appmessage

心理学：

9）《乌合之众：大众心理研究》法国人勒庞著。这是本经典巨著，就不做简介了，网上到处都是。个人觉着读了能增加对人性、对投资的理解。此书版本很多，我买的是封面漆黑的那本，其他版本如何不太清楚。直达链接 https://union-click.jd.com/jdc?d=wEFkXL&come=appmessage

10）《影响力》[美] 罗伯特·B·西奥迪尼著。这是心理学类的另一本我认为非常经典的书籍。在这本书中，心理学家罗伯特·B·西奥迪尼博士为我们解释了人的说服力来源于什么，什么样的人容易上当受骗，有六大心理秘笈导致一个人会顺从他人，同时讲述了这些策略的运用。听上去是不是挺可怕的？哈哈。但提醒注意，同名的、近似封面的烂书很多，认清作者。还有，别买《影响力 2》，封面做的非常相似，是本烂书。直达链接 https://union-click.jd.com/jdc?d=C2dm3t&come=appmessage

经济学：

11）《自由选择》诺贝尔得主弗里德曼著。弗里德曼被邀请拍摄一部电视系列片的讲稿整理而得。因为电视受众的关系，此书比较口语化，把经济学的一些基本原理讲的特别清晰易懂。一不小心，成了弗里德曼所有著作中销量最高的一本。这书前些年是禁书，以前搞到手挺不容易的。近年来我党胸怀开放了，哈哈，算我们有福吧。直达链接 https://union-click.jd.com/jdc?d=VtikXV&come=appmessage

12）《一课经济学》〔美〕亨利·黑兹利特，这本书出版于 1946 年，直到今天，估计也是经济学老师

推荐给经济学学生的首选读物。写的很简单，一点儿也不艰涩。全书深入浅出地讨论了涉及现实社会经济生活的诸多问题，例如公共建设工程、税收、政府信贷、就业与失业、关税、最低工资、进出口、价格体系、房租管制、工会、最低工资、利润、储蓄、通货膨胀等，解读这些复杂的经济问题背后的真相、不同经济政策下，人们会做出什么样的反应。总体来说，套用薛兆丰一句话说：经济学原理必须学才能会。它非常反直觉，此书会用无可辩驳的逻辑，将你的很多直觉打的体无完肤，读过以后，人的思辨能力会上一个台阶。直达链接 https://union-click.jd.com/jdc?d=9jK4Rl&come=appmessage

13）《经济解释》（及张五常的一切中文书籍）这个比较专业了，适合对经济学有深度兴趣的人阅读。一套四本，港版和大陆版我都买的有，前后加起来，每本书都读过四五遍。写过无数笔记，烧死无数脑细胞。相当具有思考的乐趣。目前出了修订版了。直达链接 https://union-click.jd.com/jdc?d=3vUsjl&come=appmessage

如果购买经济解释的话，建议一并购买张五常博客管理员，中山大学讲师李俊慧的《经济学讲义》上下，可以算是《经济解释》的配套材料。直达链接 https://union-click.jd.com/jdc?d=87N3zi&come=appmessage

其他：

14）有没有人对诗词感兴趣，我看过很多大师讲诗讲词，最喜欢的是

《蒋勋说宋词》《蒋勋说唐诗》，如果喜欢诗词的话，可以买来一读，一缕阳光、一杯清茶、没有目的、随便翻翻，那 feel 特爽！《蒋勋说红楼梦》也很棒，但我最喜欢的还是他说唐诗宋词。直达链接 https://union-click.jd.com/jdc?d=g4RBG3&come=appmessage

15）《雪隐鹭鸶-金瓶梅的声色与虚无》格非著。金瓶梅是本奇书，但这本书其实和诲淫诲盗没啥关系，这本书最棒的地方在于，会让你发现不一样的读书方法。它堪称精读的典范，读完后你会自卑的发现，你看见了西门庆投壶，人家看见的是思想史和社会史；你看见的是 XXOO，人家看见的那是无数资料，无数人际关系、官场构造、农业商业经济社会……，哈哈，别怕，这本书绝不是板着脸孔的道学先生，相反，写的非常有趣。直达链接 https://union-click.jd.com/jdc?d=53MaiM&come=appmessage

再推荐几本网络硬工业意淫小说吧！

所谓硬工业，我的理解就是没有网络小说里常见的后宫争斗、种马交配、神侃鬼扯，而是将文笔主要放在某行业的发展变迁、技术进步，以穿越者的眼光，寓教于乐的完成了某行业的初级科普。看乐呵、学知识两相宜的那种。推荐三本，都是完本。最早是超级鹿鼎公推荐我看《超级电力强国》（以前我不看穿越小说的，我家领导特迷），看了以后，发现不错，又陆陆续续看了不少，精品不多，目前就发现三本不错，分别是：《超级电力强国》写电力行业的、《超级能源强国》写石油行业的、《材料帝国》写材料行业的。

够看了吧？真所谓买书犹如水推沙，看书好比针挑土。当前时代，买书钱已经不是最大支出了，看书付出的时间才是，排除烂书，多读好书，祝读的开心！

第268篇.　　读书对投资到底有没有帮助？

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-03-13　11:44

读书对投资到底有没有帮助？

今天@东博老股民　说“我没有完整的读过一本关于投资的书，但我依然在投资”。可朋友们不要忘了，老股民曾在某次访谈中说到，他在 199X 年就发现“把钱交给做生意比我厉害的、资源和人脉比我丰富的人去做生意，比我自己做生意强多了。所以我就开始以这样的思路买股票了”（记忆中的大意如此，我刚刚去翻了半天原文，没找着）。

所以，道理很简单，如果你也能理解老股民这句话，也能按照这种思路去思考投资，那么“投资理念类书籍”，真的没必要读了，一本都没有必要读了。顶级水平的投资类书籍，也就是在反复的、重复的、一遍又一遍的阐述这句话而已。昨天，老唐和一位球友私信分享的“如果能建立股票代表公司的概念，以你买入的公司是未上市公司的假设入手，才能真的知道企业价值，不受股价干扰。如果是以买股票卖股票的角度看，几乎无人能控制价格波动的影响的。毕竟，那是一大笔自己的钱。”说的同样是这个意思（ http://xueqiu.com/8290096439/37902198）

一旦真的理解了这点并将其成为自己的投资准则，剩下的就是读财报，读商业杂志，了解行业，了解企业，了解企业家……，至于投资理念类的书，老唐也同意确实没有必要读了。所以老股民刚刚又及时补充到：

“在这里有必要说一下的，我虽然并没有读投资相关的书，但其他的书可不知道读过多少，我甚至可以自称我读过的书超过一般的教授，也敢自称“读书万卷”。想当年，每天至少读书两个小时，哪怕没时间睡觉也必须坚持，通宵达旦读书是家常便饭，如此坚持了三十年。而且我可以一目十行的看，不过看过大多数就忘了，把有用的融入血液中，成为自己的东东，大脑保持空仓状态，随时接受新事物。

试想，当我有收入以后的三分之一是花在读书上的，大家有没有那么多呢。

所以，说读书对投资的帮助并没有想象中大，仅针对投资这一块相关书籍，读书，更多的是让人明智、明白与开拓思维境界，更多的让人明白事理，如何做人做事，这将促进投资能力的提高。”

~~~球友们，真言要听全，听一半漏一半是要出事故滴~[大笑]

PS：附一份老唐自己的@多看阅读　阅历，与朋友们共勉。

春节前后读电子书少，纸质书多。这份阅历，仅仅包括开始使用多看后的 702 天里的阅读，不含纸质书及很少的其他电子阅读平台阅历。
~~~

人穷就该多读书，

人笨就该多读书，

人丑就该多读书~老唐就是这么干的[大笑]

第269篇.　　财务书籍

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-06-03　10:53

读老唐的《手 1》、《手 2》、、《《亚洲财务黑洞》》就够了。

第270篇.　　亚洲财务黑洞

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-05-24　15:24

推荐一本好书

又很久没有读到好书了，昨天终于遇到一本。

好到什么程度呢？这么说吧：

如果不是因为它比《手把手教你读财报》晚两个月出版，老唐会觉得《手把手教你读财报》第八章　欺诈与反欺诈　是摘自这本书；

如果不是因为这本书的作者拥有巨响亮的头衔和经验，老唐会觉得他是以《手把手教你读财报》第八章为提纲展开写的。~~作者头衔：对冲基金周刊评选的“全球绝对投资前 40”，新加坡政府授予的“杰出的金融业认证专业人士”、《财富杂志》授予的“最佳亚洲对冲基金管理人”。

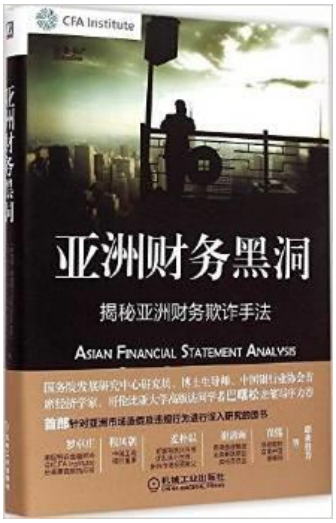
书名叫《亚洲财务黑洞：揭秘亚洲财务欺诈手法》，机械工业出版社 2015 年 3 月出版（@机工出版社　，假装不在咩[大笑]社里广告费预算有富裕的不？）。懒得拍照片，直接放张网上的封面在后面。

全书分七章，分别从操纵收入、操纵费用、操纵经营现金流以及公司治理框架几个方面展示了上市公司进行财务操纵的手法。内容简介老唐就不写了，各位可以直接看《手把手教你读财报》254 页至 274 页。难能可贵的是，作者利用其丰富从业积累，除第一章外的其他六章，每章都展示了三个真实案例分析。这下子，老唐当初写《手把手教你读财报》时，积累的“欺诈与反欺诈”原始材料，可以删掉了。不可能有机会写成书了，因为不会比这本书更好。

特别推荐的是，书中 233~236 页的检查清单。清单总结了全书的内容，归纳了发现每种财务操纵手法的检查步骤，简明易懂，对照着就可以上手，实在是居家旅行杀人越货~哦不对，是企业分析排除陷阱~必备良品。在老唐看来，就这四页纸，早已千倍于书价了。

很有趣，作者跟老唐一样，涉及到的国内公司，一律用字母替代，然后给个网址提供字母和公司实名对照（老唐的对照，在陪读贴对应页面里）。当然，作者还谈到了一些亚洲其他国家和地区的公司，这些没有打马赛克。原因嘛，你懂的。

老婆要带老唐去逛超市，不多说了[俏皮]。总体而言，以老唐个人看法，**投资无外乎“理解企业的商业模式”和“用财报排除企业”两件事。**前者，财务只能起到少量辅助作用；后者，读《手把手教你读财报》和这本《亚洲财务黑洞》基本足矣。有点小贵，老唐买的 51 块。但两本加起来不足百元支出，可以解决投资活动中一半问题，消费者盈余是大上天的[大笑]



第271篇.　　亚洲财务黑洞（续）

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-05-22　14:28

一个拆穿假财报的案例

4 月 7 日，老唐曾在雪球发帖闲侃说

“怎样度过牛市？安静地等待；好好睡觉；锻炼身体，无论何时好的体魄都用得着；和相同价值观的朋友聊聊影视剧；多读书，看些传记，增长知识，顺带还可瞧瞧别人倒霉的时候是怎么挺过去的”。

这股票涨啊涨的，真心没啥看头。还是扯点闲蛋，分享一个《亚洲财务黑洞》里揭露上市公司财务造假的故事吧。

很多朋友可能觉得上市公司财报，那都是大把钞票请来的高手做的。要揭穿其造假，肯定是特别高科

技的事儿，起码脑壳上要有三顶博士帽才搞的定吧！其实不然，看看国际著名投资机构香橼研究是怎么揭穿大湖建某上市公司的把戏，并从中获取暴利的。

DN 公司，纽交所上市，最高市值 24 亿美元，主营业务为中国金融机构提供软件解决方案和服务（稍微关注过财经新闻的，基本能猜到是东南融通啦）。香橼怎么发现财务造假的呢？

很简单，第一步，发现该公司毛利率和营业利润率都显著高于同行。还记得吗？老唐的《手把手教你读财报》137 页原文**「为了衡量公司的毛利率，你需要将其与同行比较。毛利率比同行高很多的企业，要么属于业内强者，要么就是造假的骗子」**。香橼就是这么干的。他们对比了 DN 公司和同行的毛利率和营业利润率，发现明显偏高。公司的财报毛利率 69%，同行基本在 15%~50%之间。公司的营业利润率 49%，同行基本位于 10%~25%之间。

第二步，分析毛利率和营业利润高的原因。从财报上看，是因为营业成本中的人力成本远低于同行。那么，为何公司的人力成本会偏低呢？这就是读财报的要诀了：**发现异常项目，要去寻找有说服力的原因。**香橼发现，公司之所以人力成本偏低，是因为有约 80%的员工，是和一家人力外包公司签署的雇佣合同。而 DN 公司则接受该外包公司廉价服务。DN 公司宣称，该人力外包公司与 DN 无关联关系，无需并表。

这是真的吗？第三步，香橼公司调查了该人力外包公司，发现

1）该公司使用和 DN 相同的公司名称，相同的办公地址，相同的邮箱；

2）DN 公司和外包公司之间的合同，如果 DN 公司违约无需支付任何罚金或费用；

3）外包公司唯一的客户，就是 DN 公司。外包公司提交给中国政府部门的报表，与 DN 公司报表显示支付的报酬相差甚远；

4）DN 公司董事长在上市四年间，将自己持有 DN 股份的 70%赠送给员工及朋友，怀疑可能是偿还潜在债务；

5）其他关于 DN 公司董事长及 CEO 法律背景上的灰色信息。

第四步，发布以上信息。

第五步，四个月内，DN 公司股价跌去 97.5%。

这个难吗？不难吧！即便由于国内法治环境，使我们更可能是天地侠影而不是香橼研究，这种四个月跌去 97.5%的钱，我们吃起来容易磕着牙。但任何具有财报阅读常识和基本怀疑心态的投资者（击鼓传花的就别管这个了），避开这种陷阱，让自己不在这上面栽跟头，其实非常容易。

让我们再次回忆《手把手教你读财报》封面语：**财报是用来排除企业的。**这样的故事，《亚洲财务黑洞》一书里面，还有不少。版权原因，老唐就不好一个个摘出来了。还是上午荐书时的那句话：

以老唐个人看法，投资无外乎“理解企业的商业模式”和“用财报排除企业”两件事。前者，财务只能起到少量辅助作用；后者，读《手把手教你读财报》和这本《亚洲财务黑洞》基本足矣。

最后，@机械工业出版社　编辑和销售经理，你们是肺活量太好，还是脸皮薄？打广告费，不用那么不好意思嘛[俏皮][笑]

第272篇.　　巴菲特之道

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-03-14　15:08

理论与实践结合的投资指导手册——读《巴菲特之道》有感

刚听说@金石杨天南　兄翻译的《巴菲特之道》第 3 版即将上市时，老唐很是期盼。想看看伴随着时间的推移，作者又加进去一些什么新的思索，想看看由成功的投资家翻译的投资书籍，和学院派翻译的会有什么不同。

激动和忐忑中收到了书。出乎意料的是，老唐无法做出对比。原因是，之前的版本，老唐根本没有看过。之所以有看过的错觉，是书架上曾经读过的两本书造成的：一本是该作者写的《巴菲特的投资组合》，另一本是玛丽.巴菲特和大卫.克拉克合著的另一本《巴菲特之道》。

虽然身处美剧《绝命律师》和国产剧《平凡的世界》的干扰中，老唐还是忙里偷闲地将这本书读了两遍。一遍阅读和品味，一遍做笔记。这是一本让人后悔读晚了的书，这是一本会让你写满密密麻麻笔记的书。这样的书，今天不多。

几天前，老唐刚刚看完序言部分，还没有阅读到正文时，就急不可耐的发帖推荐说：“就凭前面霍华德.马克斯、比尔.米勒、彼得.林奇、肯尼斯.费雪写的四篇序的内容，就足以值回书价了。严重推荐”，是的，今天老唐依然很肯定的说，序言部分的价值就已经值回书价了。尤其是橡树资本霍华德.马克斯、传奇投资家彼得.林奇和肯尼斯.费雪(巴菲特视为老师的菲利普.费雪之子)三人写的序。这些序言，不是友情推荐，而是大师借机阐述自己的投资思想以及对巴菲特理论体系的认识。正好，这三位和巴菲特走的不是同一条路，且都是他们自己道路上的大师。一个门派的顶级高手对另一个门派的顶级高手的评价，实在不是一般学者所能比拟的。从这个角度说，说它值回书价毫不夸张。

这本书很有意思，厚厚一本，但其实正文部分不算夸张，只有 267 页。厚的原因，是有 10 篇序。除了天南兄的自序、上面四位大师级人物写的序以外，还有 5 位国内成功投资人写的序，他们分别是：李剑、一支花蛤、陈理、杨宝忠、张可兴。这五位，除了杨宝忠先生老唐知之甚少以外，其他四位都在雪球。序言的内容老唐就不剧透了，只告诉大家，老唐仅序言部分做的笔记如下图（别讨清晰图，不给[笑]）：

内容不说了，倒是有个问题挺令人深思的。包括天南兄以及五位写序的投资高手，基本都提到了他们是在 1995~1997 年间，偶遇这本书的，“犹如一道闪电”，整个投资体系瞬间发生了天翻地覆的变化。后来，发生了什么？

看看今天这些写序的人的生活就知道了，十几年后，沿着这本书指出的体系前进的他们，基本都实现了财务自由，进入了为兴趣工作的境界。在那个时间遇到那本书，从而被改变了命运的人，除了他们，雪球还有不少，名字就不一一列举了。

现在问题来了？1995 年~1997 年，市面上一定还有其他投资理论类书籍出售，当时读过它们的人，今天在哪里？老唐孤陋寡闻，没听说几个沿着那条路走到今天依然成功的人。老唐只知道，自己在 1995 年，正在苦读许沂光的《风险投资实用分析技巧》、约翰.墨菲的《期货市场技术分析》、《日本蜡烛图技术》(作者忘记了)、江恩理论、波浪理论、趋势线理论，KDJ 分析、MACD 分析、布林线分析……，结局大家都已经晓得了，破产了。同期学习这些的，最终有没有成功的呢？可能也许大概或许有吧。有没有象学习巴菲特路线这样批量成功的呢？没有，没听说过。

一条是无数前辈实践过的可复制的道路，一条是无数白骨展示的危险重重的道路。怎么选？似乎是不言而喻的。真的吗？又好像不是。直至今日，在这个号称“聪明投资者都在这里”的雪球网上，最受欢迎

的干货是什么？是明天什么会涨，是下周什么是热点，是哪只股票已经收集筹码完毕、只待拉升……。 没有不敬的意思，分享这些东西的朋友，付出的也是心血，应该收到敬意。但追捧者有没有想过，为什么今天我们看到的世界范围内的或者天朝范围内的成功者，绝大多数走的不是这条道？他们都在这个“不合适巴菲特道路的 A 股市场”，选择并成功地实践了巴菲特的道路。

老唐的观点：如果自认资质不是万里挑一，还是建议走走绝大多数成功者踩出来的平坦大道，虽然无聊，不够刺激，但有钱收啊！当然，来市场是 for funny 不是 for money 的，可以例外。如果你有那么点儿想走有钱收的坦途，或者哪怕只是想看看它究竟是什么样子？打开钱包，咬咬牙，掏出四五十元，拼了[大笑]，来一本《巴菲特之道》。

这本书，不是仅仅介绍理念或者讲巴菲特人生故事那么简单。正文部分分了 8 章，其中第 2 章挖掘了巴菲特投资理念的变迁轨迹，展示了如何从格雷厄姆的烟蒂投资，一步步进化到今日的巴氏风格，期间哪些理论、哪些人、哪些投资经历，起到了决定性的作用。巴菲特说他的身上有 85%的格雷厄姆，老唐一直理解的不够清楚，认为可能是巴菲特谦虚，或者是因为是早期的表达。读过本章后，老唐觉得巴菲特不是谦虚，费雪和芒格的影响的确很大，但那只是深化或细化了格雷厄姆思想，并不是跳出格雷厄姆的理论框架。从这个意义上说，85%格雷厄姆，不夸张。

第 2 章不是最重要的，老唐觉得本书的精华在第 3、4、6 章。第 3、4 两章，不仅详细的阐述了巴菲特购买企业的 4 个维度 12 条准则，并用了 9 个巴菲特真金白银下注的案例，挖掘了巴菲特在做出这些投资决定时的思考和计算过程。这部分，已经脱离了单独阐述理念的境界，进入了操作手册的层次。第 6 章，是谈论在面对市场波动的时候，参与者常见的心理误区，以及如何改变或利用这些心理误区的。如果你能够回忆起巴菲特的一句名言：投资只需要学习两门课，一是分析企业价值，二是如何面对市场波动。你自然就知道，为何 3、4、6 三章如此重要。

第 7 章，老唐觉得算是第 6 章的延续。不懂为何要分成两章，而且很不幸，第 7 章 236 页全页都没读懂。后面再向各位前辈请教。

绝没有说第 5 章不重要的意思。第 5 章是谈如何建立自己的组合，多少只股票合适，为什么，决定的标准和流程是什么。很意外的是，居然还有谈凯利公式的！如果说 3、4 章是谈买什么的问题，那么第 5 章就是谈买多少的问题。重不重要？

老唐重读了一遍自己写的感想，广告味十足。但实在没办法了，它确实就是这么好（@华章书院 如果有意付点广告费的话，请一定一定不要不好意思[大笑]）。但必须提醒，读这本书，不能让你成为巴菲特，它顶多也就扩大了你在投资的道路上获胜的概率而已，不要寄希望一夜改变命运。前面那些写序的高手，也是用了十来年才自由了的。

最后提醒一句：巴菲特从掌控资金 10.5 万美元的时候，就采用并实践着书中谈到的这些理念，从而由此积累出巨大财富的。不是先搞趋势技术，挣了大钱以后转向这条道路的。

附上老唐笔记全图，反正老唐是这么仔细的读了，是否值得你花几十元加几天时间，自己判断。再说一遍，别要清晰图片，不会给的，侵权。

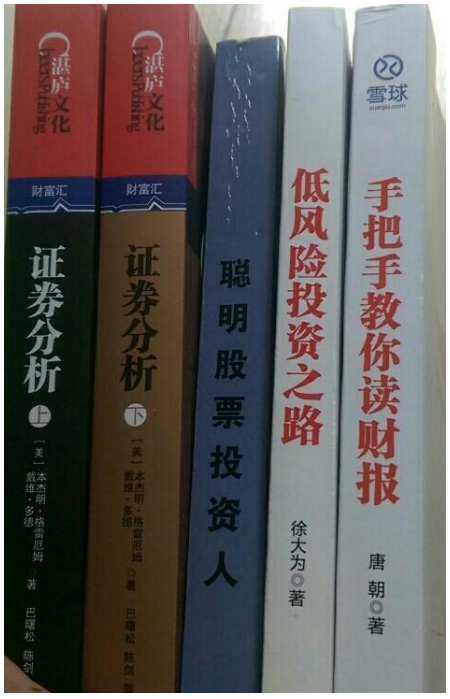
第273篇. 可以替代《证券分析》的三本书

唐朝 来自雪球 修改于 2015-10-11 14:40

这几天抽空又读了一遍新版的《证券分析》。巴曙松主持翻译的这个版本依然生涩难懂。老唐不懂 E 文，没读过原版，所以也不知是翻译问题还是原文风格问题。对于绝大多数读者而言，不说领会，单说读完，也是一件很困难的事儿。

书的前三章主讲债券和优先股的分析和投资，这部分估计就能让一半读者睡着，哈哈；第四章讲股票的估值理论。上世纪三十年代划时代的醍醐灌顶之论，今天，混迹雪球的你，读来已经很难有触电感了（反而更可能以老生常谈待之）；从第五章之后（整本下册）主要讲财报的分析方法，如何从财报数据中过滤那些带有欺骗性的数字，以及如何根据财报作出估值判断和投资计划。很精彩，很可惜和今天的会计政策差异很大，精神可以景仰，技巧却不能照搬。

事实上，老唐觉着，被标榜为“投资圣经”的《证券分析》，其全部内容可以通过三本书，更轻松的获取。第一，阅读格雷厄姆的另一本传世巨著《聪明的投资者》，理解“股票代表企业的一部分，市场先生只可利用不可信任，安全边际是任何投资行为的必要条件”三个理念；第二，阅读@DAVID 自由之路　的《低风险投资之路》，理解市场中总是存在一些可以精确计算出来的捡钱机会，练习拒绝信任市场价格，并养成随时挖掘价格与价值差的习惯；第三，阅读老唐的《手把手教你读财报》，学会分析财报的技能并深刻领会《证券分析》的核心精神：证券分析的关键是防范不利因素=财报是用来排除企业的。



@Stevevai1983 雪球实盘大赛参赛选手:

如果只能给想学习夹头的人 3 本修真秘籍我会推荐 2 本内功 1 本招式[加油]

1：　入门心法打好良好的基础

股市真规则-世界顶级评级机构的投资真经

2：可修炼到元婴期的高级心法直指大道

聪明的投资者

3：打架的招式

手把手教你读财报

光修炼内功是不行的。读财报是夹头的必修”招式“

其实光是修炼内功都不行。因为修行中心魔太厉害，无孔不入！

除了少数心志坚定者，大多数在修炼过程中都会心魔入侵而走火入魔。

所以其实还需一本修炼心性的秘籍：

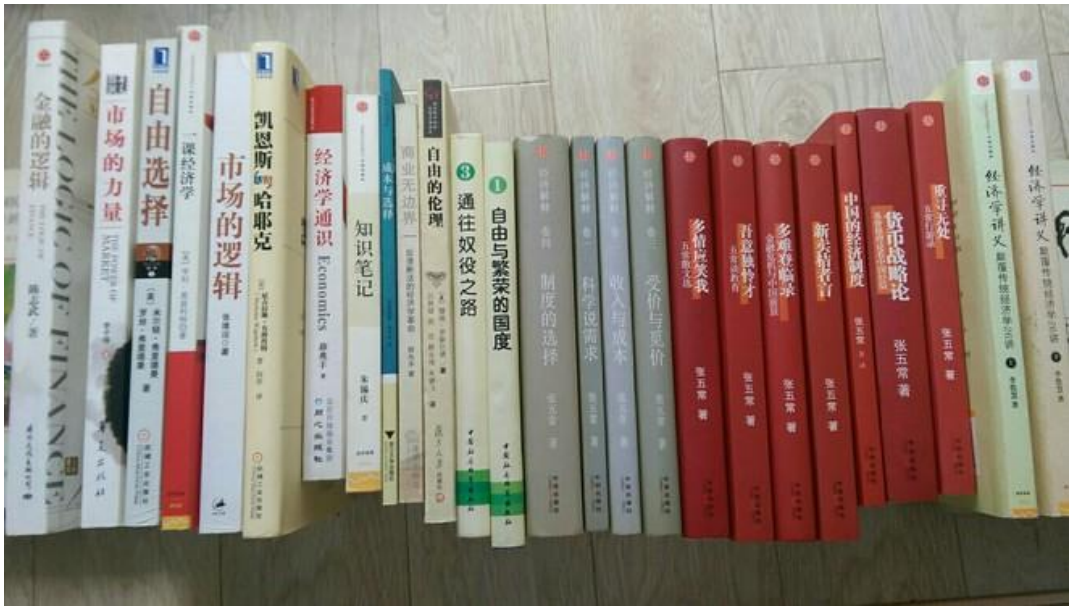
4：投资者的未来

这本书如果都不能消除修仙者修炼过程的心魔那就还是不要加入夹头这个门派了。

第274篇.　　经济学类书籍推荐

唐朝　　来自雪球　　发布于 2015-11-02　16:50

有囤书党想要投资之外的书籍推荐。好吧，老唐推荐几本经济学的好书，有木有对经济学感兴趣的朋友嘛，拿走拿走，保证本本精彩，就看你有木有时间看



第275篇.　　推荐几本消闲读物

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-12-29　15:21

推荐几本元旦消闲读物

昨天的总结里推荐了几本投资类的书籍，今天有朋友说，马上要放元旦假，打算在家里躲雾霾、躲人流[大笑]，要老唐再给推荐几本闲书看看。刚好手头有几本近期读过的闲书，就给大家添个元旦娱乐项目吧。

昨天的国投下调增发价事件，让人挺堵心的。但有本可以学到大量电力知识，了解火电厂前世今生发展的网络意淫小说，蛮好看的。是@超级鹿鼎公　推荐给我的，叫《超级电力强国》。主人公是个生活于 2015 年的电厂职工，不小心穿越回 1990 年了，然后借助自己对未来电力事业的发展方向的了解，大展宏图，

获得人生和事业双丰收的 YY 故事。

作者显然是位电力行业内人士，写的生动有趣。让读者可以一边参与 YY，一边学到许多电厂和电网的知识（故事里还直接写到了某前任中堂大人家族[大笑]），这种寓教于乐的形式，老唐很是羡慕。目前还没完，依然在网络连载（补充：老唐 out 了，经其他跟踪的朋友反馈，昨天完结了），但已经可以下载来看的故事，放在 kindle 上也有一万多页了，够你打发几天假期了。至于后面的跟踪嘛，请致电度娘。

不喜欢看穿越文的，喜不喜欢看励志奋斗史？老唐最喜欢的官场小说《侯卫东官场笔记》作者小桥老树，写了一本《侯海洋基层风云》，但不知道啥原因，不仅侯卫东在 9 之后太监了，连侯海洋在 3 之后也太监了，实在是婶可忍叔不可忍！最近突然发现小桥老树在网上连载一部叫《静州往事》的书，基本上就是接着《侯海洋基层风云 3》写的，只不过里面的地名和人名全部换掉了，也许是躲真理部？[滴汗]

刚开始读着稍有点别扭，脑海里老是把主人公王桥替换为侯海洋，但坚持读上几章以后就扭过来了。今天最新的更新是 264 章，也够过元旦了。最近说书名要换成特别俗的《大亨风云》，吐！书是在起点收费阅读，但是你懂的，天朝到处都是霸王餐，下面省略 50 字。没看过《侯海洋基层风云 1~3》的也不妨事，需要的情节都有概要回顾，不影响阅读。

喜欢手捧纸质书感觉的朋友，可以看一本老唐很久以前推荐过、后来绝版了、最近又重新出版的好书《乱世华尔街》，作者渔阳。这本书是写作者自己 2006~2010 年间作为华尔街债券交易员身份，经历那场金融海啸的故事。但有趣的是，它并不是严谨的自传体，而是以演义或者小说的形式写出来的，是我读过的最漂亮的微观角度看次贷危机的书[很赞]。

作者的文字功底令人佩服，反正我读着感觉比小说还精彩。读完后老唐脑壳青痛啊：渔阳能把有关债券、股票、金融衍生品、次贷危机等等大把的专业术语，写的如此生动，让人边读边笑边长知识，我的《手把手教你读财报 II：读懂银行》能做到吗？自我感觉好像做不到[哭泣]

不仅是在笑声中学到金融知识，书中还有不少作者对投资和商业的理解，也很精辟。特别有趣的是，作者用赤壁之战的连环计来解释次贷危机的微观发展，用虚构的华尔街顶级投行超盛证券人物牛老大、猪哥靓、关西铁、柯户多、常达包、郝大丹、栾亚宝、蒙哲来，去拆借杜邦公式，分析一家企业的盈利模式，生动活泼，笑声中的记忆特别深刻。前几日重读，我怀疑我的《手把手教你读财报》一书中谈杜邦公式，谈企业的盈利模式分茅台模式、沃尔玛模式和银行模式，很可能就是来源于四五年前读过的这本书。

（这里要顺带惭愧一下：按很多作者的习惯，参（chao）考（xi）了什么文献，应该在书的末尾致谢并罗列的。但老唐从来没作过作家梦，也没有写论文的经历，写书纯属一时兴起的偶发行为。所以，以前读书时，没想到过未来要引用，没记录过出处。即便是做过笔记的，也只是大概记录内容，没记下出自哪里。以后要改[割肉]）

懒得打字了，随便拍两张照片附在后面。更多精彩之处自己看吧，肯定足够你过一个欢乐祥和涨姿势的元旦了，哈哈[加油]。对了，这位作者还曾经写过一篇关于凯利公式的文章，天南兄曾在雪球转发过，也非常值得一读，链接放在这儿 http://xueqiu.com/8290096439/43323422

这是渔阳写的《乱世华尔街》一书中的内容。这本书不错的，推荐一读。顺带提一下，这本书的编辑就是《证券市场周刊》编辑@棒棒糖　女士

天南财务健康谈:

股神的不败秘方

股神的不败秘方(转)

2015-04-18

渔阳|文

讲到堵博和投资，人们通常都急于学会赚钱的招数，其实我个人认为赚钱方法是不容易学的，需要很多经验和悟性。 初学者要迅速提高“段位”，倒是应该重点先练练防守。 防守是有一定套路，可以学习的。在我看来，堵博和投资取得成功的先决条件都是要做好防守，保住本钱，然后耐心等待真正的机会。总而言之，绝对不能在革命胜利前牺牲。别以为这很容易做到，且不说我们周围那些“发财未遂身先死”的堵友股友，即便在投资界绝顶高手中，从云端跌落者也大有人在。且看几个例子：

杰西-利弗莫尔：《股票作手回忆录》中的主人公，投机界不世出的天才，从白手起家一直做到1929年时的一亿美元身价，最终申请破产，并于数年后自杀。

约翰-麦瑞威瑟：曾是王牌投行索罗门兄弟公司的超级交易员，后来创建了群星荟萃的长期资本对冲基金（LTCM），一度拥有40亿美元的庞大资本，却在1998年俄国债券危机中几乎损失殆尽。(《乱世华尔街》中有关于LTCM危机的详细分析。)

管金生：1988年创办万国证券，曾被誉为“中国证券之父”，却在1995年“3.27国债事件”中马失前蹄，以致身陷囹圄。

唐万新：曾经统帅德隆系企业集团，傲视中国资本市场，终因资金链断裂导致德隆帝国土崩瓦解。

上述诸人都可称是资本市场的奇才，最终却都失败了。 他们的经历告诉我们：不注意控制风险，就会发生《渔夫和金鱼》中的那一幕：努力奋斗当上了教皇，结果又变回了海边的小木屋。

活着最重要。

没有把握，绝不出手

很多年前，我经常从纽约的中国城坐“发财大巴”去大西洋堵城，同车的多是在餐馆发廊里打工的劳动人民。他们大都企望在堵场里改变命运，结果却往往是送掉了微薄的薪水。记得有一次，邻座的女孩说她每个星期都去堵场玩百家乐，还有一套取胜秘诀云云。回程的时候聊天，我赢了800美元，她输了4000。我顿时兴致大减，4000美元应该是她一个多月的收入！看着满车衣着简朴的同胞，我忽然感到很悲哀，痛恨那些做发财大巴生意的人，简直是送羊入虎口！我试图告诉女孩玩百家乐会“久堵必输”，但她不肯相信，说这次只是“运气”不好，下个星期再去翻本。

我无语，太多失败的人把“运气”当做借口。一把输赢确实是运气，10000把输赢就是大数定理（胜率大者几乎必胜)。在堵场中那些庄家稳操概率优势的游戏中反复下注，输光岂非只是时间问题？ 所以有句话说：堵场不怕你赢，就怕你不来。

投资也是同样的道理。股市比堵场好一些，长期看应该是正回报的游戏。但是由于做庄、内幕交易、印花税等因素，普通投资者如果“堵”的太频繁，回报率很难跑赢大市，甚至可能“久堵必输”。所以，别相信市面上那些教人“快速致富”的所谓“秘诀”，99%是浮云，99%是忽悠。最重要的招数不是怎么出

招。

日本江户时代有位“剑圣”宫本武藏，曾与人决斗六十余次，未尝一败。 他除了技艺出众，还有个秘诀：从不和比自己厉害的人过招。

没有把握，绝不出手。

这就是堵客和投资者都必需牢记的第一招。

堵场的优势何在

堵场不怕你赢，就怕你不来，因为堵场游戏基本都是“久堵必输”。 很多玩家迷信“运气”，而经营堵场的人相信概率，这就是输家和赢家的差别。

例如轮盘堵，博彩中玩家可以押任何一个数字，如果转盘上的小球正好停在这个数字上，堵场赔 35 倍。 听着很诱人对吧？ 电影《卡萨布兰卡》中那个从欧洲逃难出来的小青年接连押中几手 22，去美国的旅费就有了。实际情况如何呢？我们来简单分析一下。

如果只有 1-36 这 36 个数字，那么玩家每次押 1 元，平均每 36 把赢一次，赢的 35 元正好抵消另外 35 把输的钱。但堵场在轮盘左边加了个“0”，玩家的赢面变成了 1/37，赢的 35 元不足以抵消另外 36 把输的钱，堵场占据了 1/37 = 2.70%的概率优势，也就是说玩家每押 100 元，平均要输 2.7 元。这还是“仁慈”的欧洲式轮盘堵，美国人觉得还不够黑，又加了个“00”。现在平均 38 把押中一次，玩家的劣势扩大了到 5.3%。

除了押单个数字，轮盘堵还有押红黑等其他玩法。无论是 1 赔 35 的单个数字，还是 1 赔 1 的押红黑，堵场的赢面都一样。 但两者之间仍有个重要差别：押单个数字的输赢波动显然比押红黑大的多。 此处先简单提一句：赢面和波动性是堵博和投资中极为关键的两点。“久堵必输”的堵博最好不要碰，实在要玩就挑输赢波动性大的；“久堵必赢”的投资则应该选波动性小的。关于这个原理，后文将详细讨论。

回到堵博，绝大部分堵场游戏都设计的和轮盘堵类似：堵场拥有概率优势。这些游戏中，玩家如果只玩几手还可能靠“运气”赢点钱，长期玩下去几乎必输，数学中称之为“大数定理”（Law of Large Numbers）。

然而堵场机关算尽，还是被数学家找到了一处破绽。

21 点的老故事

1960 年代初，一位名叫索普（Edward Thorp）的美国数学家利用刚出现不久的计算机找到了 21 点游戏中的机会，发展出一套通过计牌（card counting）打败堵场的方法。索教授理论付诸实践，用自己的计牌法连连大胜堵场，很快上了黑名单，眼看堵不成了，于是索某人就写了一本书！

索普的《战胜庄家》（Beat the Dealer）狂销 70 万册，荣登《纽约时报》畅销书榜，版税收入远远超过了堵博所得。这也再次说明一个道理：卖铲子比挖金子容易赚钱。

索普计牌法的原理并不难。先讲讲 21 点的规则：玩家和庄家（堵场）对堵，看谁手中牌的点数之和更接近（但不能超过）21 点。10，J，Q，K 都算十点，2 至 9 按各自点数计算，A 可以算 1 点也可以算 11 点。例如下面的一手牌可以算 8 点，也可以算 18 点。

牌局开始，玩家和庄家各发两张牌，庄家的牌一明一暗。然后玩家先做决定：可以抓牌，做加倍等特

殊行动，或在任何时候选择“停”。如果玩家超过 21 点（爆牌）就直接输了，否则“停”后轮到庄家行动。庄家不能“见机行事”，只能按固定规则：手中的牌达到 17 点或以上必须“停”，否则必须抓。最后双方比谁的牌更接近 21 点。

此外还有个特殊规定：一张 A 和一张十点牌（10，J，Q，K）叫“黑杰克”（Blackjack），拿到者直接取胜。如果玩家拿到黑杰克，可赢取 1.5 倍筹码。庄家拿到黑杰克只能赢取 1 倍筹码。

很明显，21 点游戏中庄家和玩家各有优势。庄家的优势在“后发制人”：玩家如果先爆牌，庄家可以不战而胜。而玩家的优势在于灵活机动，可以根据自己的牌和庄家暴露的那张牌决定战术。此外，黑杰克 3：2 的赔率也有利于玩家。

十点牌和 A 越多，出现黑杰克的机会越多，也越容易爆牌，玩家“机动灵活”的优势更有价值。 反之，3，4，5，6 等小牌越多，爆牌的可能性越小，对庄家比较有利。索普时代的 21 点多用 1 副或 2 副扑克牌，当牌刚洗好时，堵场占据 0.5%左右的概率优势。妙处在于，随着牌局进行，某些时候大牌和 A 的比例会变高，概率会转为对玩家有利。索普战胜堵场的方法就是：通过计牌估算概率，当形势有利时下大堵注！

一代宗师索普发明了计牌法，又写了一本畅销书，然后大彻大悟，上华尔街发财去了，后来又在对冲基金领域闯出了一片天地。索某达人也！

至于堵场这边，从此出现了一批掌握了索氏武功的“计牌客”(card counters)。堵场方面想尽办法将计牌客拒之门外，计牌客们则挖空心思突破封锁。猫和老鼠的游戏玩儿了几十年，90 年代前后，江湖上又出了一桩奇事。

MIT 计牌团伙

话说索普之后，堵场多了个抓计牌客的麻烦事。时间一长，堵场方面逐渐积累了一个黑名单。 如果名单上的人在 21 点牌桌上被认出来，通常会马上被“礼送出境”：您上别处玩儿去吧！

八十年代某个时期计牌“案件”高发，堵场雇来的侦探把各处收集的黑名单放在一起研究，发现了一条重要线索：不少计牌客的住址都在麻萨诸塞州剑桥市附近！麻省剑桥您也许没听说过，但位于此地的两所大学您不可能没听说过：哈佛、麻省理工（MIT）。难不成那帮研究相对论的智力超常同学们盯上了堵场？

后来真相逐渐浮出水面，果然有个以 MIT 学生为主的计牌团伙！这是个“商业化”运作的组织：有人出堵本，有人负责管理，有人上阵计牌，整个“投资”和“风险控制”模式颇有对冲基金的风范。 团伙“作案”的最大好处是可以避免单个堵客面临的风险：21 点输赢波动性很大，任你技术再高，短期内运气不好也可能输光堵本，集团作战能分散这种风险。此外，MIT 堵客们还使用了某些“多人战术”。比如，迈克尔负责计牌，每把只押小注，当形势有利时就抛出预先约好的暗号，此时扮作阔少的詹姆斯走过来，一把押 1000 美元。

MIT 团伙前后运营了十几年，MIT 和哈佛等学校都有人参与，其中还有得过奥赛金牌的中国人。铁打的营盘流水的兵，反正麻省剑桥一带最不缺的就是数理天才。该团伙的盈利据说以百万美元计，后来还有个作家专门把 MIT 团伙的事迹添油加酱写成了一本书，也上了《纽约时报》畅销书榜——又一个卖铲子挣钱的。

2008 年的电影《决胜 21 点》剧照。

影片里采用的算牌法(card counting)，是基本的高低法(High-Low system),玩家不用去数打出来的每一张牌，而是只须记住某一个数字（流水计数 running count)，每一次小牌(7 以下)出来的时候，就加上这个数字，大牌(9 以上)减去。所以流水计数越大，说明牌面上小牌越多，牌池里的大牌也就越多。而当牌池里的大牌多的时候，对玩家是有利的。因为庄家不到 17 点就要要牌，这样庄家便很容易爆了。MIT 的爱德华教授在 1963 年做了次试验，发现了当庄家的牌池里小牌越多，庄家胜出的机率就越大，反之，则玩家赢的机会就大。

影片里的高低计数是将所有的 2 到 6 看作+1,7~9 看作 0，10、J、Q、K、A 看作-1。由于这个方法不区分具体数字的区别，所以高低法不是最有效的方法，但是该方法简单不易出错，不完美总比出错要强，所以备受 MIT 小组推崇。

到了九十年代中期，美国经济一片荣景，团伙成员们纷纷前往硅谷、华尔街等处发展，MIT 计牌团伙也就渐渐风流云散了。这似乎也证明了一个道理：年轻人有正经事做，“犯罪率”就会降低。

又过了若干年，来自中国的渔阳同学偶然接触到 21 点计牌这回事，大感兴趣。我那时候土，没听说过索普，也不知道索宗师的书只卖十几块钱一本，花了 100 美元从一个叫卡多萨的大忽悠手里买了本所谓“秘籍”。虽然被卖高价铲子的宰了一刀，毕竟是有了铲子，我也要去堵场挖金了！

但此时的江湖，已不是当年的那个江湖了。

关于堵注的困惑

学会了计牌方法后，我兴致勃勃地前往拉斯维加斯小试牛刀。结果还真不错，赢了厚厚的一叠百元大钞，这 21 点还真是个金矿啊！我住在纽约，不可能总去拉斯维加斯挖金，好在纽约附近也有美国第二大堵城大西洋城，于是我就成了那儿的常客。堵了一段时间后，我渐渐发现大西洋城的“金砂”不好淘，我总体上只能小胜，而且输赢的波动性很大。仔细研究了一番之后我才发现：这大西洋城跟拉斯维加斯可不一样。

前面讲过，计牌客主要是看大小牌在剩余牌张中的比例，大牌比例高于正常时就下大堵注。显然，在两种情况下比例最容易变高，第一种是剩余牌不多的时候，第二种是 21 点游戏只使用 1-2 副牌时。索普时代的 21 点堵局正好具有这两个特点：只用 1-2 副牌，而且发牌员（dealer）会将牌几乎用光才洗牌，所以大牌比例时常变高，计牌客有很多机会在形势有利时下大注。

堵场方面自然也有高人出谋划策，明白对计牌最好的“软防御”就是设法控制大小牌比例的波动，于是堵场就使出了两条毒计。第一是增加 21 点的用牌，从 1-2 副普遍改为 6-8 副。很明显，牌一多，大小牌比例就不容易变。第二是提早洗牌，避开比例最容易波动的情况。拉斯维加斯堵场多，竞争激烈，堵场为了揽客还保留了一些 1-2 副牌的 21 点游戏，我赢钱主要就是在那些堵局中。而大西洋城地理位置得天独厚，纽约、华盛顿、费城三个人口密集区的堵客都往那跑，堵场不愁没生意，因此 21 点游戏的规矩特别“黑”：基本都是 8 副牌，而且洗得很勤。大小牌比例变高的频率低了，自然也就不容赢钱了。

原来我的江湖，已不再是索普当年的江湖。

虽然如此，但比例还是有变高的时候，我对堵场也还有赢面。前面讲过“大数定律”：只要有赢面，理论上讲一直玩下去最后还是我赢。但理论归理论，实践中有个重要制约：我的堵本有限，输光了就不能玩儿了。大数定律只是说“革命最终会胜利”，可没担保你不会在“革命胜利前牺牲”。21 点输赢波动性那

么大，要是赶上一只“黑天鹅”（Black Swan, 指微小概率事件）不就“光荣”了吗？

假设我只有一万美元堵本，好不容易等到我方对堵场占据了1%的概率优势，现在发牌员说：

“Place your bets.”（请下注。）

我押多少呢？20美元？平均才赢2毛钱，没啥意思。押2000美元？ 赶上一只不太黑的天鹅（连输5把）我就输光了。看来20美元太少，2000美元太多，最佳堵注应该在两者之间。究竟应该押多少呢？

一位高人早就给出了答案。

凯利公式

形势有利时如何下注很需要技巧。押太少了浪费机会，押太多了“牺牲”的风险大增。什么才是不多不少的合适堵注呢？ 1956年，科学家凯利（John Kelly）就此发表了论文，提出了著名的凯利公式。

f* = (bp-q) / b

其中，f* = 投注金额占总资金的比例

p = 获胜的概率

q = 失败的概率，q = 1-p

b = 赔率，例如在轮盘堵中押单个数字，b = 35，押红黑，b = 1。

上篇中讲到的21点下注问题，假设总堵本10,000美元，玩家取胜的概率是51%，赔率1：1（实际胜率和赔率略有偏差，但相距不大），那么凯利公式给出的最佳堵注是：

$10000 * (1 * 0.51-0.49)/ 1 = $ 200

我知道很多人看到数学公式就头大，但要玩好堵博和投资没法不用到数学。最重要的不在于带公式计算数字，而是要弄明白公式背后真正的“意思”。

首先，公式中分子的bp-q 代表“赢面”，数学中叫“期望值”(expectation)，凯利公式指出：正期望值的游戏才可以下注，这是一切堵戏和投资最基本的道理，也就是前面讲的“没有把握，决不下注”。

其次，赢面还要除以“b”才是投注资金比例。也就是说赢面相同的情况下，赔率越小越可以多押注。这一点不容易直观理解，我们用个例子来说明。下面三个正期望值的游戏，你看看选哪个：

1.“小博大”：胜率20%，赢了1赔5，输了全光。bp-q = 5*20%-80% = 20%

2.“中博中”：胜率60%，1赔1。bp-q = 1*60%-40% = 20%

3.“大博小”：胜率80%，1赔0.5。bp-q = 0.5*80%-20% = 20%

三个游戏的数学期望值一样，都是20%，或者说押100元平均赢20元。按大部分国人的堵性，恐怕会选“小博大”游戏吧？ 但是用凯利公式中的“b”一除，“小博大”游戏只能押总资金的4%，“中博中”可以押20%，“大博小”可以押40%。 赢钱速度“大博小”快多了！ 前面不是讲过“久堵必赢的游戏应该选波动性小的”吗？ 说的就是这个了。

现实中，爱玩“小博大”的多半是堵客。谁爱玩“大博小”呢？堵场！华尔街的职业投资家们很多玩的也是“大博小”，因为便于使用杠杆（押大堵注）。关于这点后面还要详细讲。

最后，凯利公式指明了风险控制的至关重要性：即便是正期望值的游戏也不能押太大的堵注。 从数学上讲，押注资金比例超过了凯利值，长期的赢钱速度反而下降，还会大大增加出现灾难性损失的可能性。举个极端的例子，如果你每手都押上全部资金，那么不管你赢过多少钱，只要输一次就立刻破产。正所谓：辛辛苦苦几十年，一夜回到解放前。

为什么投资界赔到倾家荡产的尽是一些局部技术不错的老手呢？原因多半在“堵注太大”。 上世纪初有位大宗师级别的投机客一世英名就毁在了这上面。

利弗莫尔败走麦城

在凯利公式问世 16 年前的 1940 年 11 月 28 日，一位曾经威震华尔街的独行侠在纽约沃尔道夫饭店的衣帽间里拔出了手*，他匆匆给妻子留下了一张便条：“...我已厌倦了战斗...这是唯一的解脱。”然后饮弹自尽。

杰西-利弗莫尔（Jesse Livermore），不朽名著《股票作手回忆录》的主人公，就这样悲凉地结束了传奇的一生。

如果你还没看过《股票作手回忆录》（Reminiscences of a Stock Operator），我强烈建议补上这一课。不少世界级的对冲基金经理都极为推崇此书。跟随主人公的人生起伏，你可以领略百余年前纷乱而又生机勃勃的美国金融市场的风貌，并惊诧于世间竟有利弗莫尔这般奇才。他身处“原始时代”，居然总结出了许多现代投资者奉为经典的规律：诸如赚钱时才可加码，亏钱时应当止损，不要轻信他人观点或所谓“内幕消息”，以及一套完整的“坐庄”手法。更令人叹服的是，利弗莫尔不但是理论家，而且是实践家。他的交易人生几起几落，从白手起家到 1907 年时的数百万美元身价，再到 1929 年时的 1 亿美元身价！那时汽车才卖几百美元一辆，利弗莫尔完全靠交易赚到的 1 亿美元相当于今天的 100 亿美元以上！

这样一位不世出的奇才后来却在市场上尽失巨额财富，最后演出了本文开始时那悲凉的一幕。利弗莫尔是怎么走的麦城呢？文献并无具体记载，但如果仔细分析他的交易习惯，就不难发现蛛丝马迹。

利弗莫尔的交易生涯始于 Bucket Shop（可意译为“股票堵场”）。19 世纪末，美国股票市场十分活跃，而技术进步使远离纽约的普通人也有机会“实时”参与股票投机：与电报线相连的自动报价机可以随时将纽约交易所的最新成交价传遍全国。当时很多人想参与投机，但缺乏买卖股票的资金，奸商们借机将这批人吸引到“股票堵场”。堵场中有自动报价机，玩家们似乎在交易股票，实际上是在堵大小。举个例子，某股票的最新报价是 80 美元，玩家只需交纳 1 美元保证金就可以买“大”，如果报价机上出现了 79 美元或更低的价格，那么对不起您输光了；如果报价机上打出了 81 美元，玩家可以兑现 1 美元盈利，也可以继续等。

股票堵场的奸商们怎么赚钱呢？除了利用群众们经常押错的特点外，他们还串通某些券商操纵市场。比如在 80 美元的价位上很多玩家押了“大”，堵场庄家就指使纽约交易所的同伙打压股价，只要自动报价机上打出一个 79 美元的价格，堵场就通吃了押大的筹码。

当时还很年轻的利弗莫尔没什么钱，在股票堵场里混，逐渐练就了根据报价预测市场价格(Read Tape)的本领。那时候没有电脑，更没有实时 K 线图，利弗莫尔的“读盘”功夫实际就是技术分析的原型。但我很怀疑他也在股票堵场里养成了“坏毛病”：押注太大。

从凯利公式的角度分析，股票堵场的超低保证金其实是堵徒们的“杀手”。杠杆那么大，押注远超凯利最优值，输光是迟早的事。那时的美国正规金融市场的交易保证金也很低。利弗莫尔后来的交易经历表明，他一直保持了超大堵注的风格。读他的交易历程简直令人心惊肉跳，股票、棉花、大豆，不管什么都是超高杠杆全仓操作，这固然成就了利弗莫尔的传奇伟业，也令他数次破产。所幸几次都有贵人相助，利弗莫尔才得以抓住 1907 年，1915 年和 1929 年几次重要机会屡攀高峰。但智者千虑、终有一失，我很怀疑正是“押注太大”的毛病令利弗莫尔在身价达到 1 亿美元的短短数年后就输光了所有钱。最后一次，他没

能东山再起。

如果利弗莫尔将基于凯利公式的资金管理方法和他高超的市场把握能力结合在一起，这位天才会创造出怎样的奇迹呢？

历史没有如果。利弗莫尔已如流星划过，也许他早生了几十年。资金管理和风险控制的理论在50年代才开始成型。凯利公式指出：赢面大、波动性小的游戏可以押较大堵注。那么如何量化“赢面大，波动性小”呢？　与凯利同时代的一位学者提出了一个著名的指标。

夏普比率

上次谈到，评估投资机会的优劣应该从收益期望和风险两方面综合考虑。如何量化这一思想呢？1950年代，有人提出用回报期望和波动性的比例作为衡量投资机会的指标。1966年，学者夏普（William　Sharpe）在此基础上提出了著名的夏普比率（Sharpe　Ratio）：

S=(R－r)/σ，其中：

R　=投资的回报期望值（平均回报率）

r=无风险投资的回报率（可理解为投资国债的回报率）

σ=回报率的标准方差（衡量波动性的最常用统计指标）

夏普比率S越高，投资机会的“质量”越高。举个例子：

甲投资：超额（超出国债）回报期望10%，标准差20%，夏普比率为0.5

乙投资：超额回报期望5%，标准差5%，夏普比率为1

乍一看，甲投资回报期望高，似乎是比较好的机会。其实乙投资更胜一筹（通常情况下），因为它的夏普比率高，意味着投资者用1个单位的“风险”能换取更多的回报期望。从杠杆投资的角度也可以得出同样的结论：假设投资者以r贷款利率融资，在乙投资机会上加1倍杠杆，那么“杠杆化”的乙投资就变成了10%回报期望，10%标准差，与甲投资的回报期望相同，而风险较小。

夏普比率多高才算“好”呢？　我们来看一个实际的例子：美国股市的长期年平均回报率约为10%，波动性约为16%，无风险利率约为3.5%，因此夏普比率约为0.4（来源：维基百科）。　翻译成白话就是：投资美股指数的年均回报率约比无风险利率高6.5%，但平均6年中有1年的回报率低于-6%（1倍标差之外）。对于长线投资的散户而言，投资美股的风险/回报还算说的过去。如果是对冲基金经理，这样的夏普比率就太低了：假设你的目标是20%年回报率，就必需用2.5倍杠杆（回报期望=2.5*10%-1.5*3.5%　≈20%），也就意味着平均6年中有1年的回报率将低于2.5*（10%-16%）-　1.5*3.5%　=　-20%。你赔了超过20%，客户大概就要跑光了。

一般说来，夏普比率超过1才是“好游戏”。这种机会在“简单投资”中并不多见，因此职业投资者常常利用对冲手段“改造”投资游戏，提高夏普比率。《乱世华尔街》中多次提到，对冲与杠杆是一对孪生姐妹，两者往往配合使用，说得就是这个原理。例如，你发明了一种方法，用各种资产相互对冲得到夏普比率为2的投资机会，那你就可以大胆加杠杆（数学好的同学们可以自己计算赔钱的概率），投资者大概要追着给你的对冲基金投钱了。但对冲+杠杆的投资方法通常有个“练门”：需要借很多钱，对流动性要求高，因此遇到突发性危机往往会出问题，《乱世华尔街》中就分析过LTCM和高盛Global　Alpha基金的例子。

夏普比率也存在缺陷，它假设回报是正态分布，而实际的投资回报分布有“肥尾”（赔大钱的概率高

于正态分布的估计），因此单纯根据夏普比率挑选投资机会存在问题，也容易被“操纵”。这个话题此处暂不展开讨论。

对普通投资者而言，夏普比率提示要从风险和回报的角度综合考虑，挑选“性价比”高的投资。这正是前面的文章中提到的观点：正回报的游戏要挑波动性小的，负回报的游戏如果非得玩，就挑波动性大的。总之，夏普比率越高越好。

夏普比率讲的是如何挑选“游戏”，而凯利公式讲的是选好了游戏后如何下注才能取得最优的长期回报率。　现在我们就把两种方法配合起来使用，看看 21 点计牌到底是不是条发财的路。

关于夏普比例的补充说明

第一个问题：关于美国股市的那个例子中，“平均 6 年中有 1 年的回报率低于-6%”是怎么算出来的？

从数学上说，大量独立随机事件之和一般符合正态分布。例如不停地扔硬币，正面为 1，反面为-1，大量重复后结果之和就符合正态分布。前面提到过，学术界流行“有效市场理论”：股市每一步运动方向都是独立随机的，相当于不断“扔硬币”，最后回报率当然就符合正态分布。再讲下去就是数量金融的基础课《随机过程》了，就此打住。

正态分布的假设虽不完美，但不失为理解问题的基本框架。例如，回报率在 0 倍到 0.5 倍标准差之间的概率为 19.1%。同理，回报率低于-1 倍标准差的概率约为 16%。应用于美国股市（回报率中值 10%，标准差 16%），年回报率低于-1 倍标准差，即 10%-16% = -6%的可能性约为 1/6。“平均 6 年中有 1 年的回报率低于 -6%”就是这么估算出来的。

第二个问题：夏普比率的假设有没有不符合实际之处？

当然有。正态分布的假设就不完美。实际上，股市运动不完全“独立随机”，否则我们就不需要费心研究什么规律了。例如在金融危机中，股市运动有很强的序列相关性（serial correlation），即所谓“趋势”，导致实际的股市回报有“肥尾”现象，就是说“跑到极端位置”的可能性高于正态分布的估计。 另外，夏普比率中的“无风险回报率”r 是个模糊的概念，投资者的融资成本也不是 r。 再有，波动性的测算也并非简单问题。 其他不一一介绍了，已有 N 多学术论文讨论夏普比率的局限性及改进方案。

第三个问题：夏普比率对普通投资者到底有什么用处？

主要是思维上的启示：投资不能只看回报率，还要看担多少风险。下次再有人告诉您“我过去三年平均回报 30%！”的时候，您可以“弱弱”地问一句：“波动性多大？”。

对冲基金业绩的分析实例

上次谈到，评估投资绩效不能只看回报率，还要考虑风险因素。现在我们就来看一个对冲基金的实际例子。几个知名大型对冲基金管理资产均在 10 亿美元以上，开业时间均在 5 年以上。您会把钱投给哪家基金呢？

您会选年回报率 79%的基金 D，对吗？恭喜，您选中的正是在金融危机中大举做空次贷类产品，豪取几十亿美元利润，出尽风头的 Paulson Credit Opportunities Fund。创建并管理该基金的保尔森（和前任美国财长保尔森同姓，但没有亲属关系）也一举成为最著名的基金经理之一。

但我们刚刚讨论过：不能只看回报率，还要考虑风险。

从波动性和夏普比率的角度一分析，情况有点复杂了。基金 C 回报率虽然只有 15%，但波动性不到 5%，因此夏普比率高达 2.7，竟比保尔森基金的 1.5 高出近一倍！换言之，基金 C 的波动性只有保尔森基金波

动性的十分之一，假设投资者只愿意承担固定的波动性风险，那么他可以投资 1 元在保尔森基金或 10 元在基金 C，风险都差不多，而投资基金 C 的总回报更高！

基金 C 是 Millennium Intl Ltd（千禧年基金），对冲基金业界的常青树，旗下经理中曾有若干华裔高手。站在投资者角度，到底是选“赚得狠”的保尔森基金，还是选“赚得稳”的千禧年基金，还真有点难以取舍。另外，基金 A 和基金 B 的夏普比率都明显高于美国股市的 0.4，也是不错的投资选项。而基金 E 的回报率竟低于无风险利率，“境界”太低了。

再进一步分析，仅用夏普比率做比较，好像对保尔森基金“不太公平”：它的波动性虽然高，但主要是“向上波动”，在盈利嗖嗖涨的过程中产生的“波动性”，其实并非风险。投资者怕的是赔钱，尤其是一下赔掉百分之几十。所以衡量风险还应该考虑“最大跌幅”，即各基金历史上从最高点“回落”的最大比例。

现在更有意思了，基金 A（Bluecrest Capital）的最大跌幅只有不到 5%，而且发生在 2003 年。该基金在 2007-2008 年的大危机中竟然避免了重大损失，相当有吸引力。Bluecrest 和千禧年都属于“赚得稳”类型，都躲掉了次贷危机，两者似乎难分伯仲。它们和保尔森基金相比，可谓春兰秋菊、各擅胜场，因此三支基金都是机构投资者青睐的对象，管理资金分别达到 86 亿美元，100 亿美元和 63 亿美元。看来人家能“做大”是有道理的。（注：不少“名牌”基金为保持回报率，已不再接收新投资。）

基金 E（Drake Absolute Return Fund）也曾是管理数十亿美元的大型基金，但它在金融危机中遭到了 50%以上的巨大损失，令投资者失去信心，纷纷撤资，所以 Drake 现今管理的资本已只有 2 亿美元。可见，不管做的多大，如果不注意风险也可能“一夜回到解放前”。前文中讲了利弗莫尔，此处的 Drake 也是活生生的例子。

最后来看看基金 B，它的长期年复合回报率 15%，夏普比率 1，综合指标不错，虽然在 2008 年一度遭到 27%的损失，但已成功渡过危机。可以说基金 B 具有相当实力，因此它也成为管理 10 几亿美元的大基金。该基金的名字是 FORE Capital（前沿资本），瓢把子 Matthew Li（黎彦修）是华人在对冲基金界的一面旗帜。 让我们为华裔高手的成功鼓掌！

从这个评估投资业绩的真实例子，我们可以看到夏普比率和最大跌幅等风险指标的用处。 初学投资者常有只重回报、不看风险的毛病。 凯利公式也好、夏普比率也好，其实都告诉我们一件事：要在回报和风险之间寻找平衡。

（本文来自渔阳博客。）

第276篇. 第七部分：其他

1）外行看中医药 I：警惕中成药 http://xueqiu.com/8290096439/30031082

2）外行看中医药 II：别迷信古医书 http://xueqiu.com/8290096439/30179204

3）外行看中医药 III:中医的转折 http://xueqiu.com/8290096439/30179211

4）外行看中医药 IV：中医的兴旺 http://xueqiu.com/8290096439/30179219

5）外行看中医药 V：中西医结合 http://xueqiu.com/8290096439/30179229

6）外行看中医药 VI：结束语　http://xueqiu.com/8290096439/30179245

7）某甲尿血记　　http://xueqiu.com/8290096439/60520668

8）罗辑思维驳斥中医　https://xueqiu.com/8290096439/67455883

9）没有任何证据证明中医有效　https://xueqiu.com/8290096439/75346626

10）驳柴静《苍穹之下》http://xueqiu.com/8290096439/37589671

11）经济学的流派　http://xueqiu.com/8290096439/52324244

12）致即将踏入大学校园的儿子　http://xueqiu.com/8290096439/48971761

13）独裁的诱惑　https://xueqiu.com/8290096439/67526698

14）莫让概念扰人心　https://xueqiu.com/8290096439/67537125

15）老唐简介　　http://xueqiu.com/8290096439/70363546

16）三分钟科普财会的借与贷　https://xueqiu.com/8290096439/71469721

17）SLF,MLF,SLO,PSL 的含义及区别　https://xueqiu.com/8290096439/71634989

第277篇.　　经济学的流派

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-07-23　11:04

经济学的流派（老唐五年前稚嫩的读书笔记）

读书笔记：经济学的流派　(2010-05-14　14:14:21)

正如以对上帝的信仰程度可以将人分为四类：完全相信从不怀疑；非常相信偶尔怀疑；半信半疑；完全不信。经济学也可以依据对「无形的手」的相信程度划分为四类：奥地利学派；芝加哥学派；凯恩斯主义；马克思主义。几大流派的思想都继承和发扬于现代经济学鼻祖亚当斯密的《国富论》。《国富论》最大的贡献是发现了并提出了「无形的手」。

从经济角度，斯密认为：只关注自己所得的自私个体，受「无形的手」引导，可以带来他所没想到的社会财富。「我们的晚餐，不是因为屠夫、酿酒师和面包师的善心，而是因为他们对自身利益的追求」

对于政治体制，斯密这样描述「每个人，只要他不去破坏公正的法则，都有按照自己的方式获取自身利益的完全自由，都有携其产业和资本与其他任何人或统治者展开完全竞争的自由」。依据此，斯密提倡自由贸易——无论是国内还是国际。

对于君主或政府，斯密认为，君主和政府只需做好三件事：1.保护社会不受其他独立社会的侵犯；2.尽可能保护社会任何成员不受其他任何成员的侵犯或压迫，即设立完全公正的司法机构；3.建立和维护个人或小团体不感兴趣投入的某些必要的公共设施和公共机构。

以上思想演化为奥地利学派和芝加哥学派的主要思想。在相信自私有利于社会这一点上，两个学派是共通的。区别在于芝加哥学派认为政府应该做好斯密所说的三件事，并负责维护货币的稳定。而奥地利学派更为激进一些，他们认为，包括国防、司法和货币都可以由市场自由竞争提供。他们认为最理想的货币是 100%的金本位制。

除了中央银行提供信用货币和使用 100%的金本位货币之争外，芝加哥学派和奥地利学派还有两个重大分歧：

1 是方法论的分歧。芝加哥学派认为「不存在确定的知识，只有被检验的假说」。任何理论都必须经事实验证，理论上有被证伪的可能性但没有被证伪，说明理论是有效的，一旦被证伪，理论就需要推翻和发展；奥地利学派则认为，经济科学应该采用极端的演绎推理方法。首先建立首要原理，而后利用演绎推理即可，不需要经验和事实的帮助。「经济学的定律不是来自对事实的观察，而是来自于基于人类根本行为的演绎推论」。奥地利学派认为，人类行为的不确定性大过因果关系，因此很少有人能够做出准确的预测，事物的特征也难以被辨别清楚。在此基础上，奥地利学派全面否定中央计划经济的可行性，最大限度的抨击政府对经济的任何干涉。

2 是对于大萧条的解释。奥地利学派认为，处于生产前端的资本品受错误的货币政策影响，产生了比处于后端的消费品更快的增长。当货币政策不可持续时，危机必然发生。这在信用货币制度下是不可避免的经济周期。芝加哥学派认为，实践中不存在奥地利学派所说的资本结构。大萧条的根本原因，是因为在此之前的美联储实施了错误的紧缩政策，导致了货币体系崩溃。总结经验，大萧条是可以避免的。

总体来说，以上两派共同的地方多过有争议之处，他们共同的敌人是凯恩斯主义和马克思主义。

凯恩斯主义对「无形的手」的信仰摇摆不定。他们相信「无形的手」经常起作用，但同时提出了「市场失灵」学说。认为市场有的时候是无效的。在市场无效的时候，政府应该采用财政或货币政策「逆周期熨平市场波动」，在政策起到作用后，退出干预，让「无形的手」继续主导。翻译成指导行动的语言：当私人部门陷入经济不景气时，政府应当有更多的支出；当私人部门经济过热时，政府应该减少支出。其总体思想是：宏观层面上，主张加强干预实施大政府政策。在微观层面上，主张相对的个人自由和自由放任。

斯密在《国富论》中提出劳动价值论，攻击地主阶级，认为政治家，音乐家，演员等人是非生产性、无关紧要的职业，将生产划分为为利润的生产和为使用的生产。这些思想经过马尔萨斯、李嘉图和穆勒发展为劳动价值理论、生存工资铁律和敌对性分配政策，并最终成为马克思的阶级斗争学说和危机理论的来源。他们认为，利润的增加只能以牺牲工人的工资为代价，让工人的工资趋向于维持生存的标准水平。马克思认为竞争是一记铁拳，打碎了工人阶级的梦想，使工人阶级的生存条件变得恶化。在马克思主义者看来，面对危机和不平等，解决的方法就是彻底革命。当然，事实证明，革命后建立的公有制，是将原来劳动者可以售与无数家公司的劳动力，变成只能售与一家超级公司（政府），消费者可以面对无数家公司的讨好而挑剔，变成了只能面对一家超级公司（政府）而顺从。在经济学领域内，马克思主义已经事实破产，苏联和中国的实验史无情的粉碎了其理论基础。今天，世界还剩下北朝鲜，古巴，委内瑞拉等为数不多的几个马克思主义实验室了。

从界定政府权力来说，马克思主义是主张政府包办一切，扼杀所有市场自由；凯恩斯主义主张政府根据情况「灵活」干预市场；芝加哥学派主张政府仅限于干好已界定的几件事；奥地利学派让政府滚蛋。包办一切已经被证明是恐怖和悲剧的，滚蛋又不甘心且没有成功案例，于是世界总是在凯恩斯和芝加哥之间摇摆。

经济学博大精深，本文只是自己粗浅的认识，必定有很多疏漏和错误之处，各家门派的高手若不小心经过，请不吝赐教。

~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~

原文链接：http://blog.sina.com.cn/s/blog_4c86979a0100i9op.html

想起把本文捞起来，一者是正好今天在看《凯恩斯大战哈耶克》；二者是因为@唐史主任司马迁　兄的
~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~

一段精彩评论，让老唐顺带关注了一下关于救市的雪球争论。说到底，救市之争，依然是凯恩斯与哈耶克的思想之争。

第278篇.　　驳柴静《苍穹之下》

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-03-07　15:44

老唐关于柴静《穹顶之下》的完整看法——回复@散户乙　兄

先说下本文的缘起。

昨天，因@自由的慢跑　兄转了一个网络段子，大意是说，如果中国精英们在面对柴静的《穹顶之下》时，只会躲闪逃避，不敢正视话题。老唐一时兴起，戏谑回复如下：

问：柴静拍的那个关于雾霾的纪录片怎么样？

答：很吸引眼球，但雾霾原因解释不靠谱，提出的解决方法危害很大。

问：咱们应该立即治理雾霾吧？

答：咱们是谁？你，还是我？如果是你，没问题，立即最好，只要别强迫我出钱。如果是我，是否立即，关你 P 事。

[加油]

~~看人的意愿，不要听他说什么，要看他做什么。

这边义愤填膺的要治理雾霾，然后出门放元宵烟花的，已经用金钱和行动明确表达了，看烟花放炮仗比新鲜空气重要；

这边义愤填膺的要治理雾霾，然后随手打开空调遥控器的，已经用金钱和行动明确表达了，享受暖气比新鲜空气更重要；

这边义愤填膺的要治理雾霾，出门不跑步而是发动自己的汽车，已经用金钱和行动表达了，便利比新鲜空气更重要；

……

……

后来，一位雪球 id 为@散户乙　的朋友很认真的给老唐回复了一大段文字，全部内容如下：

老唐，雪球上对柴静这部片子持不同意见者很多，我都没有参与讨论。你是少数我尊敬的投资者。因为你的留言，我特意去看了下片子。说心里话，我对柴静是带有成见的，我不喜欢她的风格。但在这部片子里，我并没有看到你所说的观点。

她引用的国内外学者的观点是：根据化验雾霾的成分推测，雾霾主要来自于，燃料的燃烧（煤，油），餐馆，尘土（扬灰）等。关于餐馆，她主张烟囱要安装除油烟装置。工地，她主张裸露的泥土要覆盖。

老唐，我不是个爱辩论的人，也不是个喜欢打字的人，我打字要戴老花眼镜，我没睡午觉，头也有点昏（　具体数据可能有误）。既然你懒得再看一遍，我就花一个小时，根据我看片子后的感觉谈谈我的直觉感受。我不想说服你，但你是我尊敬的人，我写这个的动机，完全是出于：　粉丝总是希望自己的偶像尽量完美（我是不是很幼稚？）的目的。

如果像大家说的，雾霾既不是汽车，也不是钢铁厂，也不是用煤，也不是餐馆，也不是裸露的泥土。

如果上述都没有证据是，那么到底谁是？在没有确凿的证据出来前，一切结论都是武断的，不负责任的，哗众取宠的？

谁能证明吸烟有害健康呢？不吸烟的 30 岁就肺癌了。吸烟的 90 多还活着。拒绝公共场合吸烟就是侵犯人权了。

要不，我买你十本书。作为交换，你花 100 分钟看一遍这片子？

当然，其实对我们这样平时就注意环保的人，又不喜欢柴静风格的人，看这片子没什么意义，还不如有空看看纸牌屋。但既然我们想参与柴静的讨论，就该看看，否则，我们干脆就不发表观点。

也许我的理解力有问题，在说到钢铁厂的时候，我真的没有感觉柴静以环保之名要关闭钢铁厂。在说到尾气排放的时候，它的重点是指我们国家燃油标准太低，油品太差，完全没有不让大家开车的意思。当然，结尾的时候，她说了下日常每个人力所能及的环保举动，比如路太近就别开车了等等。完全感觉不到她是在用道德标准来绑架别人的生活方式。

柴静的片子一定不完美，数据和观点一定是有争议的。但我看完此片后的感觉是：用这些来否定片子，有点强词夺理的感觉。

~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~

老唐昨天跑完半程马拉松回来，才看到这位老兄的回复。当看到打字要戴老花镜，并愿意买老唐十本书来换取老唐去看一遍柴片，老唐很是感动。遂回复如下：

冲兄台的”打字要戴老花镜“几个字，兄台应该比我年长。打这么长一篇的确不易，且是真心讨论问题，老唐愿意写篇长文回复，但不太想继续在公众场合讨论这个问题了。不知兄台可否私信个邮箱给我，我力争今晚，最迟明天发封邮件给你，全面阐述一下我的观点。

谢兄台厚爱，买书就不必了。我晚上回复你。

~~~~~~

老唐是个执着的人，连夜赶着写完这封 email。可惜直至现在（3 月 7 日中午 12 点），这位兄台也没有给我邮箱。可能没有上雪球，也可能不想继续谈论这个话题了。老唐面对这八千多字的文章，不知道该怎么办了。敝帚自珍，虽然写得不怎么样，但删了还是觉得挺心痛的。狠狠心，放上来，招骂就招骂吧。

本文大量引用了张五常博客管理员、中山大学讲师李俊慧的《反对环保部门强力治理污染的，其实是……民众》一文的文字，原文链接在此 http://user.qzone.qq.com/908961321 ，但需要声明的是，不是老唐盗用她的观点。她的文章，老唐是 3 月 5 日看见的，而老唐类似观点，前几天已经发在雪球。只是一者已经删掉了，二者也没她说的清晰，所以这儿偷懒引用了部分。都是学张五常经济学的，观点雷同纯属巧合。

以下是邮件全文。

散户乙兄好：

首先感谢你以如此认真的态度讨论这个问题，感谢你在戴着老花镜的情况下，打了这么多字，且特意花费了两个小时去看了一遍原片。

首先需要说明，我几乎不看电视，所以柴静主持的片子，我以前没有看过，一部也没看过，所以谈不上对她有任何认识或偏见。当然，知道这么个人，也知道她写过一部《看见》，仅此而已。我下面所有谈

到的问题，均不针对柴静本人。对她是否开大车，是否用孩子来说事儿，是否移民美国，都是她自己的选择，老唐在雪球上谈论此话题的时候，从没有评价这些，且以后也不会评价这些。其动机或人品如何，与她要说的事儿要表达的观点是否正确无关。

其次，我得承认，自己对记者是有成见的。以前做企业的时候，圈子里有句口号，就叫做“防火防盗防记者”。因为记者们的职业习惯，就是逮住一点（尤其是负面）使劲夸大，以寻求关注度，制造热点吸引眼球。期望他们完全客观的谈论一件事情，比登天还难。因为客观，意味着观点四平八稳，没有争议性。在媒体人的眼里，没有争议性的稿子，不能引发热烈讨论的稿子，就意味着烂稿子。~~这个成见，没有在网络上表达过。此处对兄台提起，不是为了抨击柴静，而是提醒兄台注意以下表达中，我可能的偏激之处。

再次，我说过，在雪球开口谈这个问题时，我已经看过本片，但不是花费了两个小时，而是用了约莫十多分钟。中间大段大段是拉过去的，因为我能想到她讲的内容。那么，为避免我们双方对讨论的事实有不同认识，我先表述一下，我对本片内容的理解。

本片大体表达了三层意思：第一层讲了雾霾在中国的严重状况以及其对人体的危害；第二层通过大量采访，谈到了雾霾的成因，主要来自钢铁厂的排放、烧煤的排放、汽车的使用、低排放标准的汽车、使用汽油的低品质、建筑工地防尘管理不足、餐馆不使用规定的环保装置等；第三层建议环保部门针对上诉问题加强管理，推动环保标准的提高，同时呼吁广大民众从自身做起，为环保出一份力。

这就是我对本片的理解，毕竟我没有详细的看完全片，首先我们要沟通的第一个问题就是：我对本片的内容理解有误没有？

针对本片上述内容，兄台的观点是：无论柴静本片引用的数据是否有误，或者知识正确是否，她成功的引导了人们对雾霾及污染的关注，并影响了很多人从自身做起，为改变环境做出力所能及的贡献。仅此一点，她就值得尊重，而不是被批判。

老唐对本片内容以及兄台的观点，理解是否有误。如果无误，老唐接着接着表达自己的看法：

本片第一层内容，我是赞同的，也是本片中我唯一赞同的地方。空气污染的确很严重，包括成都这样一个一贯山清水秀的城市，目前（尤其是冬天及农民烧秸秆的时候），空气质量也常常出现重度污染，出个门就会让人嗓子难受，很是令人恼火。成都市政府针对农民烧秸秆问题，发布了很多禁令，也做了很多工作，但由于涉及地方大，农民烧秸秆时间多变，管理人员数量有限，运动范围有限，无法做到全方位全天候监控，所以收效较小。加上周边县市，不一定能听成都政府的指挥，而烟尘却是随风飘荡，很是令人恼火。再看网络上经常看到的北京的照片，实在比成都严重 N 倍，确实是个很头痛的问题。谈论起雾霾巨大危害的片子，勾起大家同仇敌忾之心，可以理解。这是柴片的成功之处。

然而，第二层内容，问题很大。片子列举了雾霾的可能来源。但请注意，这只是“可能来源”。并没有确定的科学研究，证明他们“就是”雾霾的来源。目前对于雾霾究竟是什么原因造成的，科学界并无可信认识。这是人类知识的有限性，我们得承认，不能因为不知道，就随便给它找一个罪魁祸首。

接下来，我请兄台构想一种情况，假设柴片第一部分谈了大量的雾霾的危害以后，接下来说，雾霾的形成原因，目前科学界没有统一解释。这个片子还可能成型吗？显然，讲不下去了。对此柴静怎么操作的呢？转口谈空气污染！

注意，前面谈的是一个女人和雾霾的私人恩怨，雾霾的危害（当然，即便如此，也是夸大其词了。对此方舟子有访谈，兄台可以找来一看。方舟子说，在北京待一个月，吸入的雾霾危害约相当于五只香烟。

虽然方舟子此人争议很大，从性格角度我并不喜欢他。但在科学问题上，我认为方舟子比柴静靠谱，更值得信任）。柴片谈完雾霾的危害以后，接下来巧妙地嫁接到污染上，链条似乎是：雾霾危害很大——空气污染是 XXX 造成的——我们必须行动治理空气污染。兄台觉得这是一个负责任的思路吗？

好吧，我们再退一步。就假设第一段的煽情引导不存在，本片就是谈空气污染的。空气污染本身也是危害很大的，无疑值得谈。那么，空气污染是不是就是柴片所列举的这些原因造成的呢？

我们知道，要证明一件事的因果关系，需要大量研究，而证伪他们的因果关系，却只需一个例外即可，这是科学态度的基本素养。现成手边就有一个案例，可以看看@东博老股民　发过的一个帖：“形成 PM2.5 的各方因素太复杂。就拿我们上海来说吧，上海地区建立了几个 PM2.5 检测区，让人们与专家始料不及的是青浦区淀山湖地区的污染最严重，在人们的想象中，这是个上海最干净的区域，至今还不知道原因所在。淀山湖地区没有重工业，没有污染性企业，甚至可以说没有工业没有汽车，最多就是有几个零零星星的别墅工地，但就是个污染最严重的地区”。

青浦区定山湖地区是不是上海 pm2.5 最严重的地区，定山湖是不是比上海其他地区工业少汽车少，上网查询不难。在这里，我相信老股民不会乱说。那么，我们是否可以合理怀疑：污染并不一定来自重工业和汽车的使用？在我们没有确切证据证明污染就来自它们的时候，在一部全国播放的宣传片中，肯定而煽情的指出“就是它们，它们就是空气污染的罪魁祸首”，这没有问题吗？不值得怀疑和警惕吗？这其实和警察诬陷嫌疑犯道理相同。指证犯罪分子，一定要证据确凿才可以，不能仅仅因为“可能”或“莫须有”，就拿他们顶罪。毕竟受指责者，可能为此付出代价，而这些企业和个人没有义务自证无罪，也没有能力自证无罪。这是我要表达的重要不满之一。

好，接下来我们再退一步，假设大气污染就是柴片所举的钢铁厂的排放、烧煤的排放、汽车的使用、低排放标准的汽车、使用汽油的低品质、建筑工地防尘管理不足、餐馆不使用规定的环保装置等原因造成的（再次强调：污染和雾霾不是一回事儿）。毕竟 2014 年 10 月，北京市曾发布了一个北京市 PM2.5 来源解析报告：本地污染排放贡献占 64-72%，其中机动车、燃煤、工业生产、扬尘为主要来源，分别占 31.1%、22.4%、18.1%和 14.3%，餐饮、汽车修理、畜禽养殖、建筑涂装等其他排放约占 PM2.5 的 14.1%。

那么，他们为什么要搞污染，他们自己难道不呼吸吗？例如兄台在回复里所说的：

（1，汽车尾气。汽车尾气的排放主要是燃油的标准。为什么国外大城市的汽车更多，空气质量却好呢？主要是我们的燃油标准太低，她例举了很多国家的标准都是环保部门来制定。但我们国家制定标准的委员们都是石化行业的人，负责人就是中石化的总工程师。他说：环保部门的人都不懂。制定标准只能由他们来制定。这就是利益冲突，标准越底，油品的成本越低。环保部门测算，油品升级，成本只要增加 7 分钱就行了，但中石化说：成本要加 5 毛。环保部门硬性要中石油中石化提高油品等级，中石化的回答是：到时候供不上油你可别找我。）

我要请兄台想想，为什么中石化不提高标准呢？按道理说，中石化中石油是垄断企业，他们提高标准，完全有能力加价，消费者没有任何其他地方可买，很容易就能将环保成本收回来。以七分和五毛之争来解释这个问题，完全不通。价格是发改委定的，发改委完全有能力测算环保成本，结果不管是 7 分，还是 47 分，只要加上去，对中石化而言，没有任何影响，利人不损己，中石化中石油为什么要顶住批评，就是不干呢？中央政府为什么不可以强迫它们执行？

原因是什么？看兄台说的那位中石化工程师，他说：“如果断供导致社会不稳定，这个责任谁来负？”

这句话很令观众反感，官气很重，很居高临下。但事实上他只是说了句实话而已。

众所周知，在中国，汽柴油价格是发改委根据一个数学公式制定出来的，不是石油企业自己决定的。价格管制条件下，如果要油企提高油品质量增加成本，同时又不允许它涨价足以弥补成本，任何生产者的选择，都是要么想办法绕过价格管制，变相涨价，要么想办法减少供应。前者还是涨价，后者就是断供。

兄台可能会说，那涨就是了，涨价让用油者的来负担这个成本，换取洁净的空气，不是挺好的吗？

这里有个问题。柴静也好，兄台也罢，你的选择，并不能代表全国其他任何人的选择。你之蜂糖我之砒霜，你喜欢的宝，也许对我而言一文不值。我心头挚爱，却可能是你讨厌的对象。价值是主观的。你爱的洁净空气，他也爱，但如果在一个月的优质空气+5000 元月收入，和有几天重度污染+10000 元月收入之间选择，恐怕选择就会有分歧了。

油价的上涨，直接带来的就是所有使用者成本的上升、打击经济发展速度、提高部分企业的生存难度、减少就业、农业灌溉成本的上升、运输菜蛋鱼肉进城市的代价提高并带来菜蛋鱼肉价格的上升、推升CPI……这部分，就是治污的代价。代价应该由谁承担？这才是最重要的问题，所有人均摊？有些人愿意在雾霾和多挣钱之间选择后者，为什么他们必须按照你的选择为清洁空气买单？可以缩小到一个小区来说，好比此时要求所有业主平均摊派在小区里植树养花儿一样。有的人觉得值，愿意掏，但有些人觉得不值，不愿意掏。这没有对错。但愿意的人，强迫不愿意的一起拿钱，还说这事为了大家好，这是赤裸裸的强盗逻辑。

上面的道理，同样适用于兄台在回复中提到的煤炭。是的，我国是全球最大的用煤国家。由于我持股水电，看过一些关于我国能源概况的资料。用煤大，这是我国自然资源条件决定的。我国化石能源经济可开采储量的大体比例是煤炭约 94%，石油和天然气各占约 3%。这个先天条件，决定了我国必然多用煤，少用油和气。不在这个条件下说话，就是不负责任。

煤主要用于发电（在大力开发水电，政策扶持风光核电的情况下，火电占比不断下降，但 2014 年依然占全国发电量的 75.2%，2013 年占比 78.3%），以及北方城市的供暖。为什么中国电厂或供暖公司使用质量差的褐煤，而不是用优质煤，或者把煤洗干净了再用呢？为什么中国要从伊朗进口含硫量大的劣质油，而不买沙特的优质油呢？答案很简单：谁都知道优质煤优质油污染少，但它贵。而中国的电费供暖费是受政府价格管制的。如果电费和暖气费不能提价到足以覆盖环保成本，当然只能使用劣质煤、劣质油了。

柴片里还有个镜头提到了北京污染最严重的时候，是清晨。因为大量货车拉蔬菜鸡鸭鱼肉进城，而这些排放不达标的货车走的是绿色通道，环保部门没有执法权，也没法处罚。

像北京这种人口密度很高的大城市、各种物资都要从外面运进来，本来物价应该比较高的，但事实上北京生活用品并不太高，这里面也是存在价格管制，是所谓的菜篮子米袋子工程，要求稳定于低价供应。但供应方不可能做亏本买卖，政府的绿色通道免收费用，使用便宜的交通工具降低成本，被执法人员抓到也不允许罚款等等，就是为了避免影响生活用品的供应，否则就可能出现“断供导致北京市面不稳定，这个责任谁来负？”

羊毛出在羊身上，一切生产过程的成本增加，最终都是要落到消费者身上来负担的。电费加价，消费者愿意吗？供暖费加价，消费者愿意吗？就算政府补贴，政府补贴的钱，同样也是各位消费者先以税的名义交给政府，政府过手一次，再以补贴的名义发给各个供应商，一定比消费者直接付钱给供应商成本更高。

接下来，老唐请兄台思考一个问题：很多在北京工作的人，他们为什么不离开北京，去选择空气更好

的省份、城市，或者直接回家乡去享受更好的空气质量，而偏偏要顶着雾霾留在北京呢？

答案很显然，他们认为北京工作的收益+肮脏的空气，比其他地方工作的收益+干净一些的空气，更有吸引力。

数学公式可以告诉我们，收入不变+物价上涨，和收入下降+物价不变，实际上是一回事。也就是说，这些东西增加环保，等同于直接要人们放弃部分收入。他们愿意吗？谁征求过他们的意见？

可能有人会说我愿意！但一定不是全部，没有人阻止愿意的这部分人出钱做环保，但他们大部分不会乐意帮着不愿意的出费用。

干净的空气，对每个人而言，都是有价的，不存在任何人说不惜一切代价换取干净的空气。将这个国家缩小到一个家庭。今天任何人需要的话，都可以购买足够的空气过滤设备，将污染的空气过滤为家庭内的干净空气。只要肯付出代价，一定可以做到的。喊污染要治理，雾霾要治理的人，家里都安装了空气过滤设备了吗？如果没有安装，为什么他或她不愿意花钱治理自己的家呢？

柴静在视频开头很深情地说，只要女儿健康就好。真的是这样吗？那为什么不放弃在北京的事业，和女儿一起搬到云南或西藏去。我很喜欢云南，过去十来年里，曾自驾过四五次去云南，每次都是十五六天。今年春节又去云南待了几天，知道云南有好些城市，常年空气都是优，连良都很少。为什么不搬呢？不要误会，我不是攻击她或者主张大家逃避，而是要说明，一个人嘴上说的和实际行动往往是不一致的。而行动，才是表达意愿最有效的证据。柴静不搬，或者其他人不搬（事实上，留京指标还很值钱，据说成交价格已经疯涨至 70 万左右），说明人们做事会权衡，并不是不惜一切代价获取干净空气，这和农民宁愿一把火烧了田里的秸秆，被浓烟呛的吭吭咳嗽，也不愿意将其运走卖掉一样，没有高下之分，只不过是对干净空气的估值不同而已。

柴片里面还举了河北的一个城市，那些污染企业排放的污染物就飘到北京，是造成北京空气污染的主要原因之一。如果能够取缔那些污染企业，就能减轻北京的污染，但由于那些企业是那个城市的支柱产业，创造着该城 GDP 和就业的一大部分，所以无法取缔。

这是个笑话，如果北京人民真愿意为干净空气付出代价的话，完全可以按照那些企业所创造的利润工资税收总额（都有历史记录）付款，换取那些企业关停。河北省 2014 年 GDP 总值不过 2.9 万亿，钢铁石化建材三大污染行业占比约 50%，再按 50%成本 50%工资税收利润毛估，7250 亿“小钱”而已，北京按 3000 万总人口算，每人每月只需要付出 2014 元，便可以让全河北省所有的钢铁石化建材行业关门，干净空气不就来了吗？河北人睡大觉，利益还不受损，捎带还能呼吸干净空气，何乐而不为呢？很显然的问题是，北京市政府不愿意付这笔钱。北京市政府不愿意付这笔钱，其背后的意思，实际上是说，北京人不愿意支付这笔钱。人们要的不是付出代价来换取干净空气，而不是付出代价、或者付出象征性的代价换取干净空气。

这就是真相。人民追捧柴片，不过是在其引导下，以为自己不需要付出代价，或者只需要付出类似少开一天车，多打几个举报电话这样微不足道的代价，就可以换来干净空气。人民追捧柴片，不过是在其引导下，以为恶劣的空气，都是黑心的垄断企业、不作为的政府和贪婪的小老板造成的，与自己完全无关。只要逼着政府去“作为”，去管一管，去惩罚那些黑心的垄断企业、贪婪的小老板，干净的空气就会得到。让别人承担代价，自己享受好处，这样的事情怎么能不支持呢？问题是，当最终发现，需要自己来为这一切买单，甚至还要额外负担“作为”的政府官员在这个过程中的一切吃喝卡要睡贪污加小妹的时候，呵呵，

问题就会走向另一面。

这是老唐谈的第二个问题，即便污染是柴片所举的企业和行为造成的，那也是人民逼的，是民意的投票（钞票）选择。~~真话总是很招骂，所以老唐不愿意在雪球上发表这些。

老唐的第三个问题，需要谈谈政府权力。

片中大量展示过环保部门的人的抱怨，说治理雾霾需要的是“管理，管理，还是管理”，言下之意是他们需要有管理的“真权力”。他们觉得自己治理污染的努力屡屡受阻——是受油企这些垄断国企、追求政绩的地方政府等利益相关主体的阻挠。当然，我们前面已经说了，真正阻挠他们的，是民众！——是实际上根本不想真的为环保支付高价的民众。只不过直接与环保部门的人打交道的是油企、地方政府等主体，他们直接的感觉是阻力来自于这些主体，但这些主体只是把民众用钞票表达的真实意愿传递给他们而已。

如果环保部门真的掌握了非常强的权力，强得足够重罚、直至关闭污染空气的企业，由此而增加的成本最终是要通过提价传递到消费者那里去负担的——就算部分成本是企业自己消化了，企业的利润减少，挤压的是企业之内的人员的收入，他们不也是消费者的一员吗？前面说了，收入下降跟物价上升在逻辑上是同一回事。即使政府在民众的压力下坚持价格管制，不允许企业提价，承受能力差的企业就会倒闭，承受能力强的企业也会减少生产以降低成本，结果都是导致市场上的供应减少，加剧了供不应求，最终还是要用加价来平衡供求。

这是事情的一方面，事情的另一方面是，我们该问一句：为什么要给中国政府扩张权力的机会？是对官员的信任超过对企业家的信任吗？以中国 37 年改革开放的经历看，铁的定律是政府干涉过多的行业发展越糟。凡是政府不管或者没能力管的行业，发展的都很好。网上不是已经有段子说“没有了纺织部，我们不再穿有补丁的衣服；没有了粮食部，白米白面五谷杂粮随处可得；没有了水产部，我们天天可以吃上河鲜海鲜；没有了一机部对汽车的管制，国产汽车的产销量，世界第一；没有了冶金部，中国年产钢材 3 亿吨，也是世界第一……”其实这不是段子，是事实。这样的例子还可以举很多，包括今日我们不可或缺的互联网 n 多企业，同样是在政府没有能力监管的情况下，靠消费者的钞票引导，从无到有，发展壮大的。至于政府的西瓜办，馒头办，拉面办，五四三二一办公室……，一个一个的笑谈，为什么我们要在环保问题上，再次去相信政府呢？再次让官员去“为人民的呼吸负责”呢？

民间千条计，政府老主意：加税。几乎所有的监管要求，最终落实下去，不是加税就是罚款。如同娃哈哈宗庆后刚发表的言论：“企业除了纳税压力大，各地政府征收的各项收费压力也大。娃哈哈公司在全国有 500 多项收费”。500 多项!!

当然，也少不了大力迎合政府扩权加税的各类专家、公知，例如财政部财政科学研究所所长贾康这种奇葩，一有事情就喊加税，我一位朋友@磨思　这么评论此人：“只要有经济问题，他的解决方案就是加税，与一般非专业人士泛泛的提出的加税建议不同，贾康会对税进行各种细化和调优，显得非常照顾每个人的切身利益。就好像强奸犯在进行各种复杂的强奸体位的设计，让受害者感到舒服，从而体现出设计者的悲悯之心”。

柴静此片，客观上就起到了这样的作用。为环保局扩权作出来占据道德制高点的舆论准备，事实上，片子播出次日，北京市就已经发出来自 3 月 1 日起全市征收工程施工工地扬尘排污费的通知。仔细想想，这是不是推高房价的一点点因素？可以想象，也可以放在这儿验证，很快各地政府都会推出类似罚款或征税征费通知的，只要知道这些费用，连带设置的这些官爷岗位、办公经费乃至配车以及他们嫖娼包二奶喝

酒交际的费用，统统都是要我们承担的，我们会看待为柴静喝彩的代价的。同时，更头痛的是，很可能征了税，加了费，罚了款，涨了价，雾霾却没有那么听话，很可能雾霾依旧在，钞票说 Byebye。本来该你去旅游的钱，让官爷亲自帮你用了。当然，也可能上苍照顾，想和我们一起吹吹风，可能就没有霾了，不过钞票还是不见了。

当然，令人欣慰的地方，也有。估计之后建设核电，建设 PX 化工项目，也许会顺利一点吧。很奇怪，支持柴片的人，和反三峡、反水电大坝，反 PX，反特高压，反核电、反对汽油涨价的人，重合度挺高的。大概都是有环保情节的，爱护环境，同时反对一切替代烧煤减少污染的措施，是不是有点精分？此文一出，下次政府启动核电启动 PX 的时候，是不是可以拿柴静此片来教育一下反对者呢：“你们看，雾霾这么重，核电建设迫在眉睫啊！”很可惜，抗议者一定还是反对，他们会说，建到别处去吧，我们不要核辐射。

以上就是老唐要表达的对柴片的不同意之处。至于对于大气污染究竟应该怎么办。老唐的看法总体是在于推进产权界定；认可排污权以及排污权交易；取消价格管制，让商品售价中真实反映污染成本。这些是另一篇的话题了，老唐人微言轻，就不在这儿聊了。如同财报是排除企业的一样，老唐本文不过是排除了柴片。仅此而已。

祝兄台身体健康　万事如意

唐朝

2015-3-6 夜

第279篇.　　致即将踏入大学校园的儿子

唐朝　　来自雪球　　修改于 2015-07-26　17:54

（见谅，又是跟股票无关的东西）

儿子，无论你是否做好了准备，从此刻起，你成为了社会学意义上独立的“人”。父母的角色，从无微不至的监护人，变成了网络另一端的顾问。在此送你 12 句话，希望能为你新的人生旅途，助上一臂之力。

1）人生若要活的智慧，活的有成就，“省”字最重要。不是节省，是反省，吾日三省吾身：反省今日所做事，若重来该如何做；反省今日所未做事，是否有漏掉应做的，若有，如何弥补；反省今日所见所闻，有何经验教训可供汲取。

2）青春遇到爱，是美妙的体验。真爱，是为所爱之人的长远幸福着想。爱一个人，是结伴奋斗，相互鼓励，而非沉迷享受、得过且过，互成拖累。除非已经组成家庭，确认自己想成为一名父亲，并为此做好了精神和财富准备，否则绝不在没有安全套保护的情况下发生性行为。

3）不吸毒，不酗酒。学习着拒绝违背自己原则的东西，学会拒绝人生负能量的朋友。会拒绝，承诺才有价值。碍于情面勉强自己，答应一些自己很难做到或很不愿意去做的事情，不仅自己难受，慢慢的也会让别人失去应有的尊敬。大学四年，是你的人生中难能可贵的一段交友经历，你将和没有任何利益冲突的同龄人长达四年的待在一起互相了解，以后可能再也不会有这样的机会了。所以，希望你学会挑选具备

优良品质的朋友，充满人生正能量的朋友，他们很可能会是你一生的好朋友，甚至未来的商业伙伴。当然，物以类聚人以群分，要吸引正能量的朋友，你自己最好成为这样的人。

4）大学的优点，是图书馆的书读之不尽，任何课都可去听，行业顶级的教授可以敲门去问。然而，你若不读，图书馆不会过来找你；你若不听，不会有人强迫你听；你若不问，教授不会屈尊了解你是否明白。

5）选书很重要。一周精读两本书，整个大学生涯，也只能读 400 本。选择经典书籍、可信的人推荐的书籍，不要把时间浪费在低水平的图书上。新东方创始人俞敏洪曾这样谈过他的大学生活：“大学四年读的 500 本书，是真正决定我人生和未来的关键。这四年没有荒废，未来四十年就能开始的从容些”。顺带提一句，读书一定要存疑，书上说的不一定都是正确的。要尝试去怀疑，习惯使用网络搜索工具，寻找感兴趣的问题的正反论据。

6）大学四年有个简单而重要的任务，就是找到自己的兴趣。前面十几年，也许还可以东试试西试试，不断寻找不断放弃。进入大学，到了最后抉择的时间了，必须确定自己喜欢什么，未来将在什么行业发展。确定以后，就需要将精力放在自己喜欢的领域里深度挖掘，以求在此领域内获得与他人的比较优势。若实在找不出自己究竟爱什么，那就先去琢磨赚钱吧。多赚点儿钱，无论何时想明白了自己爱什么，金钱有助于你在爱好上走得更快更好。

7）永远不要抱怨。不喜欢就拒绝。没有拒绝、不能拒绝或不愿拒绝的事，就拼全力去做好。既要去做，又要抱怨，是非常愚蠢的事。套用一句民间粗话说，叫“切鸡鸡敬神--苦也受了，神也得罪了”。政界商界有个识人的要诀：“所谓人才，就是你交给他一件事情，他全力以赴做成了；你再交给他一件事情，他又千方百计实现了。所谓蠢才，就是你交给他一件事，不但没有做成，还能找出理由是别人的原因，和他本人无关”。希望你努力做人才。即便某事上没达到人才的境界，也尽力不要让自己成为推卸责任的蠢才。

8）永远不要将时间浪费在后悔之中。若认为自己某事处理不妥，马上考虑怎么弥补。立刻行动起来，是最重要的。年轻的好处就是有很多弥补遗憾的机会（当然，这种机会将越来越少）。哀叹自己过去不够努力而错过了机会，却不行动起来去抓住现在的机会，是 loser 给自己找借口的典型特征。

9）学会挣钱，是获得独立人格的基础条件。大学除了结交良师益友以外，也必须要学习从商业角度思考问题，靠自己去挣读书和生活费用，为独立生存奠定基础。学校汇集着数以万计的年轻消费者，他们的需求接近，尤其是每年的新生入校时间。只要稍事观察和思考，赚钱应该不是难事。

寻找并把握赚钱商机，是人生很重要的一项本事，大学四年是你锻炼此项能力的好时间。作为缓冲期，每个月老爸将按照大一 3000 元，大二 2500 元，大三 2000 元，大四 1500 元的标准补贴你。这个补贴标准，包含了除学校所收学费和住宿费以外的其他一切费用。如果你大四决定考研读硕（国内外不论），大四及硕士期间生活费标准回升至 3000 元/月。如果这样的标准下面，你出现了周转不灵，可以向老爸申请动用你的股票本金。目前，你 2012-2013 年间投入的 2.1 万元本金，已经升值为 4 万元。从今日至 2021 年 7 月（毕业一年后），没有动用的部分，老爸保底 5 倍合计最多 20 万返还给你。

10）如果大学期间，你又有了出国留学的意愿，无论北美澳洲还是欧洲，老爸都负担全部的学费及大部分生活费用（另外小部分，同样希望你自己去挣）。前提条件只有一个:拿到听说读写均不低于 7.5 分的雅思成绩或同等标准的托福成绩，以证明愿意为梦想付出努力且具备学习能力，不是三分钟热情。

11）无论爱或不爱，选修一下逻辑吧。相信老爸，它能让你受益终身。其次，建议选修法律。无论未来是象牙塔里搞研究，还是现实生活中创业、投资，基础的法律知识，总是必要的。

12）自己独立生活了，要保证自己的贴身衣物天天换洗，床单被罩半月更换清洗一次。练习着将自己和自己工作生活的环境收拾整洁，是一种有教养的表现。整洁的衣着容颜和起居环境，是对身边人的一种尊重，表示你在意别人的感受，也更受他人欢迎和尊重。

爱你的老爸老妈

~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~

以上是老唐早就写好的《致即将踏入大学校园的儿子》，发出来请求指导，还有些什么需要叮咛的？或者哪些话是不合适的？请教@renjunjie　@释老毛　@宁静的冬日 M　@易水不寒　@唐史主任司马迁　@大杨　@西峯　@没时间的王无理　@在林地中搬砖　@金石杨天南先生　@风无雅　@乐趣　@飞刀猩猩　……

@唐史主任司马迁:

侄子，你好！

你爸没在大学待过（我从来不会鄙视他这点），所以，难免他会对大学有过于美好的想象。

其实，大学并不是一个建筑或者一个场所，他是你生命里最美好的一段时光。也许你最后也没学到多少东西，步入社会了还要重新学。但大学会让你无怨无悔。

首先，你会遇到很多和你一样单纯且善良的人。你们在一起吃一起睡，一起撸串一起看球赛一起聊姑娘一起笑一起哭。即使四年里你最讨厌的人，等你毕业后偶遇，都会觉得特别亲热。

所有人际关系里，大学同学是最简单最愉悦的。

其次，你会对大学失望。其实大学就是那个样子，宿舍很热没空调，有空调的教室占不到座位。大学一直是那个样子，只是你对它的期待太高而已。但凡，你只要拿大学和高中比一比，你就明白了，还是大学好。

听说你带了一位女同学见你爸。恩，我要说的是：异地恋很奇妙，但也很辛苦。不是所有的感情都有结果的，但这并不妨碍好好的珍惜。你这个年纪的爱情，只要记得戴上杜蕾斯，对任何人都没有伤害。因为即使没有结果，对彼此来说都是美妙的回忆。记住，约会要带避孕套。重要的事情要说三遍，你复述一下（老唐兄，你别把我这段话删掉，你不好意思说，我说了！）

现在的大学都拼爹，甚至幼儿园就拼爹。记住，会拼爹的孩子，往往爹都不好，不是说他们的爹没权没钱什么的，是说他们的爹都没有给孩子正确的教育。我一向认为做父母的，只需要给孩子三样东西：健康的体魄、做人的基本品德、良好的教育尤其是家庭教育。想来，这三样东西你爸都已经给你了。剩下的，你有什么想要，那要靠自己。

大学的社团活动一般都比较浮躁，大家都想搞个部长啊主席啊什么的。如果你有兴趣去参与，也可以。但我建议你去参加一些文体类的社团，而非有政治元素的社团。譬如去军乐团吹吹黑管，去足球队当个边锋。大学时代会基本奠定一个人的艺术修养基础。叔叔是个工科生，最后却能替主修文学的女生写毕业论文，所以现在说话可以跟话唠似的，一堆一堆。

如果有机会，可以去打打工。做家教就算了，搞不好耽误别的小孩。去发发单子，能让你脸皮厚一些，
~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~

不怕被人拒绝。去洗洗盘子也行，但不要勾搭女服务员。最好是找一些大企业的实习机会，譬如去给500强的财务部门分类装订报表，这样的实践机会，能然你提前看到社会怎么运行的，企业怎么运行的。

最后我要说的是，我反对你在拿一等奖学金之前炒股。或许你会为你爸能炒股自豪。但叔叔要负责任地告诉你：世界的舞台非常大，你先去舞台上看看，如果真的没有别的适合你，你再来子承父业。

再补充一个：喜欢哪个女孩就去追，你不追，难道等她来追你？暗恋是最没有意思的事情了，怂包才那么干。但追女孩一定不要妨碍拿一等奖学金！

大学里，最牛逼的事情，不外乎：拿了一等奖学金后，请自己班和女朋友班的同学一起搓一顿。如果能做到这件事，那么你收获了“学业、爱情、友谊”

@大杨:

大侄子，大杨为老不尊，就这么冒昧的叫上了。。其实我也是90后，可谁让我管你爸叫哥呢。。。

~~~~~~

你要想明白一点，你现在所学的每一样东西，都是决定你未来20年怎么活的基础。而你面对他们的态度，也将直接决定你未来40年的生活阶层。

不要以为大学学的东西没用，过时，落后。

大学是培养研究生，博士的一个机构。他从来就不是用来普九的。他是期待用4年的时间，来让社会发现你的亮点，或者你发现社会的亮点。不管是想玩笑人生，还是开启人生，都会找到自己的位置。

认真学习，有了积累，有了不解，有了思考，才会有疑问，才会具备与高人交流的基础。

大学四年，你就是一个水壶，学校就是那个水龙头，只要你肯接水，那里面就会源源不断的涌出来。

只是有的人接了一壶又一壶，有的人接了半壶，就溜开了。

好的学校，不仅给你知识，还会给你见识。这一切，都不仅仅是书本上可以学到的。

那帮老专家，老教授，小专家，小教授，别管是谁，记着一点：人家能站在你前面的讲台上，就说明有太多内容可以与你分享。

管他闻道先后，术业专攻，还是不耻下问。。。榨干他们！

不榨白不榨，榨了也白榨，白榨还不榨。。。

这是不断挑战自己的一个过程。你会发现最大的问题，就是你没有问题可问。不断探寻的过程中，你会从中得到成长。

这四年是一个重要的过渡，是从填鸭式的教学，向自我学习的过渡。除了拿学分的课程，其实你会发现，你还会有大把的时间。那么，就到了挑战同学的环节了。。。

不管你学的什么专业，未来都是一个大融合的时代。玩金融的会去研究人脑的神经网络，玩生物的要去学习物理课程。如果你知道未来20年要靠什么生活之后，也就知道除了本专业的课程，还需要什么辅助技能。。。

不管是艺术的修养，还是计算机编程，以及开车，演讲，你会发现这都是会带给你乐趣的小技能。一方面可以缓解你学习的压力，一方面当你积累到一定程度的时候，会反过来给你的专业学习以指导。（例如交通规则与量子的反霍尔效应。）

灵感，从来都不是被从天而降的苹果砸出来的。灵感是一个搅拌机，你平时往里面加的东西越多，出
~~~~~~

来的东西才越是千奇百怪。

当你从学以置用，达到融会贯通之后，你会发现，人生的接力赛，你已超越同龄人坚定的一步。

哪怕你不知道你未来需要啥，也去按兴趣学就是了。反正这种好玩的事，不怕多，而且总会用到的。（当然，如果你是个学霸，个人认为，关于数学、历史、哲学和艺术的任何学习与积累，都是最顶尖的爱好。）

养儿防老的思想，在当今中国，早已时过境迁。

相信不管是你爸，还是已为人父的我，都不会期待孩子未来是自己的生活依靠。而更多的，是希望亲情的陪伴，偶尔的相聚。而之于你自己，还会有未来的家庭，子女。事业，生活。。。

这一切，都关系到另一个重点事项，就是身体。

毫无疑问，身体是革命的本钱。没有这个 1，后面加了再多的零也没用。

工作后，你才会发现，你所做的一切关于身体的投资和习惯，都是价投。而且是超长线高回报。尤其是刚刚参加工作的 3-5 年，会迅速把你在大学期间所有的体力积累一扫而空。此时唯一能支撑你的，就是关于锻炼的爱好和习惯了。这是高附加值的项目，甚至远远超越学习本身。

只是，锻炼要讲究方式方法，除了适当的激烈运动，比如足球，篮球之外，还是推荐游泳之类温柔一点的。既锻炼身体，又避免受伤。要学会保护自己。

学习，思考，强体。

至于人生观，世界观，感情，奋斗，相信你已有自己的感悟和积累。也希望你可以更多的走进你老爹的内心世界。看看他的挣扎，他的彷徨。。。嘿嘿。主要是我要开会，不多说了。上面这些豆腐帐，算是给我未来的孩子的一次演习，不做数，权且看看吧：）祝平安快乐。

@理性之路:

身为人父母其实要传授的没你那么啰嗦，只需要三点即可。

第一做人：尽管人非圣贤无法做到绝对意义上的的善良正直，但你也一定要尽量做一个善良正直的人，因为这是理性和智慧的体现。请记住！当你违背了善良正直的道路也就在违背理性、智慧、以及成功的人生道路。

第二做事：没有什么比做自己感兴趣的事更幸福的，尽管有时候遇上挫折而不开心，但这在所难免。说真的，如果你一直在做自己感兴趣的事，即使最终失败了有如何？没什么大不了，因为你享受到了这种兴趣和幸福的过程。所以找到你的兴趣所在，放手去干吧！

第三做学问：据我所知这个世界上还没有全能的人。不要因为他是你的老师，朋友，知己，父母，甚至是上帝对你说的就相信，因为你唯一能相信的就是合理性，那怕他只是一个默默无闻的人。

第280篇.　　独裁的诱惑

唐朝　　来自雪球　　修改于 2016-04-15　22:35

独裁的诱惑

今晚看了洋穿越电影《希特勒回来了》，不知为啥，心中久久不能平静，似乎被一种莫名的悲观情绪笼罩。又想起多年前看过的一部类似题材的电影《浪潮》，当时还写过一篇观后感，也是这种淡淡的忧桑。去博客上翻出当时写的文章，重新回味一下，真觉得人性中恶的部分，释放起来比我们想象的要容易的多。这个世界，也比我们以为的要脆弱的多。

独裁的诱惑 (2009-03-20 01:26:04)

今晚刚刚看了一部电影，看后心情久久不能平息。强烈推荐给大家——一部德国电影《浪潮》（有译作《恶魔教室》）。尤其是喜欢思考民主与独裁体制的朋友，更应该看看这部令人深思的电影。

根据片头介绍，这是根据一个真实事件改编的电影。讲了这么一个故事。文格尔老师被临时指派，代替另一个老师去给大学生（或者是高中生，不是很清楚）讲独裁政治这门课程。第一堂课上，学生们认为，在今日的德国，因为没有民众基础，因为纳粹不得人心，所以独裁专制不会重演。

为了让孩子们深刻了解，什么是独裁。文格尔计划利用一周时间，搞一个独裁的体制的实验。他们首先在班上“民主”的选举了一位核心领导——当然，就是文格尔自己。然后引导孩子们适应纪律，比如申请发言要举手，被同意发言后要起立，要称呼老师为文格尔先生（这之前他们直呼其名‘赖呐’），座位变成学习成绩好坏搭配（之前，他们和自己喜欢的人坐在一起）等等。这样，这个集体开始强调纪律，并提出团结就是力量，纪律凝聚力量的口号。他们开始变得有些共同点了。

紧接着，团体内，用【民主】的方式统一了服装，又给起了一个响亮的团队名号———【浪潮】，制作了浪潮的LOGO,设置了浪潮成员打招呼的标准动作。并由此创造了一个平等的、互助团结的氛围。这个氛围中，人与人之间抹平了相貌的美丑差异，不同民族不同宗教的差异，学习好坏的差异，贫穷与富裕的差异。他们互帮互助，因为他们同属于一个团队——浪潮。以前受欺负的人，因为浪潮而寻找到了力量感；以前空虚堕落的人，因为浪潮而觉得自己正在参与一件有意义的事业；以前的小混混在浪潮里找到了存在的价值；缺乏家庭温暖的人，在浪潮里感受到了爱……一切都那么美好。

紧接着，专制主义的另一面开始显现了。浪潮的积极分子们，希望得到更多的认同，希望有更多的人参与进来。开始排挤没有穿浪潮服装，不懂浪潮手势的人。在城市各处涂刷他们的 logo。出于纪律的推广，他们要求更多的服从，对不同看法的人显露出敌意和攻击性，并在一场和其他团队的水球比赛中产生了一场斗殴。这开始让这场试验逐渐走向失控。

更重要的是，文格尔先生也开始喜欢上专制体制的高效率，开始迷恋那种一呼百应，想法迅速贯彻，不用接受各种各样的质疑的状态了。绝对的权力犹如海洛因一般让人迷恋。

这种状态，引发了其中几位学生的反思。明显不适应的人还有文格尔先生的太太。身边人以及校方的注意和压力，文格尔决定解散浪潮。在最后一次集会上，文格尔把独裁的魅力推向了高潮，在他可以媲美希特勒演说的煽动下，浪潮成员们愤怒的揪出了团体中的反对者，并宣誓要用浪潮席卷整个德国。他们在文格尔先生的引导下，将反对者逮捕并揪上演讲台。这时，文格尔先生大声质问学生们“如果我让你们杀死他，你们是不是也会照办？”学生们终于意识到了，纳粹离我们并不远，独裁和专制随时都可能从我们心中升起。

文格尔先生宣布解散浪潮。这时，一位激进者无法接受这结果。他曾经爱过的这一切，曾经给他带来成就感和价值感的这一切，都化为了泡影。疯狂中，他开枪打伤一名同学，而后自杀。这个悲剧性的实验就这样结束了，文格尔先生被警察抓走了。

演员演技一般，德语也听的别扭。不过，这故事实在是发人深省。我也热爱民主，但真遇上七嘴八舌的不着调的意见，你东我西的不向一个方向使力，还是恨不得大喊一声：都给我闭嘴，听我的。如果奏效，那感觉，很，爽。很惬意。更重要的是事务的效率会大大提高。

民主永远都得忍受别人，永远都那么拖沓。而，专制和独裁体制，可以让自己不喜欢的人和言论——滚开，多么有成就感；可以崇敬的跟着一位智者前进，无需费心思考，多么有安全感；身边看到的是同样的价值观，同样的生活方式，没有差异，很舒服，不会焦躁……这就是潜伏在每一个心中的专制萌芽，碰到合适的种子会迅速生长——因为它很让人舒服。

犹如今日的世界。眼看着股票被腰斩，资产缩水，社会贫富分化严重，很多人失意茫然。这时，有一群人跳出来，首先找个目标，而后引导公众进行攻击泄愤。公众有了泄愤的对象，也就忘记了关心事实的真相和逻辑的推理了。某人再大喊一声：我们需要打倒这些坏人富人，对社会财富进行重新分配。这一招很凑效，不乏追随者。因为这会让人感觉很爽很惬意。

扪心自问，你我真的能接受民主吗？能尊重别人表达不同看法（哪怕貌似弱智）吗？愿意理智的寻求利益妥协的解决办法吗？亦或者是，身处整齐划一的声音中会觉得特别舒服？跟自己意见相左的人，立刻痛骂并鄙视之？

民主的道路，说说是容易的，履行是需要高度智慧的；独裁专制听起来是臭臭的，滑进这轨道却是轻松快乐的。不信，你看看这部电影。

原文链接　http://blog.sina.com.cn/s/blog_4c86979a0100ccjr.html

第281篇.　　莫让概念扰人心

唐朝　　来自雪球　　修改于 2016-04-16　11:08

莫让概念扰人心

昨晚看了《希特勒回来了》发了些感概，今天开机看见很多朋友的讨论，其中有很多是关于民主的。这个话题，老唐一般很谨慎谈，倒不是“莫谈国是”的小碎胆，而是这个概念外延内涵非常不清楚，讨论中一般是正方往框里装好的东西，反方往框里装烂东西，最后吵得一塌糊涂。我更愿意以“权力应受监督”这个角度去理解政治体制的发展。下面也是一篇我 2009 年写的小文章，里面也展示了老唐一贯对中国经济的傻乐观，今日对火电、对银行前景的看法，说不定那时就已经播种在心中了[加油]

莫让概念扰人心　(2009-03-08　00:00:51)

暴风过后，又是暴风。华尔街金融危机席卷全球。风云变幻中，资本主义各主要大国，纷纷伸出了【国有】的那双温暖而宽厚的大手，将一个个大腹便便的资本家拉入了国家的怀抱。一时间，许多网友乃至一些专家学者开始为国有体制大唱赞歌，并以眼前的例子为佐证，试图重新证明资本主义是腐朽的、没落的，并在不久的将来进化为社会主义，从而完成【原始社会-----封建社会------资本主义------社会主义-----共产主义】的社会进化链条。还有更愤青的，不提也罢。

政治，不懂。也不愿评述。可惜这进化链条中有太多概念，显而易见的错误，使很多朋友心灵急躁，忘记了对今天的中国而言，最核心任务仍然是经济发展。

封建社会，显然是个误读。教科书一直告诉我们，辛亥革命以前的中华大地是一种【封建】的制度。

近年来才搞懂，所谓【封土建国】的封建制度，已经被一个叫做嬴政的人打倒了。自始皇帝之后，中华大地上已经不是所谓的【封建】制度、【封建】国家了。

社会主义是误读。曾以为社会主义就是一大二公，引导人类放弃私心，最终走向按需分配的共产主义。学过了经济常识才知道，地球上的资源，再多也是有限的；心中的欲望，敞开就是无限的。妄图以有限的资源去满足无限欲望的按需分配，天然就是一句荒诞的口号。《资本论》只是粗浅的看过一下，却不认为马克思是描述了这样一个缺乏逻辑支撑的乌有之乡。

也曾误读过民主、人权和自由。曾以为1776年杰斐逊向世界宣读了那伟大的《独立宣言》后，美国人民就拥有了民主、人权和自由。听了奥巴马的竞选获胜演讲才知道，在《独立宣言》后的一百多年后，民主和人权依然仅仅是一部分人享有的。女人在嫁人的时候，依然需要发誓服从丈夫的；

曾以为亚伯拉罕-林肯是解救黑奴的英雄,一定对奴隶主恨之入骨。读了《解放宣言》才发现，林肯总统签发的宣布所有奴隶自动成为自由人的总统令中，是有两个括号的。括号中写着（以下地区除外，圣伯尔拿、普拉奎明、哲斐孙、圣约翰、圣查理、圣詹姆士、亚森湘、亚森普欣、得里保恩、拉伐什、圣马利、圣马丁以及奥尔良等郡，包括新奥尔良城在内），（除去西佛吉尼亚四十八个郡以及柏克立、阿康玛克、诺珊普顿、依利萨伯、约克、安公主、诺福克等郡包括诺福克和朴茨茅斯两城在内）。

读美国历史，我看到，直到日本鬼子践踏我东三省的时候，美国的黑人和白人性交还是被定为犯罪的。很多百货店和电影院依然是不允许黑人入内的。甚至连胡佛总统安排阵亡军人的母亲活动，黑妈妈们也不能和白妈妈们坐在同一条船内；传奇的麦克阿瑟将军的坦克和机关枪，也曾从讨要退役金的退役军人身上碾过和穿过（1932年），芝加哥工人罢工也曾引起警方的大屠杀（1937年）；那时的美国电影面对的审查，现在看已经恍若昨世了：不准有长时间接吻的镜头，不得叙述通奸行为，不能有裸体婴儿，已婚男女必须两床并列，各睡一床……这一切现在看来滑稽可笑的审查，就在七十多年前的美国。是的，只是七十多年的变化。

曾以为美国作为世界强国很多年了。读美史才惊讶的发现，1932年的美国，全国也只有132069名军人，这十三万多是包括军队机关人员、边境巡逻的、海外驻军等全部军人在内。那时的美国，沙尘暴比今天的北京还大，农民的土地常常被大风刮成沙坑。几乎美国境内所有的大江大河一样的泛滥成灾。“起来，饥寒交迫的奴隶”的声音也一样的被传唱。“这样的一天总会来到，USA再加一个S，变成美利坚苏维埃。土地归农民所有，工人是工厂的主人。我们掌握大权，USA变成USSA”也曾是许多美国团体为之奋斗的目标。

概念的误读，给我们设置了太多的阻碍。认知的东西各不相同，你表述的民主和他表述的民主也许都不是一个东西。争论许久，无异鸡同鸭讲。抛开概念，胡锦涛在2005年纪念抗战胜利60周年大会讲话时指出，【自由、民主、平等、公正都不是资本主义的专利，也不是社会主义的独创，不是马克思主义特有的东西，是全人类的共同的追求】。温家宝在2007年2月也发表过一篇文章讲到，【科学、民主、法治、人权都不是资本主义的专利，而是全人类共同的价值追求】。这些共同追求其实和公有制或者私有制没有关系，与社会主义或者资本主义没有关系。

如果我们能承认一个事实：世界上永远会需要一批人来维持和管理社会公共事务。那么，这就意味着【任何时候都将存在统治者和被统治者之分，必将有一些人拥有另外一些人所没有的权力】。根据这个事实，我认为人类的制度完全可以简单划分为1.权力被监督和制约的社会制度；2.权力不被监督和制约的社

会制度。

如果可以这样分类，我们就没有必要在意识形态、公私体制、什么主义上面去费口舌耗时间。任何体制、任何主义，只要权力能被有效监督，都有可能会发展成一种优秀的社会体制。世界不是只有一种模式，民主和人权也不是只有一种套路。多花点儿思想在权力的监督体制上，努力在现有基础上，循序渐进的建立对权力的监督体系，也许是符合最广大中国人民利益的想法。

说句激进者容易拍砖的话，我们如果能看到中国的改变，给中国多一点儿耐心，伴随着经济的发展，人权、民主、自由这些价值观会拥有越来越广泛的民众基础的。中华民族几千年的历史证明，我们是有强大的基因的。

原文链接　http://blog.sina.com.cn/s/blog_4c86979a0100c80r.html

第282篇.　　老唐这个人

唐朝　　来自雪球　　修改于 2016-07-08　10:10

老唐这个人

可能雪球发展太快，新朋友太多，偶尔有些朋友关注了错误的人，碰到老唐发表一些不合适的言论，导致生理不舒适。不如老唐简单介绍一下自己，觉得三观差异太大、难以接受的人，建议取消关注。这样你好，我也好[笑]

老唐，70 后。投资走的是巴菲特这条路，就是四大傻之一炒股炒成股东那种。所以，一年到头没什么调仓换股行为，也没啥代码分享。全部持仓都在雪球组合#老唐实盘#　　里。

除了自己持有的白酒、银行、水电发财报的时候，会写点儿财报阅读文章之外，平时经常在雪球聊些没用的话，主要是跑步、看书、肥皂剧、电影之类的没营养话题。因为没有其他阵地，没有工众号，没有 XX 群，加上话痨本性，借用一位朋友的话说，生生地把一个好好的股票论坛玩成了朋友圈。

去年元月，出版过一本《手把手教你读财报》，靠消费粉丝，卖了十几万本。由于目前书的销量和粉丝数量之间还有三四万差额，但又无法知道究竟是哪三四万人没买，所以随时可能大面积插播卖书广告。

喜欢经济学，是张五常的脑残粉。相信推动人类走向美好要靠每个人的自利心，对所有看上去大公无私的高尚人种，有着本能的警惕和反感。

中医药黑，对广场上躺着的那位功过持零十开，这是老唐最容易招骂的话题，但已经改不了了。老唐一般不骂人，维持一副笑嘻嘻的伪君子形象。但一旦开骂，打字飞快，脏话停不住。加上是个失业十年的老宅男了，从 2006 年起就没班上，没事做，一旦开战，很容易扭住不放。建议真要骂老唐的，骂一两句就走，别骂太狠。

在网络上见了自称老师的人，条件反射地觉得是骗子。所以特别喜欢人喊我老唐，最怕被人喊老师（不过喊的人太多，实在无力纠正）。其他的，想起来再补……[俏皮]

第283篇.　　三分钟科普财会的借与贷

唐朝　　来自雪球　　发布于 2016-07-07　14:24

三分钟科普财会的借与贷

有朋友说，财务书籍里的借记 XX，贷记 XX，要把人看晕，问问老唐有没有简单快速的记忆方法。确实，除了《手把手教你读财报》之外，我没看见过哪本财务书籍，不讲借记、贷记的。也许专业人士看借贷是常识，如同 1+1=2 一样，但外行心里苦，外行没地儿说啊！至于原因嘛，不仅因为借和贷的中文意思近似，更重要的是，财会账本里的借贷二字跟借贷的中文意思毫无关系。

大概是前年吧，微博上的财务大拿马靖昊老师，曾经讲过一个左右手记账法。老唐这里在马老师的基础上，简单粗暴提炼一下，力争让你三分钟之内，搞明白这个财会专业大学生需要浪费一学期时间学习的玩意儿。

1）借贷这俩字无任何意义，完全可以用左右替代。借=左，贷=右；

2）还记得老唐说过的“资产负债表的左边，代表钱的去处。资产负债表的右边，代表钱的来源”吗？记得就好！以后，所有代表钱的去处的财务科目，一律用左手对应。所有代表钱的来源的科目，一律用右手对应；

3）然后大拇指大，代表增加；小拇指小，代表减少。左=借，右=贷。如图：

4）哪些东西代表钱的去处呢？资产、成本、费用。因此，所有资产，成本，费用的增加，就是借记。相应的，减少就是贷记。举例子说：当你发现一本书上写着：借记　银行存款　贷记　应收账款，因为银行存款和应收账款都是企业资产，所以，把它翻译成人话就是：减少了应收账款，增加了银行存款，表示收了一笔欠账回来；

5）哪些东西代表钱的来源呢？股东权益、负债、收入。在右手代表钱的来源，大拇指代表增加，小拇指代表减少的设定下，所有股东权益、负债、收入的增加，就是贷记（右手大拇指）；反之，减少就是借记；

6）大学财会专业第一学期所学内容，讲完了，现在宣布放暑假。以后遇到借贷不清楚的，伸出你的左右手，done；

7）这是老唐个人粗暴理解，若是理解有偏差，欢迎球内财务专业人员指正；

8）对，没错，这双手就是老唐的，字儿也是老唐现写的。

唐朝文集

（三）

（唐书房微信文章合集）

目录

254. 2017.7.2-生人勿近雅戈尔—发表版 758
255. 2017.7.4-捉住那只金螳螂 767
256. 2017.7.10-作业 1　金螳螂价值几何？ 769
257. 2017.7.10-金螳螂作业 2 786
258. 2017.7.10-金螳螂作业 3 791
259. 2017.7.10-螳螂战果 803
260. 2017.7.15-闲聊本周的阅读 806
261. 2017.7.20-一尺跨栏粤高速 809
262. 2017.7.28-散打投资 4 813
263. 2017.7.30-一尺跨栏粤高速 817
264. 2017.8.2-书房使用指南 820
265. 2017.8.5-漫谈现金流折现法 826
266. 2017.8.9-散打投资 5 831
267. 2017.8.10-散打投资 6 835
268. 2017.8.12-散打投资 7 841
269. 2017.8.12-散打投资 8 844
270. 2017.8.16-散打投资 9 848
271. 2017.8.17-关于抄作业的是与非 851
272. 2017.8.20-散打投资 10 855
273. 2017.8.25-散打投资 11 861
274. 2017.8.27-信立泰中报速读 866
275. 2017.8.31-国投半年报速读 871
276. 2017.9.2-唐书房周年庆精品合集 876
277. 2017.9.4-奋进中的洋河（上） 878
278. 2017.9.4-奋进中的洋河(下) 884
279. 2017.9.21-调仓记录 897

280. 2017.9.17-赢在投机的起跑线上 898
281. 2017.9.23-先赢，而后求大赢 904
282. 2017.10.1-散打投资 12--戏说东坡投资之道 910
283. 2017.10.8-散打投资 13：普通案例中的大道 919
284. 2017.10.8-散打投资 14：熊市的变态级回报 926
285. 2017.10.14-惊心动魄赌金者 01 935
286. 2017.10.21-岭上白云有疑点（上） 939
287. 2017.10.21-岭上白云有疑点（下） 941
288. 2017.10.26-最新持仓 949
289. 2017.10.28-李保芳的小算盘及茅台的重估 950
290. 2017.11.1-乱炖三季报（上） 956
291. 2017.11.1-乱炖三季报（下） 959
292. 2017.11.4-惊心动魄赌金者 02 961
293. 2017.11.8-财报印象系列回顾 965
294. 2017.11.9-吐槽及提醒 968
295. 2017.11.10-茅台 2017 年底估值区间及买卖 969
296. 2017.11.11-聊聊国投配股方案 970
297. 2017.11.13-调仓记录 972
298. 2017.11.16 -【重发】再说转债申购及套利 972
299. 2017.11.16-看不见边际的腾讯（上） 974
300. 2017.11.16-看不见边际的腾讯（下） 978
301. 2017.11.18-反思有用吗？——读《颠覆者：周鸿祎自传》有感（上） 987
302. 2017.11.18-反思有用吗？——读《颠覆者：周鸿祎自传》有感（下） 990
303. 2017.11.20-持有等于买入吗？ 993
304. 2017.11.24-三年三倍的背后（上） 997
305. 2017.11.24-三年三倍的背后（下） 1004
306. 2017.11.26-跳着踢踏舞去上班（上） 1008
307. 2017.11.26-跳着踢踏舞去上班（下） 1012
308. 2017.11.28-虚拟利润与真实生命 1017
309. 2017.12.2-经典烟头案例拆解 1024

310. 2017.12.8-对保险股的思考 01 1030
311. 2017.12.9-我最喜欢的股票 1032
312. 2017.12.9-对保险股的思考 02 1036
313. 2017.12.10-对保险股的思考 03 1038
314. 2017.12.10-对保险股的思考 04 1041
315. 2017.12.11-对保险股的思考 05 1044
316. 2017.12.14-口水帖 1048
317. 2017.12.16-入坑，一个白骨累累的深坑 1050
318. 2017.12.19-投资应该操心的核心问题 1055
319. 2017.12.21-唐书房交流和使用注意事项 1060
320. 2017.12.24-巴菲特最糟糕的一次投资（上） 1063
321. 2017.12.25-巴菲特最糟糕的一次投资（中） 1066
322. 2017.12.26-巴菲特最糟糕的一次投资（下） 1069
323. 2017.12.28-茅台的丰收 1073
324. 2017.12.31-老唐的 2017 1074
325. 2018.1.6-老唐估值法及运用解析（上） 1081
326. 2018.1.7-老唐估值法及运用解析（中） 1086
327. 2018.1.7-老唐估值法及运用解析（下） 1089
328. 2018.1.13-九连阳之下的冷思考 1095
329. 2018.1.28-估值的误区 1104
330. 2018.2.2-避雷要诀 1109
331. 2018.2.4-将来的你，会感谢现在奋斗的你…… 1117
332. 2018.2.7-暴跌之后 1120
333. 2018.2.9-恐怖再度来袭？ 1125
334. 2018.2.10-推荐几本书 1128
335. 2018.2.25-狗年开篇散打 1132
336. 2018.2.27-聊几份业绩快报 1140
337. 2018.3.2-简单聊聊洋河业绩快报 1147
338. 2018.3.9-回复两个热门问题 1151
339. 2018.3.11-老唐的私人书架 1156

340. 2018.3.14-调仓记录 1164
341. 2018.3.15-Roe 指标的正确使用方法 1164
342. 2018.3.21-Roe 指标的正确应用（续） 1168
343. 2018.3.24-希望与绝望（上） 1172
344. 2018.3.24-希望与绝望（下） 1176
345. 2018.3.24-腾讯 2017 年报概览（上） 1178
346. 2018.3.24-腾讯 2017 年报概览（下） 1182
347. 2018.3.26 -腾讯随意操纵投资收益怎么办？ 1185
348. 2018.3.28-速读双汇、国投和茅台财报 1187
349. 2018.4.1-腾讯控股，巨象尚未停步 1194
350. 2018.4.2-利亚德印象（上） 1198
351. 2018.4.2-利亚德印象（下） 1205

第284篇.　　2017.7.1 - 浮光掠影记出游

原创　2017-07-01　唐朝　唐书房

终于可以记录出游了。感谢@lovebrook 感谢@秋路子 感谢@钢的锅 感谢@阳自东来 感谢四位朋友分别作了路线图给我，谢谢。

几位的图都精彩漂亮，让老唐这个 IT 小白仰慕无比，尤其是阳自东来发来的图，是他读初二的儿子用奥维互动地图画的。小朋友这么厉害了，除了表达佩服之外，真要感叹兴趣真是最好的老师。

成都-西昌-米易-二滩-泸沽湖-丽江-大理-昆明-呈贡-抚仙湖-建水-元阳-开远-普者黑-坝美-百色-防城港-北海-涠洲岛-玉林-梧州-肇庆-开平-佛山-广州-梅州-龙岩-永定-厦门-武夷山-三清山-篁岭-李坑-黄山-千岛湖-杭州-宁波-普陀山-上海-嘉兴-西塘-乌镇-苏州-无锡-江阴-扬州-南京-合肥-荆州-宜昌-襄阳-武当山-安康-汉中-成都。

出发的时候，还是冬天。记得做好准备后，拖乌山高速路交警的微博连续发布封路通知，一直到 2 月 26 日上午说可以通行了，我们立刻驱车出发。运气好，到拖乌山高速段时，又飘起了小雪，但路面积雪都已经被铲到两边去了，留出的一条通道还没被雪盖上，能让车以 40 公里时速通过。

运气好在哪儿呢，过了那个长达 10 公里零 7 米的大隧道之后，看高速路交警微博，说雪大又封路了。

进了西昌，春天的味道就来了。一路从邛海，米易，二滩，泸沽湖，边走边玩进云南。主要是奔泸沽湖去的，泸沽湖也没让我们失望。

丽江以前来旅过游。这次路过，顺带把上次没去的虎跳峡补上，然后看了一场宋城演艺的《丽江千古

情》，有感而发，翻出宋城演艺的年报来，学习了一下，写了宋城演艺年报浅印象。大致结论是演艺部分具备核心竞争力，网上六间房看不懂，因而只能给演艺部分的估值。

企业不错，但网上直播部分理解不够，无法做出估值。以三年时间跨度看，当时价格预计只有 20%~50%的利润空间，不够便宜。21.12 元买了一点儿观察仓，至今也不跌，也就没加过仓。继续保持观察，看最近我党清理网上视频类节目，会否给创造点儿机会。

大理苍山洱海，非常美丽的地方，海边逗逗红嘴鸥，吹吹凉风，吃吃小鱼儿，是非常安逸和悠闲的享受。也是以前来过，这次没进大理古城，就在海边玩了玩。顺带还去骗钱的垃圾景点“天龙八部影视城”上了个当，可以说除了卖门票的之外，啥也没有。

昆明，是我比较喜欢的地方。过去由于孩子只能在寒暑假出来，而寒假里，国内暖和的地方就两广海南和云南。所以，云南我们自驾来过四五次了，每次都是十几天。但云南可玩的线路确实多，来这么多次，依然有新地方。这次没进昆明城内，没去花鸟市场北京路圆通寺海埂什么的，就在滇池西山玩了一天，然后奔了呈贡，去瞻仰了亚洲最大的花卉交易市场盛况，然后奔抚仙湖。

建水，穿越般的把我们带回上世纪九十年代的回忆里。不是打造，是建水的本来面目就像九十年代。

这里印象最深的事儿，其一是本地人早中晚都有人围在一起吃烤臭豆腐。一群并非同行的人，围着一个炉子上的大铁丝网，随便吃，按块计费。我们也去围了两次，很奇怪店主怎么记下每个人吃了多少块的；其二是一家公司在路边做了很多广告牌，代言人是舒淇，但舒淇被 ps 了一个明显的高原红脸蛋。这本地化的贴心考虑，让老唐至少笑了十分钟，哈哈哈，现在想起来还会笑。

元阳梯田、普者黑，都美的无法形容，相当建议各位有机会去玩。这里就不剧透了。总之，从成都出发后，邛海，泸沽湖，洱海、滇池，元阳梯田，普者黑，最美地方都跟水有关。

之所以要在这里说最美的地方，是因为老唐接下来要吐槽广西人民的飞刀了。常在江湖漂，怎能不挨刀，左一刀来右一刀，一刀一刀再一刀。飞刀要数广西人民耍的高，赞。

广西，以前自驾走过桂林阳朔，走过北海。回忆不错。但这次 96 天的旅行中，被宰的经历，基本都发生在广西境内，也不知道是不是巧合。

吃海鲜被红树林景区附近海鲜大排档宰——点鱼时和买单时，同一个鱼缸上的价格牌是两块不同的牌子；

定酒店被涠洲岛酒店豪华照片坑——四星照片四星价，一星招待所配置；

坐船被码头停车场坑——大牌子清清楚楚写着 10 元/天。隔日来取车，收费 30 元，说：昨天一天 10 元，过夜加 10 元，今天又一天 10 元。其实 30 元停车费并不算贵，只是模式很鸡贼；

去景区被景区坑——靖西旧州古镇，没吃的，没玩的，连商店也没几家，就几个老头老太聚众围观花 48 元进来的傻叉游客；鹅泉，一条小河两座桥，收费 48 元/人；

冠头岭赶海乐园，买了票到了之后导航到地方，四处不见景区入口。问周围摊主，明显贼兮兮地笑。不给指路，要收钱带我们进，果断网上退票；

……balabala，不老少。

北海银滩，北海海底世界，涠洲岛看日落，玉林五彩田园……美景真不少，但因为这些拿游客当凯子的服务，不想再去广西玩了。对了，很偶然的，在玉林街边一个烧烤摊，吃到了这次出行最美味最便宜的烤生蚝，比玉林香肉留给我们的记忆美好多了。

广东，肇庆七星岩，太美了。无愧“桂林的山，西湖的水”的简介。夜游珠江，很震撼，人类太伟大。早茶很好吃，只恨肚皮小。其他的，印象不深了。

在雪球方丈的老家龙岩蹲了三天，躲过了清明节，顺带写了《蛰伏者双汇》的文章。不小心发现美团创始人王兴也是龙岩人。这小地方，出人才哦！

看了著名的福建土楼后，奔了厦门。美丽的厦门，干净，舒服。如果让我在成都之外，选个地方生活，我发现厦门会成为我的第二选择。

很奇怪，厦门也在海边，但没有北海那边空气里弥漫的无处不在的咸鱼味道（正是在北海一周的咸鱼味道，导致我家领导不愿意顺着海边走了，我们才将原计划的湛江，阳江取消，改道杀回玉林去大喘气儿）。

厦门城市很美，鼓浪屿也很美，好多好吃的，太适合启动逛吃逛吃模式了。小小鼓浪屿，让我待上三五天也不会烦。

从厦门出来，路过著名“大中华著名饮食集团沙县”时，发现一个非常奇怪的现象：同一时间段，沙县要比前后 50 公里开外，热八度左右。本来准备进去领会一下纯正沙县小吃的，下车 34 度高温，立刻将我们夯退。

福建武夷山，等了两天，两天都下雨，只好放弃。进了江西地界。江西的行程，比较舒心。

上饶三清山玩了两天，风景和后来去的黄山有的一比，奇、险、秀。只是非常非常累，上下都坐索道，光是山上步行部分，已经走的我家领导投降了，以后一听说爬山，顿生惧意（后来的黄山和武当山，都是老唐连哄带拉的，才算坚持下来了）。

婺源的篁岭，虽然错过了篁岭最美的花季（4 月 13 日才到），但篁岭的贴心服务和优质管理，还是让人真的产生宾至如归的感觉。

篁岭景区有且只有一家酒店，天天爆满，要提前几天网上抢订。但凡这种垄断经营，本能地做好了条件差+价格贵的思想准备。没想到这个陈旧观念，被篁岭景区管理部分彻底粉碎了。

虽然酒店价格六百多，但包含双人门票，山下宽敞免费的停车场，上下山不限次数随意来回的索道缆车，几乎看不到任何垃圾和污秽的景区，静等你惠顾、从不主动骚扰游客的小贩，价格合理的美食，鱼池边有人没人都静静制造云雾的喷头，街上的直饮水，酒店房间里两米宽的大床，赠送的筒装茶叶，竹简式样的古朴酒水单，随着你睡下会自动熄灭的夜灯……这一切的一切，都能让游客深深地感受到背后有人默默地关心你的感受。美好的体验，我想，我们一定会找个理由再去的。

很搞笑的是，同样在婺源，距离篁岭不远的李坑，可就真是个坑了。在我大成都随便拉一个免费的古镇，都可以秒杀收费的李坑。很奇怪这两家相距不远的景区，如何会有这么大的管理思维差距。

婺源出去，奔了黄山。黄山不仅指山，也是一个城市的名字，黄山市。这城市也蛮适合居住的，吃得好，风景好，生活节奏也不快，我将其排在成都--厦门--杭州之后，名列我乐意去住的城市之四。

黄山周围景区多，不仅市内有黄山老街，有黎阳水巷，附近有花山谜窟，棠樾牌坊群，鲍家花园，徽州古城，西递古村，唐模古村，宏村，反正随随便便就可以休闲好几天。尤其推荐黎阳水巷，有的看，有的吃，有得玩，很值得耗上一天。

黄山，天下名山。素有黄山归来不看山的说法，我家领导深深地领会到了，并由衷地感悟：黄山归来不看山，其原因是都被爬山这件极其可怕的事情吓倒了，听见爬山腿脚发软。

风景很美，山美、云美、松美，更难得的是，美景之外，黄山还有一种独特的光明磊落感，到处亮堂

堂的，没有什么阴影，能让游者心中为之敞亮。然而，真心太难爬了，路上真有美女坐在台阶上哭。

还好，我家领导坚强，慢是慢，还是愉快地走完全程，虽然下山后双腿一直颤抖，并声称以后再也不爬山了。顺带说一声，很超预期的，黄山顶上的快餐，不仅美味，居然还不贵。

古人云，仁者乐山智者乐水，看来我家领导是智者，喜欢水。黄山下来之后的千岛湖和西湖，都玩的忘情，玩得投入，玩得开心，玩得不想走。西湖之美，赞的人多，无需补加溢美之词，仅一条苏堤就让我俩待了 7 个小时。果然天堂。

作为宋城演艺的渣渣股东，当然要莅临宋城景区考察一番，义务担任了一天逛吃逛吃的古装群众演员，加看了一场宋城千古情演出，对宋城的经营手段有了进一步深刻的印象。看着宋城淡季里也是满满的酒店，满满的游客，心里那个舒坦啊！

杭州玩了三天，然后奔了普陀山。除了从宁波过海的 21 公里的金塘大桥令人叹为观止以外，此行只能用“见面不如闻名”来形容。这里的大海全是泥汤，一眼望不到边的黄泥汤，看着难受。

普陀山上，除了一尊巨大无比的南海观音像之外，其他也没什么值得观看的美景。倒是烧香拜佛，一路磕长头的虔诚信徒不少。

从普陀山再回宁波住了四天，躲过了五一大假。期间在酒店里写了《王者海康》四篇文章。然后跨过一个更长的跨海大桥——长达 36 公里的杭州湾大桥，直奔魔都。

魔都，多年前还在工作的时候，来过几次，但我家领导没来过。这次除了过来看儿子以外，又陪同领导逛城隍庙、南京路、外滩，登上海之巅。以乡下人进城的心态，感受了大城市的辉煌壮观，站在 546 米高空（以前来，还是上金茂那个 88 楼），膜拜了伟大的人类。

上海周边的古镇，西塘和乌镇，风格类似。乌镇似乎名气更大一些，但二选一，我认为西塘更美，更有江南水乡风范，也更能留得住人。

苏州，过去与杭州并称苏杭，但现在的苏州，无论城市风貌还是经济水平，明显已经远远落后于杭州了。除了夜游大运河，对导游小妹儿的口才和评弹有深刻印象以外，苏州园林，我是欣赏不来的。

那种假山怪石堆积出来的“瘦、漏、透”风格，在我看来，有种鞋底上绣花般的蛋疼感，透露着一股浓浓的小家子气。反正，我们欣赏不来，几大名园，基本都是看得无趣，匆匆而过。对了，苏州菜不错，白鱼、醋鱼，还有一种像米汤一样的酒，都令人一想起来口中生津。

无锡太湖，江阴要塞，有些审美疲劳了，没有太多惊喜。直到扬州瘦西湖，才让人又激动起来。瘦西湖不大，但峰回路转，处处有景，处处有惊喜，不知不觉在里面逛了四五个小时。幸好去的早，出来时仪表盘显示外界温度已经 36 度了，吓死淫。

南京秦淮河、夫子庙，那是听上去就香艳无比的去处。直接住进秦淮河畔的酒店，中午睡觉，晚上出去夜游是最合适的。好吃的多，景色也美，游人够多，养眼（你懂的），还可以买买丝绸或者各种小工艺品，感受到了中华帝国时代的繁华。

中山陵、明孝陵、玄武湖，就盛名之下、其实难副了。倒是南京狮子桥狮子楼的“狮子头”名不虚传，美味无比，一举扭转了我“狮子头就是肉丸子”的成见。好东西自然受追捧，吃饭的时候，发现不仅人满为患，而且每桌铁定都有个拳头大的“肉丸子”，哈哈。

从南京之后，除三峡外，乏善可陈了。主要是因为气温起来了，出门就是一身汗，也实在不适合游玩了。

三峡之西陵峡，有个号称亚洲十大最美风光的悬崖洞穴餐厅，菜好吃不说，坐在里面看对面悬崖上帅哥美女们蹦极，过瘾。不好意思的说，自己没那胆儿，热情围观了两三个小时。

坐三峡游轮，最过瘾的是过船闸升降机。之前研究水电的时候，理论上搞懂了大船是怎么过大坝的，这次特意去亲身体验了一次，感受更直接，更形象了。

太热了。而且坦率说，后面的景区也确实一般般，记忆不深刻了。荆州古城（荆州的小龙虾好吃，做出花样了）、襄阳古城、武当山，都无趣的很。

尤其是闻名天下的武当山，除了低矮的庙宇、形象猥琐的收钱道士，高不过七八十工分的神像之外，也就山顶一座据说是铜铸鎏金的小房子，以及一些帝王赐字可以吹嘘了。而且死贵死贵的，各级门票观光车索道加起来一人四百多，属于典型的“不来怕后悔，来了真后悔”类型景区。

6 月 1 日，回到了成都，结束了愉快的旅行。

苹果用户赞赏专用码

第285篇.　　2017.7.2-生人勿近雅戈尔—发表版

原创　2017-07-02　唐朝　唐书房

服装板块举步维艰，地产板块没有空间，只有投资板块是唯一希望。但雅戈尔的投资业务操盘者，风格飘忽、逻辑难懂。除非对雅戈尔投资业务操盘人的体系有系统了解，或者对其投资对象有成熟认识，否则建议生人勿近。

本刊特约作者　　唐朝/文

雅戈尔重点业务就三大块：服装、地产和投资。个人估算，三个板块的合理估值加总为 377 亿元，有买入价值的位置为 230 亿元以下。而当前市值为 365 亿元。

服装板块勉力维持

2016 年，雅戈尔服装板块取得营业收入 44.6 亿元，其中品牌服装生产销售 42.7 亿元；品牌服装销售中，主品牌 younger（雅戈尔）完成营收 37.9 亿元，其它子品牌 4.8 亿元。

销售形态分为直营、加盟和团购三种。直营是主要形态，完成营收 36.1 亿元，同比增长 1.4%，占营收比例超过八成，是收入的主要来源。加盟和团购分别下滑 8%和 14%，均是两三亿元规模；线下销售占比 97%，线上销售销售仅占 3%，依然是传统销售模式。

44.6 亿元营业收入，带来净利润 5.5 亿元，净利率约 12%，貌似还不错，但实际情况远比表面数字艰

难。

公司推行大店战略，共有直营加盟等店面合计 2554 家，合计营业面积 38.2 万平方米，平均单店面积约 150 平方米。单店年均营收 175 万元，日均约 4800 元；单店年利润 21.5 万元，每天不到 600 元。一个 150 平方米的店面，每天销售 4800 元，赚取不足 600 元的利润，算是个苦命生意了。

表 1：雅戈尔品牌服装中的产品结构（单位：亿元）

	2016营收	占比	2015营收	占比	2014营收	占比
衬衫	14.1	33%	13.9	33%	13.6	33%
上衣	12.9	30%	12.7	30%	11.7	28%
西装	8.6	20%	8.7	21%	9.3	23%
裤子	6.3	15%	6	14%	5.6	14%
其他	0.8	2%	1	2%	1.1	2%
总计	42.7	100%	42.3	100%	41.3	

数据来源：公司财报

自产的衬衣和外包的上衣（夹克）是雅戈尔的最大营收来源。表 1 显示，营收基本零增长，且产品结构也大体固定。少量营业额增长则来自营业面积的扩大——2016 年 38.2 万平方米，2015 年 34.9 万平方米，2014 年 34.3 万平方米。

再看表 2，就更令人担忧了。公司 2016 年控制了生产，以尽力消化库存，每种品类当年产量都低于销量。然而，年末各品类库存量均远大于当年产量，接近于全年的销售总量，其中西服库存甚至超过一年半的销售量。

(2). 产销量情况分析表

单位：万件/万套

√适用 □不适用

主要产品	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减（%）	销售量比上年增减（%）	库存量比上年增减（%）
衬衫	486.25	578.56	504.46	-0.56	1.41	-15.51
西服	70.30	77.28	121.94	1.30	-5.38	46.07
裤子	186.12	217.48	211.73	0.25	4.19	-12.66
上衣	219.53	251.15	252.62	7.65	9.86	-11.12
其它	73.45	104.08	127.06	-19.32	-10.68	-19.96
合计	1,035.65	1,228.55	1,217.81	-0.32	1.86	-10.85

产销量情况说明

公司一方面“以销定产”，实施商品企划推进产品结构调整和供给侧改革；另一方面积极“促销量、去库存”，在确保毛利率保持稳定水平的前提下，存货去化率提升 2.86 个百分点至 42.62%。

单店平均库存衬衣约 2000 件，西服近 500 套，裤子 800 多条，夹克近 1000 件，其他约 500 件。存货价值约 17 亿元，按照雅戈尔 64%毛利率倒推，相当于 47 亿元销售额。按照雅戈尔的存货跌价准备计提方法，服装存货只要不超过三年，就不计提跌价准备。

不过，经咨询资深业内人士，得到的答案是：这是以直营模式经营的服装企业，常见的合理库存量。以批发为主要经营模式的服装企业，库存可以控制在年销量的 20%左右。

为什么雅戈尔不断增加投入，扩张营业面积，而服装板块的营业收入却基本不动？来自雅戈尔 2016

财报 11 页的图可以说明问题。

唐书房

图一：2012-2016 年零售额增速

红线代表服装鞋帽针织品零售额的增速，趋势是下滑，但增速依然超过 GDP 平均增速；蓝线代表穿类商品网上销售增速较快；紫线意味着大型服装企业增长远远落后于行业平均增速。

原因也不难理解。网上销售带来用户的便利，我们都有亲身感受，网上销售的增长，对于类似雅戈尔这种线下销售占比 97%的传统服装企业而言，挤压几乎是必然的。

而大型企业不好过，可能是消费升级带来的个性化需求增长的体现。小型服装企业追赶流行潮流更快，决策环节更少，加上网络销售的展示和推广速度，满足了消费者求新求变求个性的心理。此种情况下，大型企业的规模化生产，反而容易变成规模不经济，加上决策链条长，对市场反应较慢，增速落后也实属情理之中。

这种大形势下，如果推动企业的增长？董事长李如成以前试图发展地产，大搞金融投资，业绩波动较大。在淡出企业管理很久后，67 岁的李如成老先生，2016 年秋天高调复出，在媒体上宣布三年内投资 100 亿元——财报显示是 2015-2020 年间投资 100 亿元，其中 2017 年投 20-30 亿元——再造一个雅戈尔。

百亿投资的重心是下注 Mayor 品牌，计划产品定价在 8000 元-15000 元之间，打造“中国管理者的新装”。其中 80 亿元投入实施平台战略，20 亿元投入实施会员战略、多品牌战略、 供应链战略及信息系统建设。

表 3：Mayor 品牌过去三年的专卖店数量、营业收入和毛利

	专卖店(家)	营业收入（万元）	毛利率	毛利润（万元）
2014	31	2099	64%	1342
2015	41	2829	42%	1184
2016	41	4756	59%	2802

唐书房

数据来源：公司财报

Mayor 品牌过去三年的毛利率均低于现有主品牌雅戈尔（2014-2016 分别为 69%、65%、64%），营业收入也暂时处于小到可以忽略的地位。它怎么才能变成另一个雅戈尔？

据媒体报道，雅戈尔请来了世界顶尖设计师，不计成本增加投入。如 2016 年 9 月，无锡占地面积近

3000 平米的雅戈尔之家开张，总计投入近 3 亿元。而李如成对其销售预期，第一年只有 2000 万元。亏损只是李如成“千店战略”计划的一部分，李如成已在公司内部提出，近几年要在国内建立一千家类似规模的卖场，预期销售额均为千万级。

看看过去五年雅戈尔服装板块的净利润数据：7.9 亿元、6.4 亿元、6.5 亿元、6.5 亿元、5.5 亿元，这个需要从股东腰包里掏出百亿的豪赌，恐怕还是生人勿近为好。

以公司的经营计划看，2017 年服装板块的目标是实现销售收入增长 10%-15%，即达到 49-51 亿元，净利润率继续按照 12%估算，约为 6 亿元。

一个年净利润五六亿的生意，即将面临百亿巨额资本支出，即便考虑雅戈尔知名品牌效应、男装的潮流变化较慢特点以及董事长本人过往良好的口碑，估值上限也最多能给 10 倍市盈率，按照 60 亿元合理估值考虑，六折以下可以考虑买入。

地产板块难有突破

雅戈尔的地产板块很简单，其 2016 年财报里称，当年交付结转面积 70.72 万平方米，实现营业收入 102.7 亿元，净利润 15.1 亿元。截至报告期末，土地储备面积 40.94 万平米，拟开发计容积率建筑面积 66.19 万平米。

公司计划 2017 年实现预售金额 70 亿元，加上 2016 年末预收房款 45 亿元，意味着 2017 年即使圆满完成计划，且所有房屋均完成交付，全部计入营业收入，最多也只有 115 亿元，同比增长不超过 12%。

更何况，还有三个潜在问题，其一是 2016 年全国商品住宅销售面积、销售额分别同比增长 22.4%和 36.1%，如此形势大好的市场下，雅戈尔当年也仅完成了 58.4 亿元的预售。2017 年的 70 亿计划，有较大的不确定因素；其二，房地产企业基本不可能做到当年预售房屋全部交付，全部计入当年营业收入；其三，4 月 29 日公司发布公告称，九华唐府项目预期将出现较大亏损，计提 2.55 亿减值准备，将直接减少 2017 年净利润 2.55 亿。因此，12%的增长，对于 2017 年的雅戈尔地产板块，已经是个太过乐观的期望值了。

再看雅戈尔的土地储备，四块地合计不足 615 亩，可建面积仅有 66.19 万平米，不及大型地产公司一个楼盘的规模。四个地块中，除位于宁波市慈溪市的 165 亩老鹰山地块开工时间未定，其他三块地已经于 2017 年 1-3 月分别开工。就算未来两三年内按照均价 2 万/平米全部清盘（2016 年，宁波房屋成交均价 14363 元/平米），也仅能带来约 130 亿元的营业收入。

无论是经营数据，还是土地储备，均显示这就是一家偏安一隅的小型房地产公司，没有什么显著超出普通同行的经营能力。正因为此，公司才会对地产板块提出“要深入探索养生、旅游、健康小镇等方向的转型工作”的规划。

即便考虑到雅戈尔部分自有房产铺面的隐藏增值，老唐认为这个年营收百亿规模，净利润 15 亿的地方地产小型地产公司，10 倍市盈率就是上限了。十倍市盈率的大致意思就是说，如果公司每年将净利润的 50%拿来分红，股东回报基本等于国债或理财收益。因此，地产部分估值 150 亿估值，有 6 折以上的便宜，才值得考虑。

投资亮点不再

最后看雅戈尔的“亮点”业务：投资。

其2016年财报第17页披露，截至2016年12月31日，公司投资额累计313亿元，市值318亿元（其中未上市的36亿元，按照成本计算）。恰好，其资产负债表显示，公司的有息负债也是318亿元，分为短期借款136亿元和长期借款182亿元。

从这个节点上，雅戈尔的投资业务可以简单看成：借款318亿元，买入了当前市值318亿元的股票。同时，在雅戈尔的货币资金里，有50亿元融资保证金等受限资金，另外，雅戈尔还购买了43亿元理财产品。我们可以将其这几笔资产负债综合起来通俗理解为：公司投资账户有保证金50亿元，借款318亿元，买入了市值318亿元的股票，担保比例116%，券商才不斩仓。同时还另外准备了43亿元预备金，平时做短期理财，防备股市下跌，追加保证金。

由此，我们实际上可以将雅戈尔这家公司，分拆成两部分来看：

一是服装地产公司，其资产负债表是，银行存款40亿，各类生产经营资产209亿元，合计资产249亿；负债92亿，包含预收款48亿及各类经营性应付款44亿；净资产157亿元。

二是雅戈尔投资公司，其资产负债表是，持股市值318亿，保证金及理财93亿，资产总计411亿元；长短负债总计318亿元，净资产93亿元（注：此处计算的净资产比财报净资产数据高出21亿元，主要是此处将宁波银行按照市值而不是按照账面成本计入了）。

前面已经对服装和地产单独估值了，于是雅戈尔究竟能值多少钱，关键就看投资业务了。

雅戈尔投资部分，财技花哨，时不时地利用处置股权、改变会计计量方法等财务手段，调节当年合并利润表数据（当然，合法的），例如2016年雅戈尔的投资收益就靠四条途径实现：①改变宁波银行、浙商财险、联创电子的会计计量方法；②清仓出售所持宁波长丰热电50%股权；③减仓或清仓浦发银行等上市或非上市公司股票；④获得分红和理财产品利息。

然而，穿透来看，无论其财技怎么展示，这个雅戈尔投资公司就是一个股票账户，其价值必将由截止2016年12月31日合计持有的411亿元资产、318亿元负债，以及背后操盘人士的能力所决定。

上市公司总经理兼雅戈尔投资公司总经理李寒穷，是雅戈尔董事长李如成的独生女儿，雅戈尔投资板块的总负责人。1977年出生，30岁任雅戈尔投资公司总经理。2008年，时任富国基金投资总监的陈继武离职，和雅戈尔成立了上海凯石投资公司，雅戈尔持股70%，李寒穷出任凯石投资副总经理。

2011年凯石投资爆亏，将雅戈尔的资本金亏掉一半。陈出局后，李寒穷管理下的雅戈尔投资部门，自2012年以来的操作，颇有些令人眼花缭乱，揣摩不出其投资体系是什么。财报披露的信息显示至少买卖过近40家不同行业、不同板块、不同类型、不同估值的股票，长短线均有，赚赔不定。只能说风格飘忽、逻辑难懂。

截至2016年底，前五大持股是：中信股份H，市值145亿元；宁波银行，市值75亿元；浦发银行，市值31亿元；金正大，市值12亿元；创业软件，市值9亿元。第一大持股仓位占比约46%，前三大持股仓位占比79%，前五大持股仓位占比85%，属于集中持股类型。

统计这些股票自2016年12月31日至今的涨跌情况，因存在部分减持和清仓行为且价位不详，粗略估算，2017年内新增浮盈约20亿元。

另外，未上市股权里面，或许隐藏有低估价值。例如雅戈尔比较自豪的银联商务公司股权，当前持股1.5%是按照1.17亿元账面成本计入的，但依照公司2016年11月作价6.51亿卖出银联商务公司3.5%股份来看，目前1.5%股权市场价值约2.8亿元，为账面值的2.38倍。

由于其他未上市公司没有可比市价，假设雅戈尔所有未上市投资均是银联商务这样的优质品种，也就是说 39 亿元未上市投资品的市场真实价值按照上述比例估算为 93 亿元，增值 54 亿元。

那么，我们面对这样一个持有股权 318+20+54=392 亿，同时有保证金 50 亿，理财产品 43 亿，并借款 318 亿，合计净值 167 亿的股票账户，多少钱你愿意买？或者将其缩小一万倍，假设单位为万元，多少钱你乐意买下这个股票账户？

在我看来，对操作者本人不熟悉，对其操作体系不了解，对其核心持股没有深入研究，这样一个股票账户，只能是生人勿近。只有一种情况我愿买入，那就是：明显折价。所以，对雅戈尔投资板块，老唐的最高出价是六折，不超过 100 亿元。超过这个出价，就是赌股市走牛了。

（声明：本文仅代表作者个人观点；作者声明：本人不持有文中所提及的股票）

第286篇.　　2017.7.4-捉住那只金螳螂

原创　2017-07-04　唐朝　唐书房

很意外，上周四发的流水账《生人勿近诞生记》上篇和下篇，很受大家欢迎，安卓+苹果的合计赞赏率创了新高。原来还挺犹豫，这种完全没有整理过的流水账，还要对照财报，对照《生人勿近雅戈尔》原文读，读起来可能头痛。既然大家欢迎，老唐就再试一篇给大家。

有了《诞生记》的基础垫底，这次老唐换个模式写给坚持读过诞生记下篇、真心愿意分析企业的五千多位朋友：阅读对象金螳螂 2016 年财报。**但老唐偷懒，不给结论，只逐页给出阅读中的要点和疑问。各位有兴趣的朋友**（不是指对金螳螂有兴趣的朋友，是指对提高自己财报阅读能力有兴趣的朋友），**自己查阅资料，思考后对相关疑问做出解答，最后给出自己的估值判断。**

相关问题及提示如下：（1）P8 显示金螳螂 2014~2016 年营业收入分别为 207 亿，187 亿，196 亿，什么原因制约了螳螂的营收增长，该因素未来依然存在，还是会有改变，什么证据导致你给出此种判断的？

（2）P9 的分季营收、净利和经营现金流净额表格显示，公司的经营现金流净额在不同季节里波动很大。以往年份是否同样具备这个特点，是什么原因造成的，你如何看待这个问题，会否成为估值扣分项？

（3）P11，公司说“建筑装饰行业由高速增长期步入中速调整期”，这个判断你是否认同，为什么？

（4）你或者你认识的人，有没有人体验过“金螳螂.家”的家装服务？若有，你或者你的熟人对它的服务做何评价？会不会向其他人推荐？主要优点和主要缺点各是什么？

（5）P11 页谈到的收购世界第一酒店设计公司 HBA，你是否查到何时发生的，收购多少股权，收购价格是多少，有对赌协议吗，收购后各年业绩是多少，2016 年 HBA 业绩是多少，该收购产生多少商誉，你对这次收购持正面、负面还是中性看法？（提示：对照合并资产负债表商誉科目附注看）

（6）P14 列举了金螳螂的核心竞争力。请你总结你所认同的金螳螂的核心竞争力。

（7）金螳螂在业界主要的竞争对手是谁，他们之间的差距在哪里？如果换你做对手的老板，你打算如何缩小和金螳螂的差距，或者如何和金螳螂展开竞争？

（8）请对照 P16 营业收入构成表，统计近几年金螳螂营业收入组成结构的变化，并对此变化做出评价。

（9）P17 显示金螳螂业务的毛利率仅 15.8%，同比减少 2.5 个百分点，P18 显示设计业务的毛利率为 28.4%，你对这两个毛利率数据有何看法？

（10）请对比 P17 省内省外收入比例，统计近几年金螳螂省内省外收入变化轨迹，并对此发表自己的观点。

（11）P19“已完工未结算项目”表显示，部分项目未结算也已经计入了利润表的收入，你知道计入的规则是什么吗？你对这个计入规则持正面、负面还是中性看法？（提示：看 P232）

（12）P19 这张表格里“累计已发生成本”、“累计已确认毛利”和“已办理结算金额”、“已完工未结算金额”四个数字之间是什么关系？

（13）P19 主营业务成本构成中，直接材料、人工和费用加总只有 86.65%，其他的 13.35%是什么？

（14）P21，前五名客户合计占公司收入的 15.14%，第一名客户占公司收入的 7.86%，前五名供应商合计占公司采购的 2.63%，这三个数字展示了公司什么经营特点，对此你有何看法？

（15）P22，公司年研发收入 6 亿左右，相关研发成果是什么？你对研发投入占营收的 3%这一事实，持正面、负面还是中性看法，为什么？

（16）P23 显示，在利润基本稳定的情况下，经营现金流波动巨大。例如 2015 年经营现金流净额为 0.8 亿，2016 年为 11 亿。为什么，今年是特例还是历史上也是如此，你对此持什么看法？

（17）看 P27 主要子公司经营数据表，你能得出什么结论？（提示：请参照 P165 母公司利润表阅读）

（18）P28 汇报了公司未来战略①向产业链上下游延伸；②国际化；③发展金螳螂.家，发展互联网家装消费金融；你认为这三个战略，哪个最可能成功，哪个最可能失败，为什么？

（19）P30 谈到的三个风险①宏观不景气，房地产更严格调控；②同行竞争加剧；③业务和规模的扩张，导致管理能力跟不上；你认为未来三年，哪个风险发生的概率最大，哪个风险最可能对公司经营形成杀伤力？

（20）金螳螂上市以来，从二级市场融资多少，现金分红多少，其中有多少分到二级市场股东（除上市前股东以外的股东）手中了？二级市场股东目前持股市值多少？将全部二级股东看作一个人，他的年化回报为多少，获取回报中，多少是企业经营业绩推动的，多少是市盈率变动带来的？

（21）对于实际控制人朱兴良通过行贿南京市长季建业拿工程一事，你持什么看法？该事件对金螳螂未来发展是否有重大不利影响？

（22）财报 P45~P117 全部是公司购买理财产品的信息，你对此持什么看法？

（23）实际控制人出事后，P129 高管名单显示上市公司由职业经理人执掌。职业经理人无（大）股而居高位，与名单里持有股权但居于低位的朱姓人，据你所知有没有爆发过冲突？你认为他们能否和谐相处，为什么这么认为？

（24）P157 合并资产表可以最简化为：类现金资产 61 亿（货币，银票，预付，其他流动，可供出售，递延），欠条（应收账款，商票，其他应收）190 亿，商誉 4 亿，经营资产 13 亿，合计 268 亿。对于总资产的 70%是欠条，你持什么看法？

（25）公司的债务合计 167 亿，其中有息负债仅有不足 17 亿（短债，长债、卖出回购），其他近 90%约 150 亿均为经营过程中的应付款，其中大头是欠供应商的。对此特点，你如何评价？

（26）公司归母净资产 100 亿，当前市值约 290 亿，请就此市净率谈谈你的看法？

（27）P163 合并利润表中，资产减值损失（坏账损失）3.9 亿，约 200 亿应收账款（P229），当期计提 3.9 亿坏账损失，相对于建筑装饰行业平均水平，是激进还是保守？

（28)在利润表销售费用里,相比净利润 5%的增幅,变化剧烈的科目主要有职工薪酬和广告费用(P255)。职工薪酬增加 35%，你持什么看法？广告费用从 2015 年的 702 万，增加到 2016 年的 2776 万（增幅大，绝对值不大），你持什么看法？

（29）公司的所得税率是多少，近期有没有变大或者变小的可能？

（30）请制作历年利润表“主营业务收入”与现金流量表“销售商品、提供劳务收到的现金”数据曲线对比图。并就两条线的走势差异发表你的看法。

（31）请查阅年报之后至今公司发布的公告及 2017 一季报，看有什么足以对经营或估值有较大影响的事件需要补充的；

（32）至此，你是否能对金螳螂做出估值判断，若能，是依据什么？若不能，难点哪里？

就老唐个人看法而言，如果我们能够基本有逻辑的回答上述 32 个问题（或其大部），我们就算是一只合格的黄雀，这只螳螂就可以算是我们的下饭菜了。以后只需要跟踪几个重点数据，就大致即可做出决策了。

当然，这种需要动脑还要动手的文章，真去做的一定是少数人。在市场里生存久了以后，自然就知道，人与人之间，就是这样“他看今天的股价波动，你看明年的企业经营”一点一点地拉开差距的。有兴趣的朋友，自己做功课，懒得动手的，也别问老唐答案，老唐没答案。

欢迎有兴趣的朋友写出自己的研报，发邮件给老唐探讨，邮箱地址你们都知道的。但是，烦请一定是要自己反复推敲后觉得满意的报告再发。别随便整几句话，扯点闲淡就发骚扰邮件，那样只会让老唐误以为邮件背后的人没有讨论问题的价值。谢谢。

文字_2017-07-05

唐书房 *2017-07-05*

预支分红款，支持小马哥。开盘 267 追加 1%+的腾讯，做自我备注用，请勿模仿[呲牙]

2017 年 7 月 8 日　老唐反馈：

已经看过三十多份作业了，并给其中较好的五六位回了邮，提出了一些建议。本打算今天在书房里发布几份优秀作业供大家参考的，不知为何，今天家里网络断断续续的，很费劲，可能拖至明后天发布了。

所有答过题的朋友应该都有感触，无论答案正确与否，亲手做一遍，对财报的理解能力都会有一个飞跃，这绝非看几十篇浅印象所能达到的效果。建议还没动手的朋友，趁周末逼一下自己。老唐只能帮到这儿了，你若抵死不动，神仙也没办法的😊

第287篇.　　2017.7.10-作业1　金螳螂价值几何？

@托卡塔与赋格

来自雪球　　修改于 07-10　12:56

本文根据唐朝金螳螂 32 问所作，感谢唐朝的无私分享。

1.　金螳螂作为建筑装饰行业中“公装”为主的龙头企业，2014~2016 年营业收入分别为 207 亿，187 亿，196 亿，营收增速放缓明显，主要因素可能为几年行业增速放缓，“公装”行业景气度下降所致。(如图 1,图 2）：

图 1，图 2

2014 年开始“公装”行业的增速基本被腰斩，和金螳螂营业额增速趋势也基本一致，2014 年的营业额增速从 30%骤然下降到 12.35%，2015 年为-9.83%,2016 年为 5.07%。“公装”的增速与宏观景气度关联较为紧密，是较强的周期性行业。金螳螂近两年从“公装”大力进军“家装”，也反映出公司不是太看好“公装”的前景，认为过去的好日子恐怕短时间难以再现了。

2.　每年公司经营现金流入，出现规律性的前低后高，这应该是行业规律，建筑装饰行业，年底请款结算基本是潜规则，大多数项目建设单位明确要求施工单位前期垫资，年报中工程款给付方式也证明这一

点。垫资有一部分施工方可以用增加应付款，转嫁给供应商，但不太可能完全转嫁，这也是行业的整体情况。这对金螳螂肯定是一个减分项，公司没利润不一定会死，没现金流肯定不能活。

3. 公司年报中说“建筑装饰行业由高速增长期步入中速调整期”，基本上是有道理的，如上图 1 所示，建筑装饰行业产值增速从前期的高点回落幅度较大，但主要仍然是“公装”行业，住宅装饰（家装）并未出现明显回落，而是呈现曲折式上升，2016 年“家装”市场产值首次超过了公装市场产值。如图 3，这也证明金螳螂大力进军“家装”市场的合理性。

图 3

4. “金螳螂.家”作为公司进军家装市场目前的中低端主力项目，可整合在公装领域积累的供应链优势和借助设计、管理、施工等方面技术优势，在相对集中度较低，市场规模巨大的家装市场中，取得竞争优势。

5.金螳螂公司 2012 年底公告宣布以 7500 万美元收购世界酒店室内设计界一哥 HBA 设计公司 70%股份，收购协议有对赌条款，11 位在职的少数股东（股权销售方）承诺 2013,2014,2015 年实现净利润 750 万美元，950 万美元，1150 万美元，若未达到，差额部分的 50%由少数股东的奖金承担，若超出，则反之。公司为此次收购专门成立了新加坡公司，目前为止新加坡公司业绩可以视为 HBA 公司业绩，2013-2016 年新加坡公司净利润为人民币 5598 万、6478 万、9976 万、6093 万，有那么一点对赌协议一过，就开始变脸的意味。收购 HBA 产生商誉 3 亿 8170 万元，2016 年又产生 2600 多万的商誉，是增持了 3.6%hba 股份所致，具体增持情况没有找到更多信息。这次收购我持中性偏乐观的观点，虽然 HBA 确实为国际顶尖的酒店室内设计公司，但业务仅限设计与顾问，而金螳螂主要利润来源于工程施工，控股设计公司，并不意味着可以承接施工，2014 年公司披露 2013 年全年金螳螂公司为 HBA 公司推荐设计订单超 500 万美元，HBA 设计+金螳螂施工模式总金额也仅 3 亿元。2016 年报提及的海外项目总合同金额仅 13 亿元，但值得注意的是，浏览金螳螂网站展示的承接项目里，国内高级酒店项目明显多于行业对手，可能和 HBA 也许有一定关系，总得来说协同效应有，但仍需求证。从中长期来看，此次收购 HBA 具有长期的战略价值。

6.2016 年报中分析的核心竞争优势：1.工程质量及品牌 2.面对于 c 端，消费升级优势 3. 营销网络优势 4.供应链整合优势 5.人才优势 6.技术优势。套话比较多，我觉得我能认同的只有第 1,4,5,6 点，简单来说公司作为公装龙头有一定的因规模而带来的技术、管理、供应链等优势。但从家装市场来说，公司才刚起步，理论上存在一定优势，但需要实际经营成果证明。

7.目前金螳螂主要优势仍集中在公装领域，特别是在大型项目的获得能力上，公司前几年的超高速发展也得益于例如“鸟巢”这种金额高,影响力大标杆项目，但这种对大型项目获得的能力究竟来自与那里，很难说得清，或可以解释为公司对相关方“关系”的维护能力。在高级酒店项目上，公司由于控股 HBA，目前在国内来说应该已经有一定的领先优势，竞争对手如要缩小与金螳螂差距，我觉得恐怕只有发力其他的子行业，如“办公环境”、“玻璃幕墙”等，在某一细分领域获得优势。另外，在家装市场，金螳螂应该说没有什么明显优势得到证明，但自身实力强大，也有可能将来成为一匹家装市场的黑马。

8.近几年营收构成大的占比没发生太多变化（图 4），较为关键的公装和家装占比信息，查阅近几年年报都没有披露。较值得注意的是 2016 年电商增长了 21 倍，由上年 2700 多万增长到了将近 6 亿元，2015 年较 2014 年也上涨了 6 倍。虽然，绝对值并不高，但增长迅猛，更重要的是建筑装饰这种提供服务的行业，电商是如何快速增长的。经过上网调查，发现金螳螂的电商模式与一般意义上的电商有很大不同，并非简单销售产品，而是把各种电商手段作为一个展示和沟通的平台，作为向线下店铺引流的手段，销售的基本是优惠券。查阅了几个金螳螂家的门店地址，不在传统的装修建材市场区域内。说明线上的电商主要是给线下门店提供客流，进行前期沟通，推测线上引流而进店的客户，成交率可能较高，另外金螳螂家的店铺密集度也不高，基本一个城市一家，这也反映线上线下结合，提高线下门店效率的新零售思路。

	建筑装饰	制造业	电子商务	金融	其他
2012	94.34%	5.65%			
2013	93.84%	6.08%			
2014	93.75%	6.19%	0.02%		0.04%
2015	93.79%	5.95%	0.14%	0.09%	0.03%
2016	91.39%	5.27%	3.06%	0.25%	0.04%

图 4

9.对于公司按业务划分为装饰/设计两个类型，装饰毛利为 15.05%，设计的毛利为 28.4%（图 5），但是查一下控股 HBA 的新加坡公司数据，8 亿 3 千万的营收，只有 7 千 9 百万的营业利润，因为设计基本没有物料成本，那么毛利应该也近似，算下来的毛利只有 10%不到，如果这样计算，那么金螳螂的国内设计师团队就是用了 2 亿左右的成本，创造了 5 亿多的营收，实足的高利润了。这样的高利润，只能解释为国内商业环境来说，室内设计必须和工程结合才能发挥效果，或者说金螳螂内部在按照工程总额，按比例计算设计费。因为目前室内设计费如按规范计算方法基本是参照建筑设计的规范，大约是工程总额的 2-3%，那么除去 HBA 的份额，剩下的 5 亿对应金螳螂的营业总额也基本差不多。

公司不同业务类型的情况

业务类型	营业收入	营业成本	毛利率
装饰	15,912,749,879.38	13,517,391,813.09	15.05%
设计	1,339,508,511.46	959,075,488.01	

②托卡塔与赋格

图 5

10.2016 年营业收入按照省内省外划分，省内占 26%，省外占 73%，且进几年省外份额逐渐小幅度提高（2011 年省内占比达 46.63%），应该说明公司全国化战略正在逐步得到推进。

11.公司已完工未结算项目高达 45 亿，这就是典型“公装”行业特点，简言之就是活干完了，钱没收完，但是这部分没收到的钱已经计入当期利润，在资产负债表上体现为应收账款。公司虽然解释了这是因为行业特点，大型项目完工后需要进行决算和审计，这个时间较长，造成整体应收账款以及 1 年以上的应收账款较高的原因，但是无论如何这是一个公司较为负面的因素。

12.如图 6，累计发生成本约 150 亿，表示公司为项目花出去的钱，累计已确认毛利代表，根据项目完成进度和项目合约应该收到的工程款中已确认该获得的毛利，已办理的结算表示项目已收到的钱，已完工未结算余额表示项目已完成该收而还没收到的钱。

□ 适用 √ 不适用

	累计已发生成本	累计已确认毛利	预计损失	已办理结算的金额	已完工未结算的余额
已完工未结算项目	14,925,016,844.10	2,274,469,464.58		13,150,713,313.44	1,402,112,289.26

②托卡塔与赋格

图 6

简言之：“累计发生成本”+“累计已确认毛利”应该约等于“已办理结算的金额”+“已完工未结算的余额”。中间的差额是，项目完工后决算与合同的差额造成的，金额不是特别大，这部分决算与合同的差额，应该在决算当期调整。

13. 2016 年报 19-20 页中，2016 年和 2015 年营业成本构成的各项加总分别只有 86.65%和 87.4%（图 7），剩下的 13.25%和 12.6%没有披露到底是什么。查询 2015 年年报的营业成本构成各项加总是 100%，但使用的分类方法差异很大（图 8）。

单位：元

行业分类	项目	2016 年		2015 年		同比增减
		金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重	
建筑装饰业	直接材料	9,634,833,772.30	58.90%	9,253,778,972.83	60.35%	4.12%
建筑装饰业	直接人工	3,873,232,778.46	23.68%	3,503,593,892.96	22.85%	10.55%
建筑装饰业	费　用	666,214,615.52	4.07%	643,353,135.51	4.20%	3.55%

托卡塔与贼格

图 7

（5）营业成本构成

行业和产品分类

单位：元

行业分类	2015 年		2014 年		同比增减
	金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重	
建筑装饰业	14,299,745,911.17	93.27%	15,740,481,222.23	93.28%	-9.15%
制造业	1,013,968,988.22	6.61%	1,132,360,213.74	6.71%	-10.46%
电子商务	15,018,727.60	0.10%	2,140,353.13	0.01%	601.69%
金融业	3,473,039.49	0.02%			

单位：元

产品分类	2015 年		2014 年		同比增减
	金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重	
装饰	12,745,427,903.31	83.13%	13,896,829,702.51	82.35%	-8.29%
幕墙	1,487,254,368.88	9.70%	1,795,713,820.86	10.64%	-17.18%
设计	1,026,350,576.80	6.69%	1,089,440,587.38	6.46%	-5.79%
家具	54,682,050.40	0.36%	90,857,325.22	0.54%	-39.82%
电子商务	15,018,727.60	0.10%	2,140,353.13	0.01%	601.69%
金融服务	3,473,039.49	0.02%			

托卡塔与贼格

图 8

对比 2015 年年报营业成本构成从行业的分类来看，2016 年剩下的 13.25%营业成本应来自于制造业、电子商务、和金融业。再看 2016 年的营业收入占比，制造业比较平稳，而电子商务和金融业的营收是激增，但金融业的绝对数量仍然太小，那么着 20 亿左右未披露的成本，除去大约 10 亿左右制造业成本，推测基本另外 10 亿成本可能来自电子商务或相关家装服务。对比 2015 年电子商务 1500 万左右的成本，2016 很有可能电商及相关家装服务营收已经大幅度增长。

14. 公司 2016 年第一大客户贡献营业额 7.86%，前五大客户贡献 15.14%。说明公司在“公装”领域接大单，维护大客户“关系”的能力较强。一般来说，能接大单，对于一个公司的快速发展是相当有帮助的，这也印证了金螳螂早几年的高速发展。但是，单一客户依赖过大，同时又伴随激增的应收账款，会增加公

司经营风险。前五位供应商的占采供总额仅为2.63%，前文提过，建筑装饰物料过于分散，较难形成集中采购，一面面对大客户，另一面面对分散的供应商，这显然不理想.例如苏宁和国美模式，一方面面对分散的零售客户，另一面面对集中的家电厂商，利用二者之间的账期差，制造出巨大的现金流。

15.公司2016年研发投入6亿，累计的成果：已获得专利950　余项（其中发明专利210余项），软件著作权近20项，”高新技术产品”认证7项，作品著作　权30余项。累计已获得专利950　余项（其中发明专利210余项），软件著作权近20项，”高新技术产品”认证7项，作品著作　权30余项。这些成果基本是套话，有些也只能理解**公司花钱搞研发，认定高新企业**，一部分原因是**为了税收优惠**。年报中披露较有价值的研发成果是：一是装饰行业BIM技术，大致可理解为CAD技术的升级版，必定是将来建筑装饰设计和整体管控协调的趋势，另一个是零售端的VR技术的，这两项技术行业内竞争对手间也都在相互竞争。我认为另一个值得一提的是，在金螳螂网店上，发现的智能家居雏形，当然功能还比较简单，也就是手机一个app，随时看看家里情况，根据阳关强度可以开关窗帘，回家前可以开空调之类的。但由此可以看出，金螳螂有将家装生意做成大类系统集成的趋势，也就是说将来他的“高端家装”里能包含的东西就非常多，地暖、空调、安防、空气净化、水净化、太阳能等等，其生意外延可以极大扩展。

16.金螳螂2014年，2015年经营现金流大幅度下降，历史上金螳螂的经营现金流虽也有波动，但没有这次这么剧烈。除了大环境不好，增速下降外，主要原因应该是实际控制人“朱兴良”深陷囹圄，金螳螂的应收和应付款都非常巨大，类金融特征十分明显。2014年1月公司公告实际控制人被捕后，对公司信用造成巨大负面影响，必定供应商对公司的“信贷”有所收紧。2013年，公司应收账款上升44%，应付账款上升41%，而到了2014年，应收账款上升35%，应付账款只上升了21%。而到了2016年，营收出现小幅增长，但是现金流净额出现巨大增长到到11亿，至于是特例还是出现重大转机，这方面在总结时，另做综合分析。

17.金螳螂的子公司无论是营业额还是利润额，占比都相对较少，**母公司基本占到了一大半**，这是一个加分项，公司财务更加透明，财报可信度更高。

18.公司未来三大战略①向产业链上下游延伸；②国际化；③发展金螳螂.家，发展互联网家装消费金融。

①第一个提法比较笼统，基本是套话，很多公司都会有类似表述，不太好怎么评价，只有具体到事件了，才能做出分析和判断。

②国际化的提法，也基本是套话。建筑装饰这种订单驱动，且劳动密集型服务行业，成功国际化难度较大。

③这应该是公司最容易做成功的，而且公司明显已做出了大量的具体行动，也有可能已经取得了一定效果。

19.年报谈到的三个风险①宏观不景气，房地产更严格调控；②同行竞争加剧；③业务和规模的扩张，

导致管理能力跟不上。根据统计数据，近几年建筑装饰行业公司数量在持续下降，行业集中度在逐步提高，作为行业龙头金螳螂竞争中是受益的；金螳螂的体量也已经非常巨大，并未出现所谓的管理能力风险。最有可能成为风险的应该是第一条，宏观不景气，会直接影响公装行业，目前已经有所体现。同时消费意愿的下降也会间接影响家装行业，另外房地产调控趋严，房屋销售量下降也会影响家装行业。

20.公司融资总额 163,358 万元，派现总额 163，503 万元，派现总额居然还略略高融资总额 200 万元，确实比较意外。若把 IPO 发行的股份假设一个人买了，就相当于花了 3.72 亿买了金螳螂 26%左右的股份，因为 2011 年有一次增发，还有股权激励等，这 26%的股份稀释后到今天大约是 24%的股份，市值 68.3 亿，再加上分红（用 25%计算)大约 4.09 亿，总额是 72.39 亿，年化回报 35%，而且发行市盈率是 26 倍，2016 年底时 17 倍，不存在市盈率推动因素。顺便看看 2011 年参与增发的，相当于 13.2 亿买了 7%的股份，持有到今天股份市值约 20 亿，估算分红最多 1 亿出头，年化回报就只有 9.7%左右了，但当时的增发市盈率只有 11 倍左右，有一部分的回报属于市盈率推动了。

21.对于实际控制人因行贿深陷囹圄一事，换个角度看大老板是为了全体股东的利益以身范险，也许大老板动机并非为了全体股东，但全体股东是因此受益的。国内大型项目招标中的那些事儿，也只能说“你懂的”。当然，此事件给公司肯定会造一些负面影响，最重大和直接的负面影响是，今后类似的大型项目，金螳螂的中标率到底会下降多少？我前文说过，金螳螂营收构成里面根据“公装”和“家装”的比例是关键数据，从 2014、2015 年的营业收入、利润等数据看，应该是受到的影响，只是程度上难以判断。

22.2016 年报中购买理财产品的列表就有 70 多页，总金额 82 亿，查阅 2015 年报购买理财产品列表只有 31 页，总金额有 92 亿，2014 年的购买理财产品列表只有 14 页，总金额是 93 亿，2013 年的只有 4 页，总金额 43 亿，且每一笔金额都非常大，最小金额都有 500 万，而且只有三笔。金额只有几十万的小额理财，出现在 2014 年年底左右，随后的 2015 年开始出现大量的小额理财，最小的甚至只有 5 万，2016 年更是显现出购买理财产品，频次高，小金额笔数明显增多的特征。

由此推测，很有可能公司回款变得越来越分散，公司承接的项目越来越多，但平均金额越来越小，如果这个推测成立，那么 2015-2016 年金螳螂的家装份额应该大幅增长。

23.目前，公司由“职业经理人”团队实际掌控着公司的经营，朱氏家族在公司内部都没有担任要职，加之实际控制人身陷囹圄一事，自然会联想曾经的“国美电器股权争夺战”，对于公司内部管理的稳定性担忧。但就目前看，朱氏家族的持有 45%左右的股份，比例仍然较高，而且目前国内的资本运作的监管较为严格，朱氏家族丧失控制权的可能性基本没有。公司日常的运作基本由内部提拔的职业经理人负责，而且多年前已是如此，且有股权激励等手段，朱氏家族在公司任职情况来看，可能更多是起对管理层的一种监督，而非直接干预具体事务的态势。而且，实际控制人目前已经被释放，虽然没有在公司任职，但实际影响力应该还是在的。所以，短时间看公司内部发生“内讧”的可能性基本没有。

24.2016 年合并资产表可以最简化为：类现金资产 61 亿（货币，银票，预付，其他流动，可供出售，

递延），欠条（应收账款，商票，其他应收）190 亿，商誉 4 亿，经营资产 13 亿，合计 268 亿。对于总资产的 70%是欠条，这是金螳螂的硬伤，也是作为价值投资者嗤之以鼻的地方。前文提到过，年报中对于应收款较高和 1 年以上应收款较高做过解释，大意为：施工阶段根据工程进度可以收到工程完成额 60-70%工程款，工程竣工后也只能收 60-70%工程款，竣工后的决算和审计，这个过程很长，决算后才能收到 95%工程款，另外 5%作为质保金需要几年后才能收到。

再进一步看应收款中的 2016 年底累计的坏账计提为 21 亿，2012 年只有 7 亿，上升了 3 倍，应收账款从 2012 年的 75 亿，增加到 2016 年的 178 亿，增加幅度为 2.37 倍，这样来看坏账计提比例有扩大趋势，这几年年报中都没有坏账核销，也没有转出、转回的披露，只有每年的计提金额。总的来说这是金螳螂的一大减分项。

25.虽然应收款较高，但公司还是有转嫁能力的，公司的债务合计 167 亿，其中有息负债仅有不足 17 亿（短债，长债、卖出回购），其他近 90%约 150 亿均为经营过程中的应付款，其中大头是欠供应商的。将应收大部分转嫁了上游供应商，对比同行业的亚厦股份、广田集团、江河集团，用应付款除以应收款，其转嫁能力是要占优的。

26.金螳螂净资产 100 亿左右，目前 285 亿市值，如果站在资产的角度看，还是会觉得太贵，因为这 100 亿里面，大部分是类现金，再有就是“欠条盈余”（应收减去应付），这好比要用 285 元买同样的 100 元或者要用 285 元买 100 元的欠条（买无利息的欠条还应该折价）。如果类现金和欠条就算按账面值买了，大约共计 80 多亿，那么就相当于用 200 亿买了金螳螂 10 多亿的经营资产，所以金螳螂用“购买资产”的思路给出估值不太合理。

27.坏账计提对比同样也在行业内存在。亚厦股份、广田集团、江河集团，亚厦 2016 年应收款总额 124 亿，累计计提坏账 9 亿，当期计提 2 千 9 百万，广田 2016 年累计应收款总额 106 亿，累计计提坏账 9 亿，当期计提 7 千万，江河 2016 年应收款总额 136 亿，累计计提 18 亿，当期计提 2 亿 5 千万，金螳螂 2016 年当期累计应收 200 亿，累计计提 21 亿，当期计提 3 亿 6 千万，显然金螳螂的坏账计提较亚厦、广田保守，较江河激进，整体属于比较保守的。

28.2016 年销售费用中，职工薪酬上升 36%左右，对比 2016 年和 2015 年在职人员数据，多增加了 1300 人，但前后分类方法有区别，无法直接对比，但年报披露新开金螳螂家就有好几十家，**推测应该是金螳螂家新增的销售人员和技术人员（生产人员）的**。广告费上升将近 4 倍，但 2700 万的绝对值仍然偏低，但这种上升趋势值得关注。

总得来说，这又是一个金螳螂·家项目发力的一个间接证据。

29.金螳螂几个主要子公司“高新企业”的所得税优惠即将到期，如未通过复审，2017 年所得税率可能会由 15%增加至 25%，不过绝对额度不大，应该对公司整体业绩影响有限。顺便说一下，营改增对金螳螂实际税负也有增加，但幅度都不大。

30.分析金螳螂历年营业收入与销售商品、提供劳务收到的现金数据，从 2005 年到 2014 年两者期趋势基本保持一致（早期几年收到的现金大于营收可以忽略，参考意义不大），且营收基本都是同比例大于收到的现金。2014 年以后趋势发生了变化，收到的现金增长趋势快过了营业额，2016 年收到的现金创出了历史新高，收到的现金与营收之比接近 97%，而 2014 年营业收入 206.89 亿，收到的现金与营收之比为 77%。这说明公司营收构成可能发生了较大的变化，有可能是家装营收占比上升带来的结果。（图 9）

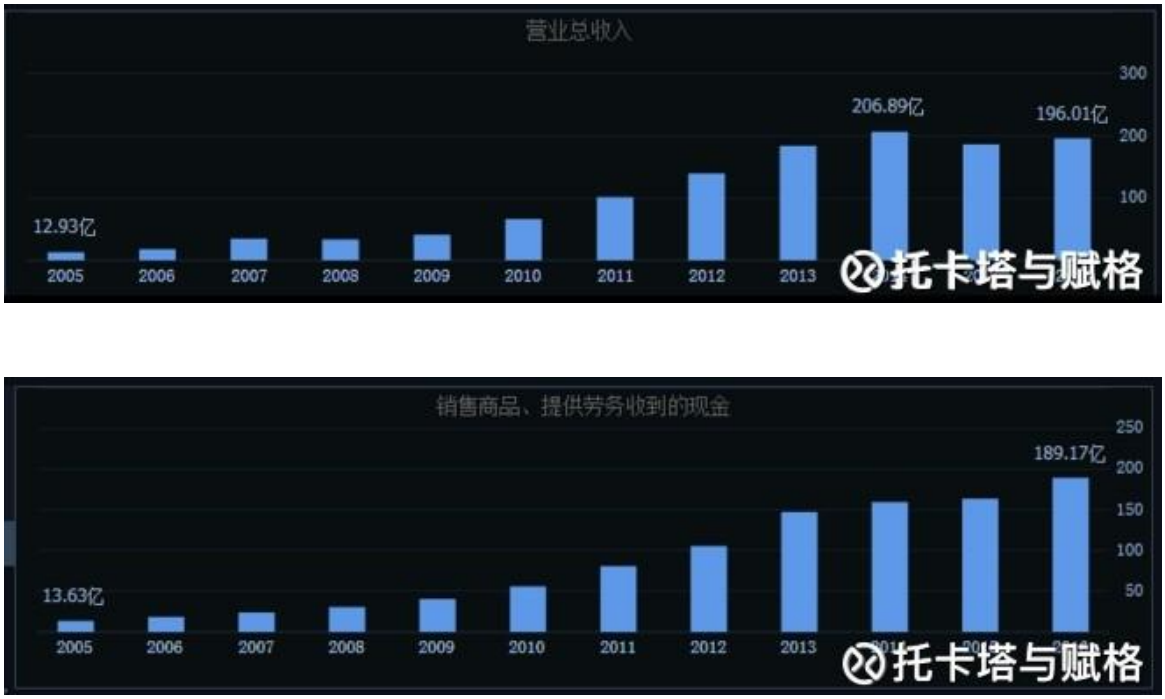


图 9

31.2017 年一季报显示，销售商品、提供劳务收到的现金继续大于营业收入，现金流改善的态势继续保持。吸收少数股东资本激增 2100%，这是加大金螳螂家各地开店力度的结果，但值得注意的是，少数股东损益较去年同期和 2016 年的盈利，变为亏损，这是否标志公司开店速度过快，某些店铺缺乏盈利能力，需继续跟踪。

32 估值与总结：

金螳螂作为建筑装饰行业龙头，上市 10 年实现业绩高速增长，2014 年后出现增长乏力，这可以理解为公司过去的公装业务已经过了高速增长期，进入相对低速平稳的增长期，行业增速在 6-7%，且行业集中度在逐步提高的情况下，作为行业龙头，且有一定竞争优势的金螳螂,这一部分给与 12-15 PE 的合理估值。另外的家装部分，作为长期增速看好且具有现金流优势的的消费行业，这一部分合理估值可以给到 25-30pe，参考类似公司如：好莱客、索菲亚等，这一估值已经较为保守。但是，在这里缺少一个关键信息，公装和家装占比的份额究竟是多少，公司没有披露。引用民生证券研报的一段话：“近期我们与公司管理层就公司经营情况及未来发展方向进行了交流。截止 17Q1,公司新签订单 70.80 亿元,在手订单 416.78 亿元（为 16 年营收的 2.13 倍），新签订单与在手订单中公装订单占比分别达到 61.8%和 66.0%。公装订单持续复苏将带动业绩增速逐步回升。家装业务布局持续推进，信息化建设助力突破行业瓶颈 16 年以来公

司发力推进家装业务（金螳螂·家）线下布局，16 年家装业务实现营收 6.0 亿元（预计金螳螂·家占 80%），亏损 2553 万元。”--如果 2017 年新签的 70 亿订单，38.2%都是家装订单，那么就有 27 亿的家装订单，那么 2016 年的店铺数量就不大可能只有 6 亿的家装订单。也就是说，券商调研都不能完整了解金螳螂家装的实际进展和份额，也只是感觉上觉得较为看好。

如果按照公装 6 成，家装 4 成的比例，用 2016 年 16.9 亿利润分别用 12 倍、25 倍估值，两部分相加合理估值 291 亿。**(16.9×0.6)×12+(16.9×0.4)×25=291 亿。**

还有另外一种可能，家装目前份额还并不高，真的是投入期，只是有个好的未来。经营数据的改善主要得益于“公装”主业的恢复，好几家券商研报，也持这种观点。如果按这种思路，那么金螳螂“公装”就证明竞争力极强，别人喝粥的时候，居然可以吃肉。就给于整体 15 倍估值。理解家装部分白送，以后真的做大了就算捡个大便宜。这样计算就是 253 亿的合理估值。（思考：目前电子商务，家装这块是不赚钱的？还是把这部分藏到大的装饰装修中去了，因为电子商务只是引流。）（萧萧补充：按 253 亿估值则差不多为 9.5 元/股的价格，股本 26.4 亿。）

最后，再说一下可能很多人，初看金螳螂年报时（包括我自己），会因巨额**应收账款**（还得看能否转嫁，转嫁能力）就给金螳螂定下一个非常负面的印象，但是仔细分析，**这个巨额的应收是这一行业的特征，**而且大多数公司**都用巨额的应付进行转嫁，**转嫁的的多少就看各自本事了。

另外，跟踪多年的动态，应收实际转化成坏账的也并不多，公司甚至没有核销过，说明这一负面信息需要在特定的行业中，具体分析。

最后，现金流情况的改善动态信息，无论驱动原因究竟是什么，很有可能是公司经营拐点的标志。我认为金螳螂估值已经趋于合理，非常值得关注。

2017.7.10-金螳螂作业 1 原创 2017-07-10 simplify 唐书房

（1）P8 显示金螳螂 2014~2016 年营业收入分别为 207 亿，187 亿，196 亿，什么原因制约了螳螂的营收增长，该因素未来依然存在，还是会有改变，什么证据导致你给出此种判断的？

金螳螂的主要业务是公共建筑物装饰装修工程，包括给酒店、写字楼、医院等各种公共建筑做室内装饰室外幕墙，还有约 30%的业务是住宅装饰装修，其中的大头是为开发商做商品房精装修，地产商、总包商、大的企业集团和地方政府是主要客户。公司的生意和固定资产投资息息相关，统计局的固定资产投资和建筑业增加值数据显示，2015 年开始两者增速均大幅下降。中装新网的数据显示 2011 年开始全国建筑装饰行业的总产值增速逐年下降，其中公装部分增速下降尤其厉害，而家装增速高于公装。

这意味着装饰行业的主要客户需求已过了 4 万亿之后的高速增长阶段，用手机 wind 简单查询发现装饰类上市公司如亚夏股份、广田股份的营业收入均在 2013 年前高速增长，2014 年达到顶峰，最近两年停滞不前，和金螳螂的营收趋势完全一致，可见制约螳螂营收增长的因素是行业整体需求不旺。

除此之外，本届政府强调廉政节约且执行力度较大，2013 年就发文要求五年内全面停止新建党政机关楼堂馆所，严格控制办公用房维修改造项目，这意味着近两三年来自政府建筑的装饰工程也增长乏力。

未来几年的经济大概率会保持中速增长，固定资产投资难以恢复高速增长，这届政府大建楼堂馆所的可能性也很低，可以判断公装行业最好的日子已经过去，未来将保持一个中低速增长，从近三年上市公司的报表可看出，行业的竞争态势已经恶化，要保持增长得靠扩大市场占有率，从同行碗里抢肉吃。

（2）P9 的分季营收、净利和经营现金流净额表格显示，公司的经营现金流净额在不同季节里波动很大。以往年份是否同样具备这个特点，是什么原因造成的，你如何看待这个问题，会否成为估值扣分项？

公司的经营现金流净额一直以来都是波动很大，这是由公司与客户的结算方式（也是行业惯例）决定的，公司施工过程按进度收到 60-70%的工程进度款，竣工决算之后才能收到另外的 25-35%的款项，每个季度的决算进度不一，决定了现金流入波动较大，同时公司与供应商的结账与决算进度不同期，才造成现金流净额不同季节波动很大，跟同行相比，这个问题不会成为估值扣分项。

（3）P11，公司说“建筑装饰行业由高速增长期步入中速调整期”，这个判断你是否认同，为什么？

同意，其中的公装业务甚至可以说进入低速增长期，家装业务的增速超过公装，这也是金螳螂进入家

装的一个原因。

（4）你或者你认识的人，有没有人体验过“金螳螂.家”的家装服务？若有，你或者你的熟人对它的服务做何评价？会不会向其他人推荐？主要优点和主要缺点各是什么？

没有。雪球上有一篇金螳螂股东的“金螳螂.家”家装服务体验，写的比较详细，从中没有看出其服务相比本地的中小竞争对手有特别的优势。

https://xueqiu.com/7558440947/87434596

（5）P11 页谈到的收购世界第一酒店设计公司 HBA，你是否查到何时发生的，收购多少股权，收购价格是多少，有对赌协议吗，收购后各年业绩是多少，2016 年 HBA 业绩是多少，该收购产生多少商誉，你对这次收购持正面、负面还是中性看法？（提示：对照合并资产负债表商誉科目附注看）

2012 年 11 月，金螳螂收购了 HBA70%的股权，交易价格 7500 万美元，约合 4.7 亿人民币，公司净资产公允价值 1.46 亿，70%即 1 亿，超过公允价值部分的 3.7 亿计入商誉。少数股东承诺收购后三年净利润不低于 750 万、950 万、1150 万美元，实际业绩分别为 5600 万、7500 万、11000 万人民币，达到承诺利润，2016 年的营收继续增长，但利润下跌至 7400 万。

HBA 是全球最大酒店室内设计公司，擅长为高档酒店做设计，该收购可以提高金螳螂的设计能力，设计与装饰施工的客户多有重叠，双方可互享客户资源，业务也较强的互补性，金螳螂的业务有助于 HBA 在国内接触到更多的客户，HBA 的业内知名度有利于金螳螂向国外拓展酒店装饰业务。

收购完成后，金螳螂 2013 年报提到“公司与 HBA 共享信息资源，进一步提升双方在高端酒店各自的竞争力。 2013 年，公司为 HBA 推荐客户签约设计订单超过 500 万美元， HBA 设计、公司施工的工程项目签约近 3 亿元，协同效应初步显现。”

设计公司可能有点类似会计师事务所或律师事务所，主要的价值在于人才尤其是高级人才，所以有的也采用合伙人制度，高级人才既是公司最重要的资产又是公司的股东，形成一个合理的激励机制，HBA 的股东就是公司的 11 名国际优秀设计大师和公司高管，收购导致的股权结构改变会导致一个潜在的问题，虽然出售股东在协议中承诺为 HBA 服务一定年限，也继续持有一定的股份，但在对赌协议结束之后，从激励制度上看，这 11 位高管和高级人才的工作动力可能会不如收购前，为了解决这一问题，HBA 的薪酬支出可能会大幅增加，2016 年营收增长但利润大幅下降，不知道是不是高管的薪酬已经大幅增加？

总体来说，收购后四年 HBA 归属金螳螂的平均年利润 5500 万，按这一利润算，收购价为 8.5pe，加上业务具有较强互补性，这一收购应该算是成功的，有点复星所说的“中国动力嫁接全球资源”的感觉。

（6）P14 列举了金螳螂的核心竞争力。请你总结你所认同的金螳螂的核心竞争力。

之前完全没有看过这个行业的公司，只能靠常理推断，看上去金螳螂的核心竞争力好像是在大型建筑物的设计装饰施工方面的资质、技术和质量优势，大型高档装饰项目的组织管理，调配资源的能力，毕竟不是很多公司有能力设计装饰鸟巢、国家大剧院、人民大会堂、国家博物馆这样的大型建筑物，另外就是江苏市场多年来的深耕，设计装饰装修是劳动力密集的本地化生意，本地企业具有一定的优势。

亚厦股份的招股书中有一段话“装饰利润表现为工程造价和工程成本的差额，工程造价主要由材料费、人工费、机械设备费之和乘以综合费率再加税金组成。因此决定单项工程利润的主要因素为：（ 1）提高综合费率，这取决于企业品牌和工程装修档次、技术难易程度。（ 2）降低成本，主要是控制材料采购成本，采用先进的管理方法、技术装备、先进工艺和提高劳动生产率。其中，大型建筑装饰企业凭借在技术、

品牌、规模等方面的优势，往往能够获取高于同行业平均水平的利润率。”

金螳螂的建筑装饰业务毛利率略高于上市同行，意味着同样的工程，金螳螂的综合费率可能高于同行，或者是金螳螂的工程档次更高，技术更难，这是金螳螂核心竞争力的具体体现。

（7）金螳螂在业界主要的竞争对手是谁，他们之间的差距在哪里？如果换你做对手的老板，你打算如何缩小和金螳螂的差距，或者如何和金螳螂展开竞争？

主要的竞争对手是亚厦股份、广田集团、中国建筑装饰公司、洪涛股份、深装公司等公司，其中大部分公司都在深圳。装修装饰有一定的地域性，从全国范围来看金螳螂规模最大，但竞争对手在本地市场有其地域优势，如果我是金螳螂的同行，由于公装行业已经难以保持高速增长，继续做大规模的战略难度很大，我会精选两三个细分市场，增强在这些细分市场的专业化能力，精耕细作，毕竟公装客户行业众多需求不一，金螳螂虽然规模最大，但也不可能在所有细分行业保持第一，如果在两三个行业专心做到全国第一，全国市场也是很大的，而且专业化优势而不是规模才是真正的核心竞争力。

另外一个选择是在固守本地市场的同时，集中资源做家装，新房和二手房家装的客户更分散，不满意度更高，痛点更多，如果能在家装领域探索出一条标准化设计装饰施工的路来，回报会很可观，像索菲亚的定制标准化衣柜就解决了家装的一个痛点，回报也是巨大的，当然这事非常非常难。

（8）请对照 P16 营业收入构成表，统计近几年金螳螂营业收入组成结构的变化，并对此变化做出评价。

金螳螂最近几年的主业和营收结构很稳定，公装和住宅精装修业务一直是收入主要来源，一直到 2016 年新增了家装业务，不过也只占据 3%的营业收入，原来的业务增长乏力，预计金螳螂会继续增加家装业务的投入，可以预期家装业务会继续高速增长，但暂时对营收和利润不会有很大影响。

（9）P17 显示金螳螂业务的毛利率仅 15.8%，同比减少 2.5 个百分点，P18 显示设计业务的毛利率为 28.4%，你对这两个毛利率数据有何看法？

受营改增政策的影响，金螳螂 2016 年 5 月开始计征增值税，报表营收减少，造成报表毛利率下降，同口径对比的话营收越增加 3 亿左右，毛利率变化不大。装饰和设计的毛利率差异是行业特征决定的，装饰生意要用到大量的原材料，营收包含巨额的类似为客户代购的原材料成本，造成这一业务的毛利率较低。

（10）请对比 P17 省内省外收入比例，统计近几年金螳螂省内省外收入变化轨迹，并对此发表自己的观点。

省内业务占比从 2010 年的 52%下降到 2016 年的 27%，而且 2010 年省内业务毛利率比省外高了将近 4 个点，之后持续下降，省内外毛利率基本持平（去年的毛利率差距应该是增值税的影响），省外占比增加原因是公司发展壮大，逐渐向外发展，除此之外，省内占比下降同时毛利率下降这两个趋势的背后原因可能是政商关系的逐渐减少，受反腐影响，特别是 2013 年季建业案发后，金螳螂以前靠关系可以拿到量大价高的本地政府合同逐渐减少了（纯猜测）。

（11）P19“已完工未结算项目”表显示，部分项目未结算也已经计入了利润表的收入，你知道计入的规则是什么吗？你对这个计入规则持正面、负面还是中性看法？（提示：看 P232）

公司的收入确认是按照完工百分比法确认营业收入，2007 年开始按照这一新的会计准则后，不仅是已完工项目，大量的未完工项目也被确认为收入，对报表产生很大的影响，原来的大量存货变成了收入，同时应收账款和坏账计提大量增加。本质上讲放在存货计算跌价准备还是确认收入计提坏账准备并无很大差

别，但是后者提前确认利润需要提前交所得税税，这个有负面的影响。

（12）P19 这张表格里“累计已发生成本”、“累计已确认毛利”和“已办理结算金额”、“已完工未结算金额”四个数字之间是什么关系？

前两者是已完工未结算项目在利润表中已确认的营收（172 亿）相对应的成本（149.3 亿）和毛利（22.7 亿），后两者是已收到的现金（131.5 亿）和应收账款（44.9 亿），后两者之和比前两者多了 2.6%是增值税？

（13）P19 主营业务成本构成中，直接材料、人工和费用加总只有 86.65%，其他的 13.35%是什么？

该表的主营业务成本只包含了建筑装饰业中装饰和设计的成本，其他的 13.35%成本是建筑装饰业的幕墙、家具和制造业、电子商务、金融业的成本。

（14）P21，前五名客户合计占公司收入的 15.14%，第一名客户占公司收入的 7.86%，前五名供应商合计占公司采购的 2.63%，这三个数字展示了公司什么经营特点，对此你有何看法？

从最近几年的报表看，公司的客户有集中的趋势（2010 年前五名客户只占 6%的营收），随着客户的进一步集中，公司的议价谈判能力必然受到打压，快速增长的应收账款证明了这一点。供应商分散，意味着公司的原材料选择面广，议价能力占款能力强。

2013 年是金螳螂最后一年披露客户名单，最大的客户是签过战略合作协议的恒大集团，据此推测 2016 年报中第一名客户应该是恒大集团，金螳螂的电商业务刚刚起步，现在的住宅装修业务主要来自于地产商的住宅精装修需求，住宅精装修比例近年一直在提高，这对金螳螂是利好，但房地产如果停止增长甚至负增长，为地产商做配套服务的供应商的日子也不会好过，这是可能存在的负面因素。

（15）P22，公司年研发收入 6 亿左右，相关研发成果是什么？你对研发投入占营收的 3%这一事实，持正面、负面还是中性看法，为什么？

公司由于被评为江苏高新技术企业，享受了 15%的所得税优惠税率，江苏高新技术企业认定中有一条规定，企业近三个会计年度的研究开发费用总额占销售收入总额的比例不低于 3%，而公司历年的研发占比刚好都是略微超过 3%,这个研发开支看上去更像是硬凑出来的，实际大部分只不过是一般的人力成本或管理费用？

（16）P23 显示，在利润基本稳定的情况下，经营现金流波动巨大。例如 2015 年经营现金流净额为 0.8 亿，2016 年为 11 亿。为什么，今年是特例还是历史上也是如此，你对此持什么看法？

这个是行业特征决定的，竣工结算日期不一导致的。

（17）看 P27 主要子公司经营数据表，你能得出什么结论？（提示：请参照 P165 母公司利润表阅读）

公司主营业务装饰装修的大部分营收和利润都来自总公司。

（18）P28 汇报了公司未来战略①向产业链上下游延伸；②国际化；③发展金螳螂.家，发展互联网家装消费金融；你认为这三个战略，哪个最可能成功，哪个最可能失败，为什么？

向产业链上下游延伸不是很理解是什么意思，可能是平台化的意思？国际化方面，靠 hba 的客户名单或许能多拿点订单，家装完全是个未知数，处于摸索阶段，前两年一开始和别人合伙，后来又散伙决定自己单干，一下子开了 90 家店，服务口碑好像都还没，看着好像金螳螂自己也没有想清楚怎么做或懂得怎么做好的样子。

（19）P30 谈到的三个风险①宏观不景气，房地产更严格调控；②同行竞争加剧；③业务和规模的扩张，导致管理能力跟不上；你认为未来三年，哪个风险发生的概率最大，哪个风险最可能对公司经营形成

杀伤力？

1 和 2 是相关的，需求下降大家挣肉吃，日子都不好过，未来可能更难，第三点倒不是问题，作为行业公认老大，管理和人才不会有大问题，上市同行亚厦股份报表里就显示，有两位高管来自金螳螂。

（20）金螳螂上市以来，从二级市场融资多少，现金分红多少，其中有多少分到二级市场股东（除上市前股东以外的股东）手中了？二级市场股东目前持股市值多少？将全部二级股东看作一个人，他的年化回报为多少，获取回报中，多少是企业经营业绩推动的，多少是市盈率变动带来的？

金螳螂 2006 年上市融资 3.72 亿，2011 年定增融资 13.26 亿，合计融资近 17 亿，还有部分股权激励股份。如果只计算上市时以 12.8 元认购 2400 万股的股东，投资成本 3 亿，历年已收到分红 3.85 亿，已完全收回投资成本，按今天收盘价计算，手中还有 66.8 亿的市值，持有近 11 年获利 18 倍，年复合收益率 33%。

金螳螂发行市盈率 26.43 倍，现在市盈率 17.05 倍，期间净利润增长 30 倍，收益超过 100%是业绩推动的。

（21）对于实际控制人朱兴良通过行贿南京市长季建业拿工程一事，你持什么看法？该事件对金螳螂未来发展是否有重大不利影响？

通过行贿拿到政府工程，作为行业来说估计不是个案，该案对金螳螂的声誉造成影响，可能会增加公司获得政府工程订单的难度，由于朱兴良没有具体参与公司的日常管理，之后省外业务比例也不断增大，该事件对金螳螂的重大不利影响可能已经过去。

（22）财报 P45~P117 全部是公司购买理财产品的信息，你对此持什么看法？

感觉是比较注重资金的利用效率，但看不懂为什么这么频繁买很短期限的理财产品。

这里有个关于金螳螂投资资产的问题请教唐兄，金螳螂账上有 5 亿元的卖出回购负债，利率 7.4%，利息超过 3500 万；5 亿债券利率 5%，利息 2500 万，这部分合计 10 亿的债务利息共 6000 万，而财务报表中总利息支出才 7700 万，这样算下来其余的 10 亿左右借款利息才 1700 万，显然不合理。是不是卖出回购那部分负债利息费用没有进入财务费用，而是作为信托产品收益的成本？

（23）实际控制人出事后，P129 高管名单显示上市公司由职业经理人执掌。职业经理人无（大）股而居高位，与名单里持有股权但居于低位的朱姓人，据你所知有没有爆发过冲突？你认为他们能否和谐相处，为什么这么认为？

2010 年 43 位公司高管和金螳螂集团打了一场官司，金螳螂集团以每股 1 元的价格向这 43 位高管协议转让 2200 万的限售股，之后一直没有过户，最后靠司法过户，不过实质上这更像是一种股权经司法过户的方式，而不是真的存在矛盾，公司许多高管是公司早期股东和员工，从上市前就在公司任职，至今已经十几年，可以预期未来管理层会继续保持稳定。

（24）P157 合并资产表可以最简化为：类现金资产 61 亿（货币，银票，预付，其他流动，可供出售，递延），欠条（应收账款，商票，其他应收）190 亿，商誉 4 亿，经营资产 13 亿，合计 268 亿。对于总资产的 70%是欠条，你持什么看法？

2012 年至今所有装饰类上市公司的应收账款占营业额的比例都大幅上升，具体到金螳螂，2010 年，金螳螂干 100 元的活，客户打 28 元的白条（一年内应收账款），之后白条比例逐年上升，没有一年下降，去年更是高达 77 元，干 100 元的活客户打 77 元的欠条，已经远远超过报表里说的客户按工程进度付 60-70%

的款项。同期应付类-应收类的差额不断扩大。金螳螂上市以来净利润累计 95 亿，除了股东分掉的，大部分都变成了被客户占用的应收账款。这说明这些装饰类公司很可能并没有差异化很强的核心竞争力，在市场需求增速下降的情况下只得靠账期争抢业务，即使是行业老大在甲方面前都没有很强的议价能力，并且无法将应收账期延长的压力完全传递给上游供应商。

（25）公司的债务合计 167 亿，其中有息负债仅有不足 17 亿（短债，长债、卖出回购），其他近 90%约 150 亿均为经营过程中的应付款，其中大头是欠供应商的。对此特点，你如何评价？

整条产业链中供应商是最弱势的群体，客户向金螳螂打白条，金螳螂转身又向供应商打白条。

（26）公司归母净资产 100 亿，当前市值约 290 亿，请就此市净率谈谈你的看法？

100 亿的净资产赚取 17 亿的利润，并且多年来 roe 一直保持在 20-40%，可见金螳螂最值钱的资产并不是账面上的有形资产，而是第六点问题回答中提到的多年来在行业中形成的商誉。对于现在以 290 亿的估值投资金螳螂的股东来说，最重要的是这部分商誉未来是否能继续增值，也就是金螳螂的管理团队能否扩大在公装上的优势，并复制到家装领域。

（27）P163 合并利润表中，资产减值损失（坏账损失）3.9 亿，约 200 亿应收账款（P229），当期计提 3.9 亿坏账损失，相对于建筑装饰行业平均水平，是激进还是保守？

从总的坏账准备占应收账款账面余额看，金螳螂这一比例是 10.8%，亚夏股份是 7.5%，广田集团是 8.7%，应该说金螳螂的坏账准备计提相比同行还是相对保守的。

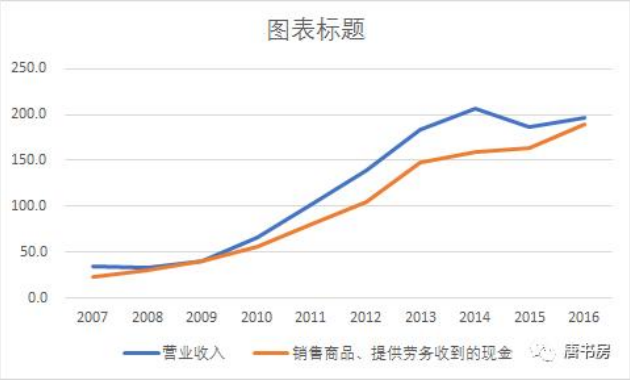
（28）在利润表销售费用里，相比净利润 5%的增幅，变化剧烈的科目主要有职工薪酬和广告费用（P255）。职工薪酬增加 35%，你持什么看法？广告费用从 2015 年的 702 万，增加到 2016 年的 2776 万（增幅大，绝对值不大），你持什么看法？

相比公装业务，家装业务费用率较高，新开的 90 家直营店面增加了几百名销售人员，导致员工薪酬大幅增加，为了推广金螳螂家的业务，大幅增加广告开支。

（29）公司的所得税率是多少，近期有没有变大或者变小的可能？

母公司被评为江苏高新技术企业，享受 15%的所得税率优惠，经查上市同行多年来也都享受 15%的所得税优惠，这个可能是行业的普遍税率，短期内应该能维持。

（30）请制作历年利润表“主营业务收入”与现金流量表“销售商品、提供劳务收到的现金”数据曲线对比图。并就两条线的走势差异发表你的看法。



公司上市前几年报表收入和来自客户的现金流比较接近，回款良好，2010 年开始两个数据开始背离，2014 年达到顶峰，当年做了 207 亿的生意，只收到客户 160 亿的现金，最近两年情况有所好转，但回款依然低于营收，客户占款累计总额依然在增加。

（31）请查阅年报之后至今公司发布的公告及 2017 一季报，看有什么足以对经营或估值有较大影响的事件需要补充的；

对比今年一季度和去年四季度的经营简报，“累计已签约未完工订单金额”一季度末增加了 14.8%，按比例推算，公司手头可能有未完工未确认收入的工程项目金额可能在 205 亿左右，大约等于一年的营收。

（32）至此，你是否能对金螳螂做出估值判断，若能，是依据什么？若不能，难点哪里？

金螳螂是一家身处一般行业中的好企业。从资本回报率看是一家优秀的企业，但行业的生意模式和现状又决定了现金流量表很难看，利润大部分都变成了替客户垫资的应收账款。如果房地产出现拐点，地产商的日子难过，是否需要大幅提高坏账准备是个未知数。这是一家属于低净利率低周转率高负债的企业，估值得打个折扣。

去年以来金螳螂股价并没大幅上涨，但大股东和高管持续减持，说明大股东和高管认为公司现在的市值并没低估。毛估估给个 15 倍扣非净利的估值，240 亿，6 折 145 亿可适当参与。

第288篇.　　2017.7.10-金螳螂作业2

原创　2017-07-10　**威廉华莱士**　唐书房

金螳螂(SZ:002081)，上市时间：2006　年 11 月 20 日，发行前总股本：7000　万股，净资产 1.81 亿。IPO 发行 2400　万股，占总股本 9400 万股的 25%稍多，发行价格 12.80　元/股，融资 3 亿元。

2006~2016 年累计现金分红 16.34 亿元，按照二级市场股东持股约 25%的比例计算，原控股股东获取现金分红约 12 亿，ipo 时认购全部新股的股东及后来接手他们股票的二级市场投资者作为一个整体，合计获取分红约 4 亿。当前市值 285 亿（2017-07-07 收市），25%股份价值约 71.25 亿，11 年多回报约 18 倍。

由于上市时间是 2006　年 11 月 20 日，故粗略将 2006 年的经营成果，视为上市前经营业绩。2006 年净利润为 0.63 亿，2016 年净利润为 16.83 亿，增长约 26.7 倍，即业绩增长推动了市值 12 亿（12.8 元×9400 万股）增长至 320，当前市值 285 亿。少于 320 亿的部分，约-35 亿，是由市盈率的变化导致的。也就是说，市场似乎对当下的金螳螂并不感冒。为什么呢，下面细说。

2016 年，取得营收 196 亿，同比增长 5%。2015 年营收 187 亿，2014 年营收 207 亿，从营收看，似乎增长停滞了。2015 年管理层报告提到，“建筑装修装饰行业受建筑业增长幅度回落影响，困难众多，挑战严厉，环境复杂。”2016 年年报指出，“建筑装饰行业由高速增长期步入中速调整期”。从国家统计局（http://www.stats.gov.cn/）网站查询数据，　可知，装修装饰行业的产值和建筑行业的产值正相关。如表 1 所示。

	2012	2013	2014	2015	2016
建筑业总产值_累计值(亿元)	135303.3	159313	176713.4	180757.5	193566.8
同比增速		18%	11%	2%	7%
装饰装修产值_累计值(亿元)	7853.91	9434	10373.1	10508.05	11295.16
同比增速		20%	10%	1%	7%

表 1-建筑业总产值和装修装饰产值统计

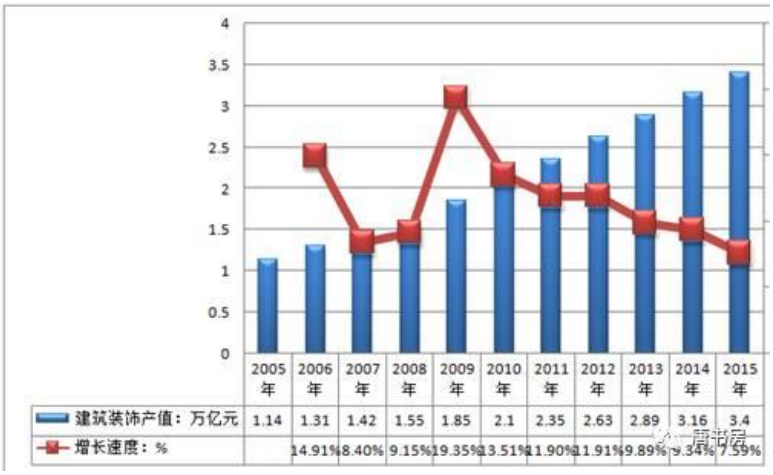


图 1-2005-2015 年中国建筑装饰行业总产值及增速

由图 1 可以明确的得出：建筑装饰行业的野蛮增长的时代已经过去，在经历了 2008-2009 的大水漫灌之后，增速逐年回落。2017 年一季度，营收同比增长 3.94%，并未看到复苏的迹象。还有一处似乎也印证了这个结论：财报 P45~P117 全部是公司购买理财产品的信息，正是资金没有好的去处。

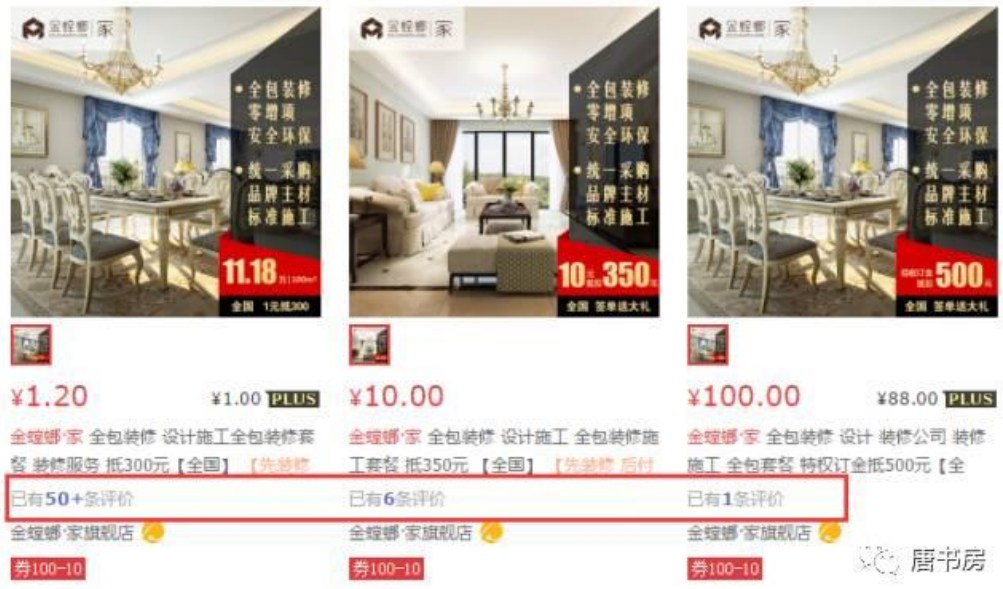
比较公司近几年的产品结构，电子商务逐步加大。占营收比重，从 2014 年的 0.02%，提高到 2016 年的 3.06%。增长幅度 2118.66%。

产品结构的变化，应该是公司加大电商业务板块的扶持力度的结果。2014 年的管理层报告就出现了“互联网家装革新，营建商业新生态”的提法，2014 年 4 月，设立金螳螂电商、收购家装 e 站。（2015 年 8 月 19 日，金螳螂发布关于出售金螳螂（苏州）电子商务有限公司股权的公告，并成立新电商公司。分手原因，公告上说是“因股东之间在家装电商的商业模式、经营模式上存在较大分歧”，用家装 e 站创始人孟德的话说，是“价值观不合”。）

分地区：省内收缩，省外扩张。省外占营收比重，从 2014 年的 68.59%，提高到 2016 年的 73.01%。省内省外收入比例的变化，应该是省内天花板的出现，不得不寻求省外拓展。

上天猫和京东，按销量排序，可以看出，电商尚未成气候，如下图所示。

图 2-天猫金螳螂.家销量排行



- **竞争与风险**

竞争主体：目前建筑装饰行业主要竞争主体包括金螳螂、亚厦股份、洪涛股份和广田集团。金螳螂是规模最大、在公共建筑装修领域实力最雄厚的龙头企业，主要经营包括酒店、政务性会堂、公共交通枢纽等公共建筑的装饰工程业务。洪涛股份是国内公共建筑装饰领域内龙头企业，专注于政务性会堂、大型剧院、五星级酒店等高毛利率项目。在公装业务上，金螳螂、洪涛股份、亚厦股份三家上市公司都拥有很强的竞争力。而在住宅精装修方面，亚厦股份和广田集团总体水平较好。

问卷分析：工作三年，刚好身边的同事都在买房子搞装修。大概了解了一下情况，基本没听过金螳螂，装修以老同事推荐为主，多是包工头式的个体户。倒是在雪球上看到过一篇施工体验，链接如下：https://xueqiu.com/7558440947/87436339 。貌似体验并不好，文末还附了一句“根据我国刑法第 246 条第 1 款规定，利用网络信息诽谤他人，同一信息被点击、浏览次数达到 5000 次以上，可构成诽谤罪。欢迎@金螳螂各级管理人员。”证明非水军所为。另外，评论里也有人谈到装修公司的生意模式的弊病，难以标准化，可谓一针见血。

图 4-雪球用户评论装修生意

上下游：前五名客户合计占公司收入的 15.14%，第一名客户占公司收入的 7.86%，前五名供应商合计占公司采购的 2.63%。前五名客户占比较高，造成的局面是：大客户说了算，得像大爷一样的供着。相对来说，前五名供应商占比较低，较分散，风险较小。

研发：公司年研发收入 6 亿，占营业收入比重 3.09%。比较同类企业，洪涛股份，2016 年为 2.87%，2015 年为 3.11%；亚厦股份，2016 年为 2.96%，2015 年为 2.67%。相比之下，差别不是很大。研发主要投向：对新型材料、工艺技术、专利发明等领域的投入。截止报告期末，累计已获得专利 950 余项（其中发明专利 210 余项）。

风险：P30 谈到的三个风险①宏观不景气，房地产更严格调控；②同行竞争加剧；③业务和规模的扩张，导致管理能力跟不上。以上三个风险中，个人认为最有可能对公司造成杀伤力可能是第一条。前文图 1 已经明确了展示了建筑业和装修装饰的正相关的关系，如果房地产调控更加严格，势必影响建筑业的发展，进而间接影响到装修业。

- **国际化**

双方签订如下对赌协议：

3、净利润目标

金螳螂与各出售少数股东约定，HBA 在 2013 年、2014 年和 2015 年各日历年度的净利润，不得低于下述目标(均称为“净利润目标”)：2013 年日历年度：$7,500,000；2014 年日历年度：$9,500,000；及 2015 年日历年度：$11,500,000；

如果 HAB 在任何日历年度(“不足年度”)的实际净利润，低于不足年度的相应净利润目标，则公司在每一出售少数股东的聘用协议项下应就相应财务年度支付给该等出售少数股东的奖金，将按一美元对一美元的原则，调减下述金额：(i) 公司实际净利润和净利润目标的差额，乘 (ii) 50%，再乘(iii) 该出售少数股东的比例份额。

如果公司在不足年度的紧接下一日历年度(“补偿年度”)的实际净利润，超出就补偿年度规定的净利润目标，则公司在每一出售少数股东的聘用协议项下应就补偿年度所对应的财务年度支付给该等出售少数股东的奖金，将按一美元对一美元的原则，调增下述金额：(i) 补偿年度公司实际净利润超出净利润目标的数额，乘以 (ii) 50%，再乘(iii) 该出售少数股东的比例份额，但是，该等调增额在任何情形之下均不得超出不足年度中该出售少数股东的调减额。

唇书房

实际完成情况：

2015 年：净利润 74,952,721.18 人民币，按 2015-12-31 汇率算，约 11,531,542.69 美元，达标；

2014 年：净利润 88,672,840.80 人民币，按 2014-12-31 汇率算，约 14,302,071.1 美元，达标；

2013 年：净利润 55,981,634.26 人民币，按 2013-12-31 汇率算，约 9,251，633.49 美元，达标。

（注：2013 年报未直接给出 HBA 的净利润数据，由于收购 HBA 是通过在新加坡设立的全资 子公司完成的。而新加坡金螳螂有限公司是于 2012 年 11 月 30 日办理的企业登记手续，故 2013 年报 P29 主要子公司新加坡金螳螂有限公司的净利润数据可视为当年 HBA 的净利润数据）。

2016 年，HBA 的净利润 1.1 亿。持股比例达到 73.60%。

从过往的数据看，收购 HBA，算是一桩双赢的生意。且对于海外拓展起到了积极的作用，收购 HBA 后，公司先后承接了老挝万象亚欧峰会官邸别墅、 巴哈马大型海岛度假村、澳门巴黎人酒店、 阿联酋迪拜

的总督酒店、塞班加拉班娱乐度假村项目和阿比亚 Ranches 高尔夫酒店项目。

- **未来发展战略**

2016 年毛利同比下降 2.46 个百分点。主营业务成本构成中，直接材料、人工和费用占 86.65%，其他的 13.35%囊括了电子商务、家具、金融服务等产品。仅电子商务一项的成本就从 2015 年的 0.15 亿提高到 3.16 亿。提高 20 倍，看来电商刚开始确实是个烧钱的活。

对于实际控制人朱兴良通过行贿南京市长季建业拿工程一事，表面上看，对公司产生了较大的不良影响。毕竟，公装的客户中政府部门是主力。但通过比较洪涛股份、亚厦股份，发现近两年的营收同比都已是负增长。因此，基本可以得出结论，行贿案对金螳螂并未造成很大影响。且随着时间的流逝，这种影响越来越小。

- **财务**

资产		负债	
现金及类现金	79亿	有息负债	17亿
欠条	190亿	经营性占款	151亿
商誉	4亿		
经营资产	13亿	净资产	100亿
资产总计	268亿	负债及所有者权益	268亿

资产端，欠条（应收账款，商票，其他应收）占了总资产的 70%，一方面是业务特性导致，公装领域的对手方以政府为主，应收账款是常态，数量虽大，但成为坏账的概率较小；另一个原因是 P232 也提到的会计处理方法。“装饰工程决算审计通常时间较长，同时本公司是在装饰工程竣工时按合同额确认收入，决算时决算金额与合同金额的差额在决算当期调整，但决算时确认的应收账款账龄是以装饰工程竣工时点作为起点，从而导致应收账款余额较大以及 1 年以上应收账款金额较大”

负债端，近 90%是经营性占款。

也就是说，公司的生意模式，就是拿着经销商的钱，投入运营，然后产生一堆的应收账款，回款后还给经销商。周而复始。感觉有点像是房地产的经营模式。

主营业务收入常年高于销售商品、提供劳务收到的现金，也进一步印证了前文提及的行业特征（提前确认收入）。

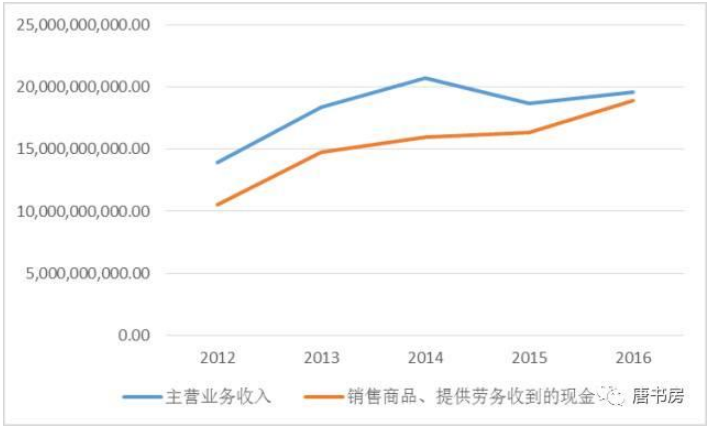


图 5-主营业务收入与销售商品、提供劳务收到的现金

综上，市场之所以对当下的金螳螂不感冒，大概率是源于其近两年的慢增长、高应收账款、行贿事件等缺点。

- **估值**

查询经营情况简报：2016 年第四季度，新签订单金额+中标未签订单金额，合计 72 亿；2017 年一季度，新签订单金额+中标未签订单金额，合计 92 亿。一个季度的订单接近 2016 年全年一半的营收。截至报告期末累计已签约未完工订单金额 416.78 亿，约为 2016 年营收的两倍有余。也就是说，未来两年的确定性基本无忧。有没有“山重水复疑无路，柳暗花明又一村”的感觉？

简单粗暴的将金螳螂的业务分为 公装 + 家装 两块，分别来估值。

公装领域“老大哥”的地位毋庸置疑，其承接的鸟巢、水立方项目，近年参与杭州 G20 会场装修，早已打响了知名度。公装的估值，就以 2013 年为准，之后的增长就算安全边际好了。营收 184 亿，净利润 15.64 亿。对于公装领域的这位一哥，市场目前给予其 17 倍的市盈率，近 5 年市盈率中位数 17.9。再悲观一些，给予其 15 倍的市盈率，则值 234 亿。

家装领域，过去两年是房地产的大年，由于交房和装修的滞后期，2017~2019，应该能够推动建筑装修业的快速增长。董事长杨鹏接受网易家居的采访时说，“我们有制定 5 年计划，前三年重在速度，后两年重在内功。我们希望通过 3-5 年的发展，率先突破百亿规模”。拆解 2017 一季度经营情况简报，发现这个 2014 年才进军家装领域的新兵蛋子，住宅类订单，2017 年一季度新签订单金额+中标未签订单金已经达到了 26.84 亿，约占一季度新签订单的三成。2016 年四季度 23.75 亿。因此，考虑到施工周期，未来一到两年，大概率就能够完成百亿规模的目标。

那么，家装这块，百亿营收，按照 3%（参考数据来源：广田集团受让深圳泰达 60%股权的对赌协议，约定净利润率不低于 3%）净利率计算，约 3 亿的净利润。考虑到金螳螂的采购优势（金螳螂建筑装饰股份有限公司现任副总经理朱农曾说，“装饰装修行业的材料采购是“以量换价”，金螳螂利用自身的规模优势，尽量跳过区域经销商和代理，直接对接工厂，做到去中介化。”），能够降低成本，则净利润率会有适当的提升，提升部分也权作安全边际。考虑到未来三年的增长的确定性，给予 20 倍的市盈率，则值 60 亿。

综上，公装+家装，合计约值 300 亿。当前 285 亿，低估，但不是非常低估，向上空间不大。因此，可以耐心等待，看市场会否给上车的机会。

2017.07.07 By 威廉华莱士

PS：手一和手二的忠实读者，感谢老唐的用心和付出，祝身体健康生活愉快。

第289篇. 2017.7.10-金螳螂作业3

原创 2017-07-10 **石石石-石可** 唐书房

金螳螂一直是建筑装饰行业的龙头企业。但随着行业整体的增速放缓，尤其是以政府为主导的公共建筑装饰新增需求放缓的大背景下，金螳螂的业绩难以避免地失去了以往的高增长态势。虽然公司在 2015

年及时转型至 B2C 的家装行业，而且事实也证明公司的转型战略符合当前行业结构的调整方向，但至今仍未找到金螳螂家能成为公司新的业绩增长点的确凿证明。

从公司层面来看，金螳螂有良好的应收管理能力，现金流充沛。即使在行业不景气时期表现也优于同行企业，是当之无愧的“好公司”。公司早早地适应“职业管理人”模式，使得 2013 年实际控制人被带走调查的黑天鹅并没能对公司经营造成剧烈影响。

从二级市场的估值来看，公司目前股价相当于 2011 年初，但当时公司的营业收入和净利润都仅为当前的一半。因此股价反映的是市场对公司未来不看好的预期。如果从市场容量及金螳螂过往表现毛估估计算，当前市值依然是偏保守的。

因此，从“好生意、好公司、好价格”的三好标准上看，我认为公司显然属于“一般的行业、极好的公司、较好的价格”。

个人利益披露：本人持有金螳螂。

Q1：金螳螂 2014-16 营业收入分别为 207 亿、187 亿、196 亿，什么原因制约了金螳螂营收的增长，该因素未来依然存在，还是会有改变，什么证据导致你给出此种判断？

对比亚厦股份、广田集团等同行同期的营收变化，可以得知金螳螂 2014-16 年业绩的放缓，主要是由于行业大环境所致。

营业收入（亿元）	2013	2014	2015	2016
金螳螂	184	207	187	196
亚厦股份	121	129	90	89
广田集团	87	98	80	101
洪涛股份	35	34	30	29

雪书房

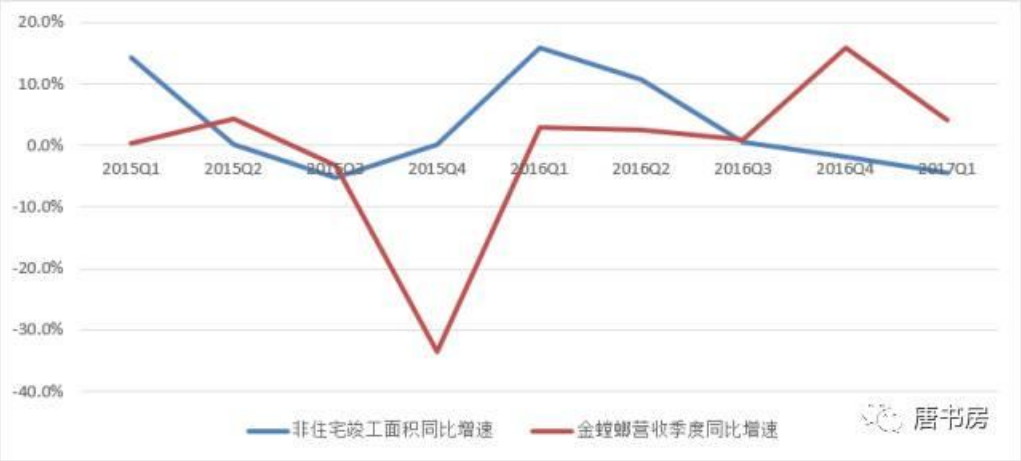
由于公司约有 80%的营收来自装饰部分（主要为公装），因此全国每年新竣工的非住宅面积在很大程度上影响着公司的业绩。

根据统计局的数据，自 2015 年二季度起，全国非住宅房屋竣工面积增速开始同比放缓，并在 2015 年三季度出现负增长。而装饰行业存在一定的滞后性，因此金螳螂业绩在 2015 年四季度出现明显的同比下滑。但在 2016 年，行业开始有所好转，这也帮助公司在概念获得营收的正增长。

目前根据最新统计，2017 年一季度非住宅竣工面积再次出现同比下滑，意味着公司未来营收可能依然不够乐观。

	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
房屋建筑竣工面积_累计值(万平方米)	54720	134667	226033	423123	59783	138375	231005	420803	62284	145534	234038	422376	65575
住宅房屋竣工面积_累计值(万平方米)	35437	90092	150981	286292	39126	92365	156126	284022	41847	97039	156496	284027	43019
非住宅房屋竣工面积_累计值(万平方米)	19283	44574	75052	136831	20657	46010	74879	136781	20436	48496	77542	138349	22556
非住宅房屋竣工面积_当季值(万平方米)	16154	25292	30478	61779	18468	25353	28869	61901	21411	28059	29046	60807	20463
季度同比增速					14.3%	0.2%	-5.3%	0.2%	15.9%	10.7%			4.4%
金螳螂季度营收（亿元）	41	46	59	61	41	48	57	41	42	49	58	47	44
季度同比增速					0.2%	4.3%	-3.2%	-33.5%	3.0%	2.5%	0.9%	16.0%	4.1%

雪书房



Q2：季营收、净利和经营现金流净额显示，公司的经营现金流净额在不同季节里波动很大以往年份是否同样具备这个特点，是什么原因造成的，如何看待这个问题，是否成为估值扣分项？

公司每年的季度营收、净利润表现得比较平均，但经营现金流净额存在 1 季度大幅流出、2-4 季度流入的特点。

亿元	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入	41	46	59	61	41	48	57	41	42	49			44
净利润	3.8	4.4	5.0	5.6	4.2	4.2	4.8	2.7	4.6	4.2	4.8	3.2	4.8
经营现金流净额	-6.6	0.6	-1.0	3.5	-10.9	1.8	1.3	8.6	-4.7	-0.7	8.2	8.2	-3.3

这主要和公司所处行业的特性有关：每年初采购原材料、和员工结算工资、奖金，因此导致巨额支出，随着后三个季度业务的开展以及项目的结清，才有净现金流入。从生意模式上看，这是个需要先垫钱再干活再结算的苦逼行业。

Q3：公司说：“建筑装饰行业由高速增长期步入中速调整期”，这个判断你是否认同，为什么？

基本认同。我认为这里面有两个关键字，一是中速、二是调整。

根据前瞻研究院发布的数据，2010-2016 年中国建筑装饰行业产值整体增速依然能维持在 8%-10%左右。

但是从内在构成上看，公共建筑装饰产值的增速已下滑至 6%左右，而住宅建筑装饰产值增速却提升至 14%。

我认为这一方面由于地方财政问题以及一系列限制政府肆意浪费支出的规定，导致各地在公共建筑上，尤其是以政府为主导的建筑项目的装饰上不得不放慢脚步。另一方面，这几年房地产市场的火爆反而点燃了住宅建筑装饰市场。

对于金螳螂来说，虽然在这几年新成立了金螳螂家，符合行业整体的结构调整，但公装依然是公司业务的大头。不过，我认为未来由存量建筑引发的翻新装修需求或许能重新提升行业增速，目前来看仅仅是处在存量需求尚未触及但增量业务有所放缓的青黄不接的阶段。

Q4：你或者你认识的人，有没有人体验过“金螳螂.家”的家装服务？若有，你或者你的熟人对它的服务做何评价？会不会向其他人推荐？主要优点和主要缺点各是什么？

没有。家附近有金螳螂家的分店，去过一次，没什么人。在雪球和知乎上看到过网友体验金螳螂家服务后的感受，读完后整体的感受是：B2C 的家装行业大概率是个坑。一方面金螳螂的设计优势无法在家装中体现（基本标准化模板，优秀的设计师无法覆盖全国那么多门店的需求）、施工团队质量很难保证，另一方面随着房地产市场调控政策的实施，影响了未来一段时间的家装需求，如何养活全国几十家门店和团队也成了问题。当然好处是，金螳螂的品牌确保了材料质量，会有不少人愿意为此支付溢价。

附上知乎上关于使用金螳螂家装修效果点赞最高答题主的总结：

先总结下这次的装修，很多我也在评论里提过，并不后悔选择金螳螂，虽然价格的确偏高，但是的确省心，无论项目经理还是设计师在我提要求或者发现问题后，都不会互相推诿，把皮球踢给业主，总会给一个比较满意的解决方案（此处不包括橱柜设计师不走心的设计，省略一万字吐槽），服务态度很好，项目进度更新及时。然而很多问题也的确存在，需要在几个节点做好监督，没有时间监督，也可以提前要求哪些施工需要实时拍照，相信项目经理也都会同意。装修的流程很多，一步一步，有很多的工人参与，所以问题在所难免，不后悔选择金螳螂主要就是因为有问题能及时解决，省心省时间（当然，如果你有完全信任的接私活的项目经理，那就没必要选择这么贵的金螳螂了）

基本看下来属于花钱买省心。想到我原来一个同事装修时找的某互联网装修平台，结果最大的问题就是监督不力以及出了问题平台、施工方和材料厂家互相踢皮球。对比下来，金螳螂家确实规范不少。不过需要注意的是，上述这位答题主地处苏州，不知道全国范围是否是同样的服务水准。

另外，以下是 2 月底开始金螳螂家官网上显示的获取报价的人数，每周统计一次。询价人数基本保持每周 700-1000 人。

	金螳螂	
	获取报价	增速
2月28日	21748	
3月7日	22582	3.83%
3月14日	23503	4.08%
3月21日	24632	4.80%
3月28日	25715	4.40%
4月6日	26867	4.48%
4月13日	27580	2.65%
4月18日	28163	2.11%
4月26日	29018	3.04%
5月9日	30589	5.41%
5月19日	31870	4.19%
5月25日	32467	1.87%
5月31日	32908	1.36%
6月6日	33613	2.14%
6月15日	34483	2.59%
6月22日	35066	1.69%
6月29日	35765	1.9

Q5：P11 页谈到的收购世界第一酒店设计公司 HBA，你是否查到何时发生的，收购多少股权，收购价格是多少，有对赌协议吗，收购后各年业绩是多少，2016 年 HBA 业绩是多少，该收购产生多少商誉，你对这次收购持正面、负面还是中性看法？（提示：对照合并资产负债表商誉科目附注看）

公司于 2012 年 11 月 17 日签订了 HBA 股权购买协议，以 7500 万美元的价格收购 HBA70%的股份，计算下来对 HBA 的估值为 1.07 亿美元。

根据协议中的业绩目标，要求 HBA 在 2013-15 年的净利润不低于 750 万、950 万、1150 万美元。实际 HBA 在 2014-16 年的业绩分别为：1080 万、1600 万、1040 万美元（汇率统一按 6.9 计算）(2013 年没查到)

2013 年初，收购 HBA 产生的商誉约为 3.69 亿人民币，由于汇率的变动，2016 年底商誉增至 4.1 亿人民币。

以 10PE 左右的估值收购了一家成熟的室内设计公司，对金螳螂来说不但有助于业绩的增厚，更关键的是打开了全球高端装饰市场的大门。因此我认为这是一笔正面的收购。

Q6：P14 列举了金螳螂的核心竞争力。请你总结你所认同的金螳螂的核心竞争力。

金螳螂最核心的竞争力，就是多年排行第一的品牌优势。在过去以政府投资为主导的“不差钱”的经济增长模式下，品牌优势能获得更多高端客户的信赖和溢价支付的意愿。这种高端品牌能使公司在完全竞争特性的行业中形成自身的竞争壁垒。

Q7：金螳螂在业界主要的竞争对手是谁，他们之间的差距在哪里？如果换你做对手的老板，你打算如何缩小和金螳螂的差距，或者如何和金螳螂展开竞争？

金螳螂的主要竞争对手包括全国范围的同行如亚厦股份、广田股份、洪涛股份等，以及各地区本土化的小装饰公司。

对于缺乏品牌支持的小公司来说，如果要与金螳螂展开竞争，只能通过降价等方式获得客源。尤其是在经济下行的环境下，客户会更重视成本的控制，因此低价策略或许能缩小与高端品牌间的差距。

对于规模相近的全国性装饰企业来说，通过互联网等新兴技术或许能成为弯道超车的有效手段。例如用 VR 观看装修效果等。

Q8：请对照 P16 营业收入构成表，统计近几年金螳螂营业收入组成结构的变化，并对此变化做出评价。

公司各项分类产品营收增速如下：

营收同比增速	2014	2015	2016
装饰	11.7%	-9.2%	2.9%
幕墙	13.6%	-17.4%	-1.1%
设计	16.7%	-6.2%	-4.6%
家具	46.3%	-41.5%	-39.9%
电子商务		447.0%	2118.7%
金融服务			197.5%
其他		-34.8%	-35.6%

支撑公司业绩大头的装饰、幕墙和设计保持平稳。虽然电子商务业务增速迅猛，但由于基数较低，直至 2016 年电子商务营收仅占总体的 3%左右，而且业绩还是亏损的。

Q9：P17 显示金螳螂业务的毛利率仅 15.8%，同比减少 2.5 个百分点，P18 显示设计业务的毛利率为 28.4%，你对这两个毛利率数据有何看法？

占公司营收大头的装饰业务，毛利率仅为 15%，决定了金螳螂业务整体低毛利的特点。设计业务毛利接近 30%，是因为其成本构成中没有直接材料部分，设计业务的 9 亿多成本中，有 8 亿是直接人工成本。

Q10：请对比 P17 省内省外收入比例，统计近几年金螳螂省内省外收入变化轨迹，并对此发表自己的观点。

公司营收按区域划分占比如下：

	2013	2014	2015	2016
省内	35%	31%	30%	27%
省外	65%	69%	70%	73%

装饰行业有较强的地域性优势，但从金螳螂的区域业务占比来看，业务已经逐渐从江苏省扩大到全国范围。但从省外业务的毛利率更低的特点来看，说明公司依然需要靠价格战才能获得更多的省外市场。

Q11：P19“已完工未结算项目”表显示，部分项目未结算也已经计入了利润表的收入，你知道计入的规则是什么吗？你对这个计入规则持正面、负面还是中性看法？

由于金螳螂是通过完工百分比法确认项目的进度，因此收入应该是根据实际项目进展中成本支出占总成本的比例确认的。

	累计已发生成本	累计已确认毛利	预计损失	已办理结算的金额	已完工未结算的余额
已完工未结算项目	14,925,016,844.10	2,274,469,464.58		13,150,713,313.44	4,[illegible] 36

因此，2016 年年报披露的已完工未结算项目中，累计发生成本为 149 亿，并基于此成本占总成本的比例确认工程进度和收入比例。根据表格中确认的毛利为 22.7 亿，计算毛利率约为 13.2%，低于公司整体 15%的毛利。因此可以说明在该方法下公司确认的毛利是偏保守的。

Q12：P19 这张表格里“累计已发生成本”、“累计已确认毛利”和“已办理结算金额”、“已完工未结算金额”四个数字之间是什么关系？

累计已发生成本和累计已确认毛利是根据完工百分比下在报表时点确认的成本和毛利。

已办理结算金额应该是指工程最终竣工结算前的部分结算金额，如中间结算、年终结算等等。

已完工未结算金额是指按照完工百分比已确认收入，但实际还有余款没有结算的金额。

Q13：P19 主营业务成本构成中，直接材料、人工和费用加总只有 86.65%，其他的 13.35%是什么？

P19 的主营业务成本构成中，只列出了装饰和设计两个业务的成本情况，但其余业务并未列出。在营业成本附注中，有各项业务的成本情况列表。

产品类别	本期发生额	
	主营业务收入	主营业务成本
装饰	15,912,749,879.38	13,517,391,813.09
幕墙	1,650,556,213.44	1,508,355,986.10
设计	1,339,508,511.46	959,075,488.01
家具	42,942,724.63	37,619,137.92
电子商务	599,310,527.89	315,854,097.90
金融服务	48,272,885.88	18,904,425.98
合　计	19,593,340,742.68	16,357,2[illegible]0

因此剩下的 13.35%应该是幕墙、家具、电子商务和金融服务业务中的成本。

Q14：P21，前五名客户合计占公司收入的 15.14%，第一名客户占公司收入的 7.86%，前五名供应商合计占公司采购的 2.63%，这三个数字展示了公司什么经营特点，对此你有何看法？

公司在采购上更加分散，以达到更高的议价能力；在业务上相对集中但又不依赖单一大客户。

根据公司在 2012-13 年披露的前五大客户，排名前三的分别是恒大、万达以及海澜之家，这些大客户都能够持续开发新的楼盘、分店，这对于金螳螂来说，这类客户可以提供可持续的订单。

Q15：P22，公司年研发收入 6 亿左右，相关研发成果是什么？你对研发投入占营收的 3%这一事实，持正面、负面还是中性看法，为什么？

从国家知识产权局的专利检索来看，金螳螂在 2016 年递交的专利申请多达 221 条。

从专利的内容上看，大多是装饰施工的工艺、工具的改进等。

我认为这也是金螳螂在行业中有别于其他竞争企业的核心。因此每年占营收 3%的研发合情合理。

Q16：P23 显示，在利润基本稳定的情况下，经营现金流波动巨大。例如 2015 年经营现金流净额为 0.8 亿，2016 年为 11 亿。为什么，今年是特例还是历史上也是如此，你对此持什么看法？

经营现金流净额的不稳定源自于应收账款的剧烈波动。

	2013	2014	2015	2016
应收账款	111	148	166	178
应收账款增加额		37	18	12
净利润	15.6	18.8	16	16.8
经营现金流净额	10	-3.46	0.82	11

例如 2014 年净利润为 18.8 亿，但当年新增 37 亿应收账款，因此公司实际经营现金流净额为负。2016 年现金流的改善也是由于应收账款增量得到有效控制。因此，关注公司应收账款的回款情况，成为了重中之重。

Q17：看 P27 主要子公司经营数据表，你能得出什么结论？（提示：请参照 P165 母公司利润表阅读）

子公司经营数据表虽说是“主要子公司及对公司净利润影响达 10%以上的参股公司情况”，但其中没有一家公司的净利润影响达到 10%以上。尤其是这几年新设立的电子商务和国际业务，目前依然处于亏损阶段。新加坡金螳螂的 6000 万净利润，主要来自 HBA 的业绩。

对比公司合并报表和母公司利润表也可以看出，公司这几年来自母公司外的营收占比逐渐增加，但净利润依然主要依靠母公司业务。

亿元	2014	2015	2016
母公司营收	149	131	136
合并营收	207	187	196
占比	72.0%	70.1%	69.4%
母公司净利润	16	13	15
合并净利润	19	16	17
占比	85.2%	81.3%	87.5%

Q18：P28 汇报了公司未来战略①向产业链上下游延伸；②国际化；③发展金螳螂.家，发展互联网家装消费金融；你认为这三个战略，哪个最可能成功，哪个最可能失败，为什么？

向产业链上下游延伸最有可能成功，互联网家装消费金融最有可能失败。前者与公司本业最为密切，公司最为了解；而后者一方面对于金螳螂来说是个全新的领域，另一方面家装行业受到房地产景气度影响较大，在未来几年可能会有所放缓。

Q19：P30 谈到的三个风险①宏观不景气，房地产更严格调控；②同行竞争加剧；③业务和规模的扩张，导致管理能力跟不上；你认为未来三年，哪个风险发生的概率最大，哪个风险最可能对公司经营形成杀伤力？

建筑装饰行业一直以来都有着“大行业、小公司”的特点，金螳螂能在激烈的竞争中十几年稳坐龙头地位，足见其优势，即使未来出现行业变动，如环保等相关要求的提升促使行业重新洗盘，对龙头企业来说也是扩大优势的机会。

在业务规模的扩张和管理能力的矛盾上，目前也暂时看不出金螳螂的瓶颈。

因此，宏观不景气以及房地产的调控，依然是最有可能对公司未来的经营产生杀伤力主要风险。例如 2016 年下半年以来全国房地产调控政策的实施导致房屋成交量极度萎缩，未来会在一定程度上影响金螳螂家的业绩。

Q20：金螳螂上市以来，从二级市场融资多少，现金分红多少，其中有多少分到二级市场股东（除上市前股东以外的股东）手中了？二级市场股东目前持股市值多少？将全部二级股东看作一个人，他的年化回报为多少，获取回报中，多少是企业经营业绩推动的，多少是市盈率变动带来的？

金螳螂上市时发行 2400 万股，每股 12.8 元，共计融资 3.072 亿元。公司上市以来累计分红 16.3 亿元，按照 25%的比例，大约有 4 亿元分红分到了二级市场的股东手中。

目前公司市值在 293 亿元左右，按公司当初上市的发行价计算，上市时的总市值为 12.3 亿，10.5 年的年化增速约为[（293+16.3）/12.3]^(1/10.5)-1=36%左右。

由于公司上市时定价的估值为 19 倍 PE 左右，高于当前估值（15-16PE），因此获取的回报主要是由业绩推动的。

Q21：对于实际控制人朱兴良通过行贿南京市长季建业拿工程一事，你持什么看法？该事件对金螳螂未来发展是否有重大不利影响？

该时间在当时短期内对公司股价造成了一定影响，但是在业绩层面，公司 2014-16 业绩并没有因此出现大幅下滑，这也意味公司的核心竞争力是由千百个高品质的项目积累起来的良好口碑和品牌，而并非个人的因素所能影响的。

随着时间的推移，该事件对金螳螂已经几乎没有影响。

Q22：财报 P45~P117 全部是公司购买理财产品的信息，你对此持什么看法？

这一方面说明公司现金流充足，没有资金链的问题，但另一方面也反映是装饰行业或许依然还处于调整期，因此公司只能用闲置资金理财。

Q23：实际控制人出事后，P129 高管名单显示上市公司由职业经理人执掌。职业经理人无（大）股而居高位，与名单里持有股权但居于低位的朱姓人，据你所知有没有爆发过冲突？你认为他们能否和谐相处，为什么这么认为？

事实上，金螳螂的高管团队一直以职业经理人负责经营。例如倪林从 2004 年就接手金螳螂董事长一职，这十几年在职业经理人团队的经营下公司业绩有目共睹。

在网上我找到以下一段资料，表明金螳螂的经营结构，早已熟悉大股东“甩手”模式。

在金螳螂，长期以来实际控制人在企业经营中是“配角”，职业经理人负责经营，任职没有天花板，可以就任最高领导即董事长、总经理——传统的民企，职业经理人的天花板是总经理乃至副总经理。2000年前后，金螳螂的职业经理人团队建设基本完成。2003年朱兴良离职董事长、留任董事，不参与具体事务（有点类似俗话说的“甩手掌柜”），倪林接任董事长，彼时公司规模不大——2005年时营收12.9亿元。

金螳螂董事、副总经理、董事会秘书罗承云对《董事会》记者表示，公司2006年上市之前，朱兴良就只担任董事，在公司没有办公室，不参与公司具体事务，在董事会、股东层面发挥作用。长期以来，除去朱兴良任职董事、其弟朱兴泉2004年至今任职副总经理，金螳螂的执行董事、高管均为职业经理人，核心高管入职时间很长、团队稳定。

唐书房

Q24：P157 合并资产表可以最简化为：类现金资产 61 亿（货币，银票，预付，其他流动，可供出售，递延），欠条（应收账款，商票，其他应收）190 亿，商誉 4 亿，经营资产 13 亿，合计 268 亿。对于总资产的 70%是欠条，你持什么看法？

欠条中有超过 90%是应收账款，而应收账款在未来能否回款，这一方面要看公司过去应收账款回款率的情况，另一方面也要判断未来宏观经济的情况（若恶化可能更要不回钱了）。

关于回款能力，我统计了 1 年以内的应收账款在第二年进入到 1-2 年的比例，以此类推，结果如下：

回款能力	2012	2013	2014	2015	2016
1年以内	55%	66%	73%	85%	83%
1—2年	46%	51%	51%	31%	37%
2—3年	50%	57%	56%	53%	42%
3—4年	55%	60%	41%	72%	50%

唐书房

从过去几年的统计数据看，1 年内的应收账款占大头，但 1 年内收回的比例逐年上升，目前已超过 8 成。

Q25：公司的债务合计 167 亿，其中有息负债仅有不足 17 亿（短债，长债、卖出回购），其他近 90%约 150 亿均为经营过程中的应付款，其中大头是欠供应商的。对此特点，你如何评价？

对比亚夏股份和广田股份，负债中分别有 70%和 50%为应付款。这说明这属于全国性装饰公司固有的特点。也说明金螳螂能通过拖欠供应商货款缓解巨额资金支出对公司现金流带来的压力。

另一方面，公司同时拥有巨额应收和应付票据。根据过去每年 4 月初的票据池业务公告，说明公司以往都是通过管理将应收票据支付供应商。只要应收不出现巨大窟窿，巨额应付款对公司业务不会构成风险。

Q26：公司归母净资产 100 亿，当前市值约 290 亿，请就此市净率谈谈你的看法？

A：公司 100 亿的净资产中，有 6-7 成是由净应收款构成（188 亿应收款-122 亿应付款），但公司最核心的资产——品牌，却并没有计入在净资产中。

在财报中，公司在介绍自身业务时，也是每年都会将自身品牌实力放在第一段，表明在装饰行业中，

品牌价值往往占据了最重要的地位。尤其在宏观经济向好的环境下，许多公装业务的客户都是“不差钱”的主，因此希望装修的档次越高越好，自然也就会聘请行业内最好的装修企业。

（一）公司是一家以室内装饰为主体，融幕墙、家具、景观、艺术品、机电设备安装等为一体的综合性专业化装饰集团。公司拥有《建筑装修装饰工程专业承包一级》、《建筑装饰工程设计专项甲级》、《建筑工程施工总承包叁级》等资质证书，具备承接各类建筑装饰工程的资格和能力，是建筑装饰企业中资质级别最高、资质种类最多的企业之一。根据中国建筑装饰行业协会组织的建筑装饰行业百强评选结果，公司连续14年蝉联中国建筑装饰行业百强企业第1名。公司设计和施工项目的承接一般通过招投标、邀标的方式取得。报告期内公司主要经营模式未发生重大变化。

厝书房

那么，从收购企业的角度来看，为了金螳螂这个品牌，支付 190 亿左右的溢价（商誉），究竟算不算贵呢？我拿同行业的上市公司做了个对比：

亿元	金螳螂	洪涛股份	广田集团	亚厦股份
净资产	101	34.7	63	75.4
市值	287	93	143	121
商誉	186	58.3	80	45.6
2016年营收	196	28.8	101	89.4
2016年净利润	16.8	1.31	4.03	3.19
营收/商誉	1.05	0.49	1.26	1.96
净利/商誉	9%	2%	5%	7%

厝书房

假设该行业全凭品牌效应获取客户，那金螳螂在单位商誉获取营收的能力上，并不是最强的，但在单位商誉获取利润上却是最优秀的，即客户愿意为金螳螂这个品牌，在业务上支付更高的溢价。

Q27：P163 合并利润表中，资产减值损失（坏账损失）3.9 亿，约 200 亿应收账款（P229），当期计提 3.9 亿坏账损失，相对于建筑装饰行业平均水平，是激进还是保守？

根据 Q24 中的数据，金螳螂的应收账款在 4 年未收回的概率大概是：（1-80%）*（1-30%）*（1-40%）*（1-50%）=4.2%

根据公司计提坏账的规则，4 年以上计提比例为 80%，基本就确认为坏账。从公司最新回款率来看，一笔应收账款大致会有 4%左右的坏账情况，这与计提损失金额基本一致。

不过从计提规则上看，公司并不是最严格的。

应收账款计提比例			
账龄	金螳螂	亚厦股份	广田股份
1年以内	5%	20%	5%
1—2年	10%	50%	10%
2—3年	30%	80%	30%
3—4年	50%	100%	50%
4—5年	80%		50%
5年以上	100%		50%

厝书房

Q28：在利润表销售费用里，相比净利润 5%的增幅，变化剧烈的科目主要有职工薪酬和广告费用（P255）。职工薪酬增加 35%，你持什么看法？广告费用从 2015 年的 702 万，增加到 2016 年的 2776 万（增幅大，绝对值不大），你持什么看法？

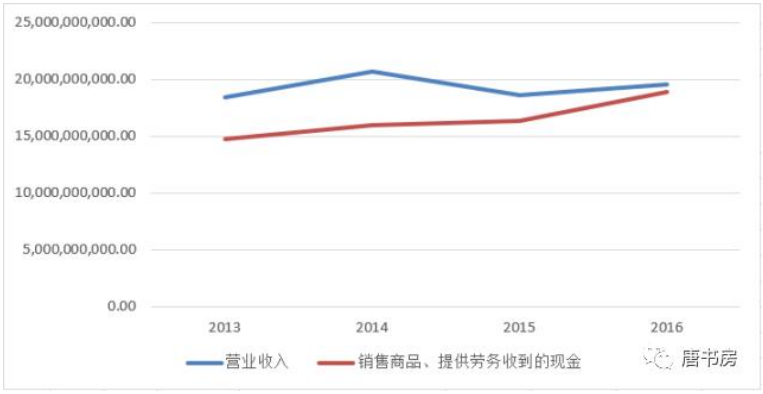
公司 2015-16 年员工数量增加了 10%左右，从 12831 到 14118，其中行政人员减少 200 多名，增加的员工主要集中在生产、销售、技术人员上。（由于 2015 年和 2016 年报表统计口径不一致，因此无法判断

到底哪类员工增加最多）。结合公司开展的业务，猜测应该是金螳螂家在全国开展线下门店的过程中新增的员工。包括广告费用的增加，可能也是金螳螂家相关费用。

Q29：公司的所得税率是多少，近期有没有变大或者变小的可能？

2014-2016 年母公司及部分子公司享受 15%所得税优惠。根据 2017 年 1 季报的数据计算，公司截至一季度依然享受 15%的所得税优惠政策。

Q30：请制作历年利润表“主营业务收入”与现金流量表“销售商品、提供劳务收到的现金”数据曲线对比图。并就两条线的走势差异发表你的看法。



从年度的统计期间来看，基本上每年收到的经营现金与营业收入保持同步，并逐年缩短差距，这表明公司在业务现金回收上逐年改善。

Q31：请查阅年报之后至今公司发布的公告及 2017 一季报，看有什么足以对经营或估值有较大影响的事件需要补充的；

公司分别公布了 2016 年四季度和 2017 年一季度的经营简报，具体如下：

2017一季度			
项目类型	新签订单金额	中标未签订单金额	截至报告期末累计已签约未完工订单金额
公装	43.73	17.08	274.88
住宅	21.83	5.01	118.39
设计	5.24	-	23.51
合计	70.8	22.09	416.78
2016四季度			
项目类型	新签订单金额	中标未签订单金额	截至报告期末累计已签约未完工订单金额
公装	32.29	12.08	246.97
住宅	19.6	4.15	94.03
设计	4.15	-	21.95
合计	56.04	16.23	362.95

唇书房

另外，根据公司在年报中披露的未完工项目情况：

	项目金额	累计确认收入	未完工部分金额
未完工项目	44,384,072,302.50	26,568,932,100.45	17,815,140,202.05

唇书房

未完工部分金额大约有 178 亿，这部分是未计入 2016 年业绩的收入。按照一季度新增 70 亿订单粗略估计一年新增 70×4=280 亿订单，加上未完工部分，一共是 458 亿，与 2016 年未完工项目总金额 443 亿相差不大。这也说明公司新增订单和老业务基本与过往保持一直。

在这里我有个猜测，如果公司营收是根据项目进度比例计算的话，那么一年 450 亿的项目对比 200 不

到的营收，说明公司业绩增速有限，在一定程度上并不是因为接不到订单，而是“产能”有限。工程进度限制了收入的确认。

Q32：至此，你是否能对金螳螂做出估值判断，若能，是依据什么？若不能，难点哪里？

我打算从保守和乐观两个角度对金螳螂做下估值：

1、 保守市值

过去 6 年，全国建筑装饰行业完成总值基本保持在每年 10%左右的增速。金螳螂的建筑装饰业务占总行业的比例，从 2010 年的 0.27%，上升至 2014 年的 0.61%，目前维持在 0.5%左右。

单位：亿元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
全国建筑装饰行业完成总产值	21000	23500	26300	28900	31700	34000	37300
金螳螂建筑装饰业	57	98	139	173	194	175	179
占总量比	0.27%	0.42%	0.53%	0.60%	0.61%	0.51%	0.48%

唐书房

假设未来该行业总产值维持在 40000 亿元左右，那么金螳螂 0.5%的占比大约是 200 亿元，按 10%的净利率，即 20 亿。目前公司建筑装饰行业营收占总营收的 92%左右，如果未来下降至 90%，那么公司总利润大约会在 22 亿左右，扣除 15%所得税后大约为 18.7 亿，按照 15-20 倍 PE 估值，市值在 280-374 亿。对比当前市值为 294 亿，没有明显的吸引力。

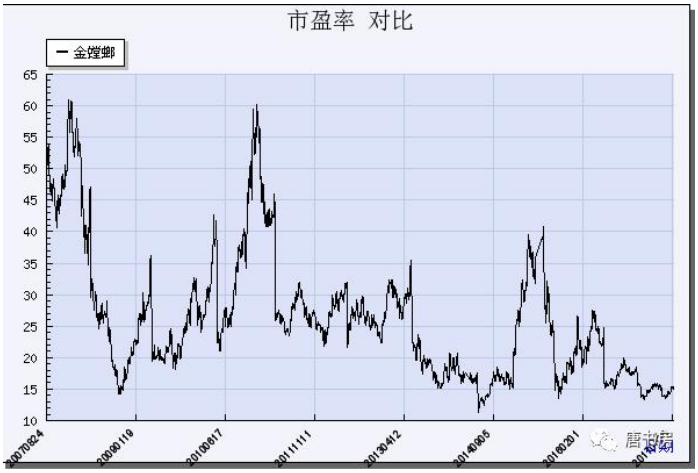
2、 乐观市值

同样根据以上数据，假设未来行业总产值依然保持在 40000 亿左右，但金螳螂凭借自身品牌优势将市占率逐步提升至 1%，按照 10%的净利率，那么就是 40 亿净利润。同样按照 90%的业务占比和 15%的所得税，得到公司整体税后净利润约为 37.8 亿，按照 15-20 倍 PE，市值大约在 567-756 亿。

由于公司市占率从 0.27%翻倍至 0.5%左右花了 5-6 年，因此假设达到 1%的市占率依然要花 5 年时间，那么 5 年达到乐观市值的上下限，年均增速约为 14%-21%左右。

3、 其他简单粗暴的估值

因为当前金螳螂在行业困境时期业绩依然保持稳定，因此先假设通过业绩下滑而使 PE 上升的概率较小。那么从 PE 回归的角度看，公司当前估值基本处于历史低位。



第290篇. 2017.7.10-螳螂战果

原创 2017-07-10 唐朝 唐书房

截止星期天晚上 21：30 前收到的所有邮件，除了两封以外，其他的老唐全部看过了。那两封没看的，一封是乱码，另一封附件指定只能用苹果系统打开，不支持 windows 下阅读。精力所限，只是对其中少部分做了回邮，共性问题在这儿统一聊聊，还望没有收到回邮的朋友见谅。

今天二三四条推送给大家的@石石石-石可　@威廉华莱士　@simplify　三位朋友的作业，属于收到的邮件里较好的三篇，经征求他们三位同意后发给大家做个参考。除他们仨以外，还有@王晓勇　@饮兴因明月　@周明芃　@自称臣是酒中仙　@2623057799　@金臻忆　@何海洋等几位朋友的邮件，也很不错。

几乎所有来信的朋友，都感叹了亲自做一次，果然大有收获，和直接看别人的分析，是截然不同的体验。重要的不是有没有逮住这只螳螂，而是捉它的过程中练出的技艺（螳螂拳 VS 黄雀技？）。这里分享一段@明天不是梦　发来的感触：

第一次如此细致的分析一个公司的数据，花了好几天时间，感慨认真做好投资真不容易，自己不确定的东西也很多。以前也看过不少年报，但除了看管理层报告，分析收入变化趋势、存货、应收款、毛利率、净利润等主要因素外，对其他问题从来没如此细想过。

自己做了一次才感受到老唐平常在网络上对公司的要点信手拈来的感觉也不是像看起来的那么轻松，背后需要详细的对比数据，找到证据去支撑自己的观点。

真的很感谢老唐的无私分享，督促自己早日在投资生涯中能从股价的短期波动中解脱出来，努力去理解公司的竞争力，跟踪公司竞争变化趋势，寻找到优秀的估值低廉的公司，走上投资的正道。

相信其他朋友也有类似感觉，对于金螳螂这家公司持什么看法，估值多少，其实真不是这次作业的目的。一名投资者读财报，不仅是会看营收多少，净利润多少，增长率多少，更重要的，是学习发现问题，是学习带着问题去阅读财报，是能够通过财报去理解一家公司的生意模式、竞争优势、潜在危机。这一切，没有什么圣杯必杀技，就是一份份地看过去，日拱一卒、不期而至。

优秀的作业，除了完整地对老唐提出的 32 问进行了数据搜索和解答之外，都有自己的拓展和思考。有些信息，是老唐之前也没有关注和考虑到的，例如：

作业 1 里的谈到的管理层与公司曾经的官司，意在通过司法手段低价转让股权给管理层；

作业 2 通过天猫和京东上的家装设计成交量和评论量观察金螳螂.家的状况；

作业 3 通过在国家专利局检索金螳螂的专利申请及分布，来观察公司的研发成果等；

另外还有一位朋友（很对不住，我忘记记录作者名字了），谈到了 3%研发比例，是江苏省高新技术企业评级的要求，金螳螂每年都刚刚超过 3%标准线，疑似为达标而凑出来的，等等。

这些都是相当不错、相当有效的信息搜集，也是投资者可以管中窥豹的好方法。

不过，几乎所有的朋友，对于公司公告的关注度都不够。数十封邮件里，只有一位名叫@叻叻牛　的朋友注意并谈到了公告披露的“经营简报”数据。今天推送给大家的三位朋友的文章，有关“经营简报”的部分，全部是在老唐回邮给出提醒后补充上去的。

在列出的 32 问中，老唐故意将一个和经营简报相关的重要数据忽略不谈，但连续提了和它在同一页面的三个问题（P19 有关的问题 11~13），想看看大家在阅读过程中，会不会发现这个与未来业绩有直接关联的重要数据：P19 最上面一行：未完工项目 444 亿，累计确认收入 266 亿，未完工金额 178 亿。

在问题 31 里，老唐提醒关注年报发布日后，有什么“对经营或估值有较大影响的事件”。认真看公告

的话，必然会遇到2017年一季度经营简报。紧接着用“经营简报”做关键词，在雪球金螳螂公告页面搜索，还可以找出去年四季度的经营简报。

通过阅读简报，会发现这个经营数据披露，是深交所从去年11月才开始要求披露的。它里面披露的是公司每个季度里新签订单金额，中标未签订单金额，和已签约未完工订单金额。

对于一个以接工程、干工程为主业的公司，知道现在手头有多少正在干、还没有确认进收入的未完工订单（P19），最近又签了多少新订单，还有多少中标等着签合同的订单，就算是基本掌握了公司的发展状况了——如果对金螳螂感兴趣，这个简报就是以后需要跟踪的核心数据。

很遗憾，这个P19未完工金额178亿和经营简报数据，除了@叻叻牛　之外，没有朋友注意到。对自己持有的公司或者感兴趣的目标公司的相关公告披露，尤其是和经营信息有关的披露，是股东必须关注的信息。其实老唐以前经常解析类似东东的，比如国投电力每个季度都会披露的经营数据。

今天算是给了大家的一个提醒，发现了一个盲点。不知道没发来邮件的朋友里面，有没有注意到P19未完工项目和公告的经营简报的朋友？

说到订单，要特别表扬一下@小鳄鱼。他在财报阅读中，注意到公司披露的重大合同里，正和贵州镇宁布依族苗族县政府洽谈一个金额高达36亿的特色旅游项目合同。但是小鳄鱼通过搜索，发现该县年财政收入仅7亿，于是对该项目的支付能力表达了高度的怀疑和警惕。这种警惕性和怀疑精神，是一个投资人必须具备的品质。

市场金钱无限，而你我本金有限，绕过一个坑，比捡到同等金额的宝，重要的多。因为前者是保护珍稀的本金，后者却只是从无限里拿走一小块。

虽然说具体看法不重要，但若不聊一聊，估计很多有轻度强迫症或者有强烈好奇心的朋友，可能吃不香睡不好，哈哈。聊聊吧！不过，希望大家真的去认真观摩今天二三四条推送的三篇作业（提醒：老唐没说他们仨的作业全部是正确的哦），而不要因为看了本文的结论就跳过那三篇，那才真叫丢了宝。

如果我们认真阅读了财报，或者仅仅是按照老唐提出的32个问题阅读了财报，我相信获得对这家公司的轮廓性印象并不难：

这是一家建筑装饰行业的龙头公司，建筑装饰是一个很大的行业，但由于门槛不高，竞争对手很多，各有各的生存之道，属于典型的大行业，小公司；

这个行业永远是先干活后拿钱，应收款很大，客户的支付能力和支付意愿对公司价值影响很大；

这个公司净利润率不高，行业竞争激烈；

这个公司营业收入的计入规则，导致财务报表容易被管理层按需调节；

这个公司自有资本需求很小。虽然有大量的应收，但可以通过欺负更弱的上游来解决款项占用，因而净资产收益率蛮不错；

这个公司业务与房地产市场周期关联紧密，且稍微滞后于房地产市场的繁荣或者衰退，相对房地产市场而言，难度稍低；

这个公司以公装为主，公装订单今年有明显起色，新订单金额环比有超过35%的增加，显示2017年业绩可能向好；

这个公司经营历史优良，大股东和管理层展示了良好的合作和团队精神，在国内同行里具有良好的口碑，市场份额遥遥领先与行业第二名及其他同行；

公司正在努力向国外市场扩展，向家装市场扩展，并你考虑向上下游扩展，但尚未发现有清晰的战略和明显的效果；

……

如果我写一篇关于金螳螂的文章，那么上面这些就会是我要表达的主要观点。一名投资者，理解了投资对象靠什么挣钱，挣什么钱，在产业链中居于什么地位，和同行相比具备哪些优势和劣势，未来的发展空间主要在哪里，未来可能的危险是什么？能够就这些问题表达出清晰而有说服力的观点，投资决策自然就出来了。

至于文章，就是用财报的数据去支撑和证明上述观点，加上对其的简单估值（并不需要多么精确），仅此而已。这是我们每个人都可以做到的，差异顶多也就是文字表达顺畅与否，各板块之间的关联和转折顺畅与否，恰恰这个顺畅与否与投资决策的关系反而很小。

大致就是这样了，大家看了作业之后，有什么感触，有什么新发现？或者觉得自己做得好的部分，做的不好的部分分别是什么？欢迎随意在几篇文章下面留言聊。

最后，说个事儿：近期，唐书房的更新频率可能会显著降低。原因有二，其一是最近好像有点用眼过度了，眼睛不舒服，需要休息；其二是要准备装修房子的前期琐碎工作了，预计会占用较多的时间。当然，只是更新频率会降低，码字作为老唐的爱好，是永远也不会停止的。

再次谢谢认真阅读 32 问并邮来作业的朋友们。我确信，你们为此花费的数小时乃至数天时间，最终统统会变成收益体现在你们的账户里，或迟或早。

文字_2017-07-14

唐书房 *2017-07-14*

进账户打新，注意到双汇已连跌数日，顺手把观察仓伟星新材卖出换成了双汇，毕竟伟星已达到 3 月份文章里写过 190 亿估值了。当前持仓茅台 36%+，国投 27%-，招行 9%-，民生 8%-，腾讯 7%+，洋河 5%-，双汇 4%-，信立泰 3%+，海康 1%+，B 股 1%+，观察仓宋城忽略。

第291篇.　　2017.7.15-闲聊本周的阅读

原创　2017-07-15　唐朝　唐书房

本周休息眼睛，强迫自己尽可能离开屏幕，正好借机翻了几本纸质书。简单做个总结，即算是帮大家肉测探雷，也算是自己做了个浅印象的读书笔记。

（1）认真看的：《环球投资旅行：穿越六大洲的投资奇遇》

看标题，这本书很容易让人想起吉姆.罗杰斯的《罗杰斯环球投资旅行》（该书后来好像改名《玩赚地球》又出版了一次），是的，题材类似，都是一位投资人士到处旅行，顺带考察所到之处潜藏投资机会的书籍。

相比而言，这本要比罗杰斯那本略差。罗杰斯那本，还是好些年前读过。看罗杰斯骑着摩托全世界走，听罗杰斯分享那些惊险刺激的旅行经历，以及从他的视角里看到的各地可能的投资机会，真心觉得过瘾，有种让人膜拜的感觉，不仅膜拜投资视角的敏锐，更膜拜肆意行走的自由。

罗杰斯是按照路线图一路描述下来，代入感比较强，读者很容易产生共鸣。这本是分别谈了作者选定的十多处地方，而选定的这些地方又以发展中国家为主，因为作者认识上有一根主线：世界将回归正常。

我理解作者所谈到的回归正常，其含义大致相当于均值回归，与另一种强者恒强的认识相对应——本书英文原名本就叫《World Right Side up》，作者认为西方自工业革命以来的领先并非常态，未来差距会越来越小，非西方国家正在追赶上来，让世界回到（古老国家领先的）常态。因而，投资人要更多的将眼光放在发展中国家的机会中去。

对于这种宏大叙事的理念，老唐无法认同。这种所谓历史潮流，就算趋势预测准确，历史洪流上的时间稍微一点点的偏右或偏左，就是一代甚至几代人的变化。作为个人用它来指导投资，实在太过童话了。

但作为开眼界和长见识的材料来阅读，还是蛮不错的。全书 13 章，除了第一章算是概述以外，其他 12 章分别介绍了不同的地区，推荐了有潜力的产业，并直接给了相关股票代码（注意，该书应该是完成于 2012 年）和需要更深入了解当地可以读的书，例如：

第二章　哥伦比亚：探寻传说中的黄金之国。作者推荐关注哥伦比亚的油气产业，黄金公司，券商和交易所。书就略过了（下同）；

第三章　巴西：土地超级大国。作者推荐关注巴西的农业、房地产、肉制品、冶金煤；

第四章　尼加拉瓜：人间天堂。作者推荐在尼加拉瓜买房，关注尼加拉瓜最大的黄金出口商；

第五章　中国：危机与机遇。作者推荐关注水资源处理领域，关注黄金股，煤炭股以及煤炭替代品；

第六章　印度：别喝自来水？作者认为对印度的投资困难比较大，建议透过本地基金和本地研究机构来投资，或者投资印度在美国的上市企业；

第七章　阿联酋：别墅吉普赛人。作者推荐阿联酋的房地产；

第八章　南非：彩虹之国的资本经济。作者推荐非洲共同基金，在南非的北美矿业公司，浅层金矿开采商；

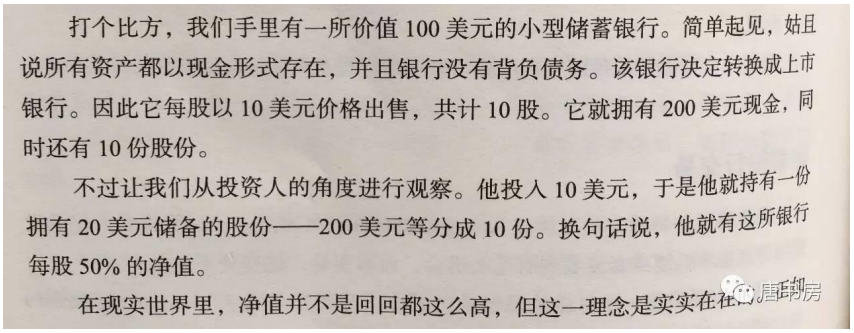
第九章　澳大利亚和新西兰：上下而求索。作者推荐液态天然气公司，地热公司，铀生产商，并指出澳洲经济受亚洲影响很大，繁荣和惨淡容易走极端；

第十章　东南亚：环游泰国、柬埔寨和越南。作者推荐了几家专注投资该区域的基金；

第十一章　蒙古、阿根廷、俄罗斯、土耳其和中亚地区。这一章令人费解的是不知道为什么会有阿根廷混在里面。作者认为蒙古是一个令人兴奋的市场，阿根廷是个值得一游的地方，俄罗斯是一个值得跟踪、充满魅力的市场（投资指数），土耳其的石油和天然气领域有很多商机；

第十二章　加拿大：“产粮之篮”荣归。作者建议投资加拿大农地，尤其是萨省耕地；

第十三章　美利坚合众国：回到家门口。在这一章里，似乎作者忘记了本书的定位要说 world right side up，整体又比较看好美国，甚至直接给出了美国住宅很便宜，美国小型储蓄银行上市是一个投资良机等建议。不过，不知道是我对小型储蓄银行的知识了解不多，还是翻译的问题，总之书中描述的小型储蓄银行上市获利原理，连最简单的“打个比方”部分，我也没看懂。


打个比方，我们手里有一所价值100美元的小型储蓄银行。简单起见，姑且说所有资产都以现金形式存在，并且银行没有背负债务。该银行决定转换成上市银行。因此它每股以10美元价格出售，共计10股。它就拥有200美元现金，同时还有10份股份。

不过让我们从投资人的角度进行观察。他投入10美元，于是他就持有一份拥有20美元储备的股份——200美元等分成10份。换句话说，他就有这所银行每股50%的净值。

在现实世界里，净值并不是回回都这么高，但这一理念是实实在在的

除了风土人情和投资建议之外，本书也有些妙语值得记录，例如：

大多数投资见解都源于对可获得的公开数据不厌其烦的琢磨，同时辅以创造性的先见之明以及特立独行的勇气。

（对投资而言）信念、耐心与勤奋，远比内幕重要。

旅行这一行为应当象征着希望。绝望则是待在躺椅上，目光冷漠、空洞，对什么都提不起兴趣来。我认为旅行者骨子里都是乐观主义者，要不然他们根本不会启程。

战战兢兢的投资者靠小道消息和流言蜚语买卖，他只能影响短期行情。但从长期来看，市场自己会合理的解决问题。

道格曾经进行过测试，展示了每股收益增幅和总回报之间有着巨大的相关性。道格提取了彭博社数据存档的所有泰股，取出每股收益增长最多的20%的股票，然后将它们与每股收益增长最差的20%股票进行比较。（2006~2011年）前20%的股票回报率达239%，而后20%的股票仅为33%。

“这期间我们经历了军事政变、外汇管控、海啸、禽流感、红衫军……任何一项都是会给股市带来负面影响的局外变量”道格说道“但股市仍然有所选择，回报了优异的公司。这就是我说政治无关紧要，任何政治恐慌引发的下跌都是购买良机。”

投资不是射箭，必须命中靶心。它更像是扔手榴弹，八九不离十就行（大意，原话过后没找到）

……

总体来说，是一本“猎艳”的书籍，几十块钱开开眼界，还算值。

（2）大略翻的：《从报表看企业》和《手把手教你编制高质量现金流量表》

《从报表看企业》是出版社送给老唐的张新民教授的新书，老唐曾经的学习资料之一，以前推荐过。这是最新的第三版，到手又翻看了一遍。当然，这次看，就不如当年看第一版时认真了。

不过张教授针对我们拿着财报究竟看什么，总结出来的“财报八看”，的确是通俗易懂，朗朗上口：看战略，看经营资产管理与竞争力，看效益和质量，看价值，看成本决定机制，看财务状况质量，看风险，看前景。张教授的书以及他在网易公开课上的免费课，都是非常不错的财务入门资料。

顺便看了一本同类新书《手把手教你编制高质量现金流量表》，没啥意思，感觉是写给入门的会计工作者看的，对投资者来说，无阅读价值——我坦白，我是在京东偷看自己的《手把手》销售情况，然后这本《手把手》跳出来了，就顺便下单了。

（3）还在阅读中的：《投资者的敌人》和《大江东去》

在网易蜗牛读书上，看着一本朱宁教授的书《投资者的敌人》。翻这本书，源于一个误会，以为是一

位在创业板最热闹的时候，声称“已经不看主板，只看创业板”的基金经理的反思和总结，就进去看了。结果不是的，基金经理叫朱平，这位作者叫朱宁，是上海交通大学上海高级金融学院副院长，耶鲁大学金融博士。

因为受限于每天只有 1 个小时阅读时间的限制，还没看完，但已经可以评价为有趣了。书里通过许多国内外金融市场的实例、故事及数据，解释了一些金融现象，梳理了投资与心理的关系，深入分析了投资者常见的敌人：不安分的心态、不分散的组合、不淡定的择时、不明智的选股、不给力的基金、不理性的大脑等等，并有针对性地提出了一些投资者实践中应该考虑的建议。

不过，遗憾的是，作者可能没有当做严谨书籍写，作为一本需要引用大量实验数据和严谨资料的书籍，里面的数据和案例，几乎全部没有标明来源。口吻随便的引用，有种道听途说的味道，即便是作者的副院长身份加持，也很难让我完全相信里面的资料，这一点严重降低了该书的说服力。

说起这本书，倒是要推荐一下网易蜗牛读书这款 APP——可惜没有广告费。一般读书 app，多以试读为饵引导读者买书，蜗牛独辟蹊径，以免费阅读时间为卖点，对深度阅读者出售阅读时间。

我觉着这个创意蛮好的。读者真正的需求不是“某本书”，而是能让自己爱看能看的“书”，读者买的也应该是沉浸的时间。蜗牛里蛮多书的，哪本都可以拿来看，反正每天开 app 就可以领 60 分钟阅读时间，读一分钟少一分钟，到晚上零点没用完的时间清零。这 60 分钟，既可以这本翻翻、那本翻翻，也可以选定自己喜欢的书读完。

以老唐的个人经验说，别高估自己，真能天天都把 60 分钟读书时间用完，一年下来也能读不少书呢！一分钱不花（很惭愧的说，我还没在里面买过一毛钱时间呢），好过买一堆书吃灰。尤其是自己打算买的书，可以先上蜗牛迅速翻翻，如果正好排除掉某本浪费时间的烂书，那是成就感爆棚的事儿。

这些天，没啥好剧可追，美帝是不是放假了，没新剧（不过，明天有权利的游戏第七季啦）。国产剧呢，追了个《军师联盟》，自于和伟演的曹操翘辫子以后，剧也塌方了，烂的看不下去。所以呢，又翻了一本小说来做调剂：阿耐的《大江东去》。

阿耐是作为《欢乐颂》的作者出名的。但据说《大江东去》才是她最精彩的作品。《大江东去》一套三本，从 1978 年写到 1998 年。写中国社会变化最大的 20 年里，几个农村年轻人的奋斗史，编年史体例。

1978 年，身处农村的老唐刚刚挂着鼻涕进了学校的门儿，已经有了记忆，如今看起来很有共鸣，看进去了。目前看到 1989 年，估摸着下周内就能看完。看一本好的小说，是一种非常舒爽的享受。

就这么几本书，就打发了老唐的一周，感觉时间真是飞快。绝对有“有书真富贵　无事小神仙”的感触。这一周，你读过些什么书，也说出来供大家参考参考？

文字_2017-07-17

唐书房 *2017-07-17*

昨天偶遇粤高速半年预增公告，去翻了下财报，发现虽然过去三年涨了三倍，依然不贵。赶紧东刨刨西刨刨，又搞了点儿港币，今天开盘追了 1%+的粤高速 B，目前 B 股持仓三只：粤高速 B，古井贡 B，长安 B，合计仓位 3%-。仅作个人记录，请勿盲目模仿。

第292篇.　　2017.7.20--一尺跨栏粤高速

原创　2017-07-20　唐朝　唐书房

这几日，一边忙着和几家装修公司洽谈房屋装修设计，一边痴迷于阿耐的小说《大江东去》，以至于今天居然有位小区邻居打电话过来问：“老唐，你为什么不在唐书房发文了，是不是有啥不舒服？”——汗，唐书房不是周六才发了文章吗？呜呜，那就放下阿耐，花上俩小时，扯扯周一买进粤高速 B 的思考和决策过程吧！

7 月 16 日晚上闲逛雪球，偶见@Mario　转发的粤高速上半年业绩预告，点进去看了眼，发现上半年净利润有八九亿。再看市值，以 A 股股价 8.18 元计算，市值约 170 亿；以 B 股股价 6 港币（约人民币 5.22 元）计算，市值约 110 亿。

口算了一下，仿佛有肉吃，立刻去下载粤高速 2016 年财报来看。一看之下，果然有肉，而且有肉的很简单。怎么个简单法呢？

公司的业务，就是收高速路过路费，简单明了。销售费用为零，应收账款近于零，所有的收入全部体现为现金。公司的家当，可以看成独立的三个板块，控股板块，参股板块，投资板块。

控股板块

控股板块是公司的主要资产，拥有佛开高速 100%股权，广佛高速 75%股权，京珠高速广珠段（后文简称广珠高速）75%股权。三条路大致情况如下表：

道路	持股	2016年通过车辆	收入（亿）	净利润（亿）
佛开高速	100%	5338.58万辆	11.80	3.33
广佛高速	75%	5764.54万辆	3.93	0.66
广珠高速	75%	6987.13万辆	11.59	4.96

唐书房

这三条路，2016 年给上市公司股东贡献了 7.55 亿净利润，占公司净利润的 75%出头。其中，佛开高速的 25%股权和广珠高速 75%股权，是 2016 年 7 月收购来的。

公司在 2016 年 7 月定向增发了粤高速 A 股 8.34 亿股，每股作价 4.94 亿股（约当时 A 股市价的 90%，B 股市价的 155%），外加支付了约 1.5 亿现金，合计约 42.7 亿（含中介费用），换来了佛开高速 25%股权和广珠高速 75%股权。

佛开高速 25%作价 9.7 亿，广珠高速 75%股权作价约 32.9 亿（其中股权费用 23 亿，支付债务 9.88 亿）。该收购行为使公司规模扩大了近一倍，因而以往业绩失去了连续对比的必要，我们仅阅读 2016 年财报即可。

总体来看，花费这 42.7 亿，2016 年带来的净利润为 3.33×25%+4.96×75%=4.55 亿，收购市盈率不到 10 倍，比较良心。去年 7 月若是覆盖到这家公司，应该做买入行为的，尤其是相对于大股东认购价还打六五折的 B 股。这是马后炮啦，不说也罢。

这三条路均位于广州周边，受益于珠三角经济的活跃，三条路的通过车辆均持续增长，其中尤以广佛高速公路受益于广佛同城化的地理优势，通过车流量同比上升较大，增幅约 15%；其次是广珠高速，增幅约 10.6%；而佛开高速自 2012 年扩建后也处于持续稳定增长中，从全年来看通过车辆增幅也近 15%，但通行费增幅仅 3.44%（考虑到营改增，同口径增幅约 6.6%），显示增量主要来自小车和短途车。

恰好老唐今年上半年自驾游时，在这几条路上都走过，其车辆密集及忙碌状况，给我留下过深刻的印象。初步判断这三条路通过车辆持续增加的趋势，短期内很难改变。

参股板块

粤高速借助大股东广东省交通集团公司背景，还参股了另外 7 条高速路，其基本情况如下表：

道路	持股比例	2016年车辆通行费收入
惠盐高速	33.33%	2.2亿
广惠高速	30%	17亿
康大高速	30%	2.5亿
赣康高速	30%	1.5亿
粤肇高速	25%	5.9亿
江中高速	15%	4.1亿
广乐高速	9%	28.2亿

唐书房

这 7 条高速路，除广乐高速是以可供出售金融资产的名义计入公司财报的，其它 6 条，均以长期股权投资的身份将年净利润按照比例贡献给粤高速。2016 年，参股高速路合计提供了约 4 亿投资收益，给粤高速现金分红超过 4.2 亿。其中最大的金蛋来自广惠高速，给粤高速创造了 2.54 亿净利润，现金分红 3.6 亿。

按照公司经营计划预测，投资收益部分 2017 年将保持轻微增长。

投资板块

公司除了聚焦高速公路之外，也尝试在金融领域里做些投资，应该是给持续涌入的现金试探出路，也可能是国企管理层试图将资产更多的抓在手中而不是回馈给股东的劣根性体现。好在这部分不多。

公司的投资部分，主要就三家公司：

1）2009 年 7 月，在光大银行上市之前，以 2.2 元/股的价格认购了 2.4 亿股。八年来，每股现金分红合计约 0.97 元。截止 2016 年底，公司还持有 2.35 亿股，股价 3.91 元，市值约 9.2 亿，今天（7 月 20 日）股价收于 4.32 元，增值约 1.2 亿。看样子，公司投资部的屁股还稳得起，不是炒股的。

2）持有粤利小额贷款公司 20%股权，账面值 2.1 亿，2016 年分红 409 万；持有广东广电网络投资一号合伙企业 2.97%股权，投入 0.5 亿，听名字应该是个投资基金。这两家公司前景不详，金额不大，当做搭头，忽略之。

综上所述，粤高速的资产就是三条控股高速路，七条参股高速路，以及对光大银行的投资，主业清晰明白，无不明深坑。

看明白资产后，再来整体看资产负债表。粤高速的资产负债表可简化如下：

资产（单位亿元）		负债及所有者权益（单位亿元）	
现金	26	有息负债	9.6+54
可供出售	17.2	经营负债	8.7
长投股权	22.2	净资产	88.4
固在无	95	归母净资产	82.9
合计	160.7	合计	160.7 唐书房

这其中，95 亿固定资产、在建资产、无形资产，主要就是三条控股高速路；可供出售金融资产 17.2 亿里，9.2 亿为光大银行，其余为广乐高速 7.5 亿和广电网络 1 号 0.5 亿；长期股权投资 22.2 亿是六条参股高速路 20.1 亿和粤利小额贷款公司 2.1 亿；有息负债，利率基本是基准贷款利率的九折（这种企业，可能是银行挚爱了，借款需求金额大，还款现金流有保证）。

资产负债搞清楚了，再看看利润表（单位亿元）。

科目	金额	备注
营业收入	28.25	2017年计划30.85
营业成本	12.81	营业成本中有8.76亿为不产生现金流出的折旧摊销，当期实际支出成本仅4亿多。2017预计营业成本12.5亿。
税金及附加	0.41	
管理费用	1.90	
销售费用	0.00	若每年以折旧部分归还债务，可降低年利息支出0.4亿元以上。
财务费用	3.41	
投资收益	4.41	2017年预计4.44亿。
营业外收支	0.72	九江大桥补贴，今年还有约0.6亿，之后无。
净利润	11.72	
归母净利	10.01	按照经营计划毛估估约12亿 唐书房

然而，7 月 16 日业绩预告显示，2017 年上半年净利润约 8.6~9.36 亿之间，于是，可以在此基础上，可做乐观和悲观两种预期利润计算：

乐观算法，考虑上半年产生净利润至少 8.6 亿，全年净利润至少不低于 16.5 亿——因九江大桥政府补贴总额为 1.4 亿，2015 年和 2016 年已经拿到 8077 万，假设剩余部分全部已在上半年收到，下半年没有营业外收入，下半年经营利润假设和上半年相同。净利润不低于 16.5 亿，则粤高速 A 市盈率约 10 倍出头，粤高速 B 市盈率不足 7 倍。

悲性算法：2017 上半年的 8.6 亿+2016 年下半年扣非净利润 4.9 亿=13.5 亿，即假设今年下半年同比无增长，获取和去年下半年同等净利润，粤高速 A 市盈率约 12.5 倍，粤高速 B 市盈率约 8 倍。

考虑到公司《股东回报规划》白纸黑字规定了“2017 年现金分红不低于当年实现的合并报表归属母公司所有者净利润的百分之七十”，可以推算，即便按照悲观情况考虑，2017 年现金分红不会低于 9.45 亿，每股分红不低于 0.45 元，按照 B 股约 5.22 元人民币的股价计算，股息率超过 8.6%。

假设 2018 年之后，分红比例降回 2015 年的标准：当年净利润的 40%左右，当前 B 股价格对应的股息率依然高达 5%左右。再考虑到公司无应收账款，且利润表的成本里面，计入了无现金流出的八亿多折旧摊销，故公司自由现金流可能高达 21 亿元以上，即使分红 10 亿，依然有超过 10 亿以上的资本再投入或归

还贷款的能力，这对应约 110 亿市值而言，相当诱人。

也考虑过潜在的负面因素，想到的主要有两条：其一是管理层守着下单金鸡乱铺摊子，扩大公司规模，追求管理层权力的扩大化，而不是股东利益的最大化。但对粤高速而言，一者截止目前尚无不良记录，公司的资本开支依然集中于主业；二者董事长年仅 47 岁，正是干事业求上进的时候，漠视持股 50.11%的国资委（全是 A 股）「国有资产保值增值」诉求的可能性相对较小。

其二是高速路收费权到期。这方面，个人理解，高速路收费权限到期前，各地高速路业主均会以改扩建等名义申请延期。当然，这仅仅是猜测，也有可能收费权期满后被政府收回。

粤高速距离收费期限到期最近的是广佛高速，2021 年 12 月 7 日到期，其他道路收费期限截止日都在 2030 年之后。由于 2016 年广佛高速净利润为 0.66 亿，即便 2021 年被政府收回，也仅造成约 0.5 亿（持股 75%）的净利润损害。属于短期无忧，长期也无大碍的负面因素。

提请注意：以上两条考虑，均无可靠证据，纯为个人主观猜测。

在这样的考虑下，一个市盈率不足 7 倍，净利润含金量超过 100%，几乎无业绩下降之忧，股息率高达 8%以上的投资对象跃然纸上。于是，老唐周一开盘就买入了部分粤高速 B，并第一时间在唐书房和雪球记录了该操作。

这就是一个发现和越过一尺跨栏的完整决策过程。

以上为个人思路分享，请勿仅依此做出投资决策。

第293篇.　　2017.7.28-散打投资4

原创　2017-07-28　唐朝　唐书房

最近两周，忙着琢磨新房装修，以及和数家装修公司沟通洽谈，忙的屁颠屁颠的，书房也来的少了。后台除了屈指可数的几个打赏，以及几位 0 赞赏道德帝发消息来批评老唐推送广告以外，简直可以支个筛子扣麻雀了。

由于房子还有九月交，然后还要有大约三个月装修时间，估摸着书房的低频率更新状况，还将持续一段时间。请大家不要催文——催也没用，心思没在这儿，写不出啥东西的。

今晚，茅台半年报发了，趁兴来看看，看能不能有什么可写的东西，填补一下书房的空白。可惜大致翻看了一下，基本上没出书房 5 月 20 日《2017，茅台的明牌》和 6 月 11 日《茅台藏宝图》两篇文章范围。老生常谈就无趣了，老唐可不愿写些老掉牙的“正如我们所料……”文。不写也罢。但既然架势都拉开了，索性扯点散打吧！扯一篇算一篇，也是老唐的“日拱一卒”。

说起“日拱一卒”，这是老唐最喜欢的一句话了，我经常把它放在书房文章末尾，说它是我的座右铭应该八九不离十。它既是老唐所遵循的一种人生态度，甚至也是一种重要的投资思想。

这枚日拱一卒章，年初在书房里订购过签名书的朋友，手里都有。但各位不知道的是，老唐其实有两枚印章，原来准备在两本书上盖不同印章的，但由于另一枚内容可能引起歧义，这才统一都盖了“日拱一卒”章。另一枚是啥神秘内容呢，等下揭宝，先说“日拱一卒”。

关于“日拱一卒”，常见的用法则多是“日拱一卒，功不唐捐”或“日拱一卒、不期速成”。“功不唐捐”是佛家说法，意思是所有的付出都不会白白浪费的，强调的是对价：有回报；而“不期速成”则是谈

心态的，不要期望着迅速达到目的，要慢慢来，强调的是盼望：期。

在我看来，这两个意思，背后都藏着些乞求和功利的感觉，我不是很喜欢。我个人喜欢用“日拱一卒，不期而至”，只要每天进步一点点，不在乎快或者慢，我们会发现，不经意间，已经完全不同了，或许就达到甚至超越了自己期望的境界，强调的是结果：至。

卒，也叫兵，是中国象棋里一种比较憨笨的兵种，其特点是不能后退，且每次只能行进一格。与其他威力兵种，例如车马炮相比，步伐慢、威力小。但正因为其执着和被轻视，象棋里经常会出现车马炮拼光光，最终靠几个甚至一个小卒子解决战斗，获取最终胜利的情况。街边残棋摊上，这种情况尤其常见。

很巧，国际象棋里也有这个只能前进不能后退的兵种。在国际象棋里，一个小兵兵只要一直拱一直拱，一直拱到对方的底线上去，就有权变身了，变车，变马，变后，变象，随自己心意。这大概也是为了鼓励日拱一卒的精神吧！

把日拱一卒套用在生活中，如果你每天都能抽出一小时乃至半小时，阅读一点自己需要跳一下才能理解的新知识，一天一天不觉得有啥，但如果你记录的有日记或者笔记，半年一年后，你再回头看，就会发现自己不知不觉间，已然脱胎换骨。

不说伟人，就厚着脸皮拿老唐自己说。没读过大学，没学过会计，没从事过任何和财务有关的工作的笨老唐，居然写了本两年多时间内重印 16 次，印量近 20 万册的财务书，自己也感觉不可思议，天方夜谭一样。但它又的的确确是自己日拱一卒，一点一点积累出来的，结果就这样“不期而至”了。

日常学习如此，做投资也是如此。按照巴神的说法“追求高收益率是有害的。”一个投资者不去追求什么秘诀，不去寻找一次搞定所有问题的圣杯，只求每天都能比昨天多知道一点点，在股权代表企业所有权（而非博弈的筹码）的正确道路上前进一点点，对企业的理解深入一点点，日积月累，不知不觉的，或许你原本期望的财务自由目标就达到甚至超越了。

在某种意义上，“日拱一卒　不期而至”和“Slow　is　Fast”有点意境上的相似，或者和交警常用宣传语“十次事故九次快”类似。更诗意一点的，它和梁静茹的一首歌撞脸了：

慢慢来比较快-梁静茹

慢慢来比较快梁静茹-情歌没有告诉你

让葡萄慢慢晕开

酿成芳香再醒来

有些事其实急不来

等知了蜕变归来

等蝉声夏夜散开

急不来总有些人需要再等待

慢慢来却比较快

来得快去得也快

烟火痛快到头来却空白

用忍耐种下爱等待花开

让时间慢慢晕开

酿成智慧喝起来

有些事其实急不来

让挫败沉淀下来

人生是延长比赛

急不来总有障碍客观的存在

慢慢来会比较快

来得快去得也快

烟火痛快到头来却空白

用忍耐撑下来等待花开

放空慢慢来

专注比较快

放心慢慢来

别惊动未来

时光会淘汰所有悲哀

把好的留下来让等待不留白

慢慢来却比较快

来得快去得也快

烟火痛快到头来却空白

用忍耐相信爱依然期待

慢慢来会比较快

来得快去得也快

烟火痛快到头来却空白

用忍耐撑下来等待花开

慢慢来慢慢比较精彩

回忆我们自己经历过或者我们看到过的赔钱交易，你一定会发现绝大多数都和求快、求暴富有关，无论是追热点的还是加杠杆的，本质都是求快。

最近的例子，好像前段时间雪球有位炒股亏掉首付后要死要活求募捐的小伙子，帖子里就写到“我时间有限，必须快进快出！赚一笔就走”，结局嘛，当然如同网络段子所说“亏钱的主要原因，是不肯慢慢赚钱”，小伙子确实是快进快出，迅速给市场留下一笔钱，出来求募捐了。

“我也认同价值投资，但太慢，等我先投机赚到大钱了后，我也会改行做价投的”，生人熟人里，持这种论调的，不是少数吧？细想其实蛮搞笑的：

投机若能赚到钱，何必做价投？

投机若是不赚钱，何必等以后？

老唐的另一枚印章，刻的是“多看一二”。看上去意思好像是劝导别人多看《手把手 1》和《手把手 2》，哈哈，可不是这个意思。也正是担心引起这个误解而又没地儿解释，所以，年初的签名书上，老唐犹豫半

天，还是没盖这枚章。

“多看一二”这四个字，节选自“人生不如意事，十之八九，多看一二”。它代表着一种看问题的视角，一种乐观的人生态度，一种轻视困难，寻找解决方法的思考方式。

每个人的生活，都难免有些灰暗面，你如此，我如此，即便是王首富，恐怕也是如此，否则不至于把自己辛辛苦苦收下的大片土地，拱手让与他人。但人和人的区别恰恰在于，你是盯着那不如意的“十之八九”，还是更开心地看到了另外的“一二”？这个选择，决定你每日里是快乐的、充满希望的？还是悲哀的、黯淡无光的？

你自己眼中看到的是“一二”，你分享的是“一二”，身边的人从你身上感受到的是希望，是快乐，是正能量，别人自然就更愿意向你靠拢，你也就更能得到别人的尊重。

你自己眼中看到的是“八九”，你分享的是“八九”，你自然就是拿别人当垃圾桶，你就是那个四处丢弃垃圾的垃圾人。别人可能同情一次，嘲笑一次，忍你一次，三次到顶，巴不得想办法远离你。没有谁乐意当垃圾桶的，毕竟每个人也都有自己的人生，都有自己的“八九”。

短期内也许看不出来太大差别，但“一二”被人乐意接近，被人喜欢，“八九”让人想尽办法远离，长此以往，人生的差距，不知不觉间就出来了。

人生如此，投资也同样如此。所有的价值投资者，都是谨慎乐观主义者，都是看见了不尽如人意的世界里，总有些“一二”推动着人类前进。正是因为“多看一二”，我们才愿意将现在的购买力推迟到未来，换取更多的购买力；正是因为“多看一二”，我们才会相信低估的资产总是会被资本所发现，最终会被资本推高到社会平均收益率位置，正所谓价值或许迟到，但从不缺席。

同时，多看一二，也是一种专注，一种有所为有所不为的精神。优秀的企业总是少数，中国股市之垃圾品种，十之八九，“多看一二”。将精力和注意力放在优秀企业身上，在“一二”的范围内，一边搭乘“一二”自身成长的便车，一边获取相对于其他市场参与者的局部优势。这是在上行的电梯上跳跃，对错都有企业上行兜底。哪怕你作死犯错，使劲往下缩，也可能会被企业经营获利硬拽上来，强迫你成为“七亏一平两个赚”里的“一二”。

只要远离了“八九”，多看那些“一二”，就已经从战略上占据了有利态势，即便是有战术错误，也不会是胜利到来的快慢问题而已。只要企业是真的持续赚钱，股价，那东西其实真心不用太关注的。无论是传统行业还是新兴行业，无论是小盘股还是大盘股，无论是头肩顶还是中继旗形，无论靠山姓 X 还是姓 S，**只要这企业能真金白银的获取高于社会资本平均回报率，天性逐利的资本，自然会寻着味儿来，抬高甚至过分地抬高其价格的**。这就**是价值“一定会”回归的本质原理**，它不取决于市场炒或者不炒蓝筹概念，资金是喜欢追漂亮 50 还是要你命 3000！

一旦你的注意力在“一二”，你完全不需要去紧张大盘会如何，国家队会如何，证监会会如何，央妈会如何，庄家会如何，明天会不会低开，天会不会灭我……？省下这些担心和焦虑，让自己和自己的财产都更轻松一些，不也是人生的“一二”那部分吗？

祝大家「多看一二」「日拱一卒」。

现在公众号可以设置定时发送了，老唐终于可以跟给大家道一声“早安”了！

早安，各位！

希望这问候能带给你全天的好心情！

走西门的大叔：

请教老唐，我脸大点，自认算个基本面投资者。我现在的想法是趁着年轻本金较少，先做风险稍大的成长股投资如宋城等牛市时弹性大一些的股票，等资金大了，人岁数也大了之后再做捡烟蒂类的保守价值投资者。这个想法是否危险和过于功利了呢。

作者回复

我不太懂什么叫弹性，一般我也不捡烟蒂，所以还真做不出评价来。但可以分享两句话，一，成长可以视为价值的安全边际，二，投资体系不分年龄，能持续赚钱的就没必要去转换，反之，越早转换越好。

日拱一卒：

好一个“日拱一卒” 一直以来都很难做到不受市场波动的影响，也会天天盯盘，老唐有没什么好办法给支个招？

作者回复

这个，可能是心魔，看看也无妨。关键问题是，自己想清楚，涨停了会卖吗，跌停了会买吗？估计想通了这个，看盘也就是个纯娱乐了，当然，我没这个爱好

第294篇. 2017.7.30--一尺跨栏粤高速

原创 2017-07-30 唐朝 唐书房

从基本面分析，粤高速主业清晰，增长态势不改，估值具有吸引力。

本刊特约作者 唐朝/文

偶见粤高速业绩预告，上半年净利润有八九亿元。该公司业务简单，就是收高速路通行费，销售费用为零，应收账款近于零，所有的收入全部体现为现金。

看资产，公司的家当，可以看成独立的三大板块：控股板块、参股板块和投资板块。看市值，以 A 股股价 8.18 元计算，约 170 亿市值，以 B 股股价 6 港币（约折合人民币 5.22 元），约 110 亿市值。其中是否蕴藏良好的投资机会呢？让我们先来分析公司的资产状况。

控股高速通车量持续增加

控股板块是公司的主要资产，拥有佛开高速 100%股权、广佛高速 75%股权、京珠高速广珠段（下称“广珠高速”）75%股权。2016 年，佛开高速收入 11.80 亿元，净利润 3.33 亿元；广佛高速收入 3.93 亿元，净利润 0.66 亿元；广珠高速收入 11.59 亿元，净利润 4.96 亿元。也就是说，2016 年三条高速公路给上市公司贡献了 7.55 亿元净利润，占公司净利润的 75%出头。其中，佛开高速的 25%股权和广珠高速 55%股权，是 2016 年 7 月收购来的。

公司在 2016 年 7 月定向增发了粤高速 A 股 8.34 亿股，每股作价 4.94 元（约当时 A 股市价的 90%，B 股市价的 155%），外加支付了约 1.5 亿元现金，合计约 42.7 亿元（含中介费用），换来了佛开高速 25%股权、广珠高速 55%股权以及原广珠高速大股东对广珠高速公司的 9.88 亿股东贷款。该收购行为使公司规模

扩大了近一倍，因而以往业绩失去了连续对比的必要，我们仅阅读 2016 年财报即可。

总体来看，花费股权费用 32.8 亿，2016 年带来的净利润为 3.33×25%+4.96×55%=3.56 亿，收购对价折合不到 10 倍市盈率。至于承接的对广珠高速债权，由于成为了广珠高速的绝对控股股东，该债权完全没有违约风险。总体来说，收购价格比较良心。

这三条路均位于广州周边，受益于珠三角经济的活跃，三条路的通过车辆均持续增长，其中尤以广佛高速公路受益于广佛同城化的地理优势，通过车流量同比上升较大，增幅约 15%；其次是广珠高速，增幅约 10.6%；而佛开高速自 2012 年扩建后也处于持续稳定增长中，从全年来看通过车辆增幅也近 15%，但通行费增幅仅 3.44%（考虑到营改增，同口径增幅约 6.6%），显示增量主要来自小车和短途车。

恰好老唐今年上半年自驾出游，经过了这几条路，其车辆密集及忙碌状况，给我留下过深刻的印象。考虑到珠三角人均收入的不断增长，汽车年销售数量的累积增加，自驾出行方式的依赖性以及物流快递行业的高速发展，初步判断这三条道路通过车辆持续增加的趋势，短期很难有改变。

参股板块保持轻微增长

粤高速借助大股东广东省交通集团公司背景，还参股了另外 7 条高速路，其基本情况是：持有惠盐高速 33.33%的股权，该路 2016 年车辆通行费收入 2.2 亿元；持有广惠高速 30%的股权，2016 年车辆通行费收入 17 亿元；持有康大高速 30%的股权，2016 年车辆通行费收入 2.5 亿元；持有赣康高速 30%的股权，2016 年车辆通行费收入 1.5 亿元；持有粤肇高速 25%的股权，2016 年车辆通行费收入 5.9 亿元；持有江中高速 15%的股权，2016 年车辆通行费收入 4.1 亿元；持有广乐高速 9%的股权，2016 年车辆通行费收入 28.2 亿元。

除广乐高速是以可供出售金融资产的名义计入公司财报的，其它 6 条路均以长期股权投资的身份将年度净利润按照比例贡献给粤高速。2016 年，参股高速路合计提供了约 4 亿元投资收益，给粤高速现金分红超过 4.2 亿元。其中最大的金蛋来自广惠高速，给粤高速创造了 2.54 亿元净利润，现金分红 3.6 亿元。

按照公司经营计划预测，投资收益部分 2017 年将保持轻微增长。

投资板块规模不大

除了聚焦高速公路，公司也尝试在金融领域里做些投资，主要是三家公司。

一是 2009 年 7 月，在光大银行（601818.SH）上市之前，以 2.2 元/股的价格认购了 2.4 亿股。八年来，每股现金分红合计约 0.97 元。至 2016 年底，公司还持有 2.35 亿股，股价 3.91 元，市值约 9.2 亿元。2017 年内，市值增加约 1.2 亿元（含分红）。

二是持有粤利小额贷款公司 20%股权，账面值 2.1 亿元，2016 年分红 409 万元。

三是持有广东广电网络投资一号合伙企业 2.97%股权，投入 0.5 亿元。

后两家公司前景不详，金额不大，当做搭头，忽略之。

综上所述，粤高速的资产就是三条控股高速路、七条参股高速路，以及对光大银行的投资，主业清晰明白。

粤高速 B 估值诱人

粤高速的资产负债表可简化：资产部分，现金（26 亿元）+可供出售金融资产（17.2 亿元）+长期股权投资（22.2 亿元）+固定资产（95 亿元），共计 160.7 亿元；有息负债 9.6+54 亿元，经营负债 8.7 亿元；净资产 88.4 亿元，归属于母公司股东所有的净资产 82.9 亿元。

其中，95 亿元固定资产、在建资产和无形资产，主要就是三条控股高速路；可供出售金融资产里，9.2 亿元是光大银行，其余是广乐高速 7.5 亿元和广电网络 1 号 0.5 亿元；长期股权投资是六条参股高速路的 20.1 亿元和粤利小额贷款公司的 2.1 亿元；有息负债，利率基本是基准贷款利率的九折。

再来看公司的利润表，按照其经营计划预估归属于母公司股东所有的净利润约 12 亿元。

表：粤高速利润表及预估　　（单位：亿元）

科目	2016年	备注
营业收入	28.25	2017年计划30.85亿元。
营业成本	12.81	营业成本中有8.76亿元为不产生现金流出的折旧摊销，当期实际支出成本仅4亿多元。2017预计营业成本12.5亿元。
税金及附加	0.41	
管理费用	1.90	
销售费用	0.00	若每年以折旧部分归还债务，可降低年利息支出0.4亿元以上。
财务费用	3.41	
投资收益	4.41	2017年预计4.44亿元。
营业外收支	0.72	九江大桥补贴，2017年还有约0.6亿元，之后无。
净利润	11.72	
归母净利润	10.01	按照经营计划毛估估约12亿元

然而，7 月 16 日业绩预告显示，2017 年上半年净利润约 8.6 亿-9.36 亿元，于是，在此基础上，可做乐观和悲观两种预期利润计算。

乐观算法，考虑上半年产生净利润至少 8.6 亿元。其中因九江大桥政府补贴总额为 1.4 亿元，2015 年和 2016 年已经拿到 8077 万元，假设剩余部分全部已在上半年收到，下半年没有营业外收入，且经营利润假设和上半年相同，则全年净利润不低于 16.5 亿元。如此，粤高速 A 市盈率约 10 倍出头，粤高速 B 市盈率不足 7 倍。

悲观算法，2017 上半年的 8.6 亿元+2016 年下半年扣非净利润 4.9 亿元=13.5 亿元，即假设下半年同比无增长，获取和去年同期同等金额的净利润，则粤高速 A 市盈率约 12.5 倍，粤高速 B 约 8 倍。

鉴于公司《未来三年股东回报规划（2015 年度—2017 年度）》规定，公司“2017 年现金分红不低于当年实现的合并报表归属母公司所有者净利润的百分之七十”，依此推算，即便在悲观考虑下，2017 年现金分红也不会低于 9.45 亿元，每股分红不低于 0.45 元，B 股股息率将超过 8.6%。同样，按照 2016 年 7 月 22 日股东大会决议公告，若无重大资本支出，2018 年现金分红也将不低于合并报表归属母公司所有者净利润的百分之七十。

即便在 2018 年之后，企业分红比例降回 2015 年的标准（当年合并报表净利润的 40%左右），只要企业能够维持不低于 13.5 亿的净利润规模，当前价格的粤高速 B，股息率依然高达 5%左右。再考虑到公司无应收账款，且利润表成本里，计入了无现金流出的 8 亿多元折旧摊销，故公司可支配现金可能高达 21 亿元以上。即使分红 10 亿元，依然有超过 10 亿元的资本再投入或归还贷款能力，相对约 110 亿元市值而言，相当诱人。

潜在的负面因素，目前想到的主要有两条：其一是管理层守着下蛋金鸡乱铺摊子，扩大公司规模，追求管理层权力的扩大化，而不是股东利益的最大化。但对粤高速而言，一者截止目前尚无不良记录，公司的资本开支依然集中于主业；二者董事长年仅 47 岁，正是干事业求上进的时候，漠视持股 50.11%的国资委“国有资产保值增值”诉求的可能性相对较小。

其二是高速路收费权到期。个人理解，高速路收费权限到期前，各地高速路业主均会以改扩建等名义申请延期，这已经有相当多的案例了。当然，这仅仅是对未来的猜测，也有可能收费权期满后被政府无偿收回。

粤高速旗下公路，距离收费期限到期日最近的是广佛高速，2021 年 12 月 7 日到期，其他道路收费期限截止日陆续分布在 2030 年之后。由于 2016 年广佛高速对上市公司净利润贡献为 0.5 亿，即便四年后被政府收回，相对于 2016 年业绩标准，仅造成约 0.5 亿元的净利润下滑，故该因素仅属于短期无忧、长期也无大碍的负面因素。

在这样的考虑下，一个市盈率七八倍，净利润含金量超过 100%，几乎无业绩下降之忧，股息率可能高达 8%以上的投资对象跃然纸上。于是，老唐于 7 月 17 日开盘买入了部分粤高速 B。

以上展示了如何发现和越过一尺跨栏的决策案例，供读者参考。

（声明：本文仅代表作者个人观点；作者声明：本人持有粤高速 B）

第295篇.　　2017.8.2-书房使用指南

原创　2017-08-02　唐朝　唐书房

后台经常会收到各种代码或企业名的信息，看的出来，是来书房里找分析文章的。为方便大家查找，也少发一些无效的关键字信息，老唐把书房里的历史文章分布介绍一下。

01

首先，进入公众号唐书房之后，最下面一行如果这样的

请点击箭头所指位置，将其变成这样：

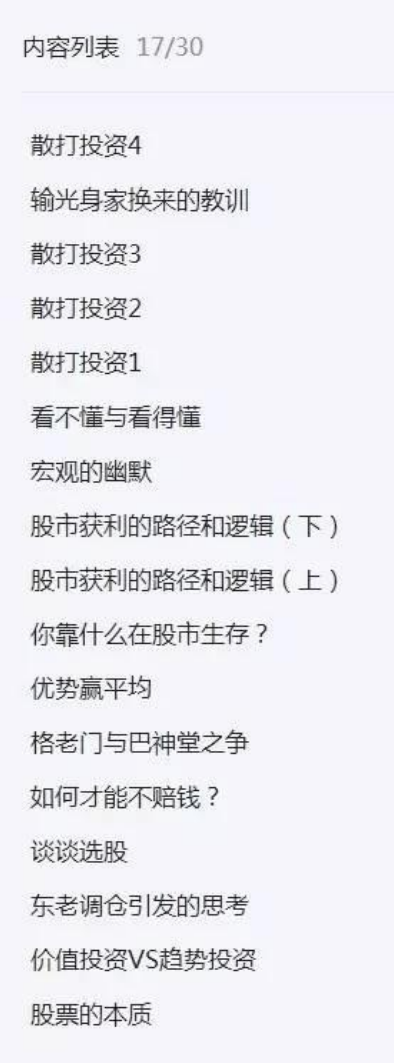
书房里绝大部分文章，都在这三个菜单里放着的。

02

按照微信公众号的设置规则，每个菜单可以设置五个子菜单。

点击「投资之道」，可看见下设：投资理念、估值方法、套利总结、手银连载、读书笔记五个子菜单。点开子菜单，就可以看见里面的文章。

例如点击「投资理念」子菜单，里面目前归置了 17 篇文章，手机屏幕只能显示最新的几篇，下拉刷新，可以看到以前的文章。



其他子菜单也一样，内容看子菜单名即知，不解释了。其中手银连载，由于纸质书已经出版，这个先睹为快的连载，本已经失去存在意义，后面菜单不够用的时候，可能会删除该子菜单。不过，里面第一篇「手银勘误」，是今年 2 月发的，刊登了《手 2》里面的部分笔误或排版错误，有需要的朋友，可以点击查看。

03

点击「企业分析」菜单，同样会弹出五个子菜单：财报印象、浅印象集、食品饮料、水电能源、点杀投票。

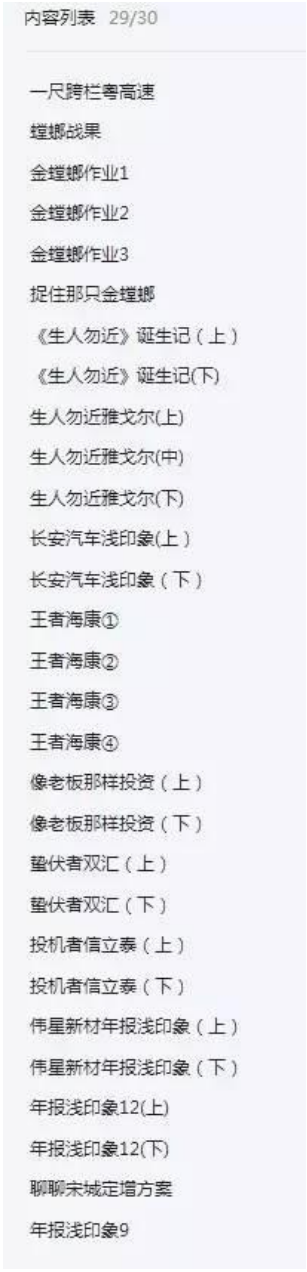
其中「浅印象集」放置的是一些花费极短时间，看了年报摘要就得出结论的公司。基本上每家公司字数在几百字范围内，一篇文章里有好几家公司快速分析的那种。这些文章里，主要展示的是如何快速排除一家公司，可以当做段子看。

他们之间没有时间先后关系，都是独立成篇的，通常在标题下面的简介里都有提到代码或者公司名。有你感兴趣的再点进去，没有就算了。例如

而「财报印象」里面，则放置的是稍微深度一点儿的文章，一家公司少则一篇文章，多则四五篇文章连载的那种。

这些文章，一般设置的有关键词自动提取，你输入公司简称，公众号系统会自动推送文章给你。但是我发现一个系统 bug，比如说老唐一次性发表了《王者海康》四篇文章，关键词设定后，当你发送“海康”时，系统只会反馈给你第一篇，后面的三篇无法设置，还是需要你自己去找。所以，需要的话，建议还是手动翻靠谱。

目前已经收录了 29 篇，涉及粤高速、金螳螂、雅戈尔、长安、海康、老板、双汇、信立泰、伟星、宋城、晨鸣等多家公司，基本上都是因朋友们点杀而分析的。眼看放置文章要触及上限 30 了，需要设置新菜单了。很明显，点杀投票将是等待着被消灭的子菜单。



「水电能源」菜单里，主要放置的是关于国投电力的系列文章，有 20 篇；「食品饮料」菜单里，主要是茅台和洋河，也有 15 篇。都是去年 9 月开设唐书房后新写的，原来发在雪球上的相关文章，没顾上搬过来。

说到这，恰好最近三四个月，老唐装修房子有点忙，如果我把以往发在雪球上的部分老文章，搬到书房归置，你会不会觉得被旧文骚扰了？搞个投票吧，听大家的

投票已过期

我打算将以往发在雪球上的部分旧文搬来书房。（单选）

- 搬吧，老唐的文章，不介意再看一遍！
- 别搬了，旧文新推，一定告你骚扰！

04

最右边的「书房福利」菜单，是三家券商的开户链接，两家 A 股券商和美股港股的老虎证券。

两家 A 股券商都是国内知名大券商，一家佣金万 1.5，一家佣金万 1.6，均是老唐肉测过真实性的大券商，需要开户的朋友可以按需选择，能省的就不要浪费，别小看了，一年下来，节约不少交易佣金呢！

通过唐书房开户，你有低佣福利享受，券商扩大用户规模，老唐还能拿红包，三赢，所以这个菜单没法省。只要菜单挂着，就说明福利有效，哪天活动截止了，菜单就会删掉。

05

书房里发过的所有文章，只有三样东西不在菜单里：①手银写作过程的副产品，半部三流小说合计 11 篇，由于菜单位置的原因，没有快捷按钮，②一些不是以文章形式发表，只是几句话或一张截图的推送，③商业广告。

商业广告没有寻找的价值，而且过了展示期已经删掉了；①和②，实在没位置给他们了，如果你确实想看呢，只能通过点击右上角小人头，然后选择「查看历史消息」翻看。

顺便，建议各位，将「查看历史消息」上面的「置顶公众号」打开（如图），这样，就不会错过书房推送了。

06

最后，部分读者想把书房或者其他公众号文章拷贝成 word，或者打印出来，却找不到方法。

这种想法可以通过在电脑和手机上同时安装印象笔记、为知笔记或者有道笔记（任何一个即可，都是免费的）实现。

安装后按照说明，关注该笔记的公众号，这样你看任何公众号文章时，只需要点击右上角「...」符号，就会「XX 笔记」选项。点击后，一般几十秒以内，电脑的笔记端里就有了（如果没有，找到同步按键点一下即可），此时你可以随便复制编辑或打印了。

第296篇.　　2017.8.5-漫谈现金流折现法

原创　2017-08-05　唐朝　唐书房

说明：在《书房使用指南》中，赞成老唐搬些旧文过来的读者占比超过 94%，只好委屈那 5%+的反对者了。今天先搬一篇关于现金流折现的文章，原文发表于 2014 年 3 月 7 日出版的《证券市场周刊》。反对的朋友也别丧气，新旧文章，老唐会穿插着发，预计周三前后会有新文章推送的。

股神巴菲特年复一年的告诉全世界投资者：「投资没那么复杂。你只需要学习两门课程就可以了，一门是如何评估企业价值，一门是如何看待股市波动」。

著名价值投资人赛思.卡拉曼在其经典著作《安全边际》当中也谈到：「**投资没有什么神秘的。简而言之就是先确定某个证券的内在价值，然后以这个价值的适当折扣买进。事情就是那么简单。**」

如何才能知道一家企业的价值呢？塞斯.卡拉曼说：「虽然存在许多用于企业价值评估的方法，但我发现只有三种方法是**有用的**。

一是对连续经营价值的分析，也就是现金流折现法。通过计算一家企业未来可能产生的全部现金流折现值来计算企业价值。**第二种是分析一家企业的清算价值。**

第三种是股市价值法，通过预测一家企业或其子公司分拆后，会在股市上以怎样的价格进行交易，来评估企业价值。这种方法的可靠性不及前两种方法，它只会偶尔成为有用的价值准绳。」

抛开赛思.卡拉曼认为不太可靠的第三种方法，剩余的两种企业价值评估方法，分化出了价值投资的两大流派：**一种更传统，更注重企业清算价值。**他们寻找那些售价在重置成本以下的机会；**另一种更注重现金流，他们寻找售价低于企业未来现金流折现值的机会。**

早期的巴菲特，是格雷厄姆的信徒，更偏重于企业的清算价值。后期的巴菲特，受菲利普.费雪(代表作《怎样选择成长股》）和查理.芒格的影响，逐渐转向了现金流折现法，完成了他自己所称的从猿到人的进化。

自由现金流如何测算？

运用现金流折现法，首先要了解两个概念：自由现金流、折现。

自由现金流，是从企业通过经营活动获取的现金里，减去为了维持生意运转必须进行的资本投入，余下的那部分现金。

折现的概念不难。如果确认年收益 10%，那么一年后的 110 万和今天的 100 万等价。换句话说，一年后的 110 万，按照 10%的折现率折算，其现值为 100 万。理论上，可以将企业未来每年的自由现金流，按照某折现率（无风险收益率+风险补偿）逐笔折现。所有年份现金流的折现值加总，便是该企业的价值。

实际运用中，通常会逐笔计算出一段时间的自由现金流，然后对其后的部分，估算一个永续价值。将这段时间的现金流和其后的永续价值，逐笔折现、加总，得出企业的价值。

例如，某企业今年底可产生自由现金流 10 亿，预计五年内自由现金流的年增长 15%。五年后，自由现金流能保持 3%的年增长。若按照 10%的折现值估算，企业前五年现金流折现值加总，等于 49.8 亿（9.1+9.5+9.9+10.4+10.9）。第 6 年，自由现金流 18.01 亿，其永续价值为 257.3 亿（18.01/（10%-3%））。将 257.3 亿折现，现值约为 145.2 亿。由此，测算的企业内在价值约为 195 亿。知道了价值，投资者才能决定如何出价。

敲敲计算器，便知道企业价值，而后依此投资获利，有这么简单吗？当然没有。

首先，预测未来无限期的自由现金流，是不可能完成的任务。其次，折现率的微小变动，会使结果呈

现巨大差异。尝试将本例的折现率，小幅调整至 8%或 12%，或将永续增长率 3%调整为 0%或 5%，会看到计算结果发生了多么令人惊讶的变化。

既然不能依赖其对企业价值进行计算，这套方法还有什么用呢？有用，非常有用。甚至毫不夸张地说，**现金流折现法就是「股神秘笈」。它是一套完整的投资体系。它告诉我们应该选择什么样的股票，应该规避什么样的股票，在什么区间进行买入，在什么区间进行卖出。**

首先，它叫做永续现金流折现。因此，目标企业必须是可能永远存在的，至少在你的人生跨度内，它可能是始终存在的，没有被竞争对手或新科技所取代或毁灭。否则，依据现金流折现公式看，永续价值将非常低。除非其市值低于破产清算值，否则，它不是现金流折现法的能力范围。

从这个角度，便很容易理解，为何许多成功投资人都会规避初创企业和高科技企业（这些企业适用概率估值法、相对估值法或股市价值法），甚至有人宣称「只投资和嘴有关的企业」。

其次，目标企业必须能通过出售商品或服务，年复一年的获取大量现金。这些现金的大部或全部，可以分给股东或进行有利可图的新投资，无需用以维持现有生意的运转。在现金流折现法里，只有持续产生自由现金流的企业，折现值才为正数，其价值才能进行评估，投资回报才无需依赖下一个出高价傻蛋的出现。

再次，企业是否具备永续增长的可能，对估值的影响很大。企业是否可以通过提升毛利率或增加销售量，使自由现金流保持增长态势，将大幅影响企业价值。回到前面的例子，其他条件不变，如果自由现金流的永续增长从 3%变为 0%，计算结果将缩水约 1/4。

接着，现金流折现法，提示了买入区间。同样用前面的例子，意图获得 10%的收益，投资者可以在市场报价低于 198 亿时考虑买入。若意图获得 30%收益，企业价值将低于 45 亿，投资者就必须等到市场报价低于 45 亿时，才能考虑买入。显然，既定买价越低，错过机会的概率也就越大。

然后，一家可能永续存在，每年产生可观的自由现金流，且能保持增长的企业，是否就可以根据其现金流折现值，进行投入呢？答案仍然是 no。如果企业价值 1000 万，出价 1000 万买下，意味着用 1 元买 1 元，毫无意义。

回看《安全边际》导言中所说的：**「价值投资没有什么神秘的。简而言之就是先确定某个证券内在价值，然后以这个价值的适当折扣买进。事情就是那么简单。」**适当折扣，就是安全边际思想。无论对企业做多么详细的了解，无论估值多么保守，投资者仍然可能犯错。此时，预留的安全边际，就可以使投资者在预计正确时获取暴利，在预计错误时损失不大。

最后，如果市场对投资者手持股权的出价，高到将其变现后存入银行的利息（存款的自由现金流）折现值，已经高于最乐观估算的该企业自由现金流折现值，这便是考虑卖出的时机了。《安全边际》说：「只有当价格变得有吸引力时才买进，而情况相反时就卖出」。

老窖是活生生的案例

此处以泸州老窖这只当前市场弃儿为例，轮廓性演示一下现金流折现法的运用。首先，泸州老窖从大明万历皇帝登基的 1573 年开始酿造。四百多年，无论繁荣还是萧条，战争还是和平，盛世或是乱世，都没有妨碍老窖的悠悠酒香，由此，可以大概率的认定，泸州老窖未来依然会存在。

其次，泸州老窖每年都可以通过出售商品，获取大量现金。且，其生产设备（酒窖）无需投入大量现金维护。数据显示，过去十年，泸州老窖累计经营现金流，大于累计净利润。而累计资本投入额占净利润

总额不足 13%，占销售收入总额不足 5%。截止目前，尚未发现出售商品获取现金的能力，及低资本投入的特点，有任何改变的迹象。

再次，公司预计 2013 年净利润 34.4 亿，同比下降 21.55%。如果以此为基础，毛估估未来两年净利润继续同比下降 20%，其后触底保持 5%的永续增长。即 2014 年净利润 27.5 亿，2015 年净利润 22 亿，其后年利润增幅为 5%。对于泸州老窖，可以粗略的将净利润等同于经营现金流，将资本支出估算为净利润的 15%。那么，我们将得到 2013~2016 年的自由现金流约为 29.2 亿，23.4 亿，18.7 亿,19.6 亿。

最后，假设采用 10%的折现率，2013~2015 年的自由现金流折现值总和为 66 亿（29.2+21.3+15.4）。其永续价值为 392 亿（19.6/（10%-5%））。2016 年的 392 亿折现值为 295 亿。因此，在上述假设条件下，其内在价值约为 361 亿（295+66）。

以上计算，仅仅用于演示现金流折现法的运用，非投资建议。

坚持理念不容易

估值追求的是大概的对。巴菲特叫它作「模糊的正确胜过精确的错误」，精彩。可惜常被一些投资者，用于掩盖对企业基本面研究的懒惰。

既然是大概的对，其数值究竟有多么接近正确答案，取决于投资者对企业生意模式的认识度，取决于各项假设是否符合实际。**当投资者通过大量研究，确信假设不算过分乐观时，市场在 361 亿基础上给予的折扣，便是送给投资者的财富。**

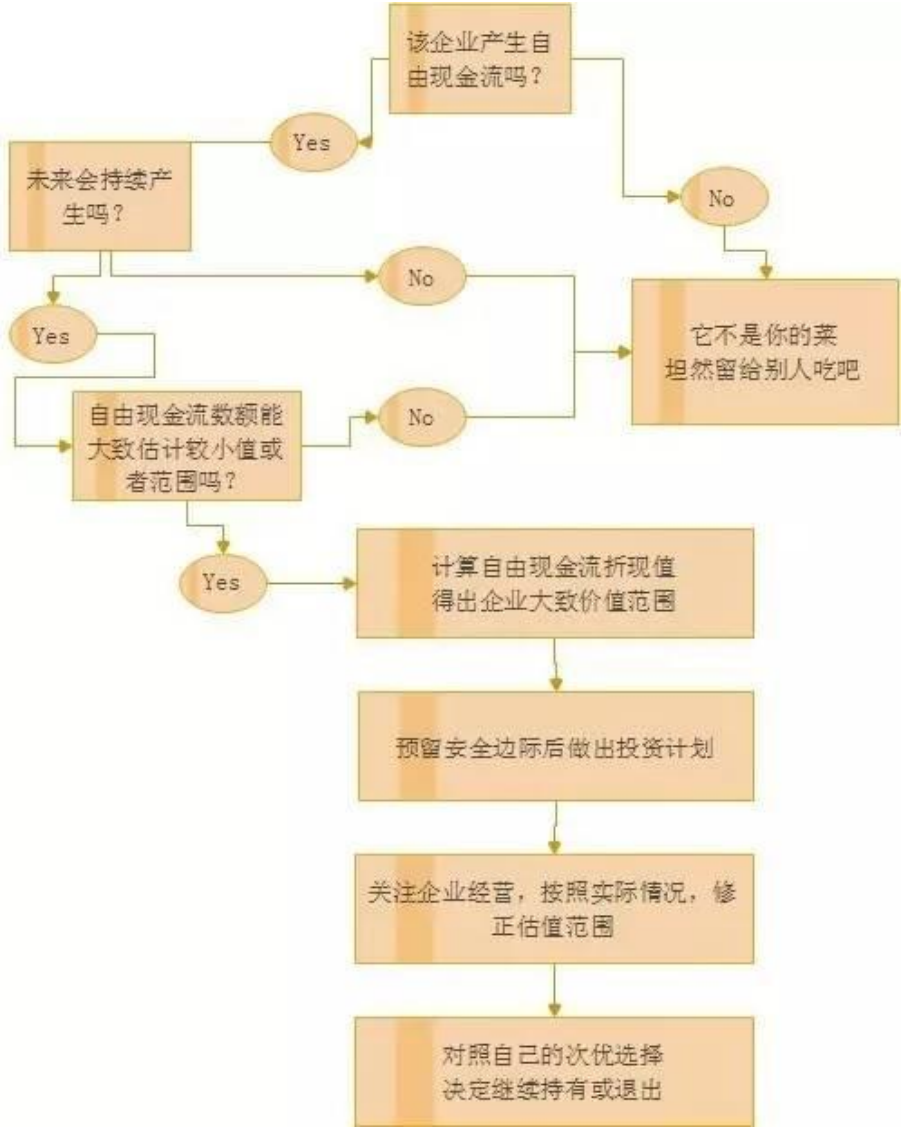
这就是现金流折现法的投资体系，这就是足本的股神秘笈。

投资，知易行难或知难行更难。这里聚集着全世界最聪明的人群，都想在最短时间内，用最少的金钱获取最大的利润。竞争当然残酷，甚至残酷过世上绝大多数生意。

真的明白一家企业的现金流折现值，已属不易，更难的是如何保持耐心和纪律。让我们再次回味塞斯.卡拉曼在书中所说**「最大的挑战来自于始终保持不可缺少的耐心和纪律，只有当价格变得有吸引力时才买进，而情况相反时就卖出，坚决避免卷入那种吞噬市场人士的追逐短期业绩的狂热之中。」**

坚守现金流折现的理念，仅仅投资你能估算的企业，忘掉依赖未来价格的变动的投机游戏，无疑会使我们错过无数鸡犬升天的牛股，却也能使自己免于成为最后一个出高价的傻蛋。巴菲特在最新的致股东信中这样告诫我们说：**「聚焦于拟投资资产的未来生产力。没有必要成为全能者，理解自己的所作所为就可以了」。**

文末再附一张老唐 2015 年 4 月发表的文章中，关于现金流折现法的原创示意图：



人在江湖　飘：

哪有那么多的新东西啊，真理永远就那么几条，只是我们总是在实践中选择性忘记，支持老唐，温故知新。

作者回复

借用被顶最多的评论回答一个问题：对于永续价值的计算公式，要么各位就直接记住它的算法，要么就上网搜戈登模型学习，数学推导至少有三页纸公式。但原理很简单，就是把逐年现金流折现加总，仅此而已，别想复杂了。

唐书房 *2017-08-06*

以收到的过百条评论看，对《漫谈现金流折现》一文，大家纠结的地方，集中在文中「敲敲计算器」之前那段最没有价值的计算方法原理示意。请注意，跑偏了，足本股神秘籍是「敲敲计算器」之后 10 小段。

送大家两句话：①自由现金流折现体系是选股和估值的系统；②对于自由现金流折现估值法，只要开始敲计算器，就已经入了歧途。周末愉快！

文字_2017-08-08

唐书房 *2017-08-08*

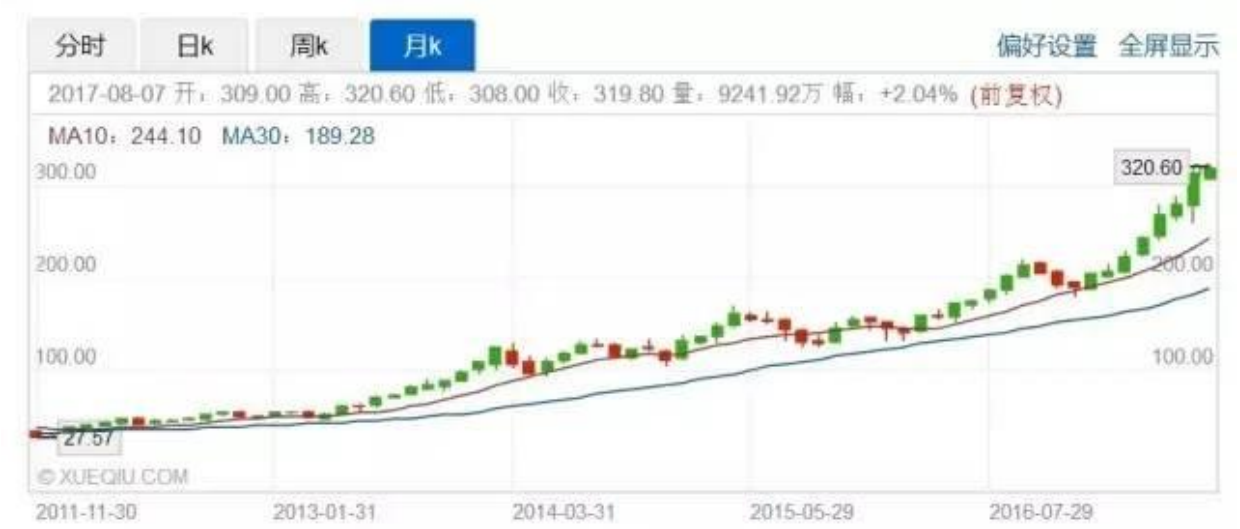
谢谢各位关心，震中在九寨沟，距离成都 285 公里，成都平安无事。 实际上，地震发生时，老唐正在跑步，没有感觉到，跑完才听说七级地震。 希望震中人民平安无事，游客平安无事。再次谢谢各位关心，就不一一回复信息了！ 顺带通知，明早会推送有关腾讯的系列文章第一篇。

第297篇.　　2017.8.9-散打投资5

原创　2017-08-09　唐朝　唐书房

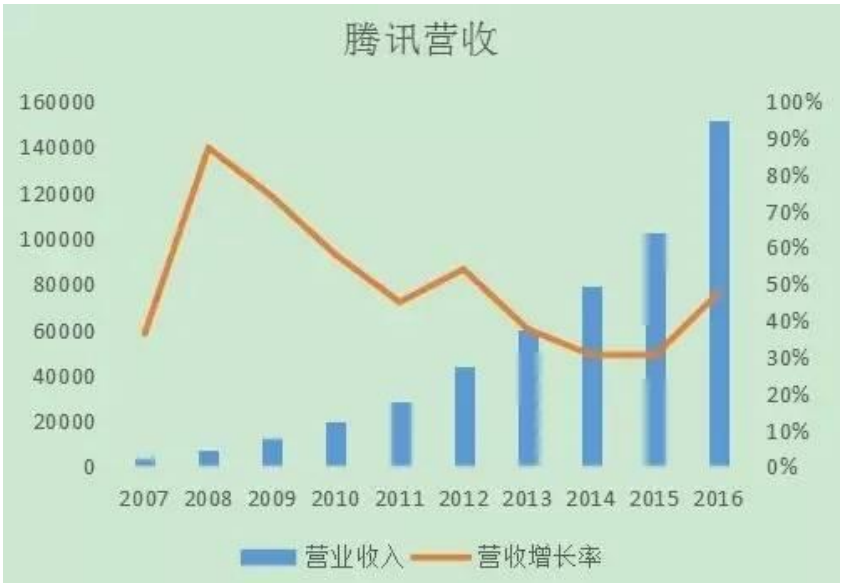
本文究竟是定名为《聊聊腾讯 1》还是《散打投资 5》，或者干脆以读书笔记的形式出现，老唐犹豫了很久，最终还是归入散打系列了。

腾讯是台印钞机，这是几乎所有的市场参与者都知道的事实。对腾讯的投资与否，决策障碍从来不在经营业绩好不好，而在于如何理解科技企业的确定性问题上。因此，本系列可能会更侧重思考：面对腾讯这样的公司，老唐本人的投资理念所受到的冲击以及对其展开的思考。所以，想来还是归入散打投资系列较为合适。



下面是过去 10 年腾讯的营收和净利润增长图（单位百万）。腾讯只花了短短十八年，就从一无所有变身为营收过千亿，净利润数百亿，创始人马化腾也以约 2400 亿人民币的身家，成为今日的中国首富。

2400 亿是个什么概念呢？就是让你每天搬走 1000 万，你需要全年 365 天不休息，持续 66 年才能搬空。这个财富积累速度，相对于传统企业而言，**腾讯更像是个企业或行业的快进版本。**



观察这个快进版，让我们能够更快更直接的感受到企业在不同生命周期的特征，反思我们当时如果在场，在不知道未来的前提下，能否就当时的已知因素做出投资决策，为什么？老唐对此产生了一些思考，暂时还不知对错，试着码字理一理，一边是和自己内心对话，同时也希望呈现出来和朋友们探讨。

一定要提请注意：互联网行业对后知后觉的科技小白老唐而言，是全新的领域。和腾讯的真正接触，只能从去年 9 月开设唐书房以后算起。截止现在，老唐也只是个持有腾讯股票七八个月，仓位占比仅 7%的小学徒，一切都在摸索学习中。所有文字均为「不知对错」的个人心得，未来可能会分享的买入决策过程，也非常非常可能是「错的思考+偶遇风口=对的结果」，还请对本系列观点持批判式心理阅读，切切！

还是老规矩，散打散打，是双手放在键盘上，即兴想到哪儿写到哪儿。如果主题不明，或者写着写着没兴趣了导致中途撒手（此处应伴随“有钱的捧个钱场，没钱的捧个人场”的江湖大力丸吆喝声），还请各位见谅——如果有新朋友不知道“散打”的来源，请查看书房“投资之道--投资理念”里面的《散打投资 1》。

01

闲话不表，书归正传。话说在网络上讨论投资理念时，只要你敢说你的投资体系依赖于对企业的深入

研究，几乎百分百确定会遭遇一个优越感含量超999%的当头棒喝：**“马化腾就曾数次打算几十万（几百万）把腾讯卖掉，董事长尚且看不清楚自己企业的未来和价值，你又何德何能会认为自己的研究有效呢？！”**

以前，老唐对这种质问，所做的回复大致如下——摘几段自己的雪球旧帖来回忆一下：

马化腾贱卖腾讯的例子，在很多地方都被人用来证明认识企业很难。但事实上这个例子只是证明了“某种类型的企业很难被认识”，这一点纯夹头也没有异议。幸好这世界上还有不少无趣的、一点儿也不激动人心、在可见的将来其商业模式很少会发生变化的企业存在，那里才是夹头的主战场——2016年3月17日。

无数次地看到了有人用马化腾低价卖出腾讯股票来说研究企业之难，其实那只是证明了研究某类企业很难。有一尺高的栏，就别想着见栏就跳，这是所谓能力圈的核心要点——2016年10月23日。

很多人一听到深度研究，会立刻跳起反驳说，企业董事长也不见得能预测企业，马化腾还准备30万卖了腾讯。这是人云亦云、没有过大脑的表现。获取投资回报，一方面是企业经营带来的回报，一方面是互摸腰包带来的回报。

前者，需要我们理解企业，至少需要我们排除那些无法带来回报的企业，这个需要研究吧！你总不能说我随便按一个代码，也比你看了一百份财报选出来的企业厉害。

后者，则追求的是老虎来了，我不需要比老虎跑得快，我只需比同伴跑得快就行。深度研究者，只在自己研究过的企业里打狙击战，只要在这家企业上比没有研究的人占据比较优势就好，并不需要一定要高瞻远瞩高屋建瓴目光远大直视未来。因此无论从企业回报，还是博弈回报角度考虑，我都认为深度研究优于不深研，不深研（就叫浅度研究吧）优于不研究。——2016年12月10日。

今年初，通过对腾讯财报及相关资料的学习，尤其是《腾讯传》和《X光下看腾讯》两本书的阅读——后文有大量资料笔记，均摘录自这两本书——老唐发现，以前给的回答不够痛快，也不算直击要害。实际上还有更精辟、更准确的答案，那就是：**马化腾将腾讯报价几百万乃至几千万人民币出售时，是严重高估的，**卖不出去是正常的。

是的，**那时的几百万，比今日的三万亿贵，不投的才是投资者。**老唐认为，在2001年南非MIH集团之前的腾讯投资者IDG和小超人，只是赌风口的投机赌徒，是小注怡情，随便赌赌，其获利有很大的运气成分。相比其所承担的风险而言，其回报并不算高——结论有点骇人听闻哇？先不忙惊诧，且容老唐慢慢道来。

02

1998年，今日天朝互联网界叱咤风云的大亨们，已经陆陆续续粉墨登场了：4月，张朝阳克隆美国雅虎，做了搜狐；6月，UCDOS的发明人鲍岳桥，创办了联众游戏；6月，不知妻美刘强东取自己和女友龚小京的名字各一字，给新成立的公司取名叫京东；10月，未来将以对付流氓插件而闻名的周鸿祎，创立了著名的流氓插件公司3721；12月，新浪网成立……至于马云的阿里巴巴，陈天桥的盛大，朱骏的九城，李彦宏的百度等，那是一年后才陆续创立的。

1998年，有两个人完美的错过了新世界，一是雅虎杨致远。两位斯坦福校友找到如日中天的杨致远，开价100万美元，出售他们搞的一套搜索技术，被杨致远亲切地拒绝了。后来俩校友只好自己运作，给公司起了个名儿叫GOOGLE；二是伴随着儿子的诞生，和杨致远那两位斯坦福校友同龄的笨老唐，总算心有余悸地爬出了期货爆仓后的深坑，于这一年在老家小县城买下了人生第一套房（小套二），然后，又没钱了。

此时，比老唐大一岁半的马化腾，被网友丁磊（他俩早在1995年就线下会过面了）卖邮箱系统变身百万富翁的传奇故事刺激，打算从就职的润迅公司——南方最大的寻呼机服务公司辞职，要自己开公司创业啦！

丁磊和老唐同年，辞职下海比老唐晚半年。1998年丁磊开发了世界第一款中文免费电子邮箱系统，并将其销售给各地互联网入口网站（那时一般叫某某信息港），成了网络世界的传奇。那时，同龄人笨老唐，对新世界一无所知，依然抬头看三尺青天，低头找一日三餐——知识就是力量，起点的知识差距直接导致20年后，一个是天上的丁丁猫儿，飞在空中打旋旋儿；一个是地下的糖麻饼儿，窝在书房打转转儿（注：丁丁猫儿，成都方言，指蜻蜓）

马化腾计划的创业项目，是销售自己开发的网络寻呼系统。简单的说，就是用户可以通过互联网，而不是电话，将需要发送的信息发到接受者的寻呼机上。或者用户可以不拥有物理的寻呼机，通过虚拟的寻呼机号绑定的电子邮箱就可以收到信息。

再精妙的创意，也抵抗不了行业的坍塌；战略的错误，不可能靠战术的勤奋来弥补，小马哥撺掇几位同学一起参与的创业生涯，过的无比艰难。伴随着手机替代寻呼机的浪潮，小马哥的生意断崖式下跌，已经不是能卖多少钱的问题了，而是免费送都没有人要——因为寻呼台本身也已经要亲自去死了。

小马哥快撑不下去了，正如他后来的回忆：“在创业的那些年，我们从来没有想过未来，都是在为明天能活下去而苦恼不已。”——投资也是如此，选择比努力更重要，有些行业就是天生命好，而总有些行业，怎么努力也只是挣扎沉沦。

03

此时，一个偶然事件触发了QQ的诞生：1998年8月，广州电信想购买一款类似ICQ（I seek you 我找你，以色列几个年轻人搞的一款网络即时通讯工具）的工具，面向社会招标。

反正腾讯的网络寻呼系统也看不见啥希望，腾讯五个创业青年就琢磨搞个方案去投标。闭门数日，搞出个山寨品，取名OICQ（open icq的意思），中文名儿叫“中文网络寻呼机”，你看从寻呼机公司出来的小马哥，脑袋里死死地盯着寻呼机呢！

结果，中标的是另一家更早的山寨品PCICQ。怎么办呢？这个破山寨软件，还搞不搞呢？搞吧，前面已经有三个山寨前辈了，起步都比OICQ早，而且看不出来这免费小软件有任何盈利可能；不搞吧，听说美国有个冤大头叫美国在线的，花了好几亿收购了以色列的ICQ，好几个亿啊！

最后，马化腾犹犹豫豫地决定：要不，咱们先养着吧？万一哥几个好运气，也撞上个美国冤大头呢！

后来嘛，一者由于对手们根本没投入什么精力在这个小玩意儿上，二者由于以马化腾为首的这伙人，基本上都患有轻度偏执，特别在意产品体验，搞了不少符合中国用户使用习惯的微创新。总之，不知不觉间，OICQ的用户多起来了。

用户多起来了，当然是好事。可好事也有另一面，这个滴滴叫的小企鹅，此时没有任何产出，每增加一个用户，就需要服务器和带宽——而这，需，要，花，钱，买！

那时，一台服务器死贵死贵的，要四五万。几个创始人，一边得意于自己的产品被越来越多人喜欢和使用，一边头痛天天增加的用户张嘴吃掉的现金。几个创始人为了钱，放下那颗有尊严的心，什么业务都接，帮人做个网站啦，替人设计几个网页啦，撺掇几台组装机啊，反正挣来几万就给小企鹅吃几万，挣来几千就给吃几千喽！

这样也扛不住，怎么办？所有人工资降低一半，只发饭钱。还是扛不住。马化腾们来不起了，卖了吧！开价 300 万，想卖掉这个已经拥有 100 万注册用户的 OICQ。不卖不行啊，山穷水尽了，公司账上现金只有一万元，眼看就撑不过下个礼拜了。

04

卖，谁买啊！你买吗？这是个什么东东呢？不知道怎么赚钱不说，还不知道未来需要继续投入多少钱，而且市场上还有好几个同类产品。更关键是的，这破玩意儿也没啥难的，真要想做，请几个程序员，研究研究也能山寨个八九不离十。

300 万？穷疯了吧！马化腾们在深圳广州北京，通过各种各样的关系，找了很多家企业，通通被拒绝了，最高的一家出价 60 万。估摸着是按照腾讯已经买下的服务器和桌椅板凳估的值。

今天，许多人说，如果当时 300 万买下腾讯，今天是三万多亿（港币），18 年 100 万倍，年化复利 115%。错，错，错，这不是投资，连投机都算不上，这是且只是 YY。如同看见彩票开奖后说，只要昨天投入 2 元钱买下这个号码，今天就可以获利 500 万。那只是大脑短暂缺氧，忘记了无数其它没中奖的炮灰，而且你绝对是**大大大大大大大概率买到不中的**那个号。

腾讯是走到了终点，但别忘了，过去 18 年里，腾讯有无数的机会死掉，如同它曾经的无数同行一样。那些没有被人们记住名字的 X 迅们，默默地死在道旁，无人问津。每一个迅的尸骨后面，都有着一堆杂乱而肮脏的烟头和方便面饭盒，无声的讲述着一个又一个 300 万现金焚烧成灰烬的创业故事。

实业商人里，价值投资者多。这些人真的是以生意眼看待小马哥的故事（而不是将希望寄托在接盘侠身上），所以不接招才是正确的选择。不接招的原因很简单，**对于一门根本看不见盈利可能，且还需要不断投入才能活下去的生意来说，300 万要价，太贵了，贵的离谱。**100 万倍，只是事后 YY 的镜中花水中月。

马化腾们卖身未遂，被逼无奈之下到处找熟人借钱，几千几万几十万的，都借。当小马哥穷途末路，妄图引领潮流玩一把债转股，用公司股权来抵债。债权人听了都十分感动、然后拒绝了——十动然拒。

甚至有朋友仗义的说：没关系，你若真的没钱，不还也可以，但我不要你公司的股票。这话外音明明是：刺奥，你暂时没钱，欠条还在，只要你马化腾不是安心做一辈子穷鬼，我的钱总还有希望。转股？真要鬼迷心窍转了股，你公司一倒闭，老子 P 也没有一个，还要被朋友圈笑话智商欠费——今日回到那日，你会不会这么想？或者你想想今天你的身边，有没有那种生意做得到处借钱的朋友，你对他公司的股权持什么态度？

05

合该小马哥命好，两个冤大头在最紧要的关头，头顶锅盖、腰缠海带，伴随一片七彩祥云，当铛凼当、当里个当……闪亮登场了——救命的 IDG 和小超人来也。

他们的注资，在眼看就要断气的刹那，挽救了腾讯，使腾讯在竞争同行们纷纷冻死的科技寒冬里活了下来。IDG 和李泽楷这笔投资，一年多时间获得了约 11 倍的回报。

但老唐认为，这不是投资，只是一次押对宝的赌博。为什么这么说呢，只见老唐从腰间掏出惊堂木，啪啦一声响，且听那，下回分解……

第298篇.　　2017.8.10-散打投资6

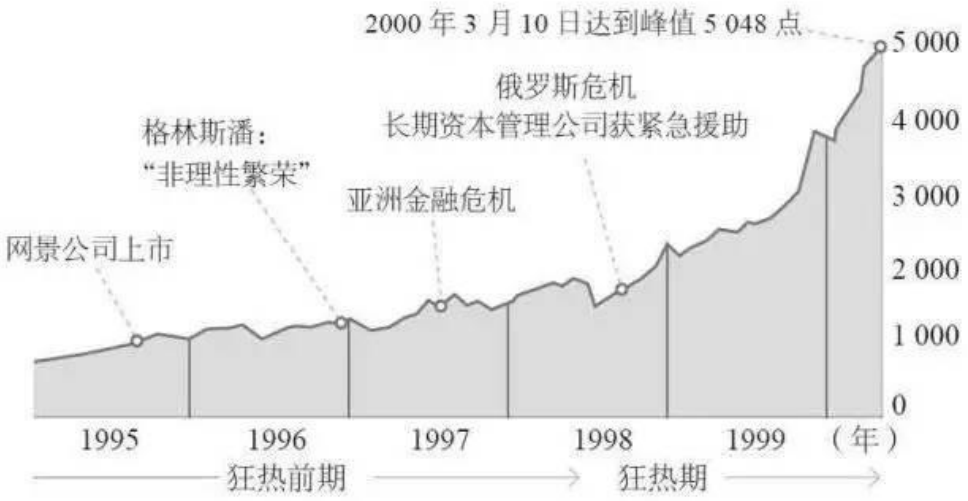
原创　2017-08-10　唐朝　唐书房

上篇《散打投资 5》发出，很多朋友抱怨太短，没看过瘾。饿地个神也，一篇已经四千多字了，还说短？老唐理资料和码字也需要时间啊，而且，最关键的是：需要有大量时间开展新的阅读和学习啊！正如提子曾经曰过的：

否则，慢慢的就变成“面目可憎、言语无味”了。

但是，好吧，看在据说加更有奖的份上，今天拼了，紧赶慢赶，加推一篇。下一篇，再快也要下周去了。别催，驾校除名、越催越慢

上回说到，在腾讯眼看已经接不上气的时候，两个盖世英雄——IDG 和小超人——头顶锅盖、腰缠海带，脚踩七彩祥云飞过来了。这俩盖世英雄是来拯救意中人的吗？NO，有图有真相



这股著名的网络热潮，生命期只有 18 个月，从 1998 年 9 月启动，到 2000 年 3 月到达巅峰，期间任何一个只要和.com 沾边的公司，市值或估值都能翻倍。只要设立一家.com 公司，哪怕什么业务也没有，它的股权就会被万众追捧，甚至可以直接当钞票用，比如可以用来支付别墅游艇趴体费用什么的。

Paypal 创始人曾经回忆说，1999 年他创立了 paypal，初始直接花钱购买注册用户，任何人注册就给 10 美元，每推荐一个新用户再给 10 美元。就这样的商业模式，在 2000 年 2 月市场估值就给到 5 亿美元，并成功融资 1 亿美元。

甚至很多人求着 paypal 收下他们的钱，其中有家韩国公司就玩霸王硬上弓，没签下入股协议的前提下，硬性给 paypal 公司汇款 500 万美元。Paypal 不收这笔钱，想退回去，韩国公司坚持不提供公司地址，

让 paypal 无法完成退款——这特么的都什么事儿啊！天方夜谭一样。

盖世英雄和小马哥擦出火花，是 2000 年初，签订最终协议是 2000 年 4 月。看看上面那张图，我们完全可以脑补当时的 IDG 和小超人对未来的憧憬。

吴晓波在《腾讯传》中写到，曾李青——就是前段时间朋友圈发帖，说所有投乐视的都是傻逼的那位——编写 PPT 的时候，怎么也编不出盈利预测那段，修改了 6 遍，还是只能含糊其辞——可见曾李青老师的 PPT 神功，距离贾总跃亭还是有巨大差距滴！

马化腾的真诚性格，在这次性命攸关的融资过程中，展露无疑。IDG 代表拿着财务报表和曾李青的 PPT，心中嘀咕着：“这财报一看，不用老唐手把手，也知道结局就两种，一是我们不给钱，腾讯马上死。二是我们给钱，腾讯能不能活，看命”。看着财报，此人随口问了马化腾一句：“你怎么看你们公司的未来啊？”马化腾耷拉着脑袋回答：“我也不知道。”哈哈，我也不知道！

以“私奔帝”王功权为首的 IDG 团队拷打，哦，错了，是拷问了马化腾一个晚上，马化腾的答案一以贯之，犹如一首 RAP：

我们的用户增长很快。

但用户在哪儿，不知道。

用户是谁，不知道。

靠什么跟用户收钱，不知道。

怎么跟用户收，不知道。

不知道，不知道，切克闹！

总而言之

统而言之

很多人喜欢我。

但我不知道如果收钱他们还会不会喜欢我，

我也不知道怎么样才能从他们手中收到钱。

嚯嚯哈黑！

快使用双截棍，嚯嚯哈黑！

IDG 团队当即吐血三升，但转眼一想，这么老实的企业创始人，真是三千年一开花、三千年一结果啊，怎么就让我们遇见了呢！

此时，曾李青又通过其他朋友搭上另一条线：刚刚因提出数码港概念大红大紫的香港盈科，其掌舵人是李嘉诚之子，人称小超人的李泽楷。然后曾李青在 IDG 和小超人之间借力打力，这边跟 IDG 说，李泽楷非常想投；那边跟李泽楷说，IDG 已经要签字了，再晚就错过这趟班车了。

这小手段搞的 IDG 和李泽楷都蠢蠢欲动，结果倒是出乎马化腾们意料，两家最后决定——抱团壮胆，各投一半，这样就可以各自用“虽然我们看不懂腾讯，但盈科/IDG 敢投，我们信任他们的专业水准”给自家董事会交待了。

你来我往，想吃肉又怕挨打，进度就这么慢腾腾的拖着。可腾讯等不起啊，救命啊，再不给狗粮，我当场就死给你们看！俩盖世英雄闻听此言，虎躯一震，事到临头不忘欺负老实人，临时提出一个对赌协议，说：“估值不变，先给一半。一年内达不到承诺用户量，另一半不给，股份比例不变”。

老实人此刻等钱救命，也顾不上那许多了，签字，给钱，快快快，已经没钱搭地铁回家了。哦，不对，那时还没地铁。

协议怎么定的？估值 550 万美元，出让 40%股权，融资 220 万美金。IDG 和小超人各出 110 万，各占 20%股权。这个对赌协议就意味着，马化腾签字后，只能马上从两位英雄手中各自拿到 55 万美金，合计 110 万。如果一年后，用户数量增长不理想，后面的钱就没啦，就相当于公司按照 275 万美金估值卖掉了 40%股权。

这 550 万美金的公司估值，又是怎么算出来的呢？使用的是相对估值法还是绝对估值法呢？——关于相对估值法和绝对估值法，请看去年 9 月的书房文章《聊聊估值（上）》和《聊聊估值（下）》——你绝对想多了，这次估值，跟估值法完全不搭界，也丝毫不神秘，简而言之，就是专业人士照样瞎摸。

腾讯哥几个算了算，要撑过下一年，买服务器加上发工资，估摸着要 1000 万软妹币，哥几个的底线是只出让 40%股权，保持控股权在手。所以，按照当时的汇率反推出来，公司估值必须为 500 万美元才能满足这俩条件。然后，考虑到还答应了中间牵线的皮条客一些好处，马化腾又咬咬牙，给 ppt 估值加上了 50 万美元。

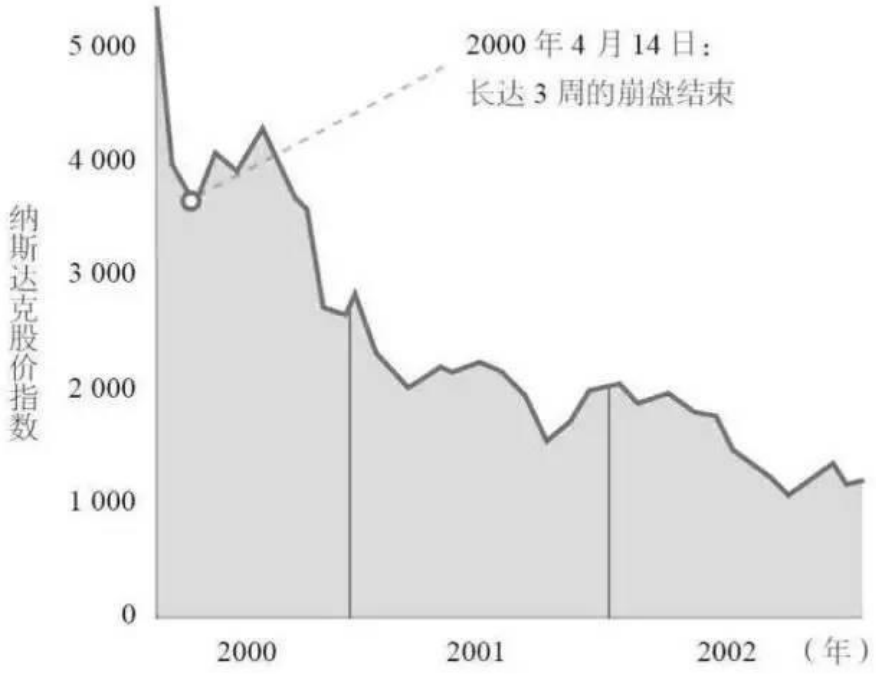
Done，一个伟大企业的估值，就这么算出来的，哈哈，憋住，别吐血。

前面说没钱搭地铁，是个玩笑话，但当时腾讯确实是要揭不开锅了。穷急到什么程度呢？IDG 和小超人答应投资以后，因为法律文件起草需要时间，而且资金从境外进来，需要跑一堆外汇方面的手续，预计要一个月左右才能到账。但腾讯已经是眼看断气，真等狗粮按照官方速度送到，可能已经死的梆梆硬了。

情急之下，IDG 代表找到一位私人朋友，让朋友帮忙先拿出 450 万人民币给腾讯续命。就这样，腾讯这口气算是接上了——这件事告诉我们一个深刻的道理：交个土豪朋友，是很重要滴

这里要记曾李青一大功，按照当事人的回忆，这个 40%股权融资协议是 2000 年 4 月最终签订的，没举行任何签字仪式，就是三家人各自守在传真机边上，签字传真了事。据说当时马化腾还有些犹豫：“就这么签了？”曾李青催促到：“就这么签了吧，再迟就来不及了！”

这绝对是价值千金，不，价值亿金的一句话，因为，嚯嚯，看过来看过来，这里的曲线很精彩~~



两张曲线图均来自图书《从 0 到 1》

签字，拿钱，崩盘……死的不要不要的，再想撞上冤大头？做梦去吧您。于是，一大群还在待价而沽，摆好 pose 才肯签字的网络科技企业，忽然发现风投大佬们眨眼间就老母鸡变鸭，金光四射的凯子相，瞬间漂移成葛朗台橘皮脸。

2000 年 3 月底，毫无预兆的，纳斯达克指数闪崩了，从此踏上了漫漫熊市的不归路。新浪网从泡沫期最高价 58 美元，一年多时间跌到最低 1.02 美元，搜狐跌到 0.6 美元，网易更惨，跌到 0.53 美元，还收到交易所退市警告——这里也诞生了投资界的一段传奇：段永平在均价约 1 美元的位置买入约 200 万股网易，持有至 2010 年前后，获利超过 120 倍（一拆四以后的 30~35 元间卖掉的）。当然，段总卖掉至今，网易股价又涨了 10 倍，这又是另一个世界的精彩了。

可惜了了，段永平原本也混雪球的，字号@大道无形我有型。以前还可以经常跟段总互动一下，不经意间偷点真经的。后来嘛，呵呵，喷子太多，大道再有型，那也双拳难敌群喷，缩地成寸，遁回网易博客那一亩三分地去了。

段永平成名于小霸王游戏机，后创立了步步高（现已分化成步步高、oppo 和 vivo 三大块），再往后转型投资，真正大道无形，水平相当高。其投资思想和实战操作，是老唐认为最当得起“中国巴菲特”称号的人（当然，Mr.段已经移民美帝，叫中国巴菲特其实是不对的），他最近几年的核心持仓主要是苹果和茅台。

继续说纳斯达克闪崩。纳斯达克闪崩了，但马化腾们已经巨资到手，贫道有钱、道友没钱，那简直是扩张的天赐良机，更何况还有欺负老实人的对赌刺刀在屁股后面顶着。马化腾当然是选择梭哈，将到手资金悉数投入到服务器购买行为上去。

不要钱给人提供服务，网民当然欢喜，注册用户数当然飙升。用户飙升的结果就是：需要更多钱买服务器买带宽。买买买，没钱拿什么买？问题兜了一圈，又回到原点。

IDG 不——想——给——钱！为乜嘢？因为网络泡沫破裂了；因为拿着望远镜也看不见接盘侠的踪迹；因为 IDG 根本就不懂腾讯的生意模式，他们只是迎合资本市场的喜好，到处撒胡椒面，有枣没枣打三竿再

说。

自 98 年网络热潮露头开始，IDG 中国先后投了 80 多家创业企业，累计投资金额约 1 亿美元，每家投资 50~150 万美金之间（看见没？给腾讯投 110 万美金，正好是一颗平均大小的胡椒粒儿）。除了金蝶成功上市，其他的互联网企业几乎无一例外遭受重创。

为了自己的生存，IDG 此刻不仅不想往外面掏钱，反而想尽一切办法寻求套现机会。拿着腾讯股权，IDG 找了搜狐张朝阳，拒绝。找了新浪王志东和汪延，拒绝。找了雅虎，拒绝。找了自己投资的金蝶，拒绝。找了联想，拒绝。小超人找自己旗下的上市公司 Tom.com，居然很没有面子地被管理层拒绝……

在这些人眼里，这个破软件，自己随便找几个人加加班也可以搞出来，拿几百万美金去买，是忘记吃药了吧？

此时，我们看清楚了 IDG 和小超人的投机面目了吗？他们根本就不是考虑公司价值的“投资者”，只是两个击鼓传花游戏的参与者，他们以为鼓声不会恰巧在自己拿到花儿的时候停下来。还好，那些鼓声真停了的项目，今天已经无人想起，大佬们当然也不会在电视秀里自爆黑历史了。能说起来，那都是腾讯、金蝶、搜狐、当当、balabalaba……遍地黄金、唾手可得，看本帅只手遮天、玩转江湖，哇呀呀呀！

腾讯确实是没有停下来，仅仅一年之后，一双伟大的投资眼看中了它，从一个无人知晓的角落里斜刺杀将出来，为其估值 6000 万美金，做了 IDG 和小超人的接盘侠。直到今天，这位令人尊敬的传奇接盘侠也没化妆撤退，依然持有腾讯约 1/3 股份，市值超过 1300 亿美元，16 年增长超过六千倍。它，就是南非 MIH 集团。

今天的投资圈里，有很多不明真相的群众替 IDG 和小超人惋惜，好像如果他们不在 6000 万美金估值时，卖给南非 MIH 集团，今天就可以多拿六千多倍的回报，创造出投资界第一奇迹。老唐觉得，大错特错！从 6000 万到 4000 亿的这部分财富，本来就不属于 IDG 和小超人。这是投资理念决定的，在买入的那一瞬间，冥冥中结果已然注定。

IDG 和小超人，听到 6000 万美金估值，欣喜若狂。在互联网寒冬中，一年多时间 11 倍溢价退出，证明了之前的投资决策是多么的英明伟大光荣正确啊！卖、卖、卖，IDG 总部和小超人决定“老夫一把梭，一股不留！”，好在 IDG 的项目联络人王树坚持不同意出清，总部最终做了让步，卖 12.8%的股权给 MIH，保留了 7.2%。小超人身边却没有一位这样桀骜的部下，所以，20%股权梭哈了。

IDG 和小超人从投入到退出，能看出一点点投资的气息吗？我觉着没有，只是短期投机行为罢了。如果和同期几十家其他项目一起考量，投资回报率甚至可能低的可怜。

那么，伟大的 MIH 又是如何发现腾讯的价值，如何做出投资决策的呢？这开始跟投资二字沾边，开始

拷问我们和伟大投资者之间的思维差距，开始有了夹头的学习空间了。

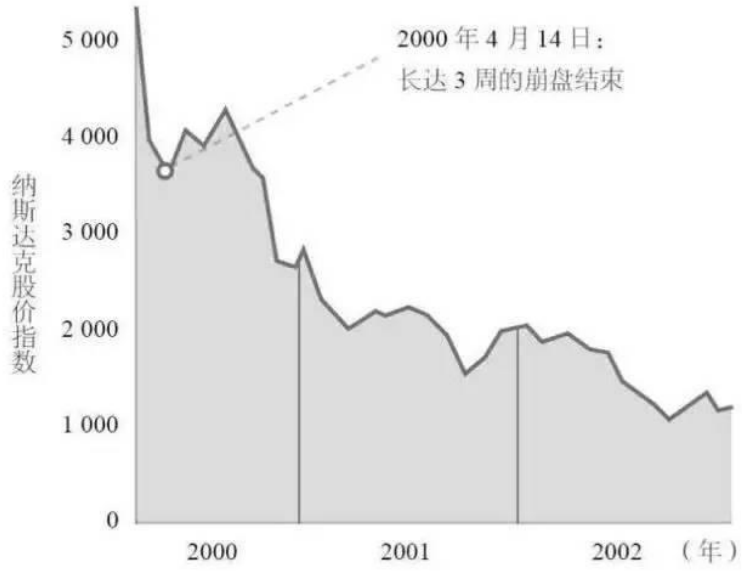
此时，只见老唐从腰间掏出惊堂木，啪啦一声响，且听那，下回分解……飞刀，我躲我躲我躲躲躲……

第299篇.　　2017.8.12-散打投资7

原创　2017-08-12　唐朝　唐书房

这篇偏理论，文字风格略收敛，但长度却有近 7000 字。为便于阅读，我分成两篇一次推送，也不知道各位会不会读的打瞌睡。如果有，请留言里反馈，下次改。

上回说到，就在腾讯刚刚拿到 IDG 和小超人的投资款后，纳斯达克指数毫无预兆的闪崩了。



一时间，互联网企业股价跌的惊天地泣鬼神，闻者伤心见者流泪。持有高科技股的投资者和创业者，从天堂坠入地狱，惨不忍睹，有词为证：

滚滚长江东逝水，浪花淹死英雄。亿万财富转头空。轿跑豪宅依旧在，负翁眼框红。

白发泪眼屏幕前，日日关灯吃面。一壶浊酒哭相逢，多少网络梦，都付意淫中。

就在一片惊恐之中，很少有人注意到，小马哥的腾讯已经默默地发生着质的改变，正所谓**机会总是在最危险的时候萌芽。**

然而，心儿随着股价波动的人，是看不见这改变的。他们的眼睛，聚焦在记分牌上，而不是竞技场上。巴子曰：**「投资就像打棒球，你想让记分牌上的得分增加，就必须盯着球场，而不是盯着记分牌」。对投资者而言，股价就是那分分钟变化的记分牌，企业经营则是那流血流汗的竞技场。**

——你想要规避大的回撤，重要的是在投入之前谨慎再谨慎地研究企业，而不是入场后随着市场先生的癫狂去买进卖出。哈哈，这句不是巴子说的，是老唐有感于前日在雪球鬼扯市值回撤话题而杜撰的。

话说整日里琢磨企业怎么才能活下去的小马哥，意外的发现千里之外冒出个知音：日本有家电信公司，通过向手机用户提供一些有价值的内容，例如漫画、图片、音乐、段子或者游戏什么的，然后按照下载量向手机用户收费，再和提供内容的公司分账。

马化腾一听，嗦嘎！这不是抄袭咱的创业项目“中文网络寻呼机”咩？（参看《散打投资 5》）无外乎是把寻呼机换成了手机！哟甘达，哈依，你抄我我抄你都是一码事（请将这句日语用你最快的语速念出来）！

这事儿大有可为、大有可为啊，Word 哥！小马哥激动了。

小马哥构想了这么一个盈利模式：咱的优势是有大量用户整日里用 QQ 瞎聊。但障碍，主要是找不到用户在哪儿，也不知道怎么跟用户收钱。我们如果和电信部门合作，将电脑端 QQ 跟手机打通，让一部分人和手机对聊起来，产生短信，然后和电信分账。以后继续在这个基础上，琢磨新内容，创造新收入。

这样，电信获得了短信业务增长，我们找到了 Q 号背后的用户，通过手机话费这个渠道和用户的钱包链接起来。

需要插一句，2000 年 3 月底，OICQ 已经被迫改名 QQ 了。原因嘛，因为美国在线（ICQ）告腾讯 OICQ 侵权。那时腾讯正是生死存亡之际，欺负我的人那么多，也不在乎多你一个。反正我也没精力和秃驴争师太，你帅，你有理。你说侵权就侵权，腾讯直接认怂，弃用 OICQ 域名和软件名，改名 QQ。

之所以用 QQ，据说是某员工在公交车上偷听俩美女聊天时，把 ICQ 或者其他什么山寨品，通通简称 QQ，然后公司就借坡下驴，直接改名 QQ 了——因祸得福，QQ 可比 OICQ 简单、响亮，更易于传播。

这事儿告诉我们一个深刻的道理：人之所以要有两只耳朵，却只有一张嘴，就是上帝造人的时候，提醒我们多听、少说。你看，多听的员工，立了大功。瞎说的美女，啥也木有，白瞎了创意。

话说小马哥牵着小企鹅，趁危机中同行顾头不顾腚的窘迫，挥舞着 IDG 和小超人提供的美钞，御风飞翔、金光四射，用户迅速增长到千万级别，在即时聊天工具的江湖里，大有一统天下的气势。

2000 年 5 月，和深圳联通联合展开移动性生活推广。2000 年 8 月，和新鲜成立正琢磨盈利模式的中国移动，联合推广移动梦网，简单的说，就是用户付费，移动抽水 15%，腾讯拿 85%。一层窗户纸捅破了，海阔天空……

然而，IDG 看不见。其实看见了也没用，当一名投资者的心灵被恐惧占据的时候，当注意力集中在指数和股价的时候，赛场上的变化不重要。重要的是赶紧撤出来，静待形势稳定后再做打算，常见的口号是“君子不立危墙之下，现金为王，要控制回撤、平滑曲线，使自己居于可进可退的优势地位，待形势明朗后入场，balabalababala……

远的不说，就说三四年前的茅台，当习李配大力打击三公消费的红色恐怖袭来时（三公：公车消费、公款吃喝和公费出国），市场一片恐慌，纷纷抛售。然而，打击公款吃喝，究竟是让茅台酒的消费需求消失了，还是转移了？如果思考过这个基本问题，投资决策是不难做出的。

也就是说，面对打击公款消费新动态，一个冷静的、盯着球场而不是记分牌的投资者，需要思考的真正问题不是股价到底要跌到哪里去，而是：茅台酒大量被公仆消费这一现象，其根源究竟是人做了公仆后才喜欢喝茅台？还是因为做了公仆，就有了权利和金钱的优势，以至有更多机会消费到茅台？

如果是前者，一个原本不喜欢喝茅台酒的人，戴上官帽，犹如触碰了某种开关，会变成喜欢喝茅台酒了，而官帽一摘，哐当，又不喜欢喝茅台了。那么只要打击公款吃喝，企业必将受到重创，这可能造成企业获利能力下降，造成投资者“本金的永久性损失”；

反之，如果是后者，那打击三公就只是把官爷们从排队抢酒的队伍前列揪出来，让后面的人有机会买到酒。酒厂的酒依然会卖光光，你担心什么呢？股价的波动不是捡钱的大好时机吗？

2014 年 2 月 22 日，红色恐怖下——该日茅台后复权收盘价为 113.62 元——老唐在雪球发帖赤裸裸地鼓吹到：

贵州茅台：1.价格合适，没有商品会剩下。价格相同，不会是好东西剩下；2.超高毛利率。即便沦落为打价格战，也无需走到以本伤人的地步。同时，设备和库存不贬值；3.两百亿现金是过冬的棉袄，一百多亿买个新茅台的独家权利，是未来超额收益的保障；4.永远不要低估了中国人追求财富和追求享受的劲头儿。世界第二的经济体，会诞生一款庆功酒，用于对中华文化表达敬意。茅台机会最大，五万吨远远不够分。

原文链接：https://xueqiu.com/8290096439/27776391

想清楚了这一点，记分牌上的波动，除了给你送更多钱以外，没有其他作用——不谈钱了，谈钱，俗，还是说回小企鹅。

小企鹅以每天 50 万左右的用户增长速度，飞快地占领着中华大地无处不在的网吧桌面。那时候，买得起电脑的人还少，大家一般都是在网吧上网。于是，网吧里充斥着此起彼伏的寻呼机滴滴声——QQ 的经典滴滴叫，用的是以前寻呼机来信息的通知声。

这滴滴声，引来了一双慧眼：南非 MIH 集团中国区负责人网大为，比马化腾小三岁的美国小伙。

网大为本名 David Walleerstein，其在投资领域里的经历，确实符合其家族姓氏：网里死盯——这简直是天生就该在互联网行业里掘金的姓氏。网大为不仅代表南非 MIH 集团死盯了腾讯，而且在该项入股协议完成后，直接从南非 MIH 集团跳槽到腾讯，一直在腾讯工作至今。

腾讯在和资本市场接触的过程中，除了金钱以外，还直接得来两件宝：一个是全盘负责腾讯上市的高

盛亚洲投行部执行董事刘炽平，现任腾讯总裁，一人之下万人之上；另一个就是这位网里死盯先生，现任腾讯首席探索官（CXO）兼高级副总裁。这是题外话，不展开了。

不过，以当时网大为的年龄，估计也不是该项目的决策者，背后拍板的应该另有高人。这推测还有佐证：即便网大为跳槽去了腾讯工作后，MIH 集团对于腾讯的持股依然稳如泰山。背后这位神龙见首不见尾的高人，理论素养之高，神经之大条，令人仰慕之心犹如滔滔江水连绵不绝好似黄河泛滥一发而不可收拾。

2001 年 MIH 集团购买了 IDG 和小超人的 32.8%股份，后来又增资，又收购管理层股份，又通过公司赎回 IDG 剩余 7.2%股份，巴拉巴拉。最终上市后，2004 年财报里 MIH 集团持有腾讯股份是 6.3 亿股，至今一股没卖，期间因 2014 年腾讯股票一拆五（相当于国内习惯叫的 10 转增 40），所以目前持股数量是 31.5 亿股。

——哪位手头有腾讯 IPO 招股说明书，给个下载地址，或 Email 一份给我，谢谢！想看看上市之前的股权变动细节。我只有 2004 至今的财报，跟公司去邮件要招股说明书，没回复我。

反倒是马化腾，2004 年持有 2.42 亿股，年年卖点儿，现在还有 8.28 亿股——不卖的话应该有 2.42×5=12.1 亿股。不过，网上有种言论，似乎说马化腾也看不懂腾讯的发展，低价抛售了腾讯股票，我觉着小看我们小马哥了。

老唐理解小马哥，相当理解。年年卖点儿，那是因为人生除了市值积累以外，还有很多更有乐趣、更有价值的事情，值得我们去做。马化腾若是放弃这十多年来所有的享受和支出，只为了财富值从 2400 亿变成 3600 亿，从而使福布斯排名前进几名，那才真是如假包换的脑壳有包呢！

扯远了，还是继续说网大为和小马哥的历史性会面。

第300篇.　　2017.8.12-散打投资8

原创　2017-08-12　唐朝　唐书房

接着上篇继续说网大为和小马哥的历史性会面。

这位 27 岁的小帅哥网大为，背后代表的南非 MIH 集团，虽然是南非最大的付费电视运营商，且在纳斯达克和阿姆斯特丹两地上市，但对于那时的中国资本市场，还是很少有人听说过的，所以，网大为并不是 IDG 招来的，是自己在中国各大城市网吧调研（毕竟姓网里死盯）时，被小企鹅所吸引，然后摸到腾讯公司的。

那时的小马哥，还没什么江湖知名度，当然也不会有那些纳头便拜公明哥哥的故事。小马哥一定是抱着闲着也是闲着的态度，半信半疑地给这位年轻的大鼻子介绍 QQ 目前的情况：日均 50 万新用户注册+自 2000 年 8 月开始的和中国移动合作的移动梦网项目。

没有资料说小马哥当时有没有给网大为介绍盈利前景，但常理推测，应该会做的。毕竟盈利模式已经有了，日日有钱进账，剩下的不过是憧憬一下每个用户每年发多少条短信的事儿了，就算 PPT 比贾总差 99 个档次，也完全能吹个框架了。现在回想，那天的网里死盯先生，双眼一定刷刷的闪过无数道光芒。

虽然我们不知道小马哥当时怎么跟网先生畅谈未来几年盈利预期的，但现在已知的是 2001 年 3 月，移动 QQ 单月发送短信已经达到 3000 多万条，腾讯月收入 200 多万；5 月 QQ 注册用户数量达到 1 亿；2001 年 6 月，腾讯单月盈亏平衡；2001 全年，腾讯获得净利润 1022 万元，成为中国最早盈利的互联网公司；

2002 年，腾讯净利润 1.41 亿，2003 年净利润 3.22 亿——俩人初次见面是 2001 年 1 月，最终敲定投资是 2001 年 6 月。

对于一个用户数量高速增长，盈利模式已经初步建立，明显具备越多人用越有价值的网络效应护城河的互联网企业，双方达成的估值是 6000 万美元，约折合人民币不到 5 亿。如果按照当年净利润考虑，市盈率约 50 倍，如果按照第二年净利润考虑，市盈率约 3.5 倍——是的，3.5 倍，不是多打了小数点。

我打赌，当时小马哥和网兄弟，都没有想到腾讯能增长那么快。如果真要是知道第二年就能赚 1.4 亿，马化腾无论如何都会至少喊个 20 亿人民币估值的。

如果网兄弟能想到三年后腾讯净利润会达到 3.22 亿人民币，我想，20 亿以下的估值水平，网兄弟应该能愉快地接受。因为 20 亿人民币，也基本确保三年后按照 15 倍市盈率卖出还可赚一倍的严苛要求了。

不过，由于这次 MIH 集团主要是收购 IDG 和小超人的股权，并不是直接给腾讯注资，估计小马哥也不是很上心，心说我来争论半天估值高低，钱是你们拿，关我 P 事——哈哈，心理阴暗一盘。

这简直是价值和成长的完美结合。具备高速成长确定性的企业，只喊出个无增长企业的报价，这种机会在任何市场都是罕见的，一个字买买买。

我相信，只要大致能预测到腾讯次年净利润不会低于 5000 万，且未来大概率还会增长，那么给个 5 亿估值，是任何夹头都敢做的、有理有据有逻辑的事儿。

区别仅仅在于能力圈的不同，导致是否具备知识，能够确信腾讯次年会赚到 5000 万以上——次年实际利润是 1.4 亿。这个 5000 万和 1.4 亿的差别，大约就是大师口中的「模糊的正确」了。

此时的 6000 万美元估值，相比一年多以前的 550 万估值，不仅不是贵了 11 倍，实际上是便宜了数十甚至数百倍。为什么这么说呢？

一年前，当 IDG 和小超人进入的时候，是企业随时可能死，随时可能价值归零——当年做免费软件，一直坚持到裤衩当掉也不够，然后静悄悄死掉的，多如牛毛。腾讯若不是及时收到 IDG 和小超人的美钞，额头上大概率也是刻着一个龙飞凤舞的死字。

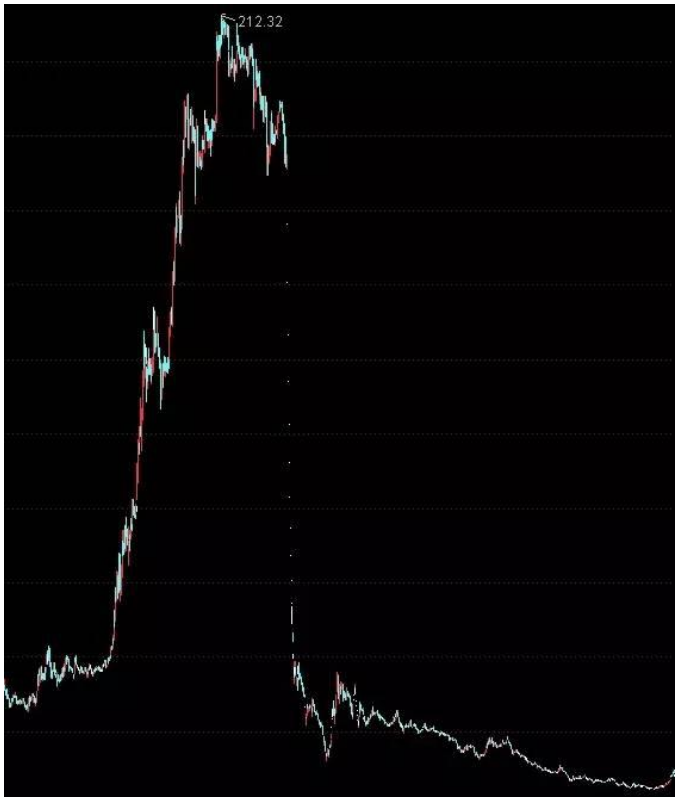
而此时，企业已经干掉了行业对手，成为细分龙头，并且开始盈利了。开始盈利意味着具备了造血功能，即便没有外来资金输血，企业照样能茁壮成长，无外乎是或许有速度的差异而已。

吓破胆的 IDG 和小超人和赚几千倍的 MIH，就在这曙光刚刚出现在地平线的一刻，擦肩而过。一个得意于找到接盘侠，获利十倍退出；一个偷乐于在傻蛋手头捡到宝，捂着嘴不敢笑出声。

在股市投资中，经常见用当前股价和历史高低点对比，从而得出便宜或贵的思维模式，这是我们大家有意无意自带的一个心理误区。这个错误不干掉，一不小心可能会坑杀我们不少财富，或者让我们错过不少财富。

一家企业便宜还是贵，跟它过去曾经到过多少市值完全没有关系，只跟它当前及以后的盈利能力有关。就好比曾经卖过 3000 元的寻呼机，曾经卖过数万元的大哥大，曾经价值一套房的 286 电脑，他们今天就是腰斩腰斩腰斩再腰斩，还是贵，贵，贵，因为它们的价值近于零。

一只垃圾股，即便历史高点超过 200 元，也并不意味着 100 或者 50 元或者 20 元是便宜的。

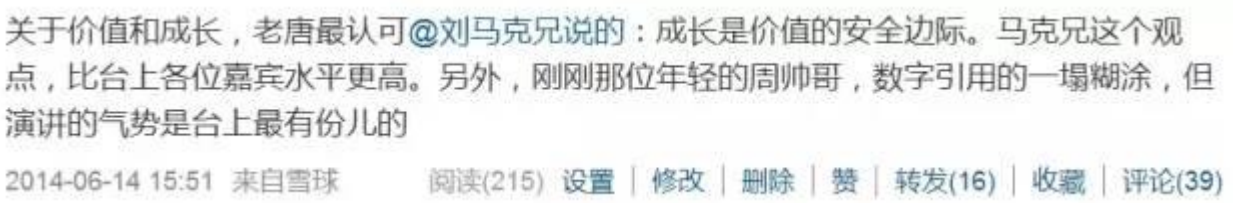


而，6000 万美元的腾讯，由于已经度过最危险的生存危机以及找到了盈利模式，反而可能比 550 万的腾讯便宜。2013 年 6000 亿的腾讯，也可能由于多了一个微信，比随时可能被移动互联网颠覆的 3000 亿腾讯，更便宜。

——习惯从当前市值和企业盈利能力之间去思考贵贱，就算不能接住成长股持续创新高的黄金雨，但躲过那些抄底死在山腰上的悲剧，也能算是投资道路上巨大成就了。

如何对成长进行估值，一直是习惯捡便宜货的夹头们头痛的难题。我们经常会遇到一些不错的企业，我说的不错的意思，一般至少包括三个标准：①净资产收益率高，②净利润含金量足，③维护原有盈利能力所需资本少，且新增资本投入也可获得较高的净资产收益率——但很痛苦的是，市场绝大多数时候不傻，这些好企业，经常处于估值和股价的“高位”。

大约是在 2014 年初的一次聚会上，酒桌上的@刘马克　兄分享给我一句话「成长是价值的安全边际」，是巴神说的。可惜老唐渣英文，没见过原出处，但这句话给我的震撼非常大。



震撼在何处呢？以前我的认识是“成长是价值的组成部分”，简单的说，就是我给公司估值的时候，会考虑企业的成长因素。在估值区间出来后，打折以寻求安全边际，得到自己可以支付的买入区间。

“成长是价值的安全边际”这句话，突然给我打开了一个新的空间。也就是说，只要我们能确认未来会有成长，大师的经验是出价可以触及当下估值的上限——注意，依然不是过高出价，而是当下估值的上限。

什么是当下估值的上限呢，老唐在今年 4 月上旬的文章《像老板那样投资》一文里写过：

30倍市盈率是我认为的合理估值上沿……为什么是30倍市盈率？因为30倍市盈率代表着3.3%的年收益率，而这个收益率是存银行就可以获得的。

存一个3.3%利率的存款在工商银行，本息基本确定100%的概率可以拿到。而投资一家企业的股权，无论我们研究多么彻底，我们都无法得出100%确定的收益率，甚至不能保证本金的100%偿还。这个不确定的风险，必须靠股权提供更高的收益率水平（即更低的市盈率）来补偿。

因此，当市盈率超过无风险收益率的倒数时，我会认为一家企业进入合理估值区间上沿，没有额外的便宜占，不再适合重仓持有了。注意，是不再适合“重仓”持有，不是“不再适合持有”。为什么呢？

道理也不难，企业收益会“成长”，而银行存款几乎没有“成长”。所以，合理估值的上沿，并不代表高估，只适合把捡二级市场便宜的重仓位降低，而不是清仓卖出。

我们再看一个巴菲特喟瑟了无数回的案例，号称是帮助他自己从猩猩跨越成为人的一次飞跃：喜诗糖果。

1972年1月3日,伯克希尔买下了喜诗糖果。当时卖方的报价是4000万美元，但公司帐上的闲置资金就有1000万美元，因此真实的报价应该是3000万美元。

当时查理和我还不是很了解一家市场特许事业的真正价值。在看到公司帐上只有700万美元的有形资产净值后，向对方表示2500万美元是我们可以付出的最高上限——我们当时也确实是这样想的。

幸运的是，卖方接受了我们的报价。

巴菲特事后想起这件事,很庆幸自己运气好：“我们是幸运的,整个交易没有因为我们愚蠢地坚持2500万美元的价格上限而告吹”。

这说明,巴菲特清楚地意识到,4000万美元买下这个1972年营收3133万美元,净利润208万美元(1971年营收约2900万，净利润数据没找到，估计略小于200万)，净资产约1700万美元，其中1000万是现金的喜诗糖果，是一笔划算的生意。

而巴菲特和芒格所坚持的3500万出价（2500万是扣除过喜诗糖果公司账上闲余资金后的价格）则是差点错过宝的愚蠢行为。幸好运气不错，额外捡了500万美元。

现在去回看历史，这就是一个具备成长能力，只需很少资本再投入，利润含金量高，净资产收益率高（208/700≈30%，巴神买下后拿走闲余现金，不影响喜诗的获利能力）的企业。巴神认为，20倍市盈率买下这样的企业，是捡了大便宜，可以拿来喟瑟一辈子。

他也真喟瑟了一辈子，每年致股东信，没少过吹喜诗糖果。

这句酒桌上的分享，奠定了老唐会去买海康腾讯这类企业的理论基础。后面聊到买入决策和思考的时候，还会翻出来说。今天就到此打住了。

惊堂木被某位读者偷了，摸不出来了。后面大致还会继续写的东西，可能主要集中在：

①腾讯发展过程中几次危机，以及在不知未来的前提下，夹头能做的合理应对是什么；

②老唐如何因与书房读者黄济强之间的一次互动开始学习腾讯，并根据什么做出买入决策；

③未来腾讯继续持有或卖出的核心关注点是什么。

会写几篇，老唐不知道，会什么时候写，老唐也不知道。恳请各位别催，驾校除名，越催越慢。

由于老唐不是打算写腾讯简史，所以，有很多企业史资料我会跳过去，建议有兴趣的朋友还是阅读吴晓波的《腾讯传》。不想花钱的，网易蜗牛读书上有免费的全本，只是限制每天只能看一小时。不想被约

束，或者乐意花几十元看纸质以保护视力的，就买本纸书吧，不会后悔的——这免费广告，杠杠热心了。

提醒：发送关键词“书”给唐书房，系统会自动回复老唐推荐过的精品图书链接，包括这本。但是，可是，但可是，不是在文章下面留言区写“书”，是在和唐书房聊天的界面发送信息“书”。老唐这几天已经收到一大堆的文章下留言“书书书书书……”了。

听评书的茶钱，直接丢过来就是了，嘿嘿嘿，别那么客气！祝各位周末愉快！

第301篇.　　2017.8.16-散打投资9

原创　2017-08-16　唐朝　唐书房

理论上说，**股市挣钱其实不难。只要在贵的不明显的价格以下，选择几个净利润含金量高、被替代可能小的印钞机，分别入上一小股，**然后该吃吃、该喝喝、爱忙什么忙什么，财富自然会以高于社会资金平均收益率的增幅成长。

假以时日，静待伟大的复利规则发挥威力，钱自然就来了，不需要觉着每一天都很关键，每一天都咬牙坚持破釜**沉舟背水一战战战兢兢上观天下观地中间观蚂蚁……**

然而，这么简单的事情，为什么实践中是一赚二平七个亏的残酷分布呢？老唐觉着，核心问题是：市场经常阶段性地奖励——乃至重奖——明显错误的行为，由此导致了市场参与者的心理和行为扭曲。

有的人听路边社消息，满仓满融参与，结果入市就是 18 个涨停板；有的人跟收费股神，888 交进去，拿到代码，奥拓进去奥迪出来；有的人数波浪，二浪调整杀进去，转眼间资产加零；有的人看电视股评，天天高抛低吸有乐趣，收入超过脚后跟不沾地的高级金领……

逻辑明显破成筛子的行为，却大把财富到手，面对这样的现象，你是心动还是行动？这是投资的核心之“道”。与之相比，研究公司、财务估值，都只能算“术”。

今天转存一篇老唐 2015 年 3 月 30 日发表于雪球的原创段子，供大家思考和讨论投资之“道”——照顾外地朋友，文末加了成都方言注解。

来，一起做梦！　2015-3-30

对门李扯火来串门

多热情地介绍一种新型的物联网+产业

油爆爆地说

是一种政府大力推广的新模式

只需要现在投资六万九千八

再介绍三位朋友参加

然后啥子都不用干

每个月拿一万九千八

一年后，每月拿九万六千八

两年后，每月拿三十九万八

一直拿够 1000 万，退休
春暖花开，面朝大海
想切哪儿耍、就切哪儿耍。

这么好的事情
那可是看到你秀才肚子里有两把刷子
才头一个给你说的哦
你无比同情的鄙视了李扯火
那是传销，你表信
多看报纸　少吃闷亏……

李扯火翻起白眼去找楼下张二娃
二娃有点心动
二娃婆娘也说
这年头，胆大的日龙日虎
胆小的，只能日抱鸡婆
二娃心一横
一把梭，整。

你晓得了
心中窃喜
二娃硬是
瓜兮兮　开飞机
神戳戳　骑摩托
看他哪个样子收场！

时间飞逝
李扯火请客
刚刚在浣花公园边边上买了个双拼
要请一哈院子里的老邻居
话个别。
1800 一桌
酒上的是茅台，
正宗 53° 飞天茅台
不用问也晓得
李扯火吃到皮喽

往日里，围到你转圈圈地那些人
一杯一杯紧到跟李扯火敬酒
尤其是张二娃
才买了个宝马乘以 5
钥匙上勾了多大个毛毛熊
挂到腰杆上
一甩一甩地
好夯实。
搂到李扯火，眼泪哗哗的流
要不是扯火哥哥看得起，
我二娃这辈子不可能乘以 5……

隔壁子张素芬
见到不要钱的茅台
莽起整
整晕了
凑过来跟你搭话
秀才，说你瓜你就瓜，半夜起来扫院坝
人家李扯火，发财机会送上门
你把人家训一顿
你咋啷个瓜皮呢？

你管球人家咋个整
杀猪杀屁股
各有各滴杀法。
能整到钱
那就是硬道理噻！
你想想
你当初要是跟到李扯火操
今天就是不能乘以 5
乘 1 那是肯定没得问题了噻
……

时间　又　飞逝
院子里又有几个乘 3 乘 5 了

时间　还在　飞逝

李扯火面朝大海　春暖花开了

听说还包了个晃眼儿李嘉欣

隔壁子张素芬忙的脚不沾地

天天拉到李幺妹儿去牧马山

看别墅

时间　继续　飞逝

租对门李扯火房子的刘前进过来串门

多热情地介绍一种新型的互联网+产业，

油爆爆地说

……

我的大锅（哥）

你是觉得刘前进　神戳戳

还是会想起二娃婆娘的抱鸡婆

“是不是可以

梭一把？”

想清楚这个问题，

对投资

很重要

很重要

真的很重要。

备注 1：吃到皮，成都方言，挣到钱了。

备注 2：好夯实，成都方言，很神气。

备注 3：莽起整，成都方言，使劲吃/喝。

备注 4：瓜、瓜皮，成都方言，愚蠢。

备注 5：晃眼儿，成都方言，乍看有点像。

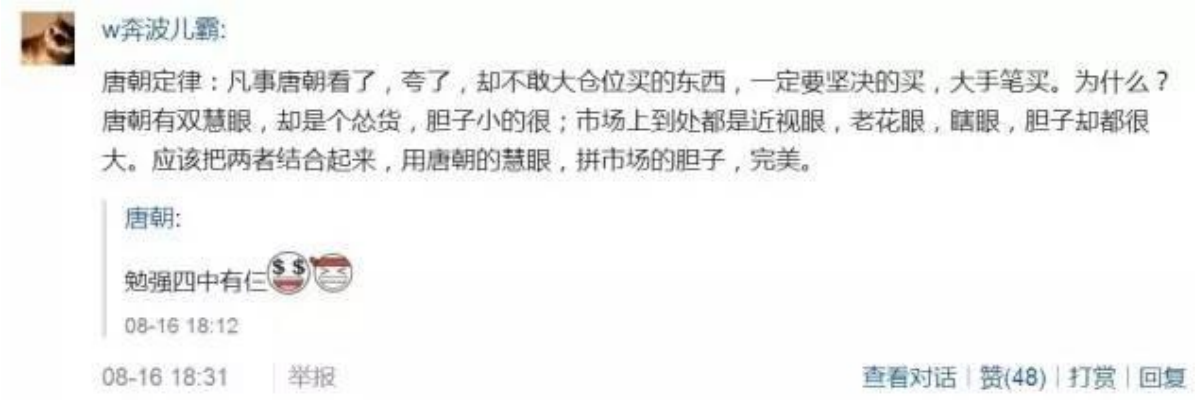
备注 6：跟着...操，成都方言，跟...一起干。

第302篇.　2017.8.17-关于抄作业的是与非

原创　2017-08-17　唐朝　唐书房

约 1 小时前，遇到一个点赞最多的评论说：

唐朝定律：凡是唐朝看了，夸了，却不敢大仓位买的东西，一定要坚决的买，大手笔买。为什么？唐朝有双慧眼，却是个怂货，胆子小的很；市场上到处都是近视眼，老花眼，瞎眼，胆子却都很大。应该把两者结合起来，用唐朝的慧眼，拼市场的胆子，完美。



在老唐截图转发后，又有几位老友的跟帖激起了我的警惕：

老友们的评论，有玩笑和调侃的成分在内，但坦率说，关注者里可能真有二话不说直接抄作业的朋友。

对于抄作业这件事，老唐的总体思想是：

识人，也是一种能力。西谚有云：If your heroes are right，you are lucky——你关注的人靠谱，你就烂不到哪儿去；中文俗语也有类似说法：跟着苍蝇找到粪堆，跟着蜜蜂找到花蕾。

将你信任的人的选股，作为选股池里的备选对象，的确是节约时间和精力的做法；你信任的人对某公司所持观点，可以作为自己估值时的加分或减分因素。

如果老唐的财报分析文章帮助新老朋友们整理了一些材料，提供了一个视角，老唐是开心的。但是，如果纯粹因为老唐看好就跟风买入，这是可怕的。

从老唐的角度说，今日你跟风节约的汗水，未来说不准会变成喷进唐书房的口水，因为很显然，老唐又不是 D，不可能永远伟大光荣正确；

从你的角度说，放弃了计算和思考的过程，直接拷贝买卖行为，恰恰是在自己资金量相对较小的时候，放弃了观摩学习和验证提高的机会，且可能抄袭了一个扭曲的结果，得不偿失。

哪怕对方真的是个如同巴菲特一样的绝顶高手，直接抄也绝不是良策——注意，更何况老唐本人距离高手二字还差着十万八千里!!!

搬一篇老唐的旧文，原标题为《信巴菲特，为何不直接买巴菲特挑的股？》——2015 年 11 月 15 日发的，真心不是为今天准备的，但其中观点是一以贯之的。

推送给大家，算是个预防针吧！真心希望我们都摆正位置，让书房成为我们大家分享企业基本面，交流企业经营信息，共同提高投资水平的地方，而不是最终演化成一个老唐跳上神坛装神弄鬼，读者埋头窥视寻找代码的空间。

以下是原文。事实上，巴菲特三个字可以替换成你粉的、或者仰慕的任何大 V、高手或者股神的法号。

△休谟：

有一问题想讨论一下：既然我们如此深信巴菲特投资理念，也认为自身有许多知识上的局限导致对公司经营分析有偏差？为什么不直接相信巴菲特所投资的公司，跟随买入？比如比亚迪，而非要加大难度另投外物？这倒底是为什么？本人观点：抄袭巴菲特成功率远大于自己作主。

△老唐：

1）夹头理念要求我们将信仰建立在【股票的内在价值是其生命周期内全部自由现金流的折现值】这一基础上（虽然它几乎不可能被精确计算），多加任何不需要的变量，都在违背我们所相信的理念。因相信某人而买入，就是附加了其他变量，是对投资理念的违背。如果我们真心相信巴菲特的思想，我们就不能因巴菲特买入而买入。但是，学习他的分析，并因被他的分析说服而买入，是可以的；

2）除非你直接购买伯克希尔哈撒韦，否则你无法完全复制巴菲特的持股，单买其中任何一只或数只，背后仍然是悄悄附加了自己的判断。在自己不研究的情况下，作出的判断，必将使自己面对不利环境时，

患得患失，被股价折磨；

3）你我的生命周期大概率比巴菲特长，为未来计，越早开始独立判断，越能让错误和教训发生在资本金较小、未来改错时间越长的时间段里。

△龙虎山畔客：

抄袭巴菲特不是完全没有道理。投资者最头疼的一件事，就是对于管理层的判断。这些人是否理性，是否对得起小股东，会不会吃里扒外，是不是会过度粉饰数据（做假账的客气表达），如果做恶事有没有人制约他们。至少对于美国公司，巴菲特这个图章能很大程度上能化解这些担忧。余下的，就是计算买入价格相对公司的近景和远景，是否合适，这个判断已经排除了很多变量，就比较容易了。

△老唐：

既然要计算买入价格相对于公司的近景和远景，这算是你自己的判断吧，不算抄袭。只是你因巴菲特入股而对公司估值的确定性加分了，这个我也会做的。

△休谟：

我们相信巴菲特理念，但怀疑其买卖，逻辑上说不通。若不怀疑其买卖的话抄袭跟随应该顺理成章。若时机不对，有更低成本应当跟随，若公司不对，岂不是直接否定巴菲特理念？

△老唐：

这个理解完全不对。我们不怀疑其买卖，只是当我们不清楚公司内在价值、没发现当前价格和内在价值之间有足够吸引我们的价差的时候，我们不投资，无论有谁买入了，这就是巴菲特投资理念。所以，如果你信巴菲特理念，你就绝不能因为巴菲特买入而买入，逻辑上通的一塌糊涂。当然，巴菲特的买入可以作为你对公司确定性的加分，这个是正常的。

△休谟：

我们能力圈局限，不全相信或没有能力理解其买卖，于是我们不跟随，是这意思吧？但我想说：巴菲特对其买卖是能力圈的事，我们选择相信巴菲特，为何因为我们能力圈局限而怀疑或否定巴菲特对标的的能力圈？

我们虽然理解不好标的，但巴菲特是能力圈的事呀，我们为什么不好让巴菲特帮我做投资呢？我们最大的能力圈就是知道巴菲特会做投资。原理就像：巴菲特不会造可乐汽水，但他知道谁做得好，给那个人造可乐呀；同理，我们知道巴菲特投资是优等生，让他来帮我做投资呀，抄呀。

△老唐：

你当然可以抄，直接买伯克希尔就是抄袭优等生啊！但我刚刚已经回复你了，问题在于你迫于法规或者能力或者金钱，仅仅挑了一只或者数只来抄，仓位配比和巴菲特又不同，这就不是信任巴菲特，是扭曲巴菲特。

举个咱这儿的案例，就好比巴菲特买了部分分级 A，部分分级 B，配比吃套利。而你抄了一只 B 买进，没买 A，这是相信吗？不是。这是附加了自己的判断，基本是盲人骑瞎马了。最后赢钱了，加强骑瞎马的信心，死在下一回。输钱了，还要冤枉巴菲特个龟儿子选的啥破股嘛。

再说了，你跟着买入后，巴菲特没有义务随时给你通报他是否继续持股，如果他撤了你还在，股价大跌你肿么办？如果他还在，股价大跌，你怀疑他已经不在的时候，你又肿么办？最终你还不是疑神疑鬼折磨自己[摊手]

人，一定要靠自己~by 医生《鼠胆龙威》

第303篇.　　2017.8.20-散打投资10

原创　2017-08-20　唐朝　唐书房

今天的文章不轻松，不仅长，且留有作业。不过，比金螳螂的作业简单，我估计认真做完的，同样会有一种脱胎换骨的感觉。

话说 2001 年 6 月，南非 MIH 集团按照 6000 万美元的估值收购 IDG 和小超人持股的腾讯股份，其后又从部分管理层手中买了股份，再然后公司又赎回了 IDG 手头剩余股权。总之一堆运作，到 2003 年 8 月时，MIH 集团持腾讯 6.3 亿股（准确数字是 630240380 股），占 50%股权，总计投入了约 3200 万美元（不到 2.5 亿港币）。

经过 2014 年 1 拆 5 之后，MIH 集团持股数约 6.3 亿×5=31.5 亿股，至今 1 股没卖，期间获取分红 74 亿多港币，当前股价 325 港币，持股市值超过 1 万亿港币，投资增值超过 4000 倍。

年度	每股红利	MIH持股	MIH红利
2003	0.023	630,240,380	14,495,529
2004	0.07	630,240,380	44,116,827
2005	0.08	630,240,380	50,419,230
2006	0.12	630,240,380	75,628,846
2007	0.16	630,240,380	100,838,461
2008	0.25	630,240,380	157,560,095
2009	0.4	630,240,380	252,096,152
2010	0.55	630,240,380	346,632,209
2011	0.75	630,240,380	472,680,285
2012	1	630,240,380	630,240,380
2013	1.2	630,240,380	756,288,456
2014	0.36	3,151,201,900	1,134,432,684
2015	0.47	3,151,201,900	1,481,064,893
2016	0.61	3,151,201,900	1,922,233,159
合计			7,438,727,205

说到这儿，纠正前面一个疏忽，老唐在《散打投资 6》里说，

仅仅一年之后，一双伟大的投资眼看中了它，从一个无人知晓的角落里斜刺杀将出来，为其估值 6000 万美金，做了 IDG 和小超人的接盘侠。直到今天，这位令人尊敬的传奇接盘侠也没化妆撤退，依然持有腾讯约 1/3 股份，市值超过 1300 亿美元，16 年增长超过六千倍

这疏忽是老唐码字的时候，遗漏了市值增长里面，还有 2004 年上市发行股票导致的部分。从约 5 亿

港币的估值到 3 万多亿港币的市值，公司确实是增长了 6000 多倍，但对于 MIH 的持股来说，只增长了 4000 多倍。不好意思，是老唐不够仔细。

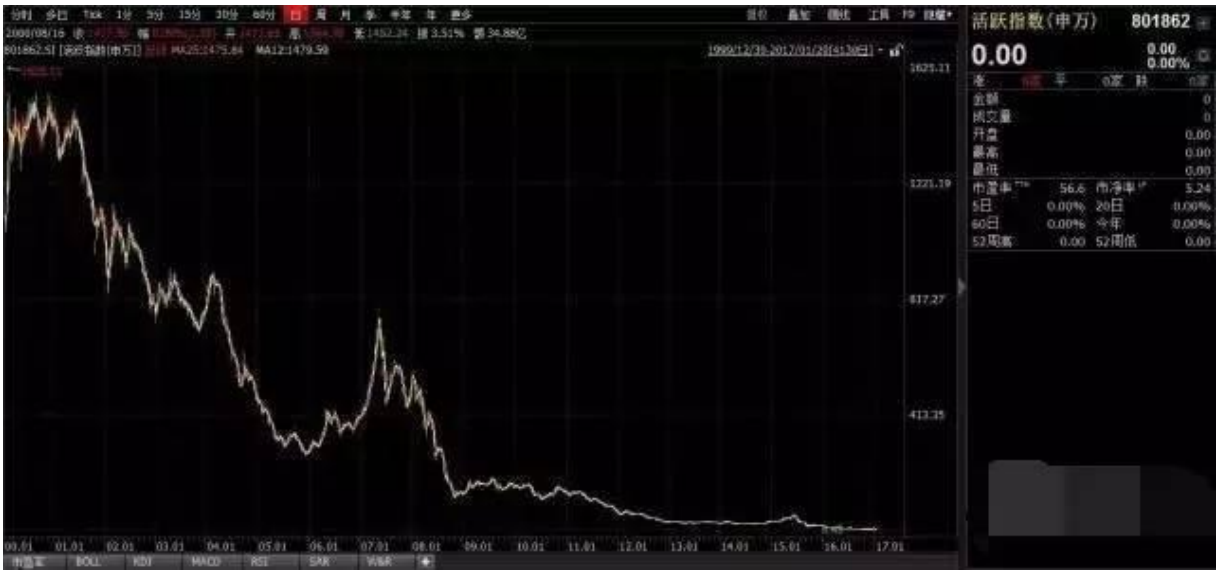
不管六千多倍还是四千多倍，都是令人口水长流的投资回报，年化回报率高的吓人。难免令人憧憬：要是上市的时候，我也能买上十万八万的，今天会有多少个万呢？

这笔帐很好算，因为腾讯上市以后主要的股权变动就是搞过一次 1 拆 5（有过一些回购，又有些新发的股权激励，总体影响不大，忽略），所以，假设你我在 2004 年 6 月 16 日上市当天，在当日最高价 4.6 港币附近买进 2 万股，花费 9.2 万港币，那么今天持股是 10 万股，市值 3250 万港币。这 13 年里分的红，小钱，就忽略了。

账，很诱人。但实际上除了 MIH 集团的大神以外，能做到的人没几个。2004 年 6 月 16 日上市当天，换手率为 104%，股价从发行价 3.7 港币上涨到最高 4.625 港币掉头，最终跌破发行价收的盘。也就是说，认购腾讯新股的投资者，基本都在上市当天就卖掉了，而且还有不少人是赔钱卖掉的。

眼看着一笔大钱，一笔改变自己及家庭命运的大钱，无数人擦肩而过，原因当然有很多。其中首要原因是绝大部分人是“炒股”的，只是将它视为一个可以买卖的代码。

买卖代码当然要考虑接手的下家。为了出手方便，自然是选择热门股票炒，所以嘛，经常换股是必然的。一个月你不炒它个十个八个股票，你简直就是给炒股二字丢脸（所以老唐从来都承认自己不会炒股）。炒家的终极命运嘛，请看下图



这是申万活跃股指数，是以周换手率最高的 100 只活跃股为成分股的股价走势图。指数起于 1999 年 12 月 31 日，起始点位 1000 点。自 2017 年 1 月 20 日收盘后，该指数停更。停更的原因，是指数快跌没了，只剩下 10.11 点。

这指数的含义是说，假如有一名投资者，自 1999 年 12 月 31 日起投入 100 万，每周买入最活跃的 100 只股票，在 0 佣金和 0 税费的假设前提下，到 2017 年 1 月 20 日，还剩 1 万块。如果考虑佣金和税费的话，估计在五六年前已经阵亡。

这指数，告诉我们，**即便不考虑交易摩擦成本，追逐活跃股，也是一条投资的不归路。**这部分不是书房的讨论重点，“炒”股人士，是股市参与者的主流，但从来不是唐书房主流。

我们要讨论的是如果持“买股票就是买公司”观点，我们能吃到多大一截腾讯？或者，换个说法，假设我们现在穿越回 2001 年 6 月，作为一名小散，跟着 MIH 投资了一笔小钱到腾讯，比如说 5000 元，拥有

腾讯公司万分之0.1的股权。但由于穿越的时候被灌了孟婆汤，我们并不记得从2001年至今所发生的事情了。从那时，持有正宗价值投资理念的你我，是否有可能搭上这改变人生的腾讯之路，让2001年的5000元增长4000多倍，变成今天的2000多万呢？

前几天，书房里就有朋友说，老唐最近不做作业，也不安排作业，搞的没有学习动力了。今天，我们就来做个思维训练。

下面老唐把2001年至2009年间，腾讯发生的主要事件及当时的财务数据罗列出来，各位以现有的投资理论素养，穿越回去，但忘记后面的企业发展和股价走势，做个沙盘推演，看自己能将手头的5000元持有到什么时候？

或者你直接从腾讯上市以后开始考虑是否介入。这期间买入、持有或者卖出，又是依靠哪些信息作出判断的？不要掺杂未来函数进去，不要偷看未来的企业发展状况和股价走势哦！

观点请直接在文末留言，老唐会抽空整理成文，并给出自己的观点。作业效果好的话，后面再整理一篇2009年至今的——不要小看，本文数据工作量不小的，效果不明显的话，老唐后面就偷懒了。

MIH入股前，腾讯的收费尝试

1）2000年8月，QQ推出广告条，价格只有新浪等门户网站的20%左右，但由于使用群体主要为青少年，非主流广告商受众，腾讯广告业务推广不顺；

2）2000年11月，推出QQ会员，可以享受靓号，网络收藏夹等服务，10元/月。大力推广，半年内只发展出3000个会员。主要障碍是支付方式落后，邮局汇款很麻烦。

2001年

1）2001年6月，腾讯实现单月收支平衡。MIH入股腾讯，估值约5亿人民币，你也将原本计划购买电脑一台的5000元巨款跟投，占股比例为0.001%（或者你没有入股，自上市后才考虑合适买点。两种推演均可，自选）；

2)中国移动联合腾讯等增值服务商,推出移动梦网业务,拉动短信业务暴增16倍,达到159亿条(2002年793亿条；2002年，通过移动QQ发出的短信占据中国移动整个移动梦网业务短信总量的70%）腾讯通过短信分账获得可观收入；

3）2001年，腾讯的QQ号码开始变相收费注册：用户通过网络免费注册QQ号，几乎不会成功，只能通过声讯台或者短信方式才能顺利注册；

4）2001年七八月，网络舆论声讨收费注册行为，指责腾讯作死；

——2001年，腾讯营收4908万，净利润1022万，估值折合约50倍市盈率。

2002年

1）2002年3月，腾讯推出“QQ行靓号地带”，每月2元，可以自选号码，9月向全国推广，免费号码基本停止发放；

2）腾讯的收费战略，招来大批竞争对手。9月，朗玛UC上线，3个月内注册用户突破800万；同时，各大网站纷纷推出自己的即时聊天工具：网易泡泡、新浪聊聊吧、搜狐我找你、雅虎通、263的E话通、Tom的skype……，市面上一时出现了30多款同类产品；

3）2002年8月，QQ原创了QQ群功能。群聊功能意外的使QQ的活跃度大大增加；

——2002年，腾讯营收2.63亿，净利润1.41亿。

2003 年

1）2003 年 6 至 8 月，腾讯如梦初醒，重新开放号码的免费注册通道。

2）2003 年 1 月，腾讯模仿韩国一家社区网站，开发并上线 QQ 虚拟形象系统：QQ 秀。大获成功，半年内就有超过 500 万用户购买有效期仅 6 个月的虚拟服装、饰品、环境等虚拟物品，平均每位用户消费额 5 元，远大于购买靓号支出，且用户接受度很高，无不良舆论影响，并使得 Q 币这一支付手段获得用户认可。

3）2003 年 8 月，腾讯进军网游，引入韩国 3D 角色扮演游戏《凯旋》，运营结果，不温不火，基本宣告失败。

4）2003 年 9 月，腾旭和上海电信合作，推出电话 QQ 业务，用户登录 QQ 后，可以依据提示与上海电信所有的电话、移动和联通的手机、铁通和网通的固话实现通话。该业务 2005 年 7 月被信息产业部关闭。

5）2003 年 12 月，推出腾讯的门户新闻网站，www.qq.com，基本上是复制粘贴型的无特点新闻网站。

——2004 年 8 月奥运会期间，腾讯推出 QQ 客户端的迷你首页，将新闻和 QQ 客户端链接在一起，最快速度自动弹出奥运信息，终于获取流量上的成功，成为国内门户网站第四名。但由于用户普遍的低龄化，其广告价值远低于新浪搜狐等网站。

——2003 年营收 7.35 亿，利润 3.22 亿。

2004 年

1）2004 年 315 晚会，三大电信商的短信相关业务成为批判总靶子，涉黄、涉骗、暴力信息、引诱订阅、甚至直接明抢扣费，一时引发巨大的舆论压力；

2）2004 年 4 月 19 日，信息产业部发布《关于规范短信息服务有关问题的通知》，整顿混乱的短信市场；

3）2004 年 6 月 15 日，信息产业部发布《关于开展移动短信服务自查自纠活动的通知》，正式实施行业整顿；

4）2004 年 6 月 16 日，腾讯上市，出让公司约 25%股份，发行 4.2 亿股新股，发行价 3.7 港币，折合公司估值约 60 亿港币。

5）2004 年 6 月底，在美国上市的网易率先披露整顿后果，二季度短信服务收入环比猛挫 37%~41%；

6）2004 年 6 月，互联网行业展开了一场围剿 QQ 运动：网易泡泡通过“挂泡泡送短信”的手段，发展成为仅次于腾讯的第二大国产即时通讯工具；雅虎中国正式推出雅虎通 6.0 中文版，由周鸿祎挂帅与腾讯展开竞争；

7 月 7 日，新浪宣布 3600 万美元收购朗玛，将朗玛 UC 更名为新浪 UC，成为市场占有率排名在 QQ、MSN、网易泡泡之后的第四大即时通讯工具；

8 月微软在北京和上海分别组建了 MSN 中国的市场和研发中心，开始主动拓展中国市场；

11 月，中国电信推出了自己的即时通讯软件 VIM，以 VIM 号码可以直接连接电脑、固定电话、小灵通和手机为卖点，参与市场竞争……

一时间，据说全国大大小小的即时通讯软件有超过 200 款。更为可怕的是，一种政治正确的言论被 QQ 之外的其他厂家呼吁起来了：即时通讯软件之间应该实现互联互通，使人与人之间实现无障碍沟通。

7）2004 年 10 月，中国移动强制性要求腾讯重签协议，大幅降低腾讯在移动梦网业务中的分账，否则

终止合作。根据新协议，腾讯年净利润将锐降数千万元。

——2004 年，腾讯营收 11.44 亿，净利润 4.47 亿。当年上市，公司股本 17.65 亿股，股价波动区间 3.375~6.35 港币，市值波动介于 59.6 亿至 112 亿港币之间，港币汇率 1.06（1 元港币兑换 1.06 元人民币），折合市盈率约 14~26 倍。

2005 年

1）2005 年 1 月，腾讯推出《QQ 堂》，与盛大的热门游戏《泡泡堂》展开正面竞争。

2）2005 年 3 月，腾讯收购 Foxmail，意图弥补 QQ 邮箱短板。张小龙团队进入腾讯。

3）2005 年 6 月底，QQ 用户达到 4.4 亿，月活跃账户 1.7 亿，最高同时在线人数突破 1600 万。该数据宣布中国的即时通讯市场已经从跟随变成全面领先于发达国家水平。

4）2005 年 6 月，腾讯发明“QQ 宠物”，大获成功。

5）2005 年 10 月，MSN 和雅虎通达成互联互通协议，并公开呼吁腾讯一起互联互通，马化腾坚决拒绝了这一深得民心的呼吁。

6）2005 年 12 月，腾讯模仿《魔兽世界》推出大型游戏《QQ 幻想》，再次失败；后腾讯反思并调整战略，将腾讯游戏的重心从大型网游调整到休闲竞技游戏，枪战、赛车、格斗、飞行射击、音乐舞蹈等。

——2005 年营收 14.26 亿，净利润 4.85 亿，港币汇率 1.06，公司股本 17.69 亿股，股价波动区间 4.275~9.7 港币，市值波动区间 75.6 亿至 171.6 亿港币之间，折合市盈率 16.5 倍至 37.5 倍之间（忽略年度分红额，下同）。

2006 年

1）2006 年初，中国移动开发出自己的即时通讯工具“飞信”，直指腾讯的核心资产“移动 QQ”（移动 QQ 占腾讯全部短信用户的七成左右），并向腾讯发出通牒：第一，移动 QQ 和飞信进行业务合并，否则把移动 QQ 从移动梦网业务中剔除；第二，整个 QQ 体系和飞信实现互联互通。

2）2006 年 6 月，飞信正式推出，同时宣布，移动 QQ 业务 2006 年 12 月 31 日停止合作。

3）2006 年内，腾讯转而寻求与联通的合作被拒绝。因为联通也即将发布属于自己的即时通讯工具“超信”；

4）被逼之下，腾讯自立门户，放弃和移动联通的合作，推出电脑端的“超级 QQ”和手机端的“手机 QQ”两大产品，专注增值业务。

5）2006 年 3 月 13 日宣布拍拍网 www.paipai.com 正式投入商业运营，进军电子商务领域，与淘宝面对面开战。拍拍网和财付通 2005 年 10 月上线试运行，借助 QQ 的导流，正式运营之日，已经拥有 700 万注册用户；

6）2006 年 3 月，腾讯发布搜搜网 www.soso.com，进入搜索领域。

7）2006 年 5 月 10 日，淘宝违背马云之前许诺的“三年免费”，推出收费服务竞价排名，引发用户抵制；5 月 15 日拍拍网推出“蚂蚁搬家”促销活动，利用各种优惠，挖淘宝商家到拍拍开店。5 月 31 日，马云被迫放弃收费计划。经此一役，拍拍网声名鹊起，至 2007 年 3 月，交易额超过 ebay，成为仅次于淘宝的第二大 C2C 网站。

8）2006 年 6 月，《中国企业家》杂志发表一篇文章，标题叫《全民公敌马化腾》，该文在网络上引起广泛传播，为腾讯贴上了一个鲜明的负面形象标签。

9）2006 年 6 月，由于微软昏招倍出，MSN 中国大势已去，高管跳槽腾讯，其他即时通讯工具公司相继减少投入，围剿 QQ 联盟事实破产，即时通讯工具市场进入腾讯通吃阶段。

10）2006 年 6 至 8 月，借着德国世界杯决赛和超级女声的火爆，腾讯将客户端+迷你首页弹出新闻优势发挥的淋漓尽致，新闻流量首次超过了新浪，成为中国第一、世界第五的门户网站。

11）2006 年，腾讯的 QQ 空间意外地获得飞速发展，到三季度末注册用户已经超过 5000 万，月活跃用户 2300 万，日访问人数超过 1300 万。其收费的黄钻红钻会员体系，为腾讯打开了一扇有别于广告模式的全新流量变现模式。

——2006 年，腾讯营收 28 亿，净利润 10.64 亿。港币汇率 1.01，股价波动区间 8.35~27.75 港币，股本 17.68 亿，市值波动区间 147.6 亿至 490.6 亿港币，折合市盈率 13.7 倍至 45.7 倍。

2007 年

1）2007 年 6 月，腾讯推出 QQ 音乐，在盗版横行的网络世界，借助服务场景，推广正版音乐；

2）2007 年，异军突起的 51.com 全面拷贝 QQ 空间服务，并利用部分灰色手段展开竞争，迅速成长为和 QQ 空间比肩的社交网站。腾讯建立专业团队，和 51 展开网吧争夺战，全国一个网吧一个网吧打攻坚战。

——2007 年腾讯营收 38.21 亿，净利润 15.66 亿，港币汇率 0.96，股价波动区间 23.5~72.8 港币，股本 17.89 亿股，市值波动区间 420 亿~1302 亿，折合市盈率 25.7 倍至 80 倍。

2008 年

1）2008 年，51 犯下一系列战略错误，腾讯趁机接着彩虹 QQ 外挂事件，给了 51 重重一击。后 51 逐步被边缘化，QQ 空间继续领跑社交网站领域；

2）2008 年初，腾讯引入枪战游戏《穿越火线》，格斗游戏《地下城勇士》，以及自主开发的飞车游戏《QQ 飞车》、舞蹈游戏《QQ 炫舞》，全部大获成功。验证了腾讯的优势的确在休闲竞技类游戏上。

——之后，在 2010 年 1 季度，腾讯成为国内游戏市场份额第一的领头羊。2013 年 3 月《英雄联盟》最高同时在线人数超过 500 万，成为全球最大的在线游戏社区；

3）2008 年 10 月，腾讯模仿 Facebook 推出 QQ 校友网（后更名朋友网，2017 年 8 月 6 日停止运营）

——2008 年，腾讯营收 71.55 亿，净利润 27.85 亿，港币汇率 0.87，股本 17.97 亿股，股价波动区间 34~72.05 港币，市值波动区间 611 亿~1295 亿之间，折合市盈率 19 倍至 40 倍。

2009 年

1）2009 年 5 月，腾讯引入校内网上火爆的小游戏《开心农场》，更名为《QQ 农场》，引发全民偷菜大作战，取得令人瞠目结舌的成功，其增长速度令人窒息。仅 2009 年下半年，腾讯为《QQ 农场》项目专门增添服务器就高达 4000 多台。

2）2009 年上半年，腾讯游戏营收 53.9 亿元，首次超过盛大，成为新晋的“游戏之王”，市值升至 2500 亿港币，成为继谷歌、亚马逊之后的世界第三大互联网公司。

3）2010 年 3 月 5 日晚上 19 点 52 分 58 秒，QQ 同时在线人数达到 1 亿人。11 年，从 QQ 诞生到同时在线人数 1 亿，用时 11 年。就在 2006 年 7 月，马化腾还说过，或许在他的有生之年，不可能看到同时在线人数达到 1 亿。所有人都低估了 QQ 的发展，低估了互联网在中国的扩张速度。

——2009 年腾讯营收 124.4 亿，净利润 51.56 亿，港币汇率 0.88，股价波动区间 41.45~169 港币，股本 17.97 亿股，市值波动区间 745 亿至 3037 亿港币，折合市盈率 12.7 倍至 52 倍。

穿越者，你搭上这条船了吗？途中被甩下去了吗？什么时候，为什么？是理念上的分歧，认识上的不足，心态上的患得患失，还是莫名其妙的失误……？来，文末留言喟瑟或反省。

郭超　　置顶

刷三观…原来选一家好公司，买入并持有，永远不卖出，讲起来很简单，实际上是件这么难的事情，还有可能要面临 80 倍市盈率这样的状况

这篇看下来，会想到基业长青里的一章，大意是说企业是个不断进化的物种，最好是不断地有新业务，及时淘汰掉弱的，保存并发展强的。这么看来，腾讯是有这样的机制的。

黄济强　在资本市场，认识市场(包括企业)虽然重要，但能清醍认识自己的能力圈我想可能更重要，就我而言，对科技股基本只看不动，那怕腾讯这类大牛股，看老唐分析得这么祥细，透彻，现阶段也不敢买，对这类股的未来仍心有疑虑。就算穿越还去，我想依然不会买，对腾讯发展的每个关键点，都是充满变数，以前如此，今后如此。就算有也不会也重仓，也拿不住，这种感觉太高了，不如国投，银行踏实。当然，我有老唐的水平，我也敢去试，问题是我没有。

作者回复

建议黄兄克服恐科心理，深入看看。现在的腾讯其实不当科技股看待，它是搞服务的垄断平台，一家具备不可替代流量入口优势和强大资本优势的互联网行业 pe 公司，这一切，未来变化其实不会大。变的科技是外衣，不变的入口和平台是内核。

佟恒　插播一条：请问唐哥哥，如果永续现金流增长率大于折现率，永续现金流折现怎么算啊　分母是负的了，今天想了一天，无解

作者回复

不用想了，如果永续增长大于折现率，恭喜你，你找到了无价之宝，折现值无限大。不过，这种考虑都是小看了“永续”二字的威力我的手 1 还是手 2 里举过一个永续增长 20%的企业例子。

Camellia　我想大部分读者想了解的是您对腾讯股票的观点是什么作者回复

买入，持有，写完了。满意不？　😀

马克　仅仅看 PE，我会持有到 2007 年，80 倍市盈率清仓。

作者回复

为什么是 80 倍不是 72.5 倍，69 倍，53 倍？

第304篇.　　2017.8.25-散打投资11

原创　2017-08-25　唐朝　唐书房

上一篇《散打投资 10》，是书房里耗时最多的一篇文章，意图搞一次价投思想面对科技成长股的复盘和拷问，自认价值至少不低于《雅戈尔诞生记》。差不多耗费了两天时间，不仅将散落在《腾讯传》各板块重要事件摘录重排成编年体；翻阅了腾讯 2004 至今的年报，找出每年因股权激励或回购而变化的股本总额及当年现金分红金额；查询了当年的股价波动区间以及当时美元港币和人民币的汇率变化。

很可惜，虽然留言的有约 300 位，且至少有 100 多条留言很用心，但总体来说，文章不合大部分读者口味。阅读量偏低，推送五天内，阅读量不足九千（关注人数三万二），打赏率更低，安卓 50+苹果 20 多，合计打赏人数 70 余人，不足阅读人数的 1%。钱包是最诚实的表达，低阅读量和低打赏率，是读者给文章的真实评价。

后台的留言和信息，更多的是问，老唐你抄这么多资料，拾人牙慧，完全没有观点，是几个意思？你究竟怎么看腾讯，你给它估值多少，现在能不能买？老唐，你都扯了四五篇了，还没写打算持有腾讯到何时？……诸如此类的问题，搞的老唐灰溜溜的，无趣的很。那股憋着码字的劲头，犹如胀鼓鼓的气球突然遇针尖，噗嗤一声泄掉了，连登录后台看留言都需要鼓鼓劲儿才敢去。作为心理调节，狠狠地看了几天闲书，密集登录雪球吹水扯淡几天，这才慢慢缓过劲儿来。

昨天，杨天南兄到成都，很荣幸首日仅接见老唐一人。畅聊了五个多小时，很过瘾，也很提神。天南兄管着数目庞大的基金，在研究公司、做投资决策之余，兼着某 211 大学的客座教授，还十余年如一日的写着杂志专栏，忙里偷闲的约束自己每天翻译不少于 3000 字的投资经典，还能安排出时间做空中飞人，搞投资者教育……实在为天南兄的自律精神、事业心以及庞大的未来规划所震动。反省自己，唉，不提也罢。

很有趣，期间老唐提问一个问题：日常为何很少见天南兄提及具体的公司分析呢？天南兄的回答，让老唐醍醐灌顶，顺带也释怀前面提到的低阅读量和低打赏率。

天南兄说（大意）：

世间很多人并没有想明白，自己究竟是想做一个“成功的投资人”，还是想做一个“投资成功的人”。

虽然仅仅是文字排列不同，实际却是云泥之别。

前者是一种稀缺资源。股市里公认的情况是”七亏二平一赚”。在赚钱的人里面，再按照是否跑赢大市、是否取得绝对收益和是否解决财务问题三大标准筛下来，一定是万里挑一。

绝大部分人，无论怎么努力，都必将不会是成功的投资人，这是一个残酷的事实。而投资成功则简单的多，只要遇到并信任经过历史验证的成功投资人，就投资成功概率就大大增加了。

分享具体的企业分析及分析技能，是意图教人成为成功的投资人。对于绝大多数人而言，他随便一问，你免费一说：他无所谓，你也不在意。无所谓的态度换来无所谓的结果，最终什么也改变不了。

我们时间越来越宝贵，不想浪费在无所谓的人身上，去换取一个无所谓的结果。所以，分享限于理念和实盘。展示理念以吸引三观吻合的投资人，展示实盘让时间作证（备注：天南兄的杂志专栏实盘，在市场过去十年没有上涨的情况下增值七倍）。

这个分法，醍醐灌顶。想着今日泡在书房里的人，少说有 90%注定不可能成为成功的投资人，注定不可能慎重严肃地学习**企业分析——这件劳神费力，且不能马上见成效，甚至不能保证一定有成效的事儿**——那么，不到三成的阅读量和不到 1%的打赏率，可不就是天然的、必然的结果咩？这么一想，舒服多了。

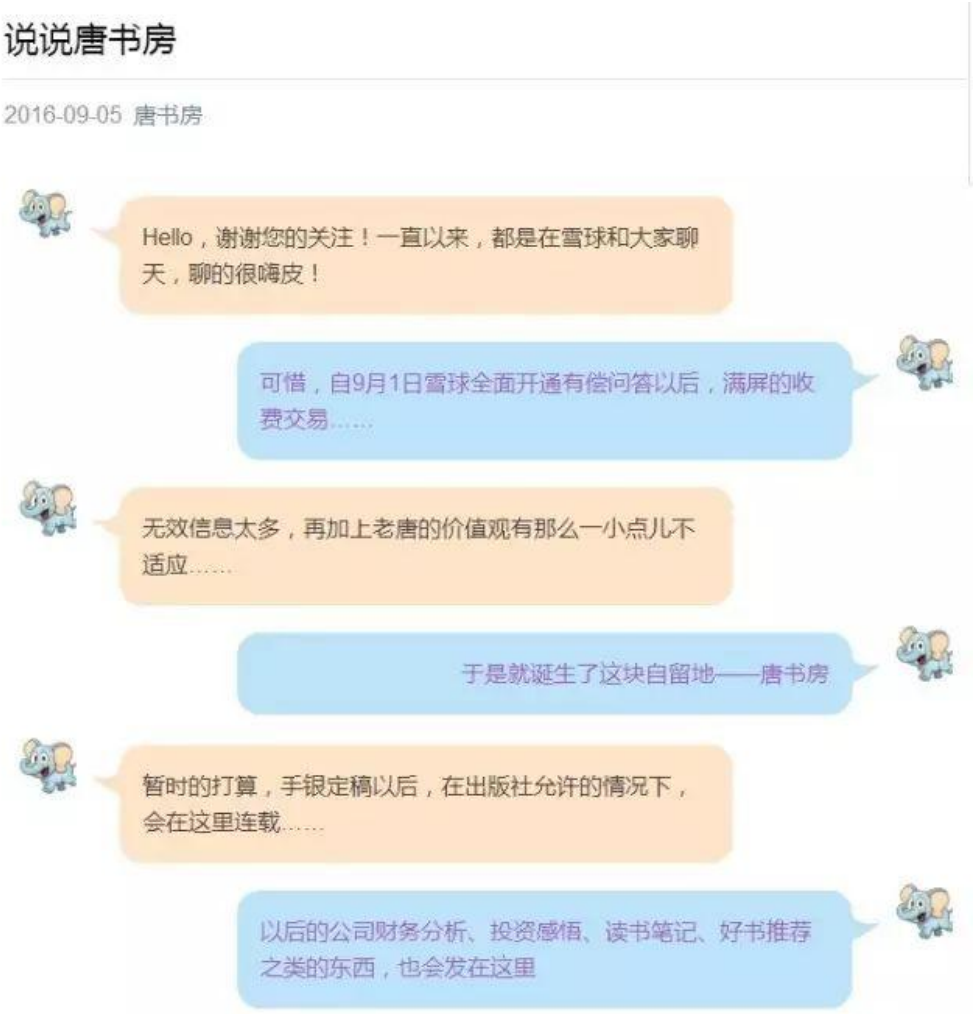
心头舒展了，也就有了码字的劲儿。今早 7 点多就起床，码。但敬请原谅老唐要偷懒了，跳过原计划

的三到四篇复盘和思考，直接谈谈所谓干货：买入决策依据及对腾讯未来的看法。给本系列匆匆收个尾，算有始有终吧。

老唐是科技小白，基本纯白。电脑和网络虽然接触颇早，但仅限于浏览新闻和码字看股票。QQ 号早有注册，却也仅限于邻居群里聊天用。甚至在那场闻名于世的 3Q 大战中，老唐支持周鸿祎，抵制小马哥，于 2010 年 11 月 4 日，老唐发过一篇博文，题目叫《抵制日》，旗帜鲜明地宣布停用了 QQ。

对科技股投资，一直恐惧于未来不可知，保持敬而远之的态度。也因对其抱有高市盈率偏见，将其简单的归入概念股行列，视而不见。

再接触腾讯，只能从去年 9 月开通唐书房这个公众号算起。原本，因老唐不仅擅长扯淡，而且时间充裕，所以有好些个平台开出各种条件邀请老唐前去坐台鬼扯，但老唐这种懒人，扯淡纯属有感而发，发了便发了，但若是要拷贝重发一次，那是完全做不到的，给钱也做不到。所以，一一谢绝了，过去五年间，始终只保有雪球一个扯淡基地。　但是，可是，但可是，由于……



唐书房就诞生了——想想书房诞生所催生的腾讯海康等股票的投资收益，现在还有点儿小感激雪球这个收费问答政策，若非它的推动，可能账户上要少一大块。

书房诞生后，老唐有意识地减少去雪球零碎扯淡，转而在书房码大块文章。期间就有六七位读者，经常性的给出大额打赏。正好，年初老唐的新书《手 2》发售，就想分别送这几位朋友一套手 1+手 2 的签名套装，聊表谢意。结果一个小细节触发了我对腾讯的好奇心。

到书房后台找出多次大额打赏的朋友@黄济强，给他发信息，不行，公众号号主无权主动给读者发信

息；找到黄济强以前给我发的信息做回复，不行，信息超过 48（还是 72？记不清楚了）小时没回复的，就无权再回复……!!! 咦，我居然还没有办法联系上他，只能坐等他下次发信息给我？

最后，我还真等到了黄济强及其他几位朋友的再次发言，讨要到收货地址。当然，后来发现还是自己笨，是有另一条路的：去留言区翻出他们的留言，无论多久以前的留言，都可以回复。不上墙，也可以当做私密通知。这是后话不表。

发现这家搞即时通讯的企业，居然这么在乎普通用户的私密和不被打扰，这让我产生了解它的想法。翻看财报的同时，正巧知道吴晓波有本《腾讯传》出版，赶紧买本来看看。一看之下就喜欢上了腾讯，然后就在 197.3 港币的位置买入了约 2%的仓位——见《1 月小结》——好超值的一本书，把这辈子花的买书钱都捡回来了，哈哈，感谢吴晓波，更感谢黄济强。

当时喜欢腾讯的主要原因是看着微信一统江湖，霸占或即将霸占所有智能手机的屏幕。而且这东西使用超级简单，连最 out 的老头老太也是一学就会，眼见着就要替代电话号码成为人们的主通讯录了。

智能手机这东西，和电脑是完全不同的东西，它几乎整天伴随我们左右。电脑是需要才“去”使用的工具，而智能手机则已经成为了我们身体的组成部分（如同近视眼镜）。仅从日使用时间的角度考虑，智能手机带来的市场空间，应该远大于 pc。如果考虑到手机随时在手，除了替代 pc 常见功能之外，还可能成为识别、交易、支付、记录等工具，智能手机带来的市场很可能是 pc 数十倍乃至更多。

而 2017 年初的腾讯，已经不可阻挡地成为了手机第一入口，人们在微信上停留的时间越来越长，同时，微信还推出了线上和线下的连接器：小程序。仔细思考了所有能替代屏幕的人机交流模式，不认为手机屏幕短期内有完全消失的可能。因此，可以认定腾讯未来几年的业绩仍然会有较大幅度的增长。

简单看了财报：2016 年三季度 306 亿净利润，同比增长约 42%，环比二季度增加净利润 106 亿，意味着基本可以推断，全年净利润会在 400 亿以上（年报实际数据 411 亿）。以历史和近期趋势看，2017 年几乎确定会有增长，只是高低不知。假设按照 20%考虑，2017 年净利润有约 500 亿。当时股价 197 港币，市值约 1.87 万港币，折合人民币约 1.6 万亿。以静态市盈率计算不高于 40 倍，以 2017 年预估业绩考虑，也就 30 倍左右（2017 年实际净利润预计会超过 650 亿）。

按照老唐的**市盈率估值三大前提：①利润含金量十足；②维持现有盈利能力不需要大量资本投入；③未来盈利一定比现在好。**再加上《散打投资 8》里谈过的“成长是价值的安全边际”理念，此处就是合理价格区间。最坏情况就是丧失大半年时间，待市场主流开始按照 2017 年业绩估值时，基本可确保不亏损——说破了，是不是一点儿也高大上？简单的令人鄙视！老唐长期伪装的光辉形象，瞬间就崩塌了，呜呜……

很可惜，一者由于研究的还很简单，二者因股价基本上处于历史高位，三者也因为没什么现金在手，手中持股全部处于较低估值范围。所以，当时只买了 2%仓位，计划一边继续学习，一边等待下跌加仓的机会。

后来，伴随对财报阅读的理解，伴随着全年经营形势的逐步明朗，又分别在 6 月中旬和 7 月初加仓两次（都实时在唐书房推送过），加仓位置在 260~270 港币之间，约总市值 2.1 万亿人民币的位置，折合 2017 年市盈率 30 倍左右。连加带涨，目前腾讯占约 9%仓位。

当然，做出决定不仅仅是考虑合理的市盈率范围，更重要的是考虑确定性。长期以来，在我眼中，腾讯都是科技股。科技股一贯令人担心的问题是未来不确定性强，不知道竞争对手会从哪里杀出来，被颠覆

的可能性较大。一旦被颠覆，价值可能归零。

这个问题，当时我的思考是：首先，QQ 占领 PC，微信占领手机，这两个东西目前暂时看不见对手。智能手机普及后的深化挖掘刚刚开始，手机能够帮人们做的事情，不是已经太多，而是还有很多，因此，仅现有的手机用户，足以支撑腾讯快速发展一段时间；

其次，腾讯已经完全改变了过去做产品的思路，摇身一变成了一个连接一切的平台，给创新者提供平台，提供接口也提供流量，这意味着默认的创新越来越依赖腾讯的平台。它的重心不再是科技，而是平台，是社交关系网络平台，是开放的，足以连接一切的平台，是用的越多就被越多人用的平台。

再次，腾讯的内部赛马机制；年投入超过百亿的研发投入（2016 年研发投入 118 亿人民币，2017 年上半年研发投入 78.4 亿），有钱就很容易把潜在的创新者收于麾下，有钱才能给潜在创新者以创新环境和创新机遇；加上腾讯一贯擅长的关注热点，擅长于跟随微创（chao）新（xi）的风格，决定了腾讯或可能是行业内最快创新者，或可能依赖跟随创新及强大资本和流量优势后发先至。

另外，腾讯目前有变身 pe 平台的趋势，不仅自己做，也大量投资互联网科技行业有潜力的人和公司。借助自己的资金和流量优势，更大范围让潜在颠覆者跳入自己的碗中。总体来看，这个方向走的很不错（例如 2017 年上半年提供投资收益 50 多亿元），可以期待未来继续不错下去。

最后，以马化腾为首的团队，心思不侧重于资本运作（这一点和另一匹马完全不同），是一个高度关注产品细节和用户体验的团队。一个千亿级别的富家翁，能够仅就旗下那么多产品中的某一个具体产品，“在一年半时间里，和他的团队来往邮件 1300 多封”（《腾讯传》218 页），足以证明企业创始人本人是真正的对产品有着浓厚的兴趣。再加上小马哥一贯坚持的“小步快跑、试错迭代”风格，可以预计，腾讯的企业文化很难犯大错误。

目前，上述观点没有变。依然看好腾讯的高增长以及高增长推动下的市值增长。具体增长能有多高，没有能力判定，但基本可以确定未来“一定”比今天更好，所以，会继续持有，且还会找机会继续买入。

最后，增加一点篇幅，简单交代一下上篇所提问题的老唐答。

如果老唐有机会跟着 MIH 大神在 2001 年入股，最大的可能是在中移动撕破脸的时候，被甩下马，不确定性太强。如果那次好运没有被甩下来，2008 年 50~80 倍市盈率之间，几乎铁定下马。答案是，也赚不到几个钱。

如果仅谈二级市场买入的话，2008 年之前，老唐不会买入。原因很简单，《手把手教你读财报》里分享过：不买上市未满五年的企业。

2008 年 20 倍市盈率以内，很可能会买入，且在 3Q 大战时会遭遇一次不知结果的考验。因为那次战争实际上危险无比，小马哥的“艰难决定”再慢一两天，腾讯赖以存在的社交关系基石很可能崩塌。从 2008 至今，除 3Q 大战之外的其他波动，似乎对现在的我不会造成啥巨大影响。

这里，要说到 MIH 大神的两大优势了：其一是和企业经营者的深度接触，能够在某些时候因为信任人而度过某些危机，例如中移动撕破脸的那次；其二是流动性劣势优势。这句组合很别扭，对的，是因为“流动性劣势”而带来的优势。

简单点说，MIH 是腾讯第一大股东，持股量巨大，他很难依据短时的高估或短期不利因素来操作。例如，2008 年腾讯市盈率高达七八十倍的时候，你我若是有个几百万在里面，念头一动，撒丫子就跑光了。而第一大股东若要抛出，考虑到接盘资金量和大股东抛售带来的信心打击，可能实际成交均价可能连 40

倍市盈率也不到，所以，短时高估反而不易形成诱惑。这就是流动性劣势优势。

由此，想到巴神的一段话：

如果有一个喜怒无常的人拥有一个农场并恰好与我的农场相邻，每一天他都提出一个报价，或是想买入我们的农场，或是想卖出他自己的农场，价格则随着他的心情好坏而忽上忽下。那么我除了利用他的疯狂还能做些什么呢？如果他的报价低得可笑，而我又有些闲钱，我就会买入他的农场。如果他的报价高得离谱，我要么把自己的农场卖给他，要么不予理会继续去种自己的地就是了。

然而，股票投资者经常会被周边那些因为冲动而导致不理性行为的投资者所影响，最终让自己的行为也变得越来越缺乏理性。由于我们周边有太多预测市场、经济、利率和股价走势的噪音，一些投资者就认为应该听听这些专家的建议。更加糟糕的是——某些投资者认为应该根据他们的建议而采取行动。

那些拥有一片农场或者一座房产的业主本可以安静地持有它们数十年，但一旦他们让自己置身于源源不断的报价声流中以及当耳边不时传来评论员们含蓄的声音：“别光坐着，你得做点什么”时，他们就会变得头脑发热。对于这些投资者来说，证券的流动性已从一项优势转变成了一个诅咒。

归根到底，价值投资的秘籍只有一句话：仔细想，如果这不是家上市公司，这个价格你会不会买。Over。

祝书房的朋友们都能够投资成功，或者成为成功的投资人。本系列结束。

Neilyo　老唐，看完腾讯篇，我有几个问题：

1.老唐觉得，MIH 到底是因为抓住了腾讯的核心价值点而一直持有，还是像老唐所说的，因为流动性劣势优势，不能卖，所以一直没卖反而得了个大便宜？

2.老唐的意思是否是：作为一个价值投资者，在腾讯的推演过程中，不管是在 80PE 卖还是在中移动翻脸时卖都是符合价值投资理念的？

3.MIH 拿到最后和小散被震出局，哪个投资决策更加正确，更加接近投资的精髓？

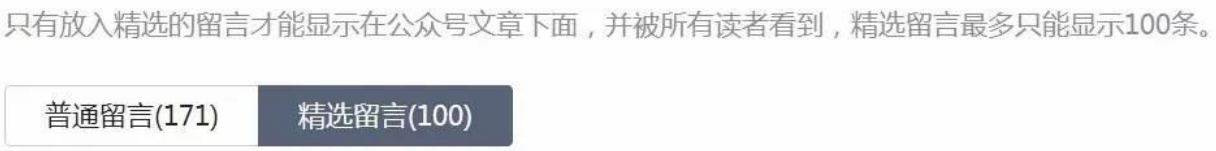
作者回复

1.我认为是抓住了核心价值点；2.是；3.都正确，由于能力和信息量的不同，两者都是符合投资原则和逻辑的正确行为。——所以说，能力比理念更重要，价投理念其实不复杂，而对公司的分析和理解，对行业的　分析和理解，则是每一个投资人终其一生都要不断学习的东西，它们决定最终巨大的回报率差异。

第305篇.　　2017.8.27-信立泰中报速读

原创　2017-08-27　唐朝　唐书房

《散打投资 11》打赏率显著提升至约 5%，谢谢各位的鼓励。精彩留言很多，但受限于墙面有限，60%以上的留言无法上墙，还请朋友们多理解。



留言区有许多朋友担心老唐也去搞私募，导致书房断更或注水。这个担心可以删除，老唐没有搞私募

的念头。还是看看书码码字、吹吹水跑跑步、追追剧陪陪领导的懒人世界更适合我。

当然，江湖卖艺需要有人起哄喝彩，茶馆说书也期望茶客丢几个茶钱，这样才有「台上人来疯」的码字激情，以免像个巴心巴肝倒贴便宜上门的傻蛋儿。所以，老唐心情灰暗时的偶尔矫情，还望各位体谅。你我皆凡人，对不？

前事不表，书归正传，说说周五大跌的信立泰。先说结论：值得买入。只喜欢看结论的，可以关闭文章开黑去了。要看依据的，来，继续往下扯。

话说周五写完《散打投资 11》，就吹水看闲书去了，好几位朋友追问对信立泰中报的看法，我说业绩早已预告过的，有啥着急的呢？明日抽空再看。收盘后偶尔看过股价才知为何被催问，原来周五大跌 4 个多点。据说因为业绩不及预期。

一季报里，预告过半年净利润在 6.94 亿~7.98 亿之间，增幅 0%~15%之间，最终半年报结果净利润 7.3 亿，增幅 5.2%。落在预告增幅的中偏下区域，市场先生大惊失色以暴跌应之。让我看，5%本就在 0~15%之间，挺符合预期的，但市场短暂癫狂，你奈之何？这也是为何说短期股价很难预测的原因。

那么，信立泰目前的经营如何，股价处于低估、高估还是合理区间呢？是该买、该卖还是该静静地做电梯呢？咱们翻开财报拿证据说话。

插一句：如果没读过 3 月份发的《投机者信立泰》上下篇的，建议先补上那两篇再来读这篇。可以在书房菜单“企业分析--财报印象”里面翻，也可以直接发送关键字“信立泰”给唐书房，接收关键词自动回复。

不过，后者接收的是原始素材推送，也就是说推送的是后台存着的文章，看不见其他读者的阅读量和留言。还是建议自己去菜单里翻出来较好。

信立泰资产负债表中规中矩、干净整洁，各项内容都清晰明白。正所谓“君子坦荡荡，小人藏鸡鸡”，信立泰财报一看就是那种好公司的坦荡。总资产 61 亿，有息负债仅 0.55 亿，生意模式决定应收账款比例不小。但看历年数据，2016 年之前该比例（应收账款/总资产）基本徘徊在 15%~20%间，2016 年 12%，今年上半年 13%，均处于历史最低位置。依据以往应收账款回收情况推测，无须担心。

其他各项资产也都清楚透明。即使非要鸡蛋里挑骨头，也只能腹诽一下无形资产里有 8.4 亿非专利技术（财报 104 页），行外人是搞不清楚有没有水分的。只能说从历史轨迹看，信立泰实控人老叶家的品行值得信任。

公司不缺钱，负债率低，手头大把现金和类现金资产，且不断对外展开收购。大股东也不缺钱，老叶家持有信立泰股权约 6.9 亿股，其中 2/3 未用于质押融资，显示资金链运用宽松。这种情况下，为配合员工持股而减持的 20920300 股，就明显不属于割韭菜套资金，而是分享共赢精神之体现。

——8 名高管人均投入约 1000 万，加上不超过 252 名非高管员工人均投入约 200 万出头，合计从市场买入信立泰股票 20920300 股，均价 28.58 元（买入时间 2017 年 6 月 1 日~6 月 7 日，财报 25 页）。对应的，大股东减持 20920300 股，到手资金借给购股员工使用。这左右手的腾挪，解决了员工持股的资金来源问题，也避免了股价大幅波动，落人话柄。干的不错，暖男老板。

利润表方面，营收增长 7.6%达 20.3 亿，增长金额约 1.4 亿，全部来自制剂的增长；成本下降 13%约 0.6 亿，也全部来自制剂。制剂毛利率进一步走高至 90%以上。

制剂的营收增幅容易理解，一是今年主力产品泰嘉（硫酸氢氯吡格雷）重回根据地广东市场，二是比

伐卢定（泰加宁）和阿利沙坦酯（信立坦）的增长。但成本大降的原因，暂时没挖掘出来，推测上只能是原料降价。哪位信立泰股东，周一记得起来的话，请致电公司证券部问问上半年制剂营业成本大降的原因是啥。答案可以留言在本文下面，谢谢。

毛利率 90%以上，这生意看着不错。不过，和同样毛利率超 90%的茅台还是有巨大差别。茅台毛利率高，销售费用低。信立泰的制剂毛利率虽然高，但销售费用同样高。

比如上半年，销售费用占营业收入的比例就达到约 26%。意思是出厂价 100 元的产品，直接成本虽然只有不到 10 元，但还有 26 元是要用于渠道和推广的。这是药品的销售特点。多牛的药品，也需要通过大量的学术活动，让医生和医院认识和了解它（甚至还需要些灰色的付出）。这种学术推广渠道，信立泰是花了大量心血的，已经成为信立泰的核心竞争力。不信，请看第 9 页公司自己的表述：

三、核心竞争力分析

创新是公司持续发展的源动力，覆盖全国的专业学术营销队伍是信立泰的核心竞争力。

记住这一点，“覆盖全国的专业学术营销队伍是信立泰的核心竞争力”，后面还要说到。

销售费用占营业收入的比例，近年来基本稳定在 22%左右。今年突然大幅上升，主要原因是泰加宁和信立坦两种新药处于推广初期，费用增加。伴随着这两种新药销量的上升，占比自然就会下来。这个销售费用占比激增的因素，估计被市场解读为负面因素了，但实际上这是正面因素，没有今日的销售费用激增，就不会有未来的营业收入增长。老叶家晚餐桌上估计正嘲笑炒股人士的短视呢！

制剂（主要是泰嘉、泰加宁和信立坦）营收增幅 9.52%，超过公司整体营收增幅，原料药因为国家对抗生素的限制政策而拖了后腿。制剂营收的增长，主要还是来自泰嘉。泰加宁和信立坦虽然增幅很快，但基数太小（2016 年泰加宁刚刚破亿，信立坦仅约 0.3 亿）。

放长眼光看，三年之内，基本上还指望不上泰加宁和信立坦，就算年年复合增长 50%~100%，三年之内贡献的营收和净利润增长也很有限。这可能是市场对信立泰的主要担忧：严重依赖泰嘉金鸡独立。这只鸡单脚站立已经 17 年了。17 年啊，鬼子打跑两回还有富余，还不换下来休息……

好在由于公司是国内首家氯吡格雷制剂及原料均通过欧盟认证的企业，泰嘉在欧盟十多个国家上市销售，产品品质得到发达国家药品监管体系认可，一致性评价工作推进顺利。2017 年上半年，泰嘉 25mg 的一致性评价试验已经完成，泰嘉 75mg 的一致性评价工作已完成申报和审查。进度领先，为这只金鸡加了脚力。

泰嘉面临的威胁主要有二：一是国内同时有多家公司也都在拼全力杀进氯吡格雷市场，导致市场竞争压力必将越来越大；二是替代品替格瑞洛可能带来的挤压，虽然公司已经在仿制替格瑞洛的道路上领先，但原研药专利保护要 2019 年 5 月才到期，这期间或多或少的会抢氯吡格雷的市场（以上相关内容参见《投机者信立泰》阐述）。

而信立坦作为国内自主研发、拥有自主知识产权的 1.1 类新药，已通过谈判，纳入国家医保目录乙类范围。按照公司董秘的说法，“信立坦一旦进入医保目录后，经过 3-4 年的推广，产品年销售过 10 亿甚至更高，都是可以期待的”，毕竟它降压更安全，起效更快、更强。信立坦的化学结构专利保护期到 2026 年，制剂专利保护期到 2028 年。

有个细节，我觉得可以看作业内对信立坦销售乐观的佐证，财报 134 页：

2014 年本公司向上海艾力斯医药科技有限公司收购其持有的深圳市信立泰资产管理有限公司 50%股权，以获得阿利沙坦酯的全部未来收益。双方协议如在 2026 年 7 月 31 日前，公司的阿利沙坦酯片净利润累计达到人民币 40　亿元，则公司应再向上海艾力斯医药科技有限公司支付人民币贰亿圆整。

至于泰加宁，也由于比伐卢定终于在 2016 年首次成为 PCI 手术中的首选药物（以前是备选），销售首次破亿，增长幅度约 50%，今年据估计还会取得 50%以上增长，已经进入快速放量的良性阶段。只可惜基数还小，也是短期内无法在整体营收上贡献太多力量。

这三大主力看明白以后，也就基本能推测信立泰未来几年的大体状况：

泰嘉会有增长，但作为成熟药品，增速高不起来（病患比率基本稳定）；

信立坦和泰加宁增速很快，但基数太小，两三年内在整体营收和净利润上还体现不出来威力；

原料药净利率低，规模也处于维持状态；

其他后备品暂时还是镜中花，几年内指望不上。

总体来说，未来三年营收和净利润降低的可能几乎看不到，然而增长速度也无法乐观，最大可能就是 10%左右低速增长。

市场对信立泰一贯的印象就是研发不力。躺在一座金山上吃了这么些年，也没有趁机构建出自己的重磅产品，即使是现有的接班产品，也都是通过收购来的。真的如同公司自己的表述“覆盖全国的专业学术营销队伍是信立泰的核心竞争力”。

说不准老叶真是这么想的「研发风险多大啊，并不是有大把钱投下去就一定有结果的。不如我把学术营销渠道控制好，看哪儿有好苗子，买一个过来丢进渠道里跑，利润就出来了。」哈哈，瞎猜的，但从财报上看，老叶家目前确实是延续这个收购思路在走。坦率说，是显的有点 low，上不得台面。但从股东盈利角度说，也不能说是错的，尤其是对规模相对较小的医药企业。

今年公司的研发投入倒是大幅增长了，增幅高达 40%。只是这个事儿呢，老唐本人确实没有能力做出评价，正如《手把手教你读财报》156 页谈过的：

如果我们关注的企业研发费用比较庞大，其中究竟蕴含的是机会还是风险，需要你真理解行业、理解企业后，才能做出判断。

保守的投资者，会因为企业研发费用占比比较大，而放弃该公司。因为不断投入巨额研发费用的公司，很可能经营前景不明，风险较高。如依靠专利权保护或者技术领先的企业，一旦专利到期或者新技术替代，公司的竞争优势就会丧失殆尽。为了维持竞争优势，企业需要大量投入资金进行研究开发活动。

投入资金不仅是减少企业净利润的问题，更重要的是，金钱的堆积并不意味着技术的成功。相反，新技术研发，失败概率是大于成功概率的（想想 2014 年 10 月 6 日，因为研发失败，在一个交易日内从超过 11 元跌成 0.8 元，随后一周跌破 0.4 元的美股 GTAT）。正因为此，风险规避型的投资者，会选择远离研发费用高的企业。

然而，新技术一旦成功，又可能带来巨大的回报，所以，这类企业从来都不缺追捧者。这个问题上，老唐不认为投资这类企业是错误的，只是建议喜欢这类企业的朋友，查找和学习“凯利公式”相关书籍，合理管理资金，以应对高波动性和高不确定性。

以上内容也可以直接用信立泰财报中的真实例子解释。比如信立泰收购的成都金凯生物技术公司。大

量资金消耗在研发上，目前净资产已经为负数了，-9300 万，上半年净亏损近 5000 万（财报 19 页）。面对这样一组财务数据，除非你对研发方向和进度有深刻认识，否则即便你很难做出大致估值。信立泰 2015 年 12 月可是投入了 3715 万元，才获得 10%的股份增加。如此推算，2015 年成都金凯生物估值就已经高达 3.7 亿了。

正因为对研发能力的不看好，对短期增速的不看好，市场给信立泰估值，在 A 股的医药板块里始终属于偏低的。目前，半年报 7.3 亿净利润，全年简单按 14.6 亿估算。对应现在 324 亿市值，市盈率约 22 倍。

还记得老唐在《投机者信立泰》一文写的那段「为什么买入信立泰」吗？**历史不断的重复，它又来了。**文字我也再贴一遍，别抱怨没新东西，企业分析经常没新东西才是对的。老是换新，老是换观点，那说明又双叒叕错啦！原文如下：

最后，坦白一下 2016 年 1 月 28 日，老唐寻找深圳打新门票时看上信立泰的原因。说出来简单的可怕，丝毫也不神秘，希望各位看后不要大表对老唐的失望，哈哈：

第一，当时信立泰市值约 240 亿，静态市盈率约 23 倍。由于上面谈的一致性评价那条原因，让老唐认为未来几年里，信立泰的业绩很难下降（其他几条变化，当时还没发生）；

第二，历史上，信立泰有过几次达到这个市盈率水平后均出现了较大幅度的上升：2012 年 8 月，静态市盈率约 22 倍，后来在未来 9 个月内翻了两倍（从 20 元涨到 60 元）；2014 年 3 月，静态市盈率 21 倍，后来在 13 个月翻了一倍（从 27 元涨到 54 元）；2015 年 8 月，静态市盈率 22 倍，后来在 4 个月内涨了约 50%；然后就是老唐下手的这次，静态市盈率 23 倍，截止目前 14 个月，涨了 26%。

总体来说，几次触及 23 倍市盈率或以下，后面的涨幅的确是越来越小，但基本满足老唐当时的想法：

①这是一家可以赚真金白银的好企业，净资产收益率从来没有低于 20%；

②由于一致性评价的因素，泰嘉会比目前好，而不是比目前差，虽然我没有能力判断能好多少；

③仅凭泰嘉足以支撑 240 亿估值，这算是有保底。其他的新品发展，如果有就算添头，如果没有也无所谓；

④结论：可能赚也可能不赚，但有泰嘉保底，亏损的可能性很小，所以，可作为打新门票少量配置。

⑤动手。

翻了一下雪球组合“老唐实盘”，买入是在 2016 年 1 月 28 日，纯狗屎运，买到了最低点。

今天，一年半过去了，看法没变。**这个位置依然是可以买入信立泰的地方，正常市场状态下，合理估值至少给在 400~450 亿区间**——你看，老唐最大的特点，就是清晰。对，要对的清晰；错，也要错的清晰，不搞“父在母先亡”那类永远有理的话术。

但是，请注意，一者老唐目前满仓没现金，二者由于对医药股有畏难情绪，英文太渣，好些资料没法看，行业研究的时间性价比太低，所以不准备继续加仓，仍然持有当前约 3%+的仓位不动。

敬请各位对老唐的判断存疑思考，自己过脑后做决定。买卖用自己的钱，决策也要过自己的脑。切勿一时冲动，盲目杀入。谢谢。

文字_2017-08-28

唐书房 *2017-08-28*

见信立泰下跌，一时手痒，从国投调 1%仓位到信立泰，成交价均价 30.20 元[捂脸]

李强

一，从中国医改后的市场运行格局来看： 1，医改后，没有自己销售团队仿制企业（在所有国内药企中占大多数）面临两票制带来的冲击，这个冲击非常大。这对信立泰不但没影响反而是好事。 2，营改增，金税三期执行后，公司财务系统变成透明。配合两票制，配合全国最低价联动招标方案（药业在招标的时候必须提供全国最低中标价，并且对外公示接受举报），生产厂家没有自己的销售队伍，对之前招标价格把控不严格的企业（之前，大多数企业采取放代理招商的方式，厂家对价格把控乏力，导致多数厂家全国中标价有较大出入）是致命打击。可是信立坦没关系，一来他是新品！新品！新品！二来他是公司统一直接操作，肯定是全国统一步调。 3，降压药品种非常多，进口药国产药基本上是平分市场。可是，接下来国产药由于医改会收到上述冲击，进口药也有他的短板：市场推广力度没法跟信立泰比，这个力度包括两方面：学术，灰色。在中国做学术只要有钱永远不是问题。至于灰色，那是进口药的致命短板，现在的外企在灰色领域已经少的可怜了。作为毛利率 90%的信立泰，他们有足够的空间去刺激医生。 4，渠道，通过氯吡格雷这么多年的销售，信立泰在神内领域的渠道绝对是优质+++了，迅速上量没问题。 这第一条是对信立泰有利的地方，这第二条是信立泰的短板跟危机，请听下回分解。

James 唐兄，这么好像不适合 3 年 15pe 翻一番啊

作者回复

确实不标准。医药股有点类似风投，主要寄希望于爆品，能确定不亏，相当于免费得一个期权，值得小仓位试试～个人看法，仅供参考。

第306篇. 2017.8.31-国投半年报速读

原创 2017-08-31 唐朝 唐书房

国投中报不好，净利润 12.9 亿，相比去年同期的 14.86 亿降低 13.21%，比我原本预计的要差。

财报介绍的主要原因是煤价上升太快，导致火电发电成本大增。但这个因素原本是在考虑范围内的，**真正出乎意料的，是广西钦州电厂的 1.56 亿亏损。**

原本我预期钦州会略有两三千万净利润的。这样一个来回帐差距就有了约 1.8 亿，从原来预期的基本持平，变成了-13.2%。

估计不少朋友比较忐忑，老唐草草过了一遍，分享一下个人看法。

首先，上半年水电部分一切正常。去年同期水电部分净利润 33.99 亿，今年上半年 30.92 亿，同比降幅约 9%，主要受电价降低造成。

2016 年全年水电部分净利润为 80.68 亿，假设我们保守对待，按照下半年也产生 9%降幅考虑（实际情况应该会比这个略好），则 2017 年全年净利润约 73.41 亿，按照持股比例计算，水电部分归属国投股东所有的净利润为 38.19 亿。

水电	持股比例	2015半年报	2016半年报	2017半年报
雅砻江	52.00%	29.39	29.45	25.56
大朝山	50.00%	3.51	3.62	4.49
小三峡	60.45%	0.88	0.92	0.87
水电合计		33.78	33.99	30.92

水电	持股比例	2017半年报	2016下半年	预测全年	权益利润
雅砻江	52.00%	25.56	43.81	65.43	34.02
大朝山	50.00%	4.49	1.92	6.24	3.12
小三峡	60.45%	0.87	0.96	1.74	1.05
水电合计		30.92	46.69	73.41	38.19

再看控股火电。

控股火电降幅比较大，尤其是甘肃靖远二电和广西钦州火电，产生较大亏损。详情如下表：

火电	持股比例	2015半年报	2016半年报	2017半年报	本期经现流	E×2	权益利润
甘肃靖远	51.22%	-0.25	-0.93	-1.63	-0.98	-3.26	-1.67
广西钦州	61.00%	1.52	0.05	-1.56	5	-3.12	-1.90
广西北部湾	55.00%	1.24	0.27	-0.60	0.23	-1.20	-0.66
厦门华夏	56.00%	2.06	0.26	0.10	1.26	0.20	0.11
新疆伊犁	60.00%	0.62	-0.12	0.02	1.04	0.04	0.02
贵州盘江	55.00%	0.02	-0.1	-0.22	0.95	-0.44	-0.24
闽太平洋	51.00%	1.28	0.32	0.28	2.17	0.56	0.29
天津津能	64.00%	2.58	2.52	0.80	2.44	1.60	1.02
安徽宣城	51.00%	1.32	0.62	-0.29	1.71	-0.58	-0.30
闽湄洲湾	51.00%	0	0	0.00	0.01	0.00	0.00
火电合计		10.39	2.89	-3.10	13.83	-6.20	-3.32

其中钦州发电巨亏是出乎我意料之外的，原来我预计钦州应该略有盈余。若是有两三千万盈余，总体就会多出约 1.8 亿净利润。做这样预期的原因，是因为上半年钦州上网电量是近于翻倍的，而平均上网电价也上涨了 10%。所以，营业收入从去年上半年的 4.85 亿，增长为今年上半年的 10.4 亿。

然而，净利润却从去年同期的 1.52 亿变成今年上半年的-1.56 亿。如果说是因为煤价上升因素造成的多发多亏呢，上半年经营现金流，却是暴增，从去年同期的 1.74 亿变成今年上半年的 5 亿，不像是直接成本上升造成的亏损。债务规模上也没有发生变化，似乎是折旧上的什么处理造成的——暂时存疑。

靖远亏损，意料之中，主要是需求出了严重问题，上网电量锐降一半。这个坑货没啥前途，本就处于经济落后地区，又是个老电厂。本来电力需求就不旺盛，偏偏周围风电水电竞争压力挺大。然而，这家伙总资产 24.2 亿，净资产 8.7 亿，大块头，想卖出止血都没那么容易出手。

除了靖远这个坑货以外，其他电厂并没有利润表上体现的那么艰难，其上半年经营现金流均为正数。也就是说，虽然会计报表上显示不赚钱，但实际上亏的只是折旧，买煤发电本身还是给公司赚回来 13.83 亿现金——这个问题应该不难理解吧？

防止某些朋友搞不清楚利润和现金流的区别，老唐举个简单例子：20 万买台机器，假设 5 年报废，年均 4 万折旧。若今年市场不景气，工厂面临一笔订单，各类相关的人工材料等直接成本合计是 10 万，但售价只能做到 13 万。做下来的话，报表上将显示亏损 1 万元，这活接不接呢？显然要接，接下来虽然会

产生报表上亏损 1 万，但产生了现金流净额 3 万，你的口袋里是多了 3 万元的。如果不接，1 分进账没有，报表亏损是 4 万元。

控股火电部分，去年下半年净利润总和是刚好持平，盈亏相抵。我们按照悲观考虑，假设下半年情况也是和上半年一样糟糕，也造成亏损 3.1 亿，那么按照股权比例算下来，控股火电部分，在 2017 全年给国投股东带来的净利润可能为-3.32 亿。

除了控股火电之外，国投还有几家非控股火电子公司。按照悲观预计，上半年盈利为去年同期的 5.27/14.99，则全年盈利的企业同样按去年全年该比例降低，亏损的企业，则直接按上半年亏损的双倍算。这样，推测联营企业全年归属国投股东净利润为 1.36 亿。

火电	持股比例	2015半年报	2016半年报	2017半年报	2016全年	2017预计	权益利润
徐州华润	30.00%	3.12	1.97	0.22	3.04	1.07	0.32
淮北国安	35.00%	1.35	0.59	-0.51	0.61	-1.00	-0.35
铜山华润	21.00%	5.28	3.63	0.94	6.1	1.58	0.33
江苏利港	17.47%	2.82	1.34	0.82	3.13	1.92	0.33
赣能电力	33.72%	2.67	2.56	0.92	1.96	0.70	0.24
江阴利港	9.17%	4.45	4.9	2.88	9.09	5.34	0.49
联营合计		19.69	14.99	5.27	23.93	9.61	1.36

最后，加上新能源。新能源部分虽然增幅喜人，近于翻倍，但基数还小，全年预计也就给国投股东带来净利润 0.6 亿至 0.7 亿之间。

然后，按照 2016 年全年母公司的管理及财务费用 4 亿来考虑总部费用。最终，国投年报保守数据就可能为：水电+控股火电+联营火电+新能源-总部费用=38.19+（-3.32）+1.36+0.6-4=32.83 亿，对应当前市值 515 亿，市盈率不到 16 倍。对于一家自由现金流远大于净利润的企业，该估值依然偏低。

同时，目前明摆着的还有两大利好：其一是最近的火电去产能。一周前，国务院常务会议，刚刚明确圈定了三大行业的去产能，火电名列其中。主要目标是关停整顿小机组。国投火电的大机组将会从去产能中受益；

其二是 2018 年 1 月 1 日的煤电联动，政策性上调电价。明年部分火电的亏损会显著缩小，甚至转为盈利，部分火电的盈利会大幅增加。对于水电而言，跟随标杆电价提价的部分，成本为零，扣除所得税就是净增利润，盈利额必然大幅提高。

这可能也是长江电力和证金在今年上半年大量买入国投的考虑吧！对于火电这类具有明显周期的企业，全行业面临亏损，就是周期的底部。

以上大致就是老唐匆忙间的看法，鉴于当前依然低估，且可能面对年底电价上调的乐观因素，老唐将继续持股。

但必须提醒的有两点：

第一，从去年 10 月开始，老唐就判断“火电的苦日子到头了“（参见《深秋里的一抹亮色》），以这份半年报看，虽然去年 10 月至今，股价上涨了约 18%，但老唐的这个判断，很可能是错的；

第二，由于钦州火电出乎意料的大亏，可能和市场预期产生巨大的预期差，导致最近几天内，股价上有可能杀出一个坑来。

对此，老唐个人策略，准备呆若木鸡再观察几个月，依然不相信火电资产价值归零乃至为负的可能。但你的决策，需要你慎重考虑老唐出错的现实，慎重考虑老唐由于持仓而可能产生的敝帚自珍心态。最终

自己决定，自己为钱包负责。

匆忙草就，不敢保证数据无误，仅供参考。

最后，记录一下老唐的当前实盘持仓：国投依然是第二大持仓，占比 23%+；其他持仓从大到小分别为：茅台 37%-，招行 H9%+，腾讯 8%+，民生 H6%+，洋河 5%+，信立泰 4%-，双汇 4%-，B 股合计（粤高速，古井贡，长安）3%+，海康 1%+，观察仓宋城不计。

sam　老唐，感谢你总能在第一时间发布大家关心的速读。由于较大的折旧，国投的经营现金流确实一直大幅高于净利润，但对自由现金流有些疑问，我从两个角度毛估自由现金流，2017 年半年报：1）合并报表：净利润 26.53　+　折旧摊销（非现金费用）31.61-资本支出（购建固定无形资产）57.79-营运资本变动 10.75　=　-10.4 亿元　2）经营现金流 69.44-财务费用 23.52 亿-资本支出 57.79　=　-11.87 亿元

2016 年度和之前年度也有同样趋势，高企的财务费用和持续的大额资本支出似乎是自由现金流为负的原因，不知我的理解是否有误，还请指正

作者回复

我一般给自由现金流的定义是：经营所得减去“维持现有盈利能力所需资本支出”，不是减去新投项目的资本支出。

刘光德　我更担心的是扣非净利润降幅达 37%，这就意味着经营利润维持不变的话，下一年的归母净利依然可能下降 20%，除非国投还有一些投资上的收益

作者回复

投资考验人的，就在于这些担心和恐惧✌

王华　雅砻江为啥下半年比上半年业绩好很多啊?

作者回复

三季度水量大，水电传统印钱季节。

蛋炒饭　　老唐，我想问一下，行业分析　需要具备哪些知识？如何下手？能不能讲解一下，读您的书，过来的。行业分析　这方面实在是无从下手！百度了很多，还是不知道

作者回复

踏踏实实看行业内两三家领先企业最近几年的年报，这就是最好的途径。若有招股说明书更好。

vic　想请教老唐一个问题：人工智能，机器人时代的来临必将带来大规模电气化，还有交通工具的电动化趋势是否会使得将来用电增速超会有一个大的提升?现在考虑这个问题是不是还太早?谢谢。

作者回复

可能是有点早✌

老周　老唐，您说去产能是利好，国家关了那几个火电厂，应该是卖出了亏损资产吧。那关的时候，如果一下子卖掉是不好卖的，想快点卖应该是打折卖呀，那财务上不是会难看一些吗？

作者回复

去产能，是关掉 30 万以下装机的，环保不达标的小火电厂。国投没有一台 30 万以下小火电。

米饭　请问一下唐老师，一家公司财报显示净到润 3000 万，但经营现金流却基本持平，查看存货和应收款都没显示有增加，这合理吗？什么原因会这样？查看手 1 没找到。请唐老师解一下我的疑惑，谢谢。还有你说这国投现金流大可利润，折旧造成的，但几年后不是同样要资本支出买新的吗？

作者回复

1）净利润和经营现金流并不能直接对比。营收和销售收现可以对比。2）奥秘就在折旧的年限和实际使用年限差异上。一个能用 100 年的东西，按照 30 年计算折旧，就会造成现金流大于利润。

嘿嘿　记得您在雪球唯一的一次访谈中谈到，培养能力圈、了解一个行业的方法是阅读公司至少近 10 年的财报、招股说明书，以及同行业内其他公司近 5 年的财报。但我在阅读财报实践过程中，对于是从旧往新的读还是从新往旧的读有点困惑，您平时写的那些财报点评都是从新往旧的追溯，但是我感觉逻辑上从旧往新的读是不是更顺点啊。请问您要了解一家公司的话是按照哪个顺序来阅读财报呢？能否指点一下呢。

作者回复

从旧往新

HYB　老唐能说一下煤电联动的调价机制吗？为什么漳泽电力，长源电力等 7 月份都公告了上调电价。国投为啥没动静呢？年底国投确定会上调？调价幅度大致怎么算呢？谢谢！

作者回复

这种问题为什么不去问度娘呢？发改委文件规定的清清楚楚，连计算公式都有。

涓涓细流　老唐，以上都是按净利润算的，为什么最后还要再减去 4 亿费用呢？

作者回复

以上按各子公司计算的，最后减得总部费用。

无颜的结局　老唐请假个问题，国投的电价会受通胀的影响而随之上调吗？带动业绩增长

作者回复

目前暂时看不到，目前电价是随煤炭价格调整。跟其他东西不挂钩。

蟋蟀　钦州上年同期利润不是 1.52 亿，那是 15 年中。上年是 500 万。现金流的增长，很可能是应收帐款收款影响，资产净减少了 4 亿。多谢老唐，勿视喷子！

作者回复

谢谢指出，表格里还是对的，码字时的笔误。多谢

读书跑步梦想　谢谢老唐回复。个人对差不多估值100亿的火电资产的结论是负资产或看不懂的资产。如果单独收购这100亿的资产，如果亏损，是要计提巨额减值的，也许。

作者回复

国投一共才比川投多不到百亿市值，其中包含多了4%的雅砻江。

读书跑步梦想　感谢老唐分享。我觉得，电力属无差别产品，单个公司无定价权，与钢铁与煤炭类似，这样的行业利润情况取决于控制供给，我认为这是关键投资因子。国家控制新增火电，同时关停小火电，但这对市场供应到底有多大影响？我觉得好难评估。

作者回复

是很难，国投和川投的决策，不需要评估这些，要考虑的是国投的火电资产是不是零资产或者负资产，over。

第307篇.　　2017.9.2-唐书房周年庆精品合集

原创　2017-09-02　唐朝　唐书房

偶见「财报印象」菜单里已达30篇文章上限，不能再收新文章入内。正考虑新菜单怎么安置，忽然想起今天是唐书房开张满一周年的日子。

时光如梭，感慨无限……

借这个机会，挑选部分文章做个合集，一者给新文章腾出菜单位置，二者给唐书房庆个生

投资理念篇：

1. 股票的本质
2. 价值投资VS趋势投资
3. 谈谈选股
4. 你靠什么在股市生存？
5. 东老调仓引发的思考
6. 格老门与巴神堂之争
7. 优势赢平均
8. 如何才能不赔钱？
9. 股市获利的路径和逻辑（上）
10. 股市获利的路径和逻辑（下）
11. 宏观的幽默
12. 看不懂与看得懂
13. 漫谈现金流折现法

14. 输光身家换来的教训
15. 散打投资 1
16. 散打投资 2
17. 散打投资 3
18. 散打投资 4
19. 散打投资 5——腾讯 1
20. 散打投资 6——腾讯 2
21. 散打投资 7——腾讯 3
22. 散打投资 8——腾讯 4
23. 散打投资 9
24. 散打投资 10——腾讯 5
25. 散打投资 11——腾讯 6

估值方法篇：

1. 聊聊估值（上）
2. 聊聊估值（下）
3. 聊聊估值（续）
4. 估值好书推荐
5. 估值的误区
6. 估值的误区 2
7. 部分留言点评

套利技巧篇

1. 分级套利速成版
2. 上海分级套利速成
3. 货基捡钱大法速成版
4. 可转债及其套利

企业分析篇：

1. 投机者信立泰（上）
2. 投机者信立泰（下）
3. 信立泰 2017 中报速读
4. 伟星新材年报浅印象（上）
5. 伟星新材年报浅印象（下）
6. 宋城演艺(上)
7. 宋城演艺(下)

8. 宋城演艺之定增
9. 晨鸣纸业
10. 蛰伏者双汇（上）
11. 蛰伏者双汇（下）
12. 像老板那样投资（上）
13. 像老板那样投资（下）
14. 王者海康①
15. 王者海康②
16. 王者海康③
17. 王者海康④
18. 从洋河的跌停说起（上）
19. 从洋河的跌停说起（下）
20. 长安汽车浅印象(上）
21. 长安汽车浅印象（下）
22. 生人勿近雅戈尔
23. 《生人勿近》诞生记（上）
24. 《生人勿近》诞生记(下)
25. 捉住那只金螳螂
26. 一尺跨栏粤高速

以上所选文章主要涉及投资理念、估值方法、套利技巧及企业分析的部分文章。任何时候，若你需要使用本链接合集，可向唐书房发送「周年、精品、合集」三个词中任何一个，均可收到本文。

限于篇幅，还有许多文章没有收录，例如：关于茅台的少量文章在「企业分析--食品饮料」里；关于国投的系列文章 20 篇，在「企业分析--水电能源」里面；演示迅速排除烂企业的段子式财报阅读，在「企业分析--浅印象集」……这些没有收录的文章，各位有兴趣的，请自己进菜单探索。

第308篇.　2017.9.4-奋进中的洋河（上）

原创　2017-09-04　唐朝　唐书房

本文涉及几家白酒公司对比，超过了 6000 字。为方便阅读，分为上下篇同时推送。

2017 年上半年，洋河股份业绩稳定增长，实现营业收入 115.3 亿元，同比增长 13.12%；归属于上市公司股东的净利润 39.1 亿元，同比增长 14.15%。公司资产负债表相当简单和清晰：总资产 360 亿，其中类现金资产 130 亿+存货 116 亿+生产资产 108 亿+其他 4 亿。有息负债为 0——准确的说，是 0.00145 亿。

其中类现金资产包括货币资金和银行承兑 14 亿、理财产品 100 亿，对外投资的可供出售金融资产（各类公司股权）16.2 亿。生产资产包括固定资产、在建工程、无形资产、递延所得税资产——这么简单透明的报表，看着舒心。

公司财报对白酒行业的形势总结是「大众消费持续升级，白酒行业进入新一轮增长期，高端、次高端白酒产品价量齐升，中低档白酒产品销售稳步增长（财报第 8 页）」。白酒行业的整体形势真的有这么乐观吗？我们先来看看全部 19 家白酒业上市公司的整体情况。

看营业收入，19 家白酒企业，座次排名和往年没有什么变化，茅台、五粮液、洋河作为第一集团军，与跟随者的差距进一步拉大，行业呈现强者恒强态势。

净利润格局同样如此。上半年 19 家白酒企业合计赚到净利润约 250 亿（备注：顺鑫农业 2.5 亿净利润，未披露白酒业和养猪业利润明细）。分布如下图：

其中贵州茅台一家独大，独占约 45%净利润，五粮液和洋河合计又占 35%出头，三巨头拿走八成有余；紧随其后的老窖、古井贡、汾酒、今世缘、口子窖、迎驾 6 家酒企切走 17%出头；剩余不足 3%的残羹冷炙由其他 10 家企业哄抢。

总体来看，高端和次高端确实出现了量价齐升，但中低端其实并不乐观。这也是白酒行业自 2014 年之后一直呈现的态势：高端酒受茅台的供不应求带动，出现强劲复苏态势。中低端白酒，则艰难如旧。这就是发生在我们身边的消费升级：伴随着收入提升，人们对白酒的要求是少喝酒+喝好酒。

白酒业的投资逻辑相对简单，属于比较典型的一尺跨栏。

首先，虽然都叫白酒，但并非完全同质化产品，它们存在着口味、香型和情感认同的差异，因此行业内几乎看不见恶性价格竞争（尤其是高端），市场参与者更多的利用产品差异性特点吸引消费者，从而整体性获得高毛利率；

然后，作为社交辅助产品，餐桌上饮用什么酒，要么由聚会中身份地位较高者（往往也是收入和消费水平较高的）的口味决定，要么由饭局买单者的钱包承受力上限决定，天然具有消费升级的拉动效应；

其次，人的味蕾有记忆，再加上由俭入奢易、由奢入俭难的本性，人们对白酒的消费过程就是伴随着年龄、地位和收入的增长，从被影响到自主引用，再到影响别人的完整过程；

再次，伴随产品的使用，人体对酒精的耐受度缓慢提高，达到相同的陶醉度所需产品总量也会慢慢提高，天然具有量的增长。想想美剧《大西洋帝国》描写的 1920-1933 年美国禁酒令期间，人们挖空心思，冒着坐牢风险购买酒精饮品，冒着生命风险饮用无法保证安全的私酒，庞大的利益甚至引发黑帮之间的厮杀，便知道这是一个多么迷人的生意。

最后，很奇妙的一点，白酒库存没有过期之说，反而“酒是陈的香”。这意味着企业具有很大的腾挪空间，在市场消费量波动的周期低谷，企业居然可以“改行”从事白酒收藏获取投资升值。这是一个非常罕见的行业性产品特质。

认识了以上几个条件后，自然就会发现，白酒企业，尤其是高端白酒企业，基本上就是确定性极高的印钞机，或大或小。

行业霸主茅台，老唐写过太多文章了。今天就抛开茅台，聊聊行业前五里，除茅台以外的其他四家，五粮液、洋河、老窖和古井贡。很巧，这四家全部属于浓香型白酒，其基酒相似度非常高，算是白刃相见的竞争对手，非常适合放在一起比较。

先说结论：老唐认为，这四家的投资价值依次是洋河＞古井贡＞五粮液＞老窖（古井贡当然选择更便宜的古井贡 B 啦）。然后再说原因。

数字说话，先看历史营收对比。老唐以上市最晚的洋河数据为衡量标准，通过洋河营业收入与其他白酒营业收入比率上的变化，来观察过去八年来他们增长的相对强弱——简单起见，我直接采用半年报数据。计算相对比率，采用年报还是半年报，结论是一样的。

	洋河营收	洋河/五粮	洋河/老窖	洋河/古井
2009 年 6 月	18	34%	82%	256%
2010 年 6 月	34.9	46%	142%	407%
2011 年 6 月	61.7	58%	173%	390%
2012 年 6 月	93.1	62%	179%	418%
2013 年 6 月	94.1	61%	179%	408%
2014 年 6 月	86.5	74%	238%	362%
2015 年 6 月	95.7	85%	259%	353%
2016 年 6 月	101.9	77%	239%	335%
2017 年 6 月	115.3	74%	225%	314%

很明显，上市以来，洋河营收从占五粮液的 34%，增长到 74%，成长速度双倍于五粮液有余；从占老窖营收的 82%增长到 225%，老窖实在是太弱了；相比较而言，古井贡略弱但不多，且从 2012 年后，增速已经有超越洋河的趋势了，体现为洋河营收/古井贡营收从高点 418%降低为现在的 314%。

从净利润的角度看，洋河从上市之初净利润占五粮液的 37%，老窖的 69%，成长为现在占五粮液的 79%，老窖的 266%，相对增速同样高出许多。倒是古井贡的净利润相对增速是快过洋河的，两者之比从上市之初的 1652%缩小为现在的 712%。

洋河	洋河净利	洋利/五利	洋利/老利	洋利/古利
2009 年 6 月	5.9	37%	69%	1652%
2010 年 6 月	10.7	47%	102%	994%
2011 年 6 月	18.1	54%	129%	630%
2012 年 6 月	31.7	63%	158%	767%
2013 年 6 月	32.8	57%	181%	874%
2014 年 6 月	28.5	71%	298%	798%
2015 年 6 月	31.8	97%	312%	837%
2016 年 6 月	34.2	88%	308%	794%
2017 年 6 月	39.1	79%	266%	712%

这数年的营收变化中，有个细节需要我们注意：在本轮行业寒冬之前，半年营收的巅峰期出现在 2013 年 6 月，见加红的一行。

洋河	洋河净利	洋利/五利	洋利/老利	洋利/古利
2009 年 6 月	5.9	37%	69%	1652%
2010 年 6 月	10.7	47%	102%	994%
2011 年 6 月	18.1	54%	129%	630%
2012 年 6 月	31.7	63%	158%	767%
2013 年 6 月	32.8	57%	181%	874%
2014 年 6 月	28.5	71%	298%	798%
2015 年 6 月	31.8	97%	312%	837%
2016 年 6 月	34.2	88%	308%	794%
2017 年 6 月	39.1	79%	266%	712%

然后，洋河在 2015 年 6 月超越了前期高点并持续创出新高；五粮液在今年中报刚刚突破 2013 年中报高点；至于老窖，至今还没有出坑；倒是古井贡数据，完全没有过冬的感觉，保持逆风飞扬。

	洋河营收	五粮营收	老窖营收	古井营收
2009 年 6 月	18	53.4	22	7.1
2010 年 6 月	34.9	75.8	24.5	8.6
2011 年 6 月	61.7	105.9	35.6	15.8
2012 年 6 月	93.1	150.5	51.9	22.3
2013 年 6 月	94.1	155.2	52.6	23.1
2014 年 6 月	86.5	116.6	36.4	23.9
2015 年 6 月	95.7	112.2	37	27.1
2016 年 6 月	101.9	132.6	42.7	30.5
2017 年 6 月	115.3	156.2	51.2	36.7

涨潮的时候，看不出区别。行业顺风的时候，能搞生产就行。比如从去年上半年开始，全行业高端酒在茅台供不应求形势的带动下，扶摇直上，几乎所有白酒公司的高端白酒均取得了可喜的增长，五粮液和老窖也体现为比洋河略高的增速。但行业不可能一直顺风顺水，作为企业股权持有人，我更愿意选择哪些能够在寒冬里逆风飞扬的企业，比如洋河，比如古井贡。

在去年 4 月 29 日的《证券市场周刊》上，老唐发表过一篇题目为《解密洋河高成长》的文章（链接我放在文末的阅读原文上）。

文内谈到“十年间，洋河股份迅速成长为白酒行业三强，在品牌、产品等并不具备先天优势的情况下，其高成长的秘诀在于大股东和管理层相互制衡的较为理想的股权结构及其带来的强大执行力”，并提出个人看法“若五粮液不尽快在股权结构及管理机制上作出重大改革，洋河很可能会在未来三五年内，从营收和净利润上全面超越五粮液，成为中国白酒业浓香老大。”

很遗憾，文章发表时五粮液市值 1033 亿，洋河市值 996 亿，洋河低于五粮液不到 4%。16 个月过去了，洋河市值增长约 1/3 至 1327 亿，而五粮液市值则翻倍至 2109 亿，洋河与五粮液的市值差扩大至 37%。看起来，老唐的推断，越来越接近于被打脸。

然而，……未完待续，请阅读同时推送的《奋进中的洋河》下篇

jasmine　洋河中报的经营现金流大幅下跌 69%有点让人生疑啊。而且存货占总资产之比远高于茅台五粮液，32%　VS　15%　　17%　除非他们销售方式不同，茅台五粮液卖给渠道就算销售收入，但是洋河自营就只能到零售再算。

作者回复

这两点属于对白酒行业了解太少。经营现金流问题：由于高端白酒基本没有赊销，所以经现流观察意义不大，顶多是因为去年的预收款影响，或者今年加大采购影响，这都不影响企业价值。存货问题：对于这几家企业，存货尤其是半成品（即基酒）越大越好，占比越高越好。这个存货值的主体并不是灌装好的商品酒。

YING　老唐，洋河每年 2 季度的经营现金流金额都小于净利润，仔细查理一下是由于 2 季度营收大约

是 1 季度的一半，但是购买商品接收劳务支付的现金是差不多的。而且放大了半年报来看，经营现金流金额也是少于净利润，但是到了 3 季度后，经营现金流金额又大于净利润了，主要也是相对来说，购买商品接收劳动支付的现金减少了。请问这是什么原因？

作者回复

二季度天气转热，销售是淡季。但是从采购上说，二季度正是开工酿酒的时间——你问的很巧，今天刚好是洋河头排酒出窖的大日子，经过了 180 天封窖发酵，今天开始出酒了——456 月正好涉及到大量原料包材采购以及开工的相关人工费用，采购支出集中在二季度支出，正是这一生产特性决定的。

john9698　老唐洋河中报中“其他应付款明细”中，经销商尚未结算的折扣有 27.14 亿，这个应该冲减利润的折扣巧妙地转到资产负债表，是否有猫腻。

作者回复

无。

赵学梅　请教唐大哥：19 家白酒企业收入和净利润数据在哪里查看，我查看了几家财经网站都没找到

作者回复

有几家酒业媒体发过数据汇总。

慧　你好，我想请教一个问题，自由现金流量你在手把手教你读财报第 173 页提到了，投资人一般会用经营活动现金流金额减去投资活动现金流静额，但是这个计算方法，存在对现金流低估，你是怎么利用这个现金流的，我看彼得林奇也有对现金流的描述，你这边通常是怎么计算自由现金流的，同花顺上有很指标可以查出来，我不知道可靠性有多大?

作者回复

参看漫谈现金流折现一文。

bob　洋河从营业收入中扣返利的做法貌似可以减少一些税费

作者回复

是的。

丘比特之箭　虽然在毛利　核心利润率洋河比五粮液高，　但近几年同比增长五粮液显然高于洋河。再有　洋河　母公司的总资产　要高于　合并报表的数据，　16 之间的关联交易就有 90 亿，　这可以表明，　洋河养了一帮穷儿子吗？　还是说　老妈一直在搜刮　儿子　来维持自己。

作者回复

母公司报表观察意义不大，它只是担任了子公司之间的资金调拨功能，导致资产和负债同时扩大。

第309篇.　2017.9.4-奋进中的洋河(下)

原创　2017-09-04　唐朝　唐书房

……接上篇……

然而，通过思考茅五洋的竞争格局及对半年报的阅读，老唐不打算改变观点，甚至准备将前半句“若五粮液不尽快在股权结构及管理机制上作出重大改革”删掉，仅保留“洋河很可能会在未来三五年内，从营收和净利润上全面超越五粮液，成为中国白酒业浓香老大。”

为什么坚持这个看法呢？因为我认为，人的大脑更容易被最近发生的事情左右，而忘记上市以来，洋河成长更快的长期事实。比如，最近一年多五粮液和老窖股价上涨更快的原因，可能是市场仅仅看到了近期净利润增速更快，而忘记或者故意忽略了增速快的原因是前期跌幅更大；

最近一年多五粮液和老窖股价上涨更快的原因，可能是茅台火爆到断货的地步，让渠道控制力和销售能力不具优势的五粮液和老窖得以掩盖缺陷，需求旺到不需要营销。洋河的执行力在这种市场环境下没有体现出来；

最近一年多五粮液和老窖业绩增速更快的原因，可能是因为它们只是找回以前失去的市场，而洋河却已经在开辟新市场了。两种情况下，面临的难度是不同的。但是，伴随着五粮液现在收复 2013 年中高点，伴随着老窖下个中报收复失地，五粮液和老窖同样要面临开疆拓土的难题。那时，体制优势，就可能通过渠道掌控力、执行力以及人的主观能动性体现出来。

什么是体制优势呢？简单说，就是洋河的管理层以及核心员工，持有约 24%的洋河股份，市值超过 300 亿，公司的发展与高管及核心员工的利益，休戚相关。正是这样的体制优势，使得洋河在相对于五粮液和老窖而言，品牌和产品均居劣势的局势下，获取远远超过后二者的营收及净利润增长速度，为股东创造了更为可观的财富。

这一优势，不仅五粮液老窖没有，甚至连茅台也不具备。而且，这种利益机制，绝非把刘中国变成李曙光、谢明改为刘淼就可以发生改变的，背后涉及到无数张庞大的网络，网络上从上到下的每根线都拴着一群人的钱包和命根。那种“触及灵魂”的攻坚战，除非领导人真有勇气、有动力抬着棺材上阵。否则，口号喊喊，周边摸摸，拍死几只小苍蝇意思意思，结果“掏”声依旧。

举个最简单的例子，洋河的管理层可以费劲心思，将暂时用不上的资金拿去做各种各样的理财，总额高达百亿，包括一年内到期的非流动资产 6.4 亿，其他流动资产里短期理财 82.8 亿，其他非流动资产里超过一年期的理财产品 10.3 亿。半年营收规模超过百亿，保留约 14 亿的银行存款来满足日常运营所需。而营收规模仅高于洋河约 35%的五粮液，却保留超过 25 倍现金在银行存款上（约 345 亿）。甚至营收规模远远小于洋河的泸州老窖，也保有近 43 亿银行存款。

理财和存款哪怕就是差 1%收益，三百多亿现金，半年时间也等于零成本捡了沱牌舍得+老白干+金种子三家上市公司的全部经营成果，所耗人力物力小到可以忽略不计。然而，不做。这就是这些企业的体制劣势（包括茅台在内）。一叶知秋，对一笔钱的态度，完全可以推而广之到所有的经营活动上去。

上半年，洋河和五粮液的营收差距有 41 亿，但事实上，真实差距可能并没有财报数字显示的这么大，部分差异可能藏在了“其他应付款”科目里。

在中报的 91 页显示，洋河有“经销商尚未结算的折扣 27.14 亿”，且该科目产生“递延所得税资产 6.79 亿”（中报 87 页），什么意思呢？按照中报 67 页的洋河收入确认规则理解，公司按照行业规则给经销商的销售返点，不计入营业收入，而是直接计为欠经销商的债务。而税务局则要求在在经销商拿这笔款项时，才能算做洋河公司的费用支出，所以要先收对应税收，待费用发生时才允许抵税，由此产生递延所得税资

产。

附 67 页收入确认原则原文：

公司根据营销政策，以及经销商成品酒的销售情况，给予经销商一定比例的折扣，定期或不定期与经销商进行结算，在结算时作为折扣计入已开具的销售发票中，以扣除折扣后的发票金额（净额）确认销售收入，根据权责发生制原则，对当期已经发生期末尚未结算的折扣从销售收入中计提，计入其他应付款核算。

而五粮液、老窖和古井贡的收入确认规则中，无同样条款。再对照最近三年，四家公司的销售费用与营业收入的比例，可以推测，五粮液、老窖和古井贡，均是按照全价计入营业收入，然后再将给经销商的返点，计入销售费用（或直接发货冲抵，增加销售收入），从而导致五粮液、老窖、古井贡的销售费用率，显著大于洋河的销售费用率。数据如下表：

	洋河销费/营收	五粮销费/营收	老窖销费/营收	古井销费/营收
2015 年 6 月	9%	16%	11%	29%
2016 年 6 月	8%	17%	14%	33%
2017 年 6 月	8%	14%	17%	34%

如果这个推测成立，也就意味着如果按照同口径比较，洋河和五粮液的营收真实差距会小于报表数据，营收追上乃至超越五粮液的难度，或许比我们想象的要小。如果看净利润，第二季度，五粮液净利润 13.8 亿，洋河净利润 11.7 亿，差距仅 2.1 亿，这个距离，五粮液的脖子上，应该已经能感受到洋河的鼻息了吧！

说到会计规则问题，临时插两个小细节：

一个是以前文章里谈过，但依然经常有人提问的洋河毛利率的问题。洋河的报表毛利率显著低于五粮液和老窖，但净利率却并不低，而消费税比率又明显小于五粮液和老窖，原因就在于洋河将生产子公司代扣代缴的消费税，计入了生产成本（中报 95 页），而五粮液老窖等，将消费税计入营业税金及附加，这样毛利率就产生了差别，但这仅仅是一个财务上的数字游戏。如果注意不到这个细节，就有可能对产品竞争力发生误解。

另一个与洋河无关，是关于国投的。在国投的投资收益里，持有赣能股份 33.72%股份产生投资收益 -13.88 万（国投中报 81 页），而财报 132 页又披露赣能股份 2017 年上半年净利润是 9163 万，那么国投不是应该计入 9163×33.72%≈3090 万投资收益吗，为什么是亏损 13.88 万呢？

这问题是书房一位读者 steven 提出的，当时老唐也被问懵了，一时反应不过来卡在哪儿。致电去问过国投的财务才知道，原来赣能股份的丰城二期发电厂，采用的是工作量法折旧。简单理解就是机器设备按照 10 万小时运行时间计算折旧，设备当年运行时间多就多提折旧，运行时间少就少提折旧。而国投采用的是直线法折旧，简单理解就是不管发电多少，每年平均产生折旧。

由于折旧是利润表里的费用。今年上半年，火电设备运行小时减少，对于赣能股份而言，按照工作量法扣除折旧费用，就比直线法少扣了折旧，从而产生 9163 万净利润。如果按照直线法折旧，则产生约 41 万的亏损。国投在并表时，将参股公司也按照自己的会计规则进行调整，因而产生投资收益中的亏损——是不是挺有意思的？一个规则的改变，就可以让一家公司的报表在盈亏之间变化。而实际上，这家公司的“价值”是毫无变化的。

对洋河的乐观，主要来自于省外市场的高速增长和高端品牌梦之蓝的高速增长。

洋河打法和五粮液老窖的打法不同，五粮液和老窖是利用品牌优势，全国掐尖儿。而洋河是先在竞争激烈的江苏市场练兵，将渠道管控和产品推广做到极致，然后再向其他地区复制，命名为新江苏市场，很有点曾国藩“扎硬寨、打呆仗”的意思。据部分草根调研说，洋河的新江苏市场，政策和力度是会令竞争对手“绝望”的，做得很细，一丝机会也不留给竞品。

目前，江苏省内，洋河做到年销售额过百亿（上半年 62.6 亿），仍然保持着高达 11%的营收增长。省外市场上半年营收 50.5 亿，公司重点打造的河南、安徽、山东、浙江、上海等“新江苏市场”，都可能延续江苏市场深度挖掘的模板，扛起推动公司业绩增长的大旗。

同时，据公司披露，高端品牌梦之蓝上半年增速超过 50%。目前公司已经将梦之蓝品牌独立运作，假以时日，完全可能将其单独打造成一个和茅台、五粮液齐名的高端品牌。另外，定价超越飞天茅台的洋河手工班，上半年也是风起云涌，利用各处的经销权拍卖，推起一波一波的市场热潮。

在二季度的传统淡季里,洋河实现了 39.4 亿的单季营收和 11.7 亿的单季净利润,同比增速高达 17.6%,超过了传统旺季一季度的 11%的增速，仿佛让人听见了引擎加速的声音。

这样一个令人心动的公司，目前也就 17 倍市盈率。上周四周五，连跌两天，很多朋友追着询问怎么了？老唐觉得，好像没有必要管市场怎么了，只需要静静地等待洋河的成长就好——请注意，老唐持有茅台、洋河和古井贡 B。以上纯属个人观点，对错不知。若据此投资，风险自负！切切。

附上 19 家公司市值和估值数据，供参考

	上半年ROE	当前市值	动态PE
贵州茅台	14.3%	6220	27.6
五粮液	10.0%	2107	21.2
洋河股份	14.2%	1325	17.0
泸州老窖	12.5%	775	26.4
古井贡酒	9.9%	260	23.7
顺鑫农业	3.6%	113	23.1
山西汾酒	13.0%	420	34.9
今世缘	13.3%	204	15.7
口子窖	11.8%	274	26.0
迎驾贡酒	8.4%	155	23.6
老白干	2.9%	104	110.6
沱牌舍得	2.7%	117	94.4
水井坊	7.5%	166	72.8
伊力特	7.9%	91	28.1
金徽酒	6.1%	75	26.4
青青稞酒	4.2%	81	38.2
金种子	0.2%	49	490.0
酒鬼酒	4.3%	86	51.8
皇台酒业	——	25	——

彭建军　给自己规划的四个阶段：

1、初学阶段：之前看老师的文章，懵懵懂懂；

2、入门阶段：阅读完老师的手财1再对照老师的文章，同时结合张新民老师的视频理解，似懂非懂；

3、登堂阶段：再读老师手财1，完成详实读书笔记，结合老师发布所有文章，完成至少十家精选公司近五年财报，理解融会；

4、精研阶段：三读手财1，独立完成手财1的思维导图，能独立完成财报的分析文章，完成自己好生意、好企业、好价格的投资体系；

学海无涯，愿能跟随老师的航船，征途星程大海！

目前处于第二阶段，感谢老师无私奉献！

大卫看完，有不同意见：（字数不能超600，所以只好分着发了）

1.计算了洋河与五粮的中报营收及净利增长率，近两年营收增长洋河是6.48%、13.15%，五粮是18.18%、

17.79%，净利增长洋河是 7.54%、14.32%，五粮是 17.71%、28.88，老唐也谈到了近年来五粮增长快，导致市场对五粮的认同度高，SO 市值增长也快，但老唐归纳出了市场看到了近期增速快，但是忽略了前期跌幅大的因素，又说 09 年上市以来洋河成长更快的事实，进而得出洋河会在三五年成为浓香老大，这个没有逻辑关系吧？！

2.老唐进一步举例半年巅峰的论据，洋河 2013 年 6 月 94.1 亿营收，2015 年 6 月回暖即超过巅峰，五粮 2013 年 6 月 155.2 营收，至今年才超出达到 156.2，进而得出逆风飞扬的洋河更为可爱，这样比科学吗？当年添加剂事件、八项规定事件影响最大的当属领头企业，茅台和五粮受影响肯定最大，寒风中受伤肯定最大，愈合期当然时间要长，所以此早回巅峰论也属主观判断。

3.谈到洋河股权机制、营销策略，这个确实厉害，上市以来的综合表现确实很强，这个没的说，对现金的处理方法洋河也是主人翁精神，值得称赞，但事情都有两面性，靠高超的营销手段取得的成绩还能走多远？一个行业的品牌心智资源绝大部分只属于前两位，你干不掉别人，消费者就会忘掉你，从目前来看洋河只有干掉五粮才能取得长久发展，否则市场给你的评分会越来越小，君不见当年的孔府家、秦池！还有股权机制也是双刃剑，洋河增长奇迹此机制发挥了巨大作用，一个个赤贫者现在都是千万、亿万富豪，他们现在有钱、有让随从（经销商）致富的权利（也有让你丧失这个机会的权力），据相关者的反映，出现了坐江山（享用），开始送孩子出国（baocaifu），开始了山头主义，呵呵，算我多虑，打天下的劲头过了还能三五年超过五粮，成为浓香老大，我表示怀疑！

4.五粮确实有问题，问题还不小，这个我们能看到的问题大股东看不到？当家人换了有了些许的变化，近两年的增长也让市场看到了希望，这个瘦死的骆驼能不能让出老二的位置？如果丧失了老二，管理层势必会遭到处理，背水一战的结果是什么？我们拭目以待，我想五粮不会轻易投降吧！市场的反映也给出了判断，当然真理往往掌握在少数人手里，所以一切都是猜猜猜！

一家之言，仅供参考！我持有小五，屁股决定脑袋，所以也是主观看问题，砸着下手轻一点！谢谢了！

dog　　老唐，洋河动态市盈率是 17？这个确定没错？

作者回复

市值/半年净利润×2，按计算器呗✌

孙某人　老唐，根据前几年数据，洋河三四季度的净利润加起来和一季度差不多，所以我感觉市盈率不能这么算。

作者回复

这只是一个统一口径的毛估估而已，为的是做行业内相对比较。非要找最准确的市盈率的话，可以用 TTM 市盈率，用去年下半年净利润+今年上半年净利润，得出保守的全年净利润约 63 亿，市盈率不到 21 倍。当然，其他白酒企业数据都要一一修正，工作量太大，我觉着意义不大，就偷懒了。

朱冰　新手问，市盈率是这样算吗？怎么不等于 17 呢？我等于 67.9　　市值 1324/半年 39*2=67.9

作者回复

1324/（39×2）

寻道 man　感谢老唐的深刻剖析！可否反过来想，①，洋河已经把体制优势发挥到了极致，执行力向下的拐点会否紧随而来？②，浓香酒竞争激烈，其令对手"绝望"的政策和力度，会否引出主要竞争对手破坏性的应对措施？

作者回复

这个我预言不出来。我赌好人会继续向好，不赌好人变烂人

王琰　老唐过于迷恋体制优势了，事实上消费品这个领域，体制不是压倒性的问题所在，品质、品牌才是，不然怎么理解茅台现在如此强大的行业地位。洋河跟五粮液比，品质品牌均无优势可言。

作者回复

让我们拭目以待，让时间去判断对错……

郑丹钦　洋河有产能限制吗？为什么茅台关心的重点是基酒产能，洋河关注的是他的营销能力，请教老唐/:@)

作者回复

洋河的产能没有问题。而且，悄悄告诉你，以前洋河靠外购基酒发展，也高速过来了。浓香酒的产能，全国而言，可以说过剩了，能不能卖出去，才是能力。而且，浓香酒扩产，主要也就是钱的事儿，老窖和新窖，主要区别不是酒的质量，而是产好酒的比例，可以群狼抵一虎。

wootown　看了你计算的市盈率，猛然发现被雪球骗了，果断点赞！

作者回复

也不算。软件可能用的是最近四个季度净利润，属于比较稳妥的做法。我的半年×2，是偷懒的毛估估。

郑学建　今天看到个 3 年 15 倍市盈率卖出赚 1 倍，联想到老唐之前的 3 年 15 倍市盈率卖出。洋河只靠企业增长怕是不够?另外是不是常年平均市盈率高于 15 的企业，都很难靠企业业绩增长本身去撬动 3 年翻倍的能力。

作者回复

现在不够，我 53 买的时候够✌

王新华　我一个卖酒的亲戚说洋河的酒品质下降了，雪球上也有人说到这个问题，不知道情况严不严重

作者回复

其实天天也有人说茅台五粮液老窖质量下降

UR''Mocuishle.　茅五洋,可能在酒友之中地位差不多,但在很多不太喝酒的人群中,从品牌认知度而言,茅五才是一线,洋河也许还是要屈居二线吧　　买酒和买股的人群毕竟是有差别的

作者回复

江苏以外地区，确实如此。不过，事在人为嘛，以前五粮液品牌还远低于泸州老窖呢——所有的浓香型酒，最早就叫泸香型

陶寅清　今天看到你这分分析，早上卖了一半的平安银行买入洋河股份。结果平安银行大涨，洋河股份微跌。呜呜呜，不要不要。哈哈。　买洋河是前面买过五粮液对白酒有那么一点点了解，看到洋河还是白酒里面估值最低的就买了。第一次跟老唐买股。

作者回复

深表同情。短期股价波动难以预测，我一般谈企业经营和估值。股价怎么运动，实在没有能力预测。

赤城白彗星　市盈率不能这么算吧，都知道洋河一季度收入至少占全年的五分之二，这样算预估今年利润 65 亿，PE 应该在 20

作者回复

你说的是对的。可以看前面的留言回复，最合适的算法是 TTM 市盈率，今年上半年+去年下半年净利润，大概是 21 倍吧。这个是毛估估偷懒，同口径比较，不想逐家去算其他公司的净利润。

想念大海　老唐有问题请教。

经常看到公告有上市公司高溢价收购了标的公司,标的公司后来大都又没有实现增长的承诺。请问上市公司为什么喜欢高溢价收购？高管难道没有充分考虑风险吗？听听你的理解

作者回复

花自己的钱办自己的事，最为经济；花自己的钱给别人办事，最有效率；花别人的钱为自己办事，最为浪费；花别人的钱为别人办事，最不负责任——诺奖得主弗里得曼。

简单活　依您的看法，洋河和五粮液都是浓香酒，洋河的优势在于渠道，营销和管理层，劣势在于品牌。而五粮液优势在于品牌，相比洋河，在渠道营销上不占优势。而酒类属于差异化产品，差异化产品竞争最看重的不就是品牌吗，得品牌者得天下。或许这是市场给予洋河低估值的原因，问了一些人，知道茅台五粮液的很多，知道洋河产品的的确是少了些。不知道老唐如何看待？

作者回复

五粮液的品牌确实很强大，否则以那帮人的折腾，早垮成酒鬼了。洋河这些年的品牌塑造很努力，上升也很快，比如一提起茅台，消费者心中立刻能对应其最好的酒，提起洋河，现在消费者能对应出绵柔，五粮液，可能只能反应出来好酒两个字，品牌定位不够鲜明。假以时日，我觉着洋河的品牌短板会越来越小的

第310篇.　2017.9.10-奋进中的洋河

原创　2017-09-17　唐朝　唐书房

洋河的优势，在于它独特的股东结构。当下对洋河的乐观，即来自省外市场的迅速扩张，也来自高端品牌梦之蓝的高速增长。

本刊特约作者 唐朝/文

2017 年上半年，洋河股份业绩稳定增长，实现营业收入 115.3 亿元，同比增长 13.12%；归属于上市公司股东的净利润 39.1 亿元，同比增长 14.15%。公司资产负债表简单清晰：总资产 360 亿元，其中类现金资产 130 亿元、存货 116 亿元、生产资产 108 亿元、其他 4 亿元。有息负债几近为零——这么简单透明的报表，看着舒心。

白酒行业强者恒强

公司财报对白酒行业形势的看法是“大众消费持续升级，白酒行业进入新一轮增长期，高端、次高端白酒产品价量齐升，中低档白酒产品销售稳步增长”。白酒行业的整体形势真的有这么乐观吗？我们先来看看全部 19 家白酒业上市公司的整体情况。

营业收入座次排名和往年没有什么变化。贵州茅台、五粮液、洋河作为第一集团军，与跟随者的差距进一步拉大，行业呈现强者恒强态势。

净利润格局同样如此。

上半年 19 家白酒企业合计赚到净利润约 250 亿元。其中贵州茅台一家独大，独占约 45%净利润，五粮液和洋河合计又占 35%出头，三巨头拿走八成有余；紧随其后的老窖、古井贡、汾酒、今世缘、口子窖、迎驾 6 家酒企切走 17%出头；剩余不足 3%由其他 10 家企业分享。

总体来看，高端和次高端确实出现量价齐升，但中低端并不乐观。这也是白酒行业自 2014 年之后呈现的明显特征：高端酒受茅台供不应求带动，出现强劲复苏态势。中低端白酒，则艰难如旧。这也是发生在我们身边的消费升级：伴随着收入提升，人们对白酒的要求成了少喝酒+喝好酒。

白酒业的投资逻辑其实比较简单，属于典型的一尺跨栏。

首先，虽然都叫白酒，但并非完全同质化产品，存在着口味、香型和情感认同的差异，因此行业内几乎看不见恶性价格竞争（尤其是高端），市场参与者更多的利用产品差异性吸引消费者，从而整体性获得高毛利率；

其次，作为社交辅助产品，餐桌上饮用什么酒，要么由聚会中身份地位较高者（往往也是收入和消费水平较高的）的口味决定，要么由饭局买单者的钱包承受力上限决定，天然具有消费升级的拉动效应；

然后，由于人有味蕾记忆，加上由俭入奢易、由奢入俭难的本性，人们的白酒消费历程就是伴随着年龄、地位和收入的增长，从被影响到自主引用，再到影响别人的完整过程；

再次，伴随产品的使用，人体对酒精的耐受度缓慢提高，达到相同的陶醉度所需产品总量也会慢慢提高，天然具有增量属性。想想美剧《大西洋帝国》描写的 1920-1933 年美国禁酒令期间，人们挖空心思，冒着坐牢风险购买酒精饮品，冒着生命风险饮用无法保证安全的私酒，庞大的利益甚至引发黑帮之间的厮杀，便知道这是一个多么迷人的生意；

最后，很奇妙的一点，白酒库存没有过期之说，反而“酒是陈的香”。这意味着企业具有很大的腾挪空间，在市场消费量波动的周期低谷，企业居然可以“改行”从事白酒收藏获取投资升值。这是一个非常罕见的行业性产品特质。

所以，白酒企业，尤其是高端白酒企业，基本上就是确定性极高的印钞机，或大或小。

洋河优势不减

行业前五里，除茅台外的其他四家，五粮液、洋河、泸州老窖和古井贡酒都属于浓香型白酒，其基酒相似度非常高，算是白刃相见的竞争对手，非常适合放在一起比较。

先看历史营收。以上市最晚的洋河数据为衡量标准，可通过洋河营业收入与其他公司营业收入比率上的变化，来观察过去八年来它们增长的相对强弱——简单起见，直接采用半年报数据口径。

表 1：洋河与同行业公司营收对比（单位亿元）

	洋河营收	洋河/五粮	洋河/老窖	洋河/古井
2009 年 6 月	18	34%	82%	256%
2010 年 6 月	34.9	46%	142%	407%
2011 年 6 月	61.7	58%	173%	390%
2012 年 6 月	93.1	62%	179%	418%
2013 年 6 月	94.1	61%	179%	408%
2014 年 6 月	86.5	74%	238%	362%
2015 年 6 月	95.7	85%	259%	353%
2016 年 6 月	101.9	77%	239%	335%
2017 年 6 月	115.3	74%	225%	314%

很明显，上市以来，洋河营收从占五粮液的 34%，增长到 74%，成长速度双倍于五粮液有余；从占老窖营收的 82%演化为老窖的 225%，老窖的相对速度就太弱了；古井贡略弱但不多，且从 2012 年后，增速已经有超越洋河的趋势了，体现为洋河营收/古井贡营收从高点 418%降低为现在的 314%。

从净利润角度看，洋河从上市之初净利润占五粮液的 37%、老窖的 69%，成长为目前占五粮液的 79%、老窖的 266%，相对增速同样高出许多。倒是古井贡增速快过洋河，两者之比从上市初 1652%缩小为现在的 712%。

表 2：洋河与同行业公司净利润对比（单位亿元）

洋河	洋河净利	洋利/五利	洋利/老利	洋利/古利
2009 年 6 月	5.9	37%	69%	1652%
2010 年 6 月	10.7	47%	102%	994%
2011 年 6 月	18.1	54%	129%	630%
2012 年 6 月	31.7	63%	158%	767%
2013 年 6 月	32.8	57%	181%	874%
2014 年 6 月	28.5	71%	298%	798%
2015 年 6 月	31.8	97%	312%	837%
2016 年 6 月	34.2	88%	308%	794%
2017 年 6 月	39.1	79%	266%	712%

这数年的营收变化，有个细节需要注意：在本轮行业寒冬之前，半年营收的巅峰期出现在 2013 年 6 月。

表 3：四家公司营收对比（单位亿元）

	洋河营收	五粮营收	老窖营收	古井营收
2009 年 6 月	18	53.4	22	7.1
2010 年 6 月	34.9	75.8	24.5	8.6
2011 年 6 月	61.7	105.9	35.6	15.8
2012 年 6 月	93.1	150.5	51.9	22.3
2013 年 6 月	94.1	155.2	52.6	23.1
2014 年 6 月	86.5	116.6	36.4	23.9
2015 年 6 月	95.7	112.2	37	27.1
2016 年 6 月	101.9	132.6	42.7	30.5
2017 年 6 月	115.3	156.2	51.2	36.7

洋河在 2015 年 6 月超越前期高点并持续创出新高；五粮液在今年中报实现突破；至于老窖，至今还没有出坑；倒是古井贡数据，完全没有过冬的感觉，保持逆风飞扬。

涨潮时看不出区别。从 2016 年上半年开始，高端酒在茅台供不应求形势带动下，扶摇直上，几乎所有白酒公司的高端白酒均取得了可喜的增长，五粮液和老窖也体现出比洋河更高的增速。但行业不可能永远顺风顺水，作为企业股权持有人，笔者更愿意选择那些能够在寒冬里逆风飞扬的企业，比如茅台，比如洋河，比如古井贡。

笔者曾在《解密洋河高成长》（刊发于 2016 年 4 月 29 日的《证券市场周刊》）一文中谈到，“十年间，洋河股份迅速成长为白酒行业三强，在品牌、产品等并不具备先天优势的情况下，其高成长的秘诀在于大股东和管理层相互制衡的较为理想的股权结构及其带来的强大执行力”，并提出个人看法“若五粮液不尽快在股权结构及管理机制上作出重大改革，洋河很可能会在未来三五年内，从营收和净利润上全面超越五粮液，成为中国白酒业浓香老大。”

很遗憾，该文发表后一年，洋河营收与五粮液营收差距却拉大了，从去年中报占五粮液营收的 77%，扩大为今年中报的 74%。与此同时，洋河市值也从当时约为五粮液的 96%，落后为现在约为五粮液的 63%。上述推断，越来越接近被打脸。

然而，通过思考茅五洋的竞争格局及对半年报的阅读，笔者不打算改变观点，仍认为“洋河很可能会在未来三五年内，从营收和净利润上全面超越五粮液，成为中国白酒业浓香老大。”

因为笔者认为，人的大脑更容易被近期事件左右，而忘记上市以来，洋河成长更快的长期事实。比如，最近一年五粮液和老窖股价上涨更快的原因，可能是市场仅仅注意到近期净利润增速更快，而忘记或故意忽略增速快是因为前期跌幅更大；

最近一年五粮液和老窖业绩增速更快的原因，可能是茅台火爆到断货，使高端酒对渠道和营销的依赖显著降低，洋河优势无从体现，而五粮液和老窖这方面的优势得以掩盖；

最近一年五粮液和老窖业绩营收上升相对更快的原因，可能是因为它们只是找回以前失去的老市场，而洋河则已经在开辟新市场，面临的难度不同。但是，伴随着五粮液收复 2013 年中高点，伴随着老窖或许在下个中报前全面收复失地，它们也将同样面临开疆拓土的难题。那时，体制优势就会通过渠道掌控力、执行力以及人的主观能动性体现出来。

体制优势，就是洋河的管理层以及核心员工持有约 24%的洋河股份，市值超过 300 亿元。公司的发展与高管及核心员工的利益，休戚相关。这一优势，不仅五粮液老窖没有，甚至连茅台也不具备。这种利益传导体系，绝非把刘中国变成李曙光、谢明改为刘淼就可以轻易撼动的，背后涉及到无数张庞大的网络，网络上每根线头都与一大群人利益攸关。

比如，洋河的管理层可以费尽心思，将暂时用不上的资金拿去做各种各样的理财，总额高达百亿，包括一年内到期的非流动资产 6.4 亿元，其他流动资产里短期理财 82.8 亿元，其他非流动资产里超过一年期的理财产品 10.3 亿元。半年百亿营收的经营规模，洋河只需保留不到 14 亿元的银行存款。而营收规模仅高出约 35%的五粮液，却保留着超过 25 倍、总量约 345 亿元的银行存款。连营收规模远小于洋河的泸州老窖，也保有近 43 亿元银行存款。

理财和存款哪怕差 1%年化收益，三百多亿现金，半年时间也相当于零成本收获沱牌舍得+老白干+金种子三家上市公司的经营成果，所耗人力物力小到可以忽略。管中窥豹、一叶知秋，对现金的态度，完全可以推而广之到所有的经营活动上去。

洋河和五粮液，上半年报表营收有 41 亿元的差距。但事实上，真实差距可能并没有财报数字显示的这么大，部分差异可能藏在“其他应付款”科目里。

在中报 91 页显示，洋河有“经销商尚未结算的折扣 27.14 亿元”并由此产生“递延所得税资产 6.79 亿元”（中报 87 页）。按照中报 67 页的洋河收入确认规则理解，公司按照行业规则给经销商的销售返点，不计入营业收入，直接计为欠经销商的债务。

在五粮液、老窖和古井贡的收入确认规则中，无同类条款。对照过去三年里几家公司销售费用与营业收入的比例，笔者推测，五粮液、老窖和古井贡均是按照全价计入营业收入，然后再将给经销商的返点计入销售费用，从而导致五粮液、老窖、古井贡的销售费用率，显著大于洋河的销售费用率。

表 4：洋河销售费用率低于同行

	洋河销费/营收	五粮销费/营收	老窖销费/营收	古井销费/营收
2015 年 6 月	9%	16%	11%	29%
2016 年 6 月	8%	17%	14%	33%
2017 年 6 月	8%	14%	17%	34%

如果这个推测成立，也就意味着按照同口径比较，洋河和五粮液的真实营收差距会小于报表数据。若是看净利润数据，会发现二季度五粮液净利润 13.8 亿元，洋河净利润 11.7 亿元，单季差距仅有 2.1 亿元。这样的差距，以洋河的进取精神，笔者认为，有理由对三五年内洋河在营收或净利润数据上，追上乃至超越五粮液持乐观态度。

当下对洋河的乐观，主要来自于省外市场的迅速扩张，以及高端品牌梦之蓝的高速增长。洋河与五粮液老窖的打法不同，五粮液和老窖是利用品牌优势，全国掐尖儿。而洋河是先在竞争激烈的江苏市场练兵，将渠道管控和产品推广做到极致，然后向省外复制，命名为“新江苏市场”，很有点曾国藩“扎硬寨、打呆仗”的意思。

江苏一省之内，洋河能做到年销售额超百亿（上半年 62.6 亿元），仍然保持着高达 11%的营收增长。而省外市场上半年营收已经越过五十亿，重点打造的河南、安徽、山东、浙江、上海等“新江苏市场”渐入佳境，完全可能延续江苏市场深度挖掘的模板，扛起推动公司业绩再上台阶的大旗。

据公司披露，高端品牌梦之蓝上半年增速超过 50%。目前公司已将梦之蓝品牌独立运作，目标是打造一个和茅台、五粮液齐名的高端品牌。另外，定价超越飞天茅台的洋河手工班，上半年也是风起云涌，利用各处的经销权拍卖，推起一波一波的市场热潮。

在炎热的二季度，白酒的传统淡季，洋河实现了 39.4 亿元的单季营收和 11.7 亿元的单季净利润，同比增速高达 17.6%，超过了传统旺季一季度 11%的增速，笔者仿佛已经听见引擎加速的声音。

以半年业绩的两倍口径简单估算，公司市盈率仅 17 倍，在全部白酒业上市公司中位列倒数第二。按照财报预告的前三季度增长 10%~20%区间取中值 15%推测全年业绩，当前市盈率也不足 20 倍，远低于白酒行业平均市盈率，低估明显。这样的估值条件下，笔者认为投资者无需过于关注股价短期波动，静静等待洋河的成长和绽放就好。

声明：本文仅代表作者个人观点；

作者声明：本人持有茅台、洋河和古井贡 B。

第311篇.　　2017.9.14-调仓记录

2017 年 8 月 28 日：

见信立泰下跌，一时手痒，从国投调 1%仓位到信立泰，成交价均价 30.20 元

2017 年 9 月 14 日：

对于自己不理解的行业，再便宜拿着也心中别扭。上午很艰难地把看着便宜的长安 B 卖掉了（自慰：勉强也赚了 3%），加仓相对熟悉的白酒 B 股古井贡。目前持仓比例从大到小依次为：茅台 37%+；国投 21%+；

腾讯 9%+；招行 H9%-；民生 H6%+；洋河 5%+；双汇 4%+；信立泰 4%-；粤高速 B2%-；古井贡 B2%-；海康 1%+，观察仓宋城不计——个人记录，并非推荐。抄袭作业，风险巨大！

2017 年 9 月 21 日：

据说复星国际清仓民生银行 H 股，老唐想当一回郭巨侠的接盘侠，可惜满仓，左看右看都是亲崽儿，不知道派谁上阵。最后还是选了软柿子欺负，派约 2%的小国子上场驰援小民。当前持仓茅台 37%-，国投 19%+，腾讯 9%+，招行 H8%+，民生 H8%-，洋河 6%-，双汇 4%-，信立泰 4%-，粤高速 B2%-，古井贡 B2%-，海康 1%+，观察仓宋城不计。

第312篇.　　2017.9.17-赢在投机的起跑线上

原创　2017-09-17　唐朝　唐书房

忙装修，又偷懒搬篇旧文来书房存档

本文发表于 2014 年 6 月 27 日出版的《证券市场周刊》。

A 股投资者多喜欢标榜自己为价值投资，对投机则敬而远之。其实，投机又有何不可？

何谓投机？

被誉为价值投资鼻祖的本杰明.格雷厄姆，曾经这么定义投资与投机：“投资是指根据详尽的分析，本金安全和满意回报有保证的操作。不符合这一标准的操作就是投机。”

这个定义相当模糊。无论是“详尽的分析”、“本金安全”，还是“满意回报有保证”，在事前都无法以客观的、统一的标准进行确认。

在投入金钱买入某资产时，很少有人会承认自己没有经过分析、本金危险且不会有满意回报。因而，使用格雷厄姆的定义，很难在买入前，确认某交易究竟是投资还是投机。

投资和投机，关注对象大不同，决策系统也大不同。只有清楚的知道究竟在做什么，才可能将注意力放在正确的关注对象上，杜绝为自己贴上自欺欺人的标签。为此，寻找一个清晰准确、逻辑一贯的原则，区分投资和投机，非常有必要。

以回报来源界定投资与投机

笔者这样定义投资与投机：投资，是回报的获取主要依赖资产自身产生的现金流，无需依赖新买家的出价；投机，刚好相反，是回报的获取主要依赖新买家的出价。

或者更简单的说：买股是投资，买票是投机。采用这个定义，可以在交易发生时，明白自己究竟是意图投资还是投机，从而圈定需要关注什么，来确保满意回报的获得。

何谓买股，何谓买票？让我们抛开教科书枯燥的解释，穿越回大航海时代吧。那是属于冒险家的时代，一艘船从欧洲大陆出发，无论经大西洋到美洲，还是绕印度洋到亚洲，带给沿途各国人民从未见过的稀罕玩意儿，当然，不便宜。顺带收走当地土产，当然，不会贵。

此地之土产即是异地之稀罕，一趟船跑回来，常常是数百倍的利润。然而，风大浪大、海盗出没，十艘船总有那么两三艘或沉没或被劫。怎么办？

对利润的追求，常使人类想出精妙的解决办法。十艘船的船主，放弃每人拥有一艘船，改为每人占十

艘船总收益的 1/10。10*1/10=1，简单的等式，带来完全不同的获利模式。

哪怕十条船只回来 5 条，只要每条回来的船，能获利百倍，每位船主都能够获得 50 倍的收益。一边是确定赚 50 倍，一边是或赚百倍或血本无归，精明的商人，当然知道怎么选。于是，股的概念诞生了。至于为了鼓励监督船长和水手，而诞生的股权激励及监事会制度，此处略过。

船，就是企业。股，就是船的一部分。持股人享受船的收益，并以出资为上限，承担沉船风险。

船主们找到了规避风险的办法，夜夜安枕却赚得盆满钵溢，自然惹得旁人羡慕。一群或陌生或相互认识的人，写个合约凑钱买船、雇水手，新企业就建立了。

船出海了，那可要些日子才回得来。那时候，没手机没电报。出海后，是彻底的杳无音信。这期间，若有持股人急等用钱，只好找个见证人，将出资协议附上转让合同，出让于有意购买者。成交之后，这条船或带着百倍回报返航，或沉入大海，该占的份额，该冒的风险，都由买家一力承担了，与原出资人再无干系。票，也诞生了。

逐渐的，建立在股和票上，也有了两种不同的获利模式。一种是以返航回报为主要获利来源的股模式，另一种追求买与卖之间差价的票模式。

巴菲特说，企业的内在价值就是其生命周期内产生的自由现金流的折现值。这就是以返航回报为主要获利的模式，回报的产生不依赖新买家的出价。正因为回报不依赖他人，所以巴菲特才敢放言即使股市从明天起关闭，其投资决策仍然不受影响。关于现金流折现获取回报的思路，笔者曾在《漫谈现金流折现法》一文中，进行过阐述。

而格雷厄姆一生进行的大部分交易，以及他所宣扬的主要选股规则，是买入市值低于净流动资产值 2/3 的企业，待股价超过净资产以上某比例后卖出获利。可见，格雷厄姆的回报，主要是依赖于新买家的出现，属于票模式。

1955 年，格雷厄姆作为证券市场著名专家，在美国国会一个证券市场委员会的调查询证中，被问道：

当你发现了某个特殊的情形，并且您仅凭臆想判断你可以用 10 美元买下，而它是价值 30 美元的，于是你买进一些。但只有当许许多多其他的人，认为它确实价值 30 美元的时候，您才能实现您的利润。这个其他人认为它价值 30 美元的过程，是如何产生的——是做宣传呢？还是什么别的？是什么原因促使一种廉价的股票发现自己的价值呢？格雷厄姆回答道：

这正是我们行业的一个神秘之处。对我和对其他任何人而言，它一样神奇。但是我们从经验上知道最终市场会达到它的价值。

这个回答清楚的表明，对于价格终将回归价值的规律性原因，当时的格雷厄姆并不明白。

以现在的眼光看，市场价格终将回归价值，是因为资本的逐利性。伴随着时间的推移，浓罩着高回报资产的未知因素，逐渐明朗。资本的逐利性，决定了高回报资产必将吸引资金进入，从而拉升该资产的市价，直至其回报率回落至社会资本平均回报率水平。价格就这样回归了价值。

赢在投机的起跑线上

投资的回报，主要依赖资产自身的现金流。投资者可以不关注资产交易市场的报价，却需要时刻关注企业的经营情况。包括但不限于企业自身的决策变化，所在行业的景气度变化，竞争对手的行为变化等等。

投机，关注资产的价格变动。关注新买家何时出现，因何而出现，主导新买家出价的因素是什么。

投机与投资既没有水平高下之分，也没有道德高下之分。所不同的，仅仅是回报来源不同、关注因素

不同而已。即便是意图从企业现金流获取回报的投资者，也免不了会受买家过高出价的诱惑，卖出而成为投机者。至于意图从股价变动中获利的市场参与者，则完全可以堂堂正正承认：我，是一名投机者！

那么，资产价格究竟是如何变动的，背后有没有可以掌握的规律呢？

以股票市场为例，股价（P）永远等于市盈率（P/E）乘以每股盈利(E)，这是数学，是永不会错的公式。因而，只要寄希望从股价变化中获利，总也离不开预测企业盈利和市盈率——两者或两者之一的变化。如果对这两个指标全无概念，贸然入市交易，也许能有一时的好运，但长期看，关灯吃面的结局是免不了的。

企业盈利和市盈率，未来都有涨跌平三种可能，由此诞生了九种未来股价组合。能否从股票价格上获取差价，取决于今天在什么组合上买入，也取决于未来在什么组合上卖出。

企业盈利的变化趋势，需要学习和掌握的知识非常多。任何行业，都需要数年的持续关注，才可能做出基本靠谱的判断。浸淫行业数十年的业内顶尖人士，错判形势导致企业兵败如山倒，也是残酷商业竞争中常见的事。

认识到这一点后，投机者应持保守态度看待企业未来盈利，将研究定位于排除盈利可能下滑的企业，并忘却对企业盈利的乐观预期，使股价变化的决定因素，落在市盈率的变化上。

市盈率的变化，本质上是市场参与者情绪的变化。亿万市场参与者情绪起落之和，神鬼莫测。牛顿在股市投机巨亏后，曾经发出过著名的感叹:“我可以测算天体运动的规律，却无法测算人性的疯狂”。然而，虽然规律难测，但高风险雷区却不难发现。

市盈率，是回报率的倒数。20 倍市盈率，代表着回报率为 5%。同时，由于股票投资回报，无人担保，购买者需要在无风险利率的基础上，加一个风险补偿收益率，以弥补承担的风险。因而，即便乐观的假设风险补偿收益率为零，无风险的资金回报率，也已经天然的划出了市盈率的上限。也就是说，在忘却企业盈利增长的保守假设下，若无风险回报为 6%，能够接受的市盈率上限必须低于 17 倍。17 倍市盈率以上的区域，就是高风险雷区，是大概率亏损的区域。

“反过来想，总是反过来想……我只想知道我将来会死在什么地方，这样我就可以永远不去那里了。”这是被巴菲特誉为“西海岸哲学家”的查理.芒格经常谈到的投资真理。只要能避开哪些致命区域，成功自然就会到来。无论面临的诱惑多么大，学会拒绝进入市盈率的高风险雷区，就赢在了投机的起跑线上。

后记：

1. 低市盈率+高 ROE+适度分散，是老唐认为具有逻辑支撑的股市常胜之道；

2. 对企业了解越深入，对成长越确定，对市盈率的要求可适度放宽，这是老唐当前的认识；

3. 是不是足够了解，是不是足够确定，最好的方法就是将对企业的了解和对未来的预测用文字写出来，看证据是否真实可靠，看推理是否逻辑清晰。

老兵 mingbing liang 17 倍市盈率以上雷区，那现在 600886 国投和 600519 茅台都超过了耶？区别在哪呢？迷茫了。

作者回复

区别在于①本文谈论的是票模式投机注意事项，不是股模式投资；②谈的是买入时刻不是持有期间；

③看后记第二条

草帽路飞　老唐，银行股长达五六年 6，7 倍市盈率交易，Roe 大于 12，为何等不到取票人？

作者回复

并不是所有的低市盈率高 roe 都会有取票人来。如果低 pe＋高 roe＝一定涨，股市就不会存在了😎😁

Chao　“可以直接看一年期贷款标准利率″。看贷款利率，不是看存款利率？

作者回复

没打错字，放心，就是说的”贷款利率“。社会资金无风险回报率肯定比存款利率高，这个是毫无疑问的。

麦田守望者　看完后，感觉太经典了，比喻也很恰当，格雷厄姆和巴菲特的方法到底那个好呢？

作者回复

锤和剑哪个好，这种问题其实没有答案的

单线程　老唐，我的疑问是如何给企业评估市盈率？有没有大概的量化的标准？还是凭借经验，通过查看利润的含金量，增速，以及未来的可能？

作者回复

书房发过这类文章，自己翻。

阿明　老唐，你转价投后，赚企业内在价值的钱多，还是赚估值修复的钱多，比例大概是多少？

作者回复

没算过，也没有准确的区分方法

黄济强　基于均值回归买卖股票归于投机，属于买卖票这个观点会不会让投机这一概念过于广泛?也让投资这一概念变得过于窄，过于呆板呢?

作者回复

主要目的是从买入逻辑界定投资和投机，从而区分关注点，但是 1.投资者也会投机卖出，2.投机没啥不对，

爱我中华　周期性行业的底部 pe 反而会被抬高，比如现在的国投，这时的 pe 的参考意义不大，我觉得反而应该提高国投的持仓比例，老唐以为如何？

作者回复

市盈率不是唯一决策依据，用它加减仓都不对。排除高市盈率，只是从概率上提高胜率，并不等于买低市盈率个股一定赢。

秦仁　唐老师，照你这么说投机也不是纯粹的投机，我听说他们做的投机是不用管股票标标的有有关信息，甚至连股票的名字都不必理会，仅凭什么量能、均线、k 线、技术指标等等，就能操作哦！

作者回复

嗯，输钱的花样本来就很多，就和赌场也会不断开发新玩法一样，只要赌客有乐趣就行。这里说的是怎么样在投机的起跑线上沾点儿便宜……

虚灵顶劲气沉丹田　把投资和投机说得特生动感人，好厉害。不过，大家也都不是傻子，好公司一眼都能看出来的，就是涨了又涨，市盈率很高，但是每股盈利每年都以 30%~40%速度增长。如果想以 20 倍以下市盈率买的话，人家不卖给你。

作者回复

幸运的是，就是有人卖给我

Quark　我算是投机者，也可以美其名曰价值投机。由于时间有限，买的股票主要分散在高 ROE+稳定的历史业绩+个股历史 PE 或 PB 的较低区域。不知道老唐对这种投资方法怎么看？

作者回复

挺好

王子彦　我们进股票市场是来赚钱的，不是来成为“价值投资者”的

作者回复

赚钱赔钱一体两面，没有确定的逻辑和清晰的方法，仅靠意愿来“赚钱”，恐难如愿

9 月 17 日

颜慕回　格雷厄姆的思路就是折价买‘现在的现金’（变现能力很强的净营运资本低于市值）呀，而你说他那是投机，要从企业未来现金流中获取回报才是投资。

我觉得其实‘现在的现金’也好，‘未来的现金’也好，小投资者都是无法直接拿到手的，都需要搭慷慨的大股东或聪明的野蛮人的便车，之后再拿走分红或股价以实现回报，取得回报的模式没有什么区别。不存在前者需要依赖新买家出价，后者就可以不依赖的问题。

而且关于依赖新买家出价就算投机这个定义，可以再举个例子，现在个人投资者投资债券利息要扣税，而机构不扣税。个人投资者买入一只税前回报率高但税后回报率为负数的债券，通过到期前将其略微折价（一张 99.5 左右）卖给机构投资者避税以实现回报（同时机构投资者也获得了合理回报），这种模式显然依赖新买家的报价，它属于投机吗？

我说的话，靠人接盘来实现回报不等于投机，靠傻逼接盘来实现回报的模式那才属于投机

作者回复

投机不是贬义词，只是和投资关注的重点不同，仅此而已。在我的定义里，依赖新买家出价的都是投机。这样，就清楚自己要做什么了：凡是依赖新买家出价的，需要思考和关注买家出现的条件和概率。至于你说的靠“人”接盘和靠煞笔接盘，和格老定义的“详尽分析，本金安全，回报满意”一样，正确，但

模糊。

颜慕回　一个企业唯一的资产就是 1 亿银行活期存款，无负债，市值 5000 万，PE150 倍；另一个企业只有很少可以忽略的资产负债，每年可以产生 500 万的自由流，市值也是 5000 万，PE10 倍。

你买哪个企业？

如果买‘现在的现金’是投机（格雷厄姆式），为什么买‘未来的现金’（分享企业产生的自由现金流）就是投资了呢？

作者回复

你从哪里理解的买现在的现金是投机？老唐明明说的是不依赖新买家出价是投资，花 5000 万买来 1 亿现金当然不需要依赖别人出价而属于投资了。请勿自立靶子而后批判

小小菠菜　早，老唐，想问的是茅台受禁酒影响的那些年份，利润下降，为何 roe 没有下降呢？

作者回复

事实上，利润没下降，只是利润增速变慢了。

致硕　老唐，想问个问题。一个票我买的时候 17 倍以下，但是第二年利润下降，就 17 倍以上了。那我该怎么办？

作者回复

没有答案

Tony　我觉得：没法确定定义投资和投机。用对确定性的容忍程度来定义投资会比较合适。确定性大于自己的容忍度即为投资，小于即为投机。如果确定性接近于 1，那对于所有人都可算作投资，接近于 0，那对于所有人都可算投机。算确定性是个非常难的活。

作者回复

你这个定义等于没有定义

Chao　老唐，你指的无风险回报率拿 6%作为例子，所以 17 倍以上市盈率就是高风险了。这个无风险回报率是拿什么做标准的？是银行的货币基金吗？这个基本算极低风险了吧。

作者回复

严格说用长期国债收益率，但我个人觉着，可以直接看一年期贷款标准利率，本就不需要特别准确。

HG　我是这样定义投资和投机地。凡是通过购买资产并用资产进行生产经营以获得现金流的行为就是投资。而购买资产后，凡是通过资产的价格差异来获得现金流的行为都是投机。

南侠赵云　股与票的分析很经典，但按照作者的理解，原来价值投资之祖格雷厄姆奉行的却是投机操作方式。所以格雷厄姆那一段不太苟同，毕竟他操作立足在价格与内在价值的之差的基础上。或者可以说，

从广义的角度来看，所有的投资都是投机，因为最终卖出必须有人来接盘。不知道这样理解对不对

作者回复

不对。

第313篇.　　2017.9.23-先赢，而后求大赢

原创　2017-09-23　唐朝　唐书房

雪球银行螺丝钉兄的新书即将出版，邀请老唐给写篇推荐序。老唐这几日忙中偷闲读完了寄来的全本书稿后，写了篇七百余字的推荐序（不是本文）。

这个过程中，想到有七成左右的投资者在市场亏损，忍不住为书房读者单独码了本篇虽初级，但又非常重要的入门科普文。希望能够提醒部分朋友从投资的原点开始，认真思考自己愿意在企业分析上面付出多少精力，这付出是否值得？是否可以退而求其次，先赢而后再求大赢？

雪球自 2014 年 11 月开通组合至今，据最新统计有超过 115.7 万个组合。这个数量，从统计意义上说，大致可以模拟整个股市了。其中有些组合可能不如实盘，有些组合可能超越实盘，也有些组合已经停摆如同股市里的僵尸账户。

在这 115 万多个组合当中，有一个收益率为 0 的纯现金组合，跑赢了其他 57.71%的组合。

一个收益率为 4.32%的组合，跑赢 67.09%的组合。

一个收益率为 7.77%的组合，跑赢 71.81%的组合。

一个收益率为 11.97%的组合，跑赢 76.31%的组合。

这是一组残酷的数据。

在这三年时间里，至今有 57.71%的组合（或早或晚建立的）是处于绝对亏损状态；

有 67.09%的组合净收益没有达到货币基金（例如余额宝）的年收益，实际上也处于亏损状态，亏损了银行利息；

有 71.81%的组合，低于货基两年的收益，有 76.31%的组合达不到余额宝存三年的收益。这 76.31%-67.09%=9.22%的组合里，有少量建立较早的，严格来说，也是亏损状态。

即便如此，很可能还是要感叹“聪明投资者都在雪球”，因为至少还有约 24%的组合（无论其建立于 2014 还是 2017）收益超过了 12%，是赚钱了。这已经远好于江湖传言的“七亏二平一个赚”。

无论是七亏还是 67.09%亏，大致上来说，股市里每十个参与者，总体会有六七个是亏损的，这就是八九不离十的真相。

看了这残酷的真相，也就理解了为什么在很多正经人眼里，炒股是一件非常不正经的事。其实在老唐眼里，炒股也不是一件正经事，脑补的话，要么是无业游民整日盯着别人的钱包，要么就是“一杯茶、一支烟、一个破股看一天”的苦大仇深。

在我眼里，股市里的正经事有三个层次，前两个很简单，读完本篇，理解了结论，愿意相信前辈们的经验和分享，便足够成为超越七八成参与者的市场赢家了。

第一层次：啥知识也不需要懂，先理解两个要点，开始轻松收钱之旅。

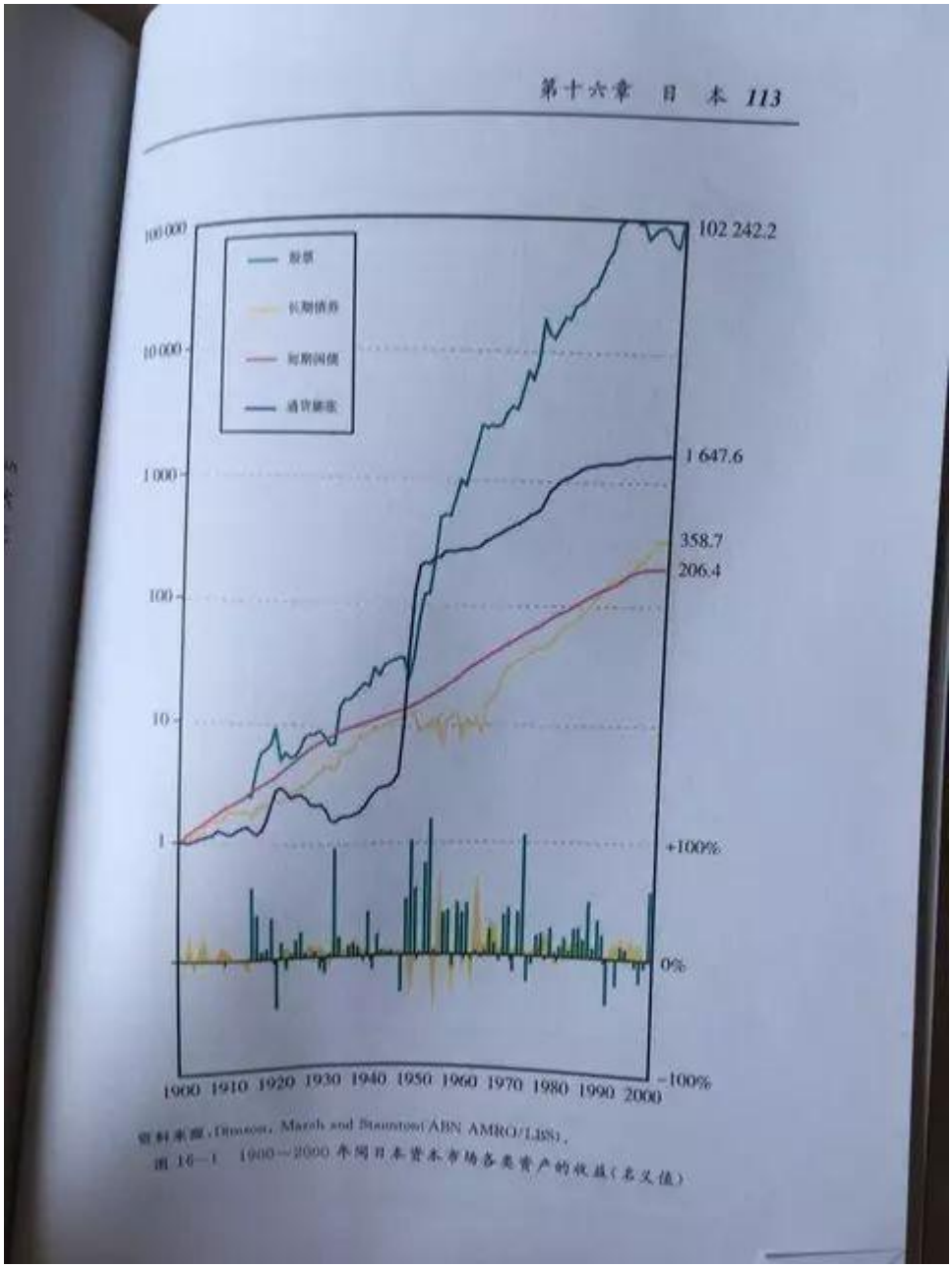
要点 1：理解股权回报率优于债权和现金。这是逻辑和历史数据双重支持的投资第一要点。

逻辑上说，股权是一家公司偿付所有债务后的剩余价值清算权，在利益保障上，比债权更靠后，承担了比债权更高的风险，市场必然（也必须）要给股权资产风险补偿溢价，才能导致逐利的资本配置股权资产。这是股权资产长期回报率高于债权资产的规律性原因。

数据上说，根据杰里米.J.西格尔教授的严谨研究，同样投入 1 美元，在从 1802 年到 2002 年长达 200 年间，投资于黄金最终收获 4.52 美元，投资于短期债券最终收获 281 美元，投资于长期债券最终收获 1788 美元，投资于美国股市最终收获 704997 美元。

伦敦商学院 Elroy Dimson 和 Paul marsh 两位教授，花费 14 年时间，整理了 12 个国家在 1900~2000 年的资本市场原始资料，找出曾经破产和退市的股票一起加入进来衡量，最终结论：“在所有 12 个国家，股票市场都是投资收益最好的”。

关于这些国家股票债券投资收益率和通胀的对比图，可以参看《投资收益百年史》这本书，也可以直接在老唐雪球主页搜“读史可以明智”这篇文章，看 12 个国家各自的回报率曲线图。此处附上日本的（日本股市资料缺 1900~1913 年的）



所以，在倍受推崇的（至少看过方三文和 stevevai1983 多次推荐过）耶鲁财神大卫.F.斯文森写的《不落俗套的成功——最好的个人投资方法》一书中，斯文森反复强调的资产配置三大原则第一条就是：**以股票为主**（其他两条是：多元化，考虑税负问题）。

要点 2：上市企业中的优质企业盈利增速＞全部上市企业盈利增速＞全国所有企业盈利增速＞GDP 增速。这部分，老唐在去年 12 月的文章《股市获利的逻辑和路径》里说过，直接摘抄：

一个国家的经济运行结果一般以 GDP 衡量。GDP 是“国内生产总值”的缩写，它指一个国家一年内新增加的产品和服务的价值总和。正是这些新增加的产品和服务，提供了人们吃穿用住行以及社会扩大再生产所需。

人类的生存和发展及其需求的不断增长，推动着 GDP 的持续发展。纵观人类发展史，特别是近现代史，可以清楚地做出判断，人类社会所创造的产品和服务总量是持续增长的。

国民经济是人的生产劳动成果，也由人及其组织分享。如果按照参与创造和分享 GDP 的主体区分，它由四个部分组成：

一是中央政府和地方政府拿走的税费；

二是参与 GDP 创造的个人的收入；

三是非营利部门获得的捐赠和服务部门提供的中介服务费用；

四是企业的盈利。

除非某一特定时期的极端情况导致人类文明和经济倒退，否则，人类将长期维持 GDP 的持续增长（背后的原因，是人口增长、土地等资产的产出、交换和分工的深化及其带来的知识积累）。

显然，一国所有企业作为一个总体，不仅能够分享利润，而且所分享的利润是持续增长的。在现代经济中，一国 GDP 的 70%左右是由企业创造的，且由于企业的盈利能力高于个人和中间组织。

所以，企业的生产经营成果不仅左右着一国 GDP 的结果，而且优于以 GDP 所反映的社会整体新创造的产品和服务价值（四个部分的加权平均值），投资于全部企业回报会高于 GDP 平均增长。

企业是追求收益的经济主体，没有收益，就没有企业长期存在的理由。另一方面，企业能够创造较高的收益，是因为企业这种经济组织比个人、家庭或政府有更低的交易费用支出——通过深化分工、专业化协作，以及对利润的激励和对损失的惩罚机制等原因（若有对这部分内容感兴趣的朋友，可以阅读诺奖得主、新制度经济学鼻祖罗纳德.科斯的《企业的性质》——这是他 1991 年被授予诺贝尔经济学奖的主要贡献）。

虽然上市公司不见得各个都是优秀企业，但由于有利润、盈利能力、后续融资可能、上市费用支出等多种条件的筛选，总体来说，上市公司收益水平高于全社会所有企业平均水平。无论是中国证券市场 2 0 多年的运行情况，还是发达国家更长时间的实践，都证明了这一点。

有研究表明，1995－2014 年的 20 年跨度里，天朝全部企业的净资产收益率（ROE）保持着年均近 10%的水平，而同期上市公司的净资产收益率则实现了年均大于 12%的水平（别小看 2%的收益率差距，20 年时间里，12%收益率资产赚到的利润是 10%资产所获利润的 150%+）。这意味着，如果买下全部上市公司，将能够获得超越全社会企业平均收益水平的经营收益。

接下来的推理更简单了，所有上市公司中净资产收益率高于 12%的企业，其盈利能力会高于上市公司平均。哈哈，这其实是一句废话，但往往被人忽略。这句废话意味着，如果通通都按照净资产买下所有 ROE＞12%的企业，长期来看，这些企业将赚到高于上市公司整体，更高于全社会整体的利润。

这样的情况下，就意味着你只要买下全部上市公司，就基本确定盈利，而且盈利能跑过 GDP 增长。如果更进一步，能选择盈利能力稍好一点的上市公司购买，甚至能够赚到更多钱。

而这个其实一点也不难。正所谓「假传万卷书，真经一句话」。此处抛出一句话就足以让你超越 67.09%的人，进入长期盈利的境界：

认真工作，有闲钱买入 510300，

静静等待中国最优秀的企业群天天帮你赚钱。

——别担心企业赚钱跟你没关系。就算不分红，市场也不会亏待高盈利能力资产的。

事实上，根据银行螺丝钉兄在《指数基金投资指南》中的计算数据，从 2006 年 8 月 24 日至 2016 年 8 月 24 日十年间，沪深 300 指数的年化复合收益率为 11.7%。其中股息带来 1.86%的年化收益，盈利增长带来 14.4%的年化收益，市盈率波动收益为负值。

上面说的是轻松盈利的第一个层次，以天朝人民对财富的渴望以及当前的经济发展水平看，老唐觉得

10%左右的年回报，还可以延续好些年。这个10%回报能带来什么结果呢？

假如你今年30岁，手头只有30万可动用投资款，每年还能节余3万元投入，到你60岁需要退休时，你在股市刚好积累了1000万——如果按照CPI保持3%左右的通胀速度估算，30年后的1000万，购买力类似你今日拥有410万现金。

这个回报水平，能大致保障你跟上社会发展的步伐不掉队。**想走的更快，要么你今日本金比30万多，要么你每年能够新投入资金比3万多，要么继续学习提高投资能力——三者至少得具备其一。**

但有了这样的轻松盈利垫底，你的工作和学习就仿佛带着奖学金一样，不仅轻松快乐，而且会很有成就感——耗时很少，收益不错，轻松赚钱，具备了正经人的光辉形象。

在此基础上，还可以考虑根据股市指数市盈率的高低，来决定追加资金的多寡，在指数低市盈率的阶段增加新投入资金量，在指数高市盈率的阶段减少新投入资金量。这部分相关内容可以参看@银行螺丝钉即将出版的新书《指数基金投资指南》。

这个层次，有巴神深耕投资数十年的智慧大脑做背书：

通过定期投资指数基金，一个什么都不懂的业余投资者竟然往往能够战胜大部分专业投资者。——沃伦.巴菲特　1993年

对于绝大多数没有时间进行充分的个股研究的中小投资者，成本低廉的指数型基金或许是他们投资股市的最佳选择——沃伦.巴菲特2007年

第二个层次也只是稍微复杂一小点。在资金量不断增长的情况下，需要去理解资产配置的概念和原则。

例如《不落俗套的成功——最好的个人投资方法》一书给的模型。斯文森建议一个投资者应该按照**「30%美国股票，15%国外发达国家股票，5%国外新兴市场股票，20%房地产，15%美国长期国库券，15%美国通胀保值国债」的比例配置资产，**并在季度、半年度或年度终进行再平衡——所谓再平衡，就是使各类资产恢复初始比例。

知道这段，可以节约书钱了，全书就讲了三个问题：①建议这样配置并论证这样配置的合理性；②择时交易不靠谱；③基金行业性失败的根本原因。

以上两个层次都不辛苦，真「知」了，便会了，也就能够获取大部分的投资收益了。正如证券分析之父本杰明.格雷厄姆所说：

投资这件事有个特点，门外汉只需少许的努力和能力，便可以达到令人敬佩的结果；若试图超越这唾手可得的成就，便需要付出无比的智慧与无数的精力。

超越唾手可得的成就，需要付出无比的智慧与无数的精力。这些智慧和精力用来干什么呢？投资的第三个层次：

读懂财报，对企业进行深度研究，研究财报后面的企业竞争优势，学习对企业估值。

根据自己理解的企业多寡，企业价值与市场价格的差异大小，或分散或集中构建属于自己的投资组合。

除非你对投资这件事有着高度的渴望，对研究行业、研究企业有浓厚兴趣，否则，大部分人其实走到前两个层次足够了。省下时间和精力，可以浪费到更多美好的事物上。毕竟人生只有一次，想清楚自己究竟最想要什么，可能是投资路上顶顶要紧的事儿。

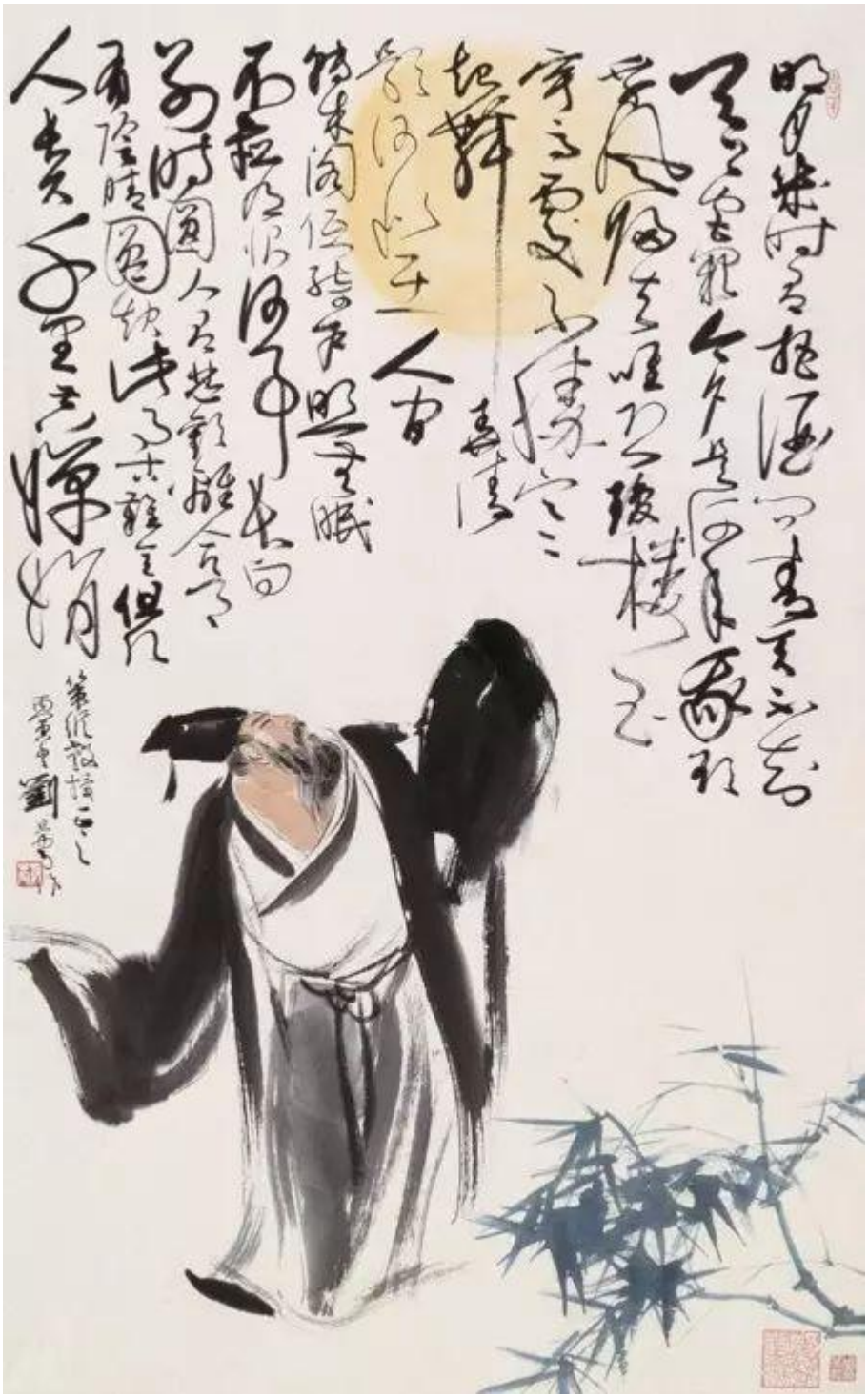
第314篇.　2017.10.1-散打投资12--戏说东坡投资之道

原创　2017-10-01　唐朝　唐书房

民间有句俗语，用来形容时间飞快，叫做「年过中秋月过半」，是说中秋一过，这一年就仿佛要结束了。这种时间飞逝的感觉，会随着年龄的增长越来越强，原因据说可以和相对论扯上关系。说 10 岁娃儿的一年，是 1/10 的生命感受，而 40 岁人的一年，则是 1/40 的生命感受，所以后者的一年更短，也更容易感叹时光如梭——这是笑谈，请勿认真。

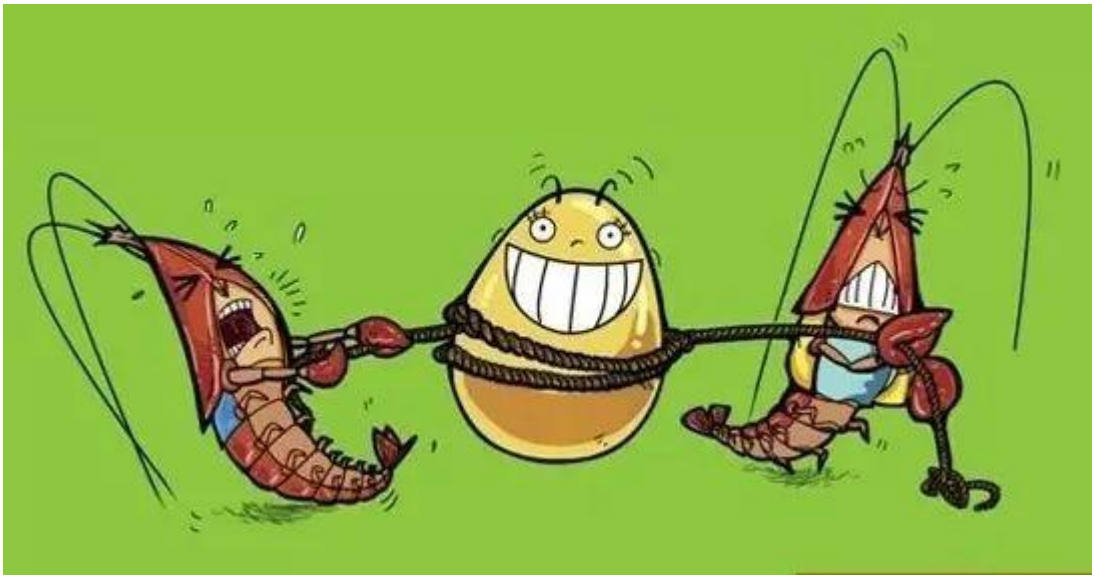
中秋节，在更注重家庭乃至家族关系的中国人眼中，算是全年仅次于春节的大节日了。恰好今年的中秋沾十一的光，有一个长达八九天的大假，老唐在这大假的第一天，给书房里所有朋友拜节了，祝大家阖家团圆、幸福安康。中秋快乐！

说到中秋，在华人世界里，除了月饼和家人之外，必然还有那「但愿人长久，千里共婵娟」的水调歌头词。



这首脍炙人口的《水调歌头·丙辰中秋》，由老乡苏东坡所做。当时东坡先生在山东潍坊下属的诸城市任太守，那时叫密州——这首词诞生前一年，东坡先生还在密州写了另一首气势磅礴的词作《密州出猎.老夫聊发少年狂》，老唐也特别喜欢。

在老唐看来，大道相通，这首名满天下的水调歌头，不仅表达了思亲之情，它同样阐述了苏东坡伟大的投资思想。不信，请看老唐版本的宋词解析——请退后，老唐要开始虾扯蛋了。



话说宋神宗熙宁九年（西元 1076 年），是苏轼由杭州调任密州担任市长的第三个年头。这一年治下风平浪静，安然无事。更可喜的是这年大宋股市结构性走牛，密州有颇多市民参与股市投资，收获不菲财富。

故，这年中秋，作为市长，苏轼心情还是比较轻松的。约了一群同僚好友和投资伙伴，在太守府安排酒宴，共庆中秋。席间推杯换盏，你来我往，轻松愉快。不知不觉间，话题从月亮聊到月饼，从月饼聊到月饼券，再从月饼券再谈到大宋股市——那时，朝廷鼓励公务员参与股市投资，所以股市常常是酒席间的热门话题。

没有比较就没有伤害，虽身处结构性牛市，大部分人收获不错，但席间有人踩中风口，年内已经实现三五倍甚至三五十倍的收益，令那些仅仅赚到了百分之三五十的人，瞬间失去了心理平衡，憎恶起自己的股票涨幅太低，犹豫要不要改换门庭，搭顺风车赚一段轻松钱。

苏市长自是席中焦点，或真或假总有些人敬酒请教，很快市长进入醺醺然状态，醉眼朦胧中诗兴大发，吩咐左右，笔墨伺候。借着酒兴，大宋第一才子笔走龙蛇，一首《水调歌头.丙辰中秋》跃然纸上。市长丢下笔墨，便已大醉，左右将其扶下休息不表。众人围观惊叹，或真有感触，或假装内行，交头接耳……

这苏市长的第一句「明月几时有？把酒问青天。不知天上宫阙，今夕是何年」，便深刻的刻画出了市场参与者的普遍心态，心中忧虑的是明月光辉，啥时候才能轮到我头上。这事儿，也只能借着酒劲儿问问上天：不知道上天对当下的市场怎么安排的，究竟是熊市反弹呢，还是已然进入牛市？

我欲乘风归去，又恐琼楼玉宇，高处不胜寒——一颗小韭菜面对市场此起彼伏的热点，心中必然会有的纠结。市场热点不断，偏偏许多跟我无关。老有「别人家的」股票暴涨，这是最不能让人淡定的。

譬如今年以融恒碧为代表的内房板块，牛气冲天，常有几周内翻倍的诱人走势。大家观望，好奇，怀疑，心动，畏惧，乃至后悔：要是我那天听谁谁谁的，跟上去，现在就已经可以收割了。去收割一把再回来守我那最熟悉的娃，岂不是离财务自由又近了一步？我真的要那么死板坚持不懂不做，还是可以跟风来一次御风飞翔？

我欲乘风归去一句，是投资者对风口之猪的羡慕。看着天蓬插上翅膀，直奔嫦娥仙子而去，只要是正常人，难免心动。但是此时是跟还是不跟呢？不跟，只能围观天蓬戏嫦娥，徒流口水。跟，又恐琼楼玉宇，高处不胜寒。要是真飞上去，缺乏足够的脂肪做安全垫，冻死在高处怎么办？

对于不理解和不熟悉的公司，最大的可怕之处不是股价下跌，而是股价下跌时，你心中不知道这东西

到底值多少钱；你不知道在什么价格上可以无所畏惧地买入；你不知道什么价位上，哪怕无人接手，依然可以取得令人满意的回报。

不知道这一点，面对股价暴涨中间的停顿和休息，就难免患得患失：这停顿和调整，究竟是别人的全面逃离，还是所谓技术性调整？我，需要跟进，还是需要跟出？

如下图这般的未来，你怕不怕？老唐怕，苏市长也怕。所以才有“我欲乘风归去，又恐琼楼玉宇，高处不胜寒”这样的千古名句。

话说在 2000 年的某一天，亚马逊创始人杰夫.贝索斯打电话问巴菲特：

“你的投资体系那么简单，为什么你是全世界第二富有的人，别人不做和你一样的事情？”

巴菲特回答说：“因为没人愿意慢慢地变富。”老唐画蛇添足搭个车，曰：“资本市场里，几乎所有的贫穷，都是因为想迅速致富造成的。”

人生只需要富一次就好，年化 20%已经足够让你和你的家庭过上富足的日子。若是你起始本金略高，这个收益率甚至可能让你富甲一方。

比如，我们模拟一位现在主要靠人力积累资本的小投资者，目前只有 10 万本金，每个月可以增加 2500 元新资本投入——这条件我估计书房读者里 99%可以做到。这个起点下，如果这么投资者能做到月盈利 1.5%（年化 19.56%）——什么？月盈利 1.5%，那也太可怜了吧，一天盈利这么多，还算勉强可以接受。许多人会这么想。

但是，复利公式告诉我们，10 万起，每月增加 2500 元，月盈利 1.5%，第一个 10 年结束时，资产总额有 142 万元。这个数字与那些一年翻几倍乃至几十倍的人相比，依然还只能算龟速，此时难免失落和寂寞，甚至也有“我欲乘风归去”的蠢动。

但是，只要你能够继续坚持原则，忍受这 10 年不在舞台中央起舞弄清影的寂寞，20 年后你将拥有 933 万资产；如果是 30 年，资产总额会变成 5655 万；40 年，3.38 亿；50 年，资产总额超过 20 亿……此处应该有人萌发画外音：“Kao，我（我爹，我娘）二三十年前真有 10 万，可是今天，唉——一言难尽！”

随着时间的推移，我们需要越来越严格地拒绝那些可能导致我们回到贫穷状态的错误，哪怕为此错过了天蓬的御风飞翔。因为年纪越大，你重新来过的机会越少。而偏偏“年纪越大，越没有人肯原谅你的穷”。

会导致我们回到贫穷状态的错误，最主要的就是两种：跟风参与自己不懂的东西+运用高杠杆。只要坚持拒绝这两种“致穷捷径”，一位投资者就已经走在阳关大道上，区别只剩下富裕速度的略快和略慢，富裕程度的略大和略小。

韭菜东坡即想跟风又怕站岗的心态描写完后，苏子笔锋一转，描写了一副画面“起舞弄清影，何似在人间？”读到这句，心中莫名想起这两天看见的两篇文章，一篇是央视报道的一位来自安徽农村张姓投资者三次破产的故事，一篇是老期货交易人士付某于 9 月 28 日凌晨 3 点跳楼的消息。

无论是天上还是人间，舞台中央“起舞弄清影”，成为观众注意力焦点，成为人们心中英雄和偶像的，总是那些大起大落，有着荡气回肠故事的传奇人物，因为他们的“人生大起大落，实在太刺激了”！

然而，正如孙子兵法云：善战者无赫赫之功。善者之战，无奇胜，无智名，无勇功。一切看上去都很平凡，就是那么简简单单：发现低估的资产，发现具有商业竞争力的企业，合适的价格捡起来，默默待在一边，自顾自地享受自己的人生。日复一日，企业盈利的增长，自然会推动财富的雪球越滚越大。

那么平淡，似乎谁都可以做到。正如在雪球《央视投资者说》文章下面，有很多读者总结出来的套路：炒股，大亏或破产，无路可走时转向价值投资，稳定获利，灌一通心灵鸡汤，故事结束——确实是用滥的成熟套路。

但其实还有更成功的智慧人士，他们的过程是：阅读思考，理解了价值投资，稳定获利至今。这样的故事，导演没办法处理，观众没有兴趣看。舞台上受欢迎的或是喜剧或是悲剧。喜剧是把丑陋放大给观众看，悲剧则要把美好撕裂来看。

那些昔日赌，赌后再赌，总觉得跟胜利只差一步之遥，总觉着每次失败后又大彻大悟掌握了某种不传之秘的人，便是导演将丑陋拉近给我们看；而那些破产后转走正道，却是将美好撕裂来看。真正的智慧，美好就是美好，从开始就美美哒，直到现在。一句话结束的故事，拍不出感动中国。

老唐的故事同样老套，一样的芸芸众生，毫无智慧。要是拍出来的话，也不过就是炒破产，转价投，至今，平淡生活，结束。没有新意，甚至连评论区的吐槽，也可以直接从某些被访者的文章下面拷贝过来，毫无违和感。老唐不想把伤口撕裂给人看，所以央视记者前后联系了 5 次，老唐全部回绝了。

东坡先生是智者，上阙把这种常人的纠结表达完后，下阙开始阐述他心中的投资大道。

转朱阁，低绮户，照无眠——这不就是价值投资者的形象吗？投资者就像月光俯视朱阁一样，将注意力放在企业身上，仔细查看企业华美楼阁内部，有没有虫蛀的空洞——此谓转朱阁；透过被财务总监雕花一般刻意装饰过的财报窗口，观察企业运营的真实情况——此谓低绮户；一个一个的夜晚，一份一份的财报，在别人起舞弄清影顾盼生辉时，投资者静静阅读，默默思考——此谓照无眠。

不应有恨，何事长向别时圆？别抱怨，别人家的股票涨的再好，也不要去羡慕妒忌恨。没有平时的“转朱阁，低绮户，照无眠”，无论别家的月亮多么圆，那也不是你能配得上的财富。甚至可能你不走，月不圆。你持股，股不涨。一切的一切，因为它不是你的能力范围，你无法淡定对待月缺月圆，无法坐看股价云起云落，无法静静享受财富增长。所以，别抱怨了！

人有悲欢离合，月有阴晴圆缺，此事古难全。人世间啊，总有悲欢离合，资本市场啊，总有赚赔输赢。任何行业，任何企业，都有它的起起伏伏，我们只能在我们熟悉的企业上去捕捉阴晴圆缺，不要奢望每个行业每个企业都能踏上热点，随时翱翔于风口之上。那是绝对不可能的事情，此事古难全、古难全啊！不切实际的空想，只会扭曲我们的投资体系，扰乱我们的持有心态，最终造成人间悲欢离合，大起大落。这不是一位理性投资人应该做的。

那么，东坡先生心中的投资正道是什么呢？结尾一句振聋发聩「但愿人长久，千里共婵娟」。投资是长期的事情，是一辈子的事情。选择企业，就如同从世间万千女性中，找到美丽、善良、能干的婵娟一样，去选择那些前景远大的、没有坑害小股东劣迹的、盈利能力明显超过普通企业的“婵娟级企业”。

一旦确认她是你的 Mrs.Right，便要专注专一，付出你的真心，静静等待优秀企业创造财富，不纠结于一时的高低起伏。脾性吻合、两情相悦的爱人得之不易，切不可为几文铜钱的蝇头小利便轻率地将她付与他人。同时，哪怕婵娟在千里之外，我们也要随时对其保持关注，理解她的想法和作法，就好像彼此手拉手共享这月色一样。

然而，世间唯有变化是永远不变的。人长久，共婵娟，看似简单平凡的状态，世间却有无数英雄豪杰，只有在经历过大起大落的刺激之后，才能真正领悟平平淡淡的可贵，所以，东坡先生在此句用了但愿二字，感叹“人长久”和“千里共”之不易。

扯淡完毕。

文末老唐诵读《水调歌头.丙辰中秋》，给书房各位朋友拜节。祝各位朋友在这中秋佳节里，阖家团圆，万事顺心，享受人长久，千里共婵娟……

辛巴达　合理消费，踏实工作，别做富人梦，国家富强个人自然富足。

作者回复

严重不同意，这是把自己定位为工蚁了，而且还要附加一句，国家是靠不住的，还是靠自己靠谱☺

高林　有点太牵强了，东坡这诗和投资没关系

作者回复

☺☺☺这倒是。大宋没股市，东坡不投资。但大道相通，道理不差，本文本就是拜节之作，是戏说，别去较真东坡是不是说投资了😁

随机漫步的三季人　唐哥，中秋快乐！最近看了任老师的（奥马哈之雾），主要内容是人们对肥巴的一些误解，肥巴严格意义上不是完全的一个股票投资者，而是一个企业并购操盘手，通过保险浮存金的无息扛杠（大约是其资产的 1.5 倍），从而有年化 20%的长期收益。作为普通人，长期年化收益超过 10%已经算不错了。由此，我想：若本金不够，仅仅股票投资很难实现财务自由，而改善生活质量应该可以。

作者回复

对于 GDP 增速长期在 8%左右，m2 增速长期在两位数的天朝而言，10%已经算不错的说法，老唐持不同意的态度☺

Owen　老唐，我也是价投的忠实者。想请教老唐，是否在牛市的时候，仓位都是不变的呢？比如 2015 年的那波牛市，是否在股灾的时候有减仓呢？

作者回复

我没减，满仓过来的。

马丽捷　老唐，你文中提到“跟风参与自己不懂的东西+高杠杆”，留言里有人也说到巴菲特运用杠杆。请问，假设当年在茅台明显低估的情况下，你对茅台又是如此了解的情况下，你运用了杠杆投资茅台，对这样的行为，能评论下不。

作者回复

巴神的杠杆跟我们通常理解的不同，他的杠杆一般利率为负，而且期限大致可预期。即便如此，巴神手中也常备大量现金以防万一☺

丘比特之箭　最近看了下老唐的持股，竟发现 80%以上的股票　资本回报率都很高，老唐选股有没有考虑这个指标，还是说这个只是个耦合。　　另外最近发现　恒瑞医药　非常不错的生意，用一元就能赚 9 毛，　而且这一元中有 7 毛都是无息贷款。　这简直是空手套白狼。　只是市场一直给的价格好高，市盈率均值　42　多。　简直让人无法入手。　老唐怎么看？

作者回复

医药股太专业，我已基本放弃☺

hOhO　老唐，中秋快乐！其实老唐不反对杠杆，反对高杠杆？适当增加个 20-30%的杠杆是老唐能够接受的吗？

作者回复

我个人不使用，有些事情一开口子就可能越捅越大，所以我自己是要求守身如玉，彻底禁绝，宁愿为此放弃一些看似唾手可得的利益。

趋势信徒　这篇文章好像专门为我写的，老唐学过股民心里学？

顺便请教下老唐，上市公司持有的各类非上市公司详细资料哪里找？比如川投持有大渡河，田湾河等公司的财报资料。

作者回复

小公司太细的资料只能靠度娘碰运气，但年报里披露的大致情况，对小公司足够毛估估了。

第315篇.　　2017.10.8-散打投资13：普通案例中的大道

原创　2017-10-08　唐朝　唐书房

眨眼大假结束，各位休息的可好，玩的可开心？收心收心，该开工啦！

老唐大假第一天推送的拜节戏说《散打投资 12--戏说东坡投资之道》看过没？那是一篇借着东坡词闲聊投资大道的娱乐之作。今天，老唐沿着上篇思路，继续聊聊有关投资之“道”的话题。

开聊之前先提醒：本文偏长，数据较多，但其中理念非常重要。为方便阅读，老唐将其拆成两篇同时推送，请不要忽略了今日第二篇的《散打投资 14》，它是本文不可分割的部分。

话说很多朋友在股市里战战兢兢如履薄冰地生存着，总是担心坐上股价的过山车，没有恰到好处地在低点上车，或者没有恰到好处地在高点下车。那心态，正如东坡词中描述“我欲乘风归去，又恐琼楼玉宇，高处不胜寒”!

这种患得患失和恐惧的根本原因，在于头脑中根深蒂固地认为投资回报只能来自于股价上涨。认为不管什么体系，最终都需要依赖牛市变现才能落实投资回报。于是，难免迷信类似“会买的是徒弟，会卖的师傅”之类的伪格言。

在今年 5 月发表的《散打投资 2》一文中，老唐转摘了雪球宁静的冬日兄的一段统计结论，阐述了「能挣钱的资产，就会有资本来争夺。这个争夺会抬高股价，从而降低了你的回报。注意，是其他抢购者抬高股价，降低了你的回报，而不是提高」理念。当时是在旅途中，凭记忆随手码字，谈的不够细，说服力或许不够强。这几日有点空闲，老唐重新码字堆数据，梳理梳理这个事儿。

梳理这件事儿，想用数字来阐述 5 大观点：

①长期来看，优秀企业股权的投资回报是最高的，远高于其他投资手段，甚至超过帝都那传奇的房价；

②企业股权投资者，完全可以不依赖牛市变现，也能获得优异回报；

③如果企业真实盈利增长，股价不断下跌，投资者将获得难以想象的高回报，高到令人瞠目结舌；

④因为资本是逐利的，所以企业真实盈利保持增长的情况下，妄想遇到股价持续下跌的美事，几乎是不可能的。其他资本一定会“逼你”在股价上赚钱；

⑤股价只是一个可有可无的影子，投资者要研究和关注的，是企业盈利的质量和增长。只要有盈利的增长，自然会有股价的上涨，经营是因，股价是果，盯住股价是本末倒置。以上观点，可能比较反直觉。

本文不玩虚的，数据说话。

强调：本文框架源于宁静的冬日兄2015年的一个老帖，老唐只是补充数据，并将其中的道理阐述的更直白更透彻一些，原创算宁静兄的。

之所以依然拿泸州老窖说事儿，除了相对熟悉之外，还有这么三点原因：其一是因为泸州老窖上市比较早，至今有23年，相比茅台海康海天格力等上市较晚的优秀企业，数据更丰富，更利于展示；

其二，若拿老唐最熟悉的茅台数据说事儿，容易被怼“茅台是独一无二的顶级企业，没有代表性”，而泸州老窖这家企业，市场同类竞争对手多，企业经营动荡大，在上市公司中并不算顶好类，最多算是中等偏上，有代表性；

其三是因为老窖股价波幅比较大。上市至今，仅腰斩以上的跌幅至少有7次以上，平均每三年腰斩一次，堪称完美过山车。

说泸州老窖经营情况不算优秀，可以直接引用宁静兄原帖的一段陈述：

过去二十年这个公司管理得可以说是相当的垃圾，第一届的郭董居然突发奇想要把“名酒”做成“民酒”，硬生生就把这个当初比五粮液还高端的品牌砸掉了。

第二届的袁董，表面上总算是推出了一个1573，但市场根本没有真正做起来，反倒是乱搞贴牌挺来劲，把中低端也做砸了。

第三届的谢董，张总过去几年做得有多乱大家应该很了解，不用多说。总之，现在老窖不仅被第一梯队的贵州茅台 ，五粮液越甩越远，甚至利润水平都掉到了洋河股份的三分之一。

闲话不表，言归正传。

泸州老窖1994年5月9日上市，上市当日开盘价9元，全年最低价5.7元，最高价格21.2元。**假设你在1994年9月投入20万，在20元的天价位置买入1万股，**买入后一个月时间，股价就跌至10.50元，这买入点够黑的吧！

——不要忙着感叹1994年没有20万巨款，你可以将其缩小为2万或0.2万，结论一样。此处使用20万的假设，是为了后面方便与买房的投资回报做比较。

现在来假设，你买入后持有不动至今，既没有在76.6元逃掉大顶，也没有在3.1元抄到大底。简单说，就是你完全忘记了股价的波动，满仓经历了所有的腰斩。你所做的，只是在每年收到分红时，直接按照当时股价无脑买入。

为方便计算，老唐假设年度分红送转均在次年6月30日当日到账，中期分红送转均在当年12月30日到账，买入一律以当天收盘价格成交。同时，保守起见，红利税一律按照10%假设（实际现在持有超过1年免税），而买入股票的交易税费则按照0.5%计算（实际印花税0.3%，交易佣金一般在0.03%）。

将历年分红送转数据录入excel，并统计年度及半年度收盘价后，得出下表。图表数据量大，看不清楚的可以跳过图表看文字即可，不影响阅读。

时间	送股	分红	转增	未复权收盘价	分红再投后持股量	收到红利（元）	红利买入（股）
1994	3	8.5	0	11.9	10000		
1995H	5	0	0	10.49	13729	7650	726
1995	0	6	0	14.1	20594	0	0
1996H	0	0	6	19.68	21156	11120	562
1996	2	5	0	21	33849	0	0
1997H	0	0	0	28.99	41142	15232	523
1997	3	3	0	25.2	41142	0	0
1998H	0	0	0	16.95	54136	11108	652
1998	0	0	0	11.42	54136	0	0
1999H	0	0	0	13.92	54136	0	0
1999	0	4.6	0	9	54136	0	0
2000H	0	0	0	11	56164	22412	2027
2000	0	0	0	12.39	56164	0	0
2001H	0	2.5	0	11.86	56164	0	0
2001	0	0	0	8.68	57612	12637	1449
2002H	0	1.5	0	9.48	57612	0	0
2002	0	0	6	7.92	58589	7778	977
2003H	0	0.6	0	8.3	93743	0	0
2003	0	0	0	4.09	94975	5062	1231
2004H	0	0	0	4.06	94975	0	0
2004	0	0.4	0	3.56	94975	0	0
2005H	0	0	0	3.61	95917	3419	942
2005	0	0.4	0	4.34	95917	0	0

2006H	0	0	0	14.63	96152	3453	235
2006	0	3.5	0	25.34	96152	0	0
2007H	0	0	0	42.1	96868	30288	716
2007	2	5.6	4	73.5	96868	0	0
2008H	0	0	0	30.09	156603	48821	1614
2008	0	6.5	0	18.2	156603	0	0
2009H	0	0	0	28.7	159779	91613	3176
2009	0	7.5	0	39.04	159779	0	0
2010H	0	0	0	28.22	163581	107851	3803
2010	0	10	0	40.9	163581	0	0
2011H	0	0	0	45.12	166828	147223	3247
2011	0	14	0	37.3	166828	0	0
2012H	0	0	0	42.31	171771	210203	4943
2012	0	18	0	35.4	171771	0	0
2013H	0	0	0	23.78	183415	278270	11643
2013	0	12.5	0	20.14	183415	0	0
2014H	0	0	0	16.38	195949	206342	12534
2014	0	8	0	20.4	195949	0	0
2015H	0	0	0	32.61	200254	141083	4305
2015	0	8	0	27.12	200254	0	0
2016H	0	0	0	29.7	205084	144183	4830
2016	0	9.6	0	33	205084	0	0
2017H	0	0	0	50.58	208570	177193	3486
2017Q3	0	0	0	56.1	208570	0	0

经计算，至今你持有 208570 股泸州老窖，按照 2017 年 9 月底收盘价 56.1 元计算，当前市值 1170 万元，23 年年化回报 19.35%——1170 万，已经包含了全部分红在内，其中最近的 2016 年税后分红是 17.7 万元。

如果我们将回报分解，会发现 19.35%的复合增长中，企业净利润增长贡献了至少 17.31%，剩余约 2%为市盈率提升贡献。这个 17.31%是这样计算的，假设 2017 年净利润为 22.83 亿，即今年上半年净利润 14.67 亿+去年下半年净利润 8.15 亿（实际今年下半年净利润基本确定会高于去年同期），相比较 1994 年的 0.58 亿，年化增长率 17.31%。

买买买，买了以后股价要是一直跌怎么办？现在，让我们模拟一场头脑风暴：假设你买入后就遇到一个长达 23 年的超级大熊市，泸州老窖今天的股价不是 56.1 元，而是 1 元多。为方便计算，老唐直接假设老窖股价每半年匀速下跌 5%，现在的收盘价 1.12 元，其他条件不变。

经历一个持续 23 年的超级恐怖大熊市，你的 20 万，究竟会有多糟糕呢？请继续阅读更重要的续篇：今日第二条《散打投资 14：熊市的变态级回报》，文章将用数据证明两个“骇人听闻”的观点：

①如果有幸赶上超级大熊市，你的投资回报率将高到难以想象；

②其他投资手段，甚至包括上杠杆按揭北京房产，23 年的回报率也低于傻傻持有老窖股权。

蔡嘉宏　回溯历史，总是感慨原来这就能赚到大钱了。可是展望未来，估计连老唐也很难判断，现在哪些企业在 20 年后会像过去 20 年的泸州老窖一样。

作者回复

你觉着你随口一问，我就会告诉你这价值亿万的秘密？怎么滴也要付费 999999999999 才行吧😎

4 天前

无限风光在险峰　拿股市收益和楼市比较是挺有趣的：一方面，股指里的绝大多数企业在不到五十年里都消失了，大家却还拿着股市说话。另一方面，高收益的股市屈指可数，美国股市几乎是唯一的一个证明例子。大家可以想想如果你投资百年前大清的股市啥结果。另外，楼市收益过去 20 年远远跑赢股市其实也说明不了什么，考虑绝大多数人就是送手续费和当韭菜去的，股市哪怕收益再高一倍，大家收益都不会跑赢活期。楼市胜之不武之余，大家也会陷入另一个误区，即以为楼市永远涨。事实上，能最为投资品的住房永远是少数。望周知。

作者回复

这段看上去非常高大上的文字，要表达的观点是什么？抱歉，老唐阅读能力偏低，真心没看懂这段话说的什么：是比较木有意义，是股市不靠谱，是不该做投资，还是房市要跌，还是别的啥？周知，周知什么呢？

志康　唐总，假期最后一天看到了你的文章，感觉前面七天算白过了。有一个疑问，未来 20 年，泸州老窖还能继续保持 19%的年华利润增长吗？2017 能当作 1994 穿越了吗？

作者回复

这个疑问，别人怎么回答你呢？有答案也不能免费告诉你，免费告诉你了，你也不会全信，对不？

唐　唐兄，我还没看下篇，大概能猜到你的意思，股价一直下跌，那么就一直有机会用分红去持续买入更多便宜的股份，最后的分红之多将变成惊人的数字，然盈利却一直增长，那么股票的价格将便宜得令人无法想象，然还一直有机会去买入，那么神奇的事情就这样发生了，我猜得对吗？

作者回复

对，只纠正一句描述，我要说的是，神奇的事情不可能这样发生☺

施亮　泸州老窖还是不错的标的，上市以来没什么再融资，A 股市场很多公司的成长是靠分红少，再融资多，吸血式成长的，希望老唐谈谈你的看法！

作者回复

我同意你的看法

荒漠·断剑　新韭菜感觉老唐这里有个不妥，泸州老窖不是熊股，而是绝对牛股，大量分红后依旧可以正常经营、送股后依旧保持市盈率，个人感觉泸州老窖算是和 GDP 一起增长的好企业，反观后宫 3000 嫔妃，能做到如此的不多，个人感觉和白酒行业的高毛利率及整个行业的护城河有关，另，如果按历史泸

州老窖计算，算至 2014 年，收益会缩水 3/4，所以择时卖出是需要的，起码不可以别人恐慌的时候，自己也恐慌，而要做到这一点的，不是傻子，就是人精，所以我感觉，价值投资之难，难于看 K 线图太多。

作者回复

请看下篇，将其变成超级无敌大熊股后的结果，专门治你的疑问

荒漠•断剑　我需要申辩一下我的本意，我所说的超级牛股，是指泸州老窖高分红，经营却越来越好，送股，却市盈率不减，和股价无关，可能放眼 A 股，没有这种牛股会一熊二十年，因为没有人会放着下金蛋的母鸡不抓，所以我就把留言留在 13 下面，14 我也看了，但是那是绝对不可能出现的事情(国投是不是就把这种不可能变成可能了抄作业抄的国投，但是对于小国子的下跌一点也没恐慌)。而入某视般熊股，高分红，公司没法经营，送转后市盈率上天，So，我的核心意思是泸州老窖是可以滚雪球的牛股，而绝非一般的股票。

作者回复

一家中等偏上的企业

太阳雨　当真正理解投资之后，就知道在剩余的生命中务必坚持知行合一，然后静待预期中的结果自然到来，剩余的时间去做其他有意义的事情。

其实夹头挺无聊的，长期践行、一以贯之，结果必然是连自己都会被吓到的。

阿彪　老唐，泸州老窖 2000 年及之前的分红，转送股数据在哪里能查询到，交易所与巨潮都查不到

作者回复

通达信的 F10 里就有。

希　把老唐的这两篇重磅文章反复看了思考的几遍，得出这样的结论：这种长线盈利是建立在三个假设的基础上：1.能找到（分辨）并重仓业绩不低于了泸州老窖的股票。2.这样的企业也如泸州老窖一样，愿意长期与股东分享利润。3.持有者有足够的耐心、信心相信自己的判断，能长期持有并且要活的足够长。

任何一个假设不成立，后果都是不敢想象的。

作者回复

第一个是本文要说的核心要点。第二个其实不重要。第三点，当你真正明白了前面两点，并接受自己不可能具备择时能力，它就是水到渠成的了。当然，活的长不长，不归自己管，但战略肯定要按照活得长去做

阿杰　拿住老窖 20 年不卖是不可能的，理由是既要做聪明人又要做傻瓜。

第一，虽然老窖 20 年股价表现一般，但 1 生要在经济飞速发展的中国，2 要投资者找到持续增长的行业 3 要没买遭遇意外嗝屁的公司，既看智商也看运气。

第二，拿住老窖不管涨跌，一分红就补，这得多傻啊，能有去股市开户的智商都不会这么干。20 年啊，谁敢赌。笑都被笑死了。

老唐也不会这么干！

老唐虽有能力选出 10-20 年的好企业，为防止意外也要经常关注企业，也要低买高卖。

结合老唐 9 月 23 日的文章，老唐在 3.5 个层次。即发现低估好企业，进入埋伏，等待回归高估然后退出。

结论：老唐买啥我第一时间抄。

Rush　老唐，是不是可以这么理解，首先要长久的存在，其次要持续的盈利。。而这两点才是最关键的。。

作者回复

/称赞

第316篇.　　2017.10.8-散打投资14：熊市的变态级回报

原创　2017-10-08　唐朝　唐书房

本篇是《散打投资 13》续篇，

请先读《散打投资 13》后，再读本文。

现在，假设你在 1994 年 9 月以 20 元/股的天价买入 1 万股泸州老窖，接着就遇到一个长达 23 年的超级大熊市。泸州老窖一直跌一直跌，今天的股价不是 56.1 元，而是 1 元多。

为方便计算，老唐简单假设老窖股价每半年下跌 5%，当前收盘价 1.12 元，其他条件不变。**经历这样一个持续 23 年的超级恐怖大熊市，你的 20 万，会有多糟糕呢？（可以跳过图表，直接看结论）**

泸州老窖	送股	分红	转增	每半年跌5%	红利	分红再买入	持股
1994	3	8.5	0	11.90			10000
1995H	5	0	0	11.31	7650	673	13673
1995	0	6	0	10.74	0	0	20510
1996H	0	0	6	10.20	11075	1080	21590
1996	2	5	0	9.69	0	0	34544
1997H	0	0	0	9.21	17272	1866	43319
1997	3	3	0	8.75	0	0	43319
1998H	0	0	0	8.31	12996	1556	57871
1998	0	0	0	7.89	0	0	57871
1999H	0	0	0	7.50	0	0	57871
1999	0	4.6	0	7.12	0	0	57871
2000H	0	0	0	6.77	26621	3913	61784
2000	0	0	0	6.43	0	0	61784
2001H	0	2.5	0	6.11	0	0	61784
2001	0	0	0	5.80	15446	2648	64433
2002H	0	1.5	0	5.51	0	0	64433
2002	0	0	6	5.24	9665	1836	66269
2003H	0	0.6	0	4.98	0	0	106030
2003	0	0	0	4.73	6362	1339	107369
2004H	0	0	0	4.49	0	0	107369
2004	0	0.4	0	4.27	0	0	107369
2005H	0	0	0	4.05	4295	1054	108424
2005	0	0.4	0	3.85	0	0	108424

2006H	0	0	0	3.66	4337	1180	109603
2006	0	3.5	0	3.47	0	0	109603
2007H	0	0	0	3.30	38361	11563	121167
2007	2	5.6	4	3.14	0	0	121167
2008H	0	0	0	2.98	67853	22663	216529
2008	0	6.5	0	2.83	0	0	216529
2009H	0	0	0	2.69	140744	52086	268615
2009	0	7.5	0	2.55	0	0	268615
2010H	0	0	0	2.43	201461	82611	351226
2010	0	10	0	2.31	0	0	351226
2011H	0	0	0	2.19	351226	159582	510808
2011	0	14	0	2.08	0	0	510808
2012H	0	0	0	1.98	715131	360027	870835
2012	0	18	0	1.88	0	0	870835
2013H	0	0	0	1.78	1567503	874402	1745237
2013	0	12.5	0	1.69	0	0	1745237
2014H	0	0	0	1.61	2181546	1348404	3093640
2014	0	8	0	1.53	0	0	3093640
2015H	0	0	0	1.45	2474912	1694994	4788634
2015	0	8	0	1.38	0	0	4788634
2016H	0	0	0	1.31	3830907	2907119	7695753
2016	0	9.6	0	1.25	0	0	7695753
2017H	0	0	0	1.18	7387923	6212068	13907821
2017Q3	0	0	0	1.12	0	0	13907821

结论：

截止今天，你持有泸州老窖 1390 万股，当前股价 1.12 元，对应市值 1556 万元，年化回报 20.84%。比实际股价为 56.1 元的今天，市值多 386 万，年化回报高 1.49%。

这不是核心。核心是 2016 年你收到税后红利 738.79 万元（若考虑实际税率为 0，红利超过 800 万）。23 年前投入 20 万，现在年收现金红利超过 800 万。此时，若有人出价 1556 万元，你会将你的 1390 万股泸州老窖卖给他吗？老唐打保票，只要你精神正常，铁定会让他看口型：g-u-n 滚，三声滚……

更可怕的是，若是股价继续每半年下跌 5%，预计不久的将来，你会买光泸州老窖全部股份，将其私有化退市，从而将每年数十亿的净利润装入自己的腰包。

实际上，老唐还真模拟过另一个计算，若是每半年股价下跌幅度是 10%，其他条件不变，你会在 2009 年上半年拥有超过 10 亿股，成为泸州老窖控股股东。并在 2014 年上半年，买光了泸州老窖所有股份，手头还剩余 4 亿多分红款没地方花。

从此,泸州老窖成为你 100%持股的全资子公司，每年数十亿净利润全是你的，不存在所谓分红多少的问题。至于市值，只能等每年的福布斯排行榜发布时，留给他们去估算了。

上面这假设实在美好的不像真的，事实上，它**确实不是真的**。这种企业真实盈利增长，而股价一直下跌的情况，不可能在现实中发生。这种变态级的高回报，你永远不要妄想。为什么呢？

因为资本是逐利的，除你之外的资本**一定一定一定一定一定一定一定一定一定**会参与抢购，从而抬高

股价，降低你的回报。这是不以人的意志为转移的经济规律——注意，是抬高股价，降低了你的回报。

这就是老唐想说的：投资者真正要关注的，是企业真实盈利的增长，只要它是增长的，股价的波动，只是给你送钱多少的区别。股价上涨导致你的短期回报上升，长期回报下降；股价下跌导致你的短期回报下降，长期回报上升——股价只是一个可有可无的影子，偶然也客串一下送财童子。如果你爱的只是这虚幻的影子，眼泪，将成为你唯一的奢侈，预备唱……！

作为优质企业的股权持有者，毫不矫情地说，内心真的是不欢迎接盘侠到来。然而，无论你怎么不欢迎，**他们却一定会来抬高股价，“逼迫你”收下股价上涨的钱。**

投资真正重要的，是寻找未来长期利润增长近似于乃至优于泸州老窖的企业，一个两个三四个，五个六个七八个……

时间是我们最好的朋友，伴随年龄的增长，伴随我们的学习、研究和跟踪，能理解的企业越来越多，所承受的行业性风险越来越小，面临局部过分高估或某些基本面变化时，可腾挪和接力的机会也越来越多。其他的，真心不重要。

但是，必须泼盆冷水：不要小看了“**寻找未来长期利润增长近似于乃至优于泸州老窖的企业**”的难度。理解一家企业的商业模式和竞争力所在，并确认其未来利润确定会增长，并不简单。它不是点点鼠标，看几个指标就可以搞定的。它是投资者需要一辈子深入学习的东西，是投资当中最有趣味的部分，也是唐书房日拱一卒的方向。

-----插条分割线，休息一下被震撼的大脑-----

接着前面说。

前面谈到了，23 年前投入 20 万买入一家中等偏上资质的企业股权，完全忽略股价波动，通过分红再投入，当前市值为 1170 万元，23 年年化回报为 19.35%。若是运气好，股价不断下跌的话，回报率会高到令人瞠目结舌。

这样的计算，必然会有朋友说，1994 年的 20 万，是一笔巨款，如果投资别的，说不定回报更高！事实真的是这样吗？我们继续看数据。

在宁静兄的原文里，对比了存款、买黄金和买二三线房产三种情况。这里删掉存款方式——存款实在算不上投资，最近有条“厦门陈女士的 1200 元，存于 1973 年，44 年过去，本息合计金额 2684.04 元”新闻，就是存款吞噬财富的优秀案例。这部分直接跳过。

老唐增加了全款购买北京房产和按揭购买北京房产两种情况，用傻持泸州老窖的回报，分别与购买黄金，购买二三线房产，全款购买北京房产，按揭购买北京房产四种情况做对比。

黄金和二三线城市情况，直接拷贝宁静兄的原文（备注，宁静兄原文用的是 21.2 元最高点买入，即本金是 21.2 万元，所以数据会和老唐的 20 万元本金假设有细微差异）：

1.购买黄金：按照当时约 112 元一克的金价，（21.2 万）可以换 1.89 公斤那么巨大一块。现在金价约 248 一克，如果把那一大块 1.89 公斤的黄金卖掉能换回 46.87 万；

2.购买二三线房产。在很多二线城市，这笔钱（21.2 万）可以买两套 100 平米的住房（按 800 元一平米算，每套再加 2 万多元的简装修费）。当年月租约 400 元，2001 年以后有比较明显的增长。现在属于老旧房，月租 1200 吧，两套房二十年算下来租金总体 38.4 万左右。

房价嘛，最高时可能也到过七八千一平米吧，现在作为老旧房假如要卖可能 5000 左右。如果卖得出去的话，也就是两套房市值 100 万，不卖的话，每年可收租金 2.4 万，相对于黄金或存款，买房还是划算

多了。3.如果运气超级好，你把房子买在北京。根据网络资料，1994 年北京市刚修好三环，当时房价约 4000 元/㎡。全款的话，20 万大约可以购买并简单装修一个 45 ㎡的三环小套一用于出租。租金数据不详，就按照 23 年间累计收到的房租及其再投资回报，抵扣期间维修及三到四次简单装修支出后，净剩余 100 万估算吧。

日期	北京房价	北京人均实际年收入
1992		4762
1993	3000	6332
1994	4000	9156
1995	4500	11402
1996	4600	13411
1997	4600	15427
1998	4600	17199
1999	4600	19289
2000	4600	22016
2001	4600	25328
2002	5000	29019
2003	5500	33663
2004	6500	39687
2005	7500	45993
2006	8500	51722
2007	9800	60096
2008	9800	64491
2009	16000	66940
2010	24000	73856

根据网络数据，现在北京三环二手房房价大致是，北三环最贵，6 万左右，南三环最便宜，4 万出头。我们假设这套 23 年的老破小，今日可以按照 5 万/㎡出手，总价 225 万。加上租金再投资收益 100 万，合计回报 325 万，年化收益率 12.89%。

4.如果当时更聪明，不仅买的是帝都的房子，而且还是按揭买的，可购买约三倍面积。加上房租，考虑买卖相关税费，期间的还贷，各项装修维护费用，应该可以变成 1000 万左右吧！23 年 50 倍，年化回报 18.54%。

傻傻持有一家仅能称得上中等偏上企业的股权，实际年化回报 19.35%，终值 1170 万。如果期间股价下跌，回报率会更高；与此相比，即便是搭上了传奇的帝都房产牛市，如果不使用杠杆，回报不足 13%，终值 325 万；哪怕承担更大风险，使用三倍杠杆，获得终值 1000 万，回报率也低于不加杠杆的傻持。

数字告诉我们的：优秀股权的投资回报是最高的，远高于其他投资手段，甚至超过了帝都那传奇的房价涨幅。事实上，上市超过 20 年的企业中，盈利增长水平达到或超越泸州老窖的并不罕见，感兴趣的朋

友可以自行统计计算。同样，今天的A股里，未来盈利增长水平，可能超过泸州老窖的也不会少。挖掘和研究这些企业，就是帮助投资者长期盈利的“正事儿”。

不知道这么聊，各位朋友能否彻底理解巴神的「不介意买入股票后股市关闭」的说法？能否打掉部分朋友心中对股价的患得患失心态，真正建立「股票代表企业的一部分」的投资体系基石？

PS:文末附加一个相关问题。本文谈的是企业盈利增长，且分红再投入情况下的回报，可能会有人继续问：如果企业盈利很多，但一毛不拔拒不分红呢，还会有这样的高回报吗？

这个问题在理论上说，只要企业留存资金的回报率比你本人使用资金的回报率高，不分红将使你的回报更高。因为企业留存净利润及其产生的复利，依然会通过股价体现出来。但要简单明了的厘清这个道理，还是挺不容易的，限于篇幅，以后有合适的机会再说吧！

但幸运的是，这个复杂问题，恰恰好我们有条件忽略它，因为天朝证监会对上市公司分红，尤其是现金分红，有一些规则上的强制要求。我们看到，绝大部分优秀企业，都有股东回报规划，有按年现金分红的计划和历史。我们也可以在选择企业时，有意识地给分红率更多的考虑权重，从而获取分红再投入的回报。

loli　虽然尚在夹头门的殿堂外窥探，虽然刚关注唐书房，但已然被老唐的人格魅力所折服。在股市中能掌握夹头的真谛并能长期稳定盈利的人本来就寥若晨星，像老唐这样手把手教你操刀宰牛的更是凤毛麟角，实乃夹头们的福音。我对你的景仰,犹如长江之水滔滔不绝,又如黄河泛滥一发不可收拾。小小打赏外加嘴炮一道:上联:传道授业解惑子非吾师胜名师，下联:风趣睿智通达卿非吾友赛良友，横批:前无古人后无来者。

作者回复

好联收下了，但担不起横批啊

陈振杰　房子是怎么买都对，但股票不一样，万一买了像乐视那样的，就惨了

作者回复

第一，回报差就是你的学习和研究价值，你不愿意付出，只要乐于接受更低回报也挺好；第二，“房子是怎么买都对”这句话，是被近几年训练出来的巴普洛夫条件反射，如果不质疑不思考这个结论，会吃大亏的；第三，没有第三了

马丽捷　老巴说，其他搞运输的人都以为地球是平的，而你知道地球是圆的，生意做的肯定比他们好。要是大家都发现地球是圆的，生意会不会就没以前那么好做啦，老唐？

作者回复

没觉着。巴神宣扬了几十年，而且用数千亿美金背书，我看模仿的人也有限。老唐的影响力，就更小了，真要能影响那么有限的几个，抢的生意份额可以忽略，也算书房相识一场的彼此缘分吧

Follow my heart　请教唐长老，如果我有十万元，可能我预期的年化收益要百分之五十，如果我有五十万，可能我预期的年华收益百分之十就满足，同样是挣五万元，能否在小资金的时候博取高收益？

或者说，年轻人还完房贷月光族的情况下，如何在股市赚钱，或者说，年轻人想在股市里赚首付钱，如果做？　　我猜测这就是为什么那么多人想博取高收益的现实

作者回复

还完房贷月光的情况下，应该坚决离开股市，将精力放在提升自己的工作能力上。所谓小资金搏高收益，只是承受高失败率的另一个表述法，最合理的做法是每周花 2 元买一张彩票。

一介武夫　94 年的 20 万相当于今天的 2000 万了吧！再加上投资者坚定的信心，无论任何情况都持股不动的超前意识，几乎可以说是万里挑一的牛人了！用现在看过去简直是开了上帝视角。不知道老唐敢不敢对投资者说，坚定持有 xxxx20 年，必定获得 10-100 倍回报！

作者回复

我凭啥要跟你说这话呢？

迎　所以很想老唐指点一下方向。或者说老唐你是从哪些方面去判断企业的未来增长？

作者回复

看“财报印象”系列和“浅印象集”系列。那不是指点一下，应该已经算老唐这点儿可怜的家底倾囊相授了吧

Chu　Bin　北三环应该至少八万了吧

作者回复

网上搜来的数据，准确数据我也没有。但即便真如您所说，现在已经是 8 万/㎡，也就是三倍杠杆下，买中帝都房产的回报率会高过傻持，我觉着也不改变本文结论。毕竟这也是无杠杆+中等偏上股权，和三倍杠杆+全国房价涨幅最高区域的房产投资，之间做的不公平对比了。您说呢？

刘浩杰　就是有点疑问，如果我们不在意股价，为什么还要对企业估值，并且低于内在价值购买

作者回复

为了占便宜啊，大家都不嫌钱赚太多的

火的战车　李一峰　两个必须的前提：1.好的企业(估值在此发生作用)2.下跌时用分红不断购入

作者回复

两个前提汇总成老唐反复唠叨的同一句话：持有高盈利能力的资产。（分红再投入实际就是在持有包输的现金和持有盈利能力资产之间的选择）

Neilyo　大部分炒家不会同意老唐的说法，因为第一他们不会傻拿那么多年，“资金利用率”太低；第二他们会用“XX 分析法”吃到全部或者大部分“波段”，从而超越夹头的傻拿法

作者回复

是的，所以股市里大部分都是失败者

Fuwaer　老唐的算法还是有点理想化了，因为实际上股价并非一直不变或一路走低以便你分红再投资可以越买越多，如果每次分红时股价都在相对高点那么算总的收益会少很多吧？老唐国投今年的分红好像就跳槽了吧？

作者回复

你说的不就是老唐表述的“股价上涨降低长期回报”吗？

在路上　还是想知道如果研究企业的未来增长？从那些方面来寻找像泸州窖酒这样的优质企业？？

作者回复

从读财报开始，从阅读财报印象和浅印象集开始

马里亚纳　老唐，你表里的分红是泸州老窖上市以来实际的分红吗？还是你的假设？

作者回复

实际数据。

迎　老唐，我很认同你说的价投。但能坚持价投必须有个坚持的理由，那么问题来了，从哪些方面去判断企业的未来增长？对于一个初生牛犊又该从哪方面入手成长起来？有一句话说，方向不对，再努力也是瞎搞！

作者回复

完全正确。唐书房一年多写了两百多篇文章，至少有一半是谈你说的「从哪些方面去判断企业的未来增长？」，这可不是一个问答就能解决的

袁宇怀　金钱永不眠，但关键需要在正确的船上（企业）。

shanks　股价的计算有问题吧，分红送股不除权吗？

作者回复

13 中已经是除权后的价格。14 中还怎么除呢？除成 0.112 元？那只会使回报更高，使你更早成为福布斯排行榜成员……

糖糖　如果不想投入太多时间研究股票看报表，是不是可以偷懒直接买入，上证红利　中证红利　红利基金等指数基基金呢？然后把分红模式改为红利再投资。

作者回复

请阅读《先赢，而后求大赢》

WE　下午回复了个收益率高得多，现在解释下：收益率其实高不了多少，但是识别房子和识别优秀的股权，难度是房子远远抵得多，按揭贷款在一线买房，90%的人都能复制同样操作，反而识别优秀的股权，

估计连 10%的人都做不到，个人的一点想法。

作者回复

如果确定未来一线房产会涨，那当然 90%，甚至 100%的人都能做到，因为那只是个流程而已。但确定会涨吗？我觉着这个判断可比判断茅台老窖甚至腾讯阿里未来业绩会涨，难度高出几十倍去。如果依据只是过去一直涨，所以未来一直涨，那这样的“优秀”股权，99%的参与者都有这能耐可以“选”出来☺

吴名波　老唐，你为何那么早就卖出茅台啊？

作者回复

挣钱体现能力，花钱实现价值要用钱，卖一点，情有可原吧

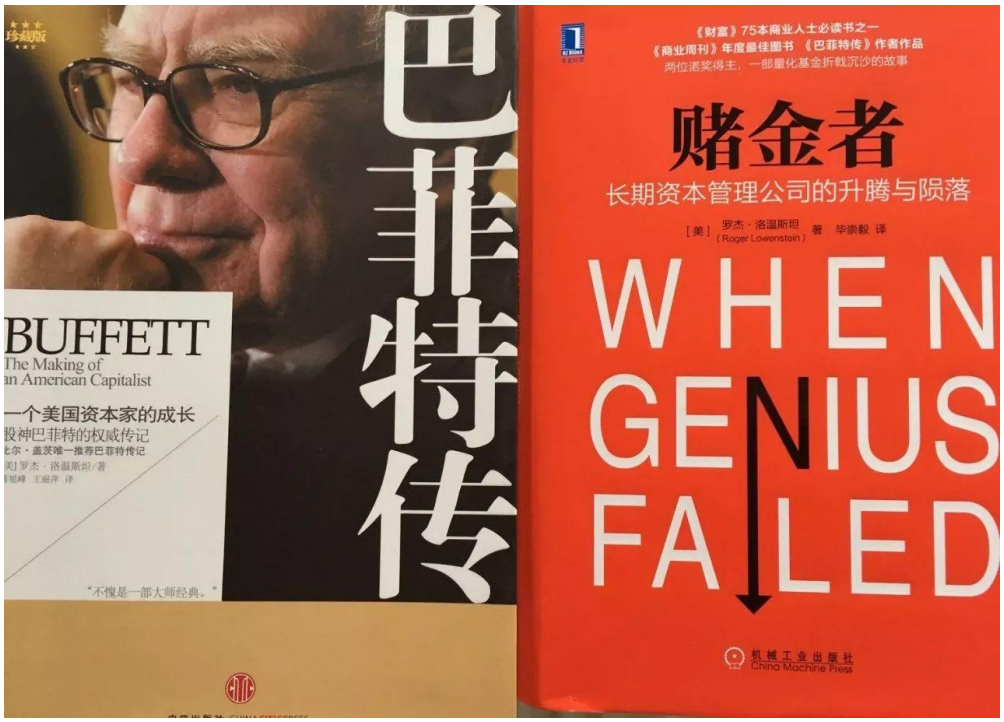
心所欲不逾矩　段永平：老巴在回答什么时候卖出伟大公司的时候说“never”！这个 never 不容易懂，老巴自己花了几十年才大致明白了。

之前我没有看懂这段话，但是看了唐兄此文，觉得是对这个 never 最好的诠释了。

第317篇.　　2017.10.14-惊心动魄赌金者01

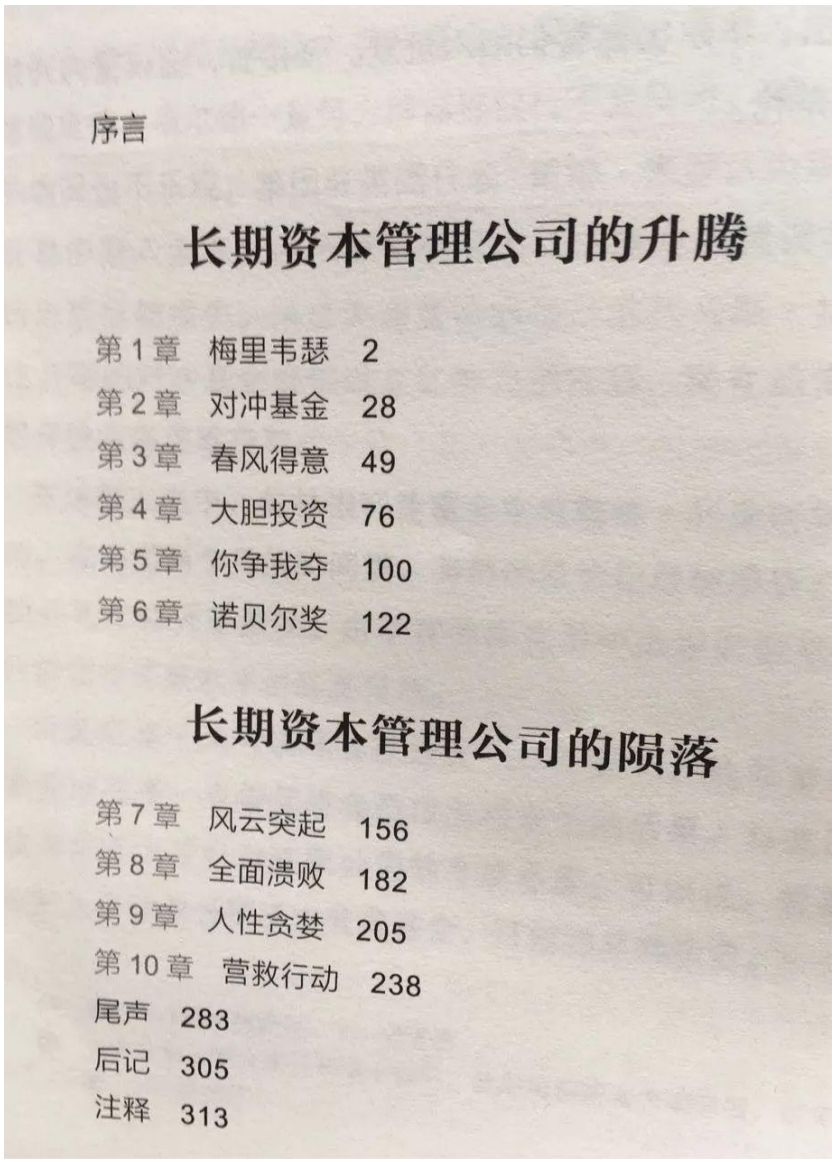
原创　2017-10-14　唐朝　唐书房

推荐好书：《赌金者：长期资本管理公司的升腾与陨落》，毕崇毅译本，2017 年 1 月出版。该书的作者罗杰·洛温斯坦写过一本很棒的传记：《巴菲特传》。把两本书放一起拍个照。



此书英文原名叫《When　genius　failed》，似乎直译成《天才的陨落》就挺好，已经很贴合内容了，不知为啥用了《赌金者》这么个不明含义的书名儿。2006 年的译本就叫《赌金者》，记忆里好像我没看过，不做评价。

全书分为十章两大部分，前六章为第一部分，讲长期资本管理公司的升腾，后四章为第二部分，讲长期资本管理公司的陨落。



序言

长期资本管理公司的升腾

第1章 梅里韦瑟 2
第2章 对冲基金 28
第3章 春风得意 49
第4章 大胆投资 76
第5章 你争我夺 100
第6章 诺贝尔奖 122

长期资本管理公司的陨落

第7章 风云突起 156
第8章 全面溃败 182
第9章 人性贪婪 205
第10章 营救行动 238
尾声 283
后记 305
注释 313

凭借创始人和合伙人梦幻般的履历、历史回报和学术声誉，即便在2%管理费+25%业绩提成的苛刻条件下，这群天才也募集到了截止当时基金史上最大规模的启动资金：12.5亿美元。资金来自世界上赫赫有名的银行、政府基金、大学基金、华尔街巨头、好莱坞名流、保险公司、养老基金等等。

真实的市场搏杀，比最具有想象力的小说更精彩。前后部配合着看，和长期资本基金的业绩一样刺激。长期资本管理基金从94年2月底开始运作，当年回报率28%；1995年59%；1996年57%；1997年25%。4年4倍，年化41.4%。

对于规模如此巨大的“债券套利型”基金，用传奇已经不足以形容了。这和股市里押中几只牛股持有数年，是不能放在一起比较收益的。长期资本管理基金是天天都要在同一套模型下，在全球多个市场里进行无数不同资产类别的套利交易，而且，这些交易是每天收盘清算的。

更让人惊掉大牙的是，在基金运作前三年里，只有1个月产生过超过1%的亏损；而前四年，更准确的说，一直持续到1998年4月底为止，基金最大月度亏损仅为2.9%。在这样逆天的业绩面前，基金净资产膨胀到最高约74亿美元。

这些钱，除了这帮天才从市场赚来的以外，还有十几亿是新加入的资金。但这不是基金去募集来的，而是被迫接受的资金。要么是资金来头太大，无法拒绝，要么是基金在某方面有求于人被迫让步，否则根

本不接。

这时候，认购长期资本的基金份额，对于所有的合伙人和公司员工而言，都已经是需要争抢的奖励，是一种荣耀了，更别说外部投资人了。几乎所有的合伙人及绝大部分员工，都把全部身家投进了自己的基金，合计高达 19 亿美金——包括前四年分得的管理费和业绩提成（后来全没了，一毛都没了，犹如春梦一场）。

正因为这长达近 50 个月的业绩摆在这儿，1997 年底，基金强行退回了前期部分投资者的本金及盈利合计 27 亿美元（留下约 47 亿，其中约 19 亿美元是属于合伙人的），因为资本实在太多，合伙人和员工也不想将如此丰厚的利润轻易分给外部投资者。

此举当时引发众多投资者的愤怒，强烈要求留下来，但都被无情拒绝。和当时哭爹喊娘的要求留下来对比，几个月过后，这帮被清退的投资者简直乐的要烧高香敬祖宗了。

故事的开头很精彩吧？精彩的故事是天才群体创造。天才群里的核心人物，是长期资本管理基金公司创始人约翰·梅里韦瑟，他曾在 80 年代一手创造和推动了所罗门兄弟的债券套利部门，打造出华尔街传奇一般的赚钱机器。

可能很多朋友知道，巴菲特曾经担任过一段时间所罗门兄弟的董事会主席。原因就是这位梅利韦瑟手下有位交易员，为了规避美国财政部对单家投行买入国债的规模限制，违规利用客户账号参与竞标。这个事件导致所罗门兄弟公司董事会主席古特弗罗因德辞职，梅利韦瑟被解职，巴菲特入场救火担任董事会主席（参看梅利韦瑟的同事迈克.刘易斯写的《说谎者的扑克牌》一书）。据说巴菲特到任后的第一件事就是询问各位高管：“我们有没有办法保住梅利韦瑟？”梅利韦瑟是所罗门的摇钱树啊！

闲话不表，说回梅利韦瑟。出于舆论压力，梅利韦瑟被解职。而所罗门兄弟债券套利部门核心交易员，几乎全部是梅利韦瑟慧眼识英才，从各大学院里挖掘出来的。这些人都是专家学者型人才，梅利韦瑟一直是他们可以依靠的大树，是他们的保护伞，是他们的慈父，呵护和照顾着他们。所以，当梅利韦瑟回归所罗门无望，决定自己创办长期资本的时候，这些核心人员二话不说，脱离所罗门，跟随了梅利韦瑟。

这还不算。梅利韦瑟还邀请到了现代金融学开创者之一，哈佛大学教授罗伯特.C.默顿加盟。默顿于 1970 年提出了著名的默顿模型，并因此和提出布莱克-斯科尔斯模型（B-S 模型）的迈伦.斯科尔斯分享了 1997 年诺贝尔经济学奖（费希尔.布莱克于 1995 年去世，诺贝尔奖只授给活着的人）。

默顿是美国首位诺贝尔经济学奖得主保罗·萨谬尔森的学生。默顿的大量研究，为现代金融理论作出了开创性的贡献，指明了金融学术界的研究方向，是国际金融界的泰斗级人物。他认为加入长期资本，将能够在真实环境下检验他所提出的金融理论。

不仅默顿，连迈伦.斯科尔斯也加入了长期资本。这两位未来的诺奖得主，简直就是长期资本最好的推销员。金融市场里叱咤风云的人物，要么是他们的学生，要么是他们学生的学生，要么就是读着他们写的教科书开始金融学习的。因为默顿模型和 B-S 模型，华尔街才诞生了期权交易，默顿和斯科尔斯算是对华尔街影响最为深远的学者了。这样的背书是不是足够给力了？

还不算。梅利韦瑟还邀请到另一位重磅人物加盟：美国财政部在任副部长兼美联储副主席戴维.马林斯。此人在美联储的声望仅次于当时的联储主席艾伦.格林斯潘，被普遍认为是格林斯潘的继任者。这是所有基金当中，唯一一家能够请到在任美国央行副行长的，这不仅给长期资本创造了广泛接触国际银行的机会，也使得各国准政府投资机构趋之若鹜。更重要的是，马林斯是负责所罗门兄弟公司丑闻的直接负责

人，他的加盟相当于给梅利韦瑟做了人品背书。

这样一支“每平方英寸智商密度高于地球上其他任何地方”的梦之队，在成立之初就毫不费力地说服80名创始投资者合计投入了12.5亿美元。其中包括美林银行、科威特国家养老基金、意大利央行外汇管理局、日本住友银行、德国德累斯顿银行、列支敦士登全球信托银行、中国香港土地开发署　、新加坡政府投资局　、台湾银行　、曼谷银行　、圣约翰大学、叶史瓦大学、匹兹堡大学、瑞士宝盛银行、纽约共和银行、巴西最大的投行加兰蒂亚银行、美国最大的航空发动机公司普惠公司、百得公司养老金　、纽约大陆保险公司以及总统寿险公司等等，社会名流方面，有好莱坞经纪人迈克尔.奥威茨　、鞋业巨头耐克公司CEO菲尔.奈特　、麦肯锡咨询公司合伙人及纽约石油公司执行官罗伯特.贝尔佛　、贝尔斯登银行首席执行官詹姆斯.凯恩、普惠公司董事会主席唐纳德.马龙……

然而，在天才们精密计算的模型里，可能性只有10的24次方分之一（这个数字实在太大，不知道怎么表述，老唐数了数，10的12次方是一万亿）的意外悄然来临。理论上，把宇宙诞生到今天的时间，重复走N遍，也不会遇上的情况，就这么来了！

1998年1到4月，平平稳稳，回报约3%；1998年5月，“灾月”来临，当月亏损6.7%，这时各位合伙人心中甚至舒了一口气：永远盈利自己也觉得不太正常。1998年6月亏损10%，7月持平。截至此刻，可以想象，各位合伙人和投资者也没太当回事儿，就是模型里的市场异常而已，理论上很快会回归常态，重新回到日夜印钞的光辉大道上。

然而，1998年8月，基金巨亏44%，几乎在全球所有的套利行为上都出现亏损。模型设计的多元化对冲、全面分散风险的资产组合失灵了，所有的资产同时出现亏损，一切都不对劲了。9月1日到9月23日，基金又亏损25%。

1998年9月23日，星期三，这一天基金还剩5.55亿净资产。各方求助无果（甚至还被巴菲特涮了一把），最终，不得不由美联储出面召集14家大银行组成的银团凑出近40亿美元对其实施紧急救助，以避免长期资本持有的约1400亿美元资产以及可能过万亿的衍生品交易，引发整个金融系统的坍塌。就在各家分秒必争谈判救援条件的三天里，长期资本基金继续亏损28%，仅剩余约4亿净资产。9月28日，银团接管长期资本，基金合伙人不仅丧失了全部投资，还要承诺在监督下，继续给长期资本打三年工。

很有趣的是，后来梅利韦瑟及其天才合伙人们汲取长期资本失败的经验和教训，对模型进行了更深入的细化和完善，东山再起又创立了另一只基金。2008年，这个名叫JWM基金又踩中10的N次方之一，被迫清盘了。

那么：

①这样一家由天才组成的传奇基金，究竟在交易什么？

②他们是如何大额盈利的同时，保持三年里居然只有1个月亏损超1%的？

③1998年夏天他们遇到了什么导致整个基金资产雪崩？

④从他们的传奇经历里，我们可以总结出一些什么有用的经验和教训？

⑤巴神在整个事件里，是如何思考的，他扮演着什么角色？

⑥读过此书后，当你再看到大V传奇般的投资回报时，你的想法会有改变吗，为什么？

老唐强烈建议各位带着这六个问题，读一遍这本书。老唐下周也会尽可能抽时间，就这几个问题写出自己的看法发上来，一起沟通。我相信通过本书的阅读，能够使我们对投资的感悟更深入一层，绝对超值。

反正我自己是买了一本纸质书，读完后发现勾画的笔记太多，整理的话，需要识别或者输入的内容太多，索性又买了电子书。等于是细读一遍+速读一遍。

另外，译者毕崇毅老师是明显的内行，翻译非常严谨，译文质量在阅读过的翻译书籍中属于顶级水平。这种专业和认真的精神，可以通过很多小细节看出来。比如，书中有好几处注脚，介绍原文里同一个单词，在不同位置使用了不同译名的原因；再比如，书中谈到一些复杂的金融业务时，毕老师会在括号或者注脚里进行简单明了的小科普，三两句话就把复杂的金融衍生品说的清清楚楚，颇见功力，甚至可以充当金融衍生品的科普读物了。

强烈推荐！已放入老唐荐书，向书房发送关键字“书”就可提取。

---

ps：不过呢，老唐这双业余校对工的眼睛，还是瞅出 10 处（在出版书籍中算少的）别字、漏字和可能有翻译错误的地方（因为没读过原版，只敢说根据上下文判断，可能有错），如果有华章经管或者机工出版社的人在书房，请联络老唐，免费索取勘误。

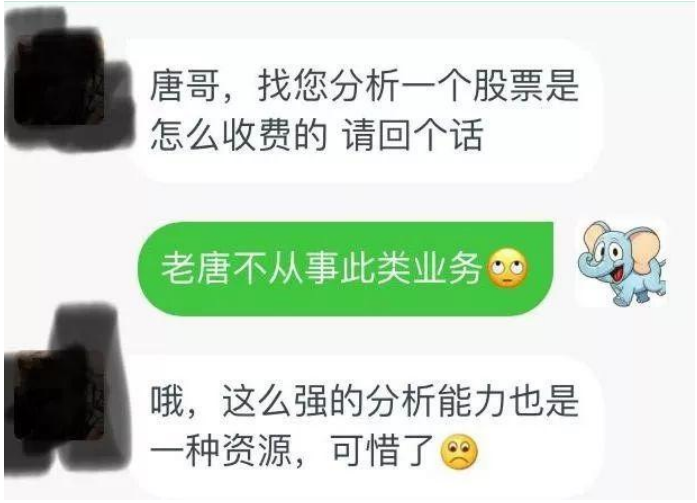
第318篇.　　2017.10.21-岭上白云有疑点（上）

原创　2017-10-21　唐朝　唐书房

本来本周计划抽空把《赌金者》的读书笔记 2 整理出来的，结果好些朋友留言说，看了我上周末《惊心动魄赌金者 01》文章后才买的书，还没读完。希望等自己读完后，老唐再发心得笔记。鼓励偷懒这种事，老唐一定从的。那就放下先。

正好那篇文章下面，被点赞最多的留言，是想让老唐瞅瞅白云机场。趁这个偷出来的懒，满足一下大家的意愿，来瞅瞅这只“白鸡”有没有肉。

开始之前，先提一句，老唐码财报也好，扯投资理念也罢，一者是整理给自己看，二者也是虚荣喝瑟图热闹，所以喜欢赚点赞，喜欢赚打赏，但不提供有偿服务。请类似下图这样的信息，以后就不要发给老唐了。



当然，老唐也不是伟大的 XX 主义战士，若你的单篇文章付费意愿能超过 6 位数呢，那就来吧，土豪，Boss，来诱惑老唐吧！

言归正传。在雪球，白云机场的关注度非常高。尤其是有穿越男别称的丹神，于 2017 年 9 月 22 日，将其标杆组合“铁券 1 号”的 99%仓位押在白云机场上，引发雪球百晓生、雷石平衡基金经理@坚信价值　百万实盘抄作业后，这只鸡可算是人气爆棚。

在老唐关注的有限几十人中，至少有 5 位以上的雪球高手重仓持有白鸡，对它的研究文章也是细致到令人发指的地步。不过，很遗憾，老唐本文主要是泼冷水。

我知道资深研究人士兼重仓持有者@大只若鱼和@邵阳都在唐书房，期盼看到二位用数据和逻辑将老唐本文观点击成粉碎。别顾忌老唐的面子，老唐只花了大半天时间看财报，漏看什么是正常的。若能被驳倒，老唐说不定也掺合进来抬轿吃鸡，先谢谢了。

为方便大部分没研究过白云机场的读者阅读，老唐先简单介绍一下公司基本状况。

白云机场吸引众多高手的核心原因，我大体归纳为两大原因：①简单；②确定性增长。

先说简单。简单之一：业务简单，核心就两大块：航空性业务和非航空性业务。

航空性业务来源主要是飞机起降费、高峰起降附加费、夜班起降附加费、飞机停场费、旅客服务费、客桥费、安检费以及向旅客收取的机场建设费等；

非航业务则主要利用航站楼空间提供各类休息室出租、办公室及柜台出租、售补票柜台出租、商铺出租、广告位出租、停车场收费等。

简单之二：公司架构简单。看架构图，合并范围里有十多家控参股公司。但实际上，主要盈利资产就在股份公司本部以及 100%控股的白云国际广告公司里。其他控参股公司，规模和盈利都可以忽略不看。例如 2016 年，股份公司本部创造营业收入 48 亿，占总营收的 78%，创造净利润约 12.2 亿（不含投资收益），全资子公司白云国际广告公司净利润 1.48 亿，两者相加，就有 13.68 亿，占净利润总额 13.92 亿的 98%以上。其他业务净利润占比不足 2%。简单之三，资产负债结构简单。公司的经营资产就一座 1 号航站楼和三条跑道，正在建设的 2 号航站楼 2018 年 2 月投入使用。其 2016 年资产负债表可以简化为下表：

资产		负债及所有者权益	
现金类	11.6亿	有息负债	0
固定资产	70.2亿	可转债	31.6亿
在建	79.5亿	经营性负债	37.1亿
其他	16.1亿	净资产	108.7亿
总资产	177.4亿	负债及权益	177.4亿

再说确定性。

由于白云机场 1 号航站楼面积仅有约　50 万平方米，机场设计旅客吞吐量　为 3500　万人次、货物邮件吞吐量为　110　万吨、飞机起降量　35 万架次。2016 年机场实际运送旅客 5973 万人次、165 万吨货邮、43.3 万架次飞机，严重超负荷运行。

所以，建筑面积　62.38　万平方米（未来还将根据业务量增长需要，增加建设 7.8 万平米，合计总

面积将达到 70.18 万平米）的 2 号航站楼于 2018 年 2 月投入使用，不仅可以增加机场的吞吐能力，改善机场服务条件，更重要的是，非航业务的可出租面积和广告位置都大幅增加了。

航空性收入方面，大头是旅客服务费、机场建设费和飞机起降费，前二者按照旅客人头收取，5973 万人次，有一个收一个；后者按飞机起落架次收取，43.3 万架次飞机，按标准缴费。

旅客服务费收费标准为国内航班 40 元/人，国际及港澳台航班 70 元/人。集团公司分走 15%，股份公司拿 85%；

机场建设费收费标准为国内航班 50 元/人，国际及港澳台航班 90 元/人。财政部按照不低于 40%（不高于 50%）的标准返还给公司，2016 年分到 7.77 亿。

起降费用及相关的货邮代理费，同样有固定收费标准（标准比较细，不贴了）。航空公司航线一开，就是基本固定的。所以，客户稳定，飞机起落架次基本稳定或者可估算。例如：2016 年，白云机场完成航班起降架次 43.3 万架次，货邮吞吐量 165 万吨，前五大客户为南航、国航、东航、海航、深航。

公司的目标是到 2020 年，实现旅客吞吐量 7500 万人，货邮吞吐量 250 万吨。旅客人次相比 2016 年增长约 25%左右，货邮吞吐相比 2016 增长 50%左右，由于这些收费标准有管制，基本稳定，所以，大体也可以推测出来航空性收入部分，从 2017 年到 2020 年，年复合增长约 8%左右。

仅仅这个增长，不足以吸引人。目前高度关注白云机场的人，基本都是瞄准非航收入部分的。

非航收入中，广告、免税店和商铺租赁（及分成）是大头。这部分是一众大 V 和券商的 G 点，各类分析预测数据详细，主要看点是 T2 广告业务委托给世界顶级广告集团德高来经营，出入境免税店面积大增，商业租赁区域面积增加等。

这看好的方面，聊的人多，老唐就不一一细说，推荐雪球大只若鱼、Mario 和丹书铁券的分析文章。这里直接将丹神的一篇置顶文，链接在文末的“阅读原文”上，有兴趣的朋友自己点击阅读。

大体上，根据各位 V 和研究员乐观程度的不同，预测非航部分能够为公司 2018 年增加约 15~23 亿收入，增加 4~6 亿净利润（相对于 2016 年数据）。即 2018 年公司净利润可能介于 17 亿~20 亿之间。且，由于珠三角经济发达，货邮及人流增长空间大，2018 年之后，业绩必将逐年确定增长。

再考虑到从 2018 年起，每年当做费用扣掉的约 11 亿折旧的大部，并不需要真的支出现金，从而得出当前 270 亿市值，对应近于 0 有息负债、年产现金 25~30 亿的资产，属于“严重低估”的判断，并做出买入建议。

好，拾人牙慧的部分说完了，老唐要开始泼冷水了。不多，就两大桶+五小杯。究竟老唐会泼出两大桶多冰的冷水，请继续阅读同时推送的下篇。

第319篇. 2017.10.21-岭上白云有疑点（下）

原创 2017-10-21 唐朝 唐书房

简介说完，老唐要开始泼冷水了。不多，就两大桶+五小杯。

第一桶冷水：控股大股东不看好白云机场未来。为什么这么说呢？蹭个诺奖热点，我们来搞一个行为金融分析，从白云机场发行可转债之前说起。

那是 2015 年底，当时广东省白云机场管理集团（后文简称集团）持有股份公司股票 712591458 股（7.13

亿股），持股比例 61.96%，处于绝对控股地位。那时的股份公司，资产负债表如下表：

资产		负债及股东权益	
现金类	15亿	有息负债	0
固定资产	74亿	经营性负债	24亿
在建工程	21亿	净资产	99亿
其他资产	13亿		
总资产	123亿	负债及权益	123亿

简单吧，就是一座完全没有贷款的机场，坐地收钱，年净利润约 13 亿，加回不需要付出现金的折旧和摊销费用，大致上一年能收回来 18 亿左右现金。然后，由于现在客户太多，接待能力不足，要扩建一个航站楼，竣工后预计稳赚。

现在问题来了，这样一门生意，需要投入资金时，如果你是老板，你会怎么解决？我相信任何有基本生意常识的人，都知道，第一选择是借债，只要是稳赚而且回报率确定超过银行贷款或债券利息，一定是借钱投入。

只要回报率超过借款利率，就会显著增加股东回报；如果借债无门，次优选择就是股东们凑，在资本市场叫配股。肥水不流外人田，新增利润由股东分享。

白云机场的资产质量，无法取得银行贷款吗？显然不是，优良资产，稳定现金流入，负债率低的变态，正是银行跪求你来贷款的优质客户资源；

没有发债资格吗？也不是，2017 年就发了 25 亿短债，公司足足有 70 亿发债额度呢；

没有配股资格吗？公司自 2007 年之后就没有进行过权益融资，净资产收益率连续多年在 15%以上，完全符合配股的监管要求。

然而，公司决定发行可转债募集资金 35 亿。

出资 35 亿购买可转债的人，有权按照 12.88 元（分红后调整为 12.56 元）转换成白云机场的股票。最多可以转换 2.79 亿股，即投入 35 亿资金可以获得白云机场 2.79/（11.5+2.79）=19.5%的股份。

这意味着制定融资方案时，控股大股东和管理层，认为获得 35 亿现金之后的白云机场，合理估值仅为 35/19.5%≈180 亿元。

实际上，用可转债兜底，意味着控股股东及管理层预计按照 180 亿估值融资，是难度较大的，所以才不是增发新股，而是可转债。可转债意味着投入着 35 亿资金的人，还享受着获得不赔钱的担保。万一市值低于 180 亿估值了，还可以全额拿回本金并享有部分利息。这比发行新股，条件优厚很多。

紧接着，按照可转债发行方案，可转债老股东有权优先认购全部 35 亿转债，每持有 1 股白云机场，有权认购 3.043 元面值的可转债。这个还好，算是肥水不流外人田，和配股其实是一码事。

但是，紧接着疑点就来了。按照集团持股 7.13 亿计算，可以优先认购约 21.7 亿可转债。然而，大股

东放弃了其中的7.7亿，仅仅认购了14亿。也就是说，大股东要么钱不凑手，要么就是认为按照180亿估值入股白云机场不划算。

集团由广东省政府持股51%，广州市政府持股49%。截止2014年底，总资产376亿，净资产261亿元。这样一家大型国资企业，要说因为拿不出7.7亿元，而放弃优先认购权，资本市场没人会信的。

更何况根本用不上一分钱，只要愿意用认购出来的7.7亿可转债抵押，分分钟银行排在门口求着贷款。集团放弃7.7亿元的优先认购权，佐证着集团和管理层认为180亿估值入股白云机场并不划算。

最终可转债有14.87亿被老股东们放弃。相当于白云机场老股东们按照180亿估值，出让了公司约8.25%的股份，为公司换来14.87亿资金（14.87亿元最多可转股1.18亿股，占全部可转债转股后预计总股本14.29亿股的8.25%）。

然而，还没有完，按照规则，白云转债在2016年3月15日上市交易。第二天晚上，股份公司发布公告，控股股东机场集团公司已经抛售3.5亿。2016年7月21日，股份公司再公告，集团又抛售3.5亿。

老唐查看了白云转债的价格，集团抛售价格应该在120元上下，也就是说，在集团决策层看来，180×120%=216亿的估值，是高估的，卖给二级市场的傻蛋们好了。

在2016年7月22日至年底，集团再次卖出1亿元的转债。2017年5月底以前，又卖出4亿转债，合计卖出12亿面值转债，收回资金约14.5亿。

集团仅在2017年5月5日，将剩余2亿转债转成了15923565股（1592万股）。大股东转股后，持股比例降低为51.05%。集团算的帐显然跟小散的算盘差不多：老子拿出来14亿现金，收回来14.5亿，剩下的1592万股，就是净利润，管它值钱不值钱，反正0成本买的，拿着看看行情再说。再说了，不花钱保住了51%的绝对控股比例。哈哈。

借着上半年一轮拉升，2017年6月6日前，公司终于将全部可转债强制转股了。公司总股本扩大为14.27亿，集团持股比例从61.96%降低为51.05%，等于集团在180亿~220亿估值区间，减持了10.91%股权。51.05%的持股比例，基本代表着大股东只图能保持绝对控股不变，其他的“多余股份”没什么持有价值，通通卖掉好了。

那么，有没有一种可能，控股大股东和管理层对公司理解不够，估值过低呢？

如果放在其他主业繁杂，或者半路介入的控股股东头上，或许还可以做如此推测，然而它不是。集团一直是控股股东，股份公司管理和运营班子，一直是集团委任的。

股份公司现任董事长，是集团董事会里最年轻、排名最靠后的一名董事担任的。股份公司的业务经营，实际上完全是集团掌控的。对于机场这样简单透明的业务，要说控股股东和高管不理解其价值，很难令人相信。

姓名	职务	性别	出生年月	任期起始日期	任期终止日期
张克俭	董事	男	1964 年 8 月	2013 年 6 月 27 日	2016 年 6 月 26 日
刘建强	董事长 董事	男	1960 年 9 月	2014 年 6 月 26 日 2013 年 6 月 27 日	2016 年 6 月 26 日
戴智	董事	男	1971 年 7 月	2013 年 6 月 27 日	2016 年 6 月 26 日
关易波	董事	男	1962 年 7 月	2013 年 6 月 27 日	2016 年 6 月 26 日
马心航	董事 总经理	男	1958 年 1 月	2014 年 6 月 30 日 2014 年 4 月 2 日	2016 年 6 月 26 日
邱嘉臣	董事	男	1971 年 9 月	2013 年 6 月 27 日	2016 年 6 月 26 日
林斌	独立董事	男	1962 年 9 月	2013 年 6 月 27 日	2016 年 6 月 26 日
卢凯	独立董事	男	1971 年 6 月	2013 年 6 月 27 日	2016 年 6 月 26 日
李玮	独立董事	女	1965 年 10 月	2013 年 6 月 27 日	2016 年 6 月 26 日

之所以要上这张集团董事会名单，并特意提醒股份公司董事长是集团董事会最年轻、排名最靠后的一名董事担任的，是要引出第二桶冷水：集团有能力随时从股份公司身上抽血。第二桶冷水：如果机场经营情况好，大股东及管理层有多条抽血的管道。

在看好白云机场的大 V 和研究员里，有不少人认为机场拿到的低价土地，蕴含着升值价值，远远超过白云机场当下 270 亿的估值。然而，经过查阅年报等资料，老唐发现，在占地面积两万多亩的白云机场中，归属于股份公司的土地，仅仅 28277 平米（42 亩）。而且经过高德地图查询，这两块地即不是跑道，也不是停机坪或者航站楼，根本就在距离机场 28 公里以外的广州市区城乡结合部。

截至本募集说明书签署日，公司拥有的土地所有权如下：

序号	证号/证书名称	所在位置	用途	取得方式	使用权终止日期	面积（平方米）
1	穗府国用（2001）字第特 051 号《国有土地使用证》	白云区机场路云霄街东南侧	其它	出让	2050 年 8 月 15 日	6,844.00
2	穗房地证字第 0817274 号《房地产证》	白云区机场路向云东街	厂房	出让	2001 年 3 月 16 日起 50 年	21,433.06

那么，股份公司用于经营的航站楼、跑道和停机坪，哪儿来的呢？

是股份公司掏钱修的。但是，请注意，这些设施确实是股份公司掏钱修的，它们在报表上的名字是产生折旧的固定资产，和花钱出去的在建工程。但支撑这些建筑的土地，却是租的，从集团公司手中租的。

不仅 1 号航站楼和现有跑道如此，正在修建的 T2 航站楼同样如此。集团公司拥有土地，股份公司负责出钱修建跑道和航站楼，然后向集团交土地租金。因此，用土地增值来给白云机场做估值，趁早放弃为好。

这些租赁还不少。公司披露的至少有：

1）股份公司向集团公司租赁飞行区用地（含停机坪）5584 亩，自 2007 年到 2027 年，前四年租金 2000 万元/年，第 5 年开始跟随飞机起降费同比增长率的 80%调整。也就是说，假设 2010 年飞机起降费为 X，2011 年起降费同比增长 15%，那么 2011 年租金就是 2000 万×15%×80%=2240 万，依此类推，直至 2027 年重新定价；

2）白云机场向集团租用飞行区、航站区和南北工作区，合计 7927 亩，租期自 2014 年初至 2021 年底。至于租金嘛，略复杂，如截图

4、上述用地面积合计 5,284,948 平方米，2014 年度租金合计为 71,754,453.09 元。

5、经双方协商，上述用地租期 8 年，自 2014 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日，2015 年及后续租金按如下方式确定：

用地名称	用地面积（平方米）	2014 年租金(元)	2015 年至 2021 年租金确定方式
飞行区	3,979,533	35,338,253.04	参照 2007 年 8 月 5 日双方签订的白云机场跑道用地《土地使用权租赁合同》确定，即，自 2015 年开始按股份公司上年起降服务收入年度同比增长率的 80% 调整。
航站区	770,667	18,673,261.41	按上年度旅客吞吐量变动率的 50%调整
工作区	534,748	17,742,938.64	按上年度旅客吞吐量变动率的 50%调整
合计	5,284,948	71,754,453.09	

简单说，飞行区 5969 亩，2014 年租金 3534 万元，然后按照飞机起降费增长率的 80%上调；航站区和工作区土地 1958 亩，2014 年租金 3642 万，然后按照旅客吞吐量增长率的 50%上调。

3）股份公司向集团租用部分设备，租期自 2014 年 1 月 1 日至 2033 年 12 月 31 日，年租金为 6504 万元；

4）股份公司向集团租用机场三跑道，占地 2490 亩。租期自 2015 年 2 月 5 日至 2023 年 2 月 4 日，租金安排：

2015 年 2 月 5 日至 2019 年 2 月 4 日，每年 6272 万元；

2019 年 2 月 5 日至 2020 年 2 月 4 日，租金 7432 万元，提租 18.5%；

2020 年 2 月 5 日至 2021 年 2 月 4 日， 租金 10432 万元，提租 40.4%；

2021 年 2 月 5 日至 2022 年 2 月 4 日，租金 12152 万，提租 16.5% ；

2022 年 2 月 5 日至 2023 年 2 月 4 日，租金 13872 万，提租 14.2%。

5）同样，股份公司投资 136 亿现金，修建的 T2 航站楼，也会站立在集团的土地上，然后每年向集团公司支付土地租金。租金数据不详，但价格肯定是由股份公司和集团公司洽谈出来的喽！

董事长和管理层是集团董事会的下属，一边是 100%利益，一边是 51.05%利益，我不认为股份公司能在这种洽谈中占到什么好。如果真有好，那可能也是集团因某种需求放点肉。

如果我是小股东，真的很想问问集团：可不可以把航站楼抬高 50 米，把你们的地留出来给你们，我们只用自己的楼接待旅客行不行啊？哈哈。有没有一种与虎谋皮的感觉？两桶冷水泼完，再附送五个小问题。和上面的冷水相比，这些就算凉白开吧！

凉白开 1）在 2017 年 3 月 14 日的白云机场第二期超短期债募集说明书 33 页披露，全资子公司白云国际广告公司，截至 2016 年 9 月 30 日，总资产 13.7 亿元，总负债 2.94 亿元，净资产 10.8 亿，2016 年 1-9 月实现营业收入 2.81 亿元，净利润 1.51 亿元。

时隔 44 天，2017 年 4 月 28 日发布的 2016 年度财报 18 页上，这家公司总资产 12.61 亿，净利润 1.48 亿。四季度广告业务居然净亏损 3000 万。

凉白开 2）白云国际广告公司，下面有个原本控股 50%的广州白云天骏国际传媒公司。不知为啥原因，和另外两名各持 25%股份的股东闹起了纠纷。后来庭外和解，将 50%股权里的 40%转让给了二三股东，自己退位为持股 10%的老三。

虽然只有 10%的分红权，却约定了拥有 20%表决权，应该是为了方便使用权益法并表。这个倒也不算啥。不正常的问题在于，这家公司，2015 年度还盈利 3685 万，2016 年 1 季度，公司净资产突然大幅缩水，蹊跷地扭赢为亏。其后就有了 40%股权卖给二股东和三股东，自己退位做了小股东的事儿。

标的企业股权结构	序号	前十位股东名称		持股比例
	1	广州白云国际广告有限公司		50%
	2	广东天骏传媒有限公司		25%
	3	广东珠江传媒有限公司		25%
主要财务指标	以下数据出自年度审计报告		单位：万元	
	2015年度	营业收入	净利润	
		33051.59	3684.91	
		资产总计	负债总计	所有者权益
		23438.57	8041.29	15397.28
	审计机构	广东正中珠江会计师事务所		
	以下数据出自企业财务报表		单位：万元	
	报表日期	营业收入	净利润	
	2016年3月	0.00	-213.31	
	报表类型	资产总计	负债总计	所有者权益
	2016年3月31日/季报	11209.11	2031.83	9177.28

凉白开 3）公司的设施建设，主要是委托给集团建设。其中 2010 年完工投入运行的工程，到今天也没有完成项目决算。七年前完工投入运行的工程，今天还不知道准确造价，只能按照集团的预算价计入账本。这其中若没有猫腻，就只能感叹这工作效率太夸张了。

东三西三指廊、相关连接楼亚运改造工程、中性货站工程已分别于 2010 年 2 月、2010 年 10 月和 2011 年 1 月完工，由于相关工程项目决算尚未完成，公司暂按广东省机场管理集团有限公司工程建设指挥部（该工程建设项目受托建设管理方）提供的预计结算金额 281,099.32 万元估价入账，并按公司会计政策计提了相关资产折旧，待工程决算编制完成后再根据决算成本对暂估价值进行调整。

第三跑道已于 2015 年 2 月完工，由于相关工程项目决算尚未完成，公司暂按广东民航机场建设有限公司（该工程建设项目受托建设管理方）提供的预计结算金额 97,965.42 万元估价入账，并按公司会计政策计提了相关资产折旧，待工程决算编制完成后再根据决算成本对暂估价值进行调整。

顺带说一句，公司建造 T2 航站楼，也是交钱给集团帮着造的，并按工程造价分段累进计算委托建设管理费，2　亿元部分按 2%计算，超出 2 亿元部分按　1.5%计算。

凉白开 4）很多 V 和研究员看好白云机场的一大理由，是前任和前前任贪腐落马，现在换了新董事长，且新董事长是会计出身，历任机场财务部部长助理，财务部长，主管财务的副总，因此可以看好财务人一丝不苟的作风，老成持重的性格。这个看好理由牵强了，稍微有点管理经验的人应该知道，董事长总经理贪腐，其中财务部部长或者主管财务的副总这个职位，不说了，你懂的……

凉白开 5）不喜欢 4，再凑一条。请看公司公告的正式法律文件《广州白云机场股份有限公司公开发行可转换公司债券募集说明书》183 页全体董事签名页。不是大事儿，董事不签字实际上也并不能逃避承诺法律责任，但实在是挺搞笑的，这工作也太不负责了。

第十节　董事及有关中介机构声明

一、发行人全体董事、监事、高级管理人员声明

本公司全体董事、监事、高级管理人员承诺本募集说明书及其摘要不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其真实性、准确性、完整性承担个别和连带的法律责任。

本公司全体董事签字：

张克俭	刘建强
戴　智	关易波
马心航	邱嘉臣
林　斌	卢　凯
李　玮	

广州白云国际机场股份有限公司

2016年　月　日

综上所述，白云机场的增长的确是看得见的。市面上的券商或草根研报关注的香港免税购物竞争，高铁运输线路竞争，深港澳机场竞争，宏观经济衰退，极端气候影响什么的，其实都不算什么威胁。

真正的威胁是大股东动机可疑，且股份公司有多处可能的失血管道。大股东有能力在需要的时候，通过各种关联交易将股份公司的利润合法抽走。也可能正是因为如此，大股东才不在乎持股比例（关系到经营利润分配），而仅仅需要维持绝对控股即可（关系到经营控制）。

因此，这不是一家可以令人放心持有的公司。按照巴神的教导：“我们不愿意与那些人品可疑的管理人打交道，无论企业具有多么诱人的前景。与坏人打交道做成一笔好生意，我们从来没有遇见过。”老唐认为持有这只鸡不是一件愉悦的事儿。

况且，即便 2018 年达到 20 亿左右净利润，按照国际同业 25 倍左右的平均市盈率考虑，相对于当前 270 亿市值，也只有 85%的空间。我同意方三文提出的一条原则：预期收益低于 100%的交易不要做。

@　置顶

有笔误，四季度广告公司亏损应为 300 万。

作者回复

感谢感谢，还真是啊，不好意思

邵阳　前面你说的可转债和租金这些问题确实存在，可转债在当时是非常不好的融资。董事长换人这事可以两说。我现在关注招标网站，白云机场现在连保洁吸尘器都招标了，卡成本的力度是很大的。在目前高压反腐态势下，领导层对贪腐是避之不及。同时商业招标的进度非常好，这些想必你也都了解。我对白云机场的认可主要有两点，一是现金流可以。10 亿以上的折旧，税前现金流在 T2 投产后可以达到 40 亿，完全可以支撑 T3　300 亿的投资。二是机场会随着通货膨胀和消费能力提高成长，不仅仅是随着客流量成长。简单说，白云是只消费股！而且是高端消费股，一年近 6 亿的免税品净收入，预先过滤过的高净值消费人群，老唐可以看看免税品的年消费额增长率是很好的。我对白云的担心是 T2 商业招标太好，投产之后不及预期。但是旅客都是被迫来逛商场的，人流不是问题，消费额会逐年水涨船高。所以 2018 之后几年白云利润增长我的期望是可以达到三五年内 20%以上的增长。因为固定成本没有什么可增加的，收入再增加都是净收入。所以收入不到 10%的增长就可以带来利润 20%甚至更高的增长。之前 T1 的问题是没有商业，流量价值无法变现。免税和广告多一半都是机场自己公司做的，国企你知道的，现在相当于商场变 mall 了。而且机场利润增长极为稳定，几乎不会有利润下降的年份，老唐可以看看 09 年经济最不景气的时候，机场也没受什么影响。

作者回复

精彩，各位别走了宝，顶上去啊！

潘灯沛　可以理解为，不看好的理由：大股东不看好，我也不看好吗？

作者回复

真正的问题是，你确定你比控股大股东+经营者更理解这家企业吗？

徐仁滨　跟着老唐学分析方法，现在还是一头雾水，唐老师还建议看哪些书可以提高分析能力的，谢谢

作者回复

分析方法的话，核心可能不是看书，是去“做”，真的拿着财报去读。尤其是参照书房《雅戈尔诞生记》和《捉住那只螳螂》，真心花两周时间去做一遍，比读书靠谱

郭郭　关于凉白开 5，请老唐打开《募集说明书》182 页，另外 7 个董事签名在这里，和你贴出的 183 页的 2 个董事是分开签名的。

作者回复

嗨，还真没注意，感谢纠错。这个凑数的，确实随意了一点，谢谢谢谢

天地一沙鸥　老唐可能没有预料到，因大股东错估公司价值而发行的 35 亿元可转债对白云机场来说意义非凡。通过强制转股，意味着，这 35 元债务全部转化为股份，大股东持股比例大幅下降，中小股东利益并未损失，而上市公司也由此不用承担这 35 亿元债务，而且还增加了一座可以说是“现金牛”的航站楼。按照之前大股东估计的市值 180 亿，换个角度想就明白了：投资 180 亿能建一个这样的超级空港吗？

作者回复

尊重你这种大股东存心吃亏，补贴小股东的观点，你是善良的好人，我没有什么补充的

冯志锋　那意思就是茅台还有100%空间

作者回复

不中计，既不回答是，也不回答不是。只告诉你，在老唐眼里，持有和买入的要求标准是不一样的…

董伟 1、金融行为的角度确实没有想过，已可转债在大股东的角度来看待股东眼中的估值这个我学习了，必须打赏。

2、那个脑残研究员以土地来重估白云的价值？！拉出来开除。3、我对其重估是以未来产生超预期的现金流来计算的，当然这个带有一定主观意愿。比如17年目前T1航站楼的商业收入才2亿元，从实地调研情况来看，免税收入几乎为0，因为机场正在一边装修（预计18年1季度完成）一边关掉中免的店，还要赔中免的违约金。现在正在准备于明年重新招标，按照目前T1　2.9万平方米（管理层现在准备把面积再扩大），商业收入加免税这块，按照T2的情况来算的话，毛估估8亿元吧。T2我感觉折旧和利润打平吧。这样来算18年可以增加近6亿元的利润。3、免税收入。免税收入主要看群体和流量。1-9月新增了20条国际线,其中2条季节性航线,18条日常航线,每周增加70班.新增6家国外航空公司入驻，现在10月份国际旅客同比增量超过20%，未来逐步将支线和国内移到其他地方。

3、免税收入。免税收入主要看群体和流量。1-9月新增了20条国际线,其中2条季节性航线,18条日常航线,每周增加70班.新增6家国外航空公司入驻，现在10月份国际旅客同比增量超过20%，未来逐步将支线和国内移到其他地方。3、航空收入。目前货运这块毛利率很高，但是白云做的远不如浦东，主要是香港免检抢了生意。其他费用目前正在和航空公司谈，目前已经是最低了，肯定会提高。4、催化剂。明年世界航空大会。

结论：我对股东咬牙切齿，看看人家浦东的租金，无耻发行可转债，未来可能还要增发（建设T2股东有钱趴在账上），但我看好18-19年的业绩爆发期，且看三季度报吧。简而言之现在就是白云业绩最烂的时刻，未来只有更好。最后爱你老唐，哈哈哈哈。

作者回复

这样的回复，我也爱

宋　那么2011年租金就是2000万×15%×80%=2240万，这个等式写错了……

作者回复

汗，果然数字对，算式错，感谢感谢

风继续吹　唐神的标准是3年100%，这股1年多就85%，按理说应该符合唐神的选股了

作者回复

但它不是唯一标准。再说了，别忘了，这里用的25倍乐观估值，而我喜欢的是15

第320篇.　　2017.10.26-最新持仓

别猜测了，老唐卖出的话，会在书房吼一声的。没有推送，就是没有卖出。

截止此刻持仓依然是：

茅台 40%+；国投 17%-；

腾讯 9%-；招行 H8%+；

民生 H7%-；洋河 6%+；

双汇 4%+；信立泰 4%+；

古井 B2%-；粤高速 B1%+；

海康 1%+；观察仓宋城演艺不计。

2017 年 10 月 26 日

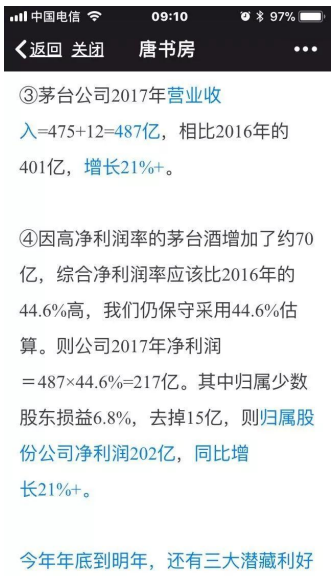
注：仓位变化是股价自己波动涨跌出来的。

第321篇.　2017.10.28-李保芳的小算盘及茅台的重估

原创　2017-10-28　唐朝　唐书房

茅台三季报发出后，两天内股价飙升约 90 元，是市场惊讶于三季报同比 60%的增长，惊讶于大象的翩翩起舞。确实挺出乎意料的。反正老唐没想到会有这么高的增速，也没见过任何人在三季报之前，做出过哪怕 40%以上的增速预测。

老唐对今年茅台的预测，已经在 5 月 20 日的《2017，茅台的明牌》当中写过了。当时给出的保守预测是全年营收 487 亿，归属股份公司股东所有的净利润 202 亿，同比增长 21%+。



5 月 20 日的判断，建立在三大保守前提下。原文写到：

2017 年吧，至少有这么几个数据是可以视为已知的了：

已知因素 1：茅台酒销售量。

2017 年，茅台酒公布的计划销量 26800 吨。当前市场形势供不应求，市场价格一千多，819 元从厂里提到货就是钱，没有任何必要去怀疑这个计划销量完不成。最终供应只会略多，最终总有些重点客户需要照顾照顾，出现一些计划外销售量（我算过，最大可供应量比 26800 有富裕），所以，以 26800 吨来估算

2017 年茅台酒的销售量，已经是比较保守的做法了；

已知因素 2：茅台酒的出厂价。

普通茅台出厂价格维持 819 元未调整，而今年由于鸡年生肖茅台的意外火爆，以及厂里为了回避 500ml 普通茅台的透明价格而加大的其他规格小批量茅台的投放（50ml，100ml，200ml 等等），总体平均出厂价格肯定是略高于去年的。这个也是能够确定的。高多少不好说，就保守的按照高 1%估算拉倒；

已知因素 3：酱香酒的销售量和销售收入。

茅台酱香酒（报表上的系列酒）自从 2014 年 12 月 24 日独立出来以后，获得了非常好的发展。尤其是去年 4 月原股份公司副总李明灿出任酱香酒公司董事长、总经理以后，股份公司对其进行了资源倾斜，重点培育，酱香酒增长迅速。销售量从 2014 年的 5200 吨，飙升到 2016 年的 14200 吨，销售收入从 2014 年的不到 10 亿，提高到 2016 年的 24 亿多。

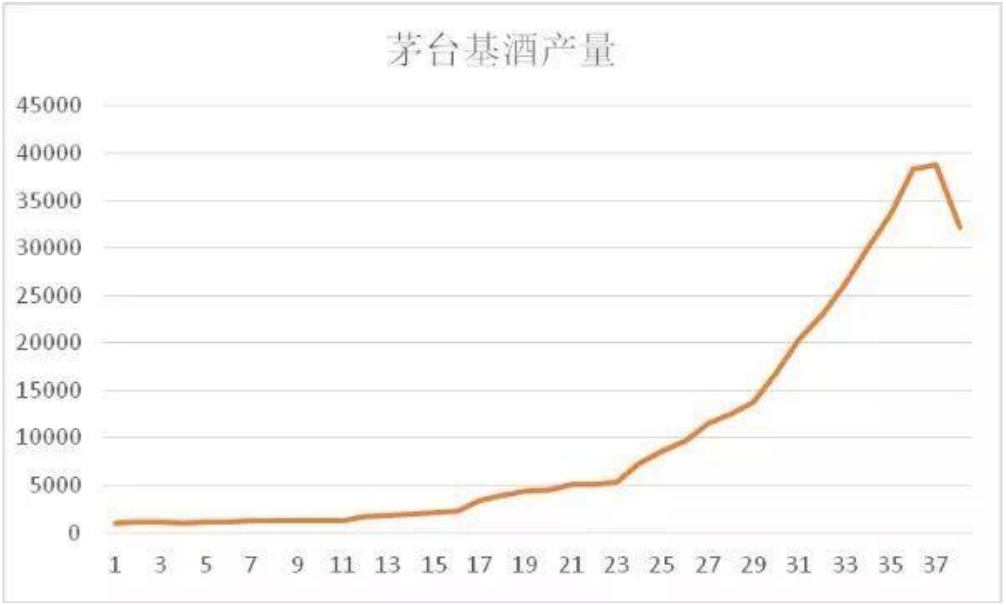
2017 年，酱香酒公司的计划是销售 2.6 万吨，销售收入 43 亿元以上。一季度公布数据，已经完成销售量 4790 吨，同比增长 191%。而酱香酒原计划于 6 月 30 日结束的全国招商活动，已经由于“各品牌签订合同量已超过全年任务”，被迫于上周一（5 月 15 日）发文停止发展新经销商了。据透露，截止 5 月 11 日，签约经销商达到 1076 家，合同量近 3 万吨，已经超过了公司的生产能力。

这等于已经明确说了，今年“销售收入 43 亿以上”酱香酒的计划，只会多、不会少。这里，我们就按照 43 亿来估算，折算成不含税的报表营业收入约 37 亿。

优秀企业总是给人惊喜。小惊喜是系列酒于 9 月 19 日提前 100 天完成全年计划，比老唐的原文预测略乐观。但三季报里系列酒营收 40 亿，不算出乎意料。是老唐在 5 月 20 日已经想到的，仅仅是因为文章要尽可能做保守预测，才用全年目标来做全年营收预测的。

三季报真正的大惊喜在于：茅台酒投放量。

在 2016 年 4 月 1 日发表于《证券市场周刊》的《茅台的供给侧之忧》一文里，谈到了 2015 年茅台基酒产量出现了高达 6566 吨的巨量下滑，将导致 2019 年的可售商品酒数量出现明显下降。



因而，老唐（包括市场绝大部分企业分析人士）以为公司会控制今年和明年的销售量，为 2019 年挤点预备粮，平滑 2017 至 2019 三年销量。

2017——2019 年可售商品酒上限分别由 2013——2015 年的基酒产量决定，而这三年的基酒产量分别

为38452吨，38745吨和32179吨。2018年相比2017年基本持平，2019年则有一个高达17%的缩量。作为一家消费品企业，适当地缩减一下2017和2018年的供应量，使2019年的市场供应量不至于大起大落，这是几乎所有投资人的合理预计。

今年上半年，公司已经向市场投放茅台酒1.3至1.4万吨。在此基础上，按照李保芳书记年初“下半年只有1.28万吨”的讲话精神，三季度预测投放量会低于一季度。而三季度多处缺货，批发价和零售价高涨，更加印证了投资人“公司减少了茅台酒投放量”的判断。在“销量受控”前提下，自然没人会想到60%增长这么夸张的数据。

然而，三季报揭开面纱后，投资人突然发现，逆天了，三季度投放量大约在9000~1万吨之间，带来高达168亿的营业收入——按照普茅不含税出厂价700计算，吨价149万。考虑到部分小批量勾兑，小容量高价酒以及年份酒，按照平均168万/吨考虑，约1万吨。即便按照均价185万/吨考虑，也超过9000吨。

那么问题来了，四季度无论怎么控制，全年总投放量必然超过3万吨。同时，公司还说了，为降低市场供需矛盾，维持茅台酒终端销售价格稳定，将允许经销商提前使用2018年的计划。

这样的投放量下，公司对2019年到底做何打算，日子不过了？显然不是。推来推去，老唐推理出一种可能，估摸着也是周五市场才暴涨的原因（资金在周四犹豫不解了一整天）。正是这个结论，导致未来几年的预期发生重大改变，抢筹者才不惜一切代价，完全没有了慢慢买的耐心。

这个可能是什么呢？

答：降低每年的老酒存储比例，直接增加当年商品酒供应能力。

一直以来，公司对于每年生产的基酒，是按照“每年出厂的茅台酒，只占五年前生产酒的75%左右。剩下的25%左右，有的在陈放过程中挥发一些，有的留作以后勾酒用，有的就留存下去，最终成为15年、30年、50年、80年陈年茅台酒”的规划进行量的分配。

根据老唐个人的跟踪和计算，目前的茅台酒库里，储藏有茅台基酒（不含系列酒基酒）22万吨出头。其中超过5年，可以用以提升酒质或用以勾兑超越普茅酒质的基酒7万吨，最近四年生产的基酒15万吨。

据老唐整理的资料，茅台新老酒库总的存储能力约在30万吨左右。过去，茅台基酒产量低，茅台始终坚持将当年基酒的25%左右作为老酒储存，一者保证未来的茅台商品酒勾调所用，二者为消费升级的年份酒做储备。截止目前，已经保有茅台基酒约22万吨（含约7万吨五年以上老酒），系列酒基酒3万吨左右。剩余储存能力，仅仅对应着茅台公司约两到三年的新增产量。

在这种情况下，再保持每年提取当年产量25%基酒用于存储，不仅没有必要，酒库的储藏能力也是问题，公司完全可以降低老酒存储比例，增加市场供应量。

由于53度飞天茅台是由85.14%基酒+14.86%老酒勾兑而成（公司每年会根据酒质在此基础上微调。另外，43度低茅由88.3%基酒+11.7%老酒勾兑而成），所以，只需要提存当年基酒产量的15%左右，就足以保持酒库老酒总量不变。

这一招，可为未来几年，**每年增加三千到四千吨的可售商品酒**。除此之外，我想不出公司如何能在2019年供应量减少的事实面前，依然敢于增加2017年的商品酒供应。这就是李保芳书记心中的小算盘——此推论，是不是全网首发呢？

由此，将引发茅台短期估值中枢的变化。

在今年 6 月 11 日书房推送的《茅台藏宝图》一文里，老唐分享了两张投资茅台的关键数据，其中一张是关于可售商品酒的。如果上述推论落实（老唐基本肯定），则关键数据将会变成下表最底一行状态：

	2017	2018	2019	2020	2021
茅台基酒产量（吨）	42771				
当年可售商品酒上限（吨）	28839	29059	24134	29485	32078
按85%计算可售商品酒（吨）	32684	32933	27352	33416	36355

即，**公司可以在 2017 和 2018 年均保持 3 万吨投放量的基础上，保证 2019 年依然有能力投放超过 3 万吨商品酒。**这个关键数据的变动，直接导致对茅台的估值中枢发生变化。也就是说，茅台即便在不上调出厂价的前提下，也有足够能力维持全年约 250 亿左右的净利润——去年四季度营收 122 亿，净利润 46 亿，此处按照四季度和同期基本持平保守估算。

在 2013 年，老唐做出了“茅台 100~400 之间的波动与我无关，100 以下我会加买，400 以上我会抛售，并按年 10%上调”的估值判断，支撑了自己重仓持有茅台至今。在股价高达 650 元的今天，是否需要卖出？关键点还是在于给它做出新的估值区间。

关于估值，老唐在唐书房多次分享过，我个人的估值系统很简单的，一点儿也不高大上，无需任何复杂的数学公式或者建立什么模型，就是三大前提+市盈率，几句话就可以说清楚，不需要写本书来描述：

三大核心前提是：

①净利润数据是否为真？

②未来能否持续？

③持续是否需要依赖加大资本投入？确定盈利为真+未来大概率可以持续+盈利的持续不依赖增加资本投入，需要你真正理解这家企业靠什么赚钱，靠什么抵挡其他资本的竞争。之后的估值，就很简单了。

如果无风险回报在 20 倍市盈率（一般参照五年期国债，即假如五年期国债利率 5%），那么，三年后若以 15 倍市盈率卖出能获得满意回报（我对满意的私人定义是翻倍）的位置，就是很难亏钱，值得下手的低估位置。

今年通过对腾讯和海康的学习，我个人愿意将上述的 15 倍市盈率修改为一个范围：15~25 倍市盈率区间。至于什么企业用 15，什么企业用 25，这部分略偏主观。

因此，当下，老唐对茅台的 2017 年底的估值区间及买卖考虑如下表：

市盈率	状态	市值（亿）	股价	行为
＜15倍	变态低估	3750	＜300元	买买买！
15—25	低估	3750—6250	300——500	或买或持
30倍	合理	7500	600	持有
40倍	偏高估	10000	800	可持可减
50倍	高估	＞12500	＞995	卖出

备注：①自 2018 年起，按年上调 10%；②可能会根据基本面重大变化做微调，例如公司上调出厂价；③若有更具性价比目标，在持有的阶段也可能卖出。

至于为什么会以 30 倍市盈率为估值中枢，老唐在 4 月份的《像老板一样做投资（上）》一文分享过，此处不再重复。

老唐知道，历史新高位置，做出卖出建议是最容易，最受欢迎的，也不会被骂。卖出后即便涨了，读者不会因为赚钱而骂你。如果卖出后跌了，卖出建议将被奉为股神。

相反，做出持有决策是艰难的，而且可能因为股价短期回撤而被骂。所以，必须郑重提醒：老唐本文是整理自己的思路，指导自己的决策。你若依此做出投资依据，风险自负。

老唐已经做好在650~400之间坐电梯的心理准备，做好了400元之下开始加仓的准备（400元对应20倍市盈率）。你决策之前，一定要问自己：我能承受从650到400的波动吗？

夹头的法定待遇就是上上下下的享受。意图恰好在短期高点跑掉，然后又在短期低点买进的，是最大的贪婪，也是最容易被市场赏赐耳光的。牛股里面，成功逃顶的人挺多，但之后又跟上队伍的罕见。多数人英明逃顶之后,就是重复成功错过的老故事。

虽然在热火朝天中显得不那么合时宜，但老唐依然要强调两句话：

①前三季度以及第三季度的真实销售，并没有财报显示的那么高增长。考虑到财报使用了预收款调节数据，我们可以还原数据如下表（单位亿元）：

	2015年3月	2015年6月	2015年9月	2015年12月	2016年3月	2016年6月	2016年9月	2016年12月	2017年3月	2017年6月	2017年9月
季度营收	85	72	74	95	100	82	85	122	133	109	183
期末预收	27.9	23.4	56.1	82.6	85.4	114.8	173.9	175.4	189.9	177.8	174.7

观察数据可以发现：茅台去年，本已经是高增长。全年不仅在报表上记录了（100+82+85+122）=389亿营业收入，同时，还净增加预收款（175.4-82.6）=92.8亿，如果将这92.8亿预收款复原回营业收入里去，去年的报表将变成389+92.8/1.17=468亿，同时资产负债表里仍保持82.6亿预收款。

同样，去年前三季度实际销售可以视为100+82+85+（173.9-82.6）/1.17=345亿，今年前三季度为133+109+183+（174.7-175.4）/1.17=424亿，**同比增长22.9%，**这个才是市场的真实温度。

单第三季度数据也是如此。去年第三季度实际销售可以理解为85+（173.9-114.8）/1.17=135.5亿，今年第三季度实际销售183+（174.7-177.8）/1.17=180亿，**同比增长33%**，并不是报表显示的同比115%增长。

也就是说，**真实市场增长大约在23%~33%间，**60%高增长数据，仅仅是因为去年有意识做低财报数据的原因。至于公司去年为何有意识做低，在去年4月的《茅台的供给侧之忧》一文里，已经聊过，此处略过。

②茅台的未来越发乐观了。虽然刚刚说了茅台前三季度销售并没有报表上显示的那么乐观，但茅台公司本身是愈发让我乐观了。上一份中国前五大白酒公司三季报关键数据图：

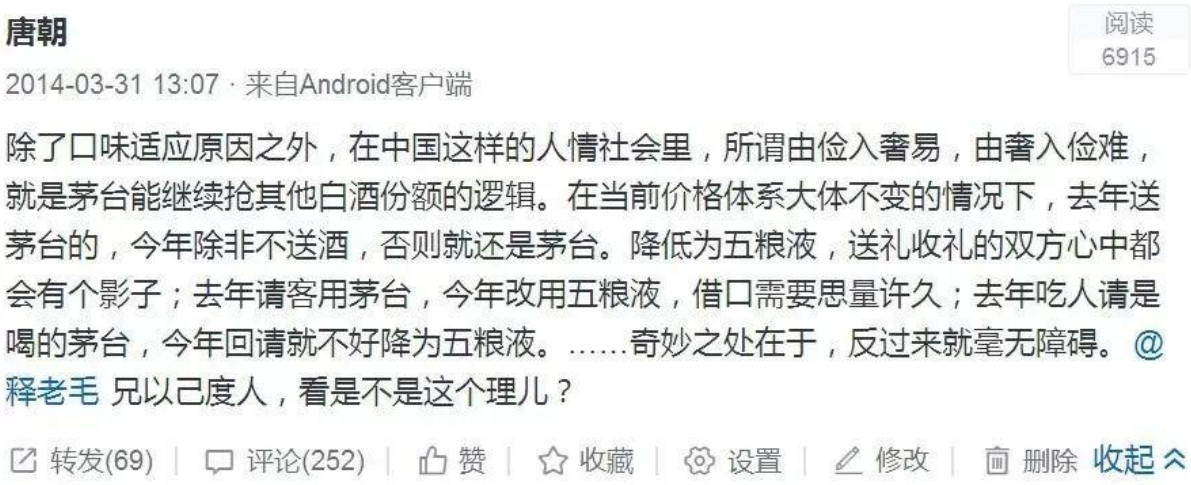
	营收	净利	销售费用	销费占比
茅台	424.5	199.8	19.8	4.7%
五粮液	219.8	69.6	27	12.3%
洋河	168.8	55.8	16.1	9.5%
老窖	72.8	20	14.6	20.1%
古井贡	53.4	8	18.2	34.1%

茅台前三季度营收比行业老二老三老四加总还大，而净利润，则完全没法比。我没有看完所有白酒上市公司的财报，但基本确定，茅台一家的净利润，应该大于其他所有白酒上市公司净利润总和。真正吻合

了那句“中国白酒有两种，一种叫茅台，一种叫其他白酒”。而且，这种成绩居然是在销售费用占比低至4.7%的不可思议状态下做到的。

在2014年10月，老唐发于雪球的《茅台三季报十大印象》一文中谈到：“白酒主要是社交产品，具有强者愈强的特点（喝的人越多，越容易被选择），茅台的消费者群体，才刚刚冒出扩大的迹象，好日子还在后面呢。”

再加上一个中国独有的文化



两者叠加，可以这么认为，**茅台对其他高端酒市场的侵蚀，除了受限于茅台自身的供应能力外，没有其他大障碍。好日子还在后面呢！**

茅台说完了，铁定有人问洋河，顺带说一嘴。

洋河是中小板上市公司，按规则，是需要预告全年业绩的。

九、对 2017 年 1-9 月经营业绩的预计

2017 年 1-9 月预计的经营业绩情况：归属于上市公司股东的净利润为正值且不属于扭亏为盈的情形

归属于上市公司股东的净利润为正值且不属于扭亏为盈的情形

2017 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动幅度	10.00%	至	20.00%
2017 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动区间（万元）	532,307.42	至	580,699.01
2016 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润（万元）	483,915.84		
业绩变动的原因说明	今年以来，白酒行业进入新一轮增长期，公司积极把握消费升级趋势，扎实推进各项工作，实现了中高端产品销售持续增长。		

如果变动幅度超过了上下限，那是要遭深交所问询函的，所以，15%增长中规中矩，完全在意料之中。

我家小洋老实人，不学那些先从34亿净利润大洗澡到8.8亿，然后再“高增长”几年达到20来亿的财报把戏。小洋的特点就是一个字：稳；两个字：靠谱。

虽然看起来和30%或60%有差距，或许会导致短期股价震荡，但那又如何？对于没打算吃光全部短线波动的企业投资人来说，不影响企业价值，也不影响股权持有。

备注：老唐持有本文提及的三只个股，观点有可能受立场影响，提请注意。截止今日，老唐依然满仓，

持仓个股比例为：茅台 42%-；国投 16%+；腾讯 8%+；招行 H8%+；民生 H7%-；洋河 6%+；双汇 4%-；信立泰 4%-；古井贡 B2%-；粤高速 B1%+；海康 1%+；观察仓宋城不计。

看着一堆，其实前五大就占比超过八成，而**全年换手率估计不到 15%，**至少有 85%以上仓位是呆坐不动的。我更**倾向于那些聪明一次可以呆坐多年的公司。**不需要天天都搞新发现，我们才有机会把生命浪费在读书跑步旅游追剧陪家人……等等美好事物上。您说呢？

第322篇.　　2017.11.1-乱炖三季报（上）

原创　2017-11-01　唐朝　唐书房

开始之前，先通知个好消息：经读者推荐，昨天唐书房购买了“号内搜”服务。今后，你可以凭借你记得的任何关键词，在书房里搜索寻找历史文章，不用再去翻的老眼昏花了。

号内通菜单放在原来的“书房福利”菜单位置，点击进去就可以搜索。也可以向书房发送关键词“号内搜”提取搜索界面。

书归正传。

三季报信息量不大，一般不会有什么重大信息值得表述。除了茅台已经在周六发表了《李保芳的小算盘及茅台重估》一文之外，其他的持股公司，今天一锅乱炖了。

借着茅台开头，就先说酒吧！

洋河，作为中小板企业，按照规定业绩是需要提前预告的，所以半年报就已经有三季度业绩增长 10~20%之间的预告了，报表披露 15%增长，中规中矩。第三季度同比增长 20%，有加速迹象。

洋河，省内王者，根据地扎实。省外重复根据地深耕经验，具有引导渠道把握市场的能力和经验。啃硬骨头出来的团队，和股东利益捆绑的团队，值得信赖。相比享惯福的五粮液老窖团队，我更信赖小洋在深度全国化过程里的攻坚能力。

当前海天稳，梦飞升。三季报已经预告了全年业绩 64~70 亿之间，对应当前 1700 亿市值，约 25 倍左右的估值，基本合理阶段，持有。相对于三季报多家从 30%+到 70%+的增长，市场用抛售表达了其难以预测的小性子。估摸着过几天，情绪稳定了，就没什么大碍了。

白酒上市公司2017年Q3成绩单

序号	公司名称	股票代码	营收（亿元）	同比增长	净利润（亿元）	同比增减
1	贵州茅台	600519.SH	424.5	59.40%	199.84	60.31%
2	五粮液	000858.SZ	219.78	24.17%	69.65	36.53%
3	洋河股份	002304.SZ	168.78	15.08%	55.82	15.34%
4	顺鑫农业	000860.SZ	88.49	0.79%	2.72	10.30%
5	泸州老窖	000568.SZ	72.8	23.03%	19.97	33.11%
6	古井贡酒	000596.SZ	53.44	18.60%	7.97	36.92%
7	山西汾酒	600809.SH	48.56	42.80%	8.06	78.54%
8	维维股份	600300.SH	34.16	5.89%	1.07	11.27%
9	口子窖	603589.SH	27.15	16.29%	9.01	26.48%
10	今世缘	603369.SH	23.93	16.14%	7.76	20.01%
11	迎驾贡酒	603198.SH	21.84	2.11%	4.28	-9.67%
12	老白干酒	600559.SH	17.29	4.44%	1.17	40.45%
13	水井坊	600779.SH	14.71	85.18%	2.43	63.22%
14	伊力特	600197.SH	12.86	8.33%	2.57	10.88%
15	沱牌舍得	600702.SH	12.43	13.10%	9547.42万	74.20%
16	金徽酒	603919.SH	9.42	1.63%	1.77	10.17%
17	青青稞酒	002646.SZ	9.35	-9.17%	1.1	-43.28%
18	金种子酒	600199.SH	8.31	-19.98%	498.06万	-50.35%
19	酒鬼酒	000799.SZ	5.51	27.01%	1.16	77.67%
20	皇台酒业	000995.SZ	0.41	-72.65%	-0.67	-37.74%

图片来自云酒头条

再说古井贡B。

在目前营收最大的前六大白酒上市公司茅五洋老古汾里，真正的全国性的酒企也就只有茅台五粮液和老窖。洋河只能算半个，还没有真正走向全国——洋河营收远超老窖，只是因为在有限的几块地面扎的比较深而已。

洋河、古井贡和汾酒三家，是最有希望从地方走向全国，在消费升级以及行业集中的浪潮中完成扩张的。其中清香型白酒的消费群体我吃不太准，加上汾酒的企业价格设置以及大本营山西的经济形势，老唐都不太看好，所以没怎么关注。

古井贡有“贡”为名，有曹操家乡加持，有中国八大名酒之一的历史底蕴，有以梁金辉为首的管理团队，有投入高额销售费用扩张的习惯，有在白酒诸强林立的安徽省内厮杀出来的经验（白酒营销界有口诀云：东不入皖，西不入川），其主流产品集中在100~300元价格带，和茅五洋老的未来看点不同，目标人群不同。

我个人比较看好它在消费升级需求下的全国化之路。但这不是古井的最大优势，古井最大的优势是：有B股，而且便宜近一半。老唐是今年6月中旬买入的古井贡B，买入价格大约是31港币左右（书房有分享），折合人民币不到26.5元，相比当时的古井贡A股50元左右的价格，近于对折。

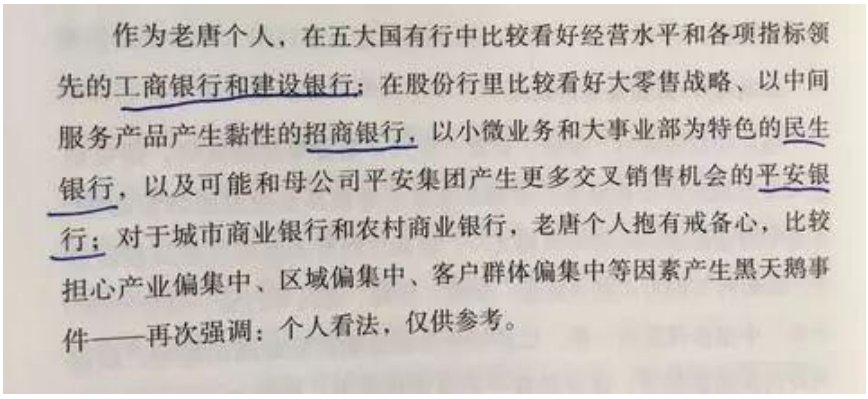
即便通过四五个月的爬升，当前古井贡B价格为44港币左右，折合人民币不到37.5元，相对于当下古井贡A股73元的价格，依然是对折。憧憬古井的全国化前景，当前市值不到190亿（按照古井贡B股价计算），依然处于偏低估位置。若要说不确定性，可能主要也就看对湖北黄鹤楼酒的收购后的整合情况如何了。

第一持股行业白酒说完了，说说第二大持股行业银行。

其实我很少直接说具体银行，为啥呢？银行业财报术语复杂，对于绝大多数没有读过《手把手教你读财报2》的朋友来说，说一堆拨备、拨备覆盖率、拨贷比、当年计提、坏账率、不良贷款率、净息差、净利差、非息收入、核心资本充足率、二级资本充足率、扩表、缩表、同业资产……，跟天书一样，除了引

发一堆询问这个是啥意思，那个是啥意义，你是不是 zhuangbility 等等的反应之外，没什么用处。

而如果读过《手 2》的朋友，应该都知道，老唐在 224 页直接写了“2016-2017 银行股价大概率上涨”的判断，并在 230 页干脆就给出了代码：


作为老唐个人，在五大国有行中比较看好经营水平和各项指标领先的工商银行和建设银行；在股份行里比较看好大零售战略、以中间服务产品产生黏性的招商银行，以小微业务和大事业部为特色的民生银行，以及可能和母公司平安集团产生更多交叉销售机会的平安银行；对于城市商业银行和农村商业银行，老唐个人抱有戒备心，比较担心产业偏集中、区域偏集中、客户群体偏集中等因素产生黑天鹅事件——再次强调：个人看法，仅供参考。

还聊什么呢？

其实还可以说一件郁闷的事情，让大家开心一下：在我写完《手 2》的时候，真动过心思，想把正处于管理层动荡的民生银行 H 股，换成《手 2》主角工商银行的 H 股。后来又有点犹豫，怕担上卖书鼓吹读者抬轿的嫌疑，就忍了。如果当时换了，今年就是左招行右工商，前腾讯后海康，茅台挂在正中央，人挡砍人，妖挡斩妖的格局！唉，就这样，失去了一次冒充股神的良机，哭死……

当前，简单的说，招商银行仍然一切均好，不良率连续下降，已经可以有拨备反哺利润的腾挪空间了。而招商 H 股价仍然低于招商 A 股约 7%。我可能会在招商 H 股价超过招商 A 股 5%~10%的时候动手搬砖，如果没有，就继续傻坐。对于银行，最简单的估值就是市净率估值，招商银行的品牌和管理，足够我给予一定的溢价，看高到近 2 倍市净率位置。

民生的三季报，显示情况也在好转中，新不良生成率下降，逾期贷款率降低。虽然还是比招商差不少，仍处于砍同业、缩规模的阵痛中。但由于当前 H 股股价仅仅 7.55 港币，折合人民币 6.42 元，相对于每股净资产 9.89 而言，是打 65 折促销——招商 H 股 1.46 倍市净率，招商 A 股 1.56 倍市净率。依然是手 2 里的观点，我认为市场恐慌过度，民生股价必将修复到至少 115%净资产以上位置，但时间无法预测。

接着说国投电力。

持有国投的核心在于，你认为今年不赚钱，甚至明年还不赚钱的火电厂，到底是包袱还是资产？如果认为短期亏损的火电厂，会拖累每股收益，是股价的包袱，那么持有国投不如持有川投。如果认为今日亏损的火电厂是资产，今天亏的都会在未来补偿回来的，那么持有国投优于川投。简单的说，国投就是一个水电兜底，赠送火电看涨期权的权益组合。

对于两投而言，当前潜在利好有：①煤电联动，上调标杆电价，减少火电亏损的同时，增加水电盈利。这个是公开政策，只要发改委不耍赖，2018 年元旦，标杆电价就应该上调，由此将给国投带来水电和火电两大板块盈利的同时增加；

②2017 年 10 月 19 日，发改委和能源局联合发出《国家发展改革委　国家能源局关于促进西南地区水电消纳的通知》，推出 11 条政策，力争“十三五”后期川滇两省不再新增弃水问题，要在“十三五”期间新增四川送电能力 2000 万千瓦以上、新增云南送电能力 1300 万千瓦以上，确保水电送出通道需求。这是长期利好，消纳是水电的关键，多卖的每一度电，都几乎是纯利润；

③国家能源局 9 月份推出征求意见稿，准备延续 2017 年到期的大水电增值税退税政策，对国投而言，

100 万千瓦以下的电站，增值税税率由 17%降为 13%。 100 万千瓦以上的电站，增值税实际税负超过 12%的部分即征即退政策再延续三年到 2020 年底。该政策若能通过，也会增加国投未来三年的净利润。

以上几只股票，占老唐全部持仓约八成，另外，腾讯将在 11 月 15 日发三季报。剩余的双汇发展、信立泰、粤高速 B 和海康威视四只，合计占约 10%仓位。在今日同时推送的下篇里，这四家也一锅炖了。

第323篇. 2017.11.1-乱炖三季报（下）

原创 2017-11-01 唐朝 唐书房

上篇说了洋河、古井贡、招商银行、民生银行、国投电力的三季报，下篇接着聊其他几只。

双汇

查了一下记录，我的双汇，最初是在 2016 年 4 月 8 日买入的，看复权价格，应该是 17 元多。后来陆陆续续又追加了少量。最后一次追加，是今年 6 月 14 日，成交价应该在 22 元出头。

财报分析方面，前面老唐已经写过它，三季报就不扯那么细。整体来说，杀猪卖肉都多了，但由于猪肉价格下跌，营业收入略降。营收下降对于双汇而言不重要，高进高出营收高，低进低出营收低。但经济学规律告诉我们，低进低出销量会增加（猪肉价格下降，人们消费猪肉的欲望和能力增加），公司利润会增加。

从财报数据上说，前三季度扣非净利同比-1.15%，其中第三季度扣非净利同比增长 19.3%。前三季度净利润 31.5 亿，经营现金流净额 44.5 亿，净资产回报率 23.16%。第三季度全线环比上升，这就是老唐在《蛰伏者双汇》一文里谈到的，一旦万洲国际对现金的需求没那么迫切了，双汇就会龙抬头。

从定性的角度概略说，双汇的投资逻辑其实挺简单的：中国作为世界最大的猪肉消费国，消费习惯是根深蒂固的。而双汇是业内最大的巨头，无论是规模优势，还是历史证明的成本控制能力，都是拿着望远镜也看不见对手，不应该才值 500 多亿市值（老唐买入时）。

这是个苦 B 的行业，靠着规模和高周转，双汇构建了一个低毛利率的市场环境，外来资本一般没有兴趣或者胆量进入这个艰辛的市场拼杀。恰好因为这样，双汇才能持续给股东带来高净资产回报率。在杀猪卖肉的运营和成本控制方面，全国，下一步可能要说全球，都没人比得上以万隆老爷子为首的这个团队了。

未来的看点，就是消费升级+挤压同行。所谓消费升级，指人们将从吃无品牌的菜市场所谓“新鲜”肉，升级为吃超市里有品牌的“冷鲜”肉。从吃街边卤煮摊的烧腊肉，到吃工业化生产出来的更有质量保证的肉制品；

所谓挤压同行，就是利用规模优势，利用上市公司知名度优势，利用双汇品牌优势，利用冷链运输优势，利用中美猪肉不同周期不同价格的低成本，不断切入目标市场，抬高食品安全门槛，抬高规模门槛，抢夺地方屠宰场、肉联厂的市场。把市民从菜市场肉摊上，拉到超市的肉柜前。

总体来说，是一架小印钞机，商业模式是手手清。400 亿规模的销售，应收账款就 1 亿出头，不到 1 天的销售额，相当于是 9 月 30 日中午送的货，下班前还没来得及收到钱，其他货款均已收到，大致就是这么个样子。

今年前三季度 31.5 亿净利润，去年四季度营收 135 亿，净利润约 12 亿。以当前生猪下降趋势看，四

季度维持三季度单季同比增速是可以期待的，也就是说，今年年报净利润应该可以达到 46 亿以上，对应当前不到 870 亿市值，市盈率不到 19 倍，依然处于合理偏低位置。

信立泰

信立泰，经营形势和 3 月份发表《投机者信立泰》一文的时候，差不多，盈利稳定。按照三季报预告，全年净利润约 14~15 亿之间，对应当前 370 亿市值，市盈率约 25 倍。

关于信立泰的买进，在《投机者信立泰》一文，老唐也分享过，是 2016 年 1 月 28 日，在信立泰 240 亿市值，大约 22~23 元之间买进的。纯运气，撞上个最低点。在今年的 8 月 27 日发表了《信立泰中报分析》一文，并得出值得买入的结论后，次日在 30.2 又补了一点（在书房实时分享过），又狗屎运，买到近期一个低点。其买进位置选择准则，在《投资者信立泰》里详细阐述过。今年 8 月 27 日买进，依然用的是该准则。

了解信立泰，建议阅读《投机者信立泰》一文。三季报和该文里的相同部分，老唐就不写了，说点不同的。三季度营收增速 13.85%，明显提速。受益于主力产品氯吡格雷重回广东市场，阿利沙坦进医保目录，比伐卢定放量（这几个因素，在《投机者信立泰》中都写过），公司销售费用大增 38.73%，强力推广中，后期继续放量是可以期待的。

同时，同样在《投机者信立泰》一文中谈到的“替格瑞洛”专利，本月又被信立泰挑战专利成功（信立泰在专利法方面的经验和人才，也是企业核心竞争力啊！），国家知识产权局专利复审委员会宣告原研厂家在中国申请的替格瑞洛化合物专利无效。这样，信立泰首仿替格瑞洛就不用等待 2019 年 12 月 2 日原研化合物专利到期，进度又可以提前了。关于替格瑞洛的介绍，参看《投机者信立泰》一文。

以上因素，加上氯吡格雷一致性评价进展顺利，虽然只有 5%左右的净利润增长，股价依然在近期走的比较坚挺。但由于医药行业研究难度太大，老唐不打算继续拓展对医药行业的学习和资料搜集，故对信立泰的态度是不加不减，继续持有中。

粤高速 B

粤高速覆盖的很偶然。今年 7 月 16 日，偶见有人转发粤高速中报，随手翻看一下，发现有肉。于是 7 月 17 日早上就 6.2 港币追进去（在唐书房和雪球均有实时分享）。当时有位朋友说我是追高（确实是历史新高位置），老唐还回答他：“是追高还是抄低，要取决于你比较的对象是企业价值还是历史股价”

唐朝

来自雪球 发布于07-17 09:52

老唐又搞了点港币，今天来当轿夫

成交日期	合同编号	证券代码	证券名称	操作	成交均价
20170717		200429	粤高速B	买入	6.200
20170717		200429	粤高速B	买入	6.200
20170717		200429	粤高速B	买入	6.200
20170717		200429	粤高速B	买入	6.200
20170717		200429	粤高速B	买入	6.190
20170717		200429	粤高速B	买入	6.190
20170717		200429	粤高速B	买入	6.190

这是个比较简单的公司，一句话就可以说完：此山是我开，此树是我栽，要想从此过，留下买路财。偏巧这座山头所处地势，来来往往的客商挺多，于是山寨合伙人过的蛮滋润。买进的逻辑，随后就在书房发表了题为《一尺跨栏粤高速》的文章，感兴趣的可以翻阅。

前三季度，公司净利润 12.78 亿，同比增长 60.23%。扣非净利 10.26 亿，同比增长 58.5%。全年预计 15~16 亿净利润，对应当前不到 130 亿市值（7.15 港币），依然属于偏低位置。适合当债券拿着收红利——当前价格对应着约 8%的股息率。注意，老唐说的是粤高速 B，不是粤高速 A 股。A 股要比 B 股贵 40%，买 A 显然不是理性之举。

海康

海康，自今年五一首次覆盖，发表了《王者海康》四篇文章后，5 月 2 日买进 1%后，股价就一直飚一直飚，半年涨了 70%。实在是郁闷无比，不想多说了。就补充两句：①目前正是海康的估值切换期，由安防企业向 AI 之眼切换，不能理解这一点，就无法理解海康的强势上涨。②未来的海康不仅会发展新客户，还会把它的老客户通通再啃一遍。海康的市场空间，很可能比现在所有研究报告看到的都要大。

最后提醒，今天除了新股，另外还有不需要现金、不需要市值即可参与的免费摇奖活动：申购金禾可转债。买入“072597”，价格 100 元，每个身份证可以买入 100 万元的。不同券商显示的买入手数不一样，你不管三七二十一，直接买入“全部”即可。让券商也知道知道你多么有钱，多么任性，多么的挥金如土……。

文末再次通知：昨天唐书房购买了“号内搜”服务。今后，你可以凭借你记得的任何关键词，在书房里搜索寻找历史文章，不用再去翻的老眼昏花。号内通菜单放在原来的“书房福利”菜单位置，点击进去就可以搜索。也可以向书房发送关键词“号内搜”提取搜索界面。

第324篇.　　2017.11.4-惊心动魄赌金者02

原创　2017-11-04　唐朝　唐书房

读书笔记这种东西，我发现如果不及时写，搁几天就没动力了。就好比我写《惊心动魄赌金者 01》时，之所以用“01”做标题，而不是用“上”，起初脑海里想的就是可能至少会写四篇。结果拖了两周，原来