在脑袋里跳来跳去的那些念头不见了，码字的冲动也没了。以后要汲取教训，哪怕分次发，也应该一口气写完。今天一边在雪球围观和参与吵架，一边简单写点儿，算收个尾做个交待吧！

上次说到，有两位诺奖得主背书，有美联储在任副主席加盟，有巴菲特眼中的“所罗门摇钱树”主持……这样一群“每平方英寸智商密度高于地球上其他任何地方”的天才梦之队，在基金成立后的三年里，年年高回报，且只有 1 个月产生过超过 1%的亏损。从 1994 年 2 月成立直到 1998 年 4 月，基金最大月度亏损仅为 2.9%。

然而，接下来却在几个月时间里，巨亏 50 亿美元，连本带利，所有的财富灰飞烟灭，以至于需要美联储出面，联合华尔街 14 家大银行出资数十亿美元救助，否则可能导致整个金融系统的坍塌。这些天才究竟在交易些什么呢？

说穿了也不神秘，就是“赌收敛”，下注关联产品之间的价差缩小。举个例子，就和看见招商银行和民生银行估值差距比自己计算的合理差距大，就去“空招商，多民生”策略类似。当然，长期资本前期主要是在不同期限的债券间赌收敛，债券的价值相对于股权要容易计算的多。只有后期由于资金太多，加上模型一直赢，才自负地扩张到赌股权上。

这种赌收敛，背后的逻辑都是：“它们之间的确有不同，但经过我们计算，差异不应有这么大。所以，通过空 A 多 B 策略，不管两者是涨是跌，只要两者之间的差异缩小我们就有赚”。

他们和同期导致巴林银行（有些译为霸菱银行）的尼克.里森，或者中国国债期货市场里的 327 国债事件的管金生们完全不同。后二者就是赌博赌错方向了，没有什么研究价值。但长期资本可不同，思考长期资本的成与败，对投资体系和心态大有帮助。

1995 年初，经营超过 230 年的英国老牌贵族银行巴林银行倒闭案里，元凶尼克.里森犯的错误简单的多，高杠杆赌指数期货上涨，结果跌了，直接损失超过了巴林银行净资产的 180%，最终让这个连英国女王都委托他们打理王室资产的贵族银行，轰然倒闭。

同样在 1995 年初，中国的国债期货市场上，也爆发了 327 事件，天量杠杆做空 327 国债期货，产生高达 40 亿元的损失，中国当时最风光的万国证券频临破产，大 boss 管金生入狱。

本质上，长期资本做的赌收敛事件，价值投资者也在做：下注市价和企业内在价值之间差异的收敛（价格迟早反应内在价值）。当然，计算能力是不同的，长期资本的计算能力来源于当时世界最顶级的头脑和海量的计算机，而我们的算力与之相比是有差距的。

然而，同样是赌收敛，为何长期资本灰飞烟灭，而巴菲特（或其同门）却可以天长地久的活着并持续盈利呢？核心差异在于容错性。

巴菲特计算的是企业的内在价值，是企业本身所能创造的未来现金流，当这个现金流带来的回报足够可观时，巴菲特买入了。买入之后，有两种可能，一种可能是差距不收敛，价格迟迟不反应内在价值，巴菲特就老老实实等着享受每年的企业增长（或体现为分红，或体现为净资产增长）；

另一种是差距收敛了，价格反应甚至是过度反应了内在价值，此时巴神通过股价提前收回企业内在价值。所以，他的行为，在买入之初就确定即便市价不发生变化，他依然能够取得不错的回报。而反过来，正因为这个预期回报不错，所以可以预计市场资本一定会来追捧该资产，导致资产价格上扬。

即便如此，巴菲特也无法确定这个收敛什么时候能够完成。因为市场价格取决于千千万万参与者的情绪，这种情绪是难以预测的，正如牛顿所说：我能计算天体运行的轨迹，却无法计算出人性的疯狂。所以，

巴菲特对于股价的态度实际上是：因为资本的逐利性，我相信你们迟早要来。但你们来了，我收割。同时，我也做好了你们不来的准备，假如你们不来，我就老老实实收获企业红利和净资产的增长。

相比巴神，长期资本的天才们却是在下注两种市场情绪的收敛。注意，是赌“两种市场情绪”，巴神是赌一种市场情绪和一种可以计算的现金价值之间的收敛，长期资本是赌两种市场情绪之间的收敛。前者好比是守株待兔，树是固定的，兔子是跑来跑去的，巴神的想法是这颗树总归会白天长，晚上长，会开花，会结果，至于兔子，那是风落的意外收获，没有正常，有了更好。——这也是老唐以前在雪球用的签名：牛市只是投资者的 Windfall。

而长期资本是下注两只奔跑的兔子一定会撞在一起。这还不算，由于债券价值是可以清楚计算的，所以，很难出现很大差异——别忘了，资本具有逐利的天性，真有显而易见的利润，一个个跑的比兔子可快多了。因此，长期资本的天才头脑和精密计算，也只能去抓那些其他人无法计算和准确界定的微小差异。而要想从这些微小差异里获取可观利润，杠杆成了无法回避的选择。

一旦加了杠杆，下注的就不是两只奔跑的兔子“一定会”撞在一起，而变成了“①两只奔跑的兔子在固定期限内一定会撞在一起，且②撞在一起之前，这两只兔子分离的最大距离不超过 XXX”，这个难度就增加了无数个数量级了。

而如果我们认同市场情绪无法预测的话，这个固定期限内撞上+分离最大距离不超过 XXX，逻辑上就注定是个死局。怪不得等着树长大，顺便也捡捡风落之财的巴神，一次次恭维高人，却一次次坚定地拒绝向长期资本伸出他那温暖的小手呢！

巴神不仅当时拒绝伸出温暖的小手，事后还毫不留情地踩这种愚蠢的行为，他说他无法理解这些聪明人怎么能做出这样的蠢事呢？原话如下：

约翰•梅里韦瑟、艾瑞克•罗森菲尔德、拉里•希利布兰德、格雷格•霍金斯、维克多•哈格哈尼，还有两位诺贝尔奖桂冠得主罗伯特•默顿和迈伦•舒尔兹，把他们这 16 个人加起来，他们的智商该多高，随便从哪家公司挑 16 个人出来，包括微软，都没法和他们比。

首先，他们的智商高得不得了。其次，他们这 16 个人都是投资领域的老手。他们不是倒卖服装发家，然后来搞证券的。他们这 16 个人加起来，有三四百年的经验了，一直都在投资这行摸爬滚打。而且，他们大多数人都几乎把自己的全部身家投进去了。他们自己投了几亿美元，智商高超，经验老道，结果却破产了。真是让人感慨。要让我写一本书的话，书名我都想好了，就叫《聪明人怎么做蠢事》。

长期资本的人都是好人，我尊重他们。当我在所罗门焦头烂额的时候，他们帮过我。他们根本不是坏人。但是他们为了赚更多的钱，为了赚自己不需要的钱，把自己手里的钱，把自己需要的钱都搭进去了。这不是傻是什么？绝对是傻，不管智商多高，都是傻。

为了得到对自己不重要的东西，甘愿拿对自己重要的东西去冒险，哪能这么干？我不管成功的概率是 100 比 1，还是 1000 比 1，我都不做这样的事。

假设你递给我一把枪，里面有 1000 个弹仓、100 万个弹仓，其中只有一个弹仓里有一颗子弹，你说：“把枪对准你的太阳穴，扣一下扳机，你要多少钱？”我不干。你给我多少钱，我都不干。

要是我赢了，我不需要那些钱；要是我输了，结果不用说了。这样的事，我一点都不想做，但是在金融领域，人们经常做这样的事，都不经过大脑。

我真理解不了，怎么有人会像这 16 个人一样，智商很高、人品也好，却做这样的事，一定是疯了。

他们吃到了苦果，因为他们太依赖外物了。

巴神说他理解不了怎么会有人拿自己需要东西（全部身家，名誉，学术成就）去赌一些自己并不需要的东西（更多的钱）。其实老唐倒是可以理解，说到底就是一个人生观的问题：你是拼了命想活的惊心动魄，还是努力去追求平稳，平凡。

正好近期看过一部 2014 年的国产电视剧叫《红色》的，里面的主人公徐天就是尽自己最大努力，让自己和亲人去躲避那些惊心动魄，就像过一点儿安静日子（当然，求，但不得，戏剧冲突出现）。

价值投资者就像徐天，总是尽力想让自己躲避陷阱，安安稳稳活着，平平静静成长。为此，徐天们要思考的问题就是确定性，是躲避陷阱，是不犯致命错误——正如《手 1》的副标题，财报是用来排除企业的，价值投资者通过排除危险，活的更长来获取财富。

然而，这个世界多姿多彩就在于，不可能只要一种人生观。有的人最大的梦想就是璀璨如烟花，哪怕只有一瞬，我也希望全世界看见我的美丽，这样，我才不枉来世间一趟。

《赌金者》里恰恰就是这样一群不甘平凡，努力追求存在感的人。他们的目标是证明自己对，证明自己牛，为此不惜压上身家和名誉，去挑战那些世间最难的东东。哪怕已经是亿万身家，已经是美联储副主席，已经是华尔街大佬，已经是诺奖得主……也愿意压上作为赌注，只为精彩，只为灿烂。虽然我不做这样的人，但世界却因为有这样的人而精彩。

不同人生观的人，很难互相理解。烟花和雪球，只能是道不同不相为谋。如果非要扭在一起，可能会非常痛苦。因此，读完《赌金者》这本书，其实很建议各位问问自己：我来到资本市场，究竟是想璀璨如烟花，还是将财富的雪球越滚越大？前者，最终走上的路几乎一定是是高杠杆、题材股、热门股、高度集中，而后者则是拒绝杠杆、只投资市值远低于价值的股票、不懂不做、适度分散。

人生观很难修正的，选好能让自己愉快的路，是人生的战略问题，值得浪费一点时间思考。可能这人生观的本性，才是所谓「能接受价值投资的人，五分钟就接受了，否则可能一生都接受不了」背后的原因。

但不管什么样的人生观，《赌金者》一书，至少能让我们遇到那些一年赚几倍甚至几十倍收益的时候，看见公募私募基金排行榜的时候，能够放弃盲目崇拜，别忙惊叹收益率，而是多想一分钟，高收益背后究竟对应着什么风险，是否有学习价值，是否可以学习。这也算收获吧！

说到杠杆，有个常见的谬误，说巴菲特也是靠杠杆才做这么大的。这两者，看上去都是借钱，但实质有本质区别，老唐觉得有必要顺带聊聊。正如巴神亲口说的：“我们基本上没借过钱，当然我们的保险公司里有浮存金。但是我压根没借过钱。”

巴菲特用保险公司的浮存金加“杠杆”，这个是大家都知道的事实。他为什么说“没借过钱”呢！原因有三：其一，浮存金类似于老唐在财报分析里经常用到的经营性负债，是保险公司现在收了客户的钱，在未来需要支付出去的钱，并非有息负债；

其二，巴菲特对于保险公司的经营性负债，其实要求也很高的。旗下保险公司的产品，一般是要做到经营本身就有利润，就好比说你交 100 给我，一年后我还你 98 一样，这样的负债毫无压力。怎么做到借 100 还 98 呢，通过大数定律，通过信息的不对称（保险公司知道损失的概率和损失额，顾客不知道）；其三，巴菲特基本不碰人寿保险，只针对财险，最大限度的规避不确定性。

在这三大前提下，巴神的浮存金杠杆总体就是“今天客户交来 100，确定一年后还他 98”的杠杆，这样的钱，不要说巴神，老唐也敢用，哈哈。但即便是这样，巴神还是习惯性在手头随时持有大量现金，防

止出现所谓的六西格玛、十西格玛事件。

以上是老唐一些感想，你读过此书的收获是什么？来，留言区聊聊。

第325篇.　　2017.11.8-财报印象系列回顾

原创　2017-11-08　唐朝　唐书房

在去年的年终总结《老唐的 2016》一文里，老唐写过这样一段话：

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。

正是在这样的想法驱动下，从今年 1 月 18 日第一家上市公司开始发布年报起，老唐陆陆续续翻看了不少其他行业财报，并在唐书房里写了浅印象和财报印象系列文章。其中浅印象基本上就是看看年报摘要就可以排除的、明显没有投资价值的企业。

而财报印象则是从年报摘要看，觉得有阅读价值的企业，或者干脆是书房读者点杀的企业——对于这些企业，老唐以前基本没有什么研究，仅仅根据一两日内财报阅读结果，做出估值及投资与否的结论。

眨眼十个月过去了，对于投资跨度而言，不算长也不算短。今天有点空闲，就用文章估值和市场股价走势做个对比，看看依据一份财报的阅读，能否做出中短期大体靠谱的投资或不投资决策，也算是对这 10 个月在企业分析上的一个总结吧！

下面按照靠谱篇和打脸篇来分类回顾，两类均按照文章发布时间先后顺序排列。其中白酒、水电和银行三类，属于过去有相对深度研究的类别，此处不做收录。

靠谱篇

1）丽江旅游，来自 2017-3-6《年报浅印象 11》。

文章结论：市值 62 亿略贵。合理估值 50 亿。

投资决策：不买。

股价走势：文章发布日市值 62 亿，今日市值 50 亿（11 月 8 日午间，下同），跌幅 19.4%。期间最高市值 66 亿，最低市值 49 亿。

2）宋城演艺，来自 2017-3-13 的《年报浅印象 12（上）》、《年报浅印象 12（下）》及 2017-3-15 的《聊聊宋城定增方案》。

文章结论：除六间房以外的部分，有可信的潜在成长能力，价值 200 亿，六间房难以估值。若能跌到 240 亿市值，才值得开始买入。

投资决策：买入观察仓（当前观察仓继续持有中）。

股价走势：文章发布日市值 300 亿，今日市值 295 亿，跌幅 1.7%。期间最高市值 319 亿，期间最低市值 263 亿。

3）伟星新材，来自 2017-3-20《伟星新材年报浅印象（上）》和《伟星新材年报浅印象（下）》。

文章结论：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。

投资决策：买入观察仓（已经于 7 月 14 日 190 亿市值卖出，换入双汇，见 7 月 14 日书房推送）。

股价走势：文章发布日市值 152 亿，今日市值 182 亿，涨幅 19.7%。期间最高市值 196 亿，最低市值 152 亿。

4）信立泰，来自 2017-3-21《投机者信立泰（上）》、《投机者信立泰（下）》及 2017-8-27《信立泰中报速读》。

文章结论：继续持有原 240 亿市值是买入的部分。当信立泰触及 23 倍以下市盈率的时候，构成买点。合理估值应在 400~450 亿之间。

投资决策：继续持有。（至今持有 4%+仓位。期间在触及 22 倍市盈率的 30.20 元加了仓，见 2017-8-28 书房推送）

股价走势：文章发布日市值 294 亿，今日市值 392 亿，涨幅 33%。期间最高市值 404 亿，最低市值 290 亿。

5）双汇发展，来自 2017-4-5《蛰伏者双汇（上）》和《蛰伏者双汇（下）》。

文章结论：①近年来的高分红、低增长是逼不得已，当大股东还账现金压力变小的时候，双汇将重拾增长；②双汇的管理和规模，构成企业护城河；③肉制品行业增长空间挺大；④行业内没有构成威胁的竞争对手；⑤未来亚美欧三大洲的协同效应，还有深挖的潜力。

投资决策：继续持有，有钱追加。

（当前继续持有 4%+仓位，期间有少量追加）

股价走势：文章发布日市值 703 亿，今日市值 926 亿，涨幅 31.7%。期间最高市值 943 亿，最低市值 645 亿。

6）海康威视，来自 2017-5-1《王者海康①》、《王者海康②》、《王者海康③》和《王者海康④》。

文章结论：所有读过财报的企业当中，唯一一家后悔覆盖晚了的企业。海康具备强大的核心竞争力，并至少还有三大潜在增长点。

投资决策：买入（第一时间买入了 1%仓位，一者满仓没钱，二者贪心更低买入价。后期有不值一提的几百股追加，无法掩盖 2017 年投资的最大憾事）。

股价走势：文章发布日市值 2217 亿，今日市值 3756 亿，涨幅 69.5%。期间最高市值 3784 亿，最低市值 2121 亿。

7）长安 B 股，来自 2017-6-5《长安汽车浅印象（上）》和《长安汽车浅印象（下）》。

文章结论：无法确定其利润的持续性。但相比 A 股，长安 B 价格折扣较大，具有安全边际。

投资决策：少量买入长安 B（实际于 6 月 15 日买入约 1%仓位长安 B，后微利 3%抛出，换入古井贡 B。见 9 月 14 日书房推送）

股价走势：文章发布日，长安 B 股市值 430 亿，今日市值 415 亿，跌幅 3.5%。期间最高市值 441 亿，最低市值 388 亿。

文章发布日，长安 A 股市值 653 亿，今日市值 647 亿，跌幅 1%。期间最高市值 737 亿，最低市值 644 亿。

8）雅戈尔，来自 2017-6-24《生人勿近雅戈尔（上）》、《生人勿近雅戈尔（中）》和《生人勿近雅戈尔（下）》。

文章结论：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。合理估值 378 亿，当前市值 365 亿，无投资价值，上涨下跌靠博傻赌运气。

投资决策：不买。

股价走势：文章发布日市值 365 亿，今日市值 347 亿，跌幅 5%。期间最高市值 397 亿，最低市值 339 亿。

9）粤高速 B 股，来自 2017-7-20《一尺跨栏粤高速》。

文章结论：显而易见的便宜。

投资决策：买入。（6.2 港币追高买入 1%+仓位，见 7 月 17 日推送。文章发布在买入后的第三天）

股价走势：买入市值 110 亿，今日市值 127 亿，涨幅 15.8%。期间最高市值 130 亿，最低市值 110 亿。

10）腾讯控股，来自《散打投资》系列多篇文章。

文章结论：前景广阔，值得买入。

投资决策：买入。（在 197 港币~280 港币之间，多次少量买入，平均买入位置约在 270 港币，至今持有仓位 9%+）

股价走势：首次买入市值 15950 亿，今日市值 31500 亿，涨幅 97.4%。期间最高市值 32184 亿，最低市值 15130 亿。

打脸篇

1）晨鸣纸业，来自 2017-2-22 的《年报浅印象 9》。

文章结论：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。

投资决策：不投。

股价走势：文章发布日市值 236 亿，今日市值 334 亿，涨幅 41.5%。期间最高市值 390 亿，期间最低市值 197 亿。

打脸原因：不懂造纸行业周期，未能预测出产品价格上涨。

2）老板电器，来自 2017-4-16《像老板那样投资》。

文章结论：有财务疑点，不能理解核心竞争力，回报不具备足够吸引力。

投资决策：不投。

股价走势：文章发布日市值 386 亿，今日市值 458 亿，涨幅 18.7%。期间最高市值 470 亿，最低市值 357 亿。

打脸原因：不能理解厨电厂家如何能抵挡其他电器类巨头参与竞争。

3）白云机场，来自 201-10-21《岭上白云有疑点（上）》和《岭上白云有疑点（下）》。

文章结论：这不是一家可以放心持有的公司，回报不足以吸引人。

投资决策：不投。

股价走势：文章发布日市值 271 亿，今日市值 308 亿，涨幅 13.8%。期间最高市值 314 亿，最低市值 267 亿。

打脸原因：市场比老唐更看好新航站楼投产后的收益和增长。

总体里看，在上半年自驾游 96 天，下半年装修房子的时间安排下，今年书房读财报，涉及到 13 家企业，做出的估值和投资决策，**10 家基本靠谱，占比 77%；3 家被打脸，占比 23%**，大致来说，基本满意，over！

第326篇.　　2017.11.9-吐槽及提醒

2017-11-09　唐朝　唐书房

大清早的，起床就看见网上爆出的携程上海幼儿园虐童视频及文字，心中憋闷！真特么的畜生，那么小的宝宝能下这种手！设身处地，我要是那爹妈，此时真的是杀人的心都有了。畜生，畜生……

曝光视频控诉摘录：

家长星期一在群里发出那些图片，我一点没相信……我星期二屁颠屁颠把孩子送过来，我们家孩子 17 个半月，8 个月开始就上早教班了，从来不会哭一整天……

我昨天跑来看视频，看了两个半小时，我就看不下去了……给我宝宝喂了芥末，然后睡觉，一小时拉 6 次，10 分钟一次……还不给换尿布，宝宝只能撅着屁股才给换，怎么换的你知道吗？我们是个女孩，直接裤子全部脱光，拉到角落去，站着换尿布……一只腿直接掰起来换！

喂了一岁半的小朋友半管芥末，喷消毒水，喷在眼睛上、嘴上，你受得了吗？一个小时拉 6 次，拉 6 次啊！你受得了吗？我从昨天晚上到现在，我哭到现在，我多后悔啊，我现在这样我妈都不认识我了。

我把孩子送到这来，老师告诉我说，里面不能进。我走到前台，我没有进去，我是一个携程的老员工，我有纪律，有规范。

爸爸把宝宝送到医院，结果白细胞超标。我健康的宝宝进来之后白细胞质量超标！5 天！我昨天晚上问了一下群里面，所有的宝宝都是两天不超过三天就进医院的！还有 5 天住院的，到现在没出来的。

你去问问看，我是唯一一个敢站出来的。你问问这里面哪个不想撕了她，哪个不想！是你，我跟你说这些你想吗？！中国自古存在性恶论和性善论之争，说人的天性究竟是善良的还是邪恶的，人们是努力克服外界诱惑，听从内心之善，还是利用规则，抑制内心之恶？

或许这种问题从来没有标准答案，但随着岁月流逝，我个人是越来越偏向于遗传论，血统论，基因论。有些人可能天性就是善的，有些人则相反，天性就 TMD 是恶的——譬如这位给 1 岁半小孩喂芥末喷消毒水的幼儿园老师，呸，不配用老师这俩字，幼儿园狱头……

这事儿发酵下去，以后幼儿园还真的得全装上摄像头。光有摄像头还不行，还得会识别，有行为模式分析能力，不能只是事后做证据，得需要第一时间发现并提醒危及孩童的可疑行为……残酷的现实活活把一个自由主义者逼成“老大哥正看着你”的拥趸，这一刻，我也分裂了……

话痨不吐不快，吐过后舒服多了。通知两件好事儿弥补一下负面情绪：

一是今天千万别忘了打新股，看到这儿赶紧先去打了。今天有今年年内发行价最高的新股，单价 56.88 元，而且还是上海的，一签是 1000 股。这要中一签的话，估摸着十几万随便到手，千万不敢忘了。

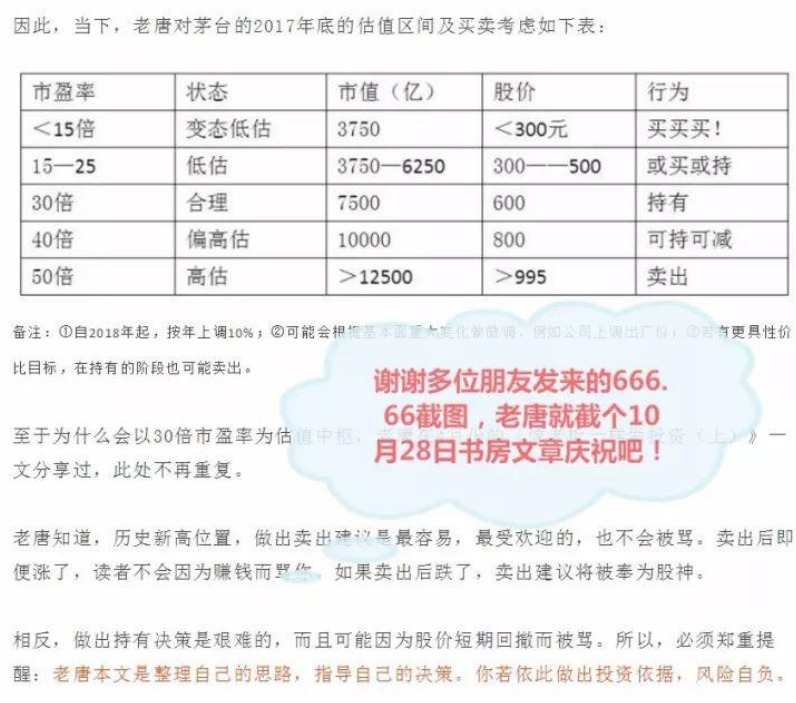
二是书房福利里的万 1.5 佣金的券商 A，领先开发出了类似一键打新功能的“一键打债”，功能界面在“交易”的最下面，

点击“新债申购”进去，可以看见下面的界面，以后就和一键打新一样，包括中签查询。

今天没债发行，所以页面上显示不出来，明天和下周一都有免费摇奖，记得打新股的时候顺带进去看一眼，顺手摇了就是了。这是全国领先的新功能，赞这反应能力。

——但是，但是，注意，一定要提醒一句：看菜单，这里放是可转债和可交换债。可转债包赚，一键打了就是了；但可交换债可不是包赚，要具体分析才行。如果你不懂，最靠谱的办法就是看见可转债，一键摇奖，看见可交换债，放弃别参与就是了。

第327篇.　　2017.11.10-茅台2017年底估值区间及买卖



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。

谢谢多位朋友发来的666.66截图，老唐就截个10月28日书房文章庆祝吧！

至于为什么会以30倍市盈率为估值中枢，老唐在《[illegible]》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。

第328篇.　　2017.11.11-聊聊国投配股方案

原创　2017-11-11　唐朝　唐书房

昨晚，国投电力发布拟配股公告，计划按照每 10 股配售不超过 2.2 股的比例向全体股东配售，拟募集资金总额不超过 70 亿元。若以公司总股本 67.86 亿股测算，本次配股数量总计不超过 14.93 亿股。所得资金用于增加雅砻江水电公司的资本金，全部投向两河口电站和杨房沟电站的建设。以该方案计算，配股数量不超过 10 配 2.2 股，配股价格在 4.69 元以上，至于上限，暂时不知，要看最终方案。

很多朋友向后台发来信息让老唐说说看法。其实不用急的，对于自己持股的重要事项，老唐肯定要谈的，对不？只不过昨晚公告发布的时候，正在陪领导追电视剧，没抽出时间。今天看了公告，也看到了后台朋友们的担心，简述观点如下。

先说结论：这次配股对于公司是必要的，也是所有可以选择的方法中，最优的一种。我会投赞成票，并全额参与配股。接下来说理由，老唐设计几个问答来解释吧：

1）两河口和杨房沟是不是必须建设的？

答：是的，两河口水电站将安装 6 台 50 万千瓦机组，总装机容量 300 万千瓦，年设计发电量 110 亿千瓦时。两河口水库调节库容 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。

杨房沟电站将安装 4 台 37.5 万千瓦机组，总装机容量 150 万千瓦，

单独运行时年均设计发电量 59.6 亿千瓦时，与两河口联合运行年均设计发电量 68.6 亿千瓦时。杨房沟水单独运行时具有日调节性能，与两河口水厍电站联合运行时具有年调节性能。

这两段话什么意思呢？简单说，就是这俩电站建好以后，不仅可以增加年发电 178 亿度，除每年至少直接增加六十亿以上的发电收入，更重要的是，可以将雅砻江以往丰水期白白流走的水，存储到枯水期来发电出售。这是整个雅砻江乃至长江电力下属电站都会受益的事情，直接零成本增加其他电站的年发电量和售电收入（枯水期电价更高）。

所以，先明白第一点，有利可图，必须建。

2）俩电站需要总投资多少，目前建设到什么情况了，还缺多少资金？

答：两河口总投资 665 亿，杨房沟总投资 200 亿。截止 2017 年 6 月底，两河口已经完成投资 228 亿，还缺 437 亿。杨房沟已经投入 40 亿，还缺 160 亿。两座电站距离完工，合计还缺少 597 亿。

3）用于电站建设的资金来源，对于雅砻江公司而言，有哪几种选择，各项选择的优劣顺序是什么？

答：资金来源有①借款（贷款或发债）、②利润滚存（放弃或减少分红）、③股东凑（国投川投等比例增加投入）、④引入第三方新股东资金（定下增发股份给第三方）、⑤以上全用。

在新项目确定有利可图的情况下，对老股东（国投电力和川投能源）而言，从最优选择到最劣选择排序是：①＞③＞②＞⑤＞④。其中，借款是最优选择，用低利率资金带来高回报，直接增加股东收益；

利润滚存（放弃年度分红）和股东凑，由于公司对公司的分红，本来也不征税，所以，这俩其实是一回事。差别仅有两处：第一，利润滚存不能立刻增加资本金，同时数量有限制。比如我们假设雅砻江水电 2017 年和 2016 年一样分红 63 亿，那么如果通过放弃分红手段来增加资本金，需要等到 2018 年中才能实

施，而工程进度不等人；第二，持续分红记录，对于公司形象有好处，利于公司的融资活动。这个无法量化，不细说了。

④和⑤，共同的问题都是将公司利益拱手让与他人，除非没有其他路径，否则不予考虑是上策。因此，对于雅砻江水电公司而言，所需资金可选路径就是：①借债，或者③股东凑。

4）那为什么不借债呢？贷款或者发债都可以啊？

答：雅砻江水电公司截止 9 月底，净资产 428 亿，总负债 979 亿，总资产 1407 亿，资产负债率高达 70%。

各位还记得吗？老唐曾经在雅砻江系列里面说过，对于水电公司，最优选择尽最大可能靠借钱投资，最好是所有的钱都靠借，借来利率为 3%~6%的资金建设水电站，然后收钱还贷即可，这将是个净资产回报率高上天的生意。然而，国家有规定，项目建设自有资金不得低于 20%。

也就是说，在两河口和杨房沟未来建设所需资金 597 亿中，公司资本金投入必须对应约 120 亿（本次披露，国投川投实际投入资本金约为 134 亿，有余量），否则，你就没有借钱资格。因此，雅砻江公司走借债的路，不通。必须走国投和川投追加资本金+利润按需滚存的道路。

5）那么，雅砻江水电必须要国投和川投追加资本金，川投采用了可转债道路，国投电力又有哪些途径筹集资金呢？

答：雅砻江水电需要 134 亿资金，国投 52%股份，投入 70 亿。这 70 亿，同样有①借债；②利润滚存（放弃或减少分红）；③股东凑（配股）；④引入新股东（定向增发）；⑤股东凑+引入新股东（可转债）五条路，另外还多一条路，⑥卖出火电资产。其中从优到劣的排列是①＞②＞③＞⑥＞⑤＞④。

④和⑤的最劣的原因和上面说雅砻江公司状况基本一样：涉及到向其他股东低价让渡利益，严重损害老股东利益。所以，上次增发方案，老唐就大声呼吁投反对票。在企业内在价值之上增发，才是有利于老股东的事儿，放在国投上说，以老唐的计算，增发价格至少要在 12 元左右，才算维护了老股东利益。当然，超过市价太多的增发，新股东显然不会同意，因为他可以直接市价在市场购买。而低于、等于乃至略高于市价的增发，都严重损害老股东利益。

放弃和减少分红②，对于上市公司股东而言，是优于配股③的，主要是节省了税务局抽分红税。但是劣势也很明显：第一，资本市场融资功能经常需要有持续的分红记录，且国投公司也承诺了股东回报方案：年现金分红额不低于三年年均可分配利润的 30%；第二，资本市场喜欢高分红的公司，愿意给高分红公司更多溢价，有利于公司市值管理。比较明显的例子就是长江电力因为高分红承诺，就享受比两投更高的估值；第三，按照 2016 国投电力现金分红 39 亿考虑，即便是不分红，要凑够 70 亿资本金，需要等到 2019 年中去了，远水解不了近渴，会耽误工程建设。

那么为什么不卖火电资产来筹集资金呢？很简单，第一目前是火电周期底部，卖不出好价，卖了可惜；第二，急切间，哪有那么正巧的有钱、有意愿、有经营能力的买主候着？所以，排除。就算要卖小火电（大部分大火电不能卖，是优质资产），也要等到景气度高涨的时候脱手，才是最佳选择。

于是，所有的手段中，剩下借债和配股两种。

6）为什么不借债（贷款或发债），而要选择配股？

答：原因有二，其一，国投电力股份公司是个控股公司，旗下各水电火电和新能源公司是独立法人，国投电力股份公司本身并没有什么经营资产。以 2017 年三季报数据看，国投电力股份公司本部，资产只

有区区 363 亿，而其中 344 亿是下属各公司股权，且已经负债 84 亿，其中 34 亿为一年内到期的流动负债。

股份公司本部如果打算贷款或发债 70 亿投向雅砻江，可能需要使用某家或某几家子公司的股权抵质押。既然资金是投向雅砻江，最合理的选择当然是用持有的雅砻江 52%股份做抵质押来借款或者发债。但是，由于雅砻江公司 48%股份持有在川投手上，且雅砻江已经贷款及发行债券多期，其中抵质押资产的变动，必然涉及到很多金融机构和合作伙伴的权益，需要一一厘清确认。不是不行，只是相当麻烦，工作量非常大。

其二，截止三季度末，国投电力合并报表范围内的资产总数 2095 亿，负债总额 1499 亿，资产负债率已经高达约 72%。后期两河口、杨房沟建设还将涉及近 600 亿资金，且国投本身还有火电、新能源和海外风电项目有潜在资金需求，如果没有新资本注入，后续负债将缺乏资本金对应，资产负债率会绷的非常紧，影响公司借贷能力和能享受的利率高低。因此，借债这条路，障碍多多。

所以，目前最优选择就是：配股。生意合伙人们，面对一个有利可图的生意，必须投，而其他途径又不通，必然的选择就是股东们掏钱把生意干起来，然后等着收获。

看后台有信息说，配股后增加了股本，但两河口和杨房沟投产之前，并不产生效益，所以每股收益会下降，公司投资价值受损了。这仿佛是说，前面有座金山，价值 100 亿，现在需要投资 10 亿修条路将它拉出来卖掉。由于没有卖掉前，修路不产生收益，所以修路是严重亏本的买卖，绝不能投出这 10 亿。荒唐

全额参与者，利益不受损。70 亿现金 100%流向国投，你出资 70 万参与，就占有 70 亿现金或其购买来的资产的万分之一，70 亿的万分之一依然是 70 万，丝毫不受损，只是现金变身了一种具备潜在生产能力（投产后开始印钱）的状态存在。对于股市怎么反应这件事，我不知道。我只知道，我会全额参与配股，且若有人被配股吓倒，仓皇逃遁，我会筹钱笑纳逃遁者割下的肉。

第329篇.　　2017.11.13-调仓记录

用生活费做腾挪，减仓 1%招行 H，加仓 1%国投，以实际行动支持小国子配股，成交价 7.5 元。个人记录，请勿模仿。

当前持仓茅台 42%+，国投 16%+，腾讯 9%+，招行 H7%-，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　不计。

第330篇.　　2017.11.16　-【重发】再说转债申购及套利

原创　2017-11-16　唐朝　唐书房

重发说明：11 月 14 日早饭后，顺手码了篇《再说转债申购及套利》，以 11 月 13 日上市并出现负溢价的林洋转债举例，来说明转债交易的规则和套利的手段。

或许是有两年没遇到转债套利的机会了，匆忙间忘记了新转债的转股期限制，导致文中的套利策略，实际上是不能实施的。注：转股期在转债发行文件里有规定，一般开始于转债发行完毕半年后，例如林洋

转债就是在 2018 年 5 月 3 日之后随时可以行使转股权。

——这不应该是老唐犯的错误，惭愧无比，赶紧第一时间删掉了文章。结果这两天后台收到无数的询问信息（越看不到的，越想看？），今天索性加上说明重发一遍。至少其中的交易规则、申购方法和套利技术，是没有错的。

强烈提醒：本文说的白捡钱大法，只能在转债进入转股期后出现负溢价时实施。伴随着新的可转债发行队伍不断扩大，这一天会来到的，先做做知识储备吧，以免届时别人捡钱，你发懵……

以下为 11 月 14 日早间原文：

昨天，林洋转债上市，两次触动临时停牌（上交所上市转债涨 20%停牌半小时，涨 30%停牌到 14:55。深交所上市转债不停牌）。到 14:55 分重开以后，居然出现了很久没有出现过的白送钱套利机会。林洋转债出现了高达 4%以上的负溢价。

这钱怎么捡呢？简单的说，对于四种人，可以白捡，其他人，负责围观。

第一种人，持有林洋能源（601222）股票的人，看见这个负溢价，只需要第一时间卖出股票，然后立刻马上买入林洋转债，接着在交易时间内，进入券商交易软件申请转股即可。账户上一分钱不用多花，多出 4%的林洋能源股票来。

第二种人，可以融券借入林洋能源股票的人（假如该股在融券名单里）。和上述操作一样，转股后将股票归还，剩余部分卖掉，落袋为安即可。

第三种人，本来计划买入林洋能源股票的人。昨天林洋能源封涨停板，想买也买不进去。但是，林洋转债不仅随便买，而且相当于 96 折买入林洋能源。对于这种人，只需要买入林洋转债，然后申请转股。今天早上就已经有林洋能源的股票了，或者省下 4%的资金，或者多出 4%的股票。

第四种人，认为林洋能源股票今天不可能低开超过 4%的投机者。同样，参照第二种人的做法，转股后今天早上开盘卖出，只需要低开小于 4%，均可获利。

具体理论细节及操作方法，请在号内搜里输入“可转债”搜索今年 1 月份书房推送的《可转债及其套利》一文阅读，或者去老唐的雪球置顶帖，看 2014 年圣诞节发的《手把手教你可转债套利》

——当然，老唐既不属于持有林洋能源股票的，也没打算买入林洋能源投资或投机，所以，我实际并没有参与。提醒这个，是告诉感兴趣的朋友，有这样几条白捡钱道路存在，有知识储备，你才看得见地上的钱。

最近可转债信用申购正在批量产生，这个既不需要有现金，也不需要有市值，而且目前申购基本是包赚状态。所以，建议跟新股一样，通通一键申购。

方法：上交所上市的转债，每个身份证都可以顶格申购一次，和新股一样；深交所上市的转债，每个券商账户可以顶格申购一次（一个身份证有多个账户，可以多次顶格申购）。

至于每天有没有转债发行，或者买入代码，数量分别是多少，各位只需要打开唐书房福利推荐的券商 A 的交易 APP，它家全国领先地增加了一键申购新债的功能，界面如下：



点击新债申购进入后，就有今日是否有转债，代码多少，顶格买入是多少的信息。和一键申购新股略不同的是，转债申购是需要自己按照顶格数量，手动填入买入数量。在券商 A 家操作过后，你知道了代码和数量，再逐一的去自己其他券商处买入就行了。

如果你不懂这些知识呢，建议就是摇奖--中签--卖出，捡个仨瓜俩枣得了，比如昨天这位朋友

第331篇.　　2017.11.16-看不见边际的腾讯（上）

原创　2017-11-16　唐朝　唐书房

先说结论。老唐本文的结论是：上市 14 年来股价涨幅超过 500 倍、今年年内实现翻倍有余、当前股价 383 港币，市值近 3.1 万亿人民币的腾讯控股，依然不贵。全文较长，超过 7000 字，分为上下两篇推送。

老唐用“看不见边际”做标题，有两层含义，一是腾讯控股老是“偏贵”，找不到下手的“安全边际”；二是腾讯的增长空间广阔，虽然已经超过三万亿市值，但依然无边无际。

在 8 月 12 日发表的《散打投资 8》里，老唐曾写下这样的文字：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。

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”。

是的，曾经的你我，追涨杀跌，跟随市场先生的情绪而动，账户数字见证着亢奋和亢奋过后的一地鸡毛；后来的你我，拒绝追涨杀跌，特意回避着舞台的聚光灯，只在那些被人遗忘的角落里默默翻寻。然而，却经常因为贪图莫须有的折扣，等待莫须有的回调，一路吮着指头旁观心仪的企业绝尘而去。

这是一种心魔，一种对追涨杀跌的矫枉过正。说“拒绝追涨、拒绝杀跌”，看上去貌似非常谨慎、冷静，很有价值投资者客观、不受市场气氛诱惑的风范，也很容易用“错过，说明我不该赚这笔钱”来轻易的原谅自己。然而，这种想法里，实际上隐藏着一种“以历史股价为标准，去评估企业是否有投资价值”的错误思想。

今天的我认为：一味地拒绝追涨/杀跌，同样是个误区。真正的境界，是忘记历史股价，永远在市值与价值之间对比抉择。

这种感悟，可以套用被用滥的禅宗境界说法：参禅之初，看山是山，看水是水；禅有悟时，看山不是山，看水不是水；禅中彻悟，看山仍是山，看水仍是水——参禅之初，追涨杀跌；禅有悟时，拒绝追涨杀跌；禅中彻悟，即追涨也追跌，即杀跌也杀涨，一切取决于企业内在价值与市值差。

腾讯，无疑又是一家这样的企业。回看历史股价，自从度过 3Q 大战危机后（虽然直到 2014 年 2 月 24 日，最高人民法院才判 360 败诉并赔偿腾讯公司 500 万元，但 3Q 大战事实上在 2010 年 11 月 20 日工信部公开发文通报批评双方，并勒令停战时，从经营层面结束了。在 2011 年内，腾讯完成了对 3Q 大战的反思，并做出了生死攸关的战略大调整后，从战略层面也结束了——后文会谈），腾讯的股价再也没有产生过超过 30%的调整。



上面是自 2011 年 12 月至今的腾讯股价月线截图，最大的两次股价调整（图中红圈），一次发生在 2014 年 3 至 5 月，从最高到最低-28.4%；一次发生在 2015 年 4 月至 8 月，从最高到最低-27.5%。

而自从老唐去年下半年开始关注腾讯后，仅有的两次小调整，一次发生在红色方框处，从最高 220.8 调整到最低 179.6，幅度 18.7%。老唐的首次介入，就在此处，197.3 港币上车；另一次发生在蓝框处，新华社、人民日报等主流媒体全面抨击王者荣耀，产生过最大从 288.4 港币到 260.4 港币的调整，幅度近 10%，老唐的后期追加，基本都发生在这个蓝框内。

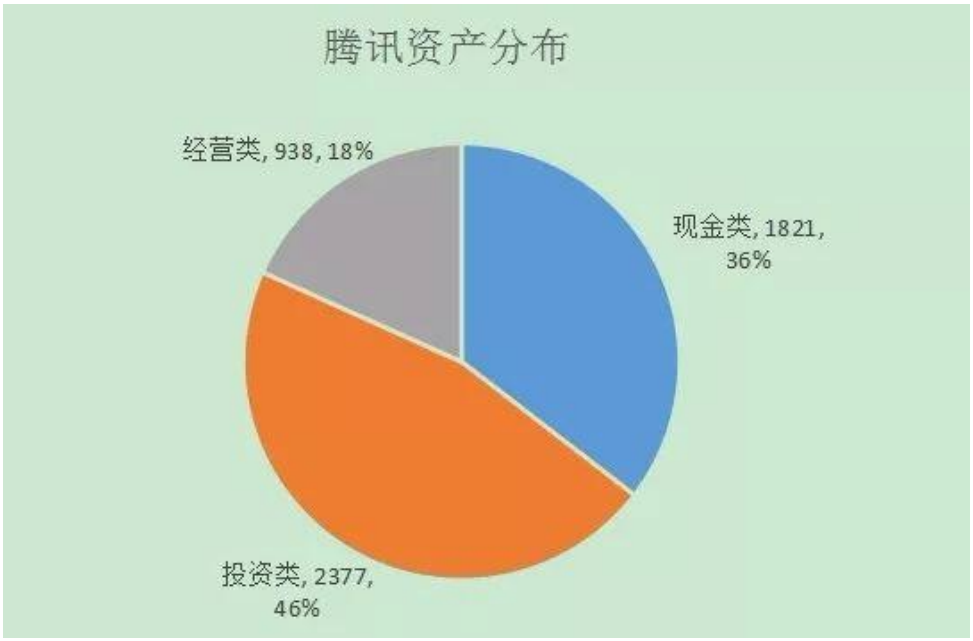
然而，是加到低点的人英明，还是有钱就买的朋友英明呢？从股价来说，回望历史，后者英明；老唐今天想说的是：就是展望未来，很可能也是后者英明。

做出这样的结论，依据可能有两种：一种是因为历史一直涨，所谓认为随时买都是对的；另一种是认为即便是历史新高的市值，相对于腾讯的盈利能力而言，依然是低估的。

两种依据做出的结论看上去是一致的，似乎都是山是山，水是水，但前者可能是参禅之初，后者则是禅中彻悟，至于因为股价历史新高而放弃参与，或许算禅有悟时吧！

下面，老唐来阐述为何我认为当前超过 3.1 万亿人民币的市值仍然是低估的。

首先来看腾讯的资产组成，将 2017 年三季报简化，我们可以得出下图，腾讯公司总资产 5136 亿，由三大类组成，分别是：1821 亿类现金资产，2377 亿投资资产和 938 亿经营资产。



其中现金及等价物、受限制现金、定期存款、预付款等几个科目归入类现金资产；对联营公司的投资、对联营公司可赎回工具的投资、对合营公司投资、可供出售金融资产、其他金融资产等几个科目，归入投资资产；剩余部分归为经营资产。

公司负担的有息负债为 1387 亿，该负债与 1821 亿类现金资产，可以看作是跨时间、跨空间的套利行为，差额 434 亿为净现金。

老唐要说第一个重要结论了：当前，腾讯控股的年净利润，主要由占比 18%的 938 亿经营资产所创造。账面价值超过经营资产 250%的投资资产，尚未在利润表上体现任何收益。

以三季报为例，公司 2017 年前三季度营业收入 1714 亿，其中互联网增值服务带来营业收入 1140 亿，同比增长 45%，网络广告带来营业收入 281 亿，同比增长 50　%，其他收入 293 亿，同比增长 172　%。上述业务上半年共计带来净利润 507 亿，同比增长 66%（全年预计带来净利润近 700 亿，同比增长 70%）

其中互联网增值服务指游戏、直播、视频及音乐数字内容及虚拟道具收入；网络广告收入指腾讯新闻、腾讯视频、微信公众号及朋友圈广告等；其他收入主要是支付相关服务和腾讯云服务的收入。

那么，我们来盘点一下，除了以上产生收入和利润的业务之外，腾讯还有迄今为止没有计入利润表，没有产生收入和利润的业务，账面价值高达 2377 亿的资产，都是些什么，未来每年可能为腾讯带来多少净利润。

在账面价值 2377 亿的投资资产中，对联营公司投资和可供出售金融资产两大块是核心。前者有 1049 亿，后者 1240 亿，合计 2289 亿，约占投资类资产总额的 96%。

对联营公司的投资，根据 2016 年年报披露，其 2015 年和 2016 年体现在利润表上的投资收益分别是-82.29 亿和-22.87 亿。是的，腾讯对联营公司的投资，2015 年净亏损 82 亿多，2016 年净亏损 22 亿多，大致可以预测，等 2017 年年报出炉的时候，或许亏损额会减少，甚至可能会转正，但相对于腾讯 700 亿的年度净利润而言，微不足道。

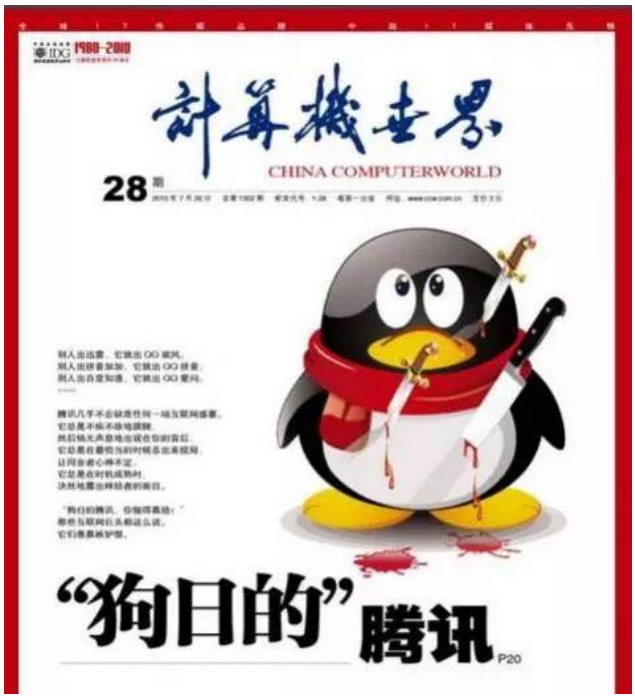
高达 1240 亿的股权投资，其中包括 523 亿的上市公司股权和 698 亿的非上市公司股权，被腾讯归入到可供出售金融资产。我们一起温习《手把手教你读财报》82 页关于可供出售金融资产的阐述：可供出售金融资产用买入成本入账，持有期间的分红和减值准备计入利润表，股价波动不计入利润表。

这些投资的发生，以 3Q 大战结束为分界线。3Q 大战结束时的 2010 年底，腾讯的投资资产总额仅有不到 53 亿，占资产总额比例不足 15%。从 53 亿发展到 2377 亿，从不足 15%提高到超过 46%，腾讯在过去六年多里发生了天翻地覆的变化。

这一切都来自于小马哥对那场生死攸关之战的思考结论：腾讯的社交平台（包含那时的 QQ 和后来的微信）不应该被定位于摇钱树，而应该是种植摇钱树的土壤。

中国社科院信息化研究中心秘书长姜奇平曾评价说：“能否出现这种认识上的飞跃，是互联网百分之一的幸存者和万分之一的幸存者之间的分水岭。”

在 3Q 大战之前，腾讯是做产品的，要靠与其他产品竞争，去留住乃至争取新用户，并从用户的增长和使用中获取成长和安全感。所以，那时的腾讯是“狗日的腾讯”，是不给人活路的腾讯，但凡看见谁家的产品好，腾讯就迅速跟进一个，并依赖 QQ 的巨大黏性，推送自己的，挤死对手的。



细想起来，这貌似犀利的进攻，其本质是一种看家狗式的防守思维，目标是保住已有客户。好比隔壁家进了新鲜货吸引到客户的注意力，腾讯就迅速抄袭一个，然后抛抛媚眼儿，甩甩水袖：“爷，咱这儿也有，货色马马虎虎都差不多，何必还要费事出门左拐呢，哪儿玩不是玩，就在俺们家炕上待着呗！”

然而，人类的欲望是无限的，总有你无法覆盖到的需求。周鸿祎在他的自传《颠覆者》里有句话，我挺赞同的，他说：“互联网是不断变化的，经验往往是靠不住的。你必须随时处于归零状态，从用户角度出发，随时把握用户新的需求”。

这意味着，只要你是个做产品的，无论如何，一定会有更新鲜或者更厉害的产品出来，你总是不断的归零，一次次地重新站回起跑线的位置，去面对新的需求，去迎接对手的挑战。这些对手，可能是看得见的，也可能是看不见，如同《失控》一书的作者凯文.凯利告诉小马哥的：“你的竞争对手并不在你现在的名单上”。

在 3Q 大战后，腾讯高层经过了深刻的反思，理解了 QQ（含以后的微信）这种建立在底层通讯录上的社交网络，不应该是腾讯的摇钱树，而是腾讯未来的摇钱树赖以生存的土壤。腾讯没有必要向享受 QQ（微信）服务的人收费，只要尽最大努力让用户满意，让用户待在上面就足够了。

然后，通过这样的底层关系链，腾讯成为了一个连接平台，连接人与人，连接人与物，连接物与物，并提供结算服务，如同一个城市、一个国家或者一个星球。这个城市、国家和星球，并不需要住户为生存于此付费。

任何住户，活着就有需求需要被满足。同时，任何提供新服务或新产品的商家，都需要去寻找自己的服务对象。腾讯只需要张开自己的怀抱：come on baby，你要找的用户都在我这儿，你只需专心做好服务就行，我帮你链接到他们。

此时，腾讯没有对手，放眼望去，全是合作伙伴或潜在的合作伙伴。腾讯不用再去担心别人有新鲜玩意儿吸引了客人注意力，反而希望有越来越多的用户需求被挖掘、被满足。当这些新需求被挖掘和满足的时候，腾讯伴随着服务或产品提供方一起成长了，使得平台上的爷（用户）们满意度更高了。用户满意度提升，就是平台的价值增加。

此时，腾讯不再需要遏制做产品或服务的对手了，反而可以去扶持壮大各种有前途的产品或服务，只要它们能够让社交平台上的爷们更舒服、更满意。

于是小马哥发现了，产品创新不一定要自己做，完全可以通过投资来完成，而且围绕用户需求的投资越多，平台的价值就越大，因为一切产品（服务）最终都增加了平台的价值。而这已经足够大且越来越有价值的平台，却是趋于零成本且免费送给用户的，根本不需要担心竞争。

这个战略一变，腾讯成为了互联网的环境，成了土地、空气和水源，大家站在这片土地上去争取客户，无论是老欲望还是新欲望，无论由谁去满足，都不妨碍腾讯从胜利走向胜利。于是，腾讯开始用自己的流量优势和资金优势，去投资和扶持曾经被视为“对手”的企业了。

六年多来，腾讯增加了超过 2300 亿的对外投资，都投了些什么，未来又会给腾讯带来那些改变呢？请接着阅读今日次条。

第332篇.　　2017.11.16-看不见边际的腾讯（下）

原创　2017-11-16　唐朝　唐书房

腾讯这六年多来，新增超过 2300 亿的对外投资，究竟投了些什么呢？以下是老唐根据财报及网络资料整理而成的、腾讯自营和投资领域的不完全名单。其中加红部分，是现在产生利润表收入和净利润的业务单元：

社交社区

自营：QQ、QQ 空间、微信；

投资：知乎、快手、开心网、Snapchat、same、呱呱、kaokao（韩国）、朋友印象……

娱乐休闲

自营：腾讯游戏、微信游戏、王者荣耀、腾讯影视、腾讯动漫、腾讯音乐、QQ 阅读、腾讯体育；

投资：新丽传媒、华谊兄弟、未来电视、优扬传媒、盛世光华动漫、柠萌影业、原力动漫、微影时代、猫眼电影、创业邦、喜马拉雅、暴雪、Riot（英雄联盟）、乐逗、斗鱼 TV、龙珠直播、天逢网络、supercell（芬兰）、文化中国、爱拍原创、未来电视、B 站、酷狗、酷我、阅文集团……

金融支付

自营：微信支付、QQ 钱包、财付通、理财通、腾讯征信、腾讯乐捐、腾讯自选股、腾讯基金；

投资：微粒贷、微车贷、人人贷、华泰证券、好买基金、富途证券、中金公司、微民保险、众安保险、英杰华人寿、和泰人寿、水滴互助、轻松筹、微众银行、邮储银行……

互联网科技

自营：腾讯云、TIM、QQ 邮箱、微信企业号、微信.搜一搜、微信订阅号、QQ 订阅号、腾讯新闻、天天快报、腾讯网、QQ 浏览器、应用宝；

投资：搜狗、猎豹移动、华扬联众、DNSpod、EC 营客通、知道创宇、创业邦、zealer、手机搜狗……

电商物流

自营：无。

投资：京东、美丽说、每日优鲜、口袋购物、好乐买、楚楚街、买卖宝、汇通天下、人人快递、蜂鸟配送、美团配送……

交通出行

自营：腾讯地图、i 车、路宝盒子、车联 app；

投资：易鑫集团、易车、滴滴出行、Lyft、摩拜单车、蔚来汽车、特斯拉、四维图新、人人车……

系统工具

自营：腾讯 wifi 管家、腾讯电脑管家、腾讯手机管家、天天 p 图、刷机大师；

投资：无。

学习教育

自营：腾讯精品课、腾讯课堂、小小 Q；

投资：新东方在线、微学明日、跨考教育、金苗网、疯狂老师、易题库、阿凡题……

医疗健康

自营：微信全流程就诊平台、糖大夫血糖仪；

投资：丁香园、挂号网、晶泰科技、妙手医生、卓建科技、好大夫、春雨医生……

旅游生活

自营：QQ 旅游；

投资：同程旅行、面包旅行、艺龙旅行、携程、我趣旅游、赞那度……

本地服务

自营：无。

投资：美团、大众点评、高朋、58 同城、乐居、e 家洁、e 袋洗、妈妈网、华南城、美家帮、王府井

百货、新世界百货……

……

……

小马哥打造的企鹅帝国，比我的想象更大，已经触及到用户的衣食住行玩等方方面面。现在已经无法准确界定腾讯究竟是个干什么公司了。是个游戏公司，是个娱乐公司，是个即时通讯的公司，还是个金融服务公司？都是，也都不是。

对于腾讯究竟如何通过内部赛马机制，或者通过什么样的企业文化及竞争策略，将它做到一个年净利润数百亿的庞大帝国，坊间分析文章多了，老唐就不拾人牙慧了。

但是，无论是投资领域、媒体领域还是科技领域，对于腾讯“一边从事上述业务，换来源源不断的现金流，一边又将这些现金下注于移动互联网的未来”这一操作手法，关注的都远远不够。

经营现有现金牛，然后利用产出现金投资更多现金牛，这手法是不是仿佛有点伯克希尔的感觉？如果看好移动互联网的未来（这个只需常识），但又无法预知那些企业能够最终胜出（这个商业能力要求很高），投资腾讯，实际是间接做了移动互联网界的 VC。

腾讯仿佛是一家靠现有业务兜底，并雇佣着一群在互联网及移动互联网领域里享有极高声誉和成功经验的人士担任管理合伙人（主要是下面这十几颗脑袋）的大型互联网投资基金。



（腾讯最高决策层“总办”全体人员合影）现在的腾讯，一年约 700 亿的净利润，由上面加红的部分业务带来，这是兜底的部分。未来①加红部分还有增长可能吗？②没有加红的业务会产生收入和利润吗？——老唐认为，这两个问题的答案都可以斩钉截铁的回答 Yes！

比如增值业务，



上图蓝色曲线对应左坐标，为增值业务收入数据（最早分为互联网增值服务和移动电信增值服务披露。2001~2004 年，移动和电信增值服务是核心，占增值业务总收入的 64%~83%，之后逐步萎缩至 10%左右。2012 年起，两者合并为增值业务披露），单位亿元。

红色曲线对应右坐标，为增值业务占总收入比例，单位%——其中 2017 年增值业务及总收入数据均直接采用三季报数据/3×4 模拟（下同）。

一方面增值业务（主要是游戏相关收入）带来的营业收入额扶摇直上，而且有增长加速趋势。据著名市场研究公司 Newzoo 的最新数据，2017 年中国游戏市场在手游的带动下，预计规模超过 275 亿美元，继续稳居世界第一，腾讯、索尼与暴雪占据游戏市场前三甲。

据海通证券测算，未来三年移动游戏平均增长率 37.9%——鬼晓得这么精确的未来数据是怎么测算出来的。不去管它，反正，依照这游戏业界的发展和竞争状态，以腾讯游戏团队过往展示出来的竞争力，大致可以肯定，暂时看不见收入停滞的可能性。

三季报显示端游同比增长 27%，主要来源于《地下城勇士》和《英雄联盟》的增长；手游同比增长 84%，《王者荣耀》、《魂斗罗：归来》、《经典版天龙手游》、《轩辕传奇手游》、《寻仙手游》、《乱世王者》继续演绎辉煌，本月新推出的《光荣使命》和《穿越火线：荒岛特训》预计成为未来的吸金利器。

除了游戏，腾讯视频也获得良好发展。三季度末，腾讯视频已经收获超过 4300 万付费订户，成为中国规模最大的视频付费服务。

另一方面也应该注意到：增值业务在全部营业收入的占比是持续下降，伴随着越来越多新业务培育成熟顶上来，腾讯正在慢慢降低对游戏相关收入的依赖。

再比如广告业务



广告业务占比稳定，三季报也取得了同比 48%的收入增长。广告收入额自 2014 年开始有明显的增速提升态势。这是腾讯弹性较大的部分，是在用户体验与广告数量之间，寻求一种短期与长期的平衡。

就目前来看，无论是朋友圈广告，还是公众号广告，或者视频及其他应用广告，都有增加潜力，但腾讯比较克制——增速本来已经很可观了，没有必要太过牺牲用户体验。

插句题外话，腾讯 9 月 25 日给唐书房开通了“文中广告”功能。老唐觉着文中插广告，怪怪的。而且这个文中广告内容是系统自动匹配的，老唐不知道腾讯会给插个啥东东，所以一直没用过。

今天说到这儿，正好借机测试测试文中广告长啥模样，会产生多大的点击率（先申明，没发出来以前，我不知道广告是啥主题。如果遇上少儿不宜内容，跟老唐无关哦）：

而其他业务，则是腾讯接下来快速增长的法宝。在过去十年里，其他业务营业收入同比增速最低 70%，最高超过 300%。截止 2017 年三季度，其他业务营收已经近于追平网络广告营收。单看第三季度，其他业务 120 亿营业收入，已经高过了网络广告的 110 亿营收，增长势头非常明显。



同时，其他业务在总营收中的占比也直线上升



其他业务，主要由支付相关服务、电视剧和电影投资以及腾讯云服务构成，其中增长确定性最高的是支付相关服务和腾讯云业务。

有超过 9.8 亿微信活跃用户，以及超过 8.4 亿 QQ 活跃用户（有重合）作为基础，微信及 QQ 支付适用场景不断扩大，三季报显示线下支付交易次数同比增长 280%。除电商场景下，占据淘宝天猫优势的支付宝依然遥遥领先以外，其他场景，微信已经追平甚至超越了支付宝。两强相争之下，中国的移动支付水平全球领先，目前处于逐步的深化过程中。

腾讯云服务，也是未来增长的法宝。国内云服务领域里，阿里云一家独大，腾讯云排名第二，紧紧跟随。伴随互联网与各行各业的全融合，云在数字时代，犹如电在工业时代。中国企业和个人的云化才刚刚起步，按照小马哥的看法，未来如同用电量在工业经济中的指标作用一样，用云量也会成为数字经济的重要指标。

在这个巨大的市场里，老二腾讯能否缩小和老大阿里的差距，或许还是疑问，但老大老二都能获得快速增长却完全可以看作板上钉钉的事儿。

其他业务，现在受限于规模还比较小，所以毛利率很低，毛利率仅仅 20%（三季报数据）。伴随着规模的增长，营业收入增加的同时，可以预期，其他业务还将受惠于规模效应，提高毛利率和净利率，为营收和净利做出更大贡献。

增值服务、网络广告及其他业务综合起来看，过去三年的季度营收和净利润，无论是绝对额还是同比增速，不仅没有显出大象的呆滞，反而呈现明显的加速态势。



就在本月，腾讯的投资版图里，陆续有阅文集团、易鑫集团和搜狗搜索分别在香港和美国上市，均获资本市场热烈追捧，腾讯的投资布局陆续进入收获阶段。

包含阅文、易鑫和搜狗在内的，账面价值 2377 亿的各类股权投资，如果抛开会计手法的不同，直接看透视盈余，每年究竟能给腾讯带来多少净利润？——透视盈余（look-through earnings），巴菲特在伯克希尔年报的致股东信里常用的术语，意思是不管用什么会计手法处理，我持有某家公司 X%的股份，就享有该公司 X%的净利润（扣掉对应税收），不管公司是将利润分给我还是留存发展。

这个数据，实在超过老唐的计算能力了。只能揣测：现有经营资产账面价值 938 亿，在 QQ 和微信的土壤里，能给股东带来约 700 亿的年净利润，而且还能有可观的增长。那么，另外 2377 亿面值的投资资产里，同样有 QQ 和微信土壤可以共享，会潜藏另一个 700 亿吗？

这就产生了第二个重要结论，虽然它并没有数据推演，很可能只是模糊的正确：

我认为账面值 2377 亿的投资资产，其利润创造力可能不低于现有年产 700 亿净利润的经营资产，只是尚不知道它们什么时候能在利润表上体现出来。

或许这些子公司会通过经营盈利，回报腾讯的利润表，也或许根本不需要经营盈利，通过 IPO 上市“视为出售部分股份”（港股财报内的“視同處置收益”，腾讯三季报有 35 亿该项收益），用投资收益来回报腾讯的利润表（参看《手把手教你读财报》91 页案例）。

若这个瞎猜能大体靠谱，哪怕盈利能力可以抵现有经营资产的 1/3 或 1/2，近 3.1 万亿市值的腾讯，似乎也就不算贵了。

申明：腾讯是老唐的第三大持仓股，

故本文观点，或许有立场影响，

请勿仅依据本文作出投资决策……

第333篇.　　2017.11.17-图示转债申购

原创　2017-11-17　唐朝　唐书房

终于今天有新可转债申购了，可以截图展示了🤧

第一步，进入券商 A 交易界面，点击“新债申购”，



第二步，获得如下界面



第三步，点击前面的方框勾选，并在申购数量里填入申购上限数量，得到下图



第四步，点击新债申购，确认



第五步，拿出你的小本本，记下申购代码和数量，然后去其他账户里操作一遍。

第六步，等中签通知，吃鸡……

第334篇.　　2017.11.18-反思有用吗？——读《颠覆者：周鸿祎自传》有感（上）

原创　2017-11-18　唐朝　唐书房

周鸿祎出版自传《颠覆者》，是选准时点的。恰逢 360 回归 A 股，互相造势，一边是江南嘉捷连拉涨停，创造着令人眼热的财富故事，一边是颠覆者爆料，读者好奇心爆棚，老唐也不能免俗，下手一本先睹为快。

读完有些时间了，一直被各家公司的三季报耽误，没能抽出时间来码字。终于在 16 号推送了腾讯三季报后，长出一口气，趁热乎把这篇读后感码掉，要不，过几天就懒下去了。

书里确实爆了很多料，3721 的、雅虎的、奇虎的、3Q 大战的，但这不算读这本书的收获，更大的收获是老唐发现，周鸿祎商业生涯的几次著名商战，和他学生时代跟人打架、差点被开除的一件小事，在思考问题和解决问题的框架是一模一样的，真真让人忍不住感叹：江山易改本性难移。人的反思或总结的作用，恐怕被有意无意夸大了。至少在周鸿祎本人身上，天性的因素更强大一些。

读完这本书后，老唐甚至在想，周鸿祎在未来商战中的策略，恐怕是可以推测出来的。

事情是酱紫的。周鸿祎刚刚被保送到西安交大的时候，因为和人打架，差点被开除。和周鸿祎打架的某甲，比周鸿祎小三岁，但比周鸿祎高一级，是西安交大少年班的。

某甲和周鸿祎宿舍里一位同学是老乡，经常厚着脸皮来找老乡混吃混喝，自己从来不掏钱。虽然某甲和老乡都跟周鸿祎不熟，但周鸿祎觉得看不惯，就带了自己的双截棍去某甲的宿舍里，揍了某甲一顿。

某甲莫名其妙挨了打，当然想不通，回头找来一帮朋友，冲进周鸿祎的宿舍里，把周鸿祎一顿狠揍。不仅给周鸿祎脑袋开了瓢，身上见了血，抢走了周鸿祎身上的 50 多块钱，并要求再赔一条烟了事。周鸿祎被揍得跪地求饶，当然必须答应。

为了找回被抢 50 多元的巨额损失，为了筹集烟钱，周鸿祎不仅搜集旧书去练摊，还发现了用电脑编个程序，街头搞科学算命很来钱。按照周鸿祎书中表述：*“科学算命的生意很不错。算一次收一元钱，一天竟然能挣 100 多元。在当时，这算是一笔巨款了。”*

然后周鸿祎筹够了钱，送了两条云烟给某甲，这事儿就算平息了。

请注意，接下来这段文字是周鸿祎思维方式的关键：

我想方设法还上了两条云烟给少年班的敌人。一切危机都看似解除了。但是我可不是这么想的。按照江湖的规则，战争必须是你来我往，我吃了大亏，势必应该再有一战的。

于是我刚刚回到西安，立刻找朋友帮忙，又想方设法收拾了对方一顿，并且奇迹般地抢回了云烟。

如此这般，战事再次升级，他不再恋战，竟然到学校把我告发了，言辞里全是对我单方面的诋毁。因此，我刚刚回到学校，就听到这么一个噩耗，说我要被交大开除了。当时于我那可真是五雷轰顶。”

有趣吧？前面上门揍某甲和某甲找人回揍，还算正常，青春期小伙子们，谁没干过这无事生非的事儿啊！

周鸿祎靠科学算命筹到了钱，给某甲赔上两条云烟（某甲这伙人本来让他赔一条烟），事情平息了。然后周鸿祎再找人去把某甲揍了一顿，抢回云烟。这战况，被周鸿祎挑动的又升级了。

结果某甲上学校把他告了，周鸿祎用了*“他不再恋战，竟然到学校把我告发了，言辞里全是对我单方面的诋毁。……五雷轰顶。”*这段话里的意思，暴露了周鸿祎的内心想当然的认为，对方应该要么认怂，要么再找人来把自己揍的跪地求饶，才是正常反应的。他“竟然”（出乎意料）去学校告状，太意外了（五雷轰顶）。

在大一学生周鸿祎的眼里，暴力来暴力去，靠拳头和江湖势力自行解决问题，是合理的，是理所应当的，也是正确的。谁拳头硬谁人多，谁就理应获胜

——补记：事情被“告老师”后，周鸿祎认识到了问题的严重性，于是跑去找老师，讲述了事情的前因后果，展示了被揍的伤痕和医院的证明，最终学校手下留情，只给了个“全系通报批评”的处分。

这种思想，虽然周鸿祎一再反省，但正所谓江山易改本性难移。在其后来的商战中，也多次可以见到这样思考问题的影子。

例如，周鸿祎的 3721 插件和李彦宏百度 IE 搜索伴侣之争。

2002 年 6 月，后起之秀百度开始发力争抢流量，学习当时的霸主 3721 的做法，也做地址栏插件。当时 3721 占 80%的市场份额，基本处于一统天下的态势。百度还是一家小公司，为了争抢流量，百度出了一个损招，让用户选择百度的同时把 3721 删掉。

这种情况让周鸿祎非常恼火，此时周鸿祎怎么处理的呢？**你让用户把我删掉，我也让用户把你删掉。**

而且，我发挥技术优势，把 3721 做的根本就删不掉。按照周鸿祎书中的表述*“同行都卸不掉，就更别提白领、工人或者农民工了。”*

三家大战用户电脑地址栏（3721、百度和 CNNIC），几个流氓插件抢着往用户电脑里装，互相阻止对方弹出，互相想办法卸载对手，结果就是用户电脑运行慢如蜗牛，用户体验被牺牲掉了。

到 2003 年 9 月和 10 月，百度以不正当竞争为由，两次将 3721 告上法庭，法庭上，主审法官问周鸿祎：“百度指责你删掉他们的东西，你干了没有？”，周鸿祎回答到：*“我干了，但是是他（李彦宏）先干的。我干的所有坏事儿，他都干了。”*

（中间你来我往不表，最终法庭判定：3721 以后不得妨碍百度 IE 搜索伴侣和百度搜霸的正常安装，并承担本案诉讼费用。驳回百度其他诉讼请求。）

周鸿祎后来进行了深刻的反思，他说：***“这是我当时犯的一个很重要的错误，竞争态势危急，我的眼睛里只有对手，只有竞争，忘记了去体会用户的感受。****当时我认为，百度这种互联网实用主义的做派让人反感，它违背了硅谷精神，让我非常不齿。但是，我没有考虑自己也在犯错。”*

然而，后来在 3Q 大战里的反应，暴露了老周这次反思，是为反思而反思，并未“触及灵魂”。在 3Q 大战时，性格深处那种无视规则，以赢为第一目标的天性又占了上风。

我们看老周在书里的表述。周鸿祎将 3721 卖给雅虎后，担任了一段时间雅虎中国的老大。因为性格和雅虎文化有冲突，第二年就辞职走掉了（书里写的那段跨国公司内部文化很有意思，推荐阅读，跟本文关系不大，跳过）。

周鸿祎从雅虎辞职拿钱的时候，签了一份竞业禁止协议，大概内容就是在一年内不能从事和雅虎有竞争的业务，于是周鸿祎就扮演天使投资的角色，投了一家名叫奇虎的公司。该公司董事长是原 3721 的总经理，周鸿祎的搭档齐向东——雅虎会不会吐出三十两血，然后把公司律师开掉？

一年后，周鸿祎亲自上阵。奇虎的商业模式逐步转移到“干掉类似 3721、雅虎上网助手等流氓插件”上，关于从流氓插件创始人到流氓插件杀手的转化，周鸿祎在书中是这样说的：

流氓软件公司的商业模式非常简单,他们靠不断骚扰用户来赚钱。刚开始一个月卖广告挣两三百万元都属于小规模,后来一些中等规模的公司一个月大概能赚五六百万元,大一点的就更不用说了。

我承认 3721 的插件模式的确是我发明的,这个模式其实有很多的创新,包括地址栏搜索、插件推广、代理渠道。对于之前犯下的不尊重用户的错误,我已经公开承认了。这个经验让我意识到要时刻以用户体验为重。

但是,后来互联网里发展出的这些升级改造、瞒天过海的奇招损招,既不是我的发明,我也没有参与,现在大家却不由分说地把这些账记在了我的头上,这让潮水般的骂声涌向了我。

看到这些媒体报道,我心里充满了愤怒和委屈……我的内心暗下决定，要让市场上有一款产品，能够把这些流氓软件消灭掉。

就这样，老周的又一次辉煌开始了，360 安全卫士闪亮登场，并在和老东家雅虎的口水官司和媒体骂战中，装机量不断飙升。

这一次，老周找到了用户的真需求。书中写到：*“这次事件（指和雅虎的骂战）成了 360 安全卫士最好的宣传平台。无论双方的争论焦点如何，用户最终选择了用脚投票，选择了安装这款可以帮助他们减少流氓软件侵扰的软件。我知道，网民站在了我这一端。”*

是的，网民这次站在周鸿祎的一端，用户才不管东家管家之争呢，哪个能让自己用的更顺手，就用行动支持谁。可能也正是这次收获，让周鸿祎尝到了媒体口水战的甜头，后来的 3Q 大战中，这一手段被老周使用的炉火纯青。

就在周鸿祎利用 360 安全卫士，以及随后开发的 360 免费杀毒，在互联网江湖里杀的人仰马翻、如醉如痴的时候，噩耗来了。2010 年，腾讯推出了和 360 安全卫士同类产品……

欲知后事如何，请看今日次条《反思有用吗？（下）》

第335篇.　　2017.11.18-反思有用吗？——读《颠覆者：周鸿祎自传》有感（下）

原创 2017-11-18 唐朝

书接上回。就在周鸿祎利用 360 安全卫士，以及随后开发的 360 免费杀毒，在互联网江湖里杀的人仰马翻、如醉如痴的时候，噩耗来了。2010 年，腾讯推出了和 360 安全卫士同类产品 QQ 医生（后来改名电脑管家），并利用 QQ 的高装机量向用户推送，管家安装后和 360 安全卫士不兼容。

周鸿祎打电话给马化腾，希望腾讯能放弃电脑管家的强制安装。老周对马化腾在电话里的回应，记忆的很形象，他写道：“马化腾在电话里语言缓和，他安慰了我，大概意思是说，腾讯不会把 360 置于死地，但市场是大家的，腾讯的安全也是一定要做的。”

紧接着，周鸿祎如此记录他接下里的思维活动：

既然 QQ 用客户端强制安装的方法来攻击我们的领地，我想，我们是不是也可以继续在客户端上做点文章，以其人之道，还治其人之身？360 安全卫士的客户端也可以产出一款更受 QQ 用户欢迎的产品，让用户们欣喜若狂地下载，让 QQ 的产品经理也同样感受到 360 产品经理们的无奈。

这是一个以战求和的出发点，我们希望通过这样一个回合的争夺，让 QQ 停止强制安装，从而回到公平竞争的道路上来。当然我们也会撤回这款客户端，然后大家偃旗息鼓，让用户拥有自主选择权。行走江湖多年，我知道我不能再莽撞行事，无论如何不能仓促迎战，而这其中最关键的因素是必须让用户受益。

在仔细分析 QQ 软件之后，我们发现 QQ 对用户的电脑有扫描硬盘的行为。扫描的最终目的是给用户进行画像，但是这个动作用户并不知情。

诚然，作为一个成熟的上市企业，腾讯不会通过获取用户隐私与个人信息去牟取非法利益，但是 QQ 扫描的事实却没有公之于众。这相当于腾讯在用户上网时不知不觉中掌握了用户的秘密——这就是我们推出 360 隐私保护器的前提。

周鸿祎此时忘记了前面自己深刻反省过的：**“这是我当时犯的一个很重要的错误，竞争态势危急，我的眼睛里只有对手，只有竞争，忘记了去体会用户的感受”**

当再次面临竞争的时候，周鸿祎再一次忘记了用户感受，眼睛里仍然只有对手。他找 QQ 客户端的毛病，并不是为了考虑用户的感受，而是为了**“让 QQ 的产品经理也同样感受到 360 产品经理们的无奈”。**

老周自己也知道“腾讯不会通过获取用户隐私与个人信息去牟取非法利益”，但毕竟找到了腾讯无法狡辩的瑕疵：**“QQ 扫描用户电脑的事实却没有公之于众”**，于是便抓住这个下瑕疵，开始了引导舆论的战斗。此时，用户体验是老周抨击对手的旗帜和工具。

老周写到：

在中秋节结束后的一周之内,我召集了程序员花了一周的时间封闭开发这款软件,迎战 QQ 进攻的武器——360 隐私保护器。

我们告诉用户,360 隐私保护器的本质是工具,其功能是帮助用户监控电脑中的软件在系统后台的所有行为。这款软件将软件行为变得透明,变成能让普通用户充分感知和了解的工具。

当隐私问题日渐成为网民的话题时,人们对于隐私问题的重视程度达到了一个新的高度。当我们将隐私问题抛到公众面前的时候,毫无疑问,一石激起千层浪,这成了人们关注的焦点。

“360 隐私保护器”刺激了对手还击的欲望,而且还击的力度和速度非比寻常。在隐私保护器发布的第二天,如我们预期的那样,腾讯的还击开始了。

这是中国互联网江湖里寻常又不寻常的一幕——腾讯联合了很多公司,大多是我们平时“得罪”过的和有竞争关系的公司,发出了一个联合声明——

2010 年 9 月,360 悍然推出“360 隐私保护器”,将正常的用户操作和 QQ 安全检查模块诬蔑为腾讯 QQ 窥视用户隐私。任何第三方程序凡是名字被修改为“qq.exe”后,都会被提示窥视隐私。该公司还通过其软件弹窗、官方网站专题、博客及微博等各种方式进行恶意传播扩大影响。

3Q 大战爆发了。后面的故事，就是周鸿祎和少年班某甲之间战争的重演了：上门挑战被揍了一顿，花钱买平安修养生息后，集结力量重新揍回来，然后某甲告老师……周鸿祎在书中写到：

本以为推出“隐私保护器”之后，双方会各退一步，一场交战就此可以消停了。但是很显然，对手已经被激怒了，战争升级的可能性骤然加大，在“隐私保护器”推出之后，我们掀起了一轮又一轮你来我往的公关战，氛围格外紧张。

我组织了团队在怀柔进行了三个星期的封闭开发，目的是研制出一款能够遏制对手的“秘密武器”，让未来的灾害能够减轻到最低。10 月 4 日，我开了两瓶茅台和我的员工一起喝了，就这样，我在这三个不眠不休的星期里度过了我的 41 岁生日。

到底什么武器才能和 QQ 抗衡呢？我在家里苦思冥想。通过研究腾讯过往的经历，我想找出 QQ 软件的软肋，做一款让用户爱不释手的软件。我想到，曾经著名的珊瑚虫事件搅动得互联网行业鸡犬不宁。一个网络爱好者和编程爱好者做出的外挂辅助软件，曾经受到腾讯用户的大力欢迎，也让腾讯烦恼不堪。这款软件可以显示 IP，提示好友的地理位置，屏蔽腾讯的广告，还有丰富的定制功能。虽然受到广大用户的欢迎，其中珊瑚虫可以显示 IP 的功能受到了强烈的争议，因为这泄露了用户的隐私。

我们再次研究了 QQ 软件的利弊，希望做出一款保护用户隐私、让用户喜欢、使用更便捷的软件。通过研究我们发现：第一，QQ 运行的过程中，会产生很多垃圾，用户也不知道该不该清理，因此经常选择不去清理，从而导致电脑变慢；第二，QQ 的广告弹出不能去掉，如果去掉，必须缴纳会员费用；第三，一旦 QQ 开启，它的功能很多，往往几十个模块同时运行，造成电脑卡慢。

针对 QQ 软件的这些弊病，我们开发了一款软件，也就是最后引爆战争的、激发出“一个艰难决定”的著名的“360 扣扣保镖”，如同对 Windows 的优化功能一样，我们做了一款 QQ 的操作系统，加上了很多优化 QQ 软件的功能，让软件可以去广告、清垃圾、加快运行速度、优化模块。这样可以让 QQ 软件用起来又快又轻松。

三个星期的封闭式开发行将结束，我知道，弹窗广告、QQ 秀都是腾讯的重要收入来源。这是一枚相当于核弹的武器，一旦发出，会让双方的关系瞬间彻底陷入冰点。因此，这款武器更像是我们的一个战略储

备，至于是否使用、何时使用，公司内部完全没有一个结论。我们在观望紧张的局势，也担心事态进一步恶化。

2010 年 10 月 28 日，我和老齐、姚珏在香港参加董事会，正是在这个董事会上，360 上市的决定得到了正式批准。接下来，我们又召开了紧急会议，研究了五家的联合声明以及我们自己并不明智的那个回应，预感到战火必将愈演愈烈。

2010 年 10 月 29 日，我们深感已经身陷困境，舆论已经大军压境，我们在一直延续到凌晨的会议上决定，只能使出了最后的招数——宣布推出“360 扣扣保镖”，让弹窗之战爆发得更猛烈一些。

这并不像很多媒体想象的那样，推出“360 扣扣保镖”是我们精心设计的“精确制导”，或者是我们精心谋划的一场布局。我们只是亦步亦趋地跟随了形势，它的发布只是迫于无奈，它将要产生的后果当然让我紧张。

……

核弹引爆，一时间，媒体炸了，浓烟滚滚。一时间，互联网震动了，众说纷纭。马化腾悲愤地向外界宣布：“再过三天，用户可能全军覆没！”

后来有人猜测，10 月 29 日是马化腾的 40 岁生日，而 360 此举是给马化腾送了一份特别的生日礼物。其实这是完全不实的言论，360 选择这一天推出“360 扣扣保镖”纯属巧合，我们的产品是简单测试之后匆忙上马的，除了应对战争别无他用。

是的，周鸿祎自己也承认，开发 360 扣扣保镖除了应对战争别无他用，跟什么保护用户，提高用户体验，一点关系也没有。周鸿祎抛出这个核弹后，对于腾讯可能推出二选一，360 团队其实是心知肚明的。老周在书中写到：

11 月 3 日，姚珏（老唐注：360 首席财务官）正在惠通时代广场 D 座的办公室办公，她桌上的电话不断响起。“360 扣扣保镖”刚刚推出，一边是狼烟四起，各种事情需要公司内部充分沟通。另一边，公司上市各项工作刚刚正式启动，和重要投资人也需要紧密对接交谈。

在这通电话中，我们的投资人沈南鹏问她：“最近 360 和腾讯的战争会是什么样的走向？对 360 的业务影响到底有多大？”姚珏沉吟了一下，说：“最坏的结果，不排除腾讯会二选一。”“是吗？”“嗯！”

就在他们通话的同时,电话里的提示音提示着公司内部的一个电话正在打进姚珏的手机。她看了一眼来电号码,决定先和沈南鹏沟通完再说。挂了电话,她回拨了公司的这个号码。电话那头的高管说：“腾讯宣布二选一了。”

可怕的一幕终于发生。

2010 年 11 月 3 日晚上,全国 QQ 用户的电脑右下角突然跳出来一个弹窗,腾讯发布了著名的“艰难的决定：腾讯 QQ 与 360 安全卫士互不兼容。这就是史无前例的“二选一”。

事态恶化，周鸿祎为防万一，仓皇逃遁到香港继续遥控指挥 3Q 大战。

在企业家冯仑的斡旋下，早期投资过腾讯，现在是 360 投资人的 IDG 合伙人王功权，（万通六君子之一，著名的私奔帝）和马化腾在香港的一个酒店房间里进行了两个小时的交谈。

马化腾陈述了腾讯与 360 恩恩怨怨的过程,也充分表达了自己的观点。以下是书中原话：

马化腾对他说：“王总，不是我不想妥协，是我不能妥协。第一，QQ 的客户端是我最核心的价值，很多收费都在这里进行，涉及很多的财产账号。

周鸿祎说，他来给我做安全保卫，就是说，遇到了小偷由他来打。那么以后出现了安全质量的问题，或者他什么时候再要求我在商业上妥协，那我就必须妥协，那么王总，如果是你，你会同意吗？

第二，腾讯的很多收入实质上就是广告收入，是跟着 QQ 走的。我们是一个大的协议，相当于已经把用户的同意授权一次性要到手了，每次推送新软件的时候并不需要再经过用户确认。

但是，360 安全卫士的做法是，只要我再一次推出东西用户没有确认，它就一律当作病毒删掉。这不合理。

这就像电视台播出广告，每一次插播广告并不需要观众同意，但是它给了用户一个选择，就是你可以不看这个台。

现在，QQ 的广告收入断崖式地下滑，用不了多久，我们的收入会跌到零。所以，这事关乎公司的命脉，我必须保卫我的公司。”

在谈话中，马化腾表达了对王功权的尊重和感谢，但是也重申了不能妥协的立场。

2010 年 11 月 4 日，周鸿祎再次发布公告，做出反思（原文如下）：

在这里,我们向每一位受这个事件影响的用户表示我们心中的歉意。

我们也在反思:我们推出一款产品,本着从用户出发的精神,希望能为用户创造价值。但是,如果因为各种原因,反而为用户造成了困扰,那我们必须为此承担责任。

因此,我们决定召回 360 扣扣保镖。此举同样也是着眼于用户的利益,希望为用户创造一个安静的、健康的互联网环境,不用再做非此即彼的艰难选择。

同时,我们也愿意让中国互联网尽快恢复平静。我们希望经历过这个不眠之夜的互联网用户以理性、平静的心态对待此次突发事件。

在这个正式公告里，周鸿祎说**“推出一款产品（360 扣扣保镖），本着为用户出发的精神”，对应着前面的自述里的“我们的产品是简单测试之后匆忙上马的，除了应对战争别无他用。”**看，是不是颇显荒诞？

3Q 大战最终以“老师”（工信部）介入而终止。之后的故事和腾讯的反思，老唐在前面的散打系列以及《看不见边际的腾讯》一文中，都写过，此处不提了。

必须强调一点：**3Q 大战之中，腾讯也不是什么正面人物。老唐此文没有为腾讯争什么是非曲直的意思**（虽然现在老唐是腾讯的股东），而是想**通过周鸿祎在自传《颠覆者》里自述的一些故事，来理解一位企业家的性格特征。**

眼看着 360 借壳江南嘉捷成功，回归 A 股了，说不定某一天，在资本市场的某个角落里，我可能会碰到它，本文会提醒我记住这家公司核心人物的性格。

这本书文字水平一般，可能是为了配合 360 回归 A 股之旅，匆忙加工而成的。但对于投资者而言，我觉着物超所值。窥视一点商战内幕，了解一点企业家历史，其价值绝对不止几十元。

甚至我还这本书推荐给我儿子，因为书中记录的周鸿祎的大学生活、大学的创业以及创业失败后的总结，我觉着对我儿子会很有帮助。

第336篇.　　2017.11.20-持有等于买入吗？

原创 2017-11-20 唐朝

持有等于买入吗？书房里至少有数十人问过老唐。我也曾多次给出我的看法：持有≠买入，两者的要求是不同的。但由于一两句评论说不清楚，所以老唐曾答应提问者，会抽空写篇文章来阐述自己的观点。今天，还文字账。

本文近 4000 字，将阐述以下观点：

1）持有与买入的矛盾，一般发生在合理估值区间；

2）合理估值从来不是一个准确的数值，而是一个模糊的区间；

3）价值投资的核心特征就是占便宜，是五毛买一元，是一元卖两元；

4）因此，持有≠买入。两者决策所需证据强度不同。

看完上述四句，已经拈花微笑的，不用继续往下看了。下面的段落仅是对上述四句的展开。

1）持有与买入的矛盾，一般发生在合理估值区间；

网上流传一种很有说服力的思考是持有=买入，尤其是当你的资金量不足以影响市价的时候。

在你持有市值 100 元股票的瞬间，你实际就是放弃了 100 元现金，同样，在你买入 100 元股票的瞬间，你也是放弃了 100 元现金的持有资格，它俩之间是等价的。

因此，假设你的账户被误操作清仓了，你的正确选择是原样买回，否则你的持股逻辑是有问题的。**老唐不同意此种看法。**

股价明显低估区域，没有持有和买入的思想斗争，主要矛盾集中有限的钞票和满地黄金先捡哪块的问题上；明显高估区域没有买入计划，也不会产生持有和买入的思想斗争。

持有和买入的徘徊，一般发生在经历一轮涨幅后，企业进入合理估值区域后。此时是持有，是卖出，还是可以继续买入，矛盾涌现了。

2）合理估值从来不是一个准确的数值，而是一个模糊的区间。

正因为持有和买入之争，多发于合理估值区域，所以，要解释这个问题，先得阐述什么是合理估值。

合理估值，由两个词组成，合理+估值，联在一起表达的意思，**是说当前股价下的公司总市值，基本等于该企业的内在价值。**

总市值好懂，总股本×股价就是总市值。顺带解释一个过度小白的问题，有不少人问过老唐：多地上市的公司，总市值是不是各地市值加总？错！不是。多地上市的公司，总市值有多个，均为股价×总股本。

比如一个公司在大陆和香港两地上市，同时还发行的有 B 股。总市值≠A 股股价×A 股发行量+H 股股价×H 股发行量+B 股股价×B 股发行量，而是有三个：

①以 A 股股价计算的总市值=A 股股价×总股本；②以 H 股股价计算的总市值=H 股股价×总股本；③以 B 股股价计算的总市值=B 股股价×总股本。

总股本=A 股发行量+H 股发行量+B 股发行量。当你准备购买 A 股时，就看①；准备购买 H 股时，就看②，准备购买 B 股时，就看③。

总市值清楚明白，是个准确数字。但内在价值就稍麻烦一点了。**任何企业的内在价值都只有一个：它指的是这家企业存续期间——所能给股东创造的全部现金——的折现值。**

也就是说，任何人买进一家企业，一定是预期未来这家企业能给自己带来的金钱＞现在付出的金钱本利和。即便是炒股的炒家，也是在这个根基之上的衍生博弈活动，虽然很多炒家从来没想过自己究竟在买卖什么。

那么，关于内在价值，就有了三个关联概念。第一是存续期间。这个容易理解，就是这家企业从现在直到其倒闭，或者直到其不再成为一个独立的企业（例如成为其他企业的一个业务单元）；

第二是所能给股东创造的全部现金。这个现金，不是指净利润，而是即便分给股东也不会降低企业盈利能力的那部分现金，即通常所言的自由现金流。

自由现金流不是一个财务概念，财报上找不出来这个科目。它是从企业获取的现金形式净利润里，减去维持盈利能力必须的资本再投入（保养、维修、必须的更新等），然后剩下部分就是自由现金流。

净利润是否是现金形式，具备基础财务知识（例如读过《手把手教你读财报》）就很容易区分。但维持盈利能力所必须的资本再投入，就需要了解企业的生产经营模式、利润来源、行业竞争等因素，从报表科目里是找不到的；

第三是折现值。折现值体现的是金钱的时间价值。假如我有个确定回报率为 5%的项目（例如 5%利率的银行存款或者国债），那么 10 年后 100%确定到手 1 万元，以 5%回报折现到今天（这个 5%就叫折现率），其价值只有 6139.13 元。

如果我的确定性回报是 10%，那么 10 年后的那 1 万元，在 10%折现率的假设下，只能等于今天的 3855.43 元（手机上随便下载个复利计算器 app 均可计算）。

从以上三个概念的表述，我们会发现，所谓内在价值，是非常不严谨的数据，坦率说，世上几乎没有人能够准确计算出来——芒格也说，从来没见过巴菲特用计算器算过。

即便我们能够穿越到未来——假设 100 年后这家企业倒闭的那一天，我们也只能知道这家企业 100 年来，累计创造了多少自由现金流（这是唯一的、确定的数据），然而，由于每个人面对的确定性选择可能有不同，会采用不同的折现率，最终这个企业的内在价值也有不同。

更何况，我们并没有能力穿越到未来。因此，哪怕我们通通采用同样的折现率，由于我们对企业存续及发展年份的预测偏差，对该企业每年能够获取的现金利润预期偏差，对企业维持盈利能力所需资本再投入预测偏差，三个偏差叠加，差异就可能非常大，即便你非常了解该企业。

因此，无论你多么了解该企业，**内在价值也只能是一个区间，而不是一个精确数值，**哪怕是股神巴菲特或者企业 CEO 也不例外。先记住这个重要结论。

——说到这儿，可能有新朋友会问，如此不严谨，现金流折现法还有什么用呢？非常有用，甚至可以说是全套股神秘笈。老唐在 2014 年 3 月 7 日出版的《证券市场周刊》上行文谈过。今年 8 月还特意将此文搬来唐书房存档，没读过的朋友，强烈建议点击《漫谈现金流折现法》阅读。

3）价值投资的核心特征就是占便宜，是五毛买一元，是一元卖两元。

价值投资者购买一家公司，一定要市值“显著”低于内在价值；同理投资者卖出一家公司，一定要市值“显著”高于内在价值。是的，没有便宜占，我们安坐不动，拒绝交易。

当你以相当于内在价值的市值购买股票，等于是预期自己的假设 100%正确时，可以获取相当于折现率的回报。然而，大师们的经验说，投资要预留安全边际，要考虑到可能某些假设会出现偏差，并给自己没

有预料到的意外事件留有余地（还记得赌金者吗？）。

巴菲特曾这样举例来说明该观点：如果你认为一只股票值十块钱，那么九块五或者是九块七毛五都不要买，你要等价格比你的心理价格低很多的时候再买入。如果一座桥的载重量是一万吨，那你就不要驾驶一辆 9800 吨的卡车从上面经过，但是你可以安然驶过一座承重量两万吨的桥。这是格雷厄姆的安全边际理念。

这个安全边际究竟该留多少呢？按照大师们的操作习惯，如果一只股票值 10 块钱，一般的介入位置在 4~7 元之间。预留的差额，就是安全边际，是给自己“莫须有”的错误准备的。这不是个严谨的计算，只是经验观察。

纵观人类投机史，**资本市场的疯狂从来不会“恰到好处的在合理位置停下”。**按照大师们的认识，人们的情绪总是在过度恐惧和过度贪婪之间摇摆，就好像一个钟摆围绕着中点（合理估值）荡来荡去，因此，大师们只在别人极度恐惧时贪婪，在钟摆远离中点的时候才下手买入。

卖出同样如此。将一元钱标价一元卖出，那可不是投资者所为。投资者来到这个市场，利用人们的过度恐惧买入，同时也别放过人们的过度贪婪。在钟摆荡向另一边卖出，获取最大化利润，才对得起自己的研究时间和投入资本。

而持有则相对简单。套用欧元之父蒙代尔的一句名言：“If it is not broken,don't fix it”。没有损坏，就不要去修它。在看不出是过度贪婪还是过度恐惧的时候，那就是 it is not broken，我们 don't fix it，静静等待就好。看不见便宜占的时候，维持原样不动。

4）持有≠买入。两种决策所需证据强度不同。

在内在价值是个区间、买入需要显著低于内在价值、卖出需要显著高于内在价值的三大假设之下，我们很容易就能够理解持有≠买入。

举例说明：假如某公司，根据你的考证和认识，你很大程度确定其价值大约在 70~100 元之间；

此时，如果市价 70 元，正确决策是不买。因为假如你的判断靠谱，真的价值 70 元，你用 70 元换入 70 元，白白亏损交易税费，浪费金钱的时间价值和机会成本。

而如果你的预计有少许偏差，可能真实价值是 60 元，你花了 70 元买进，在下一个傻子出现之前，你就是那个傻子——博傻，是价值投资者必须要戒掉的爱好。

若市场某甲因故着急抛出，要价 40 元，你的正确决策是买入。这保证了即便你判断上有少许误差，仍然有可观利润。

当买卖完成，你的 40 元现金已经消失了，忘掉它。你现在拥有的是价值约 70~100 元之间的股票，忘掉跟 40 有关的一切。

此时，如果某乙出价 70 元，你的正确决策是不卖，因为你用价值 70~100 元的股票，去置换 70 元现金，毫无意义，完全没有利用到人性的疯狂，甚至被某乙利用了你的恐惧。于是你持有。

如果某丙出价到 150 元以上时，你的正确决策是卖出。难点在于市场出价大于 100 却小于 150 时，这个期间，其实可卖可不卖，都有道理。因为我们无法预测市场情绪究竟会有“多”疯狂，持有或者卖出都合理，这部分是投资中属于艺（yun）术（qi）的部分。

但我们至少可以肯定，在 70~100 元，甚至从 60~110 元之间，我们只应持有，不应买入，持有≠买入。

因为买入的要求条件，比持有的条件更高：**买入必须要有便宜占，买入需要在合理估值区间的下沿再预留出安全边际。**

5）例外。

也有例外，可以不用去考虑高估、低估还是合理，那就是：**发现了更具性价比的投资对象。**当内在价值 70-100 的股票，市价是 50、90 或是 110，本应该是标准持有状态，但你确信有另一只价值 100 的股票，市价只有 30。此时就不用考虑高估、低估或者合理了，卖掉它。

如果你理解和同意本文所说，那么你在投资领域就只剩下一门必修课了：估值。这是个日拱一卒、终身学习的领域，无论你、我还是世界知名投资大师，都在天天学习，永无止境。这门课的乐趣是，你增加的任何一点积累，都将能够通过资本市场兑换成财富。

反之，如果无法对企业内在价值做出合理判断就贸然交易，无论是买入还是持有，永远都会心惊胆战。如同老唐仿作《采桑子》描述：**心中若无价值锚，红也惊心，绿也惊心，忽闻天台跳楼声。投机好似风前絮，欢也飘零，悲也飘零，化作股海点点萍……**

文字_2017-11-23

唐书房 *2017-11-23*

收到一些祝福和打赏，才知道今天是感恩节。洋节老唐不懂，但感恩二字却是有共鸣的。 谢谢书房里所有的读者的认可和关注，更谢谢各位拿真金白银打赏网线另一端未曾谋面的老唐。谢谢大家，谢谢你们的陪伴，谢谢你们耐着烦听我嘚吧嘚吧[呲牙]…… 最近装修进入等定制门和定制柜体的时段了，时间稍多，码字也就多了起来。后台已经有朋友友情抱怨“看的没有你写得快”了——知道话痨的威力了吧？[偷笑] 另一方面，因为老唐有半个月没上雪球刷屏了，也有朋友抱怨好久不见老唐发声（其实过去 7 天，老唐可是推送了 8 篇长文的）[奸笑] 借着感恩，预告一下：明天是老唐实盘组合建立三周年的日子（也是雪球正式开放组合功能三周年的日子），老唐正在码一篇三周年回顾和思考。 快的话，等明天下午补上最终数据，晚上就可以推送给大家。慢的话，可能会后天推送。老唐发言没发言，都一直在网线另一端的，谢谢各位挂念……

第337篇.　　2017.11.24-三年三倍的背后（上）

原创 2017-11-24 唐朝

2014 年 11 月 25 日，雪球全面开放投资组合功能，老唐也在那一天建了一个实盘组合。开立组合的目的，是因为几乎不看盘，也很少开交易软件，但那时几乎天天泡雪球，组合可以很方便看到净值变动结果。所以组合建立时，就是按照真实持仓设置的——除了因雪球百分比不支持小数，比例会有小于 1%的偏差。

查阅了#老唐实盘#记录，2014 年 11 月 25 日建立组合时，持仓比例是：茅台 55%；招商银行 21%；民生银行 19%；泸州老窖 3%；国投电力 2%，合计 100%，作为净值 1 元起步——面熟吧？当时的五只持股中，有四只依然是今天的主力持股。与那些周周挖出新黑马的高手相比，这种状态是不是无趣极了？

当前组合显示三年累计收益率 188.26%，当前净值 2.88 元。实际收益高于 208%，当前净值为 3.08 元

——说高于，是因为中间因买车和装修撤出过少量资金，这个 208%是当前账户实际市值与 2014 年 11 月 25 日建立组合时的市值记录的对比结果。



造成差异的主要原因，是组合不支持 AH 套利，不支持可转债套利，不支持港股和 B 股录入。所以当前实际持仓中的腾讯、古井 B 和粤高速 B 在组合里用银华日利代替，招商和民生的 H 股用 a 股替代，合计造成了约 7%的差异（3.08-2.88）/2.88≈7%——以上数据均不计算新股中签收益。

通过对组合调仓记录和 2014 年至今的年终总结回顾（详细回顾放在下篇），组合建立三年以来，如果不考虑分红再投入和搬砖活动（后面解释，主要涉及国投川投以及银行的 AH 股），三年内累计调整的仓位大约不超过 30%，属于十足的满仓呆坐型。

截止 2017 年 11 月 24 日收盘，持仓个股市值占比如下：茅台 40%-，国投 17%+，腾讯 10%+，招行 H7%+，民生 H7%+，洋河 6%-，双汇 4%+，信立泰 4%-，古井贡 B2%-，海康 2%-，粤高速 B1%+，观察仓宋城不计，合计持股 100%。



今年以来，持仓个股波动截图如下：


中国电信
16:05
74%
我的自选股
行情
资金
消息
公告
研报
盈亏
全部
现价
涨跌
年初至今
贵州茅台
600519
630.04
-3.69
91.40%
国投电力
600886
7.78
0.00
19.72%
腾讯控股
0700 HK
416.000
-3.600
119.80%
招商银行
3968 HK
32.650
0.700
86.23%
民生银行
1988 HK
8.050
-0.020
1.49%
洋河股份
002304
112.09
0.36
62.67%
双汇发展
000895
27.02
0.27
36.66%
上证综指 3353.82 1.90 0.06% 2,076.2亿
自选
市场
机会
资讯
交易
唐书房



沾市场的光，前几日还处于年内涨幅为负值的民生 H 股，这几天也睡醒了，晃晃悠悠爬出了深坑。全部 11 只持股中，民生 H 股和国投电力年内涨幅落后于沪深 300 指数，其他 9 只领先沪深 300 指数。

整体来说，今年是价值投资者的大年。套用最近常听到“炒”股人士说的一句话：今年炒蓝筹概念——在炒家眼里，所有公司都是代码和概念，不是赚钱的实体。

投资市场里，**盈亏同源，一个人的收益和亏损，是同一套投资体系的结果。**经老唐仔细思考，**支撑老唐实盘在极低换手率的状态下，获取三年三倍结果的理念体系，主要由以下九条组成**——这九条均在书房成文阐述过，主要由“投资之道--投资理念”菜单下 30 篇文章，和“投资之道--估值方法”菜单下 11 篇

文章构成：

①股价由企业真实盈利和市盈率两个变量决定，我主要选择**“企业真实盈利确定增长+市盈率位于偏低或合理位置”**的企业投资。重心是获取企业盈利增长推动的股价上升，市盈率变动视为算意外之财；

②企业盈利真实可靠，其增长“一定”会推动股价上升。如果真实可靠的盈利增长伴随股价下降，将给投资者带来巨额财富；

③做出企业盈利的增长预测，是困难的，是需要极度谨慎的。**扎根于自己能够深度理解的企业，选择变量尽可能少，可预测性尽可能高的企业；**

④盈利增长“一定”会推动股价上升，并不代表会推动下周、下月乃至下个季度的股价上升，它通常需要较长时间体现（经验上说，三到五年是一个常见的体现周期）。**短期股价波动可能受任何因素影响，是市场的随机运动，无法预测。**任何对短期股价波动的预测，都是没有价值的行为；任何建立在短期股价波动上的交易体系，都是脆弱不可信的；

⑤持股时间长，并不意味着是从事长期投资。价值投资的本质，不是坚持“长期”投资。长期或短期只是被动结果，是因为市场认识和体现价值需要时间造成的。**下注市值和价值之间的收敛，才是价值投资的核心本质；**

⑥市值低于价值的部分，有两大来源：**一类是对现存资产价值的折扣，一类是对未来盈利可能的低估。**侧重前者的，我称之为格老门；侧重后者的，我称之为巴神堂，它们构成价值投资两大核心思想流派。绝大部分成熟投资者都是两者兼顾的，差别只是权重。我个人更侧重巴神堂，巴神堂思想能够引导人随着年龄和资本的增长，越来越远离市场，用越来越多的时间去享受生活，最终走向快乐投资的良性循环——格老门可能正好相反；

⑦法币时代，历史数据和逻辑推理都能证明，**股权是收益率最高的资产，远高于债券和货币。**因而，除非所有股权目标均显著高估，否则老唐永远是满仓持股状态。组合设立至今的三年里，每一天都是如此，无论股灾 1.0，股灾 2.0，还是熔断崩盘；

⑧事实上，我也没有什么空仓半仓之类的仓位概念，一般会预留家庭一年的开支，其他部分通通做股权投资，除非找不到目标了。即便是手头的**现金理财，我内心也将之视为一种确定性 100%、市盈率约 30 倍、未来无增长的股票；**

⑨企业价值不是一个精确数值，而是一个模糊区间，一个至少足以容纳百分之二三十波动的模糊区间。因此，在 30%空间内的所谓高抛低吸、波段操作，在我看来，是自欺欺人，不值得关心。考虑到中国股市有 10%日涨跌停限制，所以，日间盯盘，是完全没有价值的生命浪费。

三年的公开数据还不够长，而且老唐的运气似乎一贯不错，所以，三年三倍的成绩里面，究竟有多少是投资体系的功劳，有多少是运气的体现，可能还需要更长时间去观察。此处只能借机说点个人思考和观察：

以老唐个人在资本市场前后二十多年的傻碰，及无数前辈的摸索和总结，我认为建立在**“①买股票=买企业的一部分，②不要将希望寄托于二级市场接盘侠，③占不到便宜就不交易”三大基础上的体系，是老唐理解能力范围以内，“唯一”稳妥可信的、具备逻辑基础的、可以持续盈利的投资体系。**

这条路已经有无数前辈走通过，踏平过。路边留下了无数的方向标、指示牌、陷阱提醒。如果你的目标是财富增长，老唐强烈建议不要浪费生命探索和碰壁，不要试图重新发明车轮，只需要老老实实地沿着

前辈们踩出来的路前行即可。要创新，要建立新体系，可以留待身家突破 10 位数以后考虑。

当然，沿着前辈们踩出来的路，不代表我们不思考。正所谓它山之石可以攻玉，雪球组合是很不错的观摩和学习对象。几百万个雪球组合中，凝聚着市场里千奇百怪的投资或投机思路，不仅是我们观摩他人实战的地方，也是我们“看他人吃一堑，让自己长一智”的好去处。只是，学习过程中要注意规避以下三种陷阱组合：

第一种，组合收益很高，但收益主要来自 2015 年，且交易比较频繁的。由于雪球组合功能早期有 Bug，有办法在股票大涨大跌之后，以涨跌前的价格模拟成交，造就了 2015 年雪球的几个著名神棍，也留下了许多靠这种手段领跑的组合；

第二种，高收益，但组合持股仅仅一两只的。这种类型的组合难以评价，有些值得关注，有些不值得关注。主要原因是短期内很难判定收益来源于价值判断，还是因为恰好处于市场风口；

第三种，组合收益很高，但起初不叫实盘，是后来收益起来以后，更名为实盘的。这类里面良莠不齐，既有本就是实盘，只是起初建立的时候没有以实盘命名；也有幸存者偏差，建立一大堆组合，最终把收益最高的那个，改名为某某实盘的。

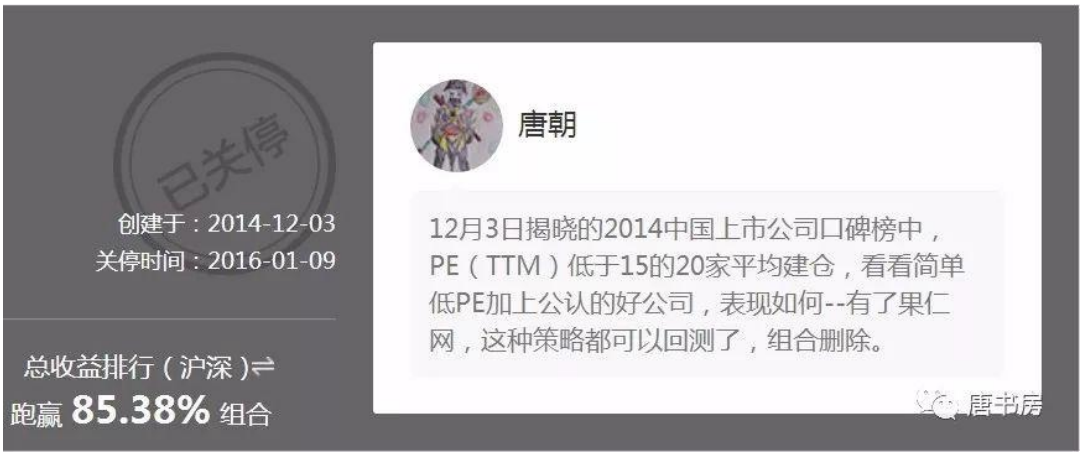
说到这儿，倒要揭一下自己的短。老唐也先后建立了八个组合，除#老唐实盘#以外，其他七个组合均已在 2016 年 1 月 9 日关闭，目前不点开状态下，组合名称显示为已关闭，收益从亏损 17%到盈利 26%都有。

组合	净值	总收益
老唐实盘	2.8826	188.26%
已关停	1.2595	25.95%
已关停	1.1931	19.31%
已关停	1.0310	3.10%
已关停	0.9165	-8.35%
已关停	0.9153	-8.47%
已关停	0.8501	-14.99%
已关停	0.8313	-16.87%

唐书房

逐一点开，会发现七个组合分别名叫：便宜好口碑、有真钱、分级 A、高股息、双十五、只看 pe1、只看 pe2。看组合名和注释就知道，这些组合是用以测试不同类型策略的，策略写在说明处。后因先后涌现出的多家策略回测网站，这些组合失去观察意义，遂关闭。

例如组合“便宜好口碑”：



谈论其他组合的前因后果，是想说明#老唐实盘#组合，并非幸存者效应下的案例。休息一下，接着回顾和点评老唐实盘自 2014 年至今的主要操作。

第338篇.　　2017.11.24-三年三倍的背后（下）

原创 2017-11-24 唐朝

接下来逐年点评和回顾一下实盘组合三年来的具体操作。

2014 年

在 2014 年 12 月 28 日，老唐写的 2014 年总结（见雪球文章《丰收 2014,感恩 2014》）里，有这么一段话，回顾了 2014 年全年（主要在组合建立之前）的实盘变动：

今年投资没啥好说的，反正风来，大家一起飞啊飞。向老唐这种跟着水面上升，勉强扇了几下翅膀，截止今天（28日）收益59%的，比市场平均数大盘指数仅仅高10个百分点的，基本不值一提。

也基本没怎么操作：年初是47%茅台，25%招商，17%民生，11%老窖。
全年就是：上半年的分红撤离了；
下半年的分红在中行转债、海螺水泥、金螳螂上跳了一圈，最后落在国投电力上了；
在民生员工持股计划出来后大跌的那天，拿约4%的老窖在6元出头换进民生了；
最后剩下的老窖，清仓后也加在水电股上了。
全年动弹的仓位占比不到一成，其他的持股不动到今天。
雪球新版出来后，为便利自己不用进交易软件也知道净值变动，建了个实盘组合，至今凑凑合合勉强跑过沪深300指数5个百分点，乏善可陈。

乏善可陈就乏善可陈吧，好在老唐这些股票，反正也不操什么心，再涨一倍，我也不觉得惊奇，不会小心肝扑通扑通的。虽然知道没有离场之前，都是虚拟财富，但看着市值增长，今年一年增加的财富比老唐从出生到30岁前挣钱的总和还要多，也是件令人开心的事儿。
算作一个收获吧。感谢牛市感谢风，感谢郭嘉感谢党。
（发完跑步去……，灌水的请自便）

（12月31日收盘记录一下：全年收益率为62%+。当前持仓为：46%茅台，23%民生，23%招行，8%川投）

唐书房

对了，2014 年的总结文，推荐了 26 位值得关注的 V，介绍了 9 本值得阅读的投资书籍，今天回看，也是有点价值的。没看过的，可以去翻翻。

从上面的总结可以看出来，从 2014 年 11 月 25 日建立组合到 2014 年 12 月 31 日的三十余天里，老唐将国投和老窖清仓换入了川投，其他三只主力持仓没有动。

回顾 1：对于泸州老窖，老唐的感情其实挺复杂的。曾经写过不少文章谈老窖的投资价值和市值低估，甚至在 2014 年 3 月 7 日的《证券市场周刊》上发表文章，用老窖举例，直接白纸黑字写下：“市场在 361 亿基础上给予的折扣，便是送给投资者的财富”，当时老窖不到 200 亿市值，今天，市值近千亿了。

然而，对老窖的疑虑，产生于管理层在明知不可能的情况下，发布欺骗性的 2014 年业绩乐观预测，误导投资者。这个疑虑，老唐成文《老窖的成长困境》发表于 2014 年 4 月 18 日的《证券市场周刊》。

后来在基本能够确认疑虑时，老唐清掉了老窖——2014 年 4 月管理层在 2013 年度净利润同比下降 22%，2014 年一季度同比腰斩的情况下，预告说 2014 年营收要达到 116.33 亿，实际年终数据是 53.5 亿，达成率不到 50%。另外，老窖和柒泉公司之间一些说不清道不明的业绩调节，也是一个原因。

当然，如果从股价表现上说，这个排除错了。在我卖出老窖后（以组合记录看，最后一笔卖在 20.77 元），至今涨了三倍有余，截止今天股价在 65 元附近。但是，即便重来一次，我的投资体系依然会支持我做出同样的操作。

市场不好，行业不好，经营下挫，这些都是一家企业生存和发展过程中避免不了的事情，作为投资者，必须接受，其中也是考眼光和判断的地方，是黄金隐藏之所。

但如果接受股东委托的公司管理团队存心不良，因私心甚至恶意，发布不实的信息误导东家，这是不

可接受的。不跟坏人合作，哪怕里面有确定性利润——这是价值观问题，无关对错，就为了睡个踏实。

国投和川投之间的调仓，倒没有什么好说的，就是因为它俩实际上类似同一家公司 AH 两地上市，主要资产都是雅砻江水电公司股权。哪家估值相对便宜就持有哪家，我称之为搬砖。

在国投市值高于川投 280 亿时，我用国投换了川投。后来，2015 年底，又在国投市值仅比川投高 60~80 亿之间时，再用川投换回国投——前一次搬砖占了 200 亿便宜，后一次搬砖到现在为止，还没占到便宜。今天，国投市值依然只比川投高 72 亿。

2015 年

2015 年 12 月 24 日，老唐提前写了 2015 年的总结。之所以提前，原因是 2015 年雪球高收益太多，导致很多朋友不敢动笔写总结了。

老唐提前发了总结，帖子题目就叫《表怕，年终总结有老唐垫底》https://xueqiu.com/8290096439/62405404 总结里关于投资的部分，原文摘录如下：

老唐今年股票账户的投资，就干了两件事：

其一，把 A 股银行搬到 H 股去。大致是在民生 A 平均溢价 33%的时候，换成民生 H；在招行 A 溢价约 5%的时候，换成招行 H。结果嘛，一入香江深似海，老唐从此回不来。

今天民生 AH 溢价指数是 46%，民生 H 是股市最惨板块--银行板块--里跌最多的银行--全年下跌超过 22%；招行 AH 溢价指数 20%，招行 A 全年上涨 14%，招行 H 全年下跌 1.4%；

其二，调整了近 10%仓位，其中 6%出头是从茅台调整到民生 H，有 3%出头是从茅台调整到洋河。从市值角度看，前者调亏了，后者略赚，但总和角度看，还是调亏了，毕竟茅台全年上涨 33%。

结论就是：两件事全错，啥也不做估计市值还会略多一点。做完这两件事以后，截止今天收益 13%+，略强于沪深 300 的 8%，上证指数的 12%，远低于中小板的 56%，更不用说创业板的 90%了。惭愧。

惭愧是惭愧，但如果给机会我重来一次，我估摸着自己依然只能这么做。没有胆子和能力去触碰自己不明白的东西，只能守住自己裤兜里的红中发财、做个傻呆呆的看客。

持股行业和去年一样，依然是白酒、银行、水电。个股除了洋河为新增以外，其他四只依然是老面孔：茅台、民生、招商、川投，占比就在组合“老唐实盘”里。且老唐自己估摸着，2016 年持仓变化也不会大。

由于雪球组合不能混加 AH 股，所以，里面显示的民生和招商，实际是民生 H 和招行 H，由此导致个股占比略有差异，但不大。实盘总收益也因为 H 落后于 A，比组合显示的要低约 3 个百分点。

回顾 2：全年除了 AH 搬砖以外，整体调整仓位不到 10%。AH 搬砖，到今天看，市值上没占到便宜。

民生银行，在民生 A 比民生 H 贵 33%（25%~40%之间分批动手的，综合结果，100 股民生 A 换 133 股民生 H）时动手的，截止今天，民生 H 股价 8.05 港币，民生 A 股价 9.1 元人民币，133 股民生 H 市值＝133×8.05×0.85/9.1=100 股民生 A，没有占到任何便宜。

但如果考虑到 A 股的打新收益，市值上应该是吃亏的。至于多拿到的分红，也因为港股通多了一份红利税，抵消后也什么便宜占。

招行银行，是在 A 股溢价 5%的时候搬的砖。截止今天招商 H 股 32.65 港币，招商 A 股 30.09 人民币，105 股招商 H＝105×32.65×0.85/30.09=96.9 股招商 A 股，还吃亏近 4%。同样，若考虑打新收益，吃亏更多。

AH 搬砖问题，算是投资体系的一块试金石。当 AH 出现较大价差的时候，是否选择价格更低的品种，体现了投资体系中，究竟是更偏重于股票的票属性，还是更偏重于股票的股属性（股和票的区分，请看书房去年 9 月推送的《股票的本质》一文）。

可以这么说，**凡是声称价值投资、基本面投资、股权投资的，却持有民生银行 A 股而不持 H 的，无法逻辑自洽。**同样的金钱付出，多持有 33%股权而不搬，非夹头所为。但具体是选择在 15%还是 50%搬，是占市场先生的便宜大小问题，更多体现为艺（yun）术（qi）成分。

今日回顾，2015 年内，“其中 6%出头是从茅台调整到民生 H”这一行为做的有点莫名其妙，应该反思。忘记了当时是什么原因调整了，估计是某个民生 H 大跌的日子，去贪便宜了。

这种**喜欢从获利较多的股票上减仓，去增持大跌或持仓较少的股票，是一种股市多发病症，不仅老唐有，估摸着书房里不少朋友都有。绝大部分结局是铲花扶草，极少部分结局是英明抄底。后者往往记忆深刻，回味无穷，前者则容易被大脑选择性过滤**（不是主观故意，而是大脑真有这种自我保护的生物性功能）。

总体来说，个人目前对这种行为的看法偏负面，会尽可能控制和克服。在决策时，尽可能少受近期涨跌幅的影响，更多的在市值和内在价值的差距大小上考虑，并在无法看出明显差距时，尽量呆坐不动。

2016 年

时光进入 2016 年。2016 年 9 月建立了唐书房，所以 2016 年终总结，书房里也有了《老唐的 2016 年》。总结里关于投资部分写到：

数字一：23%，是今年不含新股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，全年每一天都是满仓，熔断也好，股灾也罢，笨老唐一次都没有躲过，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。

回顾 3:在 2016 年里，如果不考虑两投搬砖，调仓部分也不到 10%。为配置深市打新门票，增加了信立泰和双汇，同时还在 2016 年 1 月底，国投跌破 6 元的时候，卖出 4%的招商 H 买入国投。

虽然狗屎运巨好，抄到国投最低点，距今有超过 35%的涨幅（经历了两次分红 0.48 元/股，复权价不到 5.6 元），然而，由于招商 H 股价翻倍有余，这笔换股，从市值角度依然是负贡献。

但，在国投最恐慌的时候，换做现在穿越回去，可能还是会做这样的腾挪。总体来说，2016 年的操作，虽然收益只有 23%，但在自己有限的理解对象和投资体系下，基本满意。

2017 年

2017 年，由于有了唐书房，基本上全部交易，都在书房实时直播过。

由于 2016 年的总结里计划过：“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。”

所以，2017 年覆盖面稍有扩大。这要感恩各位，是各位的点杀、赞扬和打赏，一步步引导老唐走出原来的白酒、水电和银行圈，将视线放在了更广阔的范围内，持股也新增了腾讯、海康、古井贡 B、粤高速

B 四只。

也因此，2017 年的交易稍多，仓位调整也稍多。最烂的操作，当然是为了出游，在 340~350 之间，卖茅台换车。这已经是大家调侃我的梗了，说别人是豆浆喝一碗倒一碗，老唐是买车买一辆扔一辆；第二烂的操作，是后来又在 477 元卖了点茅台，搞房屋装修。两次都跟阿茅有关。

回顾 4：要说完全没有遗憾，那肯定是言不由衷。但要说后悔，还真没有。**投资体现能力，消费实现价值。人活一世，不可能只为账户数字的增加，拒绝自己及家人的适度享受。**而当时，从我的持股中找一只来杀，除了阿茅我找不出选其他家的逻辑——天哪，为什么找不出呢？笨就一个字，我只说一次，你知道我只会用行动表示……

坦率说，阿茅会涨，在预料之中（这个不算装股神吧），但会涨到这样的状态，确实超出了我的想象（我顶多也就看到年内到达 480 元附近），相信也超出所有人的预料。要是谁现在敢说年初能想到茅台会过 600，老唐不会唾口水，但肯定会在心中默念“骗纸骗纸马后炮”……

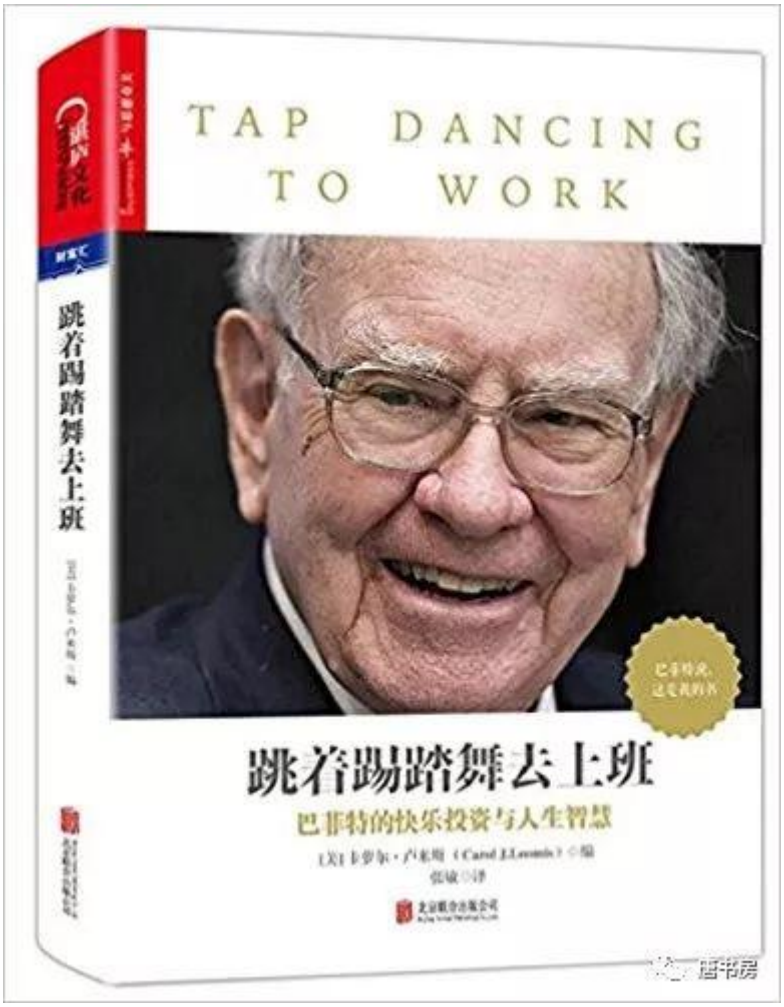
最近几天，股市正在调整，尤其是以茅台为首的白酒股，调整幅度比较大，带动#老唐实盘#净值自高点下降约有 6%了。后台有朋友急冲冲地发信息询问老唐的看法，询问老唐有没有减仓茅台海康洋河等等。令人欣慰的是，这么追问的只有几位（当然，老唐假装不在，没做回复）。

大部分较早关注书房的朋友，不用问也知道老唐的答案——此时还不知道的，是个非常好的思维训练机会：请立刻回看上篇的九条，尤其是四七八九条。

第339篇.　　2017.11.26-跳着踢踏舞去上班（上）

原创 2017-11-26 唐朝

这本书我眼馋很久了，很早就听几位英文水平好的朋友嘚瑟过。所以，一听说它在国内出版简体中文版，第一时间就采购了。



虽然期待已久，但并不认为会有什么新东西，毕竟老唐读过一大堆有关巴菲特的书籍。采购回来，内心当中温习来看待的——毕竟，重读旧书远没有读一本新书来的有趣。然而，这本书带给我的体验，比预期高，收获还是蛮多的。

原以为这是一本类似《一个资本家的成长》或者《滚雪球》一样的传记书籍，结果不是的。这是一本文集，作者有包括巴菲特及比尔盖茨在内的五十多人。其中巴菲特贡献了 12 篇文章：有两篇巴菲特早期给《财富》杂志的投稿，有两篇是他的重要演讲，有一封他早期写给国会议员的信件，一份慈善承诺和六篇伯克希尔公司年报的摘要。

这些文章不是随意编排的。书的编者（虽然她贡献了大量的文章，但没办法称为作者）卡罗尔.卢米斯，是巴菲特几十年里最亲密的老朋友（比尔盖茨语）。她负责着过去几十年来，每年巴菲特要发布的《致股东信》的编辑和修订工作。可想而知，她对巴菲特的思想了解是比较深刻的。

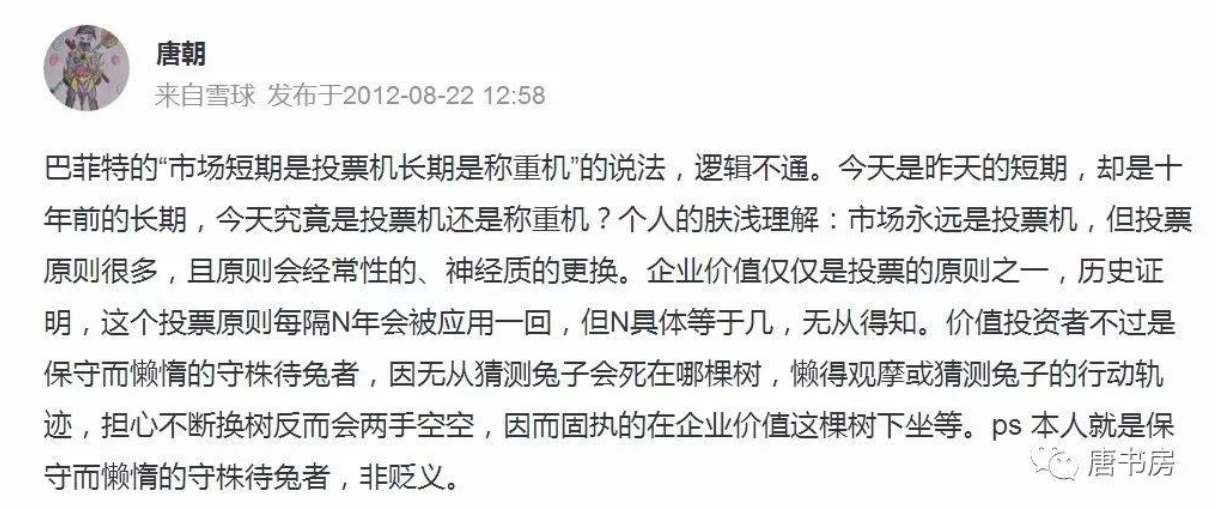
这本书，很巧妙地将跨度为 46 年里《财富》杂志对巴菲特的一些深度报道文章，剪贴结集，并由卡罗尔.卢米斯添加了背景介绍和后续说明。这些文章不是在巴菲特成为了今日的巴菲特之后才写的，更像是那个时代的旁观者观察，没有附带未来函数。

全书并不侧重介绍巴菲特的人生经历，而更多的展示了巴菲特面临一些事件时的思考和抉择，以及当时局限下周边的观察者们，怎么看待巴菲特的这些决策。个人觉得，这些东西对于读者，可能比看功臣身就后的回溯更有参考价值。

作为巴神堂的小喽啰，老唐读过很多关于巴菲特的书，如果让我挑，我认为这本可以和《巴菲特传：一个美国资本家的成长》（罗杰.洛温斯坦著）、《巴菲特之道》（罗伯特.哈格斯特朗著）、《滚雪球》（艾丽

斯.施罗德著）、《穿过迷雾》（任俊杰著）并称为最好的五本。

举一个例子，很多人都知道，老唐对传说中的格雷厄姆及巴菲特的一句名言：“市场短期是投票机，长期是称重器”的说法不以为然，并曾经写过这样的质疑：



然而，就在我读这本书的时候，首次发现这句话后面还有半句。巴菲特写的全文是这样的：**本杰明.格雷厄姆告诉过我们，股市的短期运作像是一个投票机，股市从长期看就像是一个称重器。恐惧与贪婪在投票时起着重要作用，但在称重时毫无作用。**

晕！加上后半句，这句话很清楚，格老和巴神明明表达的是：短期内的股市表现更容易被人的恐惧和贪婪左右。传经传半句的和尚，坑人啊！这一瞬间，老唐哭晕，眼前浮起的不是闪闪的金星，而是那些著名的坑：

1）父母在，不远游。

原文：子曰：“父母在，不远游，游必有方。”——《论语·里仁》

出去耍，可以，你要给爹妈说一声去哪儿了。

2）吾生也有涯，而知也无涯。

原文：“吾生也有涯，而知也无涯，以有涯随无涯，殆已。”——《庄子·养生主》

做不到的事情，强行去搞，很危险的。

3）三思而后行

原文：“季文子三思而后行。子闻之曰：再，斯可矣。”——《论语·公冶长》

别翻来覆去想了，两次够了，赶紧 just do it！

4）天才就是 99%的汗水加 1%的灵感。

原文：“天才是 1%的灵感加 99%的汗水，但那 1%的灵感是最重要的，甚至比 99%的汗水都重要。”——爱迪生

没法一起愉快的玩耍了……

老板，来一碗泪流满面，不要香菜不要葱……

就这一条，我觉着值回书价了。另外，1977 年 5 月，沃伦巴菲特给《财富》杂志的投稿《通货膨胀如何欺诈股票投资者？》今天来看依然是振聋发聩。40 年前的巴菲特，思考深度已经相当惊人了。

还有，关于巴菲特拯救所罗门兄弟公司的事儿，这本书里有我在任何地方都没有读到过的细节资料，

惊心动魄。看过你才知道，虽然后面的结局挺好，但实际上是巴菲特能力+人脉+狗屎运结合的一次咸鱼翻身，差点赔成韭菜根儿。估计事后，巴菲特和芒格也是一身冷汗，只差找地方烧香拜菩萨了……

全书 400 页，也不全是精华，口水帖也不少，可能作者考虑要展示巴菲特的方方面面，而老唐则势利地把与投资关系不大的东西（例如慈善和子女教育）视为了“没用的”。

89 篇文章里，与投资有关的精华有 12 篇。时间紧张的话，可以只读这 12 篇，书钱就算没白花（这书定价高。老唐买了纸书和电子书，合计近 150 元）：

①邱国鹭写的推荐序；

②第 3 篇《通货膨胀如何欺诈股票投资者》沃伦.巴菲特 1977 年 5 月；

③第 19 篇《巴菲特内幕》卡罗尔.卢米斯 1988 年 4 月；

④第 21 篇《巴菲特在所罗门力挽狂澜》卡罗尔.卢米斯 1997 年 10 月；

⑤第 31 篇《我是怎么搞砸的》沃伦.巴菲特 1990 年 4 月；

⑥第 39 篇《巴菲特如何看待风险》沃伦.巴菲特 1994 年 4 月；

⑦第 42 篇《盖茨眼中的巴菲特》比尔.盖茨 1996 年 2 月；

⑧第 47 篇《比尔.盖茨和沃伦.巴菲特秀》布伦特.施兰德 1998 年 7 月；

⑨第 56 篇《巴菲特谈股票市场》沃伦.巴菲特 2001 年 12 月；

⑩第 60 篇《大规模杀伤性金融武器》沃伦.巴菲特 2003 年 3 月；

⑪第 69 篇《致命的交易费用》沃伦.巴菲特 2006 年 3 月；

⑫第 89 篇《为何股票胜过黄金和债券》沃伦.巴菲特 2012 年 2 月。

连这 12 篇也抽不出时间看的，老唐摘抄了部分精华妙语作为下篇（约 7000 字），可供这部分忙（lan）人（gui）速读。打算买书的朋友，就别去看下篇剧透了。

文末附送免费勘误

好书要完美。老唐读好书的时候，眼神特别好。这本书的编辑和校订工作做的算非常认真了，以老唐的极度挑剔的眼光，也只发现了 10 处错误。书房有湛庐文化和北京联合出版社的朋友潜伏吗？勘误送你们了（上次《赌金者》的勘误，后来真送达出版社和译者了）

①p30 倒数第二行，“买出”应为“卖出”；

②p61 最后两行，两处的“测慌仪”应为“测谎仪”；

③p79 倒数第二行，Scott&Fetzer 公司，一般翻译为“斯科特费泽公司”，此处显示为“斯科特费笨公司”。根据后面别的文章表述，“笨”字，实为“策”字的笔误；

④p104 第四行，“1300 万”应为“1300 亿”；

⑤p127 第二段第三行，“省下”应为“剩下”；

⑥p129 最后一行，歌词“我的妻子和我的好朋友私奔了，可我仍然很想念她”，请译者对照原文，据我理解，此处应该是“我的妻子和我的好朋友私奔了，可我仍然很想念我的朋友”，或者“我的妻子和我的好朋友私奔了，可我仍然很想念他”，用“她”意思是错的；

⑦p143 第二段最后一句“宁愿可能对，也不要一定错”，高度怀疑是经常听说的“宁要模糊的正确，也不要精确的错误”。后者似乎更好，供参考；

⑧p231 第三行，原文“有的人能够以每小时 145 公里左右的时速前进”，不知原文是什么，怀疑翻译的数据有误；

⑨p254 第三自然段原文“收购公司的规模必须足够大，才能对伯克希尔哈撒韦公司的底线产生影响。我们应当指出，这条底线有时是飘忽不定的。部分原因在于……”，此处用到的两个“底线”，应该是原文（thebottomline）直译。由于中文“底线”一词，通常有道德底线或者原则的含义，建议意译成：“收购公司的规模必须足够大，才能对伯克希尔哈撒韦公司的利润表产生影响。我们应当指出，净利润基数有时是飘忽不定的。部分原因在于……”；

⑩p260 第二行，“证卷”应为“证券”。

另外，全书谈到 See’sCandies 时，通通用了“时思糖果公司”，而一般国内常用的翻译是“喜诗糖果公司”。后者更喜庆，更有糖果公司的感觉，况且已经为人们所熟知，建议贵社就从了吧，弃用时思，改用喜诗。

第340篇.　　2017.11.26-跳着踢踏舞去上班（下）

原创　2017-11-26　唐朝

本篇为精华书摘，以原书页码为先后顺序，无点评。

投资可以是很煎熬的一件事，也可以是很快乐的一件事。不论资本市场如何千变万化，他只做自己擅长的事，投自己看得懂的企业。懂得取舍，是快乐投资的源泉。

投资中的每一个选择都是取舍。能力圈本身就是一种取舍，不熟不做是“舍”，在自己熟悉的领域中出重手则是“取”。避开瞬息万变的行业和复杂的商业模式是“舍”，选择有持续竞争力的简单生意是“取”。避开繁星满空、百舸争流的高度竞争性行业，在月朗星稀、胜负已分的行业里买赢家，“不数星星、数月亮”，又何尝不是一种取舍？

股市中获利的方式很多，但是，对于长期投资者而言，本质上投资的利润来源只有两种，一种是企业成长带来的内在价值增长，另一种是股价从低估回归到合理带来的估值提升。

有取舍之后自然有聚焦，把资源和精力聚焦在自己擅长的领域里，少下注、下重注。古今中外的许多兵法书，如果非要找一个共同点，就是“集中优势兵力打歼灭战”。做投资，深度比广度重要，对少量的公司有很多了解的人，投资决策的准确性往往远胜于对很多公司有少量了解的人。

毕竟，只有对所投公司基本面的深度研究和对其所在行业内在规律的切实把握，才有可能建立起自己的比较优势。“弱水三千，但取一瓢”，投资成败的关键是你对所取的那“一瓢”到底有多深的了解。

最近，他的观点被总结为：“以 100 万美元的价格购买实际价值 200 万美元、而 5 年之后会升至 400 万美元的生意。”当然，这种机遇并不容易碰到。“好生意不常有，”他说，“因此，我们也不要贸然出手。”

伯克希尔哈撒韦公司时时刻刻都在寻找规模大而简单的企业，这样的企业还必须有能力保持盈利，负债少；而且经营得比较得当；还要我们不会根据评级来做决定，”他补充说道，“如果我们希望由穆迪或者标准普尔帮我们管理资金，那我们就直接把钱给他们了。”

令我们非常骄傲的是，奥马哈总部没有电脑，我们的分析不依赖于电子数据，而是靠阅读，仅此而已。

我不可能每年都有 50 个好点子，能有一两个就很幸运了。

因为子女们投对了胎就可以获得一个金饭碗，一辈子享用不尽的饭票”，巴菲特相信，这种观念是会“误人子弟”的，也很可能会“危害社会”。因此，给予子女最恰当的金额就是让他们觉得“足够做点儿什么，但又不至于躺在床上睡大觉，什么也不需要做”。巴菲特认为，对于大学毕业的人来说，“几十万美元”应该是个合理的数额。

巴菲特总是在检验着他所听到的东西。是不是合理的？是不是错了？整个世界的格局都在他的脑海里。那里似乎有台计算机，不停地对比着新鲜事物和他已有的经验和知识，并且还在不断地发问，这对于我们意味着什么？

作为一名投资家，巴菲特建议并坚持，通过股市购买部份企业的价格应该低于其内在价值，即低于理智的买家愿意买进该企业所有股票的价格。作为一名企业家，巴菲特最希望的是，能以不高于内在价值的价格买下整个生意。

巴菲特眼中的“好企业”要满足几个基本条件：具有较强的特许经营权；高于平均值的净资产收益率；相对较小的资金投入；释放现金流的能力。

巴菲特的“好企业”投资哲学其实是很晚才形成的。

1969 年，当巴菲特决定清算巴菲特合伙公司时，他已经不再着迷于那个投机色彩越来越浓的市场。当时他手中握有 1 亿美元，其中的 2500 万美元属于他自己。

在 1987 年年报上，巴菲特非常感慨地说自己曾经浪费了 20 年，其中包括了经营巴菲特合伙公司的那段时间。他一直苦苦追求“便宜货”，“有些时候也误入歧途”。“农具生产商、位居第三的百货公司和新英格兰地区的纺织公司让我交了学费”，就是对他的一种惩罚。

巴菲特用心经营 20 载，哀叹因自己的无知将它带入产业的泥沼而不能自拔，他经营的纺织公司和其他公司并无二致，然而却找不到丝毫的竞争优势。

巴菲特认为，64 岁的伯克希尔哈撒韦公司副董事长查理·芒格一直而非间歇性在自己背后敲着、戳着，甚至推搡着，就是为了让自己去挖掘、评估有潜在价值的好企业。

见到巴菲特的时候，芒格对好企业和坏企业的观点已经成型，知道挽救一家处于颓势的企业有多么艰难。在他的脑海里，没有关于“便宜货”的教义，而且他认为这一点必须要抛弃。在这些年和巴菲特的探讨中，他都在不断地强调“好企业”的优点，而这后来也逐渐被巴菲特完全接受了。

没人相信他会充当天使，投资种子期的企业。这些企业尽管未来充满了各种可能性，但眼前却看不到任何起色。巴菲特和芒格时刻保持着最高程度的理性，他们不愿多花一分冤枉钱，

投资可以帮你开阔眼界，接触到很多与你没有直接关系的新事物。作为投资者，你必须去搞清楚事物背后的原因，例如，为什么零售企业只会越来越少。如果你想成为一名真正优秀的投资者，就必须扭回头，从过去 50 年的投资经验中汲取养份，还要学习资本配置的知识。与其把水都装在一个桶里，你应该学会多找几只桶。

作为首席执行官的巴菲特，通常每一年顶多做出一项重大的投资决策，但是在所罗门兄弟公司，他可能每天要决定 25 件关系到公司生死的大事。

巴菲特一直告诫自己的三个子女，人们穷尽一生去维护的名声，却只需要 5 分钟就能让它彻底粉碎。

莫泽支付了 3 万美元的罚款，并被判处 4 个月的监禁。所罗门兄弟公司的股东，包括我在内，却支付了 2.9 亿美元的罚款，而且我本人还被判处担任临时董事长长达 10 个月之久！

当优秀的公司因为极特殊的问题而导致股价被低估时，绝佳的投资机会就来了。

我对每一位共事的伙伴都有所选择。这也是我取得巨大成就的最重要的因素。我不会和自己不喜欢或者不欣赏的人打交道，就像选择婚姻伴侣一样。这就是关键。

投资不是智商 160 打败智商 130 的游戏。投资者剥离个人情绪、理智做出决定的能力可比他脑容量的大小重要多了。“当别人都出于短期的贪婪或恐惧而做出决定时，理性至关重要，”巴菲特说，“这就是赚钱的时候。”

马歇尔·温伯格回忆道：“巴菲特点了一个很特别的火腿芝士三明治。很多天之后，我们又一起出去吃饭，他提议说，‘我们还是去那家吧。’我说，‘可我们不久刚去过了啊。’他说，‘没错。所以为什么要冒险去另一家你不了解的餐馆呢？我们都知道自己想吃什么。’而这也是巴菲特看待股票的方式。他只投资给胜算更大、不会令人失望的公司。”

在犯新错误之前，回想一下曾经所犯的错误，也是一个不错的点子。我的第一个错误就是买下了伯克希尔哈撒韦公司的控制权。尽管我知道公司主营的纺织业务前途黯淡，我仍然因为难以抵御的低价诱惑而说服自己买下它。

1965 年时我已开始意识到这个策略并不是很理想。如果你以足够低的价格购买了一只股票，通常这家公司的命运会有所起伏，然而，只要你能抓住合适的机会脱手就可以获得可观的收益。即使从长远来看，该公司业绩可能很糟糕也无所谓。我称这种投资理念为“烟屁股”法。

然而，以这种方法购买企业并不是明智的行为，除非你是公司资产清理人。时间是好公司的朋友，是平庸公司的敌人。

虽然你可能认为这个道理很简单，但事实上，我是经过惨疼教训之后才领悟到得，而且为之付出了不小的代价。以一个合理的价格买入一家优质的公司，远比以颇具诱惑力的价格买入一家表现平平的公司要好得多。查理·芒格很早就明白了这个道理，而我有些后知后觉。

现在在购买公司或普通股票时，我们总是会寻求些业务一流、管理也一流的公司。

越简单越好。虽然有 25 年收购、督导及管理各类型企业的经验，我和芒格仍未学会该怎样解决商业困难，而我们学到的是要避开它们。我们是通过避开恶龙而不是同它厮杀而获得了成功的。

在撞了很多次南墙之后，我学会了只与那些我喜欢、信任和赞赏的人共事。正如我之前提到的，这个原则本身不能保证成功。然而，在拥有良好经济特性的公司中，如果公司所有者或者投资者能成功与理想的管理者协同合作，便可以创造奇迹。相反地，无论一家公司的前景看起来多么光明，我们也不愿与缺乏令人欣赏的特质的管理者合作。与坏人做生意，我们从未成功过。

这个世界上存在着大量绝佳投资机会，但它们处于你的个人能力范围之外，你错过它们并不是什么罪过。不过，问题是，我错过了一些白送上门的，而且我完全有能力了解的好买卖。“吮拇指”的幼稚行为让我们付出了巨大代价。

在大部分情况下，杠杆作用只会让事情演进得更快。我和芒格在这点上永远不会着急：相比于结果，我们更享受这个过程，尽管我们已经学会了承担结果。

我们采取的策略排除了传统的“多样化分散风险”的教条。许多权威人士会言之凿凿地说，我们的这

种策略风险巨大，这点我们不敢苟同。我们相信集中持股的做法同样可以大幅降低风险。

事实上，真正的投资人喜欢波动都还来不及……这是因为市场波动的幅度越大，就更有机会出现一些好公司的价格低廉的情况。

这是我们投资策略的基石：别指望靠卖得好赚钱，而是要让买入的价格足够有吸引力，以至于卖价一般也可以获得良好的收益。”

当你上场击球时，无须集中注意力对付每一个投球，也不需要为没有挥棒击打“好球”而懊恼。换句话说，没有必要把每只股票或者每次投资机会都研究一遍，你买的股票表现不如人意时也不要过于自责。巴菲特说，人生只需挥棒数次，只要好好做准备，就能让你个个击中。

拒绝不是件容易的事，可是巴菲特却做得很好。他知道自己喜欢做什么；而且只要是他喜欢的，总是会做得难以置信地好。他喜欢坐在自己的办公室里，阅读，思考。除此之外，还有些事儿他也乐意去做，可是并不多。他不是个寻找刺激和新鲜事物的人。

有一些公司是他认定的长期投资伙伴。尽管相关数字明白无误地显示，股价已经吸收了所有未来的利好消息，处于阶段性的顶部，但他就是不愿出售手中的股票，不论价格几何。

他喜爱的是强大品牌和健康的现金流，也正是这些造就了他无穷的财富。

我关注的中心是不变的东西。比如，我看待因特网的方式是，尽力确定一个行业或一个公司会受到因特网怎样的损害，或者如何被因特网改变。然后，我就要尽力避免这种情况发生。但这并不意味着，我否认能从这种变化中赚取很多钱，我只是不认为我会是那个人。

我们正在寻求的是可预测的东西，而在盖茨所做的事情中发现不了这种可预测的东西。作为社会的一员，我赞同他所做的事情；但作为一名投资者，我始终以警惕的眼光看待这些技术变革。

一种金融资产意味着你现在把钱投进去，为的是在将来把钱赚回来。如果每一种金融资产的价值都能得到恰当的评估，它们将全都能以合理的价格被出售，直至上帝最后审判日，并以同样的利率贴现归还给提供者。

在伯克希尔哈撒韦公司，我们通常只专注于分析个别公司的价值，很少去谈论整个股市的情况，至于预测股市下周、下个月或是明年的走势，那更是想都不敢想。实际上，股市通常会在相当长的一段时间内偏离其实际的价值，虽然总有一天一切还是会回归基本面。

利率之于投资就好比地心引力之于物体：利率越高，向下牵引的力量也就越大。这是因为投资的回报率与能从国债赚得的无风险利率直接相关联。因此，如果无风险利率提高了，其他所有投资品种的价格都必须相应下调，只有提升回报率，才能保证投资者不会转而去投资国债。

我个人非常喜欢 1929 年，因为对于我来说，这是“一切”的起点。当时我父亲是一位股票销售员，在大崩盘到来之时，跟任何人打电话都会让他感到恐惧，因为电话那边的人的状况几乎都“惨不忍睹”。每天下午他就待在家里，当时还没有电视，所以……1929 年 11 月 30 日前后，就有了我（9 个月之后的 1930 年 8 月 30 日出生）。因此，大崩盘时常让我感到一种莫名的温暖。

利率和企业税后利润，这两个投资者最在乎的要素的变化。

本质上除了企业真正的利润，股票投资者作为一个整体不可能从股市中多赚一分钱。

投资的要旨不在于评估这个产业对社会能有多大的影响，或是它有多大的发展空间，而主要应该看某家公司有多大的竞争优势，还有更为重要的一点是，这种优势能维持多久。拥有广阔而持久的“护城河”

的产品或服务才能真正为投资者带来甜美的果实。

达尔文曾经说过，无论何时，当他发现任何一件与他珍视的结论相反的事情时，就认为自己有义务在30分钟内写下新的发现。否则，他的头脑就会像身体排斥移植器官一样排斥不一致的信息。人类的本能就是坚守自己所相信的东西，特别是又被最近的经历再次证明的东西，正是我们自身的这一缺陷造成了长久的牛市和长期的停滞。

用基于过去的经历来推断未来是一件十分危险的事，除非能够从过去的经历中找出核心原因。如果做不到，就有可能陷入预期的陷阱。

本杰明·格雷厄姆告诉过我们为什么：股市的短期运作像是一个“投票机”，而股市从长期看就像是一个“称重机”。恐惧与贪婪在投票时起着重要作用，但在称重时毫无作用。

如果你不能独立思考，就不可能在投资上做得出色。事实不会因为人们赞成或者否定而发生改变。

除非我们发现有极大可能获得至少10%的税前利润（扣除企业所得税后约为6%～7%），否则我们宁可作壁上观。

在2002年和2003年，伯克希尔哈撒韦公司用4.88亿美元买入中石油1.3%的股权。按这个价格推算，中石油市值大约为370亿美元。芒格和我那时觉得公司的内在价值大约应该为1000亿美元。到了2007年，两个因素使得它的内在价值大幅提高：第一，油价显著攀升；第二，中石油管理层在石油和天然气储备上下了很大工夫。去年下半年，该公司市值增长至2750亿美元，大约相当于在与其他大型石油公司比较之后，我们认为其应具备的价值。因此，我们以40亿美元的价格出售了自己持有的中石油的股票。”

2007—2008年，他把资金投向了另一家石油公司，即康菲石油公司（ConocoPhillips）。后来，在“恐怖的时机”下，事后巴菲特说，因为石油价格随即跳水，在2009年和2010年，伯克希尔哈撒韦公司出售了大约2/3的康菲石油公司的股票。而伯克希尔哈撒韦公司在此笔交易中遭受的损失和它在中石油赚到的钱大致持平。

最大的错误莫过于不作为，而不是行为有误。我们确实未曾在任何一笔投资上损失过特别多的钱，但我们仍错过了许多我明知该做而没有做的事。

不论是因为聪明还是幸运，投资者A确实有可能获得比投资者B实现更高的回报。股市上涨时，所有的投资者都会觉得自己更有钱了。然而，一个股东要退出的话，必须有新的股东递补他的位置。如果一个投资者高价卖出，另一个投资者必须高价买入。作为整体而言，没有什么奇妙可言，金钱不会从天而降，投资者根本不可能从公司那里得到比公司本身所创造的更多的财富。实际上，由于“交易费用”的存在，股东获得的回报肯定少于公司所创造的利润。

伯克希尔哈撒韦公司只做那些能很容易预测的业务。”芒格解释道。如果一笔交易很难看清楚其未来走向，这对搭档就会将其搁置。

问：你的主意都从哪儿来？

巴菲特：只靠阅读，我每天的工作就是阅读。我们曾向中国石油天然气股份有限公司投资5亿美元，而我获取相关信息的方式就是阅读年报。

在购买比亚迪股份这件事上，巴菲特打破了他自定的好几条准则。他承认说：“我对手机或电池行业一无所知，汽车原理我也不懂。”他又说：“但芒格和索科尔都是聪明人，他们懂这些。

还有一件事令他倍感舒心。伯克希尔哈撒韦公司最初打算买下比亚迪25%的股份，但被王传福拒绝了。

他虽然希望与巴菲特开展业务上的合作，借以提高品牌声誉，打开进军美国的大门，他说，但他也不希望出让比亚迪股份的比例超过 10%。“那人不愿意卖掉自己的公司，这是个好迹象。”巴菲特说。

以给定货币标价的投资包括货币市场基金、债券、抵押贷款、银行存款和其他投资工具。大部分这些基于货币的投资都被认作是“安全”的。事实上，他们正是资产投资中最危险的部分。它们的贝塔系数可能是零，但其风险性却不容小视。

在过去的一个世纪里，这些金融工具已经摧毁了很多国家投资者的购买力，即便他们可以定时收到利息和本金。即使在美国，人们对货币稳定的渴望如此强烈的情况下，自从 1965 年我接管伯克希尔哈撒韦公司以来，美元贬值的幅度还是达到了令人难以置信的 86%。当时 1 美元能买到的东西，今天要花不少 7 美元。

由此造成的后果是，一个免税的机构需要每年从债券投资中获得至少 4.3%的回报率才仅仅能维持原有购买力。如果投资管理者将回报中的任何一点儿看作“收入”的话，那真是滑天下之大稽。对于纳税的投资者来说，比如你和我，情况就更糟了。

我不喜欢以货币为基础的投资。即便如此，伯克希尔哈撒韦公司仍持有大量此类投资，特别是短期类的投资。在伯克希尔哈撒韦公司，保持充足的流动性资金是重中之重，且永远不会有丝毫减少，不管利息有多低。为了适应这一需求，我们主要持有美国国债，这也是在经济环境最动荡之际，我们唯一能够指望的流动性投资。

除了强加在我们身上的流动性要求及监管规定，只有存在非一般回报的可能时，我们才出手购买货币相关证券。发生这种可能的情况是，要么是信用被算错了，这有可能发生在周期性的垃圾债券崩盘之时；要么是债券票息率已上升至一定程度，能提供一种当利率一旦下降，高等级债券可能带来大量资本收益的机会。

号称无风险回报的债券，现在的定价只能带来无报酬的风险。

第二大投资类型囊括了那些不可再生的资产，但投资者购入的原因是希望其他人——那些也可能知道这一资产永不可再生的投资者，在未来以较高的价格再买入。

伯克希尔哈撒韦公司的目标是增持一流企业的股权。我们的首选是整体接手这些一流企业，全盘拥有，但是我们也可能通过持有大量流通股的方式成为拥有部分股权的股东。我相信假以时日，这类投资将被证明是我们前面分析的三类投资中遥遥领先的优胜者。更重要的是，到目前为止，这类投资也将被证明是最安全的。

第341篇.　　2017.11.28-虚拟利润与真实生命

原创 2017-11-28 唐朝唐书房

前言：此文写的非常不顺。浸泡在一种沉重的惋惜情绪里，忍不住将两位英年早逝的雪球网友作为警醒生者的案例，可是码字时，心中又老是跳出“为逝者讳”的想法，迟滞着老唐敲击键盘的手指。几种情绪夹杂之下，码字是前所未有的不顺畅。但无论顺畅与否，谨以此文纪念曾经陪伴我们的网友@樱桃之王和@飞翔铁……

2016 年 11 月 29 日，雪球用户@樱桃之王的主页，在停更 25 天后，突然发出一条令人震惊的消息：他已离我们而去，感谢大家对他的肯定，感谢大家一路陪伴。



没有人想到，这位被大家称为数据之王的网友，25 天前，还在不停的贡献各类明细到让人恐惧的数据，25 天后，已经与我们天人永别。

冥冥中，似乎有种可怕的力量，若有若无的存在着。就在 11 月 3 日，樱桃之王生前最后一条主贴下面，被赞最多的两条评论是：



然而，他离开了，留下了家人，留下了美丽可爱的小女儿，静静的走了……

事实上，在离世通知发出的一个月前，他自己已经明显感知到身体的透支。2016 年 10 月 28 日，那一天，樱桃之王统计了市场全部基金持股的行业、板块和个股，发布了《2016 年基金三季报：行业市值配置趋势分析》；

阅读 7 家银行的三季报，并发布了《图解招商银行 2016 年三季报》、《图解浦发银行 2016 年三季报》、《图解民生银行 2016 年三季报》、《图解工商银行 2016 年三季报》、《图解交通银行 2016 年三季报》、《图解兴业银行 2016 年三季报》七篇长文。

在那天的最后一分钟，樱桃之王写下了这样一个帖子：



10 月 29 日中午 12 点以前，樱桃之王发布了《图解农业银行 2016 年三季报》和《图解光大银行 2016

年三季报》长文；

10 月 30 日，樱桃之王发布了《图解北京银行 2016 年三季报》、《图解华夏银行 2016 年三季报》；

10 月 31 日，樱桃之王发布了《16 家上市银行 2016 年三季报探秘》长文；

11 月 1 日，樱桃之王发布了《沪深 A 股股东数目大数据（2016Q3）》；

11 月 3 日早上 8:55，樱桃之王发布了《2016 年三季报沪深 A 股业绩大全》，涉及深沪两地 2928 只股票的业绩统计；

11 月 3 日下午 16:32，发布人生最后一条帖子，通知大家，已经给《2016 年三季报沪深 A 股业绩大全》添加了各行业净利润合计 2010 年以来的趋势图，更容易看清哪些行业持续向好！

之后便是 11 月 29 日的噩耗。

这是老唐去年知道的第二位投资高手的离世。另一位是人称“T 王”的@飞翔铁，雪球签名是“趋势投资，信奉选择公司做股东,交易降低持股成本”，是国投和川投的著名股东，写过很多关于两投的精彩原创帖，在雪球留下的最后一个帖子，是转发的我关于国投的“手拉手投个反对票”帖。



据说身家过亿，据说投资回报率高的吓人，据说每天都会大仓位做一遍 T，据说罕有失手。2016 年 3 月初（可能是 8 号或者 9 号），与世长辞。听几位和他私交密切的好友说，年仅五十岁左右。

逝者已矣，生者如斯。樱桃之王和飞翔铁，都已经进入全职投资阶段，无论财富多寡，中产以上是肯定了。或许从收益的角度是成功的，但从人生和家庭的角度，却只能说是充满遗憾的。

恍惚间，老唐又想起巴菲特评价长期资本基金那十几位天才的话：**为了得到对自己不重要的东西，甘愿拿对自己重要的东西去冒险，哪能这么干？**

资本市场诱惑太多，尤其是你具备了一定的经验或者能力以后，如果你愿意耗费精力，真的可能是满地黄金。如果每块黄金我们都想捡回来，那些可能暗藏黄金的垃圾堆，那些上串下跳的曲线图，会化身一只一只的生命水蛭，吸干你的精力，挤占你和家人的休闲时光，让你的世界只剩下金钱、K 线，更多的金钱和更长的 K 线……

——这不应该是投资人的追求。

——投资之本，是长寿，是健康。50 年的 15%，你的获利将超过千倍（20 万的千倍是 2 亿），收益率上你会成为世界级的大师，受到的景仰和尊重不会比马云少多少——先锋基金创始人，传奇投资人菲利普.卡雷特，1928 年创立先锋基金，55 年投资生涯里，年化回报 13%，如果从大萧条底部算起，年化回报 15%。

至于日常生活，2 亿的你，20 亿的贾跃亭，200 亿的帅放文（尔康制药的老板），2000 亿的王健林，谁过的更舒爽，可能还真不好说。

以当今我国的人均预期寿命 76.5 岁（人均预期寿命 80 岁以上的国家有 24 个）计算，30 岁左右的樱

桃之王和 50 岁左右的飞翔铁，或许本应该还有三五十年的投资生涯。50 年的 15%，是千倍回报；40 年的 15%，也有 268 倍回报；30 年的 15%，是 66 倍……

我们当中绝大多数人，都可能还有 30 年至 50 年的投资生命。好好呵护自己吧！这是“对自己重要的东西”。如何呵护？我觉着从**忘记虚拟利润开始**，会是个非常有效的办法。

什么是虚拟利润呢？在上周一老唐发布的《持有等于买入吗？》一文的留言区里，有位朋友留言说：

这个问题本质上等价于：浮盈是否和本金无差别。若承认无差别，那么持有=买入；反之，若认为持有≠买入，则必定认为浮盈和本金有本质差别，那么很不幸，行为金融学告诉我们这是掉进了心理账户和锚定效应的坑里。个人认为持有=买入，即浮盈和本金没有区别。

这种想法，才恰好是“心理账户和锚定效应的坑”，其带来的最常见结果就是不甘心回吐利润。随着股价上涨，浮盈增加，自我感觉财富增加，开心快乐；股价下跌，浮盈减少，自我感觉财富被掠夺，痛苦伤心。

“浮盈”就是一种虚拟利润，是一种财富幻象。在《手把手教你读财报》96 页，老唐曾经拿中石油举了个例子，原文说：

公允价值带来的增值，很可能只是存在于幻觉中的虚拟财富。如同你打高 1 分钱买 100 股中石油，总投入约 800 元，却能使中石油公司市值增加超过 18 亿元一样。

——找到这句的时候，突然发现，三年过去了，中石油股价还在 8.34 元，依然可以用八百多元让股东增加 18 亿“浮盈”——果然是问君能有几多愁，恰似满仓中石油！

有些事情上，我们非常理智。馆子里有个醉鬼，出价 10 万元买一瓶茅台酒，我们不能立刻将茅台公司里库存的 20 万吨茅台按照 10 万估价，算出库存价值 40 万亿；小区里有套房因为某种猫腻，按两倍市场价成交了，你不会马上认为自己身家翻倍了……但是很奇怪，到证券市场上，这种理智就不见了。只要有人多出一元钱买了 100 股，就会有很多人立刻觉得自己的 10 万股赚了 10 万元，如果此时有人又降低了一元抛出，好似自己口袋里那一万元丢了一样难受。

一个月以前的 10 月 27 日，茅台暴涨，最高涨至 655 元，收于 649.63 元。当天老唐顺手记录过，日记里这样提到：“好疯狂，阿茅昨日上涨 7%，今天继续上涨 7%，这速度简直吓人，疯起来刹不住车啊！”好巧，11 月 27 日的账户总市值，居然和 10 月 27 日账户内总市值几乎一模一样（差别不足一万）。

假设老唐因某种原因一个月没有机会看过账户，今天打开它，看上去就是纹丝没动，市值处于历史新高，简直值得喝一杯。然而，我们待在市场的人感知到的是茅台暴跌！从高点 720 跌到昨天低点 613，下跌超过 100 元，跌幅高达 15%，对某些朋友来说已经是肠子悔青。

其实后台已经有好几位朋友问过老唐，为什么 700 元的时候不卖？不仅茅台，最近海康、洋河、古井贡 B，自高点的跌幅均在 15%~18%之间，也都面临同样情况。

一种认识是历史新高，一种认识是肠子悔青，产生两种状态的区别是什么？是茅台曾经到过 720 元，是海康到过 43 元。推到极致来看，背后的原因就是：**别人的 1 分钱买卖，使你的 18 亿得而复失。“我的 18 亿”飞了，所以我悔，我痛，我难受……**

同样道理，为什么有那么多每天日间盯着曲线图热衷于做 T 的朋友？我觉着，可能在他们眼里，**那一根根上下晃动的曲线里面都是钱，忍不住想伸手进去把它捉将出来。**

是啊，如果在 9000 亿出清茅台，如果在 4000 亿出清海康，如果……现在重新捡回来，短短的两三周

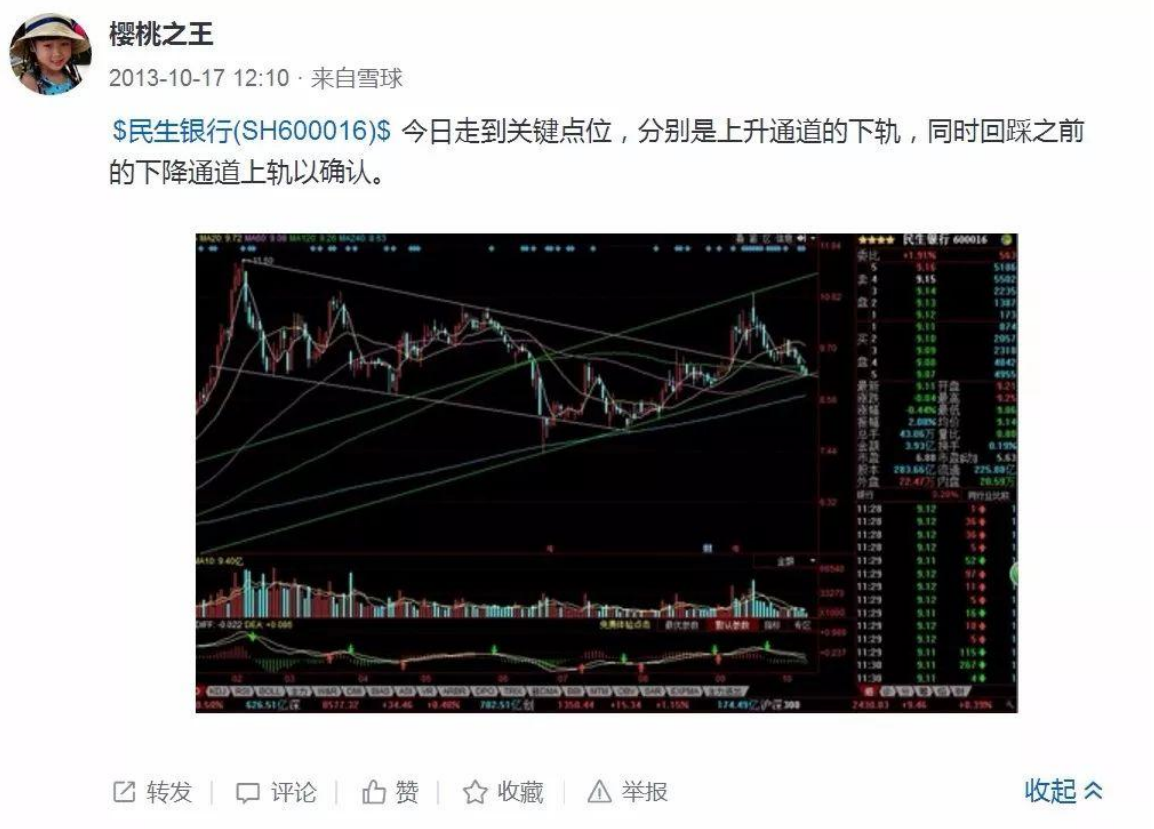
内就获取了超过 15%的利润，这样的美事，老唐，你为什么不做呢？

想啊，怎么不想。市场里的每一分钱，我也想捡回来。但无数次碰壁的经验告诉我，只要我起了这个念头，结局一定是我能捡到的钱更少，甚至是我口袋里有限的金钱，会洒落一地被别人捡走。于是我呆坐默诵：观自在菩萨，行深般若波罗蜜多时，照见五蕴皆空，度一切苦厄……远离颠倒梦想，究竟涅槃。

不仅如此，更重要的，我知道，为了捉住那些虚拟利润，我可能需要付出超过当前十倍乃至更多的时间和精力，去研究更多的数据，去观察更多的市场情绪，去盯更多的盘以获得所谓盘感，去观察和分析分时线波动及成交数据，去揣摩每一笔买卖背后隐藏的对手……

这一切，樱桃之王和飞翔铁已经用生命警示我们了。

看看樱桃之王来雪球后发出的第一条帖，看看那纵横交错的无数条趋势线，我大概能揣测到他每天除了看财报之外，还在忙碌些什么……



一个投资者的行为，一定是由其投资体系决定的，什么样的投资体系，必然催生什么样的行为。比如巴菲特所提倡的跳着踢踏舞去上班的理念，就是建立在“①买股票=买企业的一部分，②不要将希望寄托于二级市场接盘侠，③占不到便宜就不交易”三大基础上的——见《三年三倍的背后（上）》

> 以老唐个人在资本市场前后二十多年的傻碰，及无数前辈的摸索和总结，我认为建立在“①买股票=买企业的一部分，②不要将希望寄托于二级市场接盘侠，③占不到便宜就不交易”三大基础上的体系，是老唐理解能力范围以内，“唯一”稳妥可信的、具备逻辑基础的、可以持续盈利的投资体系。

有了这三大基础，当我对企业的内在价值做出一个大致估算后，心态上，自然就如同那副著名的对联：宠辱不惊，闲看庭前花开花落；去留无意，漫随天空云卷云舒。

庭前花、天外云，就是那市场里穿梭忙碌的接盘侠，随着季节交替或者风向变幻，来了又去，去了又

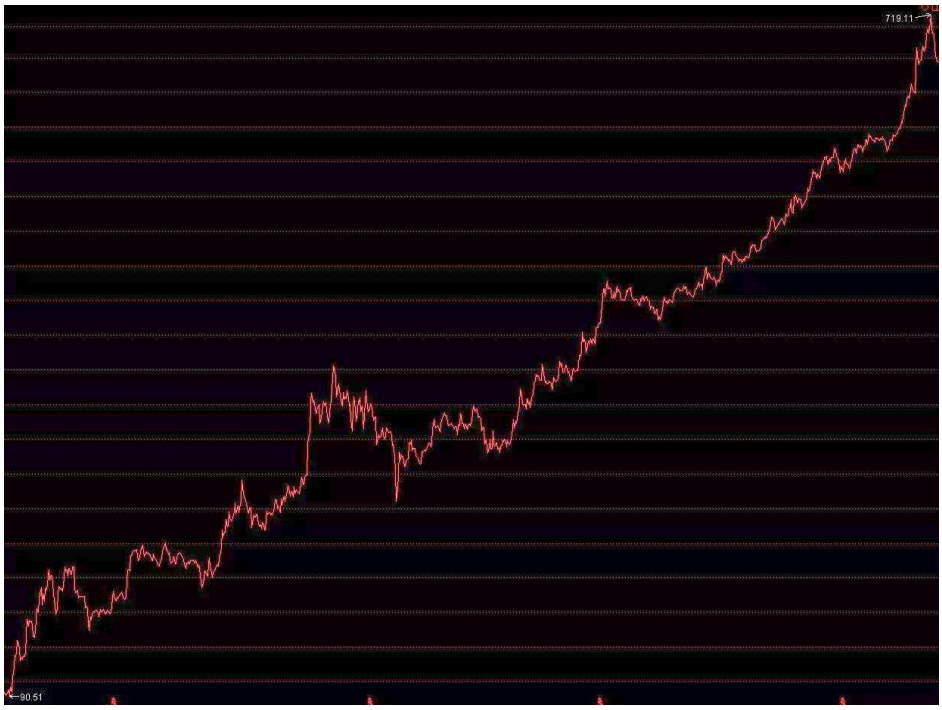
来，这是不以任何人意志为转移的经济规律，是在贪婪和恐惧双重驱动永远不变的人性。

作为企业投资人，坚持“没有让我满意的便宜占，我绝不将优质企业股权交给他们”的立场。这一次接盘侠的出价，所包含的“便宜”不能让我满意，我就等花落后再开、等云散后再聚。

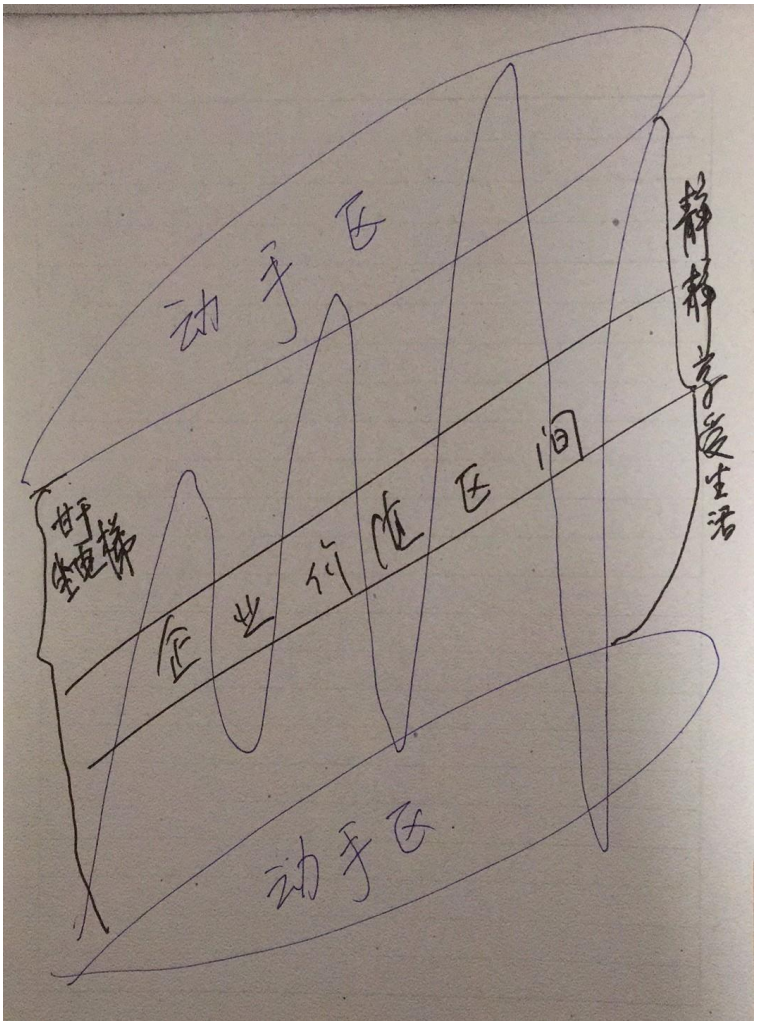
反正我闲看花开、漫随云卷的每一天，我的企业不停地在给我盈利——比如在刚刚过去的十天里，一边是股价下跌，一边可以计算的是，阿茅又给股东们赚回来至少七亿现金。再跌一个月，我的股份一股没少，阿茅还会额外多赚二三十亿现金回来，这个我几乎 100%确定。

企业经营获得的净利润，将会分为 XY 两部，X 部通过分红回馈股东，Y 部会等下一次疯狂时，接盘侠们抢着乘以三十、四十或五十甚至更高的倍数出价求你卖给他们。想明白这一点，你一定会期望接盘侠晚点来，再晚一点来，等我的企业把 Y 垒的更大以后再来……

正因为这样的思想，你才能够在这张图的波动中呆坐不动（2014 年 1 月至今茅台股价图），你才能够抵御在 200、300、400、500、600 收割的诱惑，因为你心中有价值锚，因为“便宜不够明显，不够大”，因为你不在乎这波接盘侠跑了，因为你知道花落还会再开，他们走了还会回来……



拒绝虚拟利润的诱惑，坚决拥抱优质企业股权，只有在明显有足够大便宜占的时候才出手，其他时间静静享受生活，这就是老唐今天想跟各位说的。手绘一张示意图（随手乱画，凑合看）：



寻找一个企业价值会向东北方向斜向发展的企业，在下沿之下和上沿之上，划出让自己满意的“便宜”，有便宜薅一把，没有就静静享受生活，等待企业价值区继续向东北挺进。Over，这就是老唐理解的投资之全部。

祝樱桃之王和飞翔铁安息……

Creator

灵魂画风…　相当多人是不知道哪里是上沿，哪里是下沿。　买了还有下，补仓还是斩仓？卖了还有上，追还是不追？　都是贪心。　所谓利润，只有进入银行账户，变成电子现金的那这才是自己的钱，满意了就可以了。其他的都只是游戏而已，别人的交易和自己没关系。想逃顶抄底就是罪过，因为在堪忍世界谋求完美是不可能的。

作者回复：

现金是/且仅仅是”最差“的一种钱。所有成功者的财富，都是尽可能摆脱现金形态的，反过来说，只有尽可能地摆脱”现金形态才是自己的钱“思维模式，你才可能成为成功者——真正理解这句话后，投资观才会真有大变。

第342篇.　　2017.12.2-经典烟头案例拆解

原创　2017-12-02　唐朝　唐书房

前言：上个月推文有点密集，不少朋友留言呼吁歇一歇，留下反刍的时间。反刍期内，不断收到的留言及感谢，还有那滴滴响的打赏通知，又挑动着老唐的成就感，所以呢，今天又来了 5000 字。已经歇了几天的你，会有压力咩？

言归正传。

在老唐过去的文章里，多次提到过价值投资有两大核心流派：格老门和巴神堂。作为巴神堂的小喽啰，对后者的思想谈的比较多。今天拿两个典型案例，来拆解一下格老的烟头战法——这两个案例，都是格雷厄姆脑残粉时代的巴菲特重仓干过的。

通过实战案例，我们来看看格老门徒是**如何发现烟头的，捡烟头有哪些条件，免费抽一口的标准动作是什么？**对比我们自己捡烟头的经历，来看看我们是否忽略过什么？**本文有思想、有工具，文中两个表格展示的估值法，今天依然可以直接套用。**

第一个案例：桑伯恩地图公司。发生时间：1958 年。当时公司股价从 1938 年顶峰 110 美元/股，持续下滑到 1958 年的 45 元/股，跌幅约 60%，市值约 473 万美元。期间道琼斯指数大牛，从 120 点增长到 550 点。

公司从事地图测绘业务，主要客户是保险公司（鼎盛时期约 30 家保险公司）。保险公司需要利用这些地图及地图内建筑物的构造细节，估算火灾发生概率及发生后潜在损失，以给对应的火灾产品定价。

另外还会为部分政府机构和企业提供服务，例如帮助雅芳公司确定产品的经销区域，提供军队施工所需环境资料，提供政府建立社区避难所所需环境资料，为城市规划部门提供辅助资料，为自来水公司编制和起草自来水输送管道图等等。

地图的首次测绘非常花费人力，不仅需要街区地图及区内建筑物细节，同时还要包括地面下自来水管的走向直径，建筑物的电梯井，窗户分布及建筑材料、区内分布的工业设施等等。

但测绘一旦完成，可以同时卖给多家客户，并不增加什么成本。这和现代的软件研发类似，研发费用很高，但边际成本很低。同时，出于地图更新的需要，客户每年都会缴纳订阅费，以保证收到地图的更新资料。更新所需的人力较少，只需要关注区内的变化即可。

由于这种产品特点，很显然一旦桑伯恩公司完成了某个城市的地图测绘，就不会再有第二个竞争者来参与了。因为老客户不会买第二份，而面对新客户时，桑伯恩公司的近于零成本的优势又足以吓退竞争者。

但是，在上世纪五十年代，一种在现有资料中语焉不详的新手段被保险公司运用。大致的意思就是保险公司不再需要通过地图和周边环境来计算火灾概率和损失了，而是通过建筑的财务资料（例如建筑结构成本等）建立模型来估算概率和损失，因此，桑伯恩公司的地图服务就像未来的柯达胶片一样，不可阻挡地走向衰落。

1950 年，公司年净利润 68 万美元，但到 1958 年，净利润仅 30 万美元，其中地图主业经营净利润约 10 万美元，早期利用公司利润建立的证券投资组合创造净利润约 20 万美元。总股本一直没变，是 10.5 万股。1958 年股价 45 美元，公司总市值约 473 万美元，市盈率约 16 倍。过去五年，最高股价 75 美元，最

低股价 36 美元。

巴菲特通过阅读公司财报发现：

①这家公司资产负债表里，有以成本价记录的对外证券投资（请回忆《手把手教你读财报》里的长期股权投资和可出售金融资产），账面价值 260 万美元，而这些证券当时的市值是 730 万美元（报表附注披露了），远超公司总市值；

②这家公司的主营业务正在衰落中，但由于边际成本非常低这一特点，衰落过程中依然可以创造少量利润（例如 1958 年，地图主业就有 10 万美元的净利润）。主业不会突然死亡，只会一家一家客户的少下去，慢慢走向死亡；

③企业的经营还可以依托地图向多方面发展，管理层也有此想法，但受限于董事会的不思进取，无法行动。

由于历史原因，公司 14 名董事会，有 9 名是各大保险公司人员，合计仅持有公司股份 46 股，还有一名律师，持有 10 股（另一本书说董事们合计拥有 400 股，数据有矛盾的地方。但不管是几百股还是几十股，相对于 10.5 万股来说，董事们持股非常少）。

这些人，利益在保险公司身上，关注点是桑伯恩公司是否尽责为保险公司提供最新最准的地图信息，至于桑伯恩本身的盈利，董事会成员不是很关心；

④巴菲特认为，a.公司价值低估，b.只要通过将投资组合变现就足以实现价值，c.持有足够改组董事会的股票，就可以实现 b；

⑤于是，1958~1961 年巴菲特陆续投入巴菲特合伙企业总资产的约 35%，买入了大约 2.4 万股桑伯恩地图公司股票，并联合了其他股东，致使一致行动人持股达到 4.6 万股，经过一番斗争，最终掌控董事会。

1961 年，巴菲特成功将公司分拆，地图公司作为一个单独的经营实体存在。巴菲特还设计了一个可以最大限度避税的退出方案，以公司持有的证券市价作为支付对价（就是前面说的市值 730 万那部分），回购桑伯恩公司股权。通过回购和分红，巴菲特最终实现了回报。

桑伯恩地图公司一直持续经营到 2011 年，被英国一家媒体公司收购，再后来又在一次管理层收购中卖给了公司管理层。今天，该公司的主要业务包括地理空间数据可视化技术，三维地图，空中摄影，现场数据采集，与雨水有关的软件服务，森林库存管理以及野外火灾风险评估等——这些，大概就是当时巴菲特与管理层的共识：依托地图业务多方面发展。

从这个案例中，我们可以发现，烟头可不是便宜就行，巴菲特眼中的烟头股桑伯恩，①具有显而易见的低估，仅投资组合部分（730 万美元）已经远远超过了公司市值（473 万美元），主业白送；②主业虽然在衰退，但依然具有造血功能，不仅不会消耗公司现有现金，而且会少量创造现金；③主业有改善的可能和可信的措施；④具备让隐藏价值体现的能力，即通过入组董事会，变现低估的投资组合。

显而易见的低估+有改善可能+有实现价值的机会或能力，构成烟头股桑伯恩。这是特例还是巴菲特的心中的规则？我们再看看另一支烟头：邓普斯特农具机械公司。邓普斯特烟头上的获利经历，在巴菲特心中埋下了“从此不玩烟头股”的火种。这么矛盾的一句话，怎么来的？继续看拆解。

插张图片，算茶歇吧！下半部分有数据有工具，休息休息头脑接着读……



邓普斯特公司建立于 1878 年，主要生产风车、水泵等以风或水为动力的灌溉装置，是西部地区名声卓著的农具公司。他家制造的风车，是平原之上到处可见的巨大景观，也是移民垦荒种田的必备的大型投资（顺口起见，下面称之为风车公司）。这种产品没多大技术门槛，区域内竞争者很多。

在 20 世纪五六十年代，对风车公司而言，一种无法抗拒的降维攻击来到西部大平原：电网和电泵。以电力作为驱动力，很显然比风力和水流更可靠，要求条件更低，更方便。

因此，市场给予风车公司的看法就是没前途，例如 1961 年公司财务报表的净资产数据是 460 万美元，折合每股约 76 美元（总股本 60146 股），而股价则波动于 16 美元~30 美元之间，为账面净资产的 2~4 折。

1956 年开始，巴菲特逐步开始在 25 美元左右买入。最终持有公司总股本的 70%，并通过合作伙伴间接持有了 10%。平均买入成本约 28 元（显然没有抄到底），大部分仓位在 1961 年买进——巴菲特又玩一把炒股炒成控股股东。

当时巴菲特合伙公司（就是巴菲特的基金）总规模约 700 万美元，这笔投资所占仓位约为 20%。对巴菲特而言，算是重仓了。那么巴菲特是如何做出重仓决定的呢？

风车公司是少见的巴菲特直接在致股东信里列出过财务资料和估值的企业，虽然列的是 1961 年数据——巴菲特最早肯定看的是 1956 年的，但由于公司是缓慢滑坡，估计资产负债表变化不是很大。

拿 1961 年报数据，来看看巴菲特是怎么给烟头估值的吧！（单位万美元，细微差异为老唐搞四舍五入造成的）

科目	账面价值	估值	折扣率
现金类资产	21	21	100%
应收账款	104☆	88	85%
预付费用	8	2	25%
存货	420	252	60%
工厂及设备	138	83	60%
总资产	692	446	
应付票据	123	123	100%
其他负债	109	109	100%
总负债	232	232	
净资产	460	214	47%

☆应收账款账面价值是计提了坏账准备之后的净值。

按照公司当时 60146 股的总股本计算，每股账面净资产为 76.5 元，而巴菲特给的估值是 35.6 元。在此基础上，巴菲特最高买入价格为 30.25 元，平均买入价 28 美元，大体在账面净资产的三到四折之间，为自己所做估值的 78%以下。

这个案例里面，巴菲特几乎是教条般的执行者格雷厄姆“市值低于净流动资产的 2/3”买入原则：公司净流动资产约 322 万（692-138-232），巴菲特最高介入价格 30.25×60146=182 万美元，为净流动资产的 57%。上表中折扣一列，喜欢捡烟头的投资者，今天依然可以直接当做模板套用。

比较有思考价值的问题是，只是便宜就可以了吗？好像不是。巴菲特指出：（这家公司）过去十年的经营状况是，销售停滞不前，库存周转缓慢，相对于资金成本而言没有实际利润。

这个评价很有意思的，和前面的地图公司一样，巴菲特看见公司主业正在衰退，但不会马上崩溃（用的词语是停滞不前），同时主业并不消耗公司资本金（能赚回相当于资金利息的利润）。

更重要的是，巴菲特能明显看见主业有改善空间。信中说，公司售后维修销售的配件，和新设备零配件定价一样。巴菲特对此不以为然，他认为对已售旧设备提供维修零件时，应该制定更高的价格，因为买家没有别的选择，必须购买。

巴菲特看到的定价策略相当准确，想想今天我们自己的汽车维修价格就知道了。记得在哪儿看过数据，汽车零件整车比最高的好像是奔驰。按照奔驰零件定价，买齐一辆新车的全部零件，价格是整车的八到九倍。

巴菲特控股该公司，忍了一段时间后，忍无可忍，炒了原管理层鱿鱼，聘请了新 CEO 哈利.巴特勒。通过哈利.巴特勒的经营管理，风车公司逐步收回应收账款，将存货（零配件）提高定价变现，然后将现金配置在巴菲特看中的低价证券上。

通过这样的措施，1962 年，风车公司的资产负债表变成这样

科目	账面价值	估值	折扣率
现金类资产	21	21	100%
应收账款	104☆	88	85%
预付费用	8	2	25%
存货	420	252	60%
工厂及设备	138	83	60%
总资产	692	446	
应付票据	123	123	100%
其他负债	109	109	100%
总负债	232	232	
净资产	460	214	47%

☆应收账款账面价值是计提了坏账准备之后的净值。

简而言之，就是通过积极回收应收账款、低于账面值变卖存货和设备收回现金（同时产生可抵扣的亏损，增加递延所得税资产），然后将变现所得现金拿来做投资。

通过这些手段，公司的账面净资产虽然从 460 万美元降低为 407 万美元，缩水约 12%，但使用 1961 年同样的折扣率，我们会发现公司的内在价值从 214 万增加到了 298 万美元，增幅 40%，每股估值也从 35.6 元提升到约 49 元（摊入给新 CEO 股票期权 2000 股，30 元的行权价）。

1963 年，同样的措施，内在价值提升到每股 65 美元。在 1963 年年底，通过一次私募收购，巴菲特按照每股 80 美元的价格，实现了退出，一共赚了 230 万美元。然而，正是这件事情，让巴菲特开始对捡烟头的投资形式产生了反感。

在《巴菲特传：一个美国资本家的成长》里，作者写到：

每个月，巴菲特和忠实的莫内恩都会驱车来到平原上的肮脏小镇比阿特利斯，就像堂·吉诃德带着自己忠实的侍从桑丘一样。但是，巴菲特并不能完全控制登普斯特尔机械制造厂，它需要一次彻底的整改，不过每天应付鸡毛蒜皮的小事并不是他的特长。

这就像在祖父的巴菲特父子商店里擦水果箱一样让他感到头痛，巴菲特并不喜欢经营事务本身，而是喜欢它们以数字形式形成的一种抽象概念。每个月巴菲特都会让经理人精减开支、减少存货，而他们总是口是心非地答应，然后等巴菲特回到奥马哈之后又把一切都抛到脑后。

……

巴菲特极其反感别人把他叫做“破产清算人”，他发誓自己以后绝对不会再解雇员工了。在《滚雪球》里，艾丽斯.施罗德这样表述：

这次经历也让巴菲特知道了自己非常讨厌担任积极投资人的角色。尽管从本次投资中获得了可观的收入，但巴菲特“绝对不想”以后再重复这种销售资产和解雇员工的工作。

当然，习惯不是那么容易改的。虽然巴菲特在 1964 年已经开始将视线投向了优秀企业，例如大约以 16 倍市盈率购买了困境中的美国运通，但在那之后，巴菲特依然本性难移地捡了不少烟头，继续重复了很多销售资产和解雇员工的工作。

包括今天 29 万多美金一股的伯克希尔.哈撒韦公司，也是捡烟头捡成大股东后，干脆用这个壳来运作投资，警醒自己再也不要去捡烟头——虽然伯克希尔.哈撒韦案例是赚钱的，但巴菲特后期多次公开承认捡伯克希尔.哈撒韦烟头是个大错误，他说“如果我从来没有听说过伯克希尔.哈撒韦，可能我的情况会更好”。这是后话，与本案例无关。

我们从这里案例要看到的是，巴菲特捡烟头的条件，跟地图公司一样，由“显而易见的低估+有改善可能+有实现价值的机会或能力”构成。

①显而易见的低估，净资产的四折以下；②主业虽然在衰退，但依然具有造血功能，不会消耗公司现有现金；③主业有改善的可能和可信的措施；④具备让隐藏价值体现的能力，即通过入组董事会，变更管理层，实现主业经营提升及资产的有效配置。

巴菲特在这两个重注的案例中，都是通过炒股炒成控股股东，入主董事会，将低估实现为利润的（并非所有，巴菲特也捡过其他类型的烟头，例如股票换咖啡豆，可转债套利，买进后获利抛出等）。这一条，对于我们大多数人来说，很难做到。那么，我们捡烟头的时候，有想过最终我们看到的“低估”，会通过什么手段或者催化剂来实现吗？——这非老唐所长，只提问题，不负责答案……

后记：1966 年 1 月，巴菲特投资生涯中，第一次钱比主意多，4400 万美元现金闲置在手，找不到可以吸的烟头，于是宣布不再接受新资金；1967 年 10 月，巴菲特给合伙人的信里说：“我觉着自己已经跟不上目前的市场形势了”；1969 年巴菲特告别股市，并于次年解散巴菲特合伙公司（相当于基金清盘）。

以捡烟头为主的 10 年里，巴菲特战绩如下：

时间	巴菲特合伙公司	道琼斯指数
1957	10.4%	-8.4%
1958	40.9%	38.5%
1959	25.9%	19.9%
1960	22.8%	-6.3%
1961	45.9%	22.2%
1962	13.9%	-7.6%
1963	38.7%	20.6%
1964	27.8%	18.7%
1965	47.2%	14.2%
1966	20.4%	-15.6%
10 年收益	1156%☆	122.9%
投资人	704.2%	122.9%

☆每 1 元初始资本，10 年后变成了 12.56 元，
扣掉巴菲特提成，投资人 1 元变成 8.04 元。

唐书房

——本文案例数据来自《巴菲特致合伙人信》、《巴菲特投资案例集》黄建平、《巴菲特的估值逻辑》陆晔飞、《巴菲特传：一个美国资本家的成长》罗杰.洛温斯坦、《滚雪球》艾莉斯.施洛德等书籍资料，谢谢上述作者。

文字_2017-12-06

唐书房 *2017-12-06*

烦请各位不要发信息问老唐某某股能不能加，某某股要不要减之类的问题[呲牙] 老唐对此无感，给不出建议，也不会给这样的建议[炸弹] 老唐只能说：①我自己的市值也从高点回撤约 9%了，目前处于呆坐电梯状态[耶] ②最近几天内可能有笔现金到账，预计会增持部分腾讯。over[奸笑]

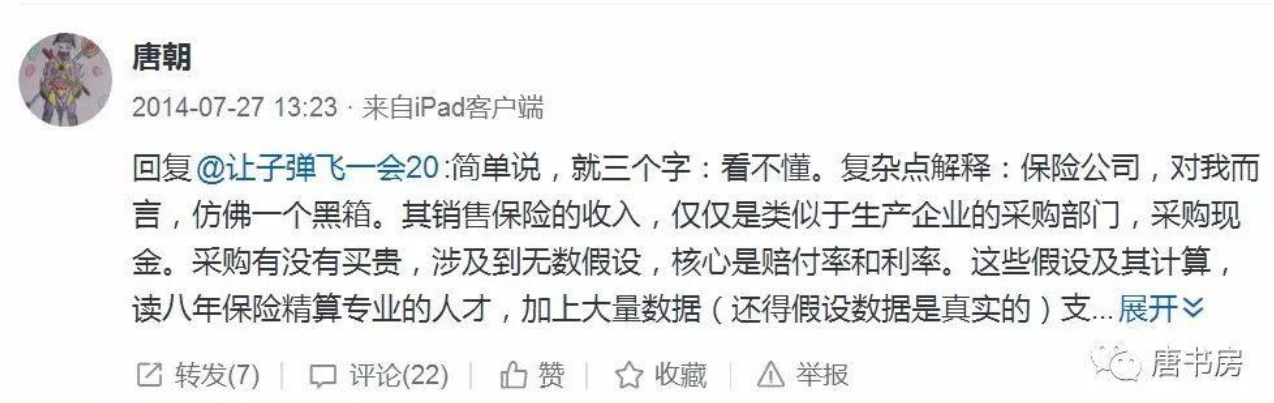
第343篇.　　2017.12.8-对保险股的思考01

原创　2017-12-08　唐朝　唐书房

保险股，是今年市场热点之一。龙头中国平安，年内实现翻倍；中国太保涨幅约 60%；新华保险涨幅超 50%；中国人寿涨幅超过 30%。在这个过程中，老唐经常收到询问为什么没有买中国平安，以及建议老唐看看中国平安财报之类的信息。

这样的问题，不是今天才有，过去几年就没断过。早在 2014 年 7 月 27 日，老唐就在雪球上答过一位朋友同样的提问，老唐说：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。



上周读《巴菲特的估值逻辑》一书，虽然里面每个案例都是读过的，但借着读它的由头，又把手头相关资料翻出来梳理，趁机把巴菲特投资保险股的几次经典战例做了个汇总，重新列出当时的财务数据和公司情况，逐一推敲了巴菲特那时可能的估值和想法——很可惜，还是没有找到下注保险股的理论基石，脑袋里没有感叹号，也没有句号，依然充满着一堆问号……

在我看来，控股保险公司、然后利用保险公司浮存金赚取超额投资收益，是巴菲特成为世界头号股神的绝密武器。若非保险提供的资金杠杆，巴菲特的成就会差很多。

巴菲特早期成立合伙公司的经历，让他很早就尝到了用别人的钱投资的巨大威力……1956 年，巴菲特合伙公司开张，募集总资金 10.5 万美元，其中巴菲特投入 100 美元。

其后，由于巴菲特良好的投资收益，不断吸引到资金入伙。按照巴菲特年收益率高于 4%以上的部分提成 25%的规矩，到 1966 年，巴菲特的提成再投入收益累积的已经很吓人了：1966 年 1 月，巴菲特给合伙人的信里，喟瑟自己在合伙公司里的资产：684 万 9936 美元。

685 万美元，如果按照 1965 年 35 美元/盎司的黄金价格折算，这笔钱约相当于今天的 2.5 亿美元，大概相当于 16 亿人民币——千万别再相信巴菲特是老了才富的。1966 年小巴才 36 岁，36 岁 16 亿人民币，就是放在帝都也算小土豪一枚了。只是因为他接下来的 50 年赚得实在太多（目前身家超过 800 亿美元），所以给人一种错觉，好像巴菲特是老了以后才赚到钱的。

早在 1951 年，巴菲特还在本杰明.格雷厄姆手下读书的时候，有个周末，他摸到了格雷厄姆投资并担任董事长的一家保险公司去。那家保险公司除了门卫以外，就只有一位投资主管在（也有说是副总裁的）。投资主管接待了这个大学生。不知道是闲的，还是因为这小伙子格外讨人喜欢，总之，这位投资主管花了 4 个小时，给小巴介绍了保险公司是怎么运营的，如何构建保险公司的竞争优势等等。

21 岁的大学生回到家，不仅把自己的过半身家买进了这家公司的股票（一共买了 350 股，投入 10282 美元），还写了一篇名叫《我最喜欢的股票》投稿到报社“吹票”（发表在 1951 年 12 月 6 日出版的《商业和金融年鉴》上，全文见明日次条）。可能吹票效果不错，1951 年底，已经升值到 13125 美元。第二年，价值投资者、格雷厄姆的忠实弟子、未来的股神沃伦.巴菲特，“落袋为安”清仓跑了，连本带利收回 15259 美元。

应该就是在那天，巴菲特弄懂了一个概念：浮存金。25 年后，这个大学生再次大手笔进入这家公司，并最终全资收购了它。那天花费 4 小时教他的投资主管，成为了这家保险公司的 CEO。这家保险公司叫政府雇员保险公司（Government Employees Insurance Co.）缩写为 GEICO，也称盖克保险。

简单粗暴小科普：所谓浮存金，指的是顾客购买保单时，钱就交给了保险公司，但赔偿的义务要等到索赔发生时。这期间，这笔钱在财务上是保险公司的债务，但保险公司可以用这笔钱去投资。当投资收益高于保险公司获取这些浮存金的成本时，保险公司就赚到了利润。

保险公司获取浮存金的成本，可以用综合成本费率来观测。一般保险公司保费的综合成本费率会控制在略高于 100%，甚至某些优秀的保险公司，综合成本费率会低于 100%，比如巴菲特旗下的盖克保险，再比如长期费用率 100.6%的通用再保险。所谓综合成本费率 100%，简单理解就是保险公司的保险销售收入，减去全部赔偿支出，减去公司经营费用后，不赔不赚。

好比 1 万人买某种车险，经过精算该险种索赔概率为 10%，索赔平均金额为 2000 元，平均每份保单平摊的各类经营及税收成本是 60 元。那么在上述假设准确的情况下，该保单售价定在 260 元时，不赔不赚。

如果能高于 260 元销售、或最终索赔概率低于 10%、或索赔平均金额低于 2000 元，保险公司使用客户资金的成本为负，即不仅所有资金的投资收益归了保险公司，客户还额外倒贴了一笔钱给保险公司。

这就是保险公司最大的奥秘……

巴菲特再次接触保险股，已经是 1967 年。是一个共同熟人介绍的一家未上市保险公司：国民保险公

司（National Indemnity Company）。这家保险公司的交易，给我留下一个深深的疑问，至今没有解决。

国民保险是杰克.林奇尔特创立的，主要经营车险、火灾险及伤害险（不经营寿险，巴菲特从来不买寿险，后面聊），是一家非常成功的保险公司。

巴菲特对其觊觎已久，根据《滚雪球》的记载，巴菲特曾经叮嘱那位共同的熟人，只要杰克有卖出的意图（据说杰克每年会有 15 分钟心情沮丧，有卖掉公司退出江湖的冲动），一定要第一时间通知他。

某一天，杰克又进入烦躁期。

那位共同的朋友马上打电话问巴菲特“这几天有时间会面吗？”

巴菲特立刻回答“今天下午怎么样？”然后他们见了面。

巴菲特在 15 分钟以内，同意了杰克的一切要求：不搬经营地址，不解雇任何员工，并在自己给国民保险估值为每股 35 美元的情况下，答应了杰克每股 50 美元的要价。甚至为了防止杰克找借口变卦，巴菲特提出相信杰克，交易前不用对报表进行再审计。

杰克被逼到死角，无话可说，只好真的把公司卖给了巴菲特。

现在问题来了：国民保险是一家“比宣传的更好”的保险公司（巴菲特接手第二年公开说的），1967 年保费收入 1680 万美元，净利润 160 万美元，而巴菲特给它的估值仅仅 600 万美元，杰克的开价也不过 860 万美元。这两位都是超级熟悉保险经营的绝顶高手，一个估值不到 4 倍市盈率，一个开价不到 5.4 倍市盈率，为什么？？

更百思不得其解的是，当时国民保险公司拥有价值 3190 万美元的投资组合（即浮存金的对外投资），其中债权类 2470 万，股权类 720 万——这笔投资在接下来的两年增值为 4200 万美元，这至少可以让我们反推，该组合价值在当时是公允甚至是低估的。

一家经营的非常好的保险公司，拥有近 3200 万美元的浮存金，当年净利润 160 万美元，原老板开价 860 万美元，巴菲特估值 600 万美元，最终以 860 万美元成交，5.4 倍市盈率。买卖双方无疑都是业内高手高手高高手，为什么只给它这么低的估值？——备注：收购后的次年，净利润 220 万美元，相对于收购价而言，不到 4 倍市盈率。

巴菲特无疑是大赚了，但我感兴趣的问题在于：在他们达成协议的那一瞬间，为什么两位内行对该公司的估值，都低到让我们觉得不可思议？这中间究竟有什么我们没看懂、没看见的风险，导致双方认为这样一家保险公司只值 5.4 倍市盈率？**我至今没有找到答案。你有吗？**

（未完待续……）

---

①本系列共计 4 篇原创+1 篇资料文，为防部分朋友吃不消，会分作 4 天推送；

②股市一跌，就求安慰、求鸡汤、求老唐出来走两步的朋友，强烈推荐先尝尝《散打投资 13：普通案例中的大道》、《散打投资 14：熊市的变态级回报》和《虚拟利润与真实生命》三碗鸡汤；

③如果上面三碗鸡汤有效，就一劳永逸解决此问题；如果无效，老唐技穷，出来走两步也是无用的……

第344篇.　　2017.12.9-我最喜欢的股票

2017-12-09　沃伦.巴菲特　唐书房

本文为 21 岁的巴菲特调研了政府雇员保险公司后，写成的企业分析文章，发表在 1951 年 12 月 6 日

《商业和金融年鉴》上。

Reprinted from
The COMMERCIAL and FINANCIAL CHRONICLE
Thursday, December 6, 1951

The Security I Like Best

WARREN E. BUFFETT
Buffett-Falk & Co., Omaha, Nebr.

Government Employees Insurance Co.

Full employment, boomtime profits and record dividend payments do not set the stage for depressed security prices. Most industries have been riding this wave of prosperity during the past five years with few ripples to disturb the tide.


Warren E. Buffett

The auto insurance business has not shared in the boom. After the staggering losses of the immediate postwar period, the situation began to right itself in 1949. In 1950, stock casualty companies again took it on the chin with underwriting experience the second worst in 15 years. The recent earnings reports of casualty companies, particularly those with the bulk of writings in auto lines, have diverted bull market enthusiasm from their stocks. On the basis of normal earning power and asset factors, many of these stocks appear undervalued.

The nature of the industry is such as to ease cyclical bumps. Auto insurance is regarded as a necessity by the majority of purchasers. Contracts must be renewed yearly at rates based upon experience. The lag of rates behind costs, although detrimental in a period of rising prices as has characterized the 1945-1951 period, should prove beneficial if deflationary forces should be set in action.

Other industry advantages include lack of inventory, collection, labor and raw material problems. The hazard of product obsolescence and related equipment obsolescence is also absent.

Government Employees Insurance Corporation was organized in the mid-30's to provide complete auto insurance on a nationwide basis to an eligible class including: (1) Federal, State and municipal government employees; (2) active and reserve commissioned officers and the first three pay grades of non-commissioned officers of the Armed Forces; (3) veterans who were eligible when on active duty; (4) former policyholders; (5) faculty members of universities, colleges and schools; (6) government contractor employees engaged in defense work exclusively, and (7) stockholders.

The company has no agents or branch offices. As a result, policyholders receive standard auto insurance policies at premium discounts running as high as 30% off manual rates. Claims are handled promptly through approximately 500 representatives throughout the country.

The term "growth company" has been applied with abandon during the past few years to companies whose sales increases represented little more than inflation of prices and general easing of business competition. GEICO qualifies as a legitimate growth company based upon the following record:

Year—	Premiums Written	Policyholders
1936---	$103,696.31	3,754
1940---	768,057.86	25,514
1945---	1,638,562.09	51,697
1950---	8,016,975.79	143,944

Of course the investor of today does not profit from yesterday's growth. In GEICO's case, there is reason to believe the major portion of growth lies ahead. Prior to 1950, the company was only licensed in 15 of 50 jurisdictions including D. C. and Hawaii. At the beginning of the year there were less than 3,000 policyholders in New York State. Yet 25% saved on an insurance bill of $125 in New York should look bigger to the prospect than the 25% saved on the $50 rate in more sparsely settled regions.

As cost competition increases in importance during times of recession, GEICO's rate attraction should become even more effective in diverting business from the brother-in-law. With insurance rates moving higher due to inflation, the 25% spread in rates becomes wider in terms of dollars and cents.

There is no pressure from agents to accept questionable applicants or renew poor risks. In States where the rate structure is inadequate, new promotion may be halted.

Probably the biggest attraction of GEICO is the profit margin advantage it enjoys. The ratio of underwriting profit to premiums earned in 1949 was 27.5% for GEICO as compared to 6.7% for the 135 stock casualty and surety companies summarized by Best's. As experience turned for the worse in 1950, Best's aggregate's profit margin dropped to 3.0% and GEICO's dropped to 18.0%. GEICO does not write all casualty lines; however, bodily injury and property damage, both important lines for GEICO, were among the least profitable lines. GEICO also does a large amount of collision writing, which was a profitable line in 1950.

During the first half of 1951, practically all insurers operated in the red on casualty lines with bodily injury and property damage among the most unprofitable. Whereas GEICO's profit margin was cut to slightly above 9%, Massachusett's Bonding & Insurance showed a 16% loss, New Amsterdam Casualty an 8% loss, Standard Accident Insurance a 9% loss, etc.

Because of the rapid growth of GEICO, cash dividends have had to remain low. Stock dividends and a 25-for-1 split increased the outstanding shares from 3,000 on June 1, 1948, to 250,000 on Nov. 10, 1951. Valuable rights to subscribe to stock of affiliated companies have also been issued.

Benjamin Graham has been Chairman of the Board since his investment trust acquired and distributed a large block of the stock in 1948. Leo Goodwin, who has guided GEICO's growth since inception, is the able President. At the end of 1950, the 10 members of the Board of Directors owned approximately one-third of the outstanding stock.

Earnings in 1950 amounted to $3.92 as contrasted to $4.71 on the smaller amount of business in 1949. These figures include no allowance for the increase in the unearned premium reserve which was substantial in both years. Earnings in 1951 will be lower than 1950, but the wave of rate increases during the past summer should evidence themselves in 1952 earnings. Investment income quadrupled between 1947 and 1950, reflecting the growth of the company's assets.

At the present price of about eight times the earnings of 1950, a poor year for the industry, it appears that no price is being paid for the tremendous growth potential of the company.

This is part of a continuous forum appearing in the "Chronicle," in which each week, a different group of experts in the investment and advisory field from all sections of the country participate and give their reasons for favoring a particular security.

唐书房

——我最喜欢的股票

沃伦·巴菲特

巴菲特-法尔克公司，内布拉斯加的奥马哈

政府雇员保险公司

全民就业、居高不下的利润，以及创纪录的股利分派，让人们无论如何也联想不到股票价格的低落。在过去的 5 年里，大多数行业都出现了盛极一时的繁荣，在这期间，为数不多的浮动似乎让人无法察觉。

然而，汽车保险行业却没有机会分享这让人欢欣鼓舞的飞跃。汽车行业在经历了第二次世界大战后长期徘徊不前的局面之后，终于在 1949 年走上了正轨。1950 年，经营事故险的保险公司股票，由于连锁反应经历了 15 年内的第二次挫折。这些公司（尤其是那些承揽大量汽车保险业务的公司）最新公布的收入报告，开始让人们对牛市的吹捧热情有所下降。根据正常的收入能力以及其他资产要素，很多公司的股票价值似乎是被市场低估了。

这个行业在本质上具有削弱周期性浮动的优势。大多数汽车的购买者都认为汽车保险是一个非常必要的环节。有关合同收费标准也必须按照市场的发展状况每年加以调整和更新。尽管由于在 1945 年～1951 年期间出现的价格上涨给这些公司带来了一定的损失，但是，在通货紧缩政策发挥效力的情况下，根据成本对费率加以调整对于这些公司来说应该是有利可图的。

这个行业的另外一个优势在于不存在存货、劳动力和原材料问题。此外，基本不存在产品过时和落后的风险。

政府雇员保险公司成立于 20 世纪 30 年代中期，公司的目的主要是在全国范围内为一部分阶层提供全套的汽车保险，具体的服务对象包括：（1）联邦、州和市政府的雇员；（2）军队的现役军官和预备役军官，以及现役的头等兵；（3）在服役期间享受此项待遇的退役军人；（4）前政府官员；（5）大学、学院和学校的员工；（6）专门从事国防工作的政府采购机构雇员；（7）股东。

这家公司不设立任何代理机构和分支机构。因此，政府官员可以按照公开费率享受高达 30%的折扣优惠，购买汽车险保单。这家公司在全国各地通过大约 500 名代理处理人员客户的索赔业务，因而顾客的索赔要求可以马上得到解决。

在过去的几年里，人们一直在毫不吝啬地用“成长性公司”这个词来描述那些收入不断增长的公司，而事实上，这些公司的成长在很大程度上来自于通货膨胀以及业务竞争所带来的一般性收入。而政府雇员保险公司则是一个地地道道处于成长阶段的公司，他们在过去几年中所取得的业绩反映出公司的良好发展前景：

年份	保费收入（美元）	投保人数（人）
1936	103 696.31	3754
1940	768 157.09	25514
1945	1 638 562.09	51697
1950	8 016 975.79	143944

醒书房

当然，昨天的成长对于今天的投资者来说毫无意义。对于政府雇员保险公司来说，我们完全有理由可以相信公司在未来会出现更大幅度的增长。在 1950 年以前，公司仅在美国全部 50 个州中（包括华盛顿特区和夏威夷在内）的 5 个州注册登记。在 1950 年初，公司在纽约州的客户还不到 3000 人。

不同地区的保单费率具有不同的价值，在纽约，对于一个价值为 125 美元的保单按 25%收取保费的话，可能要比人口稀少地区一份 50 美元的保单按 25%的费率收取保费更有利可图。

在经济衰退时期，随着成本竞争重要性的日益增加，政府雇员保险公司在费率方面所具有的优势，很可能会抢走其他保险公司的业务。随着保险费率由于通货膨胀的原因而在价值上不断上涨，25%的费率变动幅度完全可以为保险公司创造更大的利润浮动空间。

目前，管理机构还没有对保险公司施加更多的压力，要求他们一定要接受那些可能存在问题的保险申请人或一定要承接风险较大的业务。在某些费率结构不太合理的州，也许不应该继续进行新的保险推销活动。

政府雇员保险公司吸引人的地方，很可能是他们在利润方面所具有的优势。1949 年，政府雇员保险公司的保险利润与保费之比为 27.5%，而根据贝斯特的分析，同期国内全部 133 家上市的事故险保险公司中，该项比例仅有 6.7%。1950 年，由于整个行业趋势发生恶化，贝斯特的分析显示出，行业的保费利润率已经下降到 3%，同期，政府雇员保险公司的保费利润率也下降到了 18%。

尽管政府雇员保险公司并不承揽所有类型的事故险，但是，对于公司最主要的两个险种——人身伤害险和财产损失险，却是整个公司各种产品中利润率最低的两种产品。政府雇员保险公司还承揽了大量的交通事故险，这一产品在 1950 年为公司带来了相当可观的利润。

在 1951 年的前半年，所有保险商在人身伤害险和财产损失险方面都出现了严重的亏损。同期政府雇员保险公司的利润率也出现了大幅度的下滑，勉强超过了 9%，而马萨诸塞州保险公司则出现了 16%的亏损，新阿姆斯特丹事故险公司的亏损比例为 8%，标准事故保险公司的亏损比例达到了 9%。

由于政府雇员保险公司正处于快速增长期，因此，公司不得不维持低水平的现金股利。公司通过股票股利和一次 25：1 的股票分割，使公司的对外流通股为从 1948 年 6 月 1 日的 3,000 股增加到了 1951 年 11 月 10 日的 250，000 股。同时公司还发行了附属关联企业的认股权凭证。

从 1948 年开始，本杰明·格雷厄姆通过收购和股利派发的形式获得了公司的大量股份，从那时起，他一直在任政府雇员保险公司的董事长。莱奥·古德温从公司成立之日起，一直亲手执掌着公司的发展，他是一位非常能干的总裁。到 1950 年底为止，公司董事会的 10 名成员拥有公司大约 1/3 的对外流通股。

与 1949 年 4.71 美元的每股收益相比较，公司在 1950 年的每股收益为 3.92 美元，尽管这一指标在表面上看似乎是在下降，但是，我们必须看到公司在 1949 年的业务量还很小。这些数字还不包括公司无法计入收入的保费储备金，事实上，储备金在这两年的全部保费收入中占有相当大的份额。

尽管 1951 年的每股收益低于 1950 年，但是，保费费率在去年夏天出现的新一轮上涨风潮，到 1952 年已经显示出了它的作用。从 1947 年～1950 年，公司的投资收入增加了 4 倍，这反映出公司在资产总额方面的大幅度增长。

尽管 1950 年对于保险行业来说是一个不景气的年份，但是，由于政府雇员保险公司目前的费率价格已经达到了 1950 年收入的 8 倍，而且公司所拥有的巨大增长潜力，使得它们不必像其他公司那样为此付出巨大的代价。

第345篇.　　2017.12.9-对保险股的思考02

原创　2017-12-09　唐朝　唐书房

与巴菲特一生瓜葛最深的保险公司，是巴菲特经常拿出来嘚瑟的政府雇员保险公司（GEICO）。公司是利奥·古德温于 1936 年在得克萨斯州创立的，当时，他是得克萨斯州一家保险公司的会计。

古会计通过对事故统计分析研究，发现联邦政府、州政府及市政府的雇员比普通人发生事故的几率要小。同时，古会计发现如果可以绕过保险代理人，为这些事故率低的驾驶员提供保险的话，每销售一份 30 美元的汽车保单，就可以节省 6 到 7 美元。

于是，古会计注册成立了政府雇员保险公司，主要定位就是通过直销，将低价汽车保单卖给政府官员和军人们（不神秘，就是公务员军人额外打七折）。就这样业务逐渐扩大到全国，险种主要是车险和房屋险（注意：不搞寿险）。

盖克保险将省下来的成本体现在保单价格上，而低价保单又带来更多客户。按照大学生巴菲特发表在报纸上的吹票文（全文见今日次条）的表述：1949 年，盖克的保险利润与保费之比为 27.5%，同期国内全部 133 家同行仅有 6.7%。1950 年，整个行业恶化，行业保费利润率下降到 3%，同期，盖克保险利润率 18%。1951 年上半年，所有保险商在人身伤害险和财产损失险方面都出现了严重的亏损，例如马萨诸塞州保险公司出现 16%的亏损，新阿姆斯特丹事故险公司的亏损比例为 8%，标准事故保险公司的亏损比例 9%，同期政府雇员保险公司却保持 9%的利润率。

就是因为这样的原因，小巴花了自己过半身家，投入 10282 美元，买进 350 股，第二年跑了。大概是不到 30 元买的，43 元多跑的，净赚约 48%的样子。

时光如梭，转眼来到了 1976 年，当年的大学生小巴，已经成为美国知名巨富，经常跟着《华盛顿邮报》老板凯瑟琳.格雷厄姆（和价值投资教父本杰明.格雷厄姆无关，就好比两个华人恰好都姓王而已）出入上流社会。

盖克也已经成长为全美国最大的汽车保险公司。然而，正是因为过度追求成长，加上政府推出的“无过错赔偿”新规，以及被意料之外的通胀水平推高的汽车维修费和人员医疗费，盖克陷入了困境。

1975 年，盖克保费收入约 9 亿美元，但公司巨亏 1.26 亿美元（承保亏损 1.9 亿美元，经投资收益弥补后亏损 1.26 亿美元），频临破产，股价也从历史高价 60 多美元，跌到 2 美元。更恐怖的是，面临 1.9 亿承保亏损，公司为未来客户索赔所计提的准备金不足。所以，全国多个州的保险委员会准备宣布盖克保险破产清算。

此时，巴菲特耗子扛枪——起了打猫心肠，重新盯上了这家曾由自己导师担任董事长的公司。老唐深度怀疑，其中不仅仅有赚钱的因素，可能还有与导师一争高低的想法，看看谁的投资理念更高明。

为什么这么说呢？插播一段趣闻，节选自《巴菲特传：一个美国资本家的成长》：

大约是在政府雇员保险公司陷入困境的时候，本杰明.格雷厄姆让巴菲特和他合著《聪明的投资人》修订版。他俩通过写信互相联系，但是巴菲特发现自己和老师之间有一些根本性的分歧。巴菲特希望在修订版中有一个章节专门论述何为“优秀企业”（例如喜诗糖果公司），而格雷厄姆认为这样的内容对于一般读者太过艰深了。而且，格雷厄姆建议一个人投资于股票的资产占个人总资产的比例上限为　75%，而巴菲特更加激进，他认为如果某只股票价钱合适的话，他会押上全部家当。巴菲特执意坚守自己的观点，因

此放弃了这本书合著者的身份，只是让自己的名字出现在书的致谢部分。有意思的是，没有什么比政府雇员保险公司的股票更能彰显两人在投资哲学上的分歧了。格雷厄姆说它缺少安全性，在公司濒临破产时的确如此。巴菲特则认为如果管理得当，这将是一个千载难逢的投资机会，于是他紧密地关注着公司的变动。

1976 年 4 月，盖克股东大会上，400 多位高呼 CEO 下课。5 月，新的 CEO、来自旅行者保险的保险业老手约翰.伯恩到位。巴菲特通过凯瑟琳.格雷厄姆以及伯恩前任两处关系，联络伯恩到凯瑟琳家里一叙。

据伯恩回忆，那一夜，巴菲特持续拷问了他几个小时。那一晚，俩人究竟密谈了些什么，今天已经无法重现。但通过他们后来的行为，可以反推出他俩计划的能让盖克起死回生必须采用的措施：

1.砍掉一切高成本保单，或提高这类保单的价格，将综合成本费用率重新回到 100%以下。重回承保不追求规模、要追求利润的盖克老路；

2.寻找同行，对公司进行再保险救济；

3.迅速融一笔资金，增加公司资本金；

4.说服保险委员会，不要宣布盖克破产清算。

道路 1，伯恩在和巴菲特会面以前，已经砍掉了约 100 家分支机构，裁员近半。而且在新泽西州保险委员会主席拒绝盖克提高保险费率时，伯恩直接把当地经营许可证拍在主席桌子上：“还给你这该死的执照，我们不再是新泽西州的公民了”，然后立刻解雇了州内 700 名员工，并通知州内 30 万承保客户另寻保险公司。这些行为，已经展示出伯恩放弃追求规模增长、重回追求承保利润的决心。

和伯恩分手后几小时，巴菲特就吩咐自己的经纪人在 2.125 美元的价位吃进价值 50 万美元的盖克股票，并继续扩大投资规模到超过 400 万美元（这不算内幕交易咩？）

然后巴菲特安排伯克希尔公司，对盖克保险提供再保险，向市场释放信心。接着，巴菲特亲自打电话给美国保险业监管负责人沃乐科，说伯克希尔准备大举投资盖克，请沃乐科不要这么着急关掉盖克。

听到巴菲特投资盖克的消息，原本已经拒绝了伯恩的所罗门兄弟公司二把手古特弗罗因德（还记得这家公司吗？这位老古后来担任了所罗门的董事长，老古之后的所罗门董事长就是沃伦.巴菲特）答应给盖克承销价值 7600 万美元的优先股，以募集盖克急需的资本。《巴菲特传》里的原话“在承销前不久，巴菲特告诉古特弗罗因德，说他愿意买下所有的股票”

OK，2.再保险救济；3.融资增加公司资本金；4.说服保险委员会，三件事齐活，巴菲特金身自带。随着伯克希尔的再保险带来的信心，以及优先股募集的资本金到位，监管当局和其他再保险公司的信心，自然也就重新燃起，一切回到正轨，股价在半年内上涨到超过 8 美元。

伴随经营情况的不断好转，巴菲特不断增持，1977 年持有 3350 万美元，1980 年增持至 720 万股。到 1989 年，盖克的年度净利润突破 2 亿美元，相比而言，巴菲特 1976 年买入的时候，盖克总市值才 5600 多万美元。

1995 年，巴菲特以 46 亿美元的估值（对应 1995 年盈利水平，约 15 倍左右市盈率），收购了盖克剩余股份后退市，使盖克成为了伯克希尔全资子公司。

这么一家经营情况全美最优的保险公司（1951 年吹票文展示），24 年后频临破产，这一切不过是因为公司更看重增长。老唐读到这儿就在想，假设我自己投资了 70 年代初正在高增长的盖克，我能从一片高增长数据中嗅出几年后它频临破产的信息吗？想来想去，我估计我自己看不出来。

赔付没有发生的时候，精算模型很美妙，就和《赌金者》里面的完美数学模型一样，展示的全是稳定

靠谱的、完全合乎会计规则的利润，没有人知道盖克突然间就能一年亏损 1.9 亿美元，CEO 想不到，更不用说我了。

另外，巴菲特准备介入时，盖克东山再起所需四大条件，公司具备一条，巴菲特自带三条。这笔投资有可模仿性吗？我认为没有，也就是说，假如当时是你我，口袋有那么四五百万美元，面对同样情况，面对同一位新 CEO，也抵足而眠、彻夜长谈，但是你我投下去，几乎确定额头刻个龙飞凤舞的死字。

而且，这次投资里，还隐含了一个巴菲特有、你我没有的条件，咱们在下一篇里说（未完待续……）

第346篇.　　2017.12.10-对保险股的思考03

原创　2017-12-10　唐朝　唐书房

昨天，正在深圳参加雪球嘉年华的杨天南兄，读了老唐的《对保险股的思考》前两篇后，紧急发来一段补充资料，是他即将完工的译作《戴维斯王朝》里的内容。

资料说的是以投保险股而扬名天下的戴维斯，恰好在巴菲特盯上濒临破产的盖克保险时担任盖克董事，持有大量盖克保险股票。两位大师在拯救盖克的问题上，发生了尖锐的冲突，并直接导致戴维斯将盖克股票清仓。

两位顶级大师“擦肩而过，互致问候”的记录，真是难得一见的精彩。感谢天南兄的分享，老唐临时在原本写好的本文里。加上这段，将原文拆成两篇，同时推送。

说到戴维斯，老唐倒是要先提醒一点，在我的记忆里，财务投资保险股（就是和我们一样，无意愿或无能力控股保险公司，不参与保险公司经营的投资者）的知名投资人，好像就只有戴维斯家族。没听说其他哪位投资大师在保险股上获利丰厚。

巴菲特不算，他不是投资保险股，他是控股保险公司，然后掌控浮存金获利。你我如果学习巴菲特投保险，那是东施效颦，失之毫厘谬以千里了。

所以，请千万不要忘记最重要的一点：戴维斯家族扬名天下的投资手法是“戴维斯双击”，其简单介绍老唐写在《手把手教你读财报》126 页，原文部分摘抄如下：

戴维斯双击是美国戴维斯家族的投资哲学……戴维斯双击的思路很简单，就是寻找 10 倍以下市盈率、经营业绩年增长能达到 10%~15%的企业，享受其业绩增长和市盈率增长对股价的倍增效应。如某企业今年每股收益 1 元，预期年增长能达到 15%，当前市盈率 8 倍（眼下 A 股这类企业不罕见），股价为 8×1=8 元。假如五年后市场情绪回归正常，给该公司 15 倍市盈率（A 股经常在牛市中给 30~50 倍市盈率），那么五年后的收益为 2 元，股价为 15×2=30 元。投资者 5 年 3.75 倍，折合年复合收益超过 30%。与戴维斯双击相反，股价承受了估值和收益双下降打击，被投资界称为“戴维斯双杀”。如果只是市盈率或收益的上升或下降带来的股价变化，投资界称之为“戴维斯单击”或“戴维斯单杀”。

戴维斯一家三代，坚持这一投资哲学，扎根保险行业，对低估值保险公司进行大量分散的投资，成就了投资界的传奇。但是，我不认为这个传奇，可以作为“保险股大有可为”的论据，它更近似于低估+分散+能力圈三者的结合，将戴维斯双击的哲学，放在专注其他行业的投资者手上，老唐敢确定，投资回报也不会差。

因此，如果我们买进二十倍三十倍甚至更高市盈率的保险股，可以用我们的任何理解或信仰背书，但不要让戴维斯祖孙三代背锅，他们对此从始至终都是拒绝的。

好了，下面附上天南兄分享的有关盖克、戴维斯和巴菲特的精彩故事：

当戴维斯六十年代初发现盖可的时候，已经 52 岁。他的研究将他引入了巴菲特和格雷厄姆涉足的领域。盖可保险公司可以用客户的保费支付索赔，因此公司的投资组合可以原封不动、不受影响，这令戴维斯印象深刻。

当公司持有的投资以欢乐的复利速度增长，盖可迅速成为一只现金牛。由于戴维斯持有相当的盖可股份，公司要求他成为董事会成员。

到了七十年代，飙车行为、慷慨的理赔委员会、欺诈索赔等等这些开始困扰着这家业内收益最为可靠的公司。当时，美国人口中年轻人比例之高，前所未有，满街都是青少年驾驶员。他们喜欢改装车辆，增大马力，加装闪光片，这些更加鼓励了他们鲁莽的狂欢。 “严重程度”——这是业内用于形容意外事故率的词 —— 呈现上升趋势。

到了六十年代后期，通货膨胀的发生更是让修车费用和意外事故的成本大大提高。而理赔评审委员会更是前所未有的慷慨，连斜视这样的小问题都可以演变为法律诉讼，成为有利可图的消遣。如同雪片般飞来的莫名其妙的裁判，令保险公司步履蹒跚，盖可的 CEO 拉尔夫·佩克选择了公司历史上最糟糕的时刻放松承保政策，开始向体制外人士出售保险。然而，这一新政策的实施带来的令人兴奋的新客户，却导致公司的更为昂贵的损失，索赔上升，准备金下降。

1974 年到 1975 年，公司一直向媒体和董事会隐瞒了事实真相，包括戴维斯也被蒙在鼓里。最后，是一位董事会外聘的审计师透露了这一坏消息。索赔的总额已经超过了公司的资产。1975 年，盖可保险公司宣布令人难以置信的亏损，数字为 1.26 亿美元。在公司股价触及 42 美元的高位之后，一路跌去 90%，股价达到 4.80 美元。戴维斯作为盖可公司最大的股东，此刻却成为最大的输家，本·格雷厄姆比他也好不了多少。戴维斯这个时候已经八十多岁，他有时住在加利福尼亚，有时住在法国。格雷厄姆将毕生的大部分身家都投入了这家下沉中的企业。

在这场危机中，戴维斯从瑞士的大使任上返回美国。1976 年 400 多愤怒的股东聚集在华盛顿的斯塔特勒希尔顿酒店，对公司高管们进行讽刺挖苦。一个月后，公司 CEO 佩克下台。

戴维斯跻身于巡视委员会搜寻新 CEO 人选。曾受雇于旅行家集团的杰克·伯恩成为新任 CEO。伯恩迅速关闭了盖可在各地的 100 间办事处，消减了一半的雇员。尽管如此，公司依旧盘桓在破产的边缘，股价进一步跳水，跌到了每股 2 美元。这时，伯恩的一个熟人——《华盛顿邮报》的出版人凯瑟琳·格雷厄姆（她与巴菲特的导师本杰明·格雷厄姆并无关系）打电话给他，提出了一个神秘的建议。她说如果伯恩愿意的话，她的一个不愿透露姓名的朋友可以为其出谋划策。

一开始，伯恩拒绝了，但稍后有人告诉他，这个神秘人可能是格雷厄姆在报业上的商业伙伴巴菲特。于是，伯恩给格雷厄姆回了电话，约定了在她那里会面的时间。

会面当天，当伯恩走进门口，巴菲特已经在客厅里等他。这位盖可保险的前股东与现任 CEO 相见甚欢，一直聊到了天黑。巴菲特想知道，盖可保险公司是否依然是一个低成本运营的公司，伯恩肯定了这一点。

伯恩坚持认为，如果公司能幸存下来，一定会重返当年传奇般的高利润时代。基于这些肯定，巴菲特以每股 2.125 美元的价格购买了 50 万股盖可的股票，并承诺日后会买进更多，数以百万计。

同时，巴菲特敦促伯恩筹措更多资金。于是，伯恩通过出售 2700 万新股的方式筹集了资金，发行的新股中有 1800 万普通股，外加派息率具有吸引力的 9 百万优先股。巴菲特-伯恩的紧急求援计划导致董事

会成员的两极分化。戴维斯反对发行新股，因为他认为此时以地板价过度发行的新股会摊薄未来的利润，并拖低未来的股价，是对股东的伤害。

脾气暴躁的 AIG 公司主席汉克·格林伯格希望先挽救公司，然后再慢慢处理细节问题。格林伯格在 AIG 也持有大量股份，他认为“如果公司破产倒闭了，什么都归零，谁还在乎摊薄不摊薄的问题”。

经过一番激烈的争吵，戴维斯怒气冲冲地离开会议室，回到自己的办公室之后，立刻抛售了他手中持有的全部盖可股份。当时，盖可的股价已经涨到原来的四倍，从 2 美元上升到 8 美元，这应该感谢巴菲特的大力买入。

通常，戴维斯不会让情绪影响投资，但是这一次，他实在太生气了，以至于忽略了盖可公司未来的盈利、以及巴菲特数百万投资所带来的信心。直到戴维斯的晚年，他都在为卖掉盖可股票而感到后悔。在实施了巴菲特-伯恩的的紧急计划数月之后，盖可公司回购了一些伯恩为紧急筹措资金而发行的新股。这次回购是一个强有力的证据，证明盖可保险公司已经度过了最艰难的时刻。

戴维斯给伯恩打电话，“杰克，”他说，“如果我知道你会采取反摊薄措施，我就不会卖出股票了。”自始至终，戴维斯始终有机会重新投资盖可，但他一直没有这么做。最终，戴维斯在法国普罗旺斯的艾克斯去世，时年 82 岁。当时，盖可保险公司依然处于前景不明的状态。

再次感谢天南兄的分享，也期待着《戴维斯王朝》天南译本尽快出版。

另外，昨天有位朋友在评论区问老唐，说“盖克在巨亏之前，财报上就没有什么征兆吗？总不可能罗马一夜之间坍塌吧？”评论区写不了多少字，老唐回复说：“以现有资料看，盖克还真是一两年时间内就倒塌的”。从上面天南兄发来的文章描述里，很明显，格雷厄姆和戴维斯都没能提前看到坍塌的迹象，而且戴维斯还在巴菲特进入后，割肉走人了。

另外，老唐再附上当时本杰明.格雷厄姆接受媒体采访时说的一段话，也能佐证格雷厄姆没有从财报上读出盖克的衰落迹象——备注，目前不太清楚这段采访，发生在巴菲特有意向入主以前还是以后。提问者小哈特曼·巴特勒：你认为政府雇员保险公司会起死回生吗？

本杰明.格雷厄姆：是的，我想它会的。没有什么确凿证据说明它不会起死回生。但自然而然，我也会扪心自问，这一切会不会是因为公司规模扩张过快而没有顾及有可能产生的巨大损失而造成的。

一想到一年里有可能损失这么多的资金，我就不寒而栗。难以置信！在刚刚过去的几年中，不知有多少大公司每年都设法承受 500 万美元或 1 亿美元的损失。这些在过去都是闻所未闻的事情。损失那么多的资金，你也得是个天才。

看看格老用词“不寒而栗，闻所未闻”，甚至用上了网络嘲讽语“损失那么多资金，你也得是个天才”，恐怕完全可以确定，格老是没能从财报上提前看出迹象。当然，保险专家戴维斯大师更惨，直接割肉走人，做了巴神的对手盘。

（未完待续……）

相关文章：

对保险股的思考 01

对保险股的思考 02

我最喜欢的股票--沃伦.巴菲特

第347篇.　　2017.12.10-对保险股的思考04

原创　2017-12-10　唐朝　唐书房

在戴维斯家族扎根保险业的几十年里，他们观察到一个规律，小的保险公司，生存能力很弱，稍不小心就死翘翘了。戴维斯家族这样表述这个问题：

保险业始终困在一个无法解决的公共关系问题中。一个人尽皆知的公司品牌并不一定价值连城，这与其他行业不同，也很少有。

消费者可以偏爱可口可乐、舒洁面巾或是强鹿草坪机，但没有人特别喜欢国家农业汽车保险或是保德信人寿保险。精明的顾客会挑出那些在信用评级机构眼中获得好分数的保险公司，再“价比三家”，找出保险最全面、价格最低廉的一家。

是政府雇员保险公司还是旅行家公司，再或者大都会保险，公平保险，其实都无所谓。通常，他们买的就是当地代理商向他们推荐的那种，他们对这些竞争者基本上都是一视同仁——同样的怀疑和憎恶。

如果有什么不幸发生，比如死亡、病痛或受到伤害，他们的钱就花得值；如果风平浪静，他们就会抱怨，购买保险真是滥要价。提高价格的公司总是落下一个贪婪诈骗的恶名，但其实它们的利润只是九牛一毛。

在财产保险、意外伤害领域，连续的丰年过后是一连串的荒年。丰年因巨灾而起——飓风、地震、洪水—造成数十亿的索赔总额、资产负债表失衡、财力薄弱的公司只得以破产告终。实力更胜一筹的公司留存下来，重新组合、提高价格，维持着并不稳定的繁荣投入到更激烈的竞争循环中。

那么，小型保险不太靠谱，大型保险公司的命运又如何呢？正好，巴菲特还真收购过一头超级大象——通用再保险公司（和通用汽车没有关系），而且出价很高，显示了巴菲特对此非常乐观。让我们看看这笔收购的命运如何，我们从中又能学到些什么。

1998 年 12 月 21 日，伯克希尔.哈撒韦以每股 276.5 美元，总计 220 亿美元的价格，收购了通用再保险公司 100%的股份。通用再保险 1997 年保费收入 83 亿美元，净利润 9.36 亿，每股净利润 11.76 美元（1996 年 10.78 美元），巴菲特出价相当于 23.5 倍市盈率。

通用再保业务主要集中在财险的分保，这部分收入约 67 亿，占据 1997 年保费收入的 80%以上。由通用收购另一家再保险公司（科隆再保）带来的寿险和健康险部分，占比约 15%，其他业务占比约 4%。

收购前的 11 年公开数据里（1987~1997），通用再保的北美地区财险综合成本费率均值是 100.6%（这里必须夸一下盖克，盖克保险长期在 95%左右），也就是说赔出去的赔款加上经营支出，合计比收到的保费略高 0.6%。其他地区和业务的综合成本费率稍高，平均值为 103%。

公司的赚头，主要靠拿着客户的资金投资。例如 1997 年，税后投资收益 9.69 亿。投资之外的部分，是负的 0.33 亿美元。投资之外的部分，虽然是负的，但我们可以将其理解为融资成本。产生 9.69 亿税后投资收益的投资组合，价值 246 亿美元，其投资部分的税后收益率其实很低的，仅仅 3.94%，只是因为“融资”成本更低（一共才 0.33 亿），这样才给通用再保险产生了 9.36 亿净利润。

事实上，通用再保险的净资产回报率也不高。1997 年末，公司净资产约 82 亿美元，ROE 也就不到 12%。收入和净利润增长也不算出色，过去 10 年保费收入复合增长率 10.2%，净利润增长率 6.6%。就这样一组数据，你怎么也想不出一贯谨慎（kou’ men）的巴神，怎么会给出一个 23.5 倍市盈率的收购价呢？

老唐把自己的脚放在巴神的鞋上想来想去，我估摸着，巴菲特看见这组数据的时候，脑袋里想到的第

一反应绝不是怎么样把-0.33 变成 0.00，也不是 9 亿多净利润究竟值 200 亿还是值 220 亿，而是：“哇靠，这么大笔浮存金放在通用账上，收益率 3.94%，真真一颗好白菜让猪拱了。要是 246 亿美元在咱老巴手上，怎么地也要从 3.94%变成 9.43%，我滴神，那投资收益就不是 9 亿多，而是 23 亿多。”

当然，这肯定不是唯一原因。对于收购通用再保险，巴菲特自己是这样表述的，下面这段文字，摘自伯克希尔 1998 年年报，我放在下面，有兴趣读的可以看看，直接跳过也无妨，反正其核心意思就 4 句话：

①通用再保很优秀，经营上我们不管；②被伯克希尔全资收购退市后，通用再保不用再去考虑利润波动过大会影响债信评级、造成市场市盈率波动等因素，不用再为了平滑利润而放弃一些业务；

③通用再保的投资业务，伯克希尔要接管；④通用再保可以和盖克形成协作——这是我记忆里，巴菲特的收购生涯中唯一一次谈到了所谓 1+1＞2 的协作效应。这理由，原本一直是他和芒格嘲笑的对象。

12 月 21 号我们完成对通用再保公司 220 亿美金的购并案，除了拥有这家全美国最大的产物险再保险公司之外，这家公司亦拥有世界上历史最悠久的再保公司-科隆再保 82%的股权，两家公司合起来将可接受所有保险险种的再保险，并在全世界 124 个国家设有营业据点。

几十年来，通用再保代表的是再保业界品质、正直与专业的保证，而在隆.佛格森的领导之下，这个招牌更加获得肯定。关于通用再保的专业，伯克希尔实在没有太多的东西可以给他们，反倒是他们应该有很多的东西可以教我们。

不过我们仍然相信伯克希尔作为股东，可以让通用再保在许多方面受益，而在往后的十年内，通用再保的获利情况应该可以比合并之前要好的许多，而我们的自信心完全建立在我们能够给通用再保提供一个可以完全自由发挥的经营环境。

让我们花一点时间来了解伯克希尔入主，能够怎样帮助通用再保的发挥。再保险的需求大部分来自于第一线保险公司想要规避大型的意外损失所造成获利状况大幅波动的风险。事实上，再保险业者就是因为吸收保险业客户想要规避的变动性而存在。

讽刺的是一家上市的再保险公司必须要同时接受股东以及外界评估其获利稳定的检验，因此盈余变动过大将会影响其债信评级与市盈率。就算就长期而言，这家公司或许可以获得更有利的平均报酬，市场的现实有时却可能导致再保公司因此犯下重大的错误，包含被迫放弃原先接下的一大部分业务或放弃上门的好生意，只因为要避免带来获利的不稳定性。

不过伯克希尔却很能够接受这样的不确定性，只要就长期而言，它的预期报酬能够有好的表现。更重要的是，伯克希尔可以说是资金的诺克斯堡金库，任何盈余的剧烈变动一点也不会影响到我们的债信评级，也因此我们有能力、也有意愿签下并自留没有任何上限的再保保单。事实上，过去十年来，我们早已运用这个优势建立起强大的巨灾保险业务。

而通用再保可以给我们的是行销通路、技术背景与管理技能，让我们得以将原本拥有的财务优势更充分运用到保险业的每一个层面。尤其是通用再保与科隆再保现在可以加速投入国际市场，这块大家看好将呈现高成长的处女地。

就像合并案的公开说明书中所强调的，伯克希尔将为通用再保带来租税与投资上的优势，但是更重要的原因还在于通用再保的优秀经营阶层将可以在既有的基础上，摆脱原有的种种束缚，尽情地发挥其潜能。

伯克希尔将会承担管理通用再保投资组合的工作(科隆再保部份不包含在内)，除此之外我们并不会干涉通用再保的承保业务，我们只是很简单地要求他们继续维持原有的原则，同时利用伯克希尔强大的财务

实力以及盈余变动的超强忍受力，增加自留业务的比例、扩大现有产品线、增加业务区域。就像是我们一再强调的，我们宁可接受变动剧烈的15%，也不要稳健平顺的12%。

相信只要给他们一点时间，隆跟他的团队一定能够将通用再保的潜力发挥到极致。我跟他已经结识好几年了，彼此之间也一直维持有再保业务上的往来，事实上，通用再保在1976年GEICO东山再起的过程中，就扮演了极为重要的角色。

老唐之所以长篇引用这么长一段，是想让大家注意到巴菲特对这次合并的乐观，以及对购买通用再保的信心。

即便是巴神如此信誓旦旦，然而并没有那啥用。就在巴神公开发表“这次结合可以保证伯克希尔和通用再保的股东看到一个更加美好的未来，如果这两家公司独立发展的话，这种未来恐怕是遥不可及的”的乐观时刻，市场连续给了巴神几记响亮的耳光。

1998到1999年，全球连续发生了多起重大灾难事故，包括席卷加勒比海地区和美国的乔治飓风、美国加拿大暴风雪、布鲁塞尔机场大火、奥德地区重大水灾、环球航空公司空难、悉尼大冰雹、台湾大地震、土耳其大地震，凡尔赛暴风雨、纽约韦斯特切斯特大火等等。

除了这些天灾以外，通用再保1999年还为五部好莱坞电影提供了保险，结果五部电影全军覆没，直接导致损失1亿美元。

年底一算账，1999年，通用再保为每1美元的保费收入，花了1.25美元的赔偿支出。这个糟糕状况，直接拖累伯克希尔股价跌破净资产值。著名的《福布斯》杂志，幸灾乐祸地发表言论称“沃伦.巴菲特1998年收购通用再保的时候，可能根本没有预料到所面临的.....风险”。

2000年的巴菲特致股东信里，巴菲特写到：

通用再保险公司的形势已经开始出现了明显好转。隆.佛格森和琼.布兰登、海德.蒙特罗斯，还有很多极具天赋的管理人员共同在2000年采取了一些措施，使公司的盈利水平恢复到以前的标准。

尽管目前的定价还不能说是非常合理，但至少我们已经对一些严重亏损业务的价格进行了重新调整，并取消了其中部分业务。

这里巴菲特公开夸了CEO隆.佛格森，然而你不知道的是，2001年，佛格森退休后，曾在2001年3月25日的《商业周刊》上发表了一封信，里面有这样两段话：

对于《金融》（2001年3月4日）针对伯克希尔公司刊登的《巴菲特这一次的选择正确吗？》一文，我的答案是肯定的。……

但是，我必须对沃伦.巴菲特先生的说法加以解释，他曾经公开宣称对我们的工作非常失望，他已经对通用再保险公司和我完全失去了信心……

看见没，其实巴神买进通用再保以后，脑壳青痛，已经公开宣称非常失望，对公司和CEO完全失去信心。我想，要不是金额太大，出手不易，巴神会不会在2000年前后挥刀自宫？真说不好的，哈哈！

事情依然没完。2001年发生了一件惊天地泣鬼神、闻者伤心见者流泪的大事，各位还记得吗？——yes，911……说出来都是泪，巴神估计已经后悔为什么没有在2000年挥刀自宫了，那样或许还能做剩蛋老人。他写到：

在经营保险公司的时候，我们必须遵守以下三个基本原则

1.

2.

3.

但不幸的是，在过去三年里，通用再保险公司却打破了上述所有的三项原则，唯一让我们庆幸的是，尽管伯克希尔没有遵守第二个原则，但是 911 事件所带来的后果还不能算致命的。

看了上述忏悔，你还觉得巴神买入通用再保是成功案例吗？我怎么觉着更像是违背自己体系的一次冒险呢？巴神也是人！

当然，结局还好，通过一系列的措施和一系列好运，2002 年，通用再保似乎走出了困境，2002 年的致股东信里，巴神又缓过来了，很有信心地说：“通用再保险公司最终必将成为我们最有价值的资产”。

那么，本系列列举的这几个巴菲特收购保险的案例，能给我们带来一些什么经验教训，巴神为什么一直对财险青睐有加，而对寿险持高度谨慎态度呢？咱们下回分解。（未完待续……）

ps：文末纠个错，01 里老唐说巴菲特从不买寿险。不准确，伯克希尔旗下还是有寿险的，只是规模比较小，一般是旗下子公司设立或收购的孙公司，致股东信里很少介绍。

第348篇.　　2017.12.11-对保险股的思考05

原创　2017-12-11　唐朝　唐书房

接着上篇巴菲特收购通用再保的案例说。很遗憾，老唐通过通用再保案例发现，被巴菲特看中的优点，对你我而言，事实上是不存在的。

前面三个案例，至少可以先得出这样两个结论：

第一，对于保险公司经营本身，巴菲特并不感兴趣。巴菲特对保险公司经营的要求就是最好能赚微利（比如盖克），或者别赔太多也行（例如国民、通用）；

第二，巴菲特真正感兴趣的是浮存金，浮存金，浮存金。巴菲特期望的事情，只是把低成本乃至负成本的钱弄到自己手上，再利用自己无敌的投资能力去投资赚钱。此时保险公司的核心竞争力实际上更偏重于巴菲特自我携带的投资能力，而不是保险公司本身的经营能力。分析保费收入来投保险股，是不是一条误区呢？我偏向认为是。保费收入和综合成本费率可以用来排除保险公司，但不足以作为投资的依据。

也就是说，同样价格的保险公司，可能对于巴菲特可投，对我就不可投。因为我掌控不了保险公司的投资组合（给我掌控，就一定比保险公司投资总监做的更好吗？），也不够格提升保险公司的承保能力，更无助于提升保险公司的风险承受力，保险公司无法和我形成经营上的协同作用。于是：我买保险公司的理由是什么呢？

就在 1998 年年报里，巴菲特写完收购通用再保的理由后，又特意写下一段警告普通投资者的话：

通常保险业者收取的保费并不足以因应最后支付出去的相关损失与费用，于是保险公司便会发生承保损失，这就是浮存金的成本。而当一家公司取得浮存金成本，就长期而言低于从其它管道取得资金的成本时，它就有存在的价值。否则一旦保险事业取得浮存金的成本若远高于货币市场利率时，它就像是一颗极酸的柠檬。

有一点必须特别注意的是，因为损失成本必须依赖估算，所以保险业者对于承保结算的成绩有相当大伸缩的空间，连带使得投资人很难正确地衡量一家保险公司真正的浮存金成本。

估计错误，通常是无心，但有时却是故意，与真实的结果往往会有很大的差距，而这种结果直接反映

在公司的损益表上。有经验的行家通常可以经由公司的准备提列情形发现重大的错误，但对于一般投资大众来说，除了被迫接受财务报表的数字之外，别无他法。我个人就常常被这些经过各大会计师事务所背书的保险公司财务报告所吓到。

请特别注意这段话：**一旦保险事业取得浮存金的成本若远高于货币市场利率时，它就像是一颗极酸的柠檬。有一点必须特别注意的是，因为损失成本必须依赖估算，所以保险业者对于承保结算的成绩有相当大伸缩的空间，连带使得投资人很难正确地衡量一家保险公司真正的浮存金成本。**

推到尽想，保险公司的商业模式，是借钱而后高杠杆投资。公司之间主要的差别在于借钱成本（综合成本费用率），历史数据看，该项成本可能落在-5%到30%之间。而投资部分，取决于谁掌控投资决策权。巴菲特之类的高手掌握浮存金时，投资回报率可能高达20%以上，大部分资质平平的投资总监可能在3%~8%之间。

这个狭窄的收益差，和《赌金者》里描述的长期资本一样，通过巨大的杠杆（投资的本金基本是负债），或放大成令资本流口水的收益，或放大成让大象轰然倒地的致命一击。

此时，我们回看01篇开头，老唐2014年写给那位朋友的回复：“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……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”。

这两段，对比前面案例的分析，第一段采购现金有没有买贵，就是综合成本费率的高低。正如巴菲特所写：“因为损失成本必须依赖估算，所以保险业者对于承保结算的成绩有相当大伸缩的空间，连带使得投资人很难正确地衡量一家保险公司真正的浮存金成本。”

我个人认为我没有能力衡量保险公司的浮存金成本（我也没见过哪位有能力测算出保险公司大致可靠的浮存金成本），更不了解几家上市保险公司投资总监们的投资体系和能力。

浮存金成本不知，浮存金投资收益能力难测，这相当于只知道一家进了很多很多货，也卖掉了很多很多货，但采购成本不知，销售毛利率不知。这怎么投呢？我下不了手。不知道看见本文的保险投资者是怎么解决这个难题的，希望听到分享。

上面说的是财险。财险主要面对的物（也不是全部，例如车险里面也会包含人员伤害险），但巴菲特一直对人寿保险非常谨慎。这谨慎不是老唐猜的。我们可以看看次贷危机里，世界最大的保险公司AIG要破产的时候，向巴菲特求救的经历。

那时的AIG是全球最大的保险巨头，全球第三大市值的金融机构，旗下AIG American General是全美最顶尖的人寿保险机构。没有人会想到，这样一个巨无霸会轰然倒塌。

AIG自2007年四季度起开始亏损，连续三个季度亏损累计超过180亿美元。2008年三季度单季亏损达到创记录的244.7亿美元，2008年四季报，单季亏损达到617亿美元，再度刷新美国企业史上单季亏损记录。

与此相对应，AIG股价从2007年6月1日的72.56美元，持续下跌至2009年3月9日的0.35美元，其中2008年9月12、9月15、9月16连续三天（13和14号是周末）跌幅分别高达31%、61%、31%。累计跌幅超过99.5%，相当于连续腰斩8次。

在《大而不倒》一书里，这样描述这段AIG和巴菲特的交集：

“沃伦!”弗劳尔斯（老唐注：弗劳尔斯，人称高盛神童，30岁就成为高盛133名合伙人之一。再设

计和推动高盛上市后离职，创建了世界最大的金融服务业投资基金：JC·弗劳尔斯投资公司。我朝政府基金中投公司出海的第一笔投资就是 32 亿美元交给他）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（老唐注：AIG 的 CEO）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。

巴菲特对寿险不太感兴趣的理由，我没见巴菲特阐述过。猜测上，可能是财险的事故概率和损失金额，大致是可以通过大数定律统计出来的，而且很难发生突变。

而寿险涉及到预期寿命、医疗技术进步以及长期通胀水平三大障碍，实际上并没有任何可靠的统计规律可以遵循——现存的活人并没有通通死一遍，未来的科技进步无法预测，未来的通胀水平鬼晓得。

脑洞限制想象力，我们很难想象到未来的样子。但我们可以回看历史。假设某家保险公司在几千年历史记录显示人均寿命不高于 35 岁的时代经营（据历史资料记载及学者考证，中国人历代平均寿命为，夏商时期不超过 18 岁、周秦约为 20 岁、两汉 22 岁、唐代 27 岁、宋代 30 岁、清代 33 岁、民国 35 岁，中国之外的地区也好不到哪儿去），这家寿险公司的精算模型里，客户领取生存险和医疗支出的时间会如何假设？

当上世纪 40 到 60 年代，抗生素被发明后，短短几十年时间里，平均寿命迅速提升到七八十岁。面临这个突变，面临更长的存活时间和更多的医疗费用，这家寿险公司会如何呢？

保险公司的利润来源，无外乎费差、死差和利差。寿险的费差和死差，严重依赖模型采用的对人均寿命和医疗支出的取值。然而，未来 5 年、10 年或者在你的投资生命周期里，会不会有类似抗生素的黑科技诞生，从而使保险公司精算模型里人均寿命和医疗支出采值错的离谱呢？

如果没有，今天预计的利润，就真是利润。如果有，可能腰斩八次郎重现江湖。极端看，现存的寿险公司，很可能只是一个旁氏，最终的费差和死差究竟比保险公司模型预期的高还是低？管它的呢，今朝有酒今朝醉，我死之后任它洪水滔天，到时再说吧！

除了费差和死差之外，与利差有关的通胀和利率水平可预测吗？下图是过去六十年美国 10 年期国债收益率，代表着市场无风险利率水平。



看来不仅我朝经历过 15%利率的时代，美帝也没好多少。在未来的时间段里，利率和通胀的波动区间，会不会在某段时间里，大幅超过了寿险公司的利率假设，从而使保险公司原本对产品的定价也大错特错，爆出巨大的亏损呢？我不知道。

一旦，死差、费差、利差的一个两个甚至三个环节都出现了意料之外的变化时，别忘了，保险公司可是使用了巨大的杠杆。巨大杠杆条件下，一旦黑天鹅发生，又一个《赌金者》的故事。腰斩八次郎重现江湖的时候，前面赚过多少倍，还有任何意义吗？我不知道。

面对寿险带来的更巨量的浮存金，保险业资深大神沃伦.巴菲特，打了退堂鼓，说“你们的公司过于复杂，我没有足够的自信”。我不太敢确定，通过阅读财报，阅读研报，接触几位保险公司员工或者高管，我就能看懂巴菲特“没有足够自信”的问题？（注意，保险是他的能力圈哦）。

更何况，就算我看懂，我也没机会控制那些浮存金，去叠加我那莫须有的无敌投资能力，让浮存金发挥它的功效。这种情况下，靠什么鼓励自己去购买并持有平安、人寿、新华……呢？如果你恰好是寿险公司的股东，能否分享出你的理由？

我猜想，主要看点是：鉴于我国保险业渗透率偏低，在可预见的将来，因为不断有新保费收入，保险公司现金流不会出问题。而寿险的综合成本费率究竟多高，需要很多年以后才会被证实或证伪，所以，它仿佛一个确定不会破裂的旁氏，越早进去的，收益权越受保障。

这期间，保险公司的股权，很容易成为成长概念，毕竟保费收入有实打实的增长。只要保险公司还有扩张和融资需求，公司就完全有能力且有动力通过模型和会计规则调整及掌控报表利润。有营收增长，有利润增长，不会缺少抛给下一位接盘侠的机会。

而财险，相当于年年被证伪或证实的项目，天然就不适合成为旁氏标的，估值也就起不来。例如纯财险 02328 中国财险，市盈率仅 11 倍。

我猜的对吗？——全文完。写完了我发现，本文可能更适合叫做《排除保险股的思考》。老唐只是分享自己的困惑，请千万不要以本系列文为依据做出投资决策。正好，昨天雪球嘉年华的私募基金交流环节，台上多位大 V 基金经理一致推荐保险。所以，正反观点现在都有了，抉择权在你，结果也将由你自己承受……

相关文章：

对保险股的思考 01

对保险股的思考 02

我最喜欢的股票....

对保险股的思考 03

对保险股的思考 04

第349篇.　　2017.12.14-口水帖

原创　2017-12-14　唐朝　唐书房

昨天，雪球某人发帖质疑老唐坚守 30 倍市盈率的茅台，加仓 80 倍市盈率的腾讯，建议老唐要关注关注投资者心理，不要太过依赖财报。原帖如下：

【致唐朝】三十倍估值坚守茅台，八十倍估值加仓腾讯，放长周期看，可能不会赔钱，但一定会让收益率变得平庸。好公司好价格方能成就好投资。我私毫不怀疑您的财报阅读能力，但对您的投资产易体系，略表质疑。对优点和长处的过于自信就是缺点和不足。用您自己的话说，财报是用来排除企业的，万勿多用。另外，投资者心理是一门学问。你可以轻视它，甚至无视它，但否定不了它的存在。在价值低估时能够坚守乐观，是一种优秀的交易心理表现，在估值大幅跃升、甚至已产生泡沫时继续坚守乐观，则恰好相反。个人看法，善意提醒，不喜勿喷。@唐朝

结果有至少有不下 10 位朋友，或截图或拷贝，或书房或微信转给老唐，问老唐怎么评价。老唐过去看了，本想调侃回复：“咱可不可以先把小学三年级除法学好，再研究投资者心理学那么高大上的东西？从我做起，从明白 31000/700≠80 开始。”

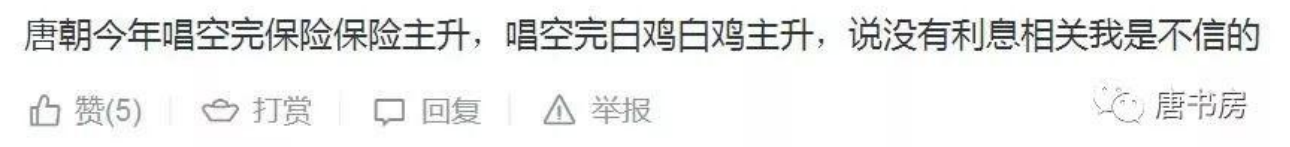
然而见帖主在评论区说，早就读过书房有关腾讯的文章。那想来这个 80 倍市盈率可能不是算术问题。或许是好心，只是危言耸听吓吓不动脑的盲从者吧，也好也好，很有必要。

如此一想，老唐省了调侃，也就灭了多嘴给人科普未来几年净利润和估值的想法，还是继续看我很有前途的 YY 小说去——最近同时看着两本穿越小说，一本明朝穿越《国士》，一本意淫抗日《刺刀 1937》，忙着呢！

结果，今早起床，又有朋友通知我，说方丈参战了，帖子热度爆棚，评论近千，让老唐赶紧去看看。抱着看热闹不嫌事儿大的伟大精神，老唐脸没洗牙没刷，连滚带爬跑去翻了评论。

我滴神也，真长。不过好像谈不上方丈参战，只是球友们自己站队站的热闹。倒是有几条评论，还是让老唐惊出冷汗，庆幸自己还好昨天没回应，还好戒了雪球。

比如有条评论这么写：“唐朝今年唱空完保险保险主升，唱空完白鸡白鸡主升，说没有利益相关我是不信的。”——原帖写的“利息相关”，应该是错别字。说事不对人，不暴露人家 ID 了。



这评论吓人在哪里呢？先不说老唐的发文章说“白云管理层不靠谱”和“我看不懂保险”，算不算“黑”白云机场和保险公司，单看从老唐发文到此人发帖，白鸡也就从 270 亿市值到 295 亿市值，涨幅不足 10%。而保险（拿平安说）甚至还是略微下跌的。这也能扯成“唱空完保险保险主升，唱空完白鸡白鸡主升”。

不过呢，涨跌不重要，这句话还可以有 N 种组合：

1.唐朝今年唱空完保险保险主升，唱空完白鸡白鸡主升，说没有利益相关我是不信的。

2.唐朝今年唱空完保险保险主跌，唱空完白鸡白鸡主跌，说没有利益相关我是不信的。

3.唐朝今年唱空完保险保险主升，唱空完白鸡白鸡主跌，说没有利益相关我是不信的。

4.唐朝今年唱空完保险保险主跌，唱空完白鸡白鸡主升，说没有利益相关我是不信的。

5.唐朝今年唱空完保险保险不涨，唱空完白鸡白鸡主升，说没有利益相关我是不信的。

6.……

总之，千言万语一句话，总有刁民要害朕，我赔钱的责任主要在某大 V。这种 loser 思维，从来不缺喝彩的。跟这种人无脑族聊事儿，只会让他把你拉低到他的境界，然后用他娴熟的经验拖垮你。

其他诸如什么都是卖书的、合伙炒作；都是卖书的、同业相轻；卖书和卖淫没有本质区别；为了收割粉丝，共同制造热点；作为大 V，有接受群众批判的义务……等等之类的评论，让老唐哭笑不得。只能说幸好昨天没搭话，否则老唐这性子，说不准又化身战斗喷，施展川骂神功污染屏幕了。

幸好戒了雪球，要不，要耽误咱看好几百页意淫小说。要说这当事人都不在现场，仅围观群众都能评论近千，我也是服了。当然，围观群众里也有很多理性的声音，感谢你们。因为不想参与，所以也就不回复你们了，有事儿书房聊。谢谢。

倒是有必要很认真地回致原帖主：第一次，你发帖说老唐的主页是投资+卖书，我回帖解释了；第二次我发帖《生人勿近雅戈尔》，你赶工到半夜，针锋相对回帖《熟人应近雅戈尔》，我没回应你；这是第三次。常言说事不过三，下次咱换个目标，致致别人，好吗？

老唐不想“被”炒作。我还有好多意淫小说、肥皂电视要追，时间很紧的。真有话憋不住，你直接书房留言即可。虽然你从没留过一句言，但我知道你在书房，能看见这段话的，谢谢。

另外，回复一下一大堆问老唐加没加腾讯，跑没跑国投的朋友，你们一定是新来的。老唐这种懒人，正如《三年三倍的背后》一文坦白的一样，不算同一家公司的搬砖行为，三年总变动仓位也没超过 30%。每次变动，对我来说，都是珍贵+重要+深思熟虑的，不会一夜之间改主意的。

截止 2017 年 12 月 14 日中午 12 点，持仓比例如下：茅台 40%+，国投 15%+，腾讯 14%-，民生 H7%-，招行 H5%-，洋河 6%-，信立泰 5%-，双汇 4%-，海康 2%-，古井 B2%+，粤高速 B1%+，观察仓宋城不计。

再回复问可转债打新的。没人想到（包括老唐）市场情绪如此急转直下，可转债信用打新被迅速玩坏。原本送钱的游戏，开始需要思考了。既然白捡钱的状态不在，老唐自宁波银行转债中签之后，就没继续申购了。

这两日争议比较大的是蓝思，我前天是这样回复一位书房读者提问的，昨天虽然正股暴跌，但我的观点没变，供各位参考。



期望各位不要再提这个问题了，答案统一是：自己了解的公司转债以及溢价率低的还可以申购，其他的不建议参与。因为原本申购的逻辑是有傻蛋接盘，现在傻蛋不在了，你再去就只能做他们的板凳。同样道理，今天的新股申购也是冲着傻蛋去的。若有朝一日，新股上市破发，无脑申购也要改。与时俱进吧，各位！

听说收打赏能发家致富？

第350篇.　　2017.12.16-入坑，一个白骨累累的深坑

原创　2017-12-16　唐朝　唐书房

上周，除了加仓腾讯的资金外，还另外收到一笔钱（别猜了，就是版税和房租）。想办法捣腾成港币，买进了约 1%+的张裕 B。没提前说，因为 B 股成交量实在太小，很艰难才完成买入。不过呢，说点伤心事让大家高兴一下：虽然老唐瞅了有些日子，然而由于资金到位时间的原因，我的平均买入价格，比周五收盘价高。

张裕 B，算是个名坑了，埋葬过无数“价值投资者”。股价从 2012 年的 60 多元港币高点，一直下跌到 2014 年的 14 元多港币，三年跌去约 3/4。然后再盘三年，目前也就 19 港币，依然只有高点的 1/3；

对应的 A 股张裕 A，同样从 80 多元跌至 20 元多元，同样是三年跌去约 3/4，然后再盘三年，现在也就 36 元，不到高点的 1/2。

股价暴跌的背后，一方面是企业净利润腰斩，从 2011 年财报的 19 亿多，下挫到 2014 年的 9 亿多；另一方面是市盈率腰斩，从 22 倍左右跌到 11 倍左右。50%×50%=25%，典型的戴维斯双杀，公司市值就这样不见了 3/4。

那么，现在为什么老唐要跳进去呢，会不会为冢中再添一具白骨呢？下面聊聊老唐的大致观点——本周末我家领导有好朋友到成都，本小喽啰要负责陪同，本文是周五晚上匆匆忙忙码出来的，暂时先说个轮廓吧！

聊之前，一定要特意强调：老唐不懂红酒，截止目前仍然不喜欢喝红酒，主要是不习惯酸涩的单宁口感，反而是低端红酒偏甜的口感还勉强能接受。本文更多的是财务数据的初探以及一些极为肤浅的认识，码出来一者整理自己的思维，二者也抛砖引玉，希望接受内行的批评，发现自己思维的盲点。所以，请千

万不要轻率参照本文观点做出投资决策。切切！

我国葡萄酒行业在2012年前，是高速发展的。据券商研报数据，1999年到2012年，行业收入年平均增速高达22%,利润总额年平均增速达到26%。2012年,行业整体利润增速更是创下历史新高,达到了52.4%。和白酒寒冬一样，在2013年反三公大环境变化下，葡萄酒行业转入低迷。

但是，老唐认为，人们对陶醉感的追求是永远不会消失。烈酒、葡萄酒、啤酒各有各的饮用场景，谁也无法完全替代谁。这三种主流酒水中，目前葡萄酒给人的“感觉”最好。各类消费者调查都能显示，消费者在谈及葡萄酒时，往往将其和高雅、健康、养颜、防衰老、情调等多种正面词汇联接在一起。反而是白酒和啤酒，常常激发一些负面词汇。

根据2017年天猫消费数据报告，葡萄酒是仅次于白酒的线上酒水第二大品类。在中国这样一个广大的市场里，该品类遥遥领先的龙头企业，市值居然仅仅110亿（以B股价格计算）。

以2016年葡萄酒消费数据看，全球平均年人均葡萄酒消费量是3.3升/人，而中国是1.6升/人。当然，并不是说偏低就一定会向全球平均水平靠拢，只是说可能有增长空间。按照业内专家的说法，2020年，中国将超越英国，成为仅次于美国的全球第二大葡萄酒消费市场——这种推测，姑妄听之。

然而，葡萄酒终究是舶来品，人们的心智当中，对进口葡萄酒的认可度相对更高。所以，这几年进口葡萄酒增长迅猛,在中国葡萄酒总销量里占比越来越高,从2008年的约14%,已经上升到2016年的约39%。

这当中，葡萄酒进口关税的不断降低乃至归零，起到了推波助澜作用。目前，新西兰、智利葡萄酒进口关税已经降为0%，澳大利亚葡萄酒从2017年1月1日起，降为5.6%，到2019年要降低为0%。

国产葡萄酒和进口葡萄酒已经算是同场竞技了。相对而言，国产葡萄酒是处于弱势的。消费者更认同洋葡萄酒，事实上，葡萄种植和葡萄酒酿造，中国酒企（包括龙头企业张裕），在经验和水平上的确还有不小的差距。

这也是张裕股价低迷的重要原因：进口葡萄酒在心智和品质上，都有先天优势。即便未来中国葡萄酒消费量上升，张裕在其中又能分到多少羹呢？令人担忧。那么，为何老唐又选择此刻扎进去呢？

首先，葡萄酒这个行业，产业链比较长。包括上游的葡萄种植，中游的葡萄酒酿造，下游的葡萄酒销售。绝大部分资本是不愿意参与上游的。因为赚钱来的慢，不仅资金投入量大，而且还要等得起。

酿酒葡萄树，寿命约60年。但种下去前3年所产葡萄不能用于酿酒；前10年以内，葡萄根系扎入土壤还不够深，所酿之酒，品质一般；其后30年才是是葡萄树的高产期；到40年之后，葡萄产量降低但品质提升；50年之后的葡萄树，便可称之为老藤了，所产葡萄是酿出高品质葡萄酒的绝佳材料。倒是和浓香白酒的酒窖有异曲同工之妙。

对于中国这样一个高速发展的经济体，你说要资本投入10年后才能考虑见效益，恐怕很难有资本进入。毕竟10年，台上老大是谁，体制会如何演化，土地所有权或租用权会怎么变，大家心里或多或少还是有点忐忑的。

这一条就决定了绝大部分市场参与者，或采用收购葡萄酿酒，或者干脆就直接购买（进口）散酒灌瓶销售的模式，或代理境外瓶装酒在中国境内的销售。都是快钱。

采用收购葡萄酿酒，注定了原料品质和来源无法保证，企业不可能将大笔资金用于渠道和品牌宣传，因而这部分企业天然做不大，对市场领先者很难构成实质威胁。

而进口散酒或者瓶装酒，可以依赖的主要是销售能力和渠道。国内葡萄酒企业，有谁的销售能力和渠

道，能和张裕比呢？张裕的市场占有率 10%，遥遥领先其他红酒企业。老二长城不到 5%的市占率，老三威龙不到 2%，老四中葡不到 1%。曾经名噪一时的“DYNASTY 王朝”，2012 年至今连亏 5 年（股票也停牌近 5 年），已经没落到拍卖家当度日了。

因而，当张裕也开始搞进口酒的时候，进口酒酒质高于国产酒就不再是缺点，反而可能成为优点。

回顾一下本轮调整前后，公司年报里关于销售计划和战略的表述

	计划营收	实际营收	归母净利	战略表述
2011	>58 亿	60.3 亿	19.1 亿	以葡萄酒为主，多酒种全面发展
2012	>66 亿	56.4 亿	17 亿	以葡萄酒为主、多酒种全面发展，以中高档产品为主，高中低全面推进
2013	>60 亿	43 亿	10.5 亿	稳步发展中高档葡萄酒，大力发展低档葡萄酒、白兰地以及自有品牌进口酒
2014	>46 亿	42 亿	9.8 亿	同去年+在努力促进原有中高档葡萄酒发展的同时，将营销资源向适应市场需求的中低档葡萄酒、白兰地以及自有品牌进口酒进行了适当倾斜
2015	>44 亿	46.5 亿	10.3 亿	同去年
2016	>46 亿	47.2 亿	9.8 亿	以葡萄酒为主、多酒种全面发展
2017	>49 亿	*49 亿	*10 亿	坚持“以葡萄酒为主，多酒种全面发展”的战略不动摇

*预计数。前三季度 38 亿，净利润 8.2 亿。其中第三季度营收增长 2%，净利润和扣非净利润增幅均超过 12%。

唐书房

上表可见几个细节：

①2013 年和 2014 年两年，面临反三公带来的中高端市场低迷，公司营业收入大幅下滑，企业管理层明显手忙脚乱，不得不将原有战略进行修正，加强低档酒销售。

②在进口酒的无情压力下，公司自 2013 年放弃抵抗，也参与到抢夺进口酒红利的生意中来。过去三年，张裕在国际上不断的大手笔投资和收购酒庄，就是意图用张裕的品牌和销售渠道，将海外优质葡萄酒生产能力嫁接到中国市场来；

③2015 年和 2016 年，销售收入高于 2013 和 2014 年，但净利润持平，公司从成本和销售费用上增加了投入；

④从 2015 年起，公司已经连续三年回到原战略定位，显示公司已经度过危机，稳住了阵脚。销售数字也能看见稳步攀升迹象；

⑤公司净利润率一直保持较高水平，即便给集团每年缴纳 2%的商标使用费后，公司净利润率也始终高于 20%，（2016 年葡萄酒行业整体净利润率仅约 6%），证明公司产品在消费者心目中仍然显著的品牌溢价。

再看一张表

	葡萄酒销量	白兰地销量	葡萄酒营收	白兰地营收	葡萄酒毛利率	白兰地毛利率
2011	89541	42414	49.7	7.6	79%	62%
2012	81677	40469	45.5	8.6	79%	63%
2013	67978	37713	33.3	8.2	71%	63%
2014	71854	37462	32	8.1	68%	65%
2015	86318	40074	36.6	8.8	69%	65%
2016	98958	40171	37	9.1	68%	65%

唐书房

这张表，能够很清楚地看见，公司产品从 2014 年开始，销售量已经开始企稳回升了。但 2015、2016 和 2014 年不同的是，2014 年是在毛利率降低状态下的增量，而 2015 和 2016 则是维持毛利率基本不变的情况下，出现量的“显著”增长。

这种量的显著增长，说明公司已经走出原有客户群，开始获得新客户的青睐了。而且很有趣的是，这些客户和 2011 年顶峰时期的客户不是同一个消费群，最直接的证据，就是看均价。

2011 年销售 8.95 万吨葡萄酒，营收 49.7 亿，不含税出厂吨价 5.55 万元。而到了 2016 年，吨价降低为 3.75 万元左右。消费群体下移了；而白兰地，则走出来相反的轨迹。2011 年，吨价约 1.8 万，到 2016 年，吨价变成约 2.27 万元，消费群体上移了。

从这组数据中，我们可以窥探出，张裕和茅台一样，已经走出了反三公的阵痛，完成了消费者群体的转换。实际上，这也是中国葡萄酒行业的现实转换，过去对价格不敏感的消费群体消失了，整体行业从高端下移，进入日常饮用档次。

根据发改委的统计数据，我国 36 个大中城市中低档干红葡萄酒，2017 年前三季度平均价格为 74 元/瓶（750ml），主流价位在 40~120 元之间，这也恰好是张裕主力产品的定价区间。据说卖最好的是张裕解百纳 1937 纪念版，价格约 100 元，好奇的朋友可以买来品品。张裕解百纳可是全球累计销售 4.6 亿瓶，排名世界第一的大单品哦，质量应该还是靠得住的。

当然，进口葡萄酒也是瞄准这个区间的，据海关总署数据，2015 年至今，中国进口葡萄酒的平均单价稳定在 4600 美元/千升水平，折合人民币 23 元/瓶（750ml），和张裕葡萄酒价格区间基本重合（2016 年张裕葡萄酒吨价 3.75 万，折合单瓶约 27 元）。

不过呢，由于国内厂家和经销商普遍规模较小，无法对品牌建设做大量投资，海外品牌又不熟悉中国市场和中国文化，不敢贸然为新市场投入大量资金。即便是海外大型品牌商，由于葡萄酒在全球市场的集中度都比较低，全球前十大葡萄酒公司 2016 年合计的市场占有率也只有 13.3%，任何一家公司都很难下决心将巨额资金和人力，投入到一个不熟悉的新兴市场去。

此时，拥有品牌美誉度和良好渠道的本土龙头，完全可能会是海外酒商首选合作对象。老唐个人认为，不管是引入海外原酒生产，还是直接代理海外瓶装酒，张裕及张裕的渠道，都是可以大有作为的。进口酒不仅有竞争，也可以有合作。

再来看一张图



这是一张张裕的营收和净利润图，图中我们可以看见，危机后的这几年，张裕的净利润非常稳定，保持在 10 亿左右，而营收在 2015 和 2016 年已经开始缓慢增长。

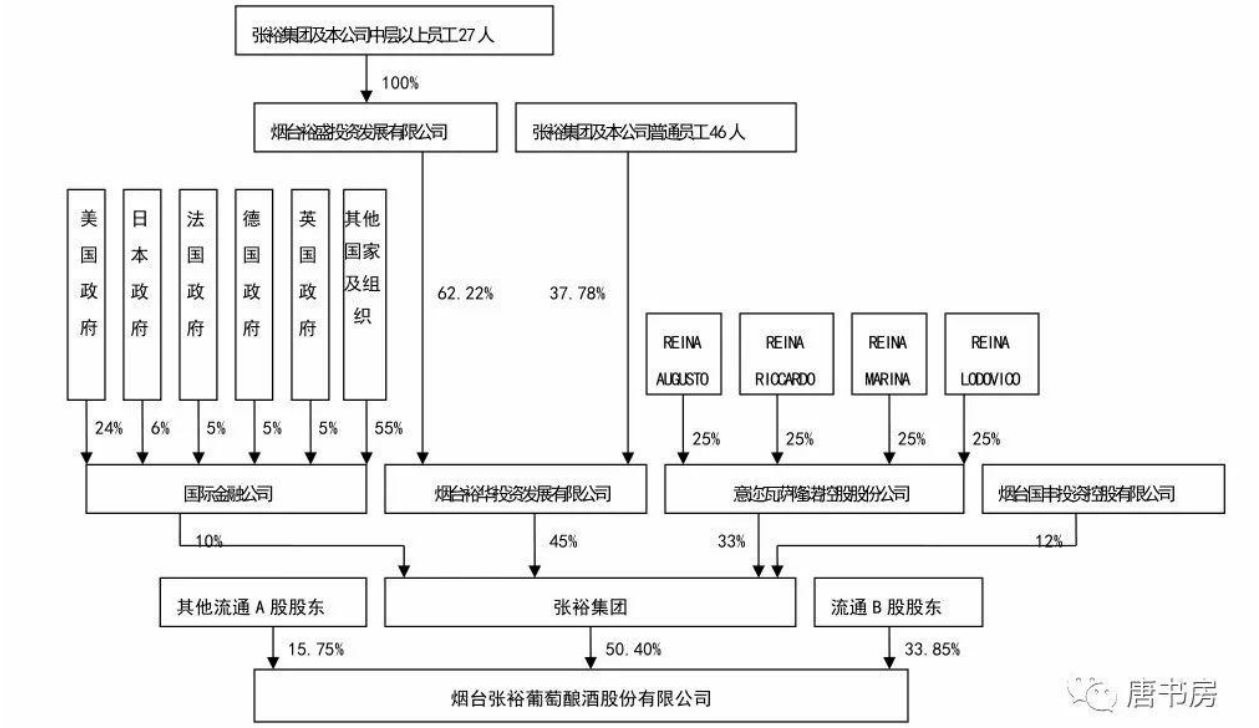
现在，张裕 B 股价约 19 港币，折合人民币不到 16.2 元，按照总股本 6.85 亿计算，市值 110 亿人民币，对应 10 亿左右净利润，市盈率 11 倍。

张裕的资产负债表非常干净简单。以三季报为例，可以简化为货币类资产 22 亿，经营类资产 99 亿，资产合计 121 亿，有息负债约 9 亿，主要部分是去年底披露的 6 亿 3.48%~3.92%利率的贷款，估计是带有支农性质的补贴类贷款，这种款项，贷出来做理财都超值。

经营上很健康，年 50 亿左右销售，有两三亿应收账款，有几乎同等数量的预收款，当做两抵。应收款主要是各大型商超账期，回收基本没有问题。2006 年~2016 年，净利润总和 121 亿，经营活动现金流金额 118 亿，基本吻合，利润含金量十足。

再看分红，过去 4 年，现金分红率一直保持在当年净利润的 1/3 左右，年分现金 3 亿多，相对于现在 110 亿市值而言，分红率约 3%。

公司股权结构均衡，如下图。



公司总股本 6.85 亿股，其中 A 股 4.53 亿股，B 股 2.52 亿股。公司大股东张裕集团，由公司管理层及核心员工 73 人持股 45%，外资企业持股 33%，国际金融公司（支农性质）持股 10%，国资持有 12%，整体力量均衡。

包括董事会也是如此，13 名董事，中方 5 名，外资 4 名（3 名意大利人，一名代表国际金融公司的华人），独立董事 4 名（3 名会计师，一名律师）。治理结构基本令人放心。

综上所述，张裕 B 是中国葡萄酒行业龙头，在最恶劣的环境里，年净利润也能做到 10 亿左右，产品毛利率 66%，净利率超过 20%，销售基本 100%收回真金白银；目前经营情况有明显向好迹象，行业前景看好；管理层和核心员工与股东在同一条船上，公司股权结构合理，内部治理基本靠谱；当前股息率约 3%，估值 110 亿，低估，值得买入。

第351篇.　　2017.12.19-投资应该操心的核心问题

原创　2017-12-19　唐朝　唐书房

前几天的《口水贴》里，提到方丈参战、引爆热帖的回复，其中一句“操心别人挣钱亏钱，没有任何效益”引发老唐想到个问题：**投资者在市场里生存，该操心的核心问题是什么？**

每天都有人操心涨跌停板、天量地量，每天都有人关心大盘牛熊、世界经济，每天都有无数的媒体大V讨论某题材的风生水起，每天都有人开心于今天赚了5%或痛苦于割了3%……这无数的参与者，构成了资本市场热闹非凡的大舞台。

然而，这些通通是“没有任何效益”的操心。将时间投入到这些涨涨跌跌之中，是对生命的浪费，对智慧的侮辱，对家庭的不负责。在老唐看来，一个人进入股市，只要真正想清楚以下四个问题，就完全可以彻底摆脱亏损，剩下的只有赚多和赚少的区别：

第一，首先要明白，货币是一种财富，但却是最糟糕的财富。

除非迫不得已，否则绝不能让我们用劳动（体力劳动或智力劳动）辛苦换来的财富，以货币形式存在。原因很简单，货币本身（无论是纸质的还是电子的），不产生任何价值，且每天24小时1440分钟86400秒都有人不停的从你的账户上偷走它。

这个应该不难理解。以我朝为例，仅本世纪内，货币总量（M2）就从2000年初的11.99万亿，扩张到2016年底的155万亿。这个扩张100%确定会陪伴你我一生，原因复杂，与本文无关，不扯也罢。

货币只是我们交换投资品的中介。在《散打投资1》里老唐介绍过，投资品分为三大类：现金等价物（存款、货币基金、债券等）、自身不产生收入的投机品（黄金、艺术品、收藏品、古董等）、以及具有生产力的资产。**投资者需要建立的第一个重要观念就是：不要老想着落袋为安，将资产换成现金等价物。相反，应该尽最大努力，降低持有现金等价物的数量。**

无论是逻辑推理，还是历史数据，都已证明了股权的长期回报率优于现金等价物。股权作为公司偿付完全部债务后的剩余价值清算权凭证，在利益保障上比债权靠后，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原因。

无数严谨的学术研究，证明过股权的回报率远高于债权，全球均是如此。1900到2000的百年间，无论是在两次世界大战中战败的德意志、置身事外的美利坚，或是其他国家，1元钱投资股权和投资债券，百年后财富差异都大的吓人。例如德国，这差异是10434.9/14.5，美国是18630/103.4。如果要想更真切的感受这个结论，可以看看伦敦商学院出版的《投资收益百年史》或者杰.西格尔教授的名著《股市长线法宝》和《投资者的未来》。

理解了这点，你自然就会远离那些似是而非的投资顺口溜，例如什么“现金为王、落袋为安”、“会买的是徒弟，会卖的师傅”等等，也就更容易理解大师所言“我喜欢的持股期限是永远”。

第二，放弃对股市短期波动的考虑，着眼于长期回报的思考。

无数顶级大师用他们的智慧和实践，已经给你我证明了资本市场短期价格波动是无规则布朗运动。数百年来，没有任何可信证据，证明资本市场里有人依靠掌握价格短期波动秘密成为巨富。

事实上，头脑风暴一下，很容易想通此事的荒谬：如果一个人能发现短期价格波动的秘诀，那么全球股市、期市、汇市就会成为他的提款机。以 1 万美金起步，一天哪怕只赚 3%，691 天后，财富值就可以超过 2016 年全球 GDP 总和，可以买下全球 70 亿人一年产出的全部商品和服务。这么荒诞的事情，越努力只会越悲伤。戒了它，你就成功了一半。

如果依赖对历史价格数据的观察、学习、统计和计算能够获利，那运算能力无比巨大的阿尔法狗和阿尔法零，就不需要去通过围棋证明自己。这世界有什么地方的数据量能比资本市场价格数据更大更详细？有什么地方数据能够这样直接干脆地产生利润？明白这个，我们就要**将短线炒作获利视同制造永动机，放弃快速致富的“邪念”。**

股市不能解决你明天买肾叉的问题，不能解决你下半年换车的问题，甚至也不能解决你明年买房的问题。如果你是上帝赐光、活佛摩顶、观音加持的幸运儿，去赌场或者买彩票兑现速度更快。反之，**长期年化收益率还是寄托在 10%~25%之间比较现实。**

这个收益率下，股市真正的作用，是解决你入市二三十年后的问题。比如你今年 30 岁，有 30 万本金，每年还能从工资奖金等其他收入中再拿出 3 万投入股市，财富变化将会如下表：

30 岁 30 万	参照回报 4%	10%	15%	20%	25%
40 岁	77 万	122 万	179 万	260 万	376 万
50 岁	152 万	370 万	795 万	1707 万	3628 万
60 岁	262 万	1014 万	3288 万	1.1 亿	3.4 亿
70 岁	426 万	2682 万	1.3 亿	6.6 亿	31.6 亿
80 岁	668 万	7010 万	5.4 亿	40.9 亿	294.3 亿
90 岁	1026 万	1.8 亿	21.9 亿	253.6 亿	2741 亿
100 岁	1557 万	4.7 亿	88.7 亿	1570 亿	25[illegible] 亿

对照这张表，再看看巴菲特身家 854 亿美元，看看巴菲特的年龄 87 岁。什么感觉？似乎也没有那么高不可攀，对吧？

明白了这张表，也就明白了巴菲特被问到“你的投资体系这么简单，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？”时给的答案：“因为没人愿意慢慢地变富”。

慢慢来比较快梁静茹-情歌没有告诉你

第三，理解决定投资回报率的两大因素。

除了现金等价物以外，我们可以投资的还有两大类：具**有生产力的资产和自身不产生收入的投机品。前者由资产本身产生的收入大小和市场情绪两者共同决定价格，后者则仅由市场情绪决定。**

市场情绪是市场数以万计的参与者情绪叠加结果。每个人都影响这个叠加结果，同时又被这个叠加结果所影响，构成一个**无解死循环**。同床共枕的爱人或者血脉相连的儿女，我们都很难保证随时猜中他们想什么，更别说千千万万陌生人了。

牛顿那句著名的“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（唱）……

情绪这东西，波动幅度很难确定，但有一点却是可以确定的：它会如钟摆一样，周期性地从这边摆向

那边，中点就是市场无风险回报率。

所谓无风险回报率，通常我们用政局稳定国家的长期国债利率水平确定（例如 10 年期国债）。当前我国 10 年期国债利率水平大约是 4%。4%的收益率换成习惯估值术语就是 25 倍市盈率（收益率=收入/本金，市盈率=1/收益率）。

当人们情绪乐观的时候，会看好国家经济，高估企业未来所能赚到的利润，就会给出高于 25 倍市盈率的估值。

此出价代表着金主的发言：某股权虽然今年只产生 3 元净利润，但是，由于预期企业盈利能力会变得更好，明年会赚 5 元，后年会赚 7 元，总和下来比每年 4 元的国债收入高。因此，值得我支付 100 元甚至更高的价格去买。

反之，情绪悲观的时候，对于赚 4 元的股权，有可能只愿意花 50 元去买，因为认为它明年后年连 4 元也赚不到。

这就是市场规律，不深奥也不简单，既有确定性也有难以预测环节。**难以预测的是钟摆的两个高点究竟能偏离中点多远，可以确定的是钟摆一定会再次经过中点**。

在千年不变的恐惧和贪婪下，市场情绪总是周而复始的摆来摆去，因此，**企业盈利水平就成了驱动投资回报率长期变化的决定性因素。**

被巴菲特誉为西海岸哲学家的查理.芒格说过：**从长期看来，一只股票的回报率与企业发展息息相关。如果一家企业 40 年的净资产收益率（Roe）一直是 6%，那 40 年后你的年化收益率不会和 6%有什么区别，即使当初你买的是便宜货。如果企业的净资产收益率一直是 18%，即使你当时出价较高，其回报依然会让你满意。**

这段话，有点反直觉，似乎买价高低，与回报关系不大，与许多知名投资者强调的“关键是买的便宜”，有巨大的冲突。

正好，雪球编程浪子兄上个月列表算过一笔细账，数据计算的结论是：**投资时间越长，Roe 的影响权重越大，估值变化影响权重越小，收益越接近 Roe。基本上 40 年后，估值变化的影响就忽略不计了，收益大约等于 Roe。**老查理没骗人，数据推算比直觉靠谱。具体数据，感兴趣的朋友可以上雪球搜索@编程浪子的《要质量还是要便宜？》一文。

在对和贵之间，如何选，给谁更多权重？这是价值投资群体争论比较厉害的话题。截止目前，老唐个人的看法，更偏向于**首先考虑是否买对，其次才是考虑是否买贵。选择对错是生死问题，而便宜贵贱却可以被时间治愈。**

在这种考虑之下，公司实际上可以用好坏和贵贱分出一个九宫格：

	便宜	昂贵	分不清
好公司	1	2	3
看不懂	4	5	6
烂公司	7	8	9

总体来说，好公司+便宜的 1 类是印钞机，2 和 3 是备选印钞机。456 是学习对象，89 一脚踢开，7 是争议比较大的投资领域，老唐个人建议尽量不碰。

什么是好公司呢？企业未来会继续赚到更多钱的公司就是好公司，它也可以分为两大类：①历史数据很赚钱，未来照样会很赚钱；②历史数据虽然不赚钱，但未来会很赚钱。鉴于研判未来难度相对较高，我个人更偏向**从历史数据很赚钱的公司当中寻找投资对象。**

说到这儿，安利个挺好用的看历史数据的小工具。雪球大 V@骑行夜幕的统计客介绍给我的，说是他研发的。不用下载，长按二维码扫码关注微信公众号“九斗数据”即可使用。

好用在哪儿呢？比如我进去以后，输入我想看的股票名称“信立泰”后，出现这个页面



点击最下面一行的 PE，与上面的不同时间搭配，就可以看到所选时间段里该股的市盈率历史运行区间和中值。其他 pb、ps、营收增速、净利增速都是这么用。记得有过好多朋友留言问过我，历史 pe，pb 等数据在哪里去查，这下有人帮你汇总好了。

又比如，点击“资金面”，可以看到该股股息率数据、历年分红数据及内部人增持减持细节等等，比



如

其他还有技术面、消息面以及他给公司做的等级评定，什么北斗七星、六星高照、五星上将什么的，有兴趣的朋友自己摸索吧！

第四，考虑集中度。

前面三条解决的是①持股还是持币？②长期还是短期？③关注好公司还是烂公司？合起来就是投资建议：**“长期持有高 Roe 公司的股票”。**那么，究竟是集中买几家甚至一家好公司股票，还是分散购买多家好公司股票呢？对于这个问题，老唐的建议比较简单：**从分散入手，逐步集中。**

此话怎讲呢？**极度的分散就是指数投资。**购买沪深 300 指数基金，相当于将沪深股市里公认的好公司一网打尽。每年的指数成分股调整，就是专家帮我们优胜劣汰的过程，保证我们始终持有市场里 Roe 领先的企业。因此，长期来看，我们的收益率自然也就是市场领先了（投资收益率无限靠近 roe）。这叫做从分散入手。

如果再配合**“高估值时少买，低估值时多买”**手法，想不赚钱也难。高估值少买，低估值多买，有**两种实现手段：**一种是关注指数估值，划定一个范围，例如 15 倍 pe 以下多买，30 倍 pe 以上少买；另一种是选择定额定投，坚持固定时间、固定金额买入。金额固定，天然做到了贵时少买、便宜时多买。时间固定，则抗拒了市场干扰，克服了恐惧和贪婪。

那么什么又叫逐步集中呢？在投资指数基金的期间，我们还可以研究企业。还记得上面那张 30 岁 30 万的财富表格吗？年化收益提高 5 个点，财富差异会大到令人吃惊，这是高薪学习啊！与之相比，完全值得你从目前一个月几千几万薪水的岗位上，匀一点时间过来。

通过阅读财报、阅读研报，思考和分析，当我们认为自己能够基本看懂某家企业，且价格合适时，我

们就可以在指数基金之外，适当增加部分资金投入，单独购买该企业。如果我们日拱一卒，每年能看懂一家企业，集中度慢慢就会增加，就会逐步从分散到集中。

什么叫看懂呢？

摘抄《看得懂与看不懂》原文，当你能够回答下面四个问题时，就代表看懂了这家企业：

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）

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？

持股还是持币？做长期规划还是短期打算？关注好公司成长还是烂公司炒作？集中持有还是分散多家？这就是老唐心中真正有操心价值的投资“大”问题。别去操心其他没用的问题，你就已经赢在了起跑线。将这四大问题想清楚，剩下的不过就是快乐阅读，享受生活，轻松等待，愉快变富，变的很富，forever……

第352篇.　　2017.12.21-唐书房交流和使用注意事项

原创　2017-12-21　唐朝　唐书房

八月初发过一次书房使用指南，但最近有大量新朋友加入，同时，也有些新情况需要补充说明，增加提示一些内容。

第一，关于书房文章转发雪球的问题。

最近几天，老唐发现有多位读者将书房文章转发到雪球。非常感谢转发的朋友都标注了作者唐朝。但是，就我个人而言，不太希望这类事情发生。其实很容易理解，我自己有雪球账户，如果我想发，自己会同步过去，甚至雪球还给了同步工具，不用什么操作，就可搞定同步发布。

不愿意发过去，倒不是对雪球有啥不满，老唐一直认为雪球是个非常棒的平台。只是呢，书房相对私密，关注者主要是志同道合者，老唐码字的尺度相对宽松。而且老唐写东西的特点，早就被朋友们总结过了，八个字“简单粗暴、通俗易懂”，我喜欢对就对的清清楚楚，错也错的明明白白，没打算装神，所以历来不喜欢用模模糊糊的表述，不喜欢说模棱两可的话。

这样的文章转发到公共论坛后，难免被某些人认为狂妄、极端、偏激、原教旨、不会一分为二看问题等等（似乎很多人喜欢列出一堆利好，一堆利空，然后没结论的文章？真奇怪），各种无脑的、难听的评论少不了——当然，理智和中肯的评论还是大多数。

林子大了，什么人都有。某些人不仅可能因为阅读理解能力问题，将你所码文字断章取义理解，或者根本就是没有经过思考就直接下注，一旦短期股价有波动（这不可避免），甚至老唐判断有误（这同样不可避免），各种阴谋论的猜想甚至完全是谩骂，就赤裸裸地展示出来了。过去一周，融创持续大跌，个股下面的评论已经不忍卒读，无论当事人表面怎么轻松，我相信心中不会完全无感。

老唐不想获得这样的待遇。我不发基金，不代客理财，不搞收费群，对我而言，名气和热度没什么价值。或许，以前或多或少还有些卖书的虚荣在里面，但《手把手教你读财报》出版三年时间，仅纸质书就已经 17 次加印，印量 24 万册，在财务类的小众书籍中，也算小奇迹了。毕竟，这是老唐拒绝了所有的媒体采访，拒绝了出版社安排的多种公开活动，可以说是仅靠口碑相传获得的成绩，足够老唐臭屁了。

我只是单纯的喜欢写东西，喜欢找个愉快而平静的环境，高高兴兴地整理整理自己的思维，如果顺便还能或多或少地帮助到一部分人，老唐已经很开心了。我现在挺喜欢书房这个环境的，我也相信只要关注了书房的朋友，也是喜欢现在这个状态的，那就让我们共同维护它

所以，老唐个人建议最好不要将书房文章转发雪球。当然，你真转发了，我也没有任何措施可以应对。至于其他论坛或者公众号、朋友圈什么的，老唐没混过，不会接触到，你随便发。版权不版权的，不重要，发上网本就是打算免费分享的。

但不管雪球还是其他地方，如果有骂老唐的，或者有其他负面评论，让他们骂就是了，烦请一定**不要**截图或者拷贝发给我。老唐是个普通的不能再普通的人，境界不够高，胸怀不够坦荡，心情是一定会受影响的，甚至有可能会参与到无聊的口水战中去浪费生命。

第二，关于付费服务的问题。

经常有朋友在后台发信息，希望能够让老唐帮忙看某某公司的财报，或者帮忙解答某个问题，并声明愿意付费。这表达的是一种认可，老唐深表感谢。但是还请见谅，老唐不接这种业务，过去没有，今天没有，未来也不会有。

老唐码字，是率性而为，是瞬间激情行为，是有话要说的冲动。自己看到想到了，愿意写出来与大家分享，无论是听一声叫好，还是被扔几个钢镚，或者被指出无知，我都会觉得很高兴。但若要我为钱做事，我会丧失乐趣的。没了乐趣，内心就会有意无意的回避，很可能慢慢的就会失去激情。还请体谅！

当我有时间、有动力的时候，我会再发帖让大家点杀的，届时只需投票参与即可，一分钱都不用花。只是最近房子装修进入尾声，挑选和购买家具、软装以及各类小零碎，挺占时间的，估计短期内不会有点杀活动。

对于提问，老唐自认是个有耐心的热心人，无论是熟悉的朋友，还是陌生 ID，提出的问题，只要我看见，且有能力回答，一般我都会随手回答了。这一点，我相信新老朋友们应该都有体会。

然而，仍然有以下几种提问，可能会被忽略：①没看见的。毕竟书房有数万关注者，消息留言非常多，且公众号消息留言并不是像私人微信那样会自己弹出，只是在老唐登录后台的时候，才能看见。有可能你的信息或留言被淹没大量信息和留言里了；

②涉及到贬损其他大 V 小 V 的。无论你说的是对是错，无论该 V 跟我熟或不熟，咱尽量遵循不在背后说人小话的原则，老唐很可能会假装不在；

③涉及到个人隐私的。例如询问老唐住哪个小区，目前股票市值多少，多少钱开始做投资的，儿子读哪座大学，能不能一起吃个饭…… 如此等等。希望大家体谅，网络世界纷繁复杂，老唐就是一个平平凡凡的中年胖子宅，没多少钱，人也不帅，没打算站在聚光灯下名动江湖，所以呢，这些信息，尽量就不要问了，当做一种社交礼貌吧！

④带着居高临下的质问口吻来的。老唐经常会犯错，也没有掩盖自己错误的习惯，有错认错，并感谢提出错误的朋友。但某些人心中似乎存有一种情绪“你老唐已经是出书的人了，居然能犯 XXX 之类的弱智

错误，太可耻了!”!! 于是，瞬间化身伟光正，代表人民代表正义，质问老唐为何犯下如此对不起人民对不起党的错误！这种人很可能还觉得自己是爱护老唐的铁粉，但坦率说，老唐消受不起，一般会选择灰溜溜尿遁；

⑤完全没有感恩之心的。有些人的行为非常费解，似乎关注了书房，就是老唐的莫大荣耀了？于是你答过一个问题，接着再扔来一个问题，连续不断的抛过来，就是连一声谢谢也没有，很是理直气壮的样子。老唐不喜欢被老师当做小学生提问，通常蹑手蹑脚地就化妆撤退了。

第三，书房内容分布。

书房开设虽然只有不到 15 个月，但由于老唐话痨，发表的原创文章已经有二百多篇了。这二百多篇文章，截止现在除了十几篇半拉子小说之外，其他应该都收录在书房菜单里（不排除有少量漏掉的）。菜单在进入唐书房后的界面最下面一行，如截图



如果你手机上最下面一行是输入框，那么请点击涂红色的位置，就可以调出菜单。



三个菜单下面，各有 5 个子菜单，如图：



每个子菜单，按照腾讯的系统设置，最多可以放置 30 篇文章。

投资之道里，主要是投资理念、估值方法和套利总结三部分比较重要，分别已经收录了 30 篇、13 篇和 23 篇文章；

精品合集，是 2017 年 9 月 2 日周年庆的时候，选录了唐书房第一年里发表的部分自认是精品的文章，和其他菜单里的文章有重复。

企业分析菜单下的 5 个子菜单里，水电能源截止目前收录了 22 篇文章，全部是关于国投电力和川投能源的，4 篇写于今年，18 篇写于去年四季度；

食品饮料菜单里，收录 19 篇文章，主要涉及茅台、洋河和双汇。茅台的文章，老唐过去几年写过很

多，但都发表在雪球，没有收录于书房。这里收录的仅为过去 15 个月里的少量文章；

浅印象集是一些只是看看年报概要就排除掉的一些公司，文章都比较短，里面有用的东西主要是排除烂公司的观察角度。

财报印象和财报印象 2 合计收录了 47 篇文章，主要是一些相对深入的分析，其中大部分公司都是书房朋友们点杀的，包括海康威视、伟星新材、信立泰、宋城演艺、腾讯控股、雅戈尔、粤高速、长安汽车、老板电器、白云机场等多家公司，老唐基本上都明确给出了当时的判断和理由，无论对错，文章都在那儿等待时间的检验。

老唐个人认为，**这些文章有价值的部分，不是这些公司究竟价值几何，而是如何去分析一家公司价值几何；不是老唐发文后它涨了百分之多少，而是如何利用财报或其他公开信息，去推理它的价值以及未来的可能走势。**

号内搜菜单下属 5 个子菜单，其中号内搜是老唐缴年费买来的功能，可以通过你记得的任何只言片语搜索唐书房相关文章。这功能挺好用，我自己也经常用它搜过去码的文字；号内搜上面的三个菜单，是一些合作伙伴给书房朋友的福利。分别是老虎证券、东方财富和某知名券商。这三家，老唐都肉测过，真实可信。通过书房开户，券商扩张业务，你节约金钱，老唐有红包拿，你好我好大家好，这样的三赢局面，我喜欢

低佣福利里介绍的知名券商。国内排行前三的大券商，APP 特别好用，一直给书房读者提供的全网最低佣金。某种红眼病原因，导致现在开户也被提升到万 1.8 了。

不过呢，书房读者开通后，给客服报上书房字号，还可以享受调低佣金服务。一旦享受到，就是终身有效了。优惠活动能持续多久，老唐也不知道的，有需要的就尽快吧。

东财礼包里，是创业板上市公司东方财富，著名互联网券商，主要竞争力是开户特别方便，可能是所有券商里操作步骤最少的，而且提供远程销户服务，还支持同花顺 APP 交易；东财佣金只收万 1.8，比市面上常见的万 2.5 和万 3，优惠不少，融资利率也低，额外还有不少赠送；

以上两家，现在都可以指导“名下已开满三家券商账户”的朋友，简单快速地开通他们家账户的服务。

老虎证券，主要是做港股美股的，主要卖点是全流程中文服务，APP 体验很好，无门槛开通港美股，给书房读者的佣金费用非常优惠。

最上面的手财陪读菜单，是老唐回答读者关于《手把手教你读财报》一书的问题，大约有将近 200 个，基本上每一页都涉及到了。这部分早在 2015 年就结集做成了免费电子书，供大家下载使用。

它是《手财》不可分割的参考书，阅读《手财》的朋友，千万不要忘记下载。书房经常收到读者提问，但几乎绝大部分都是《手财陪读》里答过的问题，重复提问老唐一般不会单独回答。建议遇到问题，先看陪读。

另外，老唐不删文章的，无论观点对错。但凡发现历史消息里有文章被删除的，通常是三种情况：①据说有某种敏感词被微信干掉了；②知识有错误，删掉然后重发了；③商业广告，过了展示期删掉了。

最后，感谢所有朋友的喝彩、鼓励和打赏，祝大家在书房玩的愉快，让我们共同进步，一起滚大自己的财富雪球！

第353篇.　　2017.12.24-巴菲特最糟糕的一次投资（上）

原创　2017-12-24　唐朝　唐书房

成功的投资都是相似的，失败的则各有各的失败。投资领域里，很多成功其实是不能复制的，因为它或许是正确决策的结果，也或许只是运气的结果。无法进实验室重复测试的事情，谁知道哪个因素的成分更大呢？所以，被巴菲特称为“西海岸哲学家”的查理.芒格有句非常著名的语录，虽然很多人都认可这句话，但实际上它的地位往往还是被低估了，那就是：反过来想，总是反过来想。

查理.芒格还用了一个农夫谚语来阐述这个重要思想，谚语说：我只想知道将来我会死在什么地方，这样我就永远不会去那儿了。

想知道人生如何得到幸福，首先研究怎么样才能变得痛苦；想知道企业如何能够做强做大，先了解企业是如何走向衰败的；想知道如何在股市投资上成功，首先要了解怎样会导致失败。

躲开越多导致投资失败的因素，获取成功的概率越大。躲开了所有能够导致失败的因素，想不成功也没有可能。

所以，芒格特别喜欢收集和研究关于各种各样的人物、各行各业的企业以及政府管治、学术研究等各领域中的著名失败案例，并把那些失败的原因排列成正确决策的检查清单——真是个值得学习的好习惯。

中国有句俗语叫“吃一堑，长一智”，很不错。但如果“长一智”不用“吃一堑”，岂不更好？观摩他人失败案例，那就是“看别人吃一堑，让自己长一智”的事儿。

但很可惜，现实里，投资成功的案例满天飞，经常听到某某翻几倍，某某赚了几十倍，失败案例的细节剖析却少之又少。尤其是投资大师的失败案例，更是被有意无意的忽略。

今天，老唐来记录和剖析一下股神巴菲特最糟糕的一次投资：投资伯克希尔.哈撒韦公司。这个“最糟糕”可不是老唐给扣的帽子，不仅巴菲特本人多次公开承认这个决策是错误的，而且在 1998 年的一次公开访谈上，经由比尔.盖茨的口，强调了它是“最糟糕的”。

盖茨的原话：“在今天早晨用早餐时，我和沃伦还在讨论哪个投资决策是他所做过的最糟糕的。这不是件容易的事情，不过，我们最终还是根据一些衡量标准确定，买下伯克希尔.哈撒韦公司，可能是最不理想的一个。”

那么，伯克希尔公司当时是个什么情况？是什么勾引投资奇才巴菲特打开了腰包？最后又是什么因素导致巴菲特将其归为最糟糕的一次投资？我们又能从这个案例中学习到哪些经验和教训呢？且听老唐一一道来。

伯克希尔.哈撒韦公司由两家纺织企业合并而来，一家叫伯克希尔，创建于 1806 年，期间也经历过几次合并，但创始人菜丝家族的后人一直到巴菲特介入时，还是公司董事会成员；另一家叫哈撒韦，创建于 1888 年，以“华尔街女巫”绰号出名的，当时全美国最富有、最令人讨厌的女人亨丽埃塔.格林，是哈撒韦最早的创建人之一。

两家公司早在二战之前都已经规模巨大，但他们真正的发迹，是为第二次世界大战生产降落伞布料，当然，还有雨布蚊帐等其他军需品。伯克希尔公司的老 CEO 曾回忆过这段历史：

二战爆发时，军方将全国的纺织品企业召集起来开会，想委托各家企业开发生产尼龙降落伞布料。由于大家对这种尼龙布的生产都没有经验，对于是否接受这个订单都显得犹豫不决。

政府官员一家一家点名让企业自己申报，大部分企业都表示愿意生产，但基本上承担的数量都在 2.5

万码的左右。当轮到伯克希尔的时候，伯克希尔公司报出300万码的承接意向，并最终接受了500万码生产任务。

就这样，伯克希尔和哈撒韦公司，都在二战军需生产中发展壮大。到1948年，两家公司拥有十几家工厂，雇佣了约1万名员工，当年净利润180万美元，而著名的IBM，1948年收入不过280万美元。

1955年，伯克希尔和哈撒韦合并，合并后的伯克希尔.哈撒韦公司堪称纺织界巨无霸，下属14家工厂，超过1.2万名工人，年销售额1.12亿美元，公司净资产5545万美元。为全美提供着时装面料、西服面料、窗帘布料、衬衫、床单、手绢、衬裙等产品布料。

——顺手记录个趣闻：伯克希尔.哈撒韦公司董事长马尔科姆.菜丝，有个侄子叫尼古拉斯.布雷迪，后来在老布什任内担任美国财政部长，并提出过著名的布雷迪计划。布雷迪1954年从哈佛商学院毕业时的毕业论文，就分析的伯克希尔公司。结论是前景不乐观，他自己也迅速卖掉了持有的伯克希尔公司股票。

伯克希尔.哈撒韦公司的CEO是原来哈撒韦公司的CEO洗玻璃.斯坦顿，这是个企业经营狂热分子，对于投资回报率问题思考不足。

他不断地往纺织厂投入资金，提升更先进的设备。然而面对同质化明显的纺织品，投入下去的新设备，确实提升了生产效率，却不得不在竞争中通过降价手段补贴了消费者，股东没有从中捞到什么好——竞争是消费者的福利，却是投资者的天敌。

在二战结束后的军转民不适期内，虽然前后经过了上千万美元的资本再投入，1962年，伯克希尔.哈撒韦公司连续第九年亏损，年度净利润是-215万美元。

就在这年底，1930股市大崩溃中风暴降生、本杰明.格雷厄姆亲传弟子、原教旨主义价值投资者、免费烟蒂爱好者、大盘6年升幅61%同期基金净值净赚3倍的高手、连续6年保持不亏者、管理着720万美元其中100万美元属于自己的高富帅——沃伦.巴菲特，开始买入伯克希尔.哈撒韦公司的股票，最初的买入价格是7.6美元/股。

最初，这笔买入没有什么出奇之处，就和巴菲特捡到的其他烟蒂一样，准备免费抽两口然后卖掉它。少量买入的原因很简单，公司每股净营运资本16.5美元（老唐注：净运营资本=流动资产-流动负债），7.6美元的股价，不到净营运资本的5折，典型的格派烟蒂。

按照祖师爷所传九阴真经秘诀“购买股价低于每股净营运资本2/3的股票”，巴菲特悄悄买成伯克希尔公司的最大股东——但还不是控股股东。

截至此时，巴菲特并没有入主伯克希尔的意图，他只是打算拿上几年，等待价值回归的时候卖掉它。所以，他并没有对外披露自己是第一大股东的秘密，而是另外找了个朋友作为第一大股东代表进入伯克希尔董事会。

期间，巴菲特去参观了一次伯克希尔，看看自己究竟买下来些什么东东。当时的财务总监杰克给了巴菲特一份伯克希尔过去四十多年的财务数据表，然后安排副总啃.菜丝陪这位年轻的百万富翁下车间参观。

这或许是杰克犯下的一个大错。此处插播人物关系：杰克是公司CEO洗玻璃的儿子，是洗总培养的公司接班人，毕业于哈佛大学，此时担任公司财务总监。

但是，洗玻璃总的亲弟弟不看好杰克，公司董事长马尔科姆.菜丝也不看好杰克。他俩看好的人选就是这位副总啃.菜丝。不过呢，这位啃菜丝和董事长马.菜丝并无任何亲属关系，只是恰好都姓菜丝而已。

啃.菜丝陪逛工厂的时候，巴菲特看啥都稀奇，问个不停。很多年以后，啃.菜丝回忆说：“沃伦.巴菲

特一直问个不停，关于营销的，关于机器的，关于我认为应该采用什么策略，公司该怎样发展，我们目前销售的是什么产品，主要销售对象是谁……对每个细节他都刨根问底”。——看看人家这调研，赞。

秋去冬来，转眼到了 1964 年，洗玻璃总为了稳固家族地位（还记得吗？他弟弟和董事长老菜丝都不看好他儿子接班），准备增持公司股份。经牙人撮合，巴菲特答应把手上的持股卖给洗总。俩人会面后，相谈甚欢，握手达成一致意见：11.5 美元/股（关于怎么算出来这个估值，下一篇里给数据和过程），巴菲特把手头持股悉数卖给洗玻璃总。

小巴屁颠屁颠地回家了。估计路上已经把利润算了 7 遍，美滋滋地盘算这笔钱再拿去买什么股票，然后鸡生蛋蛋生鸡最终遍地老母鸡。

如果此事到此结束，这笔投资就是一次烟蒂投资的胜利，早就不痛不痒地被淹没在巴神一个又一个成功案例中，“最糟糕”也就无从谈起了。

然而，历史由无数偶然组成。三个星期后，小巴收到了洗玻璃总的正式文件。纳尼？每股 11.125 美元？

年少多金高智商、一生把信誉看的比命重的小巴勃然大怒：洗总，你太不讲江湖规矩。咱们这个层次的人，一个唾沫一个钉，说好的 11.5 美元/股，你居然每股克扣我三毛七分五，婶可忍叔不可忍！不卖了。不但不卖，我要收购公司，让你和你的宝贝儿子一起滚蛋。

江湖经验一：别惹高富帅；

江湖经验二：冲动是魔鬼。

欲知后事如何，且听下回分解。

ps：本文分三集连载。文中素材和数据主要来自《巴菲特传》、《滚雪球》、《投资圣经》、《巴菲特的估值逻辑》、《巴菲特投资案例集》以及巴菲特历年致股东信，谢谢巴神，谢谢上述作者。

祝各位朋友圣诞节快乐！

第354篇.　　2017.12.25-巴菲特最糟糕的一次投资（中）

原创　2017-12-25　唐朝　唐书房

昨天说到，沃伦巴菲特和伯克希尔公司洗玻璃总达成口头协议，以每股 11.5 美元的价格将全部持股卖给洗总。然而三周后，巴菲特收到洗总的正式合约，价格写的是 11.125 美元。巴菲特“冲冠一怒三毛七分五”，打算收购伯克希尔.哈撒韦，赶走洗玻璃父子。不过呢，理智如巴神，也不见的真是就为那三毛七分五。前面说了，小巴看了杰克给的公司 40 多年的财务数据，再加上又和啃.菜丝深入沟通过，恐怕内心还是觉得这公司可以搞一搞。

1964 年的伯克希尔.哈撒韦财报是个什么样子呢？老唐将其简化为下表（单位万美元，有四舍五入）

资产		负债及权益	
现金	92	应付票据	250
应收账款	745	应付账款	210
存货	1169	应付工资税款社保	115
预付保险、税款等	19		
流动资产合计	2025	流动负债合计	575
土地、建筑、设备	757①		
其他	7		
非流动资产合计	764	股东权益②	2214
资产总计	2789	负债及股东权益	2789

①原值 3363 万，累计折旧 2185 万，计提资产减值 421 万，账面净值 757 万。
②经过公司回购，流通股降低为 1137778 股，每股净资产约 19.45 美元。

每股净营运资本约 12.75 美元，每股净资产约 19.45 美元。按照 12 月 2 日书房推送的《经典烟头案例拆解》里巴菲特的惯用估值手法（还记得那张给风车公司估值的表格吗？），按照现金及债务 100%，应收 85%，预付 25%，存货、工厂和设备一律 60%的估值比例算，公司估值约 1290 万美元，每股约 11.35 美元。

巧吗？洗玻璃和小巴的讨价还价中枢可能就是这么算出来的。小巴觉着每股值 11.35 元，自己卖个 11.5 元，多一毛五，挺美。可是洗总后来不认账，将出价降低到 11.125 美元，比小巴心中的合理估值少两毛二分五。

这不仅是钱的问题，还是信用的问题，甚至是对智商的鄙视，你下浮的比咱上浮的还多，非要表示比咱聪明是不是？

高富帅沃伦.巴菲特刚刚吃过一个几乎一模一样的甜头：风车公司通过更换能够精明处置资产的 CEO，资金回收比估值时情况更好，让 1963 年底的巴菲特大赚了一笔。

都是行业衰落，都是还能产生一定的现金流，都是可以通过处理设备和存货回笼现金……此时，参观车间时啃.菜丝谈到的那些改善措施，一定已经浮现于小巴的脑海中。

吃下这家公司，让洗玻璃父子滚蛋，换啃.菜丝上场，通过变卖存货设备厂房等，变出现金，回收现金的同时，会产生账面亏损（行业下行，相关资产必然低价才能抛出），减少公司盈利时的应纳税所得数额，使自己能够掌控的资金比实际报表利润更多。

同时，主营业务也可以让啃.菜丝做一些改善。1964 年，行业环境发生变化，美国政府通过一项立法，立法内容简单说就是管制棉花价格到 1970 年 7 月 31 日。该法案降低了公司采购成本，伯克希尔.哈撒韦 1964 年终于扭亏为盈，当年获得净利润 12.6 万美元

——即便如此，巴菲特也相当于买进的是一只市盈率 100 多倍的 st 股。今后再听到说巴菲特从来不买高市盈率股票的人云亦云，你可以嗤之以鼻了。

由于公司连续多年亏损，账面上积累了一大笔可以抵扣未来税收的亏损（在一定年限里，年度盈利可以先减去历史亏损后再计算应缴所得税）。

这样，即便公司在换啃.菜丝上台后，采用陪同参观时吹嘘的那些改进措施，导致公司盈利继续增加，税收负担也会大大减轻——要注意哦，美帝那时的所得税高的吓人，超过 40%（昨天，特朗普总统刚刚签署了减税法案，美帝企业所得税将从目前的 35%降低为 20%）。

这里，必须要提一个关键点，即便是前期的亏损期，公司的产品销售，也是有毛利的。只是因为机器

设备厂房等固定资产的折旧比较高，算下来报表净利润为负。

这点和今天国投电力控股的大部分火电厂类似，如果成本里不计算发电机组和厂房等固定资产折旧，仅仅卖电收入减去买煤人工管理等直接成本，还是有现金净收入的。

比如 1964 年，营业收入 4998 万美元（比起顶峰时期已经腰斩有余），营业成本 4738 万，毛利润 260 万美元，毛利率 5.2%。最终只有 12.6 万美元的净利润，是因为成本里算了约 145 万美元的折旧摊销和资产减值计提。

这些折旧摊销和减值，已经由公司在以前购置设备时，一次性支出了。如果巴菲特此刻收购了伯克希尔，且不准备继续投资更新设备的话，实际上 1964 年产生的可供动用现金就可以大约视为 145+12.6 万美元。

可能有些朋友不是很理解这个报表利润和现金流之间的关系，老唐举个简单例子：就好比你花了 36.5 万买辆车跑滴滴，假设日常成本就只有汽油一项，忽略保险保养人工停车等其他费用。再假设你记账的会计政策是 10 年报废，残值为 0，那么你的利润表上每天就会记录 100 元的折旧费支出。

如果今天出车，扣除油钱后有 80 元剩余，那么你的报表利润就是-20 元，但产生了 80 元的现金收入。如果不出车，现金收入为 0，报表利润为-100 元。

这里还有个跟本文无关，但跟火电公司有关的小秘诀：如果将会计政策修改为按里程报废，比如 36.5 万公里报废，残值为 0。那么，今天不出车，没有耗油，就没有亏损，报表净利润就从-100 元，变成 0 元了。

今天出车了，产生 80 元现金收入不变，但报表利润却可能因里程不同而不同，跑了 40 公里挣的这 80，则报表利润为 40 元。如果跑了 100 公里挣的这 80，则报表利润为-20 元。

目前火电公司的发电机组就有上述两种会计政策，一种按年限折旧，一种按发电量折旧。采用不同的会计政策，就可以导致不同的利润表数字。所以，仅仅看净利润是不足以支撑投资决策的，要看利润是怎么来的——这是临时插的闲话，继续回到高富帅小巴。

买下伯克希尔.哈撒韦，即惩罚了不讲江湖规矩的交易对手，又能通过和风车公司一模一样的手法，改善主营业务经营水平，提升盈利，同时变卖存货和固定资产，回笼现金。通过历史累积亏损，减少应缴税收，将创造的现金流投入到其他股票中去——这熟悉的配方，熟悉的味道，巴菲特能不心动吗？

说干就干，巴菲特不仅在市场上继续买入伯克希尔.哈撒韦股票，同时也分别找了对洗玻璃总不满的马.萊丝董事长和洗总的弟弟，要收购他们的股权。

萊丝董事长自己的持股不想出售，但家族当中部分持股者，把股票卖给了巴菲特。而洗总弟弟则清仓式减持，悉数售出。巴菲特取得了伯克希尔的控股权，平均买入成本 14.86 美元/股。

1965 年 5 月 10 日，巴菲特正式接管伯克希尔.哈撒韦公司，洗玻璃总和他的儿子杰克扫地出门。高富帅扬眉吐气，报了被戏耍的仇恨。就这么一个偶然的事件，诞生了今天股价超过 30 万美元的不朽传奇。

对了，巴菲特入主这天，伯克希尔.哈撒韦股价为 18 美元。52 年后，变成今天的 30 万美元（52 年里，伯克希尔只在 1967 年分了一次红，每股分红 0.1 美元，可以忽略），当年如果持有 1000 股，呆坐至今价值 3 亿美元，年化收益率约 20.6%。

真有很多呆坐的，大部分都是沃伦.巴菲特的街坊邻居同学朋友和亲戚。所以奥马哈城市虽小，亿万富翁一大把，一堆老头老太太晚年的主要事业就是到处捐钱做慈善。记得有个老头面对记者的时候说：“我

生命里最重要的三个人是上帝、沃伦和我妻子，不过我不太确定前两位的重要性排序。”

在董事长家族和洗总弟弟的配合下，不满 35 周岁的巴菲特，直接间接投入了约 1030 万美元，控制了公司近 70%股权，成为了伯克希尔公司的实际掌控人，曾经陪巴菲特参观工厂的啃.菜丝被任命为公司 CEO。

其实，啃.菜丝在 1965 年初已经灰心丧气，开始找竞争对手工厂去应聘了。那时还在秘密收集筹码的巴菲特，通过中间人约啃.菜丝在一个小公园里见了面。巴菲特给自己和菜丝各买了一个奶油冰激凌，然后单刀直入的问：“我想让你出任伯克希尔.哈撒韦公司的 CEO，你意下如何？”

虽然啃.菜丝比巴菲特年长 14 岁，但据说天下武功、唯富不破。不到 10 分钟，会面结束，48 岁的啃.菜丝被 34 岁的高富帅气场打晕，懵懵懂懂地就接下了这份 offer，开始一边默默打工，一边规划自己上位后，如何做大做强伯克希尔.哈撒韦……

1965 年，伯克希尔.哈撒韦的经营情况持续有改观，当年实现营业收入 4930 万，微降 68 万；但减去营业成本后，有 682 万毛利润，相比 1964 年 260 万毛利润而言，大增 162%；公司净利润则同比增长超过 1700%，达到 228 万美元，革命形势一片大好。

1965 年的大好形势怎么来的？为什么革命形势一片大好的一笔投资，却被当事人归为人生最糟糕的一次决策呢？咱们继续看下篇……

圣诞快乐！

第355篇.　　2017.12.26-巴菲特最糟糕的一次投资（下）

原创　2017-12-26　唐朝　唐书房

上回说到，巴菲特 1965 年 5 月 10 日入主伯克希尔.哈撒韦公司，赶走洗玻璃总父子，聘请啃.菜丝担任公司 CEO。当年实现营业收入 4930 万，微降 68 万；减去营业成本后，有 682 万毛利润，相比 1964 年 260 万毛利润而言，大增 162%；公司净利润则同比增长超过 1700%，达到 228 万美元，革命形势一片大好。

这样高达 1700%的净利润高增长，在我天朝股市，不炒它十个八个涨停板，你都不好意思跟人打招呼。然而，对于巴菲特而言，这却是他最糟糕的一次投资决策。他为什么这么说？

让我们先看 1965 年的公司财报（单位万美元，有四舍五入）。

资产	1964 年	1965 年	负债及权益	1964 年	1965 年
现金	92	368③	应付票据	250	0
应收账款	745	742	应付账款	210	258
存货	1169	1028	应付工资税款社保	115	112
预付保险、税款等	19	20			
流动资产合计	2025	2158	流动负债合计	575	370
土地、建筑、设备	757①	662④			
其他	7	3			
非流动资产合计	764	665	股东权益②	2214	2453
资产总计	2789	2823	负债及股东权益	2789	2823

①原值 3363 万，累计折旧 2185 万，计提资产减值 421 万，账面净值 757 万。
②经过公司回购，流通股降低为 1137778 股，每股净资产约 19.45 美元。
③包含现金 78 万美元，证券 290 万美元；
④原值 2802 万美元，累计折旧 1959 万美元，计提资产减值 181 万美元，账面净值 662 万美元。

唐书房

透过这份资产负债表，我们能清晰的看到 1965 年公司主要工作就是：消耗了账面成本为 141 万（1169-1028）的存货，打折卖掉了账面原值 561 万（3363-2802）的固定资产，加上当年经营所得，然后又增加了对上游供货商的拖欠约 48 万美元。这些捣腾换来的金钱，主要去向两大块，一是还掉应付票据 250 万，二是增加现金及证券 276 万美元。

也就是说，在巴菲特和啃.菜丝的努力下，这个烟蒂，在 1965 年榨出了约 526 万美元的现金。假如巴菲特继续维持 250 万应付票据的规模，那么就意味着，1965 年，公司从存货和固定资产里，挤出来可用于投资的资金有 526 万美元。

巴菲特控股伯克希尔.哈撒韦，一共投资了 1030 万美元，入主第一年，从公司挤出 526 万美元的现金（其中 250 万美元被用于归还公司债务，具体考量不知，但想必一定有他的性价比计算），公司还有账面值 1690 万（1028+662）的存货和固定资产，以及 742 万应收账款。

如果 1966 年，巴菲特和菜丝能够把存货、固定资产和应收账款分别按照巴菲特估值时模拟的折扣 60%、60%和 85%收回现金，那么累计可收回现金 1645 万美元。

1645 万可能收回的现金，加上手头已有的 368 万现金及证券，然后归还负债 370 万，能够结余约 1643 万美元，按照巴菲特控股比例约 70%计算，可得 1150 万美元。相比投入的 1030 万美元，可获利约 11.7%，投资周期从 1962 年持续到 1966 年底。

妈蛋！估计巴菲特拿到这份报表，算完这笔帐，自己也傻眼了。如果自己不是在冲冠一怒后高价加仓，直接将成本拉高 50%以上，这个回收率好歹还有赚——找不到巴菲特和洗总洽谈前的平均买入成本数据，但推测上应该低于 10 美元，毕竟最初的买入是从 7.6 开始的。若整体均价高于 10 美元，巴菲特应该不会愉快地作价 11.5 准备抛给洗总。

现在如果处置结果符合预期，能保本（如果资金按银行利息计算成本，是否能保本还是疑问）。想赚钱，一方面寄托于行业持续复苏，一方面要寄托于啃.菜丝能够将存货和固定资产变卖出更高价格。一旦这两点之一或全部落空，哪怕是大崩溃风暴降生、本杰明.格雷厄姆亲传弟子照样丢老师的脸，赔钱出门。

此时，说不定洗玻璃父子已经花生瓜子矿泉水强势围观，少不了发朋友圈嘲笑那个少年得志的大个子：别以为会炒个破股，能破天了。咱老洗给了你赢钱出门的机会，你非要不知死活自撞南墙！

在我们理清楚巴菲特面临的困境时，可以想象或许巴菲特内心已经扇了自己 24 个大嘴巴。冲动是魔鬼啊，冲动是魔鬼，冲动是魔鬼啊！如果说不是老天让缘分把我捉弄，想到你我就不会那么心痛，就把你忘记吧，应该把你忘了，这是对冲动最好的惩罚~~

在他终于彻底摆脱伯克希尔纺织业务后，说过这样一段话，表达的就是这种悔意：“就这样我买入了烟蒂，而且我努力抽着。你沿着街道走，也许也会碰到一个烟蒂，它湿漉漉的让人很恶心，你避开了。可这是不要钱的，也许还剩下最后一口。1965 年的伯克希尔•哈撒韦，就这样剩下湿漉漉的烟蒂含在我嘴里。我的很多钱都套在这个烟蒂里。如果我从来都没听说过伯克希尔•哈撒韦，可能我的情况会更好。”

但股神不甘心啊！他不仅借给啃.菜丝 1.8 万美元让他买进 1000 股（要是啃.菜丝能呆坐几十年，肉丝鲍鱼小龙虾随便啃。就是不知道坐住没有），实施利益捆绑。还持续给啃.菜丝灌输投资回报率的概念，让啃.菜丝加紧回笼资金，尽最大努力抵抗纺织部门更新设备或并购对手的要求，尽可能利用存货，尽可能抛售厂房设备土地，不断回笼现金……

同时，巴菲特找一切机会，想把公司控股权出手，甚至还意图卖给老朋友查理.芒格以及桑迪•戈特

斯曼——他们三人后来合伙成立了一家叫多元零售的公司，巴菲特持股 80%，芒格和戈特斯曼各持 10%。

然而，芒格这种老狐狸怎么会上当，那口型绝对是标准的 F**K—No！芒格用他那特有的调侃腔调说到：“买它就像一个人买游艇一样，有两天高兴的日子，一个是买的那天，一个是卖的那天”。哈哈哈哈……

就这样，巴菲特深陷于纺织品生意，不断地卖工厂，卖设备，出租厂房，解雇工人，期间偶尔还因为听信管理层的规划，增加了投入，搞过并购：“为了达到持续的盈利能力，啃.菜丝他们更新了产品线、机器配置和销售布局。我们还进行了一次重要的收购，沃姆贝克纺织厂，希望能够产生重要的协同作用。但最终一无所获，我一定是犯了没有尽早退出的错误。”——重新唱：就把你忘记吧，应该把你忘了，这是对冲动最好的惩罚~~

实际上，两个经理人都挺优秀的——巴菲特评价的原话：“我们 100%的确定，啃.菜丝和他的继任者加力都是优秀的经理，每一点都与我们获利更多公司的经理一样好”，然而即便有优秀的经理，伯克希尔却和巴菲特接手之前的状态一样，“在过去的 9 年中（指 1955 到 1964 年）伯克谢尔.哈撒韦总计 5.3 亿美元的销售收入产生了超过 1000 万美元的亏损。我们不时地报告转机，最终结果却总是进一步，退两步。”

经此一役，善于思考的巴菲特总结出：当声名显赫的管理者遇到声名狼藉的夕阳产业时，往往是后者的名气得到延续。你划一条怎样的船，比你怎样去划船更重要。

至于那位说话尖锐的哲学家，直接干脆说“你把葡萄干和屎混在一起，得到的只能是屎”，来解释优秀的管理者遇到竞争劣势企业照样无能为力的现象——这个首选船，次选船长的投资理念，改变了巴菲特后期的投资体系，并为其创造出巨额财富和踢踏舞般快乐的生活。

巴菲特卖家当、解雇工人，维持纺织业最小限度的运营，一直到 1984 年圣诞节前，公司用光了所有原材料，交付了所有订单，卖光了所有设备，终于停止了运行。

巴菲特后来回忆，自己买入的时候，认为“我们用远低于营运资本的价格买下了伯克希尔.哈撒韦，实际上我们几乎一分钱没有花就获得了大量的机械和房地产。我以为即使出现最坏的结果，我也能够卖出高一点的价钱，并能够用所卖资金购买其他的生意”。

然而，最终结果正如他 1998 年说的“不管你相信与否，伯克希尔公司本身就是一个错误。我们之所以买下这个公司，就像 20 世纪 60 年代早期多数投资一样，从统计数字上看价格很便宜。在前 10 年，它几乎没有一点儿盈利，相反，在 10 年的时间里公司的净亏损却在不断的增加。最终，我们以远远低于营运资本的价格卖出。”

低于营运资本买进来，以为捡了大便宜。苦苦挣扎之后，最终仍然以远远低于营运资本的价格卖出去。

免费获得的机械，卖出去的时候也基本近于免费。1985 年巴菲特关闭纺织生意时，原来花 1200 万美元买来的机械，以不足 20 万美元的价格卖掉了。几年前花 5000 美元买的新织机，卖出时每台售价 26 美元，还不够支付运走它们的运费。有点收获的也就是场地了，巴菲特把它腾空租了出去……

伯克希尔.哈撒韦是股神极少数的赔钱案例之一，巴菲特后来忏悔到“我们陷入可怕的商业陷阱，因为它的价格很便宜。……我以为自己是美丽的公主，约会过几只癞蛤蟆，它们都是很便宜的约会——我从来不是个大方的人——但我的结局同那些高价追求癞蛤蟆的收购一样，我吻了它们，但它们还是癞蛤蟆……

我知道纺织业是一门很难做的生意，当时我或者是傲慢自大，或者是天真无知。现在我吸取了很多教训。但是我真的非常希望我从别的什么地方得到这些教训”——啊，多么痛的领悟，你曾是我的全部，现

在我只想挣脱你的枷锁，让资本不再受束缚！

幸运的是，巴菲特没有将伯克希尔挤出的现金，重新投入到纺织品生意中去，而是拿去收购了国民保险、伊利诺斯州国民银行、太阳报等优秀公司。

到 1970 年的时候，伯克希尔的纺织业务年净利润 4.5 万美元，购买的保险公司年利润 210 万美元，银行年利润 260 万美元，三部分业务占用的资本大体相差无几。

看到这组数据，我们就很容易理解巴菲特为什么那么痛了。伯克希尔 1030 万买进来，最后到底是 900 万还是 1100 万卖出去的并不重要。重要的是，这 1030 万，如果在 1962~1965 年期间，投资到其他企业，比如上面说的银行保险媒体，一直到 1985 年彻底退出纺织业，长达 20 多年时间，早已驴打滚式翻成数十亿了。然而，被纺织业拴住的驴，就那么静静地傻站着，没有参与打滚。

这还没完。就在巴菲特为伯克希尔纺织业经营情况烦心不已的时候，1967 年和 1968 年美国股市持续走牛，愈发显的伯克希尔这个疮疤显眼。牛市里，人人都觉得赚钱很简单，加上 37 岁的巴菲特显然还没有拥有 73 岁时的权威度，很多合伙人指手画脚的。巴菲特烦了，在 1969 年宣布清盘合伙公司，将名下持股按比例分给合伙人自行处理。

由于巴菲特投资伯克希尔时，管理的资金规模还不够大，伯克希尔股票占用资金比例不小，很多其他企业（例如保险银行媒体）都是透过伯克希尔完成再投资的，加上巴菲特想用伯克希尔这个字号提醒自己，就仿佛贴张膏药在脸上，照镜子民主决策时，可以听到“不要再去捡烂生意烟蒂”的反方发言，所以，他决定将伯克希尔作为自己今后的唯一投资平台。

我相信，那时的巴菲特知道自己未来的事业很大，但恐怕也没有想到会达到数千亿美元的规模。现在回头看，1970 年以前的伯克希尔公司其他股东（包括被赶走的洗玻璃总及其家族），无论他们的持股——被巴菲特买走和回购了部分，但还是有不少一直留存下来——最终流到了何人之手，在 1965~2017 的 52 年跨度里，这些人无疑搭车分走了数百亿财富。

这些财富，由沃伦.巴菲特用自身携带神一样的投资能力创造。如果巴菲特当年注册一个自己全资拥有的投资平台，将包括伯克希尔在内的其他公司置于该平台之下，并在初期将保险、银行、媒体等子公司股权通通整合在全资平台下，那么，今天巴菲特的财富，可能会多出几百上千亿美元（后面收购资产增发的新股也分走几百亿，但那些不算因伯克希尔平台造成的失败）。

不是今天身家 800 多亿美元的巴菲特矫情，这个决策，在过去五十多年投资生涯里，确实造成了大约相当于当前全部身家的财富损失，无论从什么角度看，“最糟糕”的评语当之无愧。

那么，你读过这个价值数百亿的失败案例后，领悟到一些什么经验和教训呢？咱们留言区各抒己见吧！

后记：

1）本文相关数据及资料来自巴菲特历年致股东信，以及《巴菲特传》、《投资圣经》、《穿过迷雾》、《巴菲特的估值逻辑》、《巴菲特投资案例集》、《滚雪球》等图书。感谢沃伦.巴菲特，感谢上述图书作者；

2）增加一个注释，纠正一个错误。

注释：上篇有个括号写着（老唐注：净运营资本=流动资产-流动负债），这是教科书公式，但不是格派用法。按照《聪明的投资者》第 15 章的表述，格派一般用（净运营资本=流动资产-总负债）。对本文无影响，当时的伯克希尔流动负债=总负债。谢谢读者@杜克　和@汪旻玥 charles　的指正；

错误：中篇有句加红的话“公司估值 1290 万美元，每股约 11.35 美元”，据多位读者提醒后复核，发现是老唐按错计算器了，实际应该是 1315 万美元，每股约 11.55 元。巴总和冼总达成的 11.5 元就是估值位置。谢谢读者@陈烈展　@only　@Kevin　@叶荏棠　的细心。

3）总体来说，失败的投资案例被重视的程度严重不足。本文前两篇创下了近期唐书房文章阅读量和打赏率新低，类似一种可信的投票。

阅读量新低，说明很多关注者看见标题后就觉着巴菲特糟糕关我屁事，直接就没点进来阅读；而打赏人数/阅读量的新低，则可能证明即便是读过的朋友，也有更大比例的人觉着“这事儿对我而言无价值”。由此感叹“反过来想”确实逆人性，挺难做到的……

第356篇.　　2017.12.28-茅台的丰收

原创　2017-12-28　唐朝　唐书房

刚起床，就听说茅台公司发布业绩预告和提高出厂价的公告啦再次夸奖李总保芳上台后，茅台公司的信息披露工作不是上了一个台阶，是上了七八个台阶感谢李总保芳，感谢樊大美女

没有意外，一切都是明牌，都是对茅台公司稍有了解就可以推测出来的东东。如期出现，这种感觉很好，简单而踏实。下文摘自 2017 年 5 月 20 日书房推送《2017，茅台的明牌》一文：

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。

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。**

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。**

下面这段，是今天早晨茅台公司的公告。

贵州茅台酒股份有限公司(以下简称“公司”)2017　年度生产茅台**酒基酒约 4.27 万吨**,同比增长　9%;预计茅台酒销量同比增长 34%左右;预计实现营业总收入　600　亿元以上,同比增长 50%左右;**预计利润总额同比增长 58%左右。**

公司力争 2018 年度实现营业总收入增长 10%以上。上述 2017 年度数据未经会计师事务所审计,2018 年度数据为初步计划,存在不确定性因素,敬请投资者予以关注。

为更好地统筹兼顾各种因素,经研究决定,公司自 2018 年起适当上调茅台酒产品价格,平均上调幅度 18%左右。此次价格调整将会对公司 2018 年度经营业绩产生一定的影响。

平均价格上调 18%左右，普茅出厂价约 969 元，单瓶增加净利润约百元。按照 2018 年销量无增长估算，仅此调价因素直接增加茅台公司 2018 年净利润超过 60 亿。考虑到高端占比增加因素，以及轻微的增量，

初步考虑，2018 年归属股份公司股东所有的净利润应该在 325 亿以上，“最肥美灿烂的时刻要来啦”。

继续维持 2017 年 10 月 28 日推送文章《李保芳的小算盘及茅台的重估》一文的估值表至年报发布后。

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

唐书房

什么叫利好？自己的下属企业，实打实的把白花花的钞票捡回来才是真正的利好。什么叫重大利好？今年基酒产量 42271 吨，比去年多生产 3513 吨。把价值 40 元左右的 5 斤粮食，魔术般地组合成可以在四五年后换回七八百元甚至更多钞票的液体，才是重大利好，组合出来数量越多，利好越重大！

至于市场先生怎么看，或者愿意为此出价多少，重要吗？**绝大多数时候不重要，偶尔重要。**在它贱卖出来，而你刚好还有资金时；在它不计代价疯抢，而你研究出了更具性价比的目标时，这俩时候很重要、很重要。其他时间，盯着上下跳动的股价看，研究所谓利好出尽、利空出尽、庄家韭菜、高抛低吸……费钱费电费神费命

第357篇.　　2017.12.31-老唐的2017

原创　2017-12-31　唐朝　唐书房

1997 快些到吧！

我就可以去 HONG　KONG

1997 快些到吧！

让我站在红墩体育馆

香港　香港　怎么那么香……

就在老唐还能顺口哼出 1997 的时候

2017 居然已经飞叉叉地从身边掠过

老唐在这给书房的朋友们拜新年啦

祝各位

身体健康、家庭和睦、

工作顺心、投资长阳！

回顾今年，挺忙碌的，成果也不少。挑肥拣瘦半天，着重汇报股市投资和书房文章两大块，其他部分就略略带过了！

第一部分：股市投资。

2017 年的股市，杯具和洗具共存，全年各板块涨幅出现显著差异。最好的上证 50 板块涨幅超过 25%，

最差的创业板跌幅超过 10%。更牛的是香港股市，恒生指数涨幅 36%，牛冠全球。纳斯达克和道琼斯亦分别以 29.11%和 25.68%的涨幅，超越 A 股表现最好的上证 50 指数。



作为投资方向主要集中在 A 股、港股和美股的中国投资者而言，今年整体无疑是个牛市。但对于具体的市场参与者来说，就很难说了。最新数据没看见，但截止 11 月底的统计是有超过 2/3 以上的 A 股年内股价是下跌的。

凑巧前几天在雪球看到一位叫@流浪行星　的朋友，发了他自己的一个实盘数据，很有意思。数据如下图



实盘开户于 2016 年 12 月 23 日，截止 2017 年 12 月 20 日，正好一年时间。由于他这个账户资金有特殊用途，只是坚持每天做逆回购，最终收益 3.54%（实践证明，天天忙活逆回购，战果还不如一开始就买成货币基金不动——银华日利同期收益率 3.61%），最终收益跑赢近 75%的实盘。

注意，这是实盘，不是组合。是所有真实证券账户关联了雪球账户的投资者之间的比拼，是真金白银

的角斗场，相当于对 A 股整体市场做了大样本抽样调查。

该调查显示 75%的投资者没有跑过货币基金，考虑到 25%的赢家里还有新股中签因素，若刨除，结果可能更惨。

这实盘数据，比老唐 9 月推送的《先赢，而后求大赢》的组合数据更可信，更强势地佐证了传说中的“七亏二平一个赢”的“七亏”是真实的。

以今年公募基金表现最好的偏股主动型基金做参照看，偏股型公募基金整体平均收益率 12.19%，冠军收益率约 68%，前十名收益率均超过 55%。

所以，各位朋友写自己的年终总结时，别被三倍五倍十八倍的大神吓住，大致上说**今年收益率超过 12%的，就算不错的。超过 55%的，已经可以启动表扬和自我表扬小程序了。**

2017年偏股主动型基金业绩排行榜

排名	基金名称	今年收益率	基金经理
1	东方红睿华沪港深	67.91%	林鹏
2	东方红沪港深	66.70%	林鹏
3	易方达消费行业	64.97%	萧楠
4	国泰互联网+	61.95%	彭凌志
5	东方红中国优势	58.90%	王延飞,林鹏
6	东方红睿轩沪港深	58.23%	刚登峰
7	东方红睿元三年定期	57.53%	林鹏,韩冬
8	景顺长城新兴成长	56.28%	刘彦春
9	景顺长城鼎益	55.52%	刘彦春
10	东方红睿满沪港深	55.44%	周云,孙伟
11	交银稳健配置混合A	55.26%	唐倩
12	嘉实优化红利	55.03%	季文华
13	东方红睿丰	54.75%	林鹏
14	华安策略优选	54.29%	杨明
15	东方红睿阳	53.97%	林鹏,王延飞
16	南方品质优选	53.64%	李振兴
17	国泰新经济	53.49%	彭凌志
18	银华富裕主题	53.10%	周可彦
19	东方红产业升级	52.51%	王延飞
20	嘉实沪港深精选	51.43%	张金涛
	同类平均	12.19%	

数据来源：Wind，万得基金

注：偏股主动型基金包括主动股票型(不含指数型)和混合型基金(不含偏债型)，2017年成立的基金不计入排名；A类/B类/C类份额默认取A类代码，下同

老唐今年的相关个股及操作，已经在 11 月 24 日的《三年三倍的背后（上）》和《三年三倍的背后（下）》两篇文章里做过回顾，今天只需补上 11 月 25 日之后的变动即可。

变动一共三笔，都在书房实时推送过：

12 月 1 日：趁腾讯大跌，从招行 H 上调整了约 2%仓位到腾讯；

12 月 13 日：新增约 2%资金购入腾讯；

12 月 15 日：新增约 1%资金购入张裕 B。

在 11 月 24 日推送《三年三倍的背后》一文时，$老唐实盘$组合，显示净值为 2.88（2014 年 11 月 25 日为标准 1），当日账户实际净值 3.08，差异 7%；

截止今天，组合显示净值为 2.98，实际同口径净值（即扣除本月追加资金）为 3.19，差异依然为 7%。

差异是雪球组合不支持录入港股和 B 股造成的。



忽略本月新增资金的本金和收益，忽略新股中签收益，今年收益率约 62%，估计书房里有大量朋友收益率超过此数，恭喜跑赢老唐的高手高手高高手们！

截止年底，持仓个股仓位及年内股价涨幅如下表：

	市值占比	年内涨幅
茅台	40%	112%
国投	15%	13%
腾讯	13%	115%
民生H	6%	-1%
招行H	5%	77%
洋河	5%	67%
信立泰	5%	58%
双汇	4%	34%
海康	2%	150%
古井B	2%	50%
张裕B	1%	-1%
粤高速B	1%	48%
合计	100%	62%

备注：比例有四舍五入；另有观察仓宋城不计。

今年持股数量相比往年有增多，但**前 3 大持仓占比 2/3，前 7 大持仓占比 90%，依旧属于集中持股型**。收益主要来源于茅台、腾讯和招商 H，而**双汇、国投和民生 H 则主要从事拖后腿这项很有前途的工作。**

今年自己的投资体系，有了两点细微变化，其一是扩大了覆盖面，尤其是增加了腾讯和海康两只过去的老唐不太可能涉足的科技股，这一要感谢老唐开设了微信公众号唐书房（哈哈，自己谢自己），二要感谢书房里各位朋友的历次点杀投票，引导着老唐拓展了眼界。谢谢各位！

其二是在思考投资对象的时候，优秀和廉价的权重比例正在慢慢发生变化，具体来说，优秀的权重在逐步增加，廉价的权重在逐步减少。廉价权重占比大的投资决策，应该配备分散这一格派法宝。

自我反思，这两年老唐个人的主要不足，不是没有赶上内房股、保险股或其他什么热点暴涨板块，而是在冲着捡便宜去的国投电力上配比过重（最高时约 1/4 仓位）。喜庆时刻，就不深刻批评自己了，点到即止，以观后效！

62%的收益率不算高，和动辄翻倍乃至翻十几倍的大神们相比，差距还很大。好在老唐脸皮厚，自动认输，不和别人比，只看今日之我与昨日之我。

今年的市值增加部分，已经超过了 2014 年 11 月 25 日建立组合时的本金。不打算强装淡定，坦率承认确实挺高兴的，朗格里格朗朗格里格朗……

2018 年的目标，就是————没有目标————借用方丈的一句总结「投资就是找到好企业，碰到合适的买点，持有」。我们能努力的是找和持，至于碰，靠市场先生帮忙。自己的研究决定输赢，而市场先生决定何时对我们的输赢轧账。

至于 **2018 年的投资策略**，那就是**————和 2017 年一样————**

继续贯彻不眼红不妒忌的不懂不碰精神，赚自己能理解的钱；继续着眼于具体企业、忽略所谓大小盘主板神创之分；继续将眼光放在高 roe 优秀企业身上；继续发扬三年调仓不到 30%的呆坐神功；继续保持一天看盘不超过 10 分钟、将时间浪费在美好事物上的良好习惯；继续相信深度研究创造价值；继续深度厌恶现金；继续拒绝传说中的高抛低吸大法；继续默念远离杠杆四字真言；继续码字记录和分享自己的思考、进步和错误……

第二部分：书房文章。

上周三下午，一位姓胡的读者发来消息说，他把书房的文章整理打印了，发现有近 450 页，36 万字。我滴神也，真有这么多吗？日拱一卒的力量不可小觑，不知不觉间，懒人老唐也敲出这么多字。

抛开投资理念类文章和读书笔记类文章不说，今年出于扩大覆盖面的考虑，阅读和分享了不少过去不熟的公司。

周末，老唐捏着一把冷汗，把自己今年里写过的公司（剔除说腻的茅台），详细整理了一个表格，逐篇无漏网式回顾。

统计了当时的文章结论、发布日公司市值、年底公司市值，看看自己文章的“坑人率”有多高。结果如下表：

1	公司	文章	发布日期	结论	发布日市值	今日市值	涨幅
2	北特科技	年报浅印象	2017/1/18	烂，丢	70	34	-51%
3	富春环保	..	..	20倍pe才有关注价值	100	77	-23%
4	汇金科技	..	..	三年之内不用看	55	28	-49%
5	国投电力	国投经营数据	..	低估	460	498	8%
6	财信发展	年报浅印象2	2017/1/24	博傻游戏，丢	90	64	-29%
7	大豪科技	..	..	有潜力，略贵	149	134	-10%
8	金浦钛业	..	..	击鼓传地雷游戏	54	50	-7%
9	花园生物	..	..	三年后再看	65	80	23%
10	安泰集团	年报浅印象3	2017/1/26	炒家的世界我不懂	50	32	-36%
11	云意电气	..	..	企业尚可，估值太高	136	64	-53%
12	安信信托	..	..	企业复杂，无法评价	507	596	18%
13	st景谷	..	..	烂	43	28	-35%
14	三圣股份	..	..	将变身题材概念股，可围观	45	94	109%
15	联美控股	年报浅印象4	2017/2/9	可参与	120	205	71%
16	st工新	..	..	股市故事会，有造假嫌疑	154	102	-34%
17	同花顺	年报浅印象5	2017/2/13	看不懂，无法评价	367	2[illegible]	27%
18	金盾股份	年报浅印象6	2017/2/15	接手的是傻蛋	110	94	-15%

唐书房

18	金盾股份	年报浅印象6	2017/2/15	接手的是傻蛋	110	94	-15%
19	雪浪环境	..	..	30亿市值可兜底，坏不到哪儿去	44	32	-27%
20	澳洋顺昌	..	..	讲故事团伙，卖嘴的	97	101	4%
21	英唐智控	年报浅印象7	2017/2/18	百亿市值过高	100	73	-27%
22	露笑科技	..	..	110亿市值，赌桌筹码不参与	110	120	9%
23	金马股份	..	..	炒家随时被公司收割	298	244	-18%
24	明泰铝业	..	..	腰斩之前没有吸引力	73	77	5%
25	凤形股份	..	..	估值合理	32	39	22%
26	齐星铁塔	年报浅印象8	2017/2/20	现金收购换白条承诺，不靠谱	164	246	50%
27	卧龙地产	..	..	不适合投资	83	42	-49%
28	永新股份	..	..	适合作为打新门票股	54	40	-26%
29	力源信息	..	..	丢	97	75	-23%
30	晨鸣纸业	年报浅印象9	2017/2/22	复杂，熟悉的高手才能碰	238	323	36%
31	新华百货	..	..	股价跌三成之前没有看的价值	57	47	-18%
32	佳创视讯	年报浅印象10	2017/3/1	只值个壳钱	47	33	-30%
33	保税科技	..	..	没什么关注价值	70	54	-23%
34	新力金融	..	..	没有关注价值	75	61	-19%
35	东旭蓝天	..	..	贵	170	1[illegible]	1%
36	道氏技术	..	..	三轮五轮炒概念，企业没前途	80	98	23%

唐书房

以上 35 家公司，是截止 2017 年 3 月 1 日之前的阅读。这些公司是按照交易所财报披露顺序依次看的，无挑选。**其中加红的齐星铁搭、永新股份、晨鸣纸业、东旭蓝天四家，股价走势与判断相反，属于老唐被打脸的文章。**其他 31 家运气好，年内股价走势基本能够印证判断。

注意，这个统计没有什么科学性。短短一年时间，并不能说明什么，只是作为码字回顾的资料留存。

3 月 1 日以后，财报密集披露，只能挑选部分公司来看了。书房分享涉及到 16 家上市公司，**其中加红的国投电力和白云机场两家打脸，尤其国投电力，是连续三个耳光。**

公司	文章	发布日期	结论	发布日市值	今日市值	涨幅
丽江旅游	年报浅印象11	2017/3/6	估值50亿	62	50	-19%
宋城演艺	年报浅印象12	2017/3/13	240亿可介入	300	270	-10%
伟星新材	伟星年报印象	2017/3/20	合理估值152-190亿之间	152	182	20%
信立泰	投机者信立泰	2017/3/27	继续持有	290	475	64%
双汇	蛰伏者双汇	2017/4/5	看好	703	875	24%
老板电器	像老板那样投资	2017/4/16	有疑点，看不懂	386	456	18%
国投电力	国投速读	2017/4/19	继续低估	511	498	-3%
海康威视	王者海康	2017/5/1	合理估值，买入观察仓	2215	3600	63%
洋河股份	从洋河跌停说起	2017/5/14	合理估值1700亿	1222	1737	42%
长安汽车	长安年报印象	2017/6/5	看不懂长安的未来，不投	653	605	-7%
雅戈尔	生人勿近雅戈尔	2017/6/24	没有投资价值，纯赌运气	365	328	-10%
金螳螂	捉住那只金螳螂	2017/7/4	财报阅读训练，没有写结论			
粤高速B	一尺跨栏粤高速	2017/7/20	买入粤高速B	110	142	29%
腾讯控股	散打投资5~11	2017/8/9	追高买入	30970~31160	38570	24%
信立泰	信立泰中报速读	2017/8/27	买入	325	475	46%
国投电力	国投半年报速读	2017/8/31	继续持股	505	498	-1%
洋河股份	奋进中的洋河	2017/9/4	看好洋河的成长	1329	1737	31%
白云机场	岭上白云有疑点	2017/10/21	存疑，不参与	270	304	13%
国投电力	聊聊国投配股	2017/11/11	继续持有，计划参与配股	526	498	-5%
腾讯控股	看不见边际的腾讯	2017/11/16	买入	36880	385[illegible]	5%
张裕B	白骨累累的坑	2017/12/16	买入	130	136	5%

唐书房

备注：

①以上公司中，伟星新材文章发布日买入少量观察仓，7 月 14 日 190 亿市值位置卖出换入双汇，见 7 月 14 日书房推送；

②长安汽车文章发布后，少量买入比 A 股便宜 40%的长安 B，持有至 9 月 14 日，小赚 3%卖出换入古井

贡 B，见 9 月 14 日书房推送；

③因为只是对比涨跌幅，涉及港币报价的腾讯和 B 股市值，没有转换成人民币计算。

自己感觉码的还算有点小成就，加上几乎天天都有读者在书房翻阅旧文，时不时还丢个钢镚过来，叮咚一声，提升老唐的成就感。也经常有读者留言催促老唐，可否将书房的投资理念类文章和公司分析案例，筛选合集出版，以方便阅读。

最终，老唐也心痒了，邀请经济出版社编辑燕丽丽老师帮忙，花了一个多月时间筛选出初稿，并编辑修改成书。但初步阅读后，老唐自己觉着很不满意。

不满意的部分，主要在投资理念类文章里。由于书房文章都是随性而来的，有很多理念可能重复重复又重复地说了很多遍，但也有些东西没有说透。只是将书房文章结集，实在不符合老唐的要求。

于是，一个新坑，又给自己挖好了：准备放弃今年陪我家领导自驾出游中国北部地区的计划，完全重写投资理念部分，然后收录书房的财报分析文章，合成一本书。

初步考虑五一之前搞定它。不过，鉴于绝大部分文章，都可以在书房免费阅读，坦率说，我担心这本书的最终销量会把燕老师和经济出版社坑了　　。

第三部分：其它事项。

2017 是随性的一年。年初，陪着我家领导自驾出游，2 月 26 日出发，6 月 1 日回家，历时 96 天，行程 1.3 万公里，将中国南部地区没去过，或者还想再去的地方游走了一遍。

具体行程已经在《浮光掠影记出游》和《2017 上半年小结》中分享过了，此处不再重复。

下半年装修房子。自 1998 买下人生第一套小套二起，20 年里换了五次住房，从套二、套三、套四、叠拼再掉头到这次的套三，第 5 次搞装修，还算经验丰富，基本没耗多少精力就搞定了，连书房码字也没怎么耽误。

投资者职业病，装修过程中，倒是看了几家定制家居公司的财报，可惜除索菲亚以外，都是上市时间较短的次新股，志邦、金牌、欧派、尚品均在今年内上市。

读过《手把手教你读财报》的朋友都知道，出于对 IPO 美化财报的警惕，出于天朝市场对造假的罚酒三杯式惩罚力度，没有五年公开财务信息可供对照研究的公司，老唐是不投的，无论它多么有前景。

宁错过，不做错。市场金钱无限，我的本金有限。数学告诉我，亏损 40%后需要获利 67%才打的平，所以防踏错是比获利更重要、更优先考虑的事情。

唯一上市时间较长的索菲亚在这次接触中，体验不好，且八九月份看估值偏贵，也就没有做进一步跟踪。

初步看来，这个行业倒是挺值得关注的：房价越贵，人们越有动力通过定制家居来创造或者节约空间；经济条件越好，人们越有动力通过定制家居来满足自己的独特审美或个性化需求。

另外，似乎东方雨虹也挺有潜力。还没顾上认真看它家财报，倒是遇到很多家装修公司都拿东方雨虹的防水涂料和防水卷材作为标榜自家用料靠谱的证据。

其他值得记录的就是跑步和两本书喽。

今年跑步次数较少，全年仅跑步 69 次，合计里程 737 公里。长跑四年以来，跑量分别是 1366、1377、1452、737，合计 4932 公里。

郁闷的是，今年增加了约 6 公斤体重，目前在 85 公斤±1 公斤浮动，都是出游嘴馋惹的祸。下月底搬

家后，打算跑步、游泳、网球三管齐下，目标重回 75 公斤以下。

承蒙各位读者支持，今年年内《手把手教你读财报》加印了 10 万册，累计印量达到 24 万册。它不仅帮助很多朋友掌握了阅读公司财报的方法，帮助很多朋友掌握了排除投资陷阱的诀窍，老唐还经常收到因为读过本书而买入茅台获利的读者打赏——《手 1》以茅台为鼓吹范例，出版三年整，茅台股价从 163 到 697，涨幅超过三倍——够老唐嘚瑟了

《手把手教你读财报 2》虽然专注于银行股，受众面窄，也印刷了 5 万册。它以工商银行为鼓吹范例，今年工商银行 A 股涨幅 47%，H 股涨幅 43%，均大幅超越指数；

书的 230 页列举了老唐看好的五家银行：工建招民平，年内 A 股涨幅分别为 47%、48%、71%、-4%、48%，平均涨幅 42%，唯一只有民生银行拖了后腿——不过呢，**老唐自己持有民生 H，即便有招商 H 挽救，合计市值涨幅还不如五家平均数。又被市场打脸了……**

这两本书，尤其是《手 1》，好像是老唐做宅男十多年里，仅有的可以在亲戚朋友邻居面前嘚瑟、可以证明老唐夫妇没有“年纪轻轻坐吃山空”的成就，挺自豪的。

2017，大致就是如此了，希望 2018 年能继续和各位朋友一起进步，一起增加头脑里的知识，一起充实荷包里财富

新年快乐

文字_2018-01-04

唐书房 *2018-01-04*

2018 年 1 月 4 日统一回复两个问题：第一，昨天，雪球组合显示#老唐实盘#做了大调仓，涉及 10 只个股，于是有很多朋友来书房发信息询问。这些朋友不够认真，调仓理由写的明明白白：“实际无调仓”，即实盘并没有交易行为发生。

组合变动原因：雪球组合迟迟不能纳入港股和 B 股，导致组合和实盘仓位和净值差异越来越大，为方便观测，我信手将组合重新分配。其中用“含鹅量”较高的中概互联 etf，代替了实盘 14%-腾讯，2%+古井 B，1%+张裕 B，1%+粤高速 B，仅此而已。

第二，书房每周会有 0 或 1 次软文推送。和原创文章的区别是：①作者署名是特约发布；②文章会标明“本文为商业推广，不代表唐书房观点”。

文案非老唐所写，内容老唐会做简单甄别和过滤，但绝不保证 100%靠谱，也不做任何信用背书。这钱，老唐收的挺美挺安逸的，不会停。对此反感的，建议取消对唐书房的关注。就此发信息指责老唐的，会被拉黑，请自重。谢谢！

有些老唐确认过的互惠互利广告，例如券商提供的低佣开户活动，老唐会写明“推荐”或者“老唐肉测”等词汇。

顺带说一声，老唐对互联网金融 p2p 并不反感：稍有思考能力的人，都不会人云亦云地将「行业内有骗子」和「全行业都是骗子」混为一谈。谢谢继续关注的朋友，谢谢所有明知是广告依然点击阅读的朋友。谢谢你们！

第358篇.　　2018.1.6-老唐估值法及运用解析（上）

原创　2018-01-06　唐朝　唐书房

有读者后台留言通知我说最近雪球玩揭皮，捉对撕杀，很热闹。上午偷偷潜过去围观了。哈哈，确实热闹。看热闹时，偶见一位 ID 为@向往自由自己的路　的网友，在老唐主页深度刨坟，捞起很多老帖。

其中几条五六年前的帖子，让我眼前一亮：经常有朋友询问，**内在价值究竟是什么？企业估值到底怎么做？15 倍市盈率卖出获利 100%大法究竟怎么运用？**老唐几年前发的这几条老帖，不就是一个完整演示吗？

本文，老唐尽可能将自己使用的估值方法和步骤写完整，写明白。因为想写的够清楚，所以会以零基础的朋友为假想听众，对某些高阶朋友而言，可能略啰嗦。见谅。

但必须提醒注意：老唐是个普普通通的小投资者，从来无意吹嘘自己英明神武、厉害的上天。**我只是分享“我是这么干的”，并无任何鄙视其他方法的意图，也没有准备教育别人的想法，切勿误解**——甚至大部分老朋友都知道，我曾多次发文希望被喊做“老唐”，而不是“老师”。

另外，文中会用到过去发的有关茅台的帖子，请不要将其庸俗的视为“茅台股价涨了，老唐又出来喟瑟”。

老唐会喟瑟手财长期霸占销量排行榜，会喟瑟天天有人在书房和雪球刨坟读老帖，会喟瑟有多少朋友读完文章主动丢钢镚表达谢意，但基本不会喟瑟股价。

在我眼里，**股价涨了没什么值得喟瑟的，股价跌了也没什么可怕的，不过都是市场先生的一哆嗦。**赚钱与否，最终还是取决于我对企业基本面的研究和分析。

更何况与老唐完美错过的地产股，或者美股港股里一天涨七八倍甚至十多倍的个股相比，茅台本身涨幅也没什么喟瑟价值。

之所以拿它做例子，不是因为它涨的好，只是因为老唐前几年公开发表的文章，写茅台的比较多，有较多完整素材来展示估值的过程和思路而已。

言归正传。老唐曾写过，自己的估值方法其实很简单的，一句话就可以说完，不值当为此写本书。那就是：**“预计三年后 15 倍市盈率卖出能赚 100%，就可以买入，高杠杆企业打七折”。**这是老唐对未来现金流折现法穷追到底的思索后，所理解的未来现金流折现法的最简版本。

在 2017 年，我将其细微的调整为**“预计三年后 15~25 倍市盈率卖出能赚 100%，就可以买入，高杠杆企业打七折。”**没了。就这么简单，没有什么可吹的。用不上任何神秘公式，用不上任何高等数学——没读过高中的老唐，本来也不懂什么高等数学。

那么，这简单的一句话究竟怎么运用呢？这里面至少涉及六个事关投资体系存亡的重大问题：

①为何是 15~25 倍市盈率，不是其他数字？

②买入后继续跌怎么办，为什么？

③为什么是 100%，而不是 180%或 50%？

④为什么是三年，不是一年或八年？

⑤三年后的真实净利润如何测算？

⑥到 15~25 倍市盈率就卖出吗？

我们参照被捞起来的老帖，用过去几年里发生在我们身边的真实经历，来逐一细聊这六个问题。先看

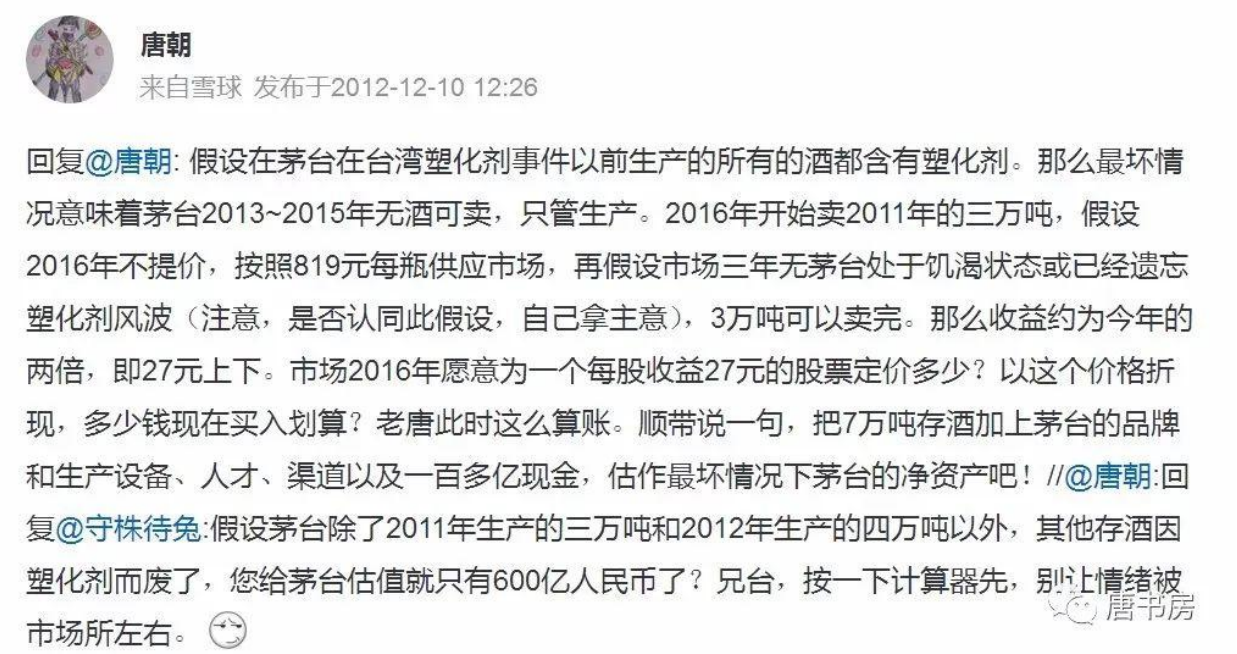
第一个老帖，发于 2012 年 12 月 10 日，正是塑化剂事件喧嚣的时候。内容如下：

假设在茅台在台湾塑化剂事件以前生产的所有的酒都含有塑化剂。那么最坏情况意味着茅台 2013~2015 年无酒可卖，只管生产。

2016 年开始卖 2011 年的三万吨，假设 2016 年不提价，按照 819 元每瓶供应市场，再假设市场三年无茅台处于饥渴状态或已经遗忘塑化剂风波（注意，是否认同此假设，自己拿主意），3 万吨可以卖完。

那么收益约为今年的两倍，即 27 元上下。市场 2016 年愿意为一个每股收益 27 元的股票定价多少？以这个价格折现，多少钱现在买入划算？老唐此时这么算账。

顺带说一句，把 7 万吨存酒加上茅台的品牌和生产设备、人才、渠道以及一百多亿现金，估作最坏情况下茅台的净资产吧！



2012 年茅台公司净利润 133 亿。我帖中的估算为 2016 年净利润实现翻倍，实际上 2016 年报表净利润仅 167 亿，估计 2017 年年报才能实现翻倍，误差不可谓不小。

不过，如果考虑到 2016 年实际上保留了高达 174 亿预收款——约当年营收的近四成——没有计入营收，2016 年真实净利润可以按照同口径 230 亿左右考虑，实际误差大约有 20%。

这个数据估算差异，不是很重要。重要的是方向，增长还是衰退？这方面，首先求方向的正确，其次求数据的接近。即便退而求其次，数量差异不是很大，得到模糊的正确亦可。

估算出大体靠谱的三年后真实净利润数据，然后**用三年后的真实净利润，乘以 15~25 倍市盈率，三年后的总市值就有了。对照当前市值，收益率是否能让自己满足。是，就下手；否，就放弃。决策，就这么简单！**

比如 2012 年 12 月 10 日发帖时，茅台的市值近 2000 亿。我估算的三年后净利润约 270 亿，对于一个毛利率超过 9 成，没有应收账款的企业，若届时市场给 15~25 倍市盈率，那么就意味着 2016 年的市值约 4050~6750 亿。对比当前市值不到 2000 亿，获利空间超过 100%，下手。

接着问题①就来了：**为什么你认为三年后市场会出现 15~25 倍市盈率。如果没有呢？比如届时茅台的市盈率是 5 倍甚至 3 倍，即便你 270 亿净利润实现了，总市值只有 800~1200 亿市值，你依然亏损过半。怎么办？**——是不是问到你的心坎上了？哈哈。

为了更清楚的说明这个问题，我们先假设一个简单到弱智的问题：假设工商银行发行了两种面值百元的一年期债券，各项条件都一模一样，只是甲债券利率是 5%，乙债券利率是 8%。此时，你恰好有 100 万闲钱来二选一，你会买哪种？这当然是个蠢问题，毫无疑问你会买乙债券。

那么，继续想，如果在自由交易的情况下，且交易税费为 0，若甲债券市价是 100 元，你认为乙债券的价格会是多少？不难计算吧，因为乙债券一年期满后工行还你 108 元。所以，就是求出付出多少本金，按照 5%的收益率，一年后连本带利收到 108 元即可。105%x=108，x=102.86 元。

也就说，乙债券的市价必将以迅雷不及掩耳盗铃之势，拉升至 102.86 元左右。否则，一定有资本抛出甲债券，买入乙债券，获取更高回报。同样，假设乙债券价格超过 102.86，就可能引发资本抛出乙债券，转而买入甲债券，从而使两者的市价比例钉死在 100:102.86 上（或者说是 105:108）。

这就是传说中的资本永不眠。在你工作的时候，全球数以万亿计的资本在寻找更高回报；在你开黑的时候，全球数以万亿计的资本在寻找更高回报；在你吃饭睡觉蹲坐马桶的时候，全球数以万亿计的资本在寻找更高回报……**无论定价错误有多么细微，只要确定性够高，就会被资本利用足够高的杠杆抹平。**还记得《赌金者》里的长期资本吗？他们就干这个。

资本追逐的究竟是什么？你我在股市买卖的究竟又是什么？全球无数企业每天的并购活动交易的是什么？全世界数以亿计的投资者，买进卖出不同投资对象，是什么驱动他们行动的？追根到底就一句话：寻找潜在回报更高的资产。

工厂是资产，土地是资产，黄金是资产，美元是资产，日元是资产，人民币是资产，债券是资产，股票是资产……**无数资本每天在全球产生天量交易，就是为了将资本配置到能够带来更高回报的资产上去**——当然，决策一定有对有错，所有人的意图都是寻找潜在回报更高的资产，但经过时间剥皮，总有部分人最终事与愿违。

好了，重新回到那个简单到弱智的问题上，现在有一份 100%确定年获利 270 亿的资产丙（注意，我此处假设的是 100%确定，实际并不如此，后面说），售价 800~2000 亿，年回报率 13.5%~33.75%。同时，全球还有数以万亿计的资本，拿着约 5%的回报（存款、理财、货基、债券等）。资本市场会发生什么？

答案毫无疑问，必定有资本卖出原资产，买入资产丙，直至将资产丙的市价推高到对应回报 5%的位置，即 5400 亿——这就是所谓“价值从不缺席，它只是偶尔迟到”的底层原理：**同样盈利能力的资产，定价必定一样。如果不一样，资本一定会挺身而出将差异收入囊中。**

此时，15~25 倍市盈率一定出现的原因就跃然纸上：因为国内无风险收益水平大约在 5%左右波动（以长期国债收益或银行保本型理财收益为参照标准），毛估估采值 4%~6%，对应市盈率就是 15~25 倍（市盈率是收益率的倒数表述）。

这是说：**如果一家企业的收益同时满足三个条件①收益 100%确定为全现金利润（不是 60%现金，也不是 120%现金），且②未来不会变动（不会增长，也不会衰退），且③利润全部分给股东（因为没有扩大投资的空间），那么它的市盈率一定会和无风险收益投资的市盈率持平。如果不平，资本会逼它平。**当无风险收益率水平为 5%的时候，这家企业的市盈率一定是 20 倍。

然而，**企业股权不是标准债券，它的未来没有用条款清清楚楚写在纸上，**“Yesterday is a history, tomorrow is a mystery”，它几乎不可能同时满足上述三个条件。**人们总是由于信息、知识、判断力和情绪的影响，或者高估其未来盈利能力，或者低估其未来盈利能力，从而引发市盈率以无风险利率水平**

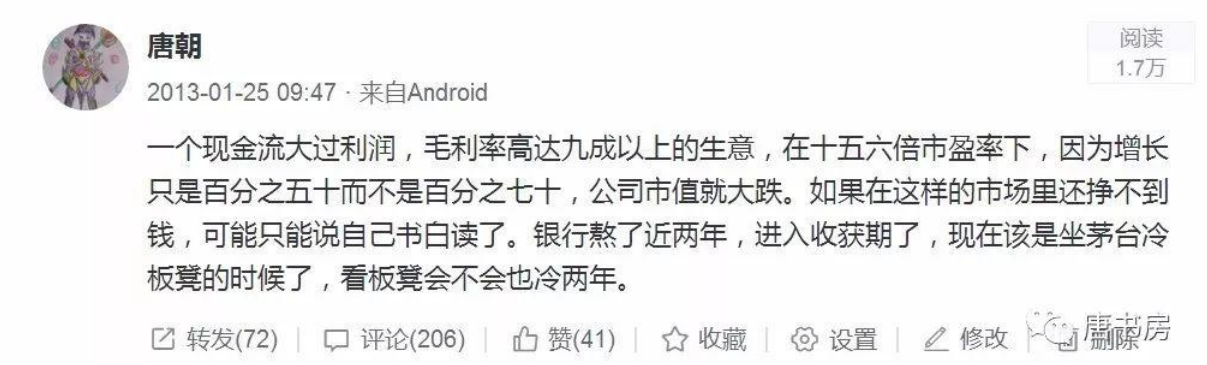
为中轴大幅摆动。

悲观的时候，远低于中轴，乐观的时候，远高于中轴，幅度不定。唯一能确定的是，人类之所以继续存在，就因为在历史长河中，从不会一直悲观到死，也不会一直乐观到上天，**人们总是在否极泰来和乐极生悲中摇摆。**

这就是“市场会出现 15~25 倍市盈率”的原因，**只要真实利润判断正确，资本的逐利性一定会将其推高到 15~25 倍市盈率水平。**

如果没有呢？**如果没有，那就是天降黄金，有桶拿桶，无桶拿盆。盆盆罐罐全部装满，就静看花开花落、云卷云舒……**

比如，就在 2012 年 12 月 10 日上条帖子之后，茅台继续从近 2000 亿市值下跌，老唐就曾在 2013 年 1 月 25 日气急败坏地发牢骚道：



跌势持续了大约整整一年，最低跌到约 1200 亿。2000 亿市值买入的人，照样最大浮亏 40%。还好，板凳并没有冷够两年，1200 亿~2000 亿之间拿盆拿桶的投资者，很快赚的盆满钵溢（4 年最高超过 7 倍）。

这就是老唐要解释的第二个问题了**②买入后继续跌怎么办，为什么？**这个问题没有人讲的比本杰明.格雷厄姆的市场先生寓言更透彻，老唐直接照抄：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股份，要么想把他自己的股份卖给你。 即使你们所共同拥有的生意很稳定，市场先生每天还是会固定地给出不同的报价。遗憾的是，这个可怜的家伙有个毛病，那就是情绪很不稳定。

当他高兴时，往往只会看到影响生意的利好因素。此时，他会给出一个很高的报价，因为他害怕你会把他手中的股份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——都会变得暗淡无光，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股份卖给他。

市场先生还有一个很可爱的特点：他不在乎被冷落。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。

沃伦.巴菲特也用一个农场故事，重新演绎了恩师的市场先生寓言，他说：

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。

也正因为此，每当有人问我**某某股票为何跌或者为何涨**，或者问我**为什么有利好还跌或有利空还涨**的时候，我都很**无语**，不知道该如何解释这种浪费脑花+无解的诺奖级别难题

而当有人问我：**价值投资真的适合 A 股这样一个充满投机气氛的市场吗？**老唐通常直接给出答案：**越是投机盛行的市场，越是适合价值投资。因为股价会在两头都更加远离价值，我们将有机会以更划算的价格买到，以更高估的价格卖出**——顺带说一声，全球所有的资本市场，都是投机盛行，天朝股市参与群体并不比歪果仁群体更冲动或者更理性。

六大问题，上篇 4000 多字解决了俩，还剩四个：③为什么是 100%，而不是 180%或者 50%？④为什么是三年，不是一年或八年？⑤三年后的真实净利润如何测算？⑥到 15~25 倍市盈率就卖出吗？咱们且听下回分解……

第359篇.　　2018.1.7-老唐估值法及运用解析（中）

原创　2018-01-07　唐朝　唐书房

上篇解决了老唐估值方法“预计三年后 15—25 倍市盈率卖出能赚 100%，就可以买入，高杠杆企业打七折”中的两个问题：“①股票一定会回到真实利润的 15~25 市盈率背后的原理”及“②如果买入后它继续跌怎么办？”。（第②个问题，还可以阅读书房去年 10 月推送的《散打投资 13》和《散打投资 14》两篇）

今天同时推送中篇和下篇，一次性继续解决剩余的 4 个问题：③为什么是 100%，而不是 180%或 50%？④为什么是三年，不是一年或八年？　⑤如何计算三年后的真实净利润？　⑥到 15~25 倍市盈率就卖出吗？

为什么是 100%，而不是其他数据，原因非常简单，三条：

A.　三年 100%，年化回报约 26%，已高于世界头号股神巴菲特的长期年化收益记录，再高的长期记录目前人类还没有。

而我清楚的知道，自己就是个平凡人，不是闪电侠蜘蛛侠斗战胜佛或者其他什么五百年一开花三千年一结果的盖世奇才，“创造人类新纪录”的梦，我就不做了。所以，选择三年翻倍而不是更高收益率为决策目标；

B.如果真能做到长期年化 26%，估计等我离开人世的时候，财富数字将大到以千亿为单位。前几天雪球有人撕一位名叫什么万亿的网友，估计这位万亿兄就是这样敲计算器的。

贫穷限制了我的想象力。对默默过小日子的老唐而言，十亿百亿千亿这些数据，没啥具体概念，脑海里反应不出来区别。甚至想到那么大的数字，还有点轻微头痛。所以，我实际的年化收益梦想并没有 26%那么大，**能长期年化超过 12%足矣，再多就推给人品！**

鉴于我的判断一定会有错，所以我虽追求 12%，但以 26%为目标，其间的差额，是预留的容错空间。

通过预留容错空间，达到即便部分估算错误，或者价值回归所需时间比预想的长（例如茅台实际到 2017 年才做到 270 亿左右净利润，比我 2012 年预想的晚了一年），也能获得基本满意的收益率。

由于要保留一定的容错空间，所以，类似三年 50%之类的较低目标，就被排除了。

C.图方便。反正是毛估估的，无需那么精确到 92.36%或者 149.31%，大致 100%，利于迅速口算决策—

—这条理由是不是有点搞笑呢！哈哈，伟岸形象瞬间破产……

那么，**为什么选三年为思考期限，**而不是一年、二年、五年、十年呢？这个还确实没什么理由，纯经验成分。经验说，资本市场里的恐惧、遗忘和贪婪，大致在三至五年时间段里，完成交替，所以就武断地选了这么个时间段。

这是一个类似山东军阀韩复渠解释三民主义的取值过程：“为什么要实行三民主义呢？一民主义太少，二民主义不够，四民主义太多，三民主义刚好！”

哈哈哈，说到韩复渠，老唐跑个题，分享两首民间乱传的诗，有说是张宗昌写的，也有说是韩复渠写的。这可是老唐压箱底的笑话，也是逗乐我家领导的法宝：

《大明湖》

大明湖，明湖大，

大明湖里有荷花。

荷花上面有蛤蟆，

一戳一蹦哒。

《闪电》

突然天上一火链，

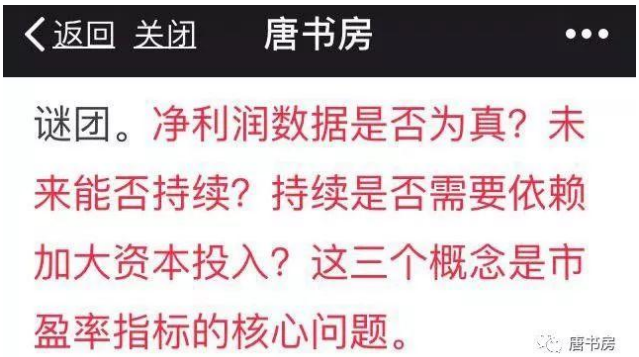
莫非玉帝想抽烟。

如果不是想抽烟，

怎么又是一火链？

说两个笑话，轻松一下，因为接下来老唐要开聊相对困难的话题：**如何计算三年后的真实净利润？**

早在去年六月的一篇书房文章里，老唐写过了利用最简单的市盈率完成估值的三大核心因素：“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？”



并开玩笑地指出**“会看市盈率高低，是小学生技能。但懂的在什么情况下才能使用市盈率估值，恐怕至少是中专生技能”。**

市盈率是投资回报率的倒数，投资看投资回报率是天经地义的事情。但是，由于会计规则和商业模式的缘故，**同样的净利润数据背后，可能是天差地别的公司经营状况。**

因此，我们在使用市盈率快速估值的时候，一定一定一定要先慎重思考这三个核心问题，并牢牢记住**不是所有的公司都适用市盈率估值，**绝对不可以看一眼市盈率为 5 或 100 就轻率地做出低估或高估结论，那其实和电视屏幕上看图说话的股评师是五十步笑百步的关系。

三大核心问题中的“净利润数据是否为真？”是分析历史数据的技术活，虽然不算轻松，但稍微花点

儿时间，完全不难。《手把手教你读财报》整本书讲的都是这个，正如手财副标题：财报是用来排除企业。

——注意，这里的**净利润数据是否为真，并不单指造假问题。还指有些公司由于商业模式和产业链地位的问题，赚取的利润可能只是账面数字或不可信假设下计算出来的理论数字，无法变成可供股东支配的真金白银。**

排除造假公司以及利润难以变成真金白银的公司，核心是应收账款、关联交易、经营现金流和投资现金流等数据分析，这些内容手财里都有，此处就不展开了。

唯一提醒的是：排除企业和确认造假不同，前者疑罪从有，后者则要求严格证据。我们是做投资的，不是警察。所以**坚持疑罪从有，有疑不投**即可。“股市的公司那么多，靠谱的其实没有几个，不要爱过了、错过了，留下了站岗的你，独自唱情歌~”（预备唱）**投资行业最大的好处是，没有人因为你不投某企业而罚你退场。**

投资真正的难点，在后面两个问题**“未来能否持续？”、“持续是否需要依赖加大资本投入？”**。这两个问题，需要真正看懂一家具体的公司才能做出判断。那，**怎样才算看懂了一家公司呢？**

在去年 5 月的书房文章《看不懂与看得懂》里，老唐归纳了四条：对于一家公司，能明确回答以下四个问题，基本上就可归为看得懂。

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）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？

然而，不要轻视，四个问题其实是相当不容易回答。个人经验，**没有该行业从业经验的投资者，至少需要认真阅读过去五年公司及直接竞争对手的财报，才可能做出基本判断**——不是一定能做出，只是“可能”有能力做出。**这个工作，没有捷径，没有万能公式。如果有，一定是错的。**

由此，老唐个人有个习惯，喜欢在网络上关注那些持续数月乃至数年盯着某一个行业甚至某一个公司的投资者，而不是什么都能谈的头头是道的人。

坦率说，一般看见提问者报个公司名或代码，某某人就能够谈出对该公司的看法、估值甚至买卖建议，老唐心中立刻会降低对此人的信用评级。如果这种状况持续出现在此人过去并没有深入谈论的多个行业或公司，其看法的价值，就基本可以归为菜市场大妈级别了。

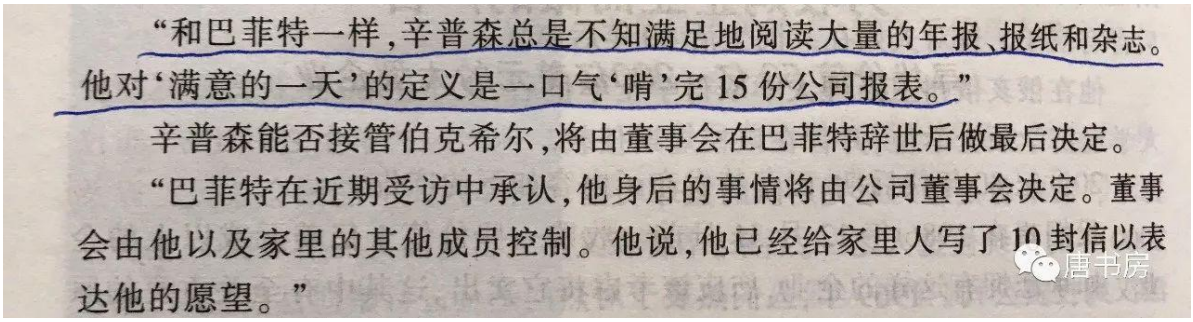
在书房里，也经常有朋友发来一个公司名字，或者一个代码，以及简单的几项财务指标，然后问老唐：“老唐，你认为这家公司合理估值多少？”老唐只能苦笑，要么假装不在，要么回复“抱歉，不懂。”

正因为此，对于那些能够不停地挖掘出新黑马，一年能分析甚至交易 50 家公司的投资者，老唐是无法理解的。在我看来，按人生 50 年投资生涯算，**如果这辈子能够理解 50 家公司，就已经是顶顶厉害的牛人了。**

毫无疑问，这种牛人是稀缺的，而且你会发现他们会持续多年，翻来覆去地说着那有限的几家公司，无趣的很。正如巴菲特所说**“我希望自己每年能有一个好想法，两年一个也行。”**

阅读财报是理解公司的起点，这个工作是个体力活，无人可以替代你，它必须一份一份、一年一年地

积累。巴菲特的准接班人卢.辛普森曾经分享过他心目中对满意的标准，是**一天啃15份公司报表**。这标准挺吓人的，老唐没做到。所以，人家能管理百亿级别的美金，确有过人之处。


“和巴菲特一样，辛普森总是不知满足地阅读大量的年报、报纸和杂志。他对‘满意的一天’的定义是一口气‘啃’完15份公司报表。”

辛普森能否接管伯克希尔，将由董事会在巴菲特辞世后做最后决定。

“巴菲特在近期受访中承认，他身后的事情将由公司董事会决定。董事会由他以及家里的其他成员控制。他说，他已经给家里人写了10封信以表达他的愿望。”

唐书房

坐下来一份份地阅读财报，那么枯燥（尤其是开始。多读一些后，反而会发现乐趣无穷），这恰恰是价值投资永远是小众的原因。正如格伦.格林伯格谈到价值投资无法普及的原因时说的，

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。



唐朝

来自Android 发布于2015-10-10 12:11

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

唐书房

因此，无论价值投资理论多么清晰，多么简单，对于绝大多数人而言，必将是**“懂得了很多价值投资的道理，但依然做不好投资”。**投资很简单，但并不容易。**简单体现在理念上，不容易则体现在理解具体公司上。**

接下来，老唐要用几条老帖，演示看懂企业并决策的过程。毫无疑问，涉及到“喟瑟”茅台的问题。再次强调，每年上涨的股票一大堆，茅台股价毫无喟瑟价值，截图和旧帖仅仅用于演示思路和理念，请唾弃下篇中的喟瑟（若有）意味……

第360篇.　　2018.1.7-老唐估值法及运用解析（下）

原创　2018-01-07　唐朝　唐书房

接下来，老唐要用几条老帖，演示如何解决看懂相关的四个问题。毫无疑问，又涉及到“嘚瑟”茅台的问题。再次强调，每年上涨的股票一大堆，茅台股价毫无嘚瑟价值，截图和旧帖仅仅用于演示思路和理念，请唾弃其中的嘚瑟（若有）意味。

老帖 1.发于 2013 年 11 月 13 日（为便利阅读，仅截图部分示意，原文拷贝成文字展示。下同）：

如果我怀揣 1500 亿，准备做出和茅台一样好的酱香白酒。地、水、原料、工艺流程不会是大问题，都是属于有钱就可以买到的，无外乎是代价较高。可能成为障碍的地方，我认为会是：

1）老酒。因为茅台酒如今备受推崇的口味，每一瓶都是新酿的酒和陈年老酒协作的神奇结果。茅台公司存的老酒，最早的已经超过半个世纪了。如果我想做一个和茅台竞争的企业，将要考虑万吨级，按照 6.5%的老酒比例考虑，每年需要 650 吨以上的陈年老酒。这一点，我的新公司，只能偷工减料，且至少 15 年内无解决办法；

2）勾兑师。酱香酒要靠不同批次，不同年代，不同口味的基酒进行勾兑，这个技术迄今为止，完全要靠大师的舌头来完成。在可以看得见的将来，也看不见可以精确量化而后由机械操作的可能。但是，目前优秀的勾兑师，基本上都在茅台公司，相信茅台公司和他们之间签署了工作合同和同业禁止协议。因此，我想从茅台公司挖来足够数量的勾兑师，即便出得起价格，也可能招来官司，导致我的企业生存问题；

3）工人。每个熟练工人年均产量不过 3 吨多。如果我做万吨级，至少需要超过 3000 熟练工，这里面必须包含很大数量的有「多年」经验的工人。茅台镇及其周围会做酒的工人，这些年可能不会失业在家。所以，这意味着我只能依靠从茅台以及茅台镇其他企业挖墙脚。和勾兑师面临一样的法律问题；

4）大容量自动勾兑技术。茅台 2007 到 2008 年研发成功的专利。此技术把生产工人人均年产量从 2006 年的 3.08 吨，提升到 2009 年的 3.92 吨。这个技术，我没有，即便我高价盗买出来，也会被告侵权；

5）品牌。今天是个注意力碎片化的时代。注意力分散在数不清的电视台，报纸，网站……上，相比一个声音传全国的时代，想达到同样的知名度，可能需要付出数十倍甚至更多的代价。我暂时还找不出，花钱可以在极短时间内，让我的品牌达到茅台知名度的渠道。

知名度还相对容易，更难的是美誉度。如同巴菲特说过，你会为了便宜一毛钱，而把一种从来没有听说过的口香糖塞进嘴里吗？茅台，由于历史原因，几十年来，由各级国家领导人义务担任品牌大使，在一个官本位的社会，其影响力是巨大的。今天，作为我新创的品牌，已经无法做到这一点，无论多少代价，都不可能了。

并且，为了抢夺喜欢茅台口味的饮者，我会尽可能模仿茅台。最高境界，是「像茅台」。既如此，饮者弃正品而饮山寨的唯一理由，只能是便宜。价高和口味像茅台，鱼与熊掌。那么，我的品牌形象，会显著的低于茅台。独酌的内行，也许能因性价比而被我吸引，但白酒主要还是一种社交产品，很难想象，有人会请贵客时告诉对方：这个酒口味很像茅台，但比茅台便宜，所以，我买来请您。

——综上所述：老酒，人才（大师，工人），技术，品牌五个东西，是茅台无法被金钱夺走的核心竞争力。任老师转发的这篇文章中提到的土地，水，原料，制曲技术，制酒技术，气压，管理等，反而是我认为的相对比较薄弱的外围竞争力。



唐朝

来自雪球 发布于2013-11-13 12:25

回复@renjunjie: 如果我怀揣1500亿，准备做出和茅台一样好的酱香白酒。地、水、原料、工艺流程不会是大问题，都是属于有钱就可以买到的，无外乎是代价较高。可能成为障碍的地方，我认为会是：

1）老酒。因为茅台酒如今备受推崇的口味，每一瓶都是新酿的酒和陈年老酒协作的神奇结

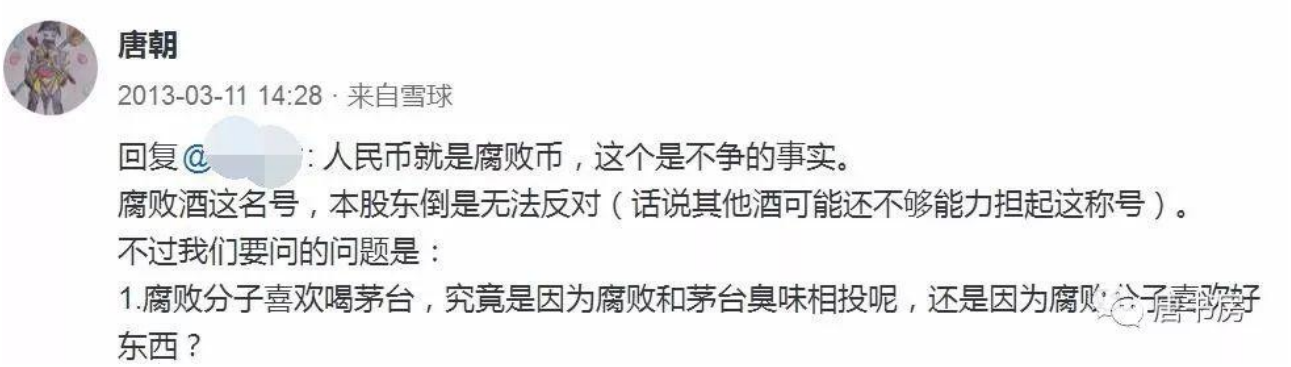
老帖 2，发于 2013 年 3 月 11 日的：腐败酒这名号，本股东倒是无法反对（话说其他酒可能还不够能力担起这称号）。不过我们要问的问题是：

1. 腐败分子喜欢喝茅台，究竟是因为腐败和茅台臭味相投呢，还是因为腐败分子喜欢好东西？

2. 腐败分子喜欢的东西，非腐败分子会不会喜欢？两种人的人性是趋同还是趋异？

3. 严打腐败，算虎口夺酒吧，夺下来的酒是直接烧掉倒掉，还是会被其他非腐败分子拿走？

三个问题问通了，是否下注我觉得不难下决定。



唐朝

2013-03-11 14:28 · 来自雪球

回复@[redacted]：人民币就是腐败币，这个是不争的事实。

腐败酒这名号，本股东倒是无法反对（话说其他酒可能还不够能力担起这称号）。

不过我们要问的问题是：

1.腐败分子喜欢喝茅台，究竟是因为腐败和茅台臭味相投呢，还是因为腐败分子喜欢好东西？

老帖 3，发于 2013 年 2 月 20 日：之所以是白酒而不是黄啤红成为商务政务主要用酒，个人觉得主要原因是白酒可以比较快的使人进入兴奋状态。在商务政务活动中，人们时间宝贵，寻求迅速消除陌生感，进入易沟通状态。

在这一点上，黄酒太慢，适合熟人之间谋杀时间用（煮酒论英雄，男女调情勾引，士大夫清谈…）。黄酒适合慢节奏农耕社会；白酒适合快节奏工业社会；啤酒则以其适合大杯牛饮的特点，适合草莽豪情；至于红酒，不理解，按说特点和黄酒类似——这一切，一个赢家的不同，恐怕很难改变它。

也许等社会发展到一定时期，商业和政治利益无需在酒桌饭桌上争夺，吃饭举杯回归为一种纯粹礼仪的时候，红黄酒才有成为中国商业政治舞台的主流选择，也才可能成为大众的主流选择（大众只是模仿精英而已），一如今日红酒在西方之地位。



唐朝

来自Android 发布于2013-02-20 18:22

回复@中国资本市场: 老唐一点浅见:即便资本兄这个假设成立，可能还是会流行白酒。之所以是白酒而不是黄啤红成为商务政务主要用酒，个人觉得主要原因是白酒可以比较快的使人进入兴奋状态。在商务政务活动中，人们时间宝贵，寻求迅速消除陌生感，进入易沟通状态。在这一点上，黄酒太慢，适合熟人之间谋杀时间用（煮酒论英雄，男女调情勾引，士大夫清谈...）。黄酒适合慢节奏农耕社会；白酒适合快节奏工业社会；啤酒则以其适合大杯牛饮的

唐书房

老帖 4，发于 2014 年 3 月 31 日

除了口味适应原因之外，在中国这样的人情社会里，所谓由俭入奢易，由奢入俭难，就是茅台能继续抢其他白酒份额的逻辑。在当前价格体系大体不变的情况下，去年送茅台的，今年除非不送酒，否则就还是茅台。降低为五粮液，送礼收礼的双方心中都会有个影子；去年请客用茅台，今年改用五粮液，借口需要思量许久；去年吃人请是喝的茅台，今年回请就不好降为五粮液……奇妙之处在于，反过来就毫无障碍。



唐朝

2014-03-31 13:07 · 来自Android

除了口味适应原因之外，在中国这样的人情社会里，所谓由俭入奢易，由奢入俭难，就是茅台能继续抢其他白酒份额的逻辑。在当前价格体系大体不变的情况下，去年送茅台的，今年除非不送酒，否则就还是茅台。降低为五粮液，送礼收礼的双方心中都会有个影子；去年请客用茅台，今年改用五粮液，借口需要思量许久；去年吃人请是喝的茅台，今年回请就不好降为五粮液。……奇妙之处在于，反过来就毫无障碍。@释老毛 兄以己度人，看是不是这个理儿？

唐书房

转发(69) | 评论(252) | 赞 | 收藏 收起

老帖 5，发于 2014 年 2 月 22 日：

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。



唐朝

阅读 1974

2014-02-22 09:57 · 来自Android

近日，因几篇关于茅台细节的口水文，被多位朋友教育，认为老唐研究过度。虽然我自己觉得，和我文中提到的那几位酒仙相比，我的研究其实还是「过度不足」，好些东西都还似是而非的，还需要不断的提问和学习。但若大家都喜欢「模糊的正确」（我不懂这个词组的含义），喜欢简单，我也模糊一下，战略一下，框架一下……用几句话谈谈我对自己持仓的四只股票的看法。够简单吧！

特别提醒一句，老唐个人认为，雪球上最有价值的东西，是关于企业生产经营的信息及讨论。至于看法，是一种读来轻松惬意，却又没什么价值的麻醉品。人人都有，人人的都不一定对。关心别人的看法，要么是自己懒得思考，要么是求认同找勇气。两者都很危险。

唐书房

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

以上五条帖子，分别谈到了老唐的认识：**1.竞争对手无法提供同样的产品；2.反三公只是让酒从过去的官爷嘴里，转移到过去被公权力挤到一边去的消费者嘴里；3.白酒文化不会被替代；4.茅台有挤占竞品份额的优势；5.因此，无需担心茅台酒的销售问题。**

汇总起来说，大致相当于 2013 年 1 月 18 日的老帖我的想法简单:1.塑化剂没酒精危害大，人类没有因酒精而弃酒，就不会因塑化剂而弃酒；2.打击公费消费，是虎口夺食，为了让私费消费的到，而不是让大家都不消费；3.对于库存不折旧的茅台来说，如果一两年内销量下滑，只当股东身份兼做白酒收藏家了，算委托公司以 819 的价格帮我们收藏了一批，囤货至市场下一次亢奋的时候出手；4.如果我是茅台集团，这个价格，我愿意发债或贷款七百亿私有化茅台，账上两百亿现金再挤点预收，剩下的三到五年内搞定，收获一头现金牛；5.我不是大股东，所以我只能抱住股票不放。



唐朝

2013-01-18 12:05 · 来自Android

回复@[illegible]: 我的想法简单:1.塑化剂没酒精危害大，人类没有因酒精而弃酒，就不会因塑化剂而弃酒；2.打击公费消费，是虎口夺食，为了让私费消费的到，而不是让大家都不消费；3.对于库存不折旧的茅台来说，如果一两年内销量下滑，只当股东身份兼做白酒收藏家了，算委托公司以819的价格帮我们收藏了一批，囤货至市场下一次亢奋的时候出手；4.如果我是茅台集团，这个价格，我愿意发债或贷款七百亿私有化茅台，

唐书房

正是基于上述认识，老唐回答了上面四个有关懂与不懂的问题，理解到塑化剂和反三公对茅台并没有形成长期伤害，茅台的业绩受限且仅仅受限于生产。同时，通过财报确认公司净利润含金量足够，明白公司提高产量所需资本投入，相比产生的营收和利润而言相当微小。

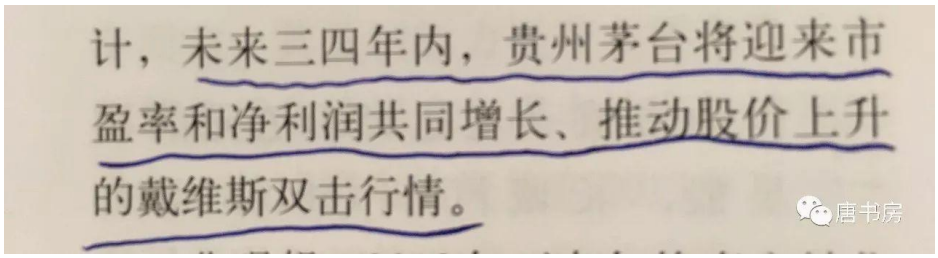
在此基础上，根据对茅台每年的基酒产量数据，及“当年基酒产量的 75%≈四年后商品酒产量”的等式，估算出 2016 年公司茅台酒销售量将可达 2012 年销售量的两倍。按照价格不变、净利率不变的假设，计算出 2016 年净利润会翻倍。

然后，顺理成章地即可得出**“2016 年真实利润可能会达到 270 亿，若届时市场给 15~25 倍市盈率，意味着 2016 年的市值约 4050~6750 亿。对比当前市值不到 2000 亿，获利空间超过 100%，下手”**的结论（注

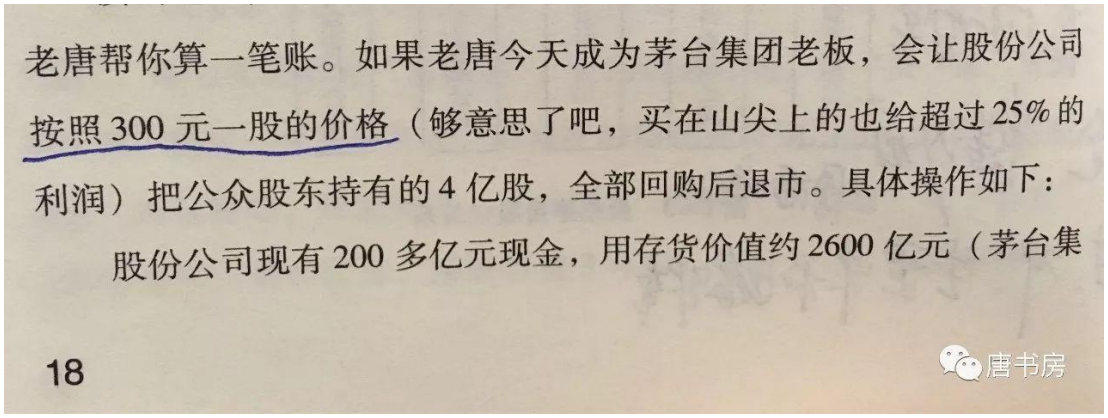
意，认识的形成，与上述发帖时间并无一一对应关系）。

这就是一个阅读公司财报，看懂一家公司，估算出三年后净利润，并做出决策的完整过程。

实际上，到 2014 年，在更多信息的支持下，老唐最终做出**“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。”**的判断。该判断刊登于 2014 年 5 月 16 日《证券市场周刊》第 45 页，当日茅台股价约 155 元（复权价约 120 元）。



同时，在 2015 年 1 月 1 日出版的《手把手教你读财报》18 页，写下了**如果老唐是茅台集团老板，愿意按照 300 元一股的价格回购全部股份退市**的判断，当日股价 189.62 元（经分红送配后，相当于复权价 163.34 元）。书稿实际完成于 2014 年 10 月前，当时茅台股价在 160 以下（复权价约 120 多元）。



至于问题⑥**“到 15~25 倍市盈率就卖出吗？”，**因为我认为**市场的疯狂几乎不可能恰到好处地在合理位置停下，**因为**没有明显便宜占就不交易**的理念，我的答案是**“不卖”**。相关阐述可以直接阅读去年 11 月 20 日推送的《持有等于买入吗？》一文，此处不再重复。

至此，关于老唐估值法“预计三年后 15—25 倍市盈率卖出能赚 100%，就可以买入，高杠杆企业打七折”实操中的关键问题，全部解决。**现在的你，是因通透而欢喜，还是因没看见期盼中的三年后净利润计算公式而失落呢？**

如果是后者，需要提高警惕，你有被骗的潜质，因为你的内心藏着一个不用努力即可轻松致富的幻想。世上如果存在一个这样的公式，股市早就不存在了，完全由 cpu 规划的 GC 主义早就实现，不需要你努力奋斗了。

自己觉着这次应该算说透了，如果依然有问题，咱们后面找时间继续剖析。

最后必须强调：能够指导实战的估值方法有很多种，老唐分享的是自己使用的未来现金流折现法的超简实战版，它基本覆盖我个人投资的所有企业。但是，**市场有很多企业并不适用这种估值方法，**正如巴菲特在纳斯达克网络股狂潮中幽默的说过，如果让他来给商学院的学生考试，他会拿一些.com 公司让学生估值。凡是有答案的，一律挂科。

资产清算估值法、可比企业估值法、投资就是投人的风投估值法、甚至看行业空间或者企业愿景的大

局观毛估估……各种方法都不乏成功案例，老唐虽然不用（主要是不会），也不打算去赚那些我不擅长领域的利润，但对这些“其他估值法”绝无丝毫轻视意图（全文完）。

第361篇.　　2018.1.13-九连阳之下的冷思考

原创　2018-01-13　唐朝　唐书房

本文不是广告。不但是原创，而且有很多代码。特意套用广告名字和题图，算个恶作剧吧，就是为了只让部分老铁看到，控制分享范围。顺带也请各位不要将本文转发扩散，谢谢。

本文内容其实和标题更加吻合。2018 年开年的连续上涨，挺吓人的。别人的公司没看，单就我自己持有的企业，九个交易日内，已经有洋河涨幅近 20%、茅台和招商 H 涨幅超过 10%，其他腾讯、双汇、海康、张裕 B 也出现较大幅度的上涨。所有持仓股票里，仅国投和信立泰出现了小幅下跌。



这种市况下，乐观情绪慢慢开始充斥市场。不过呢，在连续几年高收益之下，开年九个交易日又涨这么多，一般老司机都会本能地觉着今年日子可能不好过，大概率在后面陷入长时间的调整状态，对于很多介意市值回撤的朋友，可能造成压力。

尤其是今年的“大格局”是利率上行。利率上行对股市而言就是估值中枢的向下压力——即“现金等价物”这只“股票”的市盈率下降，投资吸引力增加，使更多资本产生“卖出股票，买入现金”的边际需求，从而导致股市承受向下压力。

炒股就是辛苦，要研究那么多。实际上，上述结论就是说出来也没什么价值，不足以支撑任何决策。对我而言，还是简单一些，看清楚自己的企业，然后呆坐等待即可。

本文简单分享一些结论，只针对老唐自己持仓的股票，按照当前仓位占比顺序聊。

1.贵州茅台 600519，仓位 42%+。

2017 年 10 月 28 日书房推送的估值表格依然有效，有效期持续至三月底，待年报发布后，会做轻微上调。

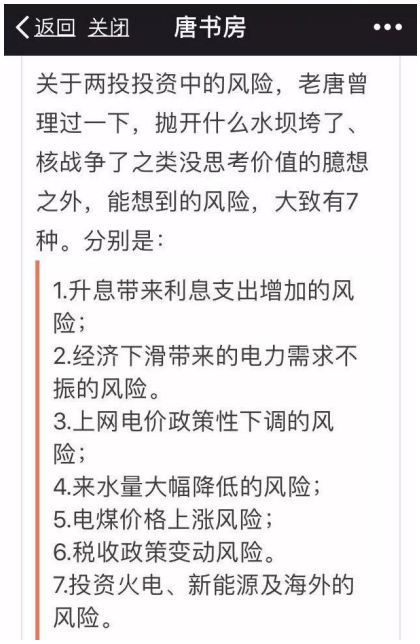
市盈率	状态	市值（亿）	股价	行为
＜15倍	变态低估	3750	＜300元	买买买！
15—25	低估	3750—6250	300——500	或买或持
30倍	合理	7500	600	持有
40倍	偏高估	10000	800	可持可减
50倍	高估	＞12500	＞995	卖出

对于好企业，最好的卖出时机是永远不卖——前提是股价不要涨的太快。就像茅台这样居于合理估值区间，被企业盈利推着走（之前的文章已经写过，预计 2018 年净利润 325 亿以上，昨天公司披露的集团 2018 年 900 亿收入计划，坐实了老唐 325 以上的推论），股价在合理估值区间±30%范围波动，是企业投资者最容易坐住，最容易赚钱的状态。2018 年，我对阿茅的期望值就是稳在千元上下晃动最好。

2.国投电力 600886，仓位 14%-。

2016 年 10 月至 12 月，老唐在唐书房连续推送了国投电力分析文章 18 篇，分为《从雅砻江三季报说起》系列和《两投的风险因素》系列，全部收于书房“企业分析--水电能源”菜单下。期间国投股价在 6.28~7.14 之间波动，老唐给国投的估值是 12 元。

至今，在 2016 年 12 月 9 日推送的《两投的风险因素 1》里面，谈及的七大风险因素，3 和 5 已现，1 有轻微露头迹象，加上老唐对清洁能源消纳难度估计的不够保守，12 元的估值给高了。



不够保守主要体现为两点，一是市场竞争中水电让利幅度超过了我的估计（水电成本低，成了让利的主要理由）；二是低估了雅中直流建设阻力。在上述两点判断之下，2017 年全年，老唐总体是在逐步减仓国投（老唐无成本概念，加减仓不会考虑浮盈或浮亏）。减仓叠加涨幅落后因素，国投仓位占比从最高超过 25%，降低为目前的不足 14%。

目前给它的心理估值 10 元，相对于当前约 7.5 元左右的价格，还有约 1/3 估值回归空间。总体来说，这是一笔虽没有赔钱，但依然相对失败的投资。说失败，不是因为股价没涨，而是对基本面判断有失误。失误的主要部分，居然不是在争议最大的火电资产上，反而是原以为兜底有保证的水电上——高估了水电清洁能源的消纳能力。

由于基本面的变化，低估程度的减少，以及自己在优质和廉价之间，更加倾向于优质，估计在 2018 年里，老唐还会择机降低国投占比。

备注：雅中直流，起于四川省盐源县，途经四川、云南、贵州、湖南、江西 5 省，计划落点为江西省抚州市，线路长度约 1700 公里，输送容量 1000 万千瓦。雅中直流是十一五期间（2006~2010 年）国家电网规划的雅砻江中游电力外送通道，主要解决杨房沟和两河口投产后的水电消纳问题。

这些年不断传出各种准备工作落实的进展，不断传出要开工的消息。例如国家电网上个月 12 号举行的江西电力服务全省经济发展新闻发布会上，国网江西电力发展策划部副主任发展策划部副主任吴键还说到：

“加快特高压电网发展已多次纳入江西省代表团的全国两会提案，今年省政府工作报告再度明确要加快发展特高压；鹿心社书记近期在全省开放型经济发展大会上，再次提出要积极争取西南水电特高压入赣。

国家发改委、国家能源局已明确支持四川水电通过特高压直流电网送入江西，并在华中地区统筹消纳。下一步，省电力公司将在省委省政府和国家电网公司的坚强领导下，凝心聚力，加快落实特高压交直流入赣工程前期工作，促成项目尽快开工，早日惠及赣鄱大地”

但是，各种利益博弈，“宁要带来污染、消耗煤炭资源的本省火电，也不要外送的清洁能源”的地方势力，可能比我们预计的更有力量。

据本月 6 号的《中国能源报》报道，江西省能源局电力处明确表示“目前江西电力系统规模较小，如

短期内接受特高压，江西将成为全国受电比例最高的省份，电力系统风险巨大。因此，我们考虑并已多次向国家汇报，在‘十四五’中后期（老唐注，指 2023 年以后）再通过特高压引省外电力入赣。”

江西省在十三五期间（2016~2020 年），还要继续建设 864 万千瓦的火电（对了，还记得死了 73 人的江西丰城电厂事故吗？昨天的消息，宜春市副市长承担主要责任，被撤职），接纳雅砻江外送水电的难度越来越大，也正因为此，2017 年 11 月 7 日国家发改委、能源局发布的《电力发展十三五规划》里，依然没有明确雅中直流究竟建还是不建的问题。雅中直流建设的推迟，对于雅砻江中游电站的盈利能力是根本性的伤害，直接降低雅砻江水电和国投电力的估值。而白纸黑字写成文件的煤电联动，本应确定并公布的消息，也依然在各大势力博弈中，迟迟没有动静。

老唐个人估计电价还是会上调，但上调幅度还在博弈——现在的推测是度电上调 1 分到 3 分之间，但最终偏左还是偏右，巨头们正掰手腕 ing……**3.腾讯控股 00700，仓位 14%-。**

腾讯的估值反而是比较简单的事情，去年写过好些篇文章了，此处只说结论。腾讯的核心优势有二，其一是 QQ 和微信平台，几乎一网打尽所有智能手机用户，且用户每天在上面耗时较长；其二是连接一切的战略思路和深谙互联网及移动互联网的管理层。

在优势一里，腾讯未来营收和净利增长主要是两个字“深化”。也就是给全国高达 33 万亿的商品和服务零售总额，提供“鹅牌替代品”，并从中获取相应的收入（33 万亿是 2016 年数据，包括线下 28 万亿，线上 5 万亿）。这部分，无论在流量、支付以及直接提供产品或服务的角度来说，腾讯必将分一杯羹。

在优势二里，腾讯利用对互联网和移动互联网的更深理解，扶持和挖掘相关产品，利用被投资对象所期望的流量优势、品牌优势、口碑优势，获取理想的投资入股价格，并通过上述优势将被投资对象扶持做大，获取增值。

简单说就是某项目，假如当下合理估值是 100，其他风投要拿 20%股份，需要支付 20，但腾讯可能只需要支付 10 甚至 5 就可以拿下。因为原股东非常期待腾讯介入后，带来流量、品牌和口碑优势，使企业估值迅速提升，存活和胜利乃至成为细分龙头概率均大幅提升，从而弥补在入股时的价值让步。况且，腾讯在投资方面还有很大一个优势：如果我俩谈不拢，我会投你的竞争对手。这句潜台词的恐吓力是足够的。

有了上述两点定性，腾讯接下来几年的增长是基本可以确定的，差别只是幅度。所以，在老唐最近一次推送有笔新钱计划加仓腾讯时（12 月 6 号），自己写过一个简单推算：

以 2017 年约 700 亿人民币的利润为起点考虑，若未来几年年均净利润增长能维持 30%，则 2021 年净利润预计为 2000 亿左右，若届时市场给予 25 倍~30 倍市盈率，则市值 5 万亿~6 万亿，相对当前不足 3 万亿（366 港币/股）的市值，有接近翻倍的空间。

若年均净利润增长为 20%，2021 年预计约为 1500 亿，若届时市场给予 25~30 倍市盈率，则市值为 3.7 万亿~4.5 万亿，年化收益率约 7%~15%。就上述估计而言，我的判断是增长 20%～30%之间基本能够确定，再高就算额外赠送。25 倍~30 倍市盈率也基本确定，再高也要看市场先生。

此处追加，收益率大概率落在 20%以上，兜底不会坏过 7%。新钱暂时没有更好的地方去，就加了一小笔。**4.民生 01988、招商 03968。仓位合计 11%-（6%+、5%-）**

银行股，我正好持有冰火二重天，涨最好的和涨最差的。这实际上就是在“不知道银行这几年优势究竟会在资产端还是负债端”的前提下做的决策，两头围堵，它俩在我心中，是一对套利的银行股。当然，这里的套利不是一渣一沽，而是无论银行这两年的优势体现在资产端还是负债端，我都能保证自己逮住一

个，取得行业平均收益。

关于这俩银行的竞争优势，还是直接拷贝 2014 年 2 月 22 日我发在雪球的帖子，观点没有变：

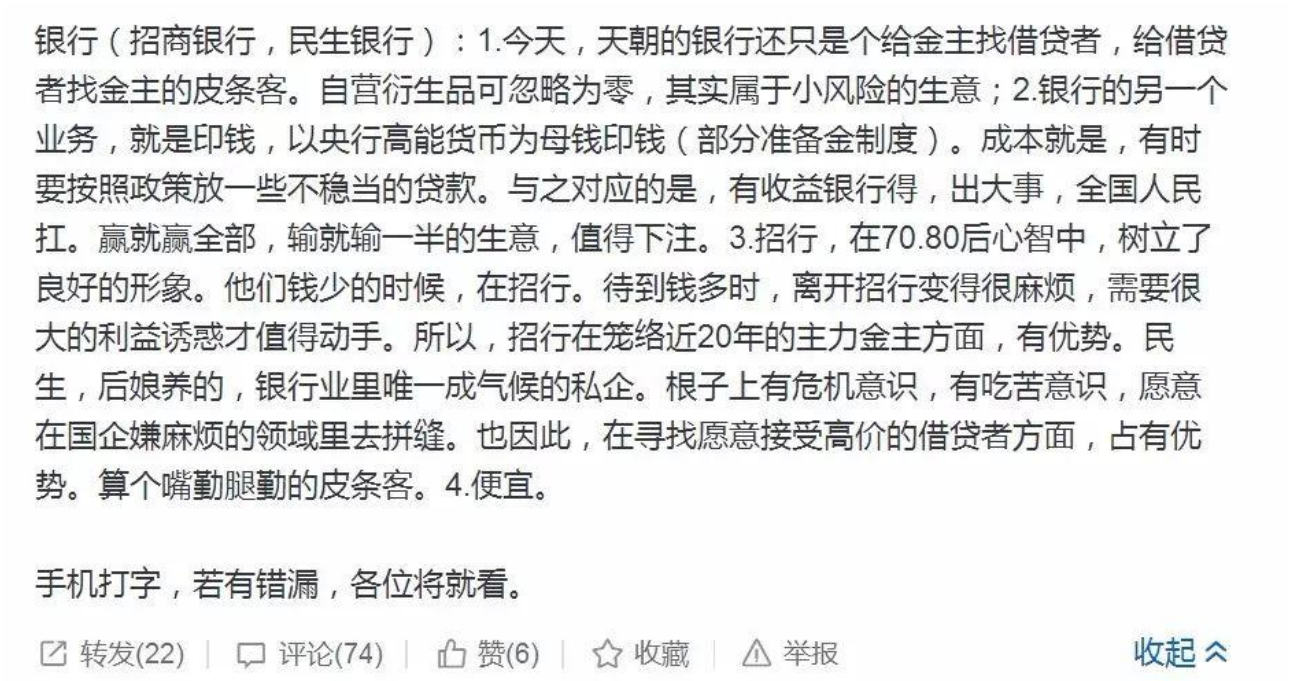
银行（招商银行，民生银行）：1.今天，天朝的银行还只是个给金主找借贷者，给借贷者找金主的皮条客。自营衍生品可忽略为零，其实属于小风险的生意；

2. 银行的另一个业务，就是印钱，以央行高能货币为母钱印钱（部分准备金制度）。成本就是，有时要按照政策放一些不稳当的贷款。与之对应的是，有收益银行得，出大事，全国人民扛。赢就赢全部，输就输一半的生意，值得下注。

3. 招行，在 70.80 后心智中，树立了良好的形象。他们钱少的时候，在招行。待到钱多时，离开招行变得很麻烦，需要很大的利益诱惑才值得动手。所以，招行在笼络近 20 年的主力金主方面，有优势。

民生，后娘养的，银行业里唯一成气候的私企。根子上有危机意识，有吃苦意识，愿意在国企嫌麻烦的领域里去拼缝。也因此，在寻找愿意接受高价的借贷者方面，占有优势。算个嘴勤腿勤的皮条客。

4.便宜。



老唐写了一本 15 万字的《手把手教你读财报 2》来谈银行股，但无论在雪球或者在书房，却很少写文章来讨论银行，一般也很少在评论里答复有关银行股的提问。

主要原因是银行要涉及的金融术语太多，如果术语理解不了或者界定不清楚，大家妄图几句话交流，完全是鸡同鸭讲，瞎扯对嗑，毫无价值。而如果读过《手 2》的，对于银行股值不值得投资，投资的时机是什么，银行股如何估值等内容都已经有清晰的阐述，再谈也谈不出什么更多的东西。

2017 年银行业的主要事件是严控理财、打击非标，这都是《手 2》里预见过的内容（主要受害者某业银行）。2018 年，老唐依然会保持资产优势行和负债优势行均衡配备。或许会根据估值变化，再搬部分招行到民生或者工行上，其他不会有什么大动作。

5.洋河股份 002304，仓位 6%+

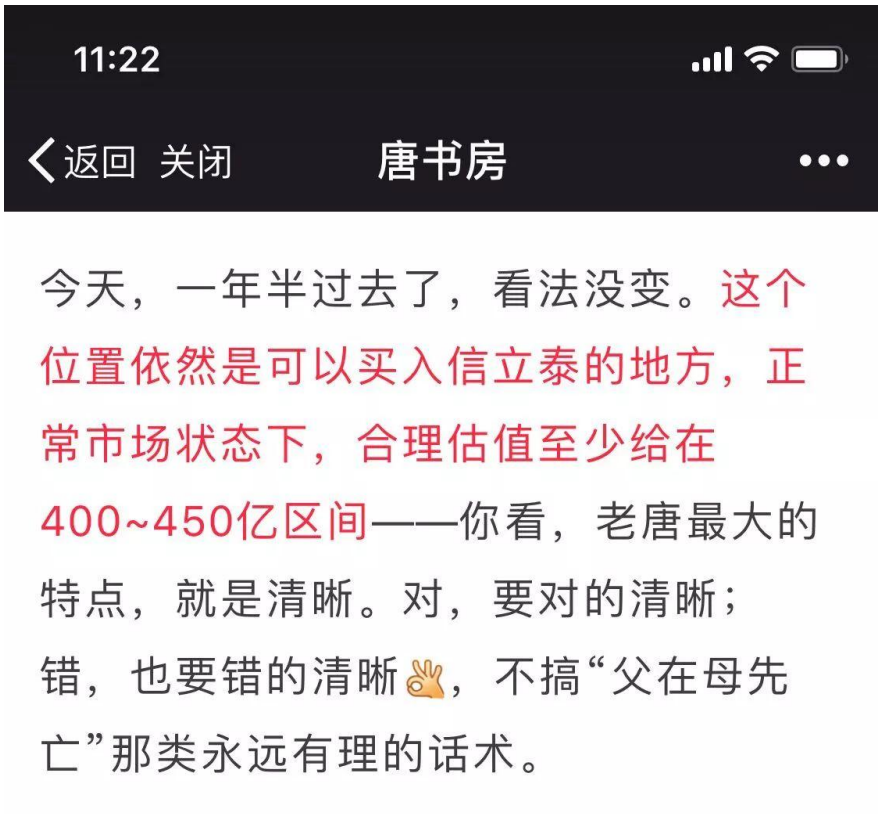
洋河，企业基本面发展良好，和以往文章所谈没什么变化。在去年 5 月 14 日书房文章里，老唐直接给出结论，2017 年洋河的合理估值约为 1700 亿上下（当日 1222 亿）。



2018 年开局良好，最新消息是从去年 12 月 20 日到 1 月 10 日期间，洋河销售额已接近 80 亿元，各价格带主力产品增长喜人，海之蓝、天之蓝、梦之蓝分别同比增长 140%、121%、218%，珍宝坊增长 82%。最令人惊喜的是，梦之蓝 M9，春节期间销售预计将达到 2017 年全年的两倍，达到去年春节期间的四倍。优秀是一种习惯，好企业总是不断地带来惊喜。在主力产品发力，尤其是高端产品发力（茅台零售价暴涨打开和带动的增长空间，谢谢阿茅）的可喜局面下，洋河的合理估值可以看高两成。也就是说，今天收盘的市值（2065）可以看作 2018 年的合理估值——注意，只是合理，并非高估。没有明显便宜占不交易，是老唐的投资信条之一。

6.信立泰 002294，仓位 4%+，

信立泰，老唐也给过简单粗暴的结论。2017 年 8 月 27 日书房文章

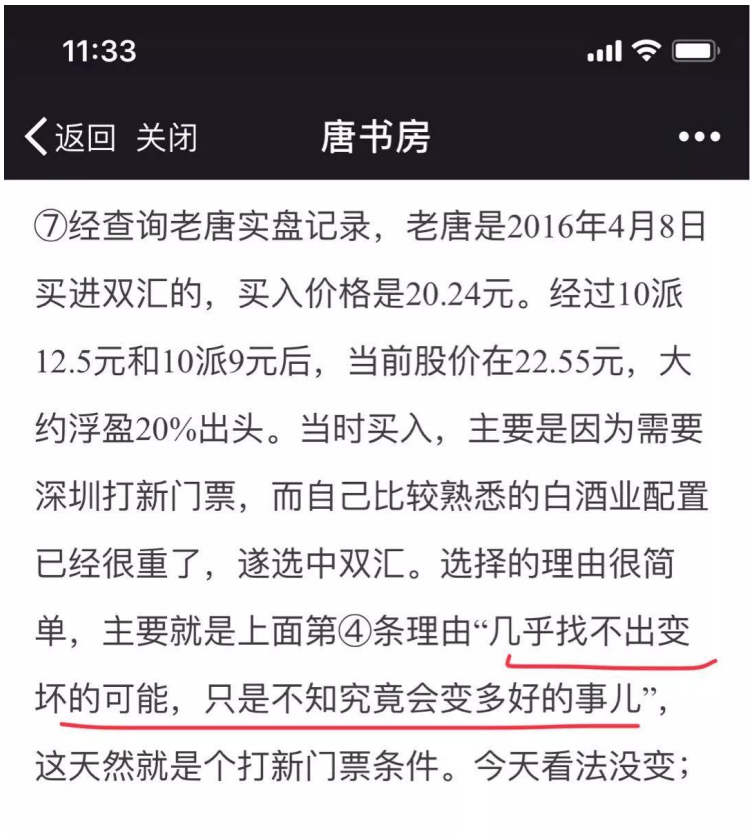


文章发布当日，信立泰市值不到 325 亿（次日老唐 30.2 元少量加仓，书房实时推送），今天 456 亿。再次进入了合理估值区间，推动信立泰半年上涨超过 40%的催化剂“一致性评价通过、新药逐步放量”因

素，文中都谈过，现在形势没有变化，老唐给该股的估值也没有变化。

7.双汇发展 000895，仓位 4%-

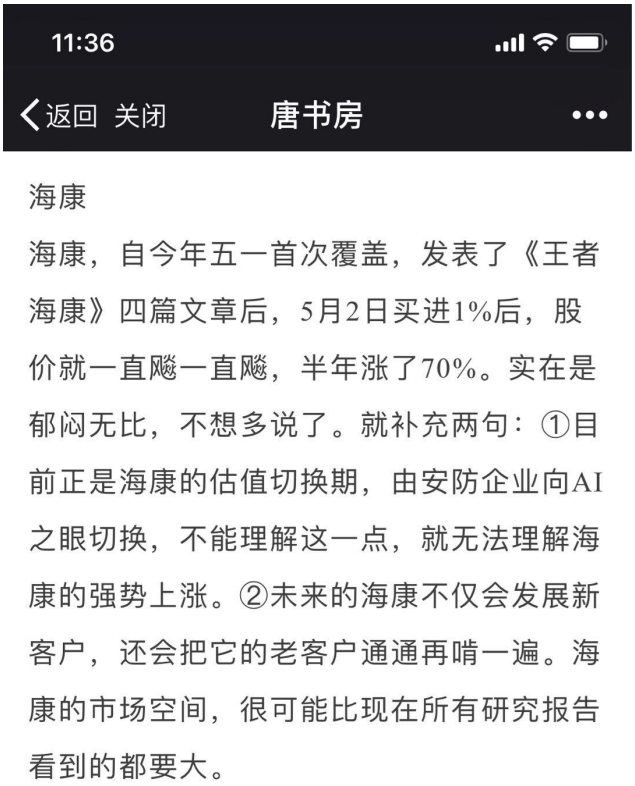
2017 年 4 月 5 日，书房文章《蛰伏者双汇》给的买入和持有理由“几乎找不出来变坏的可能，只是不知究竟会变多好”，今天也没有变。



双汇刚刚换了帅，由擅长生鲜的马相杰，替代了致力于推动低温肉制品而收效不大的原总裁游牧，企业的战略会发生怎样的变化，需要时间观察。对其看法没有变，继续持有中。

8.海康威视 002415，仓位 2%-

海康发展前景不错，老唐在去年 11 月 1 号的推送文章里，这么写海康（当日市值约 2870 亿），今天看法没有变。



只是海康估值轻微偏高，暂无继续买入打算。可以和腾讯做对比，腾讯 2018 年大概 900 多亿利润，目前约 3.5 万亿市值。海康 2018 年大概 90 多亿利润，目前约 4000 亿市值。论行业前景和竞争环境，明显腾讯更优，有钱宁加腾讯不加海康。

9.古井贡 B200596、张裕 B200869、粤高速 B200429，合计 5%-（2%-，1%+，1%+）

由于资金调度不便，B 股目前占比较小，主要是观察和尝试意义。三只 B 股里，古井贡 B 估值偏低，在 2018 年行业整体景气度上升形势下，股价大概率继续走强。

张裕是国内红酒龙头，在行业里一家独大。以去年上半年数据看，张裕一家的营收占 15 家红酒业上市公司营收总和的 52%，净利润的 258%（张裕盈利 6.7 亿，其他 14 家合计亏损 4.1 亿）。其领先优势非常明显，净利润第二名威龙和第三名莫高，净利润仅有 0.26 亿和 0.14 亿，完全不是一个竞争体量的。而营收老二长城，营收也仅有张裕的 43%，净利润更是亏损 3.6 亿元，产品竞争能力和企业管理能力也不在一个级别上。

在 2017 年 12 月 16 号的《入坑》一文里，老唐阐述了自己的认识，核心主要是：第一，老唐截止目前依然不懂红酒；第二，张裕连续数年营收和利润稳定，证明有自己的忠实消费群体抵御海外红酒的冲击；第三，红酒行业整体应该还会有扩大前景；第四，在这个扩大中，国产红酒行业龙头没道理才 110 亿市值；第五，股权结构还算令人放心。因此，配置一点学习。

粤高速 B，是一个类似债券的股票，估值便宜、回报稳定，但期望值不大。在老唐越来越侧重“优质＞便宜”的体系下，　不排除哪天一哆嗦，就将这 1%捡便宜的仓位换成别的了。

今年尚无交易发生，个人实盘组合显示如下：



其他好懂，就是这个组合显示的“月 12.17%”没搞懂是怎么算出来的。自己对比了一下市值，相对于年底写总结的记录，2018 年的 9 个交易日，市值实际只增加了 8%+。

基本就这样了。对了，还有 1000 股宋城演艺 300144，观点无变化，继续等跌中。

没有新黑马，都是老面孔。对于周周都要找两只黑马、天天都想抓住一个买卖点的投机者而言，本文是无趣的老调重弹。对于投资者而言，盯好自己能理解的企业，足矣。至于自己不懂的企业，例如地产、保险、比特币……，无论是一年十倍还是一天十倍，对我而言，就仿佛听到有人买中福彩，哦一声就过了。

偶像巴神，早在 1970 年就已经这样公开回答错过牛股的质疑：“放弃一个我无法了解和认识的机会，并不会让我感到烦恼——尽管其他人可能已经对此进行了深入的分析，并已经取得了良好的回报”。～沃伦.巴菲特 1970-2-25，老唐没有什么补充的，抄过来与大家共勉

以上分享，均是老唐的个人看法，100%确定会有错误。据此决策、风险自负。类似截图这样的读者，建议立刻清仓，珍爱生命、离开股市！切切。



祝各位周末愉快！

文字_2018-01-18

唐书房 *2018-01-18*

抱歉，这周和下周，琐事忙碌，时间零碎，没精力坐下来看报表。国投经营数据没解读（甚至我根本不知道今天发布经营数据??），各位别发信息催了。总之，本月老唐无交易，持仓无变化，看法无变化……??

第362篇.　　2018.1.28-估值的误区

原创　2018-01-28　唐朝

两周没码字，摸着键盘居然还有点生疏感了。各位朋友，有木有想老唐啊！我是真的很想大家，先祝各位周末愉快，市值长阳……

两周的停更时间里，好些朋友在后台发来信息，其中有两件事比较有趣，是拿来聊投资理念、聊估值方法的好话题。

第一件说在元月十三日老唐发出《九连阳之下的冷思考》一文后，雪球上很多“价值投资者”发布清仓国投的帖子，说曾经大力鼓吹国投电力的老唐，转而看空国投，所以抢先清仓；第二件说雪球有人发帖排列雪球的价值投资者，因老唐有追高买入腾讯的举动，不属于价值投资，被排除了。

老唐究竟是分享对国投公司的看法，还是“鼓吹”国投公司的股票，这是诛心，无法讨论，也没有讨论价值。书房关注，风险自负，老唐不主动、不拒绝、不负责。至于老唐是否属于价值投资者，不重要。世上好像没有“无价值投资者”集群，差别只是大家对价值大小及价值来源判断不同而已。

原帖我没看到，本文也不是辩解和讨论这两件事儿，而是想借机聊聊企业估值和投资中，必然会遇到的同类问题：一是估值的修正，二是估值高低的参照物。

先说国投的估值修正问题。在《九连阳之下的冷思考》一文里，老唐谈及国投时，表述的意思是：由于对市场竞争下水电让利幅度以及雅中线建设阻力估计不足，之前 12 元/股的估值高了，调低为 10 元/股。预计在 2018 年里，老唐会择机继续降低国投占比。

这段话被理解为看空国投，好像有点滑稽。当前股价不到 7.5 元，老唐估值 10 元，明明是看涨 33%，怎么算看空呢？同样，说自己“会在 2018 年内择机降低国投占比”，正常理解，这句话应该也说的是预计年内会有高于 7.5 元的价格出现吧？明明是看多。哈哈！

阅读文章的人怎么理解，老唐没法掌控，也无意纠正。抄作业这件事儿，确实有这么一个难题存在：如果所跟随的对象看错，或者改变观点，你怎么办？是坚信其早期观点，还是追随其变化，或因为此人“居然”会改变观点而怀疑其能力和人品？

投资生涯里，看错不是丢人的事情。每个人都会错，也都曾经错，包括巴菲特、芒格、施洛斯、索罗斯等世界顶级大师在内。对企业价值进行修正，更不是丢人的事，相反，是每一位认真的投资者应该随时拷问自己的问题。若是为了维护永远正确的形象，而罔顾事实，为坚持而坚持，那才是真正的荒诞，是对金钱的极度不负责任。

关于看错，应对的主要手段，一是尽可能选择业务相对简单、容易预测的企业，降低理解的难度；二是坚守能力圈，加深对圈内企业的认识和跟踪，减少犯错的几率（当然，不断学习，逐步扩展能力圈也是

必要的）；三是在买入时预留安全边际，给可能到来的错误留下缓冲空间；四是在能力圈内做到相对分散，减少单次错误所能造成的伤害程度。

拿这次老唐对国投电力的系列分析来说，2016 年 11 月，唐书房雅砻江系列文章里，老唐给国投做的最终估值是 662 亿~927 亿之间（截图来自 2016 年 11 月 26 日书房文章《雅 8 号外》），折合每股 9.75 元~13.66 元间。



	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

在当时，预计由于环保加强因素及煤价走高因素，水电的清洁和低成本优势有可能更大地发挥出来，所以在估值区间取值时，偏右取 12 元/股。今天，由于形势比预计的更恶劣，取值偏左，按 10 元/股考虑，实际并没有脱离原估值区间。

在该估值表发表当日，国投电力股价 6.68 元，市值 453 亿。市值与估值区间之间的广阔空间，就是给自己留下的安全边际，保证了即便企业发展状况比预想的差，该笔投资也不会出现亏损，或者至少不会出现大额亏损。

事实上，国投的 2017 年真的很艰难，比我预想的难多了。不利因素既有市场方面的，也有政治方面的，确实有部分变量是老唐没有预计到的，此处不牢骚了。然而，即便如此，这笔投资也就是赚的较少而已，并没有出现本金的损失，究其原因，便是安全边际的威力了。

正因为坚持这样的原则，在过去六七年里，老唐持仓中没有出现亏损出局的公司（当然，一个重要原因是本身参与过的公司也不多）——上一次亏钱的经历，还是 2011 年，苏宁电器亏损 16%出局。

当企业经营情况发生变化的时候，投资者要不要根据实际情况调整自己的判断呢？我的答案当然是“要，要，切克闹（Check it out）!”正如老唐同样会根据企业经营变化对茅台做出估值调整，写出《重估茅台》一文，让自己在 500 元之后能够继续重仓持有茅台一样。

Check it out（全面核对，认真检查的意思）是投资人的必备功课。本来就不盯盘，不关心股价，要是连企业经营情况都不随着财报去切克闹，那真成佛系随波逐流派了。老唐神经没那么大条，也没听说过有这么大条的投资者。

再来说第二件事。说追高腾讯不算价投，又让我想起那篇评论过千的热帖《致唐朝》，文中质疑老唐

“三十倍估值坚守茅台，八十倍估值加仓腾讯”，和“追高不算价投”一脉相承，算是同类错误。

当然，《致唐朝》错误更低级些，属于急着指导别人，没顾上看基础数据，瞄一眼行情软件上的 PE 就敢下笔如有神的类型——《致唐朝》发布当日，腾讯市盈率 45 倍左右。

《致唐朝》发表至今近一个半月，“30 倍的茅台”和“80 倍的腾讯”双双旱地拔葱，又上涨了约 20%。短期的股价上涨不代表对错，80 倍或 45 倍的数据取值也不影响所暴露的理念问题。

这种 30 倍 80 倍（45 倍）不能继续持有/买入的思想，和“追高不算价投”的想法一致，一般自诩为格老的忠实门徒。但这种思想恰恰忘记了价值投资的最核心的基石：“股票代表企业的部分所有权”。对股票的分析和价值判断，不能脱离对企业的认识和理解。

脱离企业，仅仅依赖于历史统计数据来看待股票，属于看倒车镜开车，是对价值投资的刻舟求剑式认识。一家企业估值的高或低，不是和历史股价对比，不是和获利百分比对比，不是和投资人的买入成本对比，也不是和其他股票的单价对比……

因为是历史新高，所以太贵；因为已经赚了五倍，所以太贵；因为买入成本低，所以拿得住，因为买入成本高，所以无法坚定持有；因为股价 500 元，所以比 5 元的股票贵……内心持有这些看法的投资者，可能暂时还只能划归于韭菜的行列。

说到韭菜，在投资市场，它算是一个带有鄙视或自嘲性质的蔑称。但首创这个称呼的人，真的很有才华。“韭”这个字，是个象形字，下面一横是地面，上面是随风飘摇的茎和叶。

茎和叶，构成一个清晰的汉字：非。

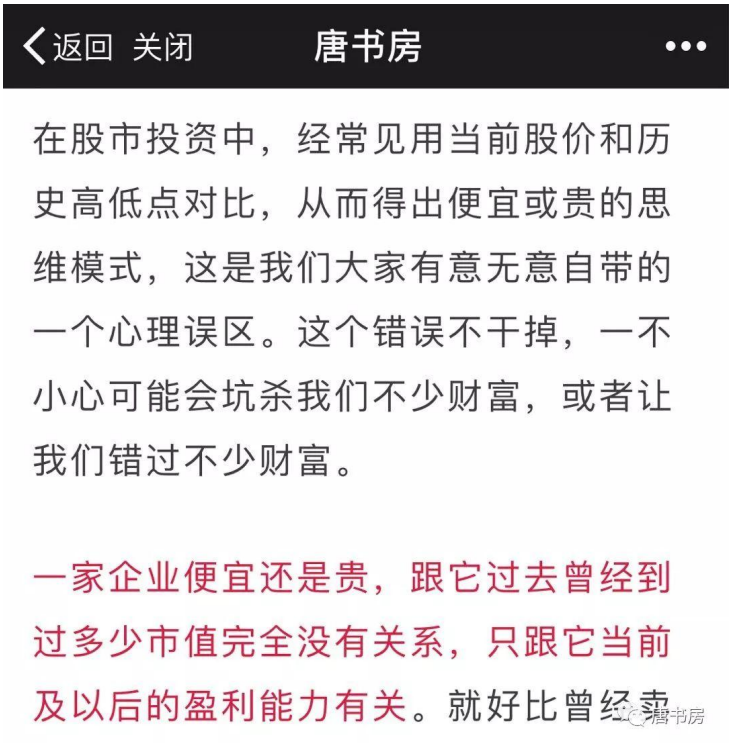


什么是“非”？非就是错误的、不正确的。韭菜的特色是什么？是割掉它的“非”，它顽强地，毫不改变地，再原封不动地长出一套“非”。套用某名人名言：同一个坑里摔倒两次的人是愚蠢的。韭菜的特色恰恰是在同一个坑里反复摔倒，“非”被割掉，再重复生长一套原样“非”。

所以，是不是韭菜，不在于是新人还是老手，不在于懂多少技术分析或者基本面分析技术，更不在于资金是三五万还是三五千万，而在于对于错误的态度。明知错误却老是重复错误，那就是韭菜。你有没有明知哪些行为或想法是错误的，但就是无法控制地重复它们？请自查。

跑题了，回正题。

便宜贵贱，不是用现在和过去比，而是用现在和未来比。这观点，老唐在多篇文章中分享过，比如去年 8 月 12 日的《散打投资 8》里面的这段



老唐也分享过，自己的投资体系非常简单，一句话就可以概括：“预计三年后 15~25 倍市盈率卖出能赚 100%，就可以买入，高杠杆企业打七折。”这句话里，只涉及到未来市盈率，并没有提及提及今天的市盈率。

今天的市盈率，30 也好、80 也罢，并非核心因素。如果三年后，能够以当年真实利润的 15~25 倍卖出去——届时不见得会卖，老唐另一个投资原则是占不到明显便宜不交易。15~25 倍卖出只是一种保守的思考方式——能带来多少回报，这个回报空间是否值得下注？这才是有价值的问题。

今天 30 倍市盈率的企业，如果未来三年真实净利润能够以 30%速度增长，三年后 25 倍市盈率对应的价格，依然有 83%的回报（1.3×1.3×1.3×25/1×30=183%，年化回报超过 22%，为何就不能持有呢？

今天 45 倍的企业，如果未来三年真实净利润能够以 50%的速度增长，三年后 25 倍市盈率对应的价格，依然有 87.5%的回报（1.5×1.5×1.5×25/1×45=187.5%，年化回报超过 23%，为何又不能买入呢？

要对此类买入或持有操作做质疑，针对企业成长性的分析和怀疑是有价值的，例如：依据某某某情况分析，该企业未来三年增速将低于 X%。Y 倍市盈率下买入，回报将更多依赖市场 pe 变化，确定性不够。

然而，想得出“依据某某某情况分析，该企业未来三年增速将低于 X%”这样的结论，需要阅读大量资料，收集大量数据，并做出深刻思考，难度较高。

于是部分“价值投资者”采用一种自我安慰的方法：统计市场或企业历史平均市盈率，然后套用均值回归这一模糊概念，在当前市盈率高于历史平均水平时，将其归为“高”，在当前市盈率低于历史平均水平时，将其归为“低”，从而得出一个万金油式的结论：高于历史平均市盈率下买入某股是不合适的。

有没有效呢？大样本下是有效的。在足够的样本数量下，极端案例可能相互抵消，从而使整体数据显示出规律。然而，样本集合符合规律，并不代表样本内所有个体都复合规律。投资人努力寻找的，恰恰是能超越集合表现的样本，否则我们直接投指数了，何必在数以千计的公司里，呕心沥血地选择那么有限的

几只。

拿老唐“追高”的腾讯来说。老唐是科技小白，后知后觉，关注和覆盖到腾讯，还是在机缘巧合下开设唐书房以后的事，论股价已经是别人赚过几百倍后了。

别人几百倍的部分略过，老唐的首次买入是 2017 年 1 月的 197.3 港币。那时距离历史新高仅有不到 10%的距离，过去 5 年（2012 至 2016）股价涨幅超过 6 倍，上市 12 年来，股价涨幅已经超过 300 倍。

高吗？在老唐买入时，说股价太高的人，不比今日少。说高的理由，和今日也差不多，无外乎市盈率高达 45 倍，股价涨幅太多，盈利盘累积太多，不可能只涨不跌，树不会长到天上去……等等，但今日说太高的人，所看的调整目标，好像也没有看低到 200 元以下的

其后，伴随着企业的发展以及对它认识的加深，老唐从 260 到 390 都陆陆续续有加仓，直至今天成为仅次于茅台的第二大持仓股。今日超过 470 元的股价，高吗？高！市盈率高达 54 倍，上市以来股价已经上涨超过 630 倍，盈利盘累积太多，不可能只涨不跌，树不会长到天上去……

然而，说太高的朋友，研究过代码背后的企业吗？未来盈利增速如何，增长质量如何，它的盈利、估值和股价，一定“均值回归”吗？……做过研究，才能对个股做出判断。否则，仅仅瞟一眼历史股价和行情软件的 pe，堆砌再多文字，浪费再多口水，也是那割不掉的“非”，误人误己……

绝不追高，只关注低市盈率、低市净率或者跌幅比较大的股票乃至历史新低的股票，同样是一种有效的投资模式。它是给自己画了个圈，整个圈，恰恰要求投资人放弃对个体的判断，通过分散，去拟合大样本下的统计规律。

它更适合于组合，不适用于个股。适合约束自己，不适合指点他人。依据大样本下的统计规律，对具体个股做出估值判断的——尤其是自己不了解的个股，无论说贵，还是说贱，都是拿错尺子而不自知。over！

****

后记：2018 年 1 月无交易，当月市值增长 9%+。当前持股茅台 41%+，腾讯 15%-，国投 13%+，民生 H7%-，招商 H5%+，洋河 6%-，信立泰 4%-，双汇 4%-，海康 2%+，古井 B2%+，张裕 B1%+，粤高速 B1%+，另有观察仓宋城不计。



2018.1.30　调仓记录　文字_2018-01-30

唐书房　*2018-01-30*

在 1 月 13 日九连阳那篇文章里，老唐说“粤高速 B，是一个类似债券的股票，估值便宜、回报稳定，但期望值不大。在老唐越来越侧重“优质＞便宜”的体系下，　不排除哪天一哆嗦，就将这 1%捡便宜的仓位换成别的了。”

今日就把它哆嗦了。清空粤高速 B，所得资金大部加仓古井贡 B，少量增加张裕 B。

当前持仓变成：茅台 40%+，腾讯 15%+，国投 13%+，民生 H7%-，招商 H5%+，洋河 6%-，信立泰 4%-，双汇 4%-，海康 2%+，古井 B3%+，张裕 B2%-，另有观察仓宋城不计。

第363篇.　　2018.2.2-避雷要诀

原创　2018-02-02　唐朝　唐书房

本周，股市爆出好几个地雷，一时引发各类题材概念垃圾股大跌，也顺便引发段子高手爆笑出场。没持有这些地雷股的，看着段子开心一笑，给投资生涯增添了几分欢乐，但持有的这些雷股的朋友门就欲哭

无泪了。今天老唐就借着刚刚披露的这几颗地雷，聊聊股市避雷要诀。

先看这两条留言谈到的两个雷

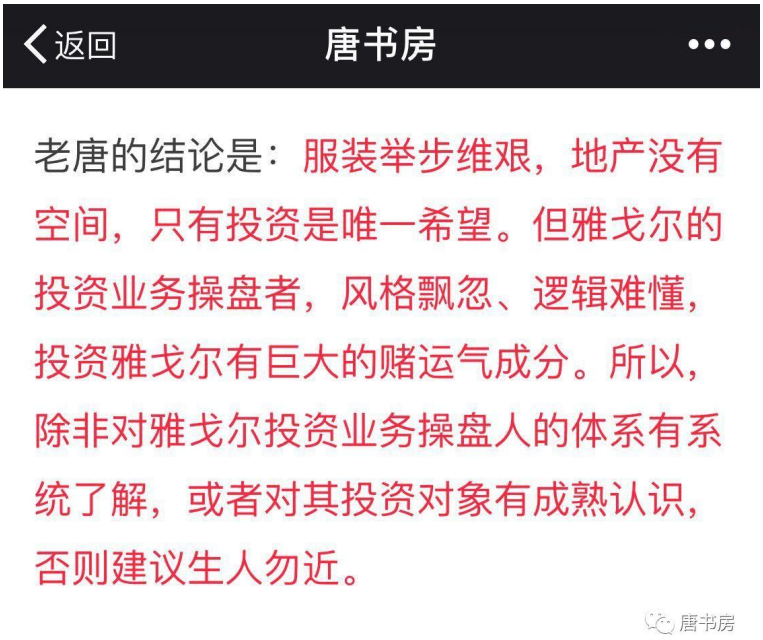


獐子岛故伎重演，又玩扇贝跑了的把戏，导致公司四季度扭盈为亏，从三季报时预告盈利约 1 亿，变成全年亏损 5.3 亿~7.2 亿。这么大金额的扇贝，是成建制离家出走了，不知道它们在异乡还好吗？有没有被当地的乌龟王八地头蛇欺负呢？——记得上一次獐子岛扇贝任性出逃，也就是三年前的事儿，当时也是直接导致獐子岛产生七亿多的亏损。

这种老把戏在中国资本市场屡见不鲜。在《手把手教你读财报》58~60 页，老唐特意用一个题为《生物资产：造假高发区》的章节，谈了生物资产造假的手段以及造假者集中在这个领域的原因，并郑重提醒“农、林、渔、牧行业是造假高危区域。历史经验证明，除了农、林、渔、牧，软件、集成电路、生物科技也是造假高危区域”。

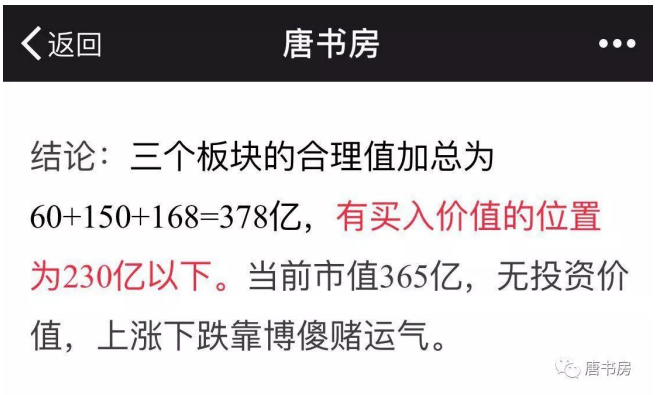
原文内容略长，就不在这儿摘抄了，有兴趣的朋友再去翻翻该章节，对照獐子岛“扇贝去哪里了”的故事，能够更好地理解对该领域投资应具备的警惕性。这种可以从书本上学来教训，就不要拿自己的金钱去交学费了。

至于雅戈尔，因在去年 6 月 19 日的《点杀》一文投票里，有 1163 位朋友点杀雅戈尔（占总票数的 10%），高居点杀榜榜首。所以，老唐大概抽了两天的空闲时间，翻了翻雅戈尔的财报，并在 6 月 24 日发表了《生人勿近雅戈尔（上篇）》、《中篇》及《下篇》，文中给出的结论是：

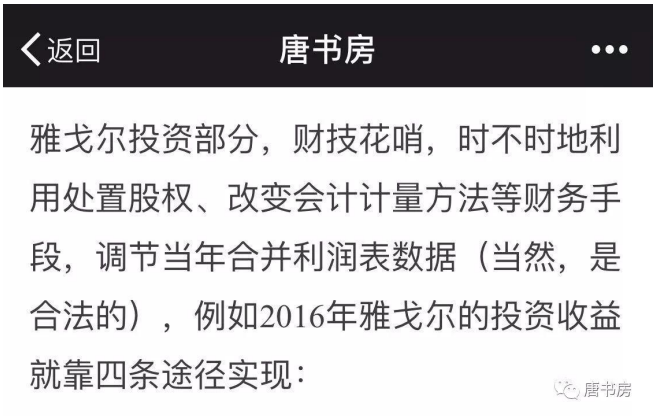


这个结论的全部阅读和思考过程，后来还写成了《生人勿近诞生记》上下两篇。对于一名希望学习财报阅读和企业估值技术的朋友而言，老唐个人认为这五篇文章应该列为必读。

拿一份雅戈尔财报，按照《生人勿近诞生记》的步骤和要点，一路看下来，只要抱着基本客观态度，基本上都能毫无难度地发现雅戈尔服装行业困难重重，地产规模很小没有看头，而投资部分风格飘忽、逻辑难懂，从而得出「当时 365 亿市值没有投资价值」的结论，也就躲过了本周计提 33 亿、利润同比下降 90%的地雷。



在《生人勿近雅戈尔》（下篇）里，老唐还特意指出：



本周，雅戈尔披露的 33 亿亏损，就是又一次财技展示——“当然，是合法的”，将投资中信股份的“浮亏”计提，产生 33 亿利润表亏损。这是对过往年份“掩盖”的无奈承认，实际上，这 33 亿亏损主要是在 2016 年上半年造成的。

2016 年上半年，雅戈尔投资的中信股份，已经浮亏 32 亿人民币。只不过当年假装不在，扛着等反弹，以期望股票涨起来改善利润表数据。结果等了一年半，想象中的反弹没有到来。

截止今天，中信股份股价和 2016 年 8 月 31 日发布半年报的时候，几乎一模一样：2016 年 8 月 31 日收盘价 12.22 港币，2018 年 2 月 1 日收盘价 12.28 港币。收盘价没变，雅戈尔投资中信收到的分红，不够本金利息，成本又增加了数亿。

在《手把手教你读财报》83 页，老唐专门强调了“可供出售金融资产可能是隐藏的金矿或者地雷……看看期末账面值与买入成本之间的差额，计算一下其浮亏或浮盈能对上市公司产生多大影响，便能先人一步知道是发现了金矿，还是踏进了雷区。”

就拿雅戈尔对中信股份的投资来看，打开公司财报，搜索“中信股份”四个字，便能很轻松的发现，公司 2014 年下半年开始“炒”中信股份股票的。

2014 年下半年投了 6.16 亿，大约在均价 12.9 港币买进 5755.6 万股，然后赚了不到 3%，清仓跑了，给当年公司利润表贡献了 1771 万元净利润。杯具是，2014 年下半年中信股份股价最低 12.6 港币，最高 16.88 港币，雅戈尔基本抄了个底，却只吞下不到 3%的甘蔗渣跑了，十足的小散模样。

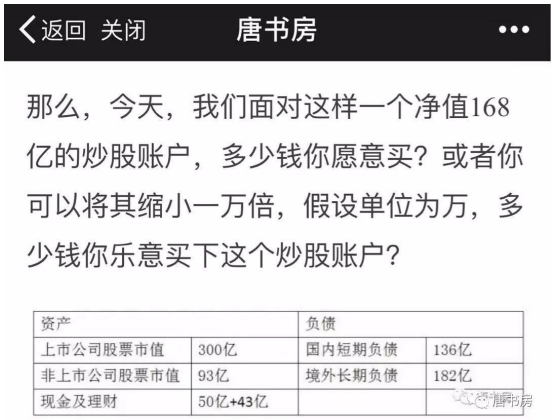
2015 年及之后，雅戈尔操盘手（应该就是李寒穷）对其的“投资”如下表：

时间	持股数量（万股）	期末市值（万元）
2015 年 6 月 30 日	7780	87612
2015 年 12 月 31 日	145451	1671907
2016 年 6 月 30 日	145451	1402298
2016 年 12 月 31 日	145451	1444178
2017 年 6 月 30 日	145451	1482024
2017 年 12 月 31 日	145451	1371453

唐书房

很清楚吧？追高买进（2015 年上半年买进价约等于 2014 年下半年卖出价），套牢，加仓摊薄成本，又套牢，然后死抗三年，至今没有解套，合计造成 33 亿损失（分红和借款利息都考虑）。三年累积亏损，一年释放，要烂就烂一年，以求来年低基数，这财技赤裸裸地没有任何技术含量。

买进后有赚，跑的比兔子还快，3%不到就闪人了；套牢就加仓，而且是融资加仓。敢亏不敢赚，常见的韭菜风格！加一个上市公司光环，这个炒股账户居然有人愿意原价甚至溢价买进，然后委托一个不认识不了解的人“炒股”，自己还没有任何发言权，穿透想，是不是很奇怪？



类似雅戈尔这种以炒股为业、且有玩弄财技前科的多元化公司，规避其实并不困难。只要能相对客观地去面对财报披露的数据，肯坐下来算一些小学数学题，足矣。

真正困难的东西，是如何防备自己欺骗自己、先看好甚至先买入再找买入或持有理由的心态。就譬如，就在雅戈尔计提 33 亿公告发布后，仍然有人意淫未来将计提转回，增加报表净利润。

在《手把手教你读财报》的 83 页清楚地写着，股票的减值损失，即便未来有条件做转回，也只能转回资本公积（现在统一归入其他综合收益），不改变利润表利润数据。这种转回增加净利润的春秋大梦，除了麻醉自己之外，没有别的用处。

本周，还爆了一颗更吓人的地雷——乐视网，巨亏 116 亿。过去 10 年，乐视累计报表“盈利”22.3 亿，今年一次性亏损额达到过去十年“盈利额”的五倍有余。

这曾是一家光芒万丈的明星公司，江湖人称神视网，口号是“一起窒息”或“超级 XX 颠覆普通 XX”。最牛的时间，是 2015 年上半年，股价从年初的 32 元出头，飙升到当年 5 月的最高价 179 元，5 个月 6 倍，风头无两。

而老唐恰好在 2015 年 4 月 1 日和 4 月 8 日分别写了两篇文章，提示乐视网用少数股东损益刻意做高上市公司净利润的财技，以及乐视网荒诞的收购把戏。文章在老唐的雪球置顶帖里，没看过的朋友可以自己去翻看

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/8290096439/40072[illegible]

谈及乐视这两篇文章，不是为了吹嘘自己有多神。恰好相反，在老唐发表了这两篇文章后，短短 23 个交易日，乐视股价又翻了一倍，耳光扇的啪啪作响。

看穿乐视的递延所得税以及神收购把戏，并不难，所需专业知识也就是《手把手教你读财报》水准，或者一名初级会计水准。然而，具备这些知识的人，照样有很多深陷其中，被炸的血肉模糊的。专业知识不是避雷第一要诀，真正的避雷要诀是正确理解“赚钱才是硬道理”。

赚钱才是硬道理，是网上经常能遇到的怼人口诀，与之相似的大概还有“你负责正确，我负责赚钱”、“你越来越聪明，我越来越有钱”等等。这些话大体的含义就是：管它投资投机，管它因为什么，只要能赚到钱就是对的，买的股票涨了才是最重要的，净值增长足以粉碎一切疑问……

听上去很有道理，我们是来股市赚钱的，不是比谁讲的更有道理，也不是比谁的理论更正统。然而，这种认识，忘记了“如果你手持火把穿过炸药库，即使毫发无损，也改变不了你是一个蠢货的事实”，必将导致投资人妄图在错误的逻辑中，依赖侥幸获取利润。于是踩中地雷也就成了迟早的事，而且越晚踩中危害越大：越晚踩中，投资额越大，损失额也越大，压力自然越大。更要命的是，投资增长的绝密武器「时间」也被浪费了。

所以，能否避雷真正的要诀在于：你认为在下图白线处买入，在 340 元清仓的人，是不是值得景仰和学习的高手？这个问题拷问清楚，你的投资体系就基本成型了。不延伸了，会得罪人，哈哈，打住。



刚才展示神视网两篇文章的时候，顺便展示了以前就放在一起的老文《海润光伏的阳谋》。该文的主要内容是指出海润光伏做了一个很黑的局，利用市场大部分人对财务知识的匮乏，布了一个高送转陷阱。文章发表于 2015 年 2 月 2 日，当时海润光伏股价 8.3 元。

为什么要说这段呢？因为今晚码字的时候，刚好手机上收到热点新闻：

***ST海润：股价若连续20日低于1元将被终止上市**

2018-02-01 20:49 Wind

附件:600401ST海润重大事项提示性公告.pdf (105K)

香港万得通讯社报道，*ST海润2月1日晚间公告，截止2018年2月1日公司股票收盘价为0.97元/股，股票收盘价低于公司股票面值。如果公司股票连续20个交易日（不包含公司股票停牌日）的每日股票收盘价均低于股票面值，公司股票将被终止上市。

唐书房

2 月 1 日收盘价 0.97 元，刚好整三年，跌掉了 88%。本周披露今年预亏 23.7~28.4 亿元，目前有退市风险，也是一枚响当当的大雷。然而，老唐要强调的依然不是看出陷阱有多高明，而是：在 2015 年 2 月 2 日之后，三个多月时间里，海润股价照样翻了近一倍，在 2015 年 5 月底达到 15.73 元。

能不能避开三年暴跌88%的雷，要诀并不在于你能否看懂海润光伏的阳谋，而在于你内心如何面对垃圾股、造假股、亏损股、题材股照样会暴涨的现实，如何面对这些暴涨让你“错过”的巨额盈利，如何面对你一直瞧不上的隔壁老王杀进去赚的盆满钵溢、对门张妈跟进去照样赚的荷包鼓鼓、连楼下不识字的王婆婆都在里面赚到钱了……

巴菲特曾强调过：“投资很简单，但并不容易”。不容易的核心原因，是因为市场经常会重奖错误的行为，以鼓励他们下一次慷慨赴死。而坚持做/且只做/正确的事，并愿意为此放弃市场先生颁发给错误行为的奖金，这才是避雷大法之核心要诀。

什么是正确的事？投资收益主要来源是企业的成长，这就是正确的事。一旦你以这种思路考虑问题，绝大多数雷区，你根本不可能踏入，甚至看，都只会远远地躲着看。

后记：

也是昨天，书房后台有位哭诉求救的朋友，连续发来几条消息，让老唐看后也很同情。



很例外地，老唐特意打开股票软件，将她发来的几个代码一一敲出来看了看。很遗憾，除了000917电广传媒因为2015年底在雪球参与过一次讨论，略有印象。其他三家里，知道飞乐音响的名字，但完全不了解，其他两个甚至连名字都没怎么听过，实在没有什么有价值的观点可以帮上忙。

我不知道这位朋友是因为什么买入这些股票的。在买进后跌了50%时，悲痛自己多年辛苦赚来的钱，已然没用，资本市场不相信眼泪的。要做的是假设已经割肉，重新审视自己的持仓，并在以后的决策之前，一定要提醒自己“账户里每一毛资本都是自己多年辛苦赚的，没有逻辑清晰的买入理由，绝不糟蹋自己辛

苦赚来的本钱”，这才是彻底的扭亏之道。顺带说一句：出于摊薄成本的补仓，是绝对错误的行为，会导致在泥潭里约陷越深。

祝书房的朋友们此生永不踩雷，

阿门，阿弥陀佛，无量寿佛，善哉善哉！

第364篇.　　2018.2.4-将来的你，会感谢现在奋斗的你……

原创　2018-02-04　唐朝　唐书房

昨天星期六，和十多年前居住的小区老邻居们团年，话题不知道怎么地聊到了人的主观能动性作用。老唐一时兴起，口沫横飞地扯到了前两天刚看过的一份新股资料，一通鬼吹。事后觉得聊的东西好像还有点价值，记录分享给书房的朋友们。

新股是 1 月 31 日摇奖的养元饮品，发行价高达 78.73 元。陌生的名字、奇高的价格，驱动老唐随手翻了翻相关资料——很可惜，翻了也是白翻，人品值累积不够，大肥肉老唐没摇中。

翻资料才发现，这家公司的名字虽然陌生，但说起他家产品「六个核桃」，估计绝大多数人都听说过。

老唐的习惯是新上市的股票，三四年内我基本不会关注，未满五年我不会投资（老唐有位线下好友，雪球@刘马克　更严格，上市满十年的公司才看）所以，这里不准备聊它是否有投资价值，而是由养元饮品的历史渊源，引发出对人的主观能动性的伟大力量的感叹。

这家公司成立于 1997 年，原名河北元源保健饮品公司，是河北老白干集团下属的一家国有企业。从成立开始，这家企业就没有昌盛过，到 2004 年，企业已经濒临破产。2004 年，老白干集团将公司作价 309.49 万元，整体转让给原管理层及员工共计 58 人，企业脱离国有身份，成为了一家私企。

企业还是那个企业，人还是那些人，也没引进什么海归海带海龙王，论说起来，没了国企身份，恐怕获取资金支持、政策支持还要困难一些了。但就是这班人，买下公司次年就搞出了明星产品六个核桃，硬是扛着原来濒临破产的公司，走到今天。

以 IPO 披露的经营数据看，2016 年，养元饮品营业收入 89 亿元，净利润 27.4 亿元。27.4 亿净利润水平，在整个 A 股的食品饮料行业里，可以排第七，仅次于茅台、五粮液、洋河、伊利、双汇、海天，已经超越老牌名酒企业泸州老窖（19.3 亿）了。

而此时，原来老东家老白干旗下上市公司老白干酒（老白干集团的核心资产）2016 年的营收才 24.4 亿，净利润仅 1.1 亿，营业收入总额还不及自己抛弃的养元饮品净利多。

再对比同行，同样主打植物蛋白饮料的老大哥承德露露，2016 年营业收入也只有 25.2 亿，不及养元饮品的三成。净利润 4.5 亿，更是只有养元的 16%左右。

要知道就在养元饮品前身濒临破产的时候，承德露露就已经是植物蛋白饮料的巨无霸了。2004 年，养元还是一个价值 0.03 亿的包袱时，露露的营收已近 10 亿，净利润 5000 万，市值数十亿了。

当时的露露，一定是买下河北元源保健饮品公司的那 58 名员工心中神一样的存在。而今天，他们已经远远超越了心中曾经的神，开始挑战更高的梦想，这就是人的力量。这个案例的有趣之处在于，企业只是卖给了原来本就实际经营公司的管理层和职工，就带来了如此天翻地覆的变化，变量似乎只能从人的主观能动性上去找了。

由此想到投资领域著名的船与船长谁更重要的问题。记得巴菲特好像表述过，首要是选行业选企业，要选那些白痴也能经营好的企业。但是，你看他投资的企业以及投资的理由，似乎船长（管理层）的重要性，一点儿也不会低于船（行业前景和企业竞争优势）。

有名的几个案例，比如著名的 B 夫人经营的家具商场。很明显这家企业的核心经营力就是来自人，来自这名个头矮矮的老太太。一个有力的例证就是，老太太把企业卖给巴菲特六七年以后，因为和孙子不和，一怒之下耍小孩脾气，在街对面开了一家竞争店。最终巴菲特不得不再次出钱收购了新店，然后学乖了，让 97 岁高龄的老太太签下禁止同业竞争协议，哈哈。这不是就证明收购主要冲着船长去的吗？

再比如巴菲特 1986 年收购的费切海默兄弟公司（海德曼家族经营的一家制服生产和销售企业），他在 1988 年致股东信里的原文写到：海德曼家族就像 B 太太的辛辛那提版。不管是家具制造业还是服装行业，它们都不是很有吸引力的产业，只有出色的管理者才能让股东获得良好回报。

再比如对赫尔兹伯格钻石商店的收购，巴神在 1995 年致股东信的原文说：杰弗里（杰弗里.考门特，赫尔兹伯格钻石商店的 CEO）是我们喜欢的经理人。事实上，如果这项事业不是由杰弗里来管理，我们可能就不会买下它。

谈及对吉列的收购时，巴菲特写到：“无论怎样强调一个 CEO 对公司的重要性，都不会过分。”在收购一家小型工具生产商艾斯卡公司的时候，巴菲特说“这项事业没有任何神奇之处，只有靠优秀的管理才能赋予其价值”。

还有，巴菲特对汤姆.墨菲的盛赞：汤姆墨菲不但是伟大的管理者，也是那种你会希望将自己女儿嫁给他的人。没有与汤姆.墨菲的相互敬重，很可能根本不会诞生对大都会广播公司的收购。

……如此等等，还有很多。

这些案例一一展示了，在投资当中人所起到的关键性作用。因此，我对巴菲特投资体系里的船与船长的重要性排序是这样理解的：首选船好+船长优秀的；其次，如果二者不能兼得，选择好船+普通船长；再次，如果船很普通，那么就一定要具备非常非常非常优秀的船长，才使得该企业具备投资吸引力；最后，其他船与船长组合，不用看了。

人的主观能动性激发，通常而言，要么由某种利益激励，要么是优秀者的一种习惯。养元饮品职工的主观能动性明显来自前者，而巴菲特似乎更注重后者，他投的很多企业、称赞的很多 CEO，绝大部分都已经超越了为金钱而努力的阶段，往往是一种优秀者的秉性。努力在他们身上是一种不需要外力的常态化的东西。

正巧，昨日在正和岛的公众号上读到过一篇很不错的鸡汤文，题目叫《昙花一现的努力，都是伪努力》，很值得读。我把链接放在文末的阅读原文上，有空读读吧，说不定就戳中你内心最软弱的地方。

我摘几段：努力常态化这点特质，在我认识的许多大牛身上都能看见。你看他们：大年初二的早晨，坐到桌前写方案；

年会狂欢结束后，回到办公室改合同；

高铁上、机场里，用手机写稿子，回邮件。

他们不会觉得以上这些有多了不起；他们不会被自己“熬夜一次”而感动；他们也不会把这些发到朋友圈里，然后在旁边写上“我也是挺拼的”。

这些努力，不需要心理建设，不需要自我说服，不需要意志力驱动。这些努力，是潜意识中的自发行为，是肌肉记忆的习惯动作。

在我的视角里，这些点点滴滴、无人关注的努力，才是真努力。

常态化的努力，才是真努力。

————————————————

————————————————

常态化努力的对面，是间歇式努力。

你办了一张健身卡，决心重塑自己的身体和生活。 1 月 1 日开始，12 月 31 日到期，中间只去过两次。

你买了英语六级的单词书，占了图书馆的座位，雄心勃勃要大干一场。最后脑子里，除了对 abandon 滚瓜烂熟，什么也没留下。

你朝九晚五地上班，你浑浑噩噩地过活。你觉得百无聊赖，看不到生活的希望。你决定每天下班回家后，拿出两个小时充电和学习……回家的那一瞬间，着了魔一样，懒神附体：凌云壮志滚一边去，打开电视，端上平板，舒服窝在沙发里。

你的生活特别像那本六级单词书：书的前一小段被翻看了无数次，页角都皱了；但后边的内容，崭新如初，少有触及。

这似乎是微不足道的小事，但却又关乎成败的大事。这些细节， 折射出的是努力的属性。努力常态化是牛逼与否的分水岭，各自延伸出的，是截然不同的轨迹。

多数人只是在热血和堕落间徘徊：一段时间，猛冲猛打，自己感动哭了；一段时间，懒散放纵，行尸走肉一般。

我相信，每个人都努力过：都有过热血沸腾、立誓发狠的时候，都有过奋进狂飙、强力输出的经历。然而，平庸和杰出之所以泾渭分明，那是因为，平庸者的努力是碎片化的、不成系统的，走走停停，断断续续。

我们有时候会想，“我都努力过了，为什么还是没得到好运气”。实际上，努力不是重点，常态化才是关键。

昙花一现的努力，都是伪努力。

努力无用也好，阶级固化也罢，多数时候，是不努力者的借口。一个人，连力气都没有用尽，还谈什么方法、理想和人生？

在我的公式里：成就 = 天赋 × 运气 × 努力。其中，只有努力是我们唯一能掌控的东西。

努力当然是有用的，扪心自问，你做 12 个小时是不是就比 8 个小时更有产出？如果不是，那你也太弱了，别折腾了，找个地方养老吧。

这里的努力，不是一天两天，不是一月两月，甚至可能要一两年才能看出端倪。可惜大多数人在回报来临之前，选择了放弃。努力一两下就有回报？哪有这样的好事。生孩子都要十个月。

为什么摘这些鸡汤给大家呢？因为想起来偶尔会在后台收到某些朋友发来的消息：老唐，理解公司太难了，有没有便捷的方法？老唐，手把手不好消化，还有没有更简单的入门书籍推荐？老唐，年报看不进去怎么办？老唐……

你没有去理解，当然难。你踏踏实实读上公司及竞争对手十年财报，不用任何人给你讲，你自然知道这公司是怎么赚钱的，公司的客户是谁，供应商是谁，相互之间的地位如何，管理层是老老实实地本分人还是投机取巧不靠谱，公司的市场份额是越来越大还是前途暗淡，行业内变化巨大三天两头转型还是形势稳定一招鲜吃遍天……这些东西，要看一份一份材料去读的，不是看几个财务指标，或者你找人随口一问，别人也随口给你一说，你就“理解”公司了。

至于《手把手教你读财报》，正版纸质书 20 多万读者，加上电子书以及满天飞的盗版，估摸着得有超过 30 万读者了，绝大多数人都能一遍又一遍地阅读和理解。你如果翻开书半小时，然后说不好懂。有没有想过，你还没有让自己“努力去懂”？再说了，书房菜单”号内搜——手财陪读”里面，逐页逐页回答了大约 200 个问题，全书一共才 274 页，几乎任何难点，都有前面的读者帮你提出过问题了，你去查询没有呢？

在投资这件事情上，我可以肯定的说，书房里的读者，有一位算一位，包括老唐在内，我们大家都没有走到拼天赋的阶段，只是你努力多一点，他努力少一点的差别而已。“努力一两下就想有回报？哪有这样的好事。生个孩子都要十个月”。

优秀是一种习惯，努力常态化，你的主观能动性所驱动的伟大力量自然就会迸发出来，展现出让你自己都不敢相信的伟大成果。如同六个核桃那 58 名员工，起初一定没敢想过会让老白干在屁股后面吃灰，一定没敢想过自己会一骑绝尘超越神一般的露露。

这一切，需要的是动力，动力没有人能给你，除了你自己。有动力，努力自会常态化，成为日常行为的习惯。没动力，只是偶然冲动性努力三天，发发朋友圈，感动感动自己，那么，只好准备另一条鸡汤：努力不一定会成功，但不努力却可以很轻松。

怎么选？看看你的掌心，那里握着选择权。

周末愉快，哦耶！

2018.2.6　调仓记录　文字_2018-02-06

唐书房　*2018-02-06*

全球暴跌，哈哈，九连阳之后果然日子不好过[捂脸]。早上从国投调动 2%兵马支持小马哥，成交均价分别约为 7.07 和 423。当前持仓茅台 40%+，腾讯 16%+，国投 12%-，民生 H7%-，招商 H5%+，洋河 6%-，信立泰 4%-，双汇 4%-，海康 2%+，古井 B3%+，张裕 B2%-，另有观察仓宋城不计。

第365篇.　　2018.2.7-暴跌之后

原创　2018-02-07　唐朝　唐书房

昨天，美股暴跌千点引发港股和 A 股开盘大跌。老唐从国投调整了约 2%的仓位到腾讯上，并在书房做

了实时推送。过后收到不少信息，也回复了不少。其中有些问题挺有价值的，涉及到部分投资理念的关键性问题。本文特意把这些问题以及老唐的答复成文，供朋友们参考或讨论。

①最多的信息是让老唐分析分析为何大跌，或者给老唐转来些类似《美国遭遇股债双杀，A 股或将迎来股灾》的文章，问老唐怎么看。大致都是一种面对市场大跌的紧张和慌乱，寻求心理安慰吧！

老唐的答复是：



从宏观角度分析股市基本=算命。热热闹闹听半天，毫无价值，正如巴神所言：「关注宏观经济形势或者聆听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，因为它可能模糊你的双眼，反而看不清正在发生的事情」。

有关老唐对宏观预测的观点，感兴趣的朋友可以重读一年前（好巧，2017 年 2 月 8 日推送，距今日刚好一周年）书房推送《宏观的幽默》一文的两个原创段子，此处不重复了。

②再看一个截图（为便利阅读，后面不再截图，直接拷贝文字）



这位朋友说：腾讯的下跌才刚刚开始，加仓太急了点。

老唐答复：哈哈，我看不出来下跌刚刚开始，要是能看出来，我就直接放空发财了。所以嘛，我先买为敬。

这可能是一种常见心态了，看见股价下跌，就判断“下跌趋势中”，我要再等等。针对这个想法，老唐提供一个头脑风暴，大家细细想想，看能否说服自己克服。

如果我能看出任何一支个股明天的趋势，只需三年，即可成为全国首富：10 万元本金，每天看对 2%，三年下来财富值是 5100 多亿，约等于 2017 年底马化腾和马云的财富值之和（2582 亿+2555 亿）。

如果每天看对 3%，10 万本金，只需两年，就可以变成 4735 亿，折合美元约 760 亿，超过 2017 年全球首富比尔盖茨（750 亿美元），成为全球首富（2017 年底，巴菲特财富值是 607 亿美元）。

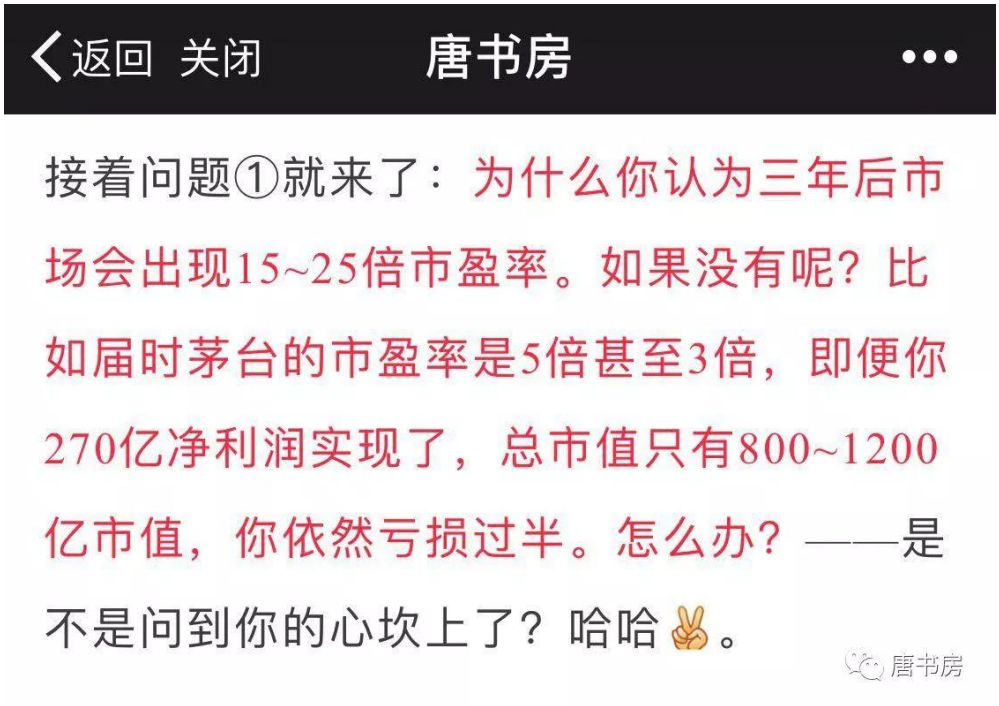
很荒诞，对吧？不要说全球首富，在市场里看明天后天股价趋势的人，不仅没有登上全球首富，没有登上全国首富，也没听说过哪位全省首富、全市首富，是靠这这个赚钱的。

荒诞的例子，不是为了抬杠，而是为了反证持续看对股价趋势的人，在这个世界根本就不存在。否则，无论他/她多么低调，也绝对不可能长期不为人知。

如果真心承认自己没有能力预测短期股价波动，那么，你还会拿它做为投资决策依据吗？我的答案是：不会。

我根本不去想它明天会跌还是会涨，只想这个价位买下来，三年后假设以大约 15~25 倍市盈率卖出去，所获利润对我有没有诱惑力即可。

为何是 15~25 倍市盈率，请参看 1 月 6 日文章《老唐估值法及运用解析》该段之后的解释



当然，其实届时真到 25 倍市盈率，我大概率依然不会卖出。相关阐述参看《持有等于买入吗？》一文。

③老是不卖，持股有何意义呢？有位朋友问：老唐，我有个问题一直想不明白。作为小股东，当公司赚取收益以后，本应属于我们的那一部分，除了一点可怜的分红外，大头收益我们根本拿不出来也没有任何处理的权利，那么价值投资的意义在哪里？

老唐答曰：大头收益依然属于你的，公司代表你进行扩大再生产。当你不看好公司扩大再生产的决定时，你随时可以将你的本金及累积“收益”，转让给其他认可的投资者，完成全部收益的变现。从这个意义上说，股票类似于一种浮动利率的永续债。能理解市场存在只付息、不承担还本义务的永续债这种东西，就容易理解「大头收益」的归属权了。

这位朋友接着追问：可能真是贫穷限制了我的想象，也可能大股东和我考虑问题的模式真不同。我就

想见到真金白银，而他们考虑的是怎么让资产增值，然后看着那些钱特别有成就感吧！

老唐再回复：你真正的障碍在于，你以为只有“钱”才是财富，才是真金白银。而在真正的投资人，或者你口中的有钱人、大股东眼中，“钱”只财富的一种，而且是财富里最垃圾、最糟糕的一种。

一个富人，一定是想尽办法把“钱”换成其他财富形态，其他更加接近真金白银的财富形态。富人手上的“钱”，占比是非常非常低的，甚至是负的。他们的资产形态，绝大多数是以股权和不动产形态存在的。

要想成为富人，就要按照富人的思维模式去考虑问题。不是只有现金才是财富，逻辑和数据都已经证明“长期看股权一定跑赢现金或债券的”，所以一个合格的投资者在安排好近期流动性所需资金后（以避免被迫出售股票），其他财富，要尽最大可能拒绝以现金形式存在。

「备注，这是《避雷要诀》留言区的提问，此处答案略有扩充」

正好，另一位朋友发信息说：老唐，你此时加仓，太勇敢了。我喜欢在风平浪静的时候投资，刮风下雨的时候就空仓休息。

老唐回答到：所谓空仓，其实是满仓持有一种收益率约 3%~4%，每年 100%确定会下跌约 2%~5%的债权资产。

这位朋友继续追问：但是如果你持有股票，遇到熊市，一年亏损肯定不止 2%~5%。如果股市好转，我也不会一直空仓，到时再进场捡廉价筹码不好吗？

老唐再次答到：当然好喽，只要你能判断未来是熊市。只是我没有这个能力，也没发现过任何人具备这个能力。所以，我就满仓持有手中这些长期看年化增长 10%乃至 15%以上的股权资产，不管市场先生将这些涨幅每年平均分配，还是用暴涨 N 年+暴跌 N 年做组合。

预测暴跌和预测暴涨，本质是一回事，难度也相同。自己至今还没有成为巨富，证明自己无法预测暴涨，因而也要勇敢承认自己同样无法预测暴跌。

妄图避开暴跌，通常你也会避开暴涨。结果最可能的是在自己熟悉的公司上没有赚到钱，反而在手持现金围观暴涨中患得患失，莫名其妙地踏入其他坑，糊里糊涂崴了脚。

④还有朋友问：老唐，你现在买不怕继续跌吗？为什么不等到 400 以下再买？

老唐回答到：我现在买，不仅不怕跌，反而非常期盼它继续跌（绝不是矫情），最希望的是现在一口气跌到 300 去，那样我会把大量其他股票的资金搬到腾讯上，那就真是美死了。

当然，如果我知道股价一定会跌下 400，我肯定等。问题是我不知道，所以马马虎虎差不多得了。别忘了“估值是个区间”，在我眼里，400 跟 420 差别不大——当你以三五年的时间段、以翻倍利润预期考虑问题时。

比如四年前，究竟 150 元买入茅台还是 130 元买入茅台，今天站在 700 回看，以一万股为例，无外乎是赚 550 万还是赚 570 万的差别，战术性质的小区别。

真正战略的问题是，你买了吗？如果你确定其价值超过 300 元，150 甚至 180 元、200 元都可以是买点，有钱就买喽！当然，有钱买时恰巧遇到更低，那是锦上添花！

150 元也不肯买的人，往往是心中无数，只是希望在所谓“市场跌不动”的时候，抄到所谓的「底」。

这类人往往在 130 的时候，等待 100 元；真到 100 元，还会告诉自己应该等 80 元……

又或者，可能对它的估值太低，比如远低于 300 元，那么，即便在当时的最低价 118 元买进，通常也就在 200 元附近或者 300 元左右就撤退了，美其名曰价值回归。

假如看错公司的未来，比如 420 元买入或 400 元买入腾讯，结果今日之后，腾讯公司一塌糊涂，股价持续暴跌，一直跌到 50 元，再也起不来。同样以一万股考虑，最终剩余 50 万，究竟原始投入是 420 万还是 400 万，有多大差异呢？我觉着几乎没有。

所以，核心是你对企业的理解和估值。假如理解了企业，且估值大致正确，最终究竟是合理价值的 7 折还是 5 折买入，不是什么核心差异。然而 7 折买入后继续下跌至 5 折的话，已经「暴跌」近 30%。这 30%的暴跌，在我眼中，是市场的额外馈赠，而不是什么打击。届时有钱就继续买，没钱就当做不在场好了。

⑤至于问为什么暴跌的，老唐没有答案，也没有兴趣研究这种答案。给涨跌找理由这事儿，能骗收视率，但毫无价值。确实想看的，各大媒体 100%会提供这种垃圾食品的，可以随便挑。

反正，就在 1 月 13 号推送的《九连阳之下的冷思考》一文里，老唐写下过这样一段文字：2018 年开年的连续上涨，挺吓人的。别人的公司没看，单就我自己持有的企业，九个交易日内，已经有洋河涨幅近 20%、茅台和招商 H 涨幅超过 10%，其他腾讯、双汇、海康、张裕 B 也出现较大幅度的上涨。所有持仓股票里，仅国投和信立泰出现了小幅下跌。

这种市况下，乐观情绪慢慢开始充斥市场。不过呢，在连续几年高收益之下，开年九个交易日又涨这么多，一般老司机都会本能地觉着今年日子可能不好过，大概率在后面陷入长时间的调整状态，对于很多介意市值回撤的朋友，可能造成压力。

尤其是今年的“大格局”是利率上行。利率上行对股市而言就是估值中枢的向下压力——即“现金等价物”这只“股票”的市盈率下降，投资吸引力增加，使更多资本产生“卖出股票，买入现金”的边际需求，从而导致股市承受向下压力。

炒股就是辛苦，要研究那么多。实际上，上述结论就是说出来也没什么价值，不足以支撑任何决策。对我而言，还是简单一些，看清楚自己的企业，然后呆坐等待即可。

要装神，此时可以说自己「预测」出股市要跌，实际上老唐只是「猜测」股市涨的比较多了，「或许」会跌。

这种猜测，每个人都会做，包括你。每个人都有对的时候，也包括你。而人类的大脑有一种特异功能，会选择性遗忘猜错的时候，让我们以为自己很厉害。

其实，下跌的理由经常就是——听说要跌？

⑥还有好些朋友发来信息甚至账户持股截图，说自己已经亏损百分之五六十了，问老唐怎么办？

老唐怎么办？老唐也没有办法。老唐问当初买入时，怎么想的？有人居然回答说胡乱买的。瀑布汗，胡乱买的，赔钱不是天经地义的事儿吗？难道还寄希望于胡乱买、胡乱挣钱？

对于这些朋友，老唐建议当做今天已经割肉，重新审视自己的股票，重新审视自己的投资体系，不要将希望建立在包括老唐在内的他人建议上。否则，在漫长的投资生涯里，还会经历更多这样的惨剧。

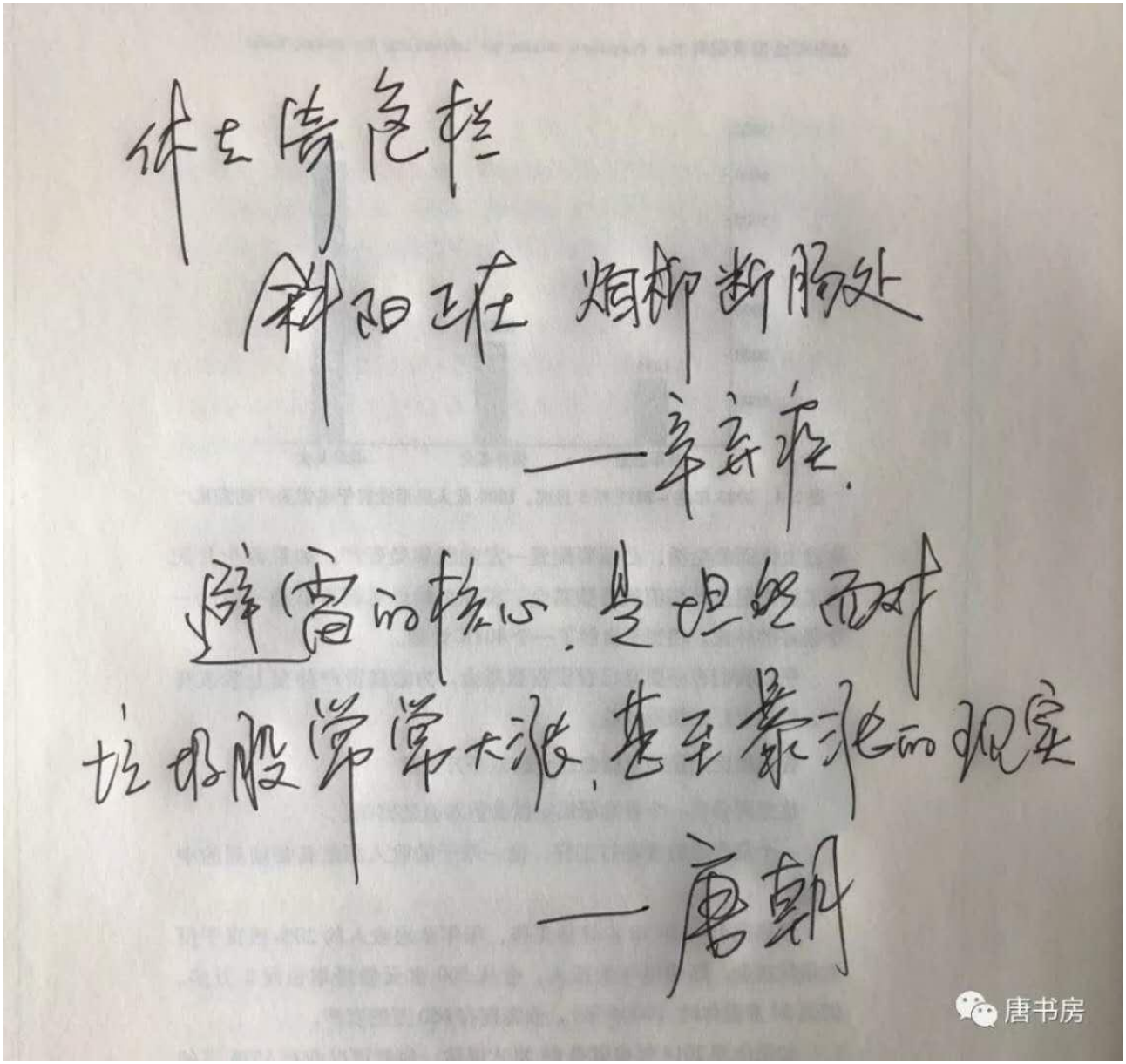
到今天为止，2018 年前 26 个交易日，上证综合指数上涨约 2%，沪深 300 指数上涨约 3%，老唐的总换手仓位约 3%，约 97%仓位呆坐不动，总市值增加约 1%（落后于指数）。以起点和终点数据看，是个相当平静的时间段。

然而这 2%的涨幅约 63 个点，不是 26 天里每天涨 2 个或 3 个点，而是用先大涨 280 点再大跌 217 点完成的，于是市场参与者就血流成河。这是 Mr.market 对「折腾」的警告，希望你我都听到了。

如果腾讯和海康股价继续大幅下跌，老唐很可能还会继续买入。另外，宋城演艺距离去年初设定的买入价 240 亿市值也不远了，貌似也会有希望买到——资金来源都将是卖出国投。其他公司暂无买卖考虑。

最后，回答一个答过多次的无趣问题：经常有人问老唐发的持股仓位后面的+和-是啥意思？

答：因为实际仓位不会恰好是整数，会多点儿或者少点儿，就用+-表示。例如仓位占比在 9.5%~10%之间的，老唐写作 10%-；而如果持股占比在 10%~10.5%之间的，则写作 10%+



第366篇.　　2018.2.9-恐怖再度来袭？

原创　2018-02-09　唐朝　唐书房

早上醒来，看见手机弹出新闻说昨夜美股继续暴跌千点，第一反应想到今天可能又是调仓好机会，赶紧爬起来把昨天已经写好并设置了今天定时推送的拜年兼荐书文，推迟到明天推送，抓紧时间聊几句。

这几天，全球市场都处于杯弓蛇影状态，一个个盯着老大哥的一举一动，丝毫没有想到老大哥是先这

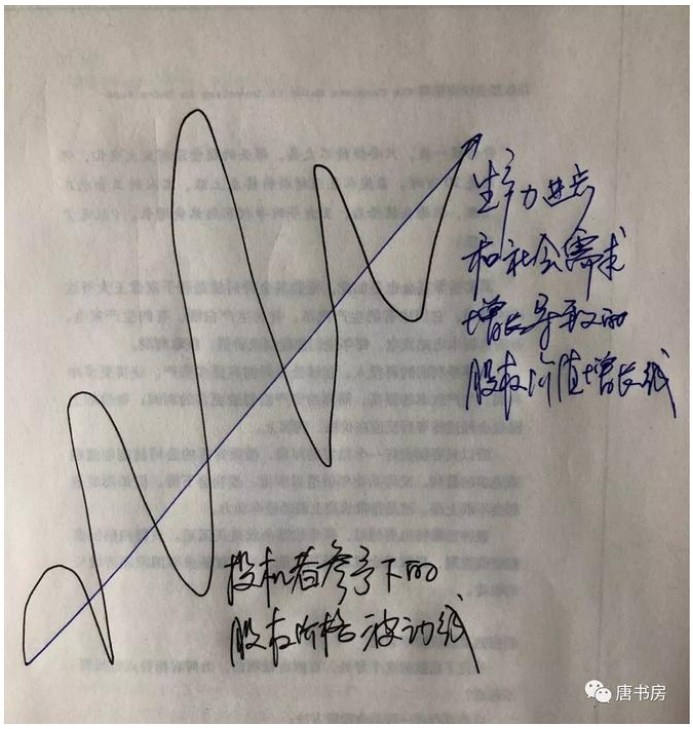
样，才那样的，看图：





市场就是这样，由于有大量投机者的存在，他们期望的是涨停和涨不停。在上涨过程中，投机者争先恐后的进入，生怕进来晚了，错过大餐；一旦出现下跌，他们又生怕逃命晚了，变成大餐。

于是股市就在这样的千年不变的人性中，暴涨暴跌的前行，内在价值和股价变成了这样两根线。



于是，参照上图蓝色线条做决策人，只好一次又一次地仁慈地给逃命者机会，并笑纳他们赠予的捡钱机会。

今天，对于很多人来说，想必又是血雨腥风的一天，会有很多惨剧在价格波动线上诞生。即便很多自认“夹头”的，价格大幅下挫，也是对信念的极大考验。对此，老唐也无法安慰，只能翻出三篇老文章，建议重读。

文章一：2016 年 12 月 5 日书房推送的文章《如何才能不赔钱？》。这篇文章通过“揭露”骗纸巴菲特言不由衷的语录“投资有两条规则，第一，绝对不可以赔钱，第二，千万别忘了第一条”，解释了什么是亏损，如何才能不亏损。不是玩笑文，是非常重要的投资理念基石。

文章二和三：这两篇是一套，焦不离孟，孟不离焦，必须同时读。2017 年 10 月 8 日推送的《散打投资 13》和《散打投资 14》，这两篇文章，用了一个意淫的例子，无可辩驳地的告诉你，只要企业经营的真实盈利增长，股价根本不可能持续下跌，否则，你将富裕的难以想象。

有了这三篇文章垫底，剩下的事情就是你手持的公司是持续盈利增长的公司吗？如果不是，没人能帮你，只能寄托于运气；如果是，时间是你的朋友，它会站在你的这边，打败一切纸老虎。

时间紧急，不多说了。让我们看看今天我大 A 会否跟着美帝暴跌，如果有，或许我会按照计划做些仓位微调，变动会实时发在本文的评论区。

唐朝　置顶

盘了一下库，今天国投和腾讯成交均价分别为 6.56 和 399.6。当前持仓茅台 40%+，腾讯 18%-，国投 10%-，民生 H6%+，招商 H5%-，洋河 6%-，信立泰 4%-，双汇 4%-，海康 2%+，古井 B5%+，另有观察仓宋城不计。2018 年市值减少近 5%😉

唐朝　置顶

搞定脱手：卖出约 2%国投，买入腾讯。今日任务完成，继续去看 yy 小说

唐朝　置顶

第一招：清了张裕 B，加了古井 B

Alvan

老唐，说句掏心窝的话，如果现在每天下跌亏的是你的本金，而不是以前你从股市赚到的钱，你还有这么淡定吗？

作者回复

什么是本金？这不是调侃，是禅宗棒喝。本金，早在 1996 年就已经赔光了，今天在股市里的每一毛钱都没有任何差异，都不是本金。

第367篇.　　2018.2.10-推荐几本书

原创　2018-02-10　唐朝　唐书房

老唐给您拜年啦！来自唐书房 00:0000:41

先推荐两本消闲娱乐的 YY 小说，都是关于重生的穿越小说。

推荐 1：《重生之出人头地》，作者闹闹不爱闹，写的是一个商界黑心老板，2015 年被枪决后灵魂穿越到五十年代香港一个社会底层家庭 18 岁青年身上。是书房里谁推荐给我的，不好意思，忘记 ID 了，谢谢推荐。

故事的亮点在于，首先 50 年代的香港是个纷繁热闹的殖民地，伴随大量资金和人口的涌入（主要是大陆去的），涌现出无数发财致富的机会。同时，那时的香港还是一个黑白两道勾结，地下规则强于地上规则的时代。

主人公宋天耀，从一个报考警校而不得的底层青年，靠上一世积攒的商业智慧和阅历，在殖民统治者、商业大亨、警察、各类帮派地头蛇和外来过江龙等多种势力之间走钢丝，惊心动魄却也游刃有余，迅速建立起了属于自己的产业和势力范围。

故事里的各种冲突设置，显示作者不仅对 50 年代香港的历史资料掌握娴熟，更重要的是，确实有解决问题的智慧，有对商业的理解和对人心掌控能力。简而言之，就是意淫的可信，让一个底层青年的上升之路，显得大体可信，让读者有代入感，觉得这些事的确应该这么处理，所带来的连锁反应不突兀。

在这些轻松阅读中，顺带还能了解很多五六十年代有关香港的掌故及历史事件、历史人物传奇，挺有意思的。目前连载到 464 章（发表部分我已看完，目前追更中），大约已经有百多万字了，如果用作春节假期茶余饭后的消遣，应该足够。

推荐 2：也是一本重生穿越 YY 小说，名叫《重生完美时代》，作者公子不歌。更有趣，强烈推荐！

作者本人应该是一位资深互联网从业人员。他让今天的一个码农，穿越回 2001 年参加高考的自己身

上，重生一次。

这本 YY 小说吸引我的地方，主要是主人公李牧重生后，利用自己对互联网未来商业模式的先知优势，从制作和销售游戏外挂赚取第一桶金起，靠盗用后世流行歌曲，机缘巧合捧红一个歌手组合，并顺势切入 mp3 下载网站、歌手明星贴吧，这是抢的未来百度的创意。在书中，正是这些百度未来的创意，坑了这一世的百度，用真实世界里李彦宏的创意，坑了 YY 世界里的李彦宏。

作者还利用一个大一新生家教的助学项目，孵化了支付宝，并挖来还在中关村卖光碟的刘强东，从一款定制 mp3 入手，建立了淘宝网，将马云的阿里巴巴逼入角落，并在物流行业展开一番龙争虎斗。用真实世界里马云的创意，坑了 YY 世界里的马云——这位作者可能比较讨厌真实世界的马云。在虚拟世界里，马云被写成一个经常在背后使诡计给人下绊子的小人形象，哈哈。

最可爱的是，主人公还盗用 QQ 空间及 QQ 游戏大厅、开心农场等创意，建立了即时通讯工具 YY，挤死了小马哥的 QQ，让腾讯面临绝境，MIH 救场也是回天无力。用真实世界里小马哥的创意，坑死了 YY 世界里的小马哥。

主角还抢九城未来的饭碗“奇迹”，抢夺了盛大“传奇”的市场，创建了水军大本营“豆瓣”（作者可能对豆瓣没啥好感，哈哈哈）……

当然，YY 文，本就是开挂的人生，主人公确实过于无敌了。然而，魅力在于，轻松阅读中，我发现对互联网产业间的协作关系（或者盗用贾跃亭的词汇“生态”）有了更深一步的认识，对这些互联网大佬们各自领地的命门增加了认识。至于意淫的过于厉害的部分，别太认真，跟着作者一起爽呗！例如里面的美女（们），你懂的，哈哈。

这本书比较长，目前已经发表到 1348 章了，我才看到 783 章（主角正准备入股神舟电脑），估计春节过完还追不到最新章节。有闲时的话，推荐阅读。

说过两本闲书后，咱说正经书。推荐近期读过的三本好书《巴菲特的估值逻辑》、《投资中不简单的事》和《蛛网：谁操纵了全球资金市场》。

推荐 3：《巴菲特的估值逻辑》是一本非常有价值的书，刚读过就想推荐，但由于第 1 版第 1 印次里，被我挑出来很多翻译错误和数据错误，不合适推荐给大家。老唐将发现的错误辗转交给了负责该书的编辑，希望加印完善过后再给书房的朋友们推荐。前几天，编辑跟我说，错误都已经改过了。因此，今天给大家推荐，推荐级别：建议人手一本。

这本书选了巴菲特曾经交易过的 20 个案例，按照其代表性分为早期巴菲特（1957~1968 年）5 个案例、中期巴菲特（1969~1988 年）9 个案例、近期巴菲特（1989~2014 年）6 个案例，进行的深入的复盘。不仅有当时的历史环境复原，有能查找到的当时的财报，还有之后相关的回忆和反思。

这些复盘，找到了每一个案例中巴菲特的买入理由，他的估值思路，以及买下来后的发展是否如他所愿。如果没有如愿，问题又出在哪里，后来怎么解决的。不仅有成功案例，也有失败的教训，不仅有「一切如我所料」，也有「哦豁，劳资怎么没想到」。

我觉着这些资料非常宝贵，强烈建议我巴神堂小喽啰们人手一本，让自己也玩一次穿越，附身于历史的巴菲特身上，用我们今天的投资眼去看看，面对同样的资料，今天的我们会和昔日的股神做出一样的决策吗？如果不同，是比昔日的他更高明了，还是差距大大滴。如果是有差距，差距又在哪里？找到需要加强或弥补的地方了，还是需要继续存疑思考？

这不是本随便翻翻的书，需要逐页逐页认真读，一个案例一个案例地找代入感，我认为，认真读一次，对投资理念及能力的帮助是很大的。

推荐 4:《投资中不简单的事》，是高毅资产六位基金管理人邱国鹭、邓晓峰、卓利伟、孙庆瑞、冯柳、王世宏的重要文章、演讲及访谈的合集，主要是涉及投资理念的。

这六位都是中国投资界声名赫赫的实战派高手，管理的基金有实打实的公开业绩证明，在圈内多次获得过私募大奖。书中选择的文章，不涉及具体公司分析，但基本能清晰地看出六位高手各自的投资体系。

虽然他们是一伙儿的，总体而言都属于基本面投资框架，但分歧其实还是不小的。六位当中，老唐的认可度最高的是邱国鹭。从理念的角度看，基本重合。虽然理念差异很小，但邱国鹭的文章里发人深省的警句不少，很多表述还是能让我有大有收获的感觉。例如：

在胜负已分的行业里找赢家；

投资的本质是希望买到低估的东西，或者买到将来能够超过大家预期而成长的东西；

投资的企业最好有规模优势，越大越强，而不是越大越难；

长期持有是一个结果，而不是一个目的；

人们忽视了格雷厄姆投资思想产生于大萧条时代，当时美国 1/4 的人失业，人们为一日三餐发愁的时候，品牌、成长和定价权只能是空谈。所以格雷厄姆强调现有资产、现金流和盈利所能提供的安全边际；

如果你能够向全世界最优秀的企业（人）学习，为什么要从头开始呢？

长期持有优秀的企业，赚企业内在价值增长的钱，是最快乐的。因为时间是你的朋友，你知道在等待的过程中，你所投资的企业内在价值正在与日俱；

我们一直在找行业格局相对清晰、相对容易研究的行业；

做好投资就是要寻找门槛最高的行业里最好的公司；

投资一定要胜而后求战，而不能战而后求胜。要等行业胜负已分之后再挑赢家；

静下心来把产业、公司研究透了，真正弄明白这些公司三年后、五年后是什么样子，才是我们的目标；

以 10 年为期，真正做得好的基金经理很少是依靠择时的；

有的行业因为技术变化太快而很难有积累，你也许挖了很深的护城河，但别人可能不进攻你的这座城堡，而是直接绕过去建了新城。最明显的是高科技行业；

……

当然，同样是基本面投资高手，高毅的几位里面，也有我看不懂，无法理解的。比如擅长从宏观经济和产业发展角度着手的女将孙庆瑞，据说多年来每次热点转换都抓住了，号称“长短皆不败”的股市常青树。基金业绩实打实的摆在那儿，但我就看不懂她所分享的投研体系。或许是我修行不够吧！

再比如民间高手冯柳，听说也曾在雪球活跃过，ID 为@茅台 03。很遗憾，同为茅台股东，混雪球的时候居然没有产生过交集。据说也是业绩爆棚的高手，但我也看不懂他的投研体系。比如他的：

市场永远是正确的

要界定好是战略性投资还是战术性投资

首选高关注度、低购买度的企业，因为估值容易抬升

我很少独立做研究。我只是把别人研究好的而我觉着有道理的东西列出来，然后从中挑选。

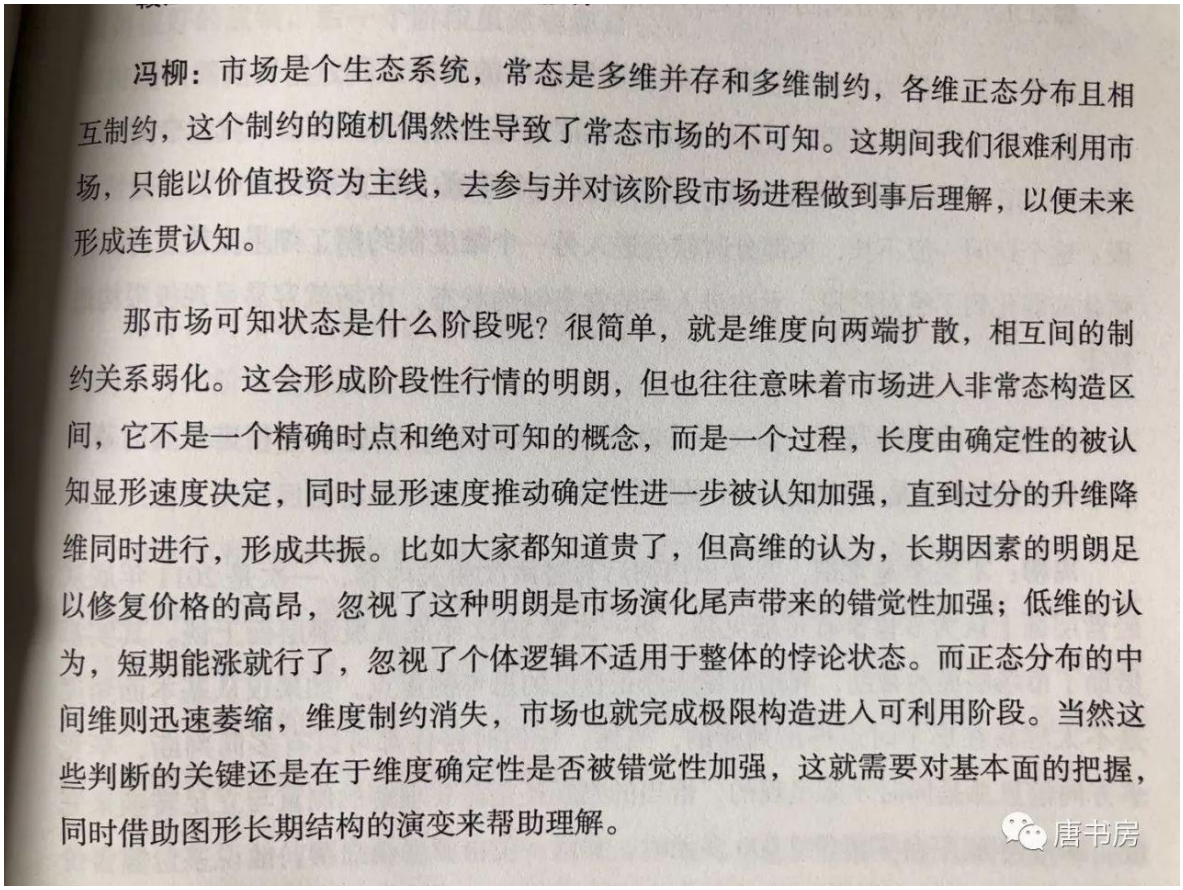
我希望知道股票涨跌的时候，市场在想什么。在市场演绎多的时候，要记住那里还有一个空的理由，当多方的理由不充分的时候，就选择加入空方。在这个过程中，没有我的研究见解，更多的是我的猜测和选边。

我非常重视主导趋势的逻辑，在下跌的时候把所有看多的逻辑放在一边，全面理解看空的逻辑，当觉得看空的逻辑已经体现后，再去想看多的逻辑，过早思考看多的逻辑容易出现偏见。

从我自己的经历来看，我每次赚钱都是因为相信市场是对的，然后我进行选择。每次亏钱都是我以为我的研究让我看到了别人没看到的。

就我个人而言，我是不赞成大家过分重视估值的，因为这首先是个博弈的市场，且具备明显的不对称属性。

甚至，冯柳的有些表述，每个汉字都认识，但连在一起我读不懂。有太多外延不清楚的名词（也或许只是我知道的少），完全不知道说的是什么，比如下面这段：



冯柳：市场是个生态系统，常态是多维并存和多维制约，各维正态分布且相互制约，这个制约的随机偶然性导致了常态市场的不可知。这期间我们很难利用市场，只能以价值投资为主线，去参与并对该阶段市场进程做到事后理解，以便未来形成连贯认知。

那市场可知状态是什么阶段呢？很简单，就是维度向两端扩散，相互间的制约关系弱化。这会形成阶段性行情的明朗，但也往往意味着市场进入非常态构造区间，它不是一个精确时点和绝对可知的概念，而是一个过程，长度由确定性的被认知显形速度决定，同时显形速度推动确定性进一步被认知加强，直到过分的升维降维同时进行，形成共振。比如大家都知道贵了，但高维的认为，长期因素的明朗足以修复价格的高昂，忽视了这种明朗是市场演化尾声带来的错觉性加强；低维的认为，短期能涨就行了，忽视了个体逻辑不适用于整体的悖论状态。而正态分布的中间维则迅速萎缩，维度制约消失，市场也就完成极限构造进入可利用阶段。当然这些判断的关键还是在于维度确定性是否被错觉性加强，这就需要对基本面的把握，同时借助图形长期结构的演变来帮助理解。

唐书房

不过，冯柳也有一些和老唐一模一样的观点，比如：

长期拿现金肯定亏，长期来看股权肯定赚钱，毕竟人类社会要发展，资本就必然会获得回报。所以，永远要有仓位，选择相对更好的机会，做时间的朋友，至少不能是敌人。

长期来看，股权一定跑赢现金，所以我要选择有价值的股票。当他们有上涨的逻辑时我持有，当他们没有上涨逻辑的时候，我去寻找下一个有逻辑的。如果找不到，我就继续持有原来的那只。

我把企业的成长当做安全边际，然后立足当下支付价格。

剧透够多了，其他几位的就不再聊了，留给大家自己探索。总体来说，这本书虽然是多人结集，内容略散，但相当值得阅读，而且读来不累，属于那种趁下午茶时光，在阳光下翻翻就会觉得一天没有白过的好书。顺告，邱国鹭还有一本自己写的书，书名叫《投资中最简单的事》，老唐在 2014 年就推荐过，今天

继续推荐给没读过的朋友。

推荐 5：如果觉着 YY 小说有点 Low，又不想在假期里费劲动脑，老唐再推荐一本猎奇性质的金融书籍，当故事看的同时还能涨见识：《蛛网：谁操纵了全球资金市场》。

这是一个真实的故事，一个著名的丑闻，一个令人惊讶的骗局。主要内容是一帮小交易员，如何轻描淡写地操纵伦敦同业拆借利率 Libor 的故事。

不知道大家是否了解 Libor，它是世界金融体系最重要的参照系，号称全球最重要的数字。世界各地各种各样的金融工具，都挂钩于它的变化。只要是非固定利率的债权债务，双方最终的收益，基本都取决于 Libor，因为他们通常约定的利率就是 Libor±x。

除了这些债权债务，还有数以万亿美元计算的金融衍生品，其价格巨幅波动以及随之而来的利润或者亏损交割，同样取决于 Libor 的微小波动，并通过金融衍生品与最终出资的无数家庭息息相关。

天朝也有一个山寨品，还记得吗？《手把手教你读财报 2》56 页，介绍过天朝自己的 Libor——Shibor，它是我国所有金融机构之间相互拆借资金的利率基础，所影响到资金也是天文数字级别的。

这样一个全球最重要的数字，任何人都可以想象它一定有一套非常严格的诞生和计算流程，由一群头戴博士帽的天才大脑在庞大无比的计算机后面不停的敲击着键盘，由一群甚至几群刻板的官僚负责监督着，那才是值得我们托付出去的安全感。

然而，在这本书里，《华尔街日报》的编辑戴维.恩里奇用严谨的事实，无数的细节——大部分是由本案主谋本人提供的，将我们这种想象打破。让我们突然发现，原来决定全球数以万亿美元贷款和衍生品的 Libor，居然被一帮小小的交易员，很容易就玩弄了，而且只是通过一些简陋不堪的伎俩，一点儿也不高明。

这种感觉，就好像你一直以为关系到亿万民众的军国大事，一定是军机处委员们以其丰富的经验和久经考验的 D 性做出的慎重决策。某天你突然发现，它们一直是由几个刚刚毕业的实习生掷骰子决定的，那些在电视上威风凛凛、老谋深算的大脑袋们，不过是照本宣科的木偶，天下人也只是噤若寒蝉地唯唯诺诺尔。震惊不震惊？刺激不刺激？

那么，这几个“实习生”是如何操纵这个关系亿万财富的数字，其中又有哪些荒诞和黑色幽默。读这本《蛛网》，不仅可以知道这个故事，轻松学到很多高深的金融知识。最关键的是，它可能会在你心中播下敢于怀疑权威的种子。我觉着，值得一读！

套用封底的推荐语：本书里由欺骗、谎言、腐败、暗箱操作以及丰富人物织成的情节之网，将会把你牢牢吸引住。它描述了一场华丽的世纪大骗局，对于人性的描写也极其引人入胜，是一本极具娱乐性且横扫全球的爆料好书。

好了，年前最后一篇文章到此打住，如果期间没有新的调仓行为发生，书房将保持两周静默。祝大家春节里吃的开心，玩的愉快！舒舒服服调整好状态，咱们年后继续携手前行！

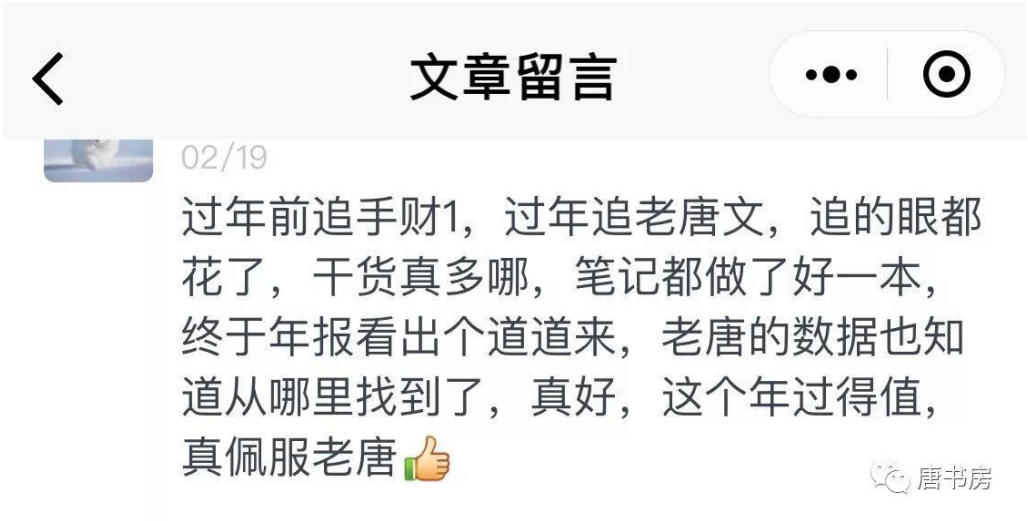
第368篇.　　2018.2.25-狗年开篇散打

原创　2018-02-25　唐朝　唐书房

收假啦收假啦，问候各位朋友吉祥！春节大假结束，玩爽了吗，长肉了没？

谢谢过去两周里所有打赏和祝福的朋友，谢谢你们，虽没有一一回复，但心意都收到了，非常感谢！

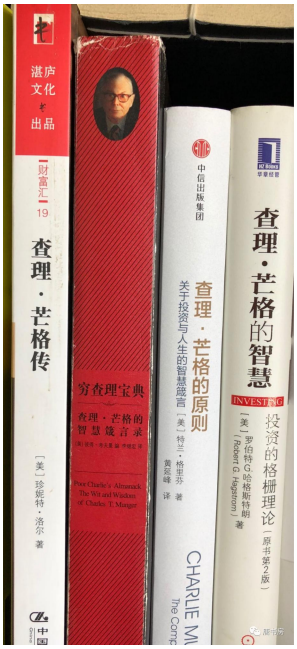
还有，大假期间沉浸在书房，一篇一篇啃文章的学霸们，你们一级棒！留言我都看到了。类似下图这种肯沉下心动手的朋友，隔着屏幕都能感觉到你的血脉偾张，哈哈。恭喜恭喜，看着你们有收获，老唐也很有成就感……



老唐今年春节过的比较闲适，一口气将穿越 YY 文《重生完美时代》追到最新的第 1369 章，还读完了桥水基金创始人瑞.达里奥的《原则》和特兰.格里芬的《查理.芒格的原则》。后两本书在网上口碑都很好，但很可惜，《原则》令我失望了！

《原则》共三部分，第一部分是达里奥的个人经历，读来≈我的成功可以复制；第二部分写生活原则，纯正鸡汤文，卡耐基成功学的翻版；第三部分工作原则，可以概括为「如何让你的公司运转良好」，对我而言没什么价值。只能说盛名之下其实难副，宣传水文太凶。

芒格是个大智慧的人，他的思想没有系统记录，多以即席演讲或者零星妙语的形态存在。正因为这样，特别适合放在手边随手翻，常常被老人家的睿智、幽默和尖锐逗乐。我比较喜欢的关于芒格的书有四本《查理·芒格传》、《穷查理宝典》、《查理·芒格的原则》、《查理·芒格的智慧》



时间紧张的话，任选其一即可。若有闲，建议都看看，一本新书会给我们一个坦然重读的理由。时间花在重读经典上，比浪费在烂书上超值的多。

读读书，喝喝茶，晒晒太阳，幸福其实很简单



品茶读书之余，过节少不了的是酒池肉林，为防备“每逢佳节胖三斤”的噩梦重演，过去两周跑了三次步，游了四次泳，艰难地维持了体重的零增长

运动的必要性，犹如投资的理念，知道的人多，实践的人少。会念“管住嘴、甩开腿”六字真言的人多，穿上跑鞋出门的永远是少数。过去两周游了四次泳，有两次算我包场，另外两次也就三两个人。



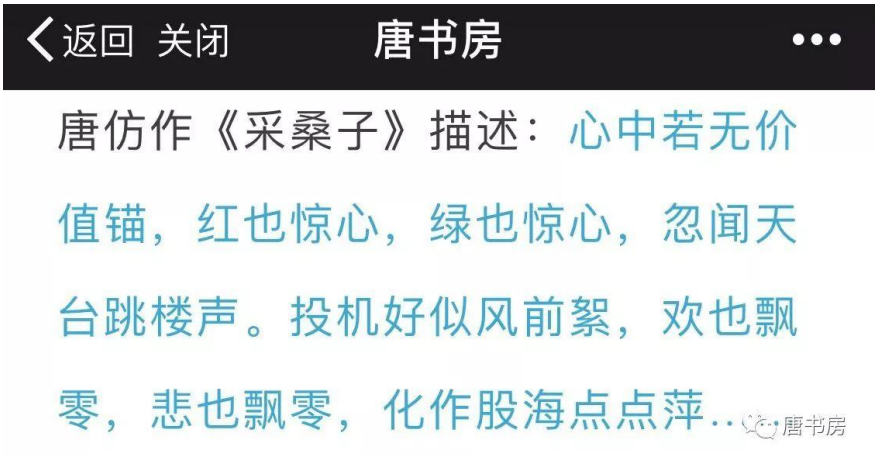
这有点类似价值投资。学习投资理念就好比阅读《游泳技术里的力学原理》，研究具体企业则类似于下水扑腾。明白力学原理，对游泳有帮助没有？肯定有。但如果只是将力学原理倒背如流，却不肯下水去扑腾，恐怕永远也学不会游泳。

读些理念文章，会给自己一种错觉，似乎自己很努力，学到了很多东西，然而如果发现「懂了很多价值投资的道理，依然没有变成账户上的盈利」，其主要原因可能就是念多了力学原理，缺少足够量的下水练习——阅读财报，研究企业。

价值投资的理念很简单，无外乎八个字：安全边际、市场先生。安全边际是说要在市价远低于企业价值的时候买入；市场先生是说要利用市场的周期性癫狂获利，而不是被这种癫狂所左右。

无论你读多少理念类书籍，翻来覆去无外乎就是用 1024 种不同的姿势阐述这两句话。然而，要命的是，无论是安全边际还是市场先生，都要求你知道那个神秘的“企业价值”。

没有对企业价值的认识，就没有衡量安全边际的标尺，同样也不知道何种程度算是市场先生的癫狂。正所谓：心中若无价值锚，红也惊心，绿也惊心……



企业价值是什么？企业价值就是企业未来生命期内赚来的全部真金白银的折现值之和。想知道这个，我们必须去了解企业的商业模式，了解行业的竞争态势，了解需求的变化可能……没有捷径。妄图只是通

过一个什么指标来确定高估低估，本质上也只是一种投机思想。

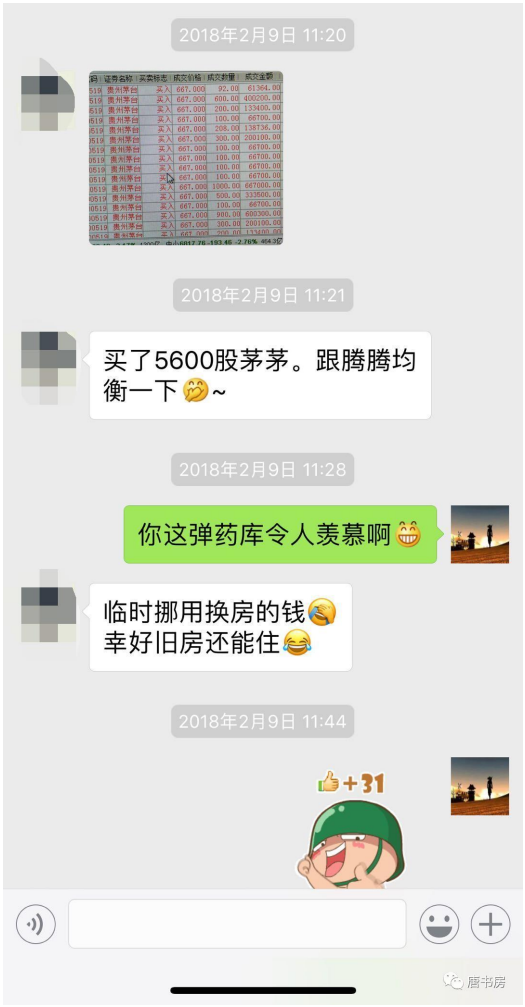
就在 2 月 6 日老唐 423 港币加仓腾讯的那天，一位朋友 412 下手 1.1 万股抄了老唐的底。



（截图经朋友同意后用于本文，下同）

---

2 月 9 日老唐 399.6 港币继续加仓腾讯时，还是这位朋友，667 又加仓 5600 股茅台。



同样在那两天，书房有位读者，连续五六次发信息告诫老唐还要跌，还要暴跌，不要急着抄底（他可能真是好心）。头几次，老唐客客气气地跟他谈论理念分歧，连续五六次后就没法客气了，怼了一句。结果对方骂老唐是“狗咬吕洞宾”，只好“道不同不相为谋”拉黑了事。



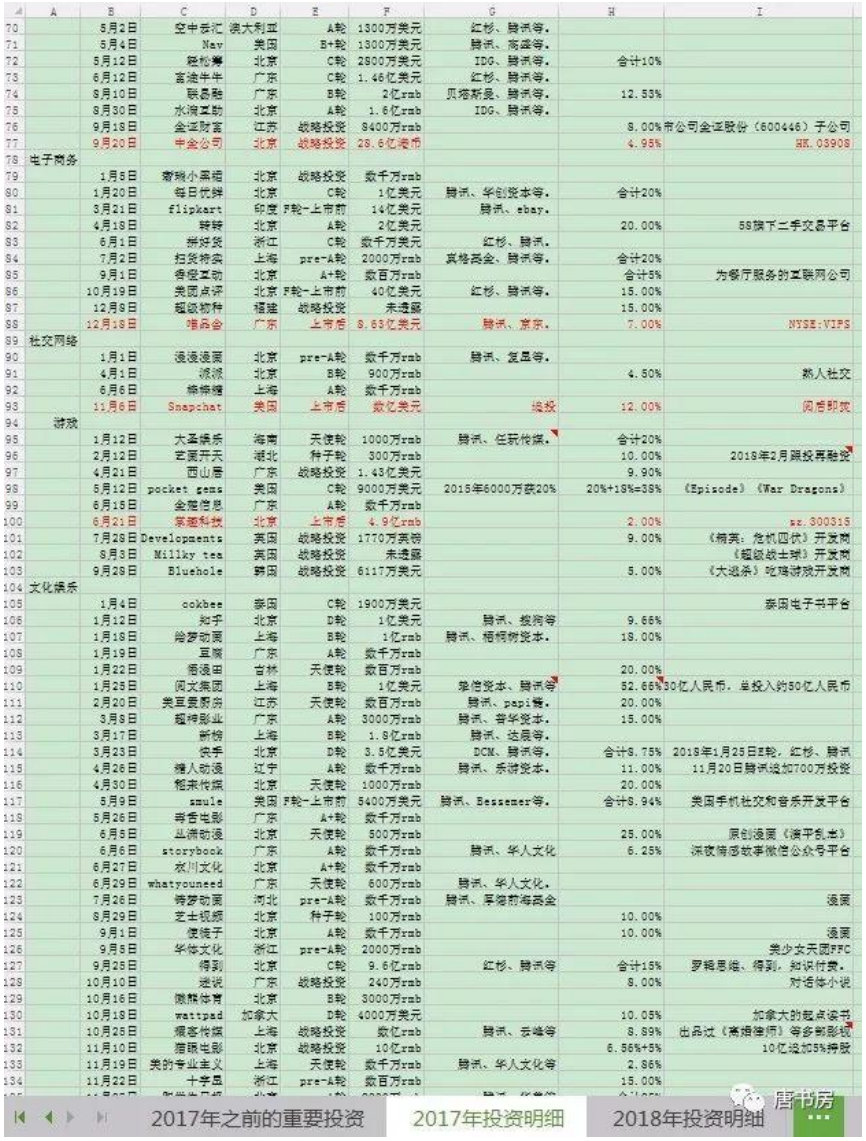
才短短 5 个交易日，恐慌就过去了，企业还是那个企业，公司还是那家公司，市场先生变红脸了，现在腾讯 453+，茅台 742+。为什么同样的事件面前，不同的人会做出截然相反的结论？是他们其中谁不懂价值投资理念吗？我看不是。关键区别是对企业的盈利能力、对企业价值是否有大致靠谱的判断。

譬如茅台，每年的基酒产量，商品酒产量，商品酒销量，基酒库存总量，一瓶酒卖出去以后各个环节能分多少……这样一条条数据，你走一遍下来，不要说今年，就是三五年后公司能赚多少钱，你心中也会有个八九不离十的估算，虽不中亦不远矣。

譬如腾讯，QQ 和微信的注册用户及活跃用户数量是多少，历年营收和利润主要来自哪些领域，各自增长情况如何，该领域还有没有深化空间，新领域有没有盈利或者盈利加速迹象，对外投资主要有哪些项目，过往投资记录证明投资团队眼光如何，已投项目运作情况如何……

这一堆内容，做个明细统计，或许不见得能直接套进某个等式里，算出一个准确数据来，但这个笨功夫本就是学习理解的过程。通过这样的学习，我们对价值的估算自然就会越来越接近正确。这绝非别人告诉我们一个结论，我们就能接受或理解的。

动手做这些难吗？不难，只是笨功夫，要花时间而已。不开玩笑，这种笨功夫，老唐真的有做。没帮手哦，就是一份份资料查找统计出来的，从彻底的科技小白到还算略知一二，靠的就是这些笨功夫。秀半份统计表格吧！

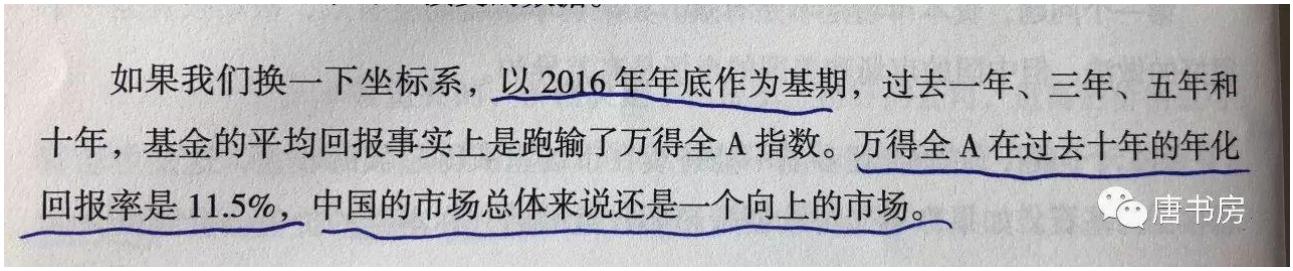


	A	B	C	D	E	F	G	H	I
70		5月2日	空中云汇	澳大利亚	A轮	1300万美元	红杉、腾讯等。		
71		5月4日	Nav	美国	B+轮	1300万美元	腾讯、高盛等。		
72		5月12日	轻松筹	北京	C轮	2800万美元	IDG、腾讯等。	合计10%	
73		6月12日	喜途半半	广东	C轮	1.46亿美元	红杉、腾讯等。		
74		8月10日	联易融	广东	B轮	2亿rmb	贝塔斯曼、腾讯等。	12.53%	
75		8月30日	水滴互助	北京	A轮	1.6亿rmb	IDG、腾讯等。		
76		9月18日	金证财富	江苏	战略投资	9400万rmb		8.00%	市公司金证股份（600446）子公司
77		9月20日	中金公司	北京	战略投资	28.6亿港币		4.95%	HK.03908
78	电子商务								
79		1月5日	蘑菇小美相	北京	战略投资	数千万rmb			
80		1月20日	每日优鲜	北京	C轮	1亿美元	腾讯、华创资本等。	合计20%	
81		3月21日	flipkart	印度	F轮-上市前	14亿美元	腾讯、ebay。		
82		4月18日	转转	北京	A轮	2亿美元		20.00%	58旗下二手交易平台
83		6月1日	拼好货	浙江	C轮	数千万美元	红杉、腾讯。		
84		7月2日	扫货特卖	上海	pre-A轮	2000万rmb	真格基金、腾讯等。	合计20%	
85		9月1日	易经互动	北京	A+轮	数百万rmb		合计5%	为餐厅服务的互联网公司
86		10月19日	美团点评	北京	F轮-上市前	40亿美元	红杉、腾讯等。	15.00%	
87		12月9日	超级物种	福建	战略投资	未透露		15.00%	
88		12月18日	唯品会	广东	上市后	8.63亿美元	腾讯、京东。	7.00%	NYSE:VIPS
89	社交网络								
90		1月1日	漫漫漫画	北京	pre-A轮	数千万rmb	腾讯、复星等。		
91		4月1日	派派	北京	B轮	900万rmb		4.50%	熟人社交
92		6月6日	探探探	上海	A轮	数千万rmb			
93		11月6日	Snapchat	美国	上市后	数亿美元	收投	12.00%	阅后即焚
94	游戏								
95		1月12日	大圣娱乐	海南	天使轮	1000万rmb	腾讯、任玩传媒。	合计20%	
96		2月12日	艺画开天	湖北	种子轮	300万rmb		10.00%	2018年2月跟投再融资
97		4月21日	西山居	广东	战略投资	1.43亿美元		9.90%	
98		6月12日	pocket gems	美国	C轮	9000万美元	2015年6000万获20%	20%+18%=38%	《Episode》《War Dragons》
99		6月15日	全通信息	广东	A轮	数千万rmb			
100		6月21日	掌趣科技	北京	上市后	4.9亿rmb		2.00%	sz.300315
101		7月28日	Developments	英国	战略投资	1770万英镑		9.00%	《精英：危机四伏》开发商
102		8月3日	Millky tea	英国	战略投资	未透露			《超级战士联》开发商
103		9月28日	Bluehole	韩国	战略投资	6117万美元		5.00%	《大逃杀》吃鸡游戏开发商
104	文化娱乐								
105		1月4日	cokbee	泰国	C轮	1900万美元			泰国电子书平台
106		1月12日	知乎	北京	D轮	1亿美元	腾讯、投狗等	9.66%	
107		1月18日	哈罗动画	上海	B轮	1亿rmb	腾讯、梧桐树资本。	18.00%	
108		1月19日	耳聆	广东	A轮	数千万rmb			
109		1月22日	悟漫由	吉林	天使轮	数百万rmb		20.00%	
110		1月25日	阅文集团	上海	B轮	1亿美元	华信资本、腾讯等	52.66%	30亿人民币，总投入约50亿人民币
111		2月20日	美亘爱厨房	江苏	天使轮	数百万rmb	腾讯、papi酱。	20.00%	
112		3月8日	超神影业	广东	A轮	3000万rmb	腾讯、普华资本。	15.00%	
113		3月17日	新物	上海	B轮	1.8亿rmb	腾讯、达晨等。		
114		3月23日	快手	北京	D轮	3.5亿美元	DCM、腾讯等。	合计8.75%	2018年1月25日E轮，红杉、腾讯
115		4月26日	糖人动漫	辽宁	A轮	数千万rmb	腾讯、乐游资本。	11.00%	11月20日腾讯追加700万投资
116		4月30日	铅末传媒	北京	天使轮	1000万rmb		20.00%	
117		5月9日	smule	美国	F轮-上市前	5400万美元	腾讯、Bessemer等。	合计8.94%	美国手机社交和音乐开发平台
118		5月26日	寻香电影	广东	A+轮	数千万rmb			
119		6月5日	丛林动漫	北京	天使轮	500万rmb		25.00%	原创漫画《演平乱本》
120		6月6日	storybook	广东	A轮	数千万rmb	腾讯、华人文化	6.25%	深夜情感故事微信公众号平台
121		6月27日	水川文化	北京	A+轮	数千万rmb			
122		6月29日	whatyouneed	广东	天使轮	600万rmb	腾讯、华人文化。		
123		7月26日	哈罗动画	河北	pre-A轮	数千万rmb	腾讯、厚德前海基金		漫画
124		8月29日	芝士视频	北京	种子轮	100万rmb		10.00%	
125		9月1日	傻镜子	北京	A轮	数千万rmb		10.00%	漫画
126		9月5日	华体文化	浙江	pre-A轮	2000万rmb			美少女天团FFC
127		9月25日	得到	北京	C轮	9.6亿rmb	红杉、腾讯等	合计15%	罗辑思维、得到，知识付费。
128		10月10日	迷说	广东	战略投资	240万rmb		8.00%	对话体小说
129		10月16日	懒熊体育	北京	B轮	3000万rmb			
130		10月18日	wattpad	加拿大	D轮	4000万美元		10.05%	加拿大的起点读书
131		10月25日	猴客传媒	上海	战略投资	数亿rmb	腾讯、云峰等	8.89%	出品过《高雄律师》等多部影视
132		11月10日	猫眼电影	北京	战略投资	10亿rmb		6.56%+5%	10亿投20%持股
133		11月19日	美的专业主义	上海	天使轮	数千万rmb	腾讯、华人文化等	2.86%	
134		11月22日	十字星	浙江	pre-A轮	数百万rmb		15.00%	

会不会有一天，人们突然发现，中国最像伯克希尔的公司居然是腾讯，而且这个投资团队更年轻、更聚焦、更有协同效应？

只有自己真下了笨功夫，你才能坦然面对那些“还要暴跌、趋势不好、估值太高、树不会涨到天上去……”的杂音，坚持按照自己的判断前行。就这么简单。

说投资简单，有数据为证。下面截图来自《投资中不简单的事》，是高毅资产首席投资官邓晓峰 2017 年 6 月在华泰证券 2017 中期策略会上的演讲



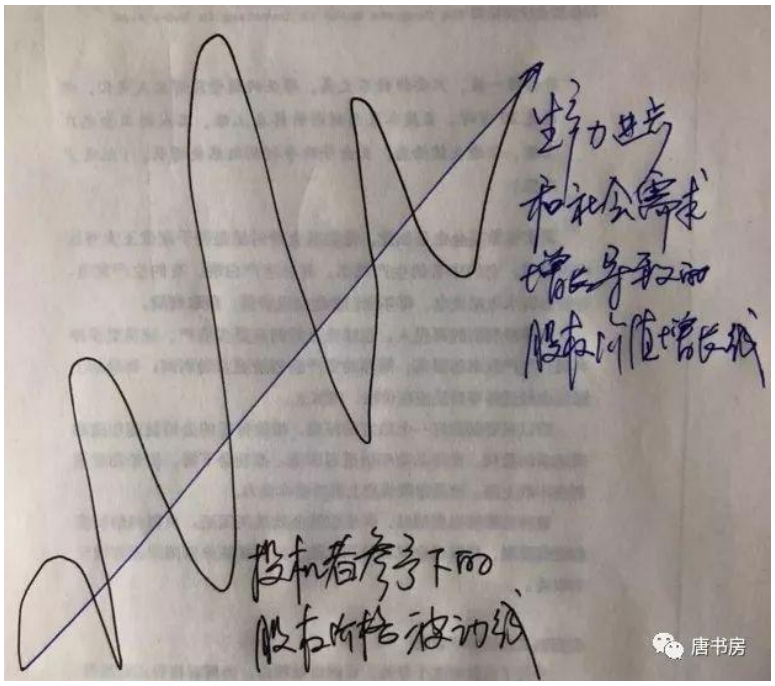
所谓万得全 A 指数，简单理解就是一个代表深沪两地所有股票的指数，（新股上市，会对应调整基数的，不影响年化收益的准确性），2007~2016 年化回报 11.5%，这就是真正的市场平均水平，不用动任何脑

筋，只是将所有股票都来一份的结果。这数据和老唐前年某篇书房文章里谈到的数据，基本吻合：



获得“所有股票来一份”的投资结果，所需资金并不大。人民大学齐东平教授在其著作《大数投资》里分享过研究结果：只要样本数量分散到 30 个，就基本可以获得投资全体上市公司的结果了。样本可以采用分行业抽取，也可以采用分指标抽取，甚至可以采用随机抽取（所有代码换成乒乓球乱摸）、等距抽取（隔固定 N 个代码拿一个）等方式。

这就是投资的简单所在，其背后的实质原因是生产力发展、人口及需求的增长所带来的财富增长，也就是年前这张手绘图里的蓝色线条。



然而，投资又很难，绝大部分人实际是无法取得十年年化 11.5%收益水平的。记得看过一个数据，说 2009 年底成立的公募基金有五百多只，到 2016 年底年化收益率超过 10%的只有十几只。

再比如，昨晚，大洋彼岸那位神一样的老头，一边喟瑟 53 年给股东创造年化 20.8%的神奇战绩（1 万变 2.2 亿），一边码了很长篇幅，瞄准十年前与他打赌的 5 位基金经理，响亮开抽，耳光啪啪的

10 年前叫阵的 5 位基金精英，从 2008 年到现在的年化收益，最低 0.3%、最高 6.5%，均大幅跑输 SP500 指数 8.5%年化收益。这业绩，没别的选择，只能低着头承受老头的挖苦：“Performancecomes，performancegoes，Feesneverfalter 赚过，又赔了，只有收费永不客气”。

那么，究竟是什么困难，导致聪明人殚精竭虑却连最简单最弱智的办法也跑不赢呢？老唐个人看法，难点主要有三：一想时刻有赚；二想赚到最多；三想证明强大。

时刻有赚，主要体现就是期望自己抄到最底，找到市场先生癫狂的极限值，一旦买入，股价再也不要跌过自己的买入成本。这种不切实际的期望，以及偶然猜中带来的所谓厚利，直接后果就是财富经常配置为低盈利能力资产（现金或类现金资产），表面上看名义值似乎没有受损，长远看注定跑输股权收益。

赚到最多，常见形式有①想抄最低，结果变成踏空或追涨（和上一条重合），②想英明逃顶，结果变成踏空或追涨，③不愿意接受“回撤”，想躲开长期上涨中的短期调整；④受不了其他代码上涨的诱惑，在不同的代码间跳来跳去，不仅多交了佣金税费，还经常掉坑里，或者低抛高吸被来回收割；⑤想吃尽短期涨幅，自我麻痹于日内 T，结果由于习惯性关注短期波动而过早离开。

证明强大，主要体现形式有：①喜欢找黑马，总觉得投资人人皆知的公司很没劲，最好挖掘一个别人没听说过的代码，才算本事；②最好每一个涨幅靠前的明星公司，自己都有买过，没放过任何市场热点；③不愿意认错。在一支股票上亏了钱，就要盯住它，从它身上赚回来，否则就觉着被它打败了。

瞅瞅自己，有没有上述表现？干掉他们，投资就会变的很简单。2018 年，老唐希望我们一起简简单单投资，安安静静赚钱！

第369篇.　　2018.2.27-聊几份业绩快报

原创　2018-02-27　唐朝　唐书房

最近，不少公司发布 2017 年度业绩快报，其中有三家公司是书房成文分析过的，有两家是老唐的持仓股。这几家企业的业绩，都在三季报里预告过了，实际业绩也都在预告的范围以内，本次预告实际上没有任何新信息。但好多朋友关心，老唐还是聊五毛钱的，算是个基本面复盘吧。

在谈公司之前，先小科普一下业绩预告的事情。有很多朋友不知道什么公司、什么情况下需要发布业绩预告，我记忆里的规则大致是：

①中小板和创业板企业，必须在每年 10 月发布的三季报里做出全年业绩预告；

②主板企业以下三种情况，必须在三季报里做出预告 A.当年可能亏损；B.当年可能扭亏为盈（就是上一年是亏损的，今年预计将盈利）；C.业绩同比可能会增长或降低超过 50%。

③其他情况，企业随意，可预告也可不预告。

三季报预告以后，企业「可以」在年报发布前，主动披露业绩快报（就是今天谈及的这个）——注意「可以」表述，也就是说并非规定，企业自己看着办，愿意披露就披露，不愿意就拉倒。

但是也有两种情况是必须的，一种是中小板和创业板企业，如果和深交所预约的年报披露时间是 2 月

底以前，那么业绩快报就随意。如果在 2 月底以后，就需要在 2 月底以前发布业绩快报；

另一种情况是，因为三季报发布的时候，全年还没有结束，所以业绩预告有可能不准。如果全年结束后，上市公司发现实际业绩和三季报里预告的业绩有重大差异，也需要发布业绩快报。

之所以说「记忆里的大致规则」，是因为这是多年前的规定，多年没怎么关注预告事项这种事儿了，有微调也说不定。想知道准确规则的，自己上深交所和上交所网站去查规定。

下面逐家说，先说信立泰。

信立泰三季报里预告的是 0%~10%增长，结果 4%，中规中矩。整个业绩预告里没有任何值得注意的新信息。所有关于信立泰的经营特点、发展隐患和预期轨迹，均仍可直接阅读去年 3 月的《投机者信立泰》上下篇和去年 8 月的《信立泰中报速读》旧文（号内搜里搜“信立泰”即可）。

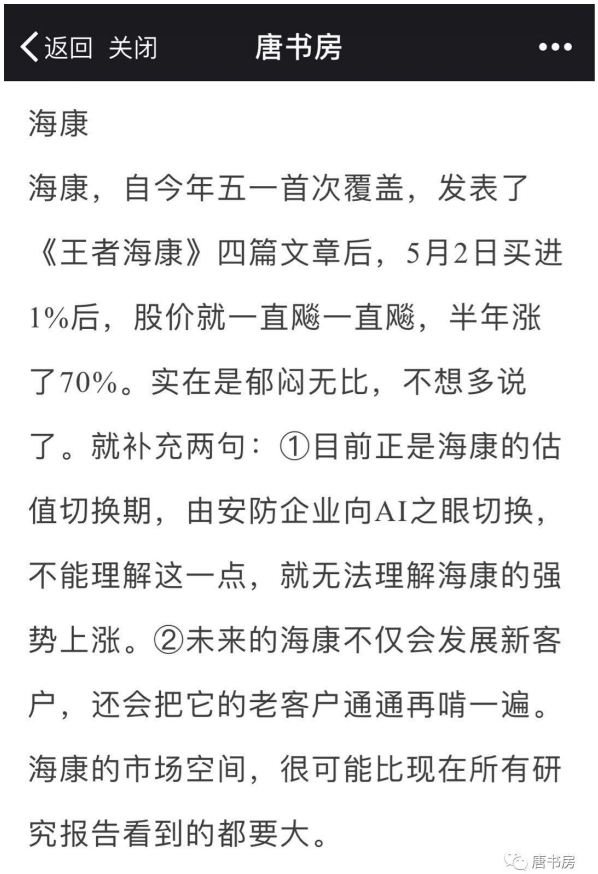
那三篇文章里，不仅有对信立泰的分析，还直接给了估值数据，目前暂时没有需要补充的。



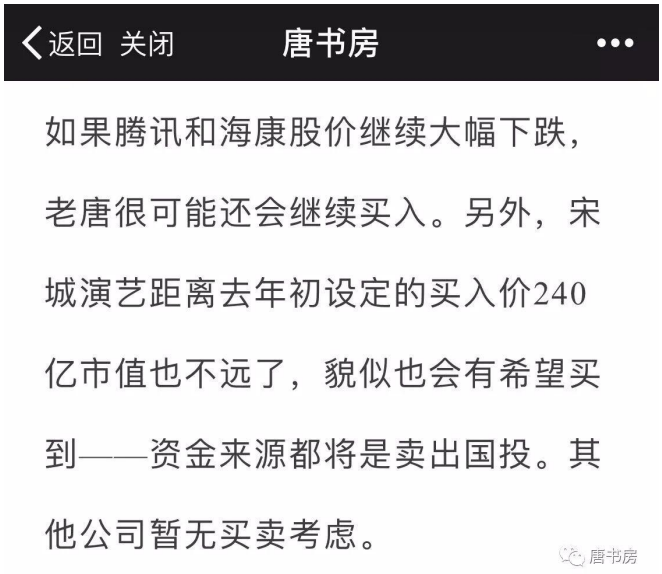
信立泰本轮高点出现于去年最后一个交易日，最高股价 45.68 元，对应市值 478 亿，调整最低位置出现在本月 9 日，最低股价 36.55 元，对应市值 382 亿，基本就是围绕合理估值空间小幅波动，既没有触及有便宜可占的卖出区间，也没有达到有便宜可占的买入位置。因此，我呆坐傻看至今。

再说海康。

海康的最早覆盖是去年的五一节，源于大家的点杀。详细观点见《王者海康》四篇文章。在五一过后的第一个交易日买入后，随着对它的继续学习，我对海康的观点有轻微调整，是象乐观方向调整。比如去年 11 月 1 号《乱炖三季报》对海康的阐述

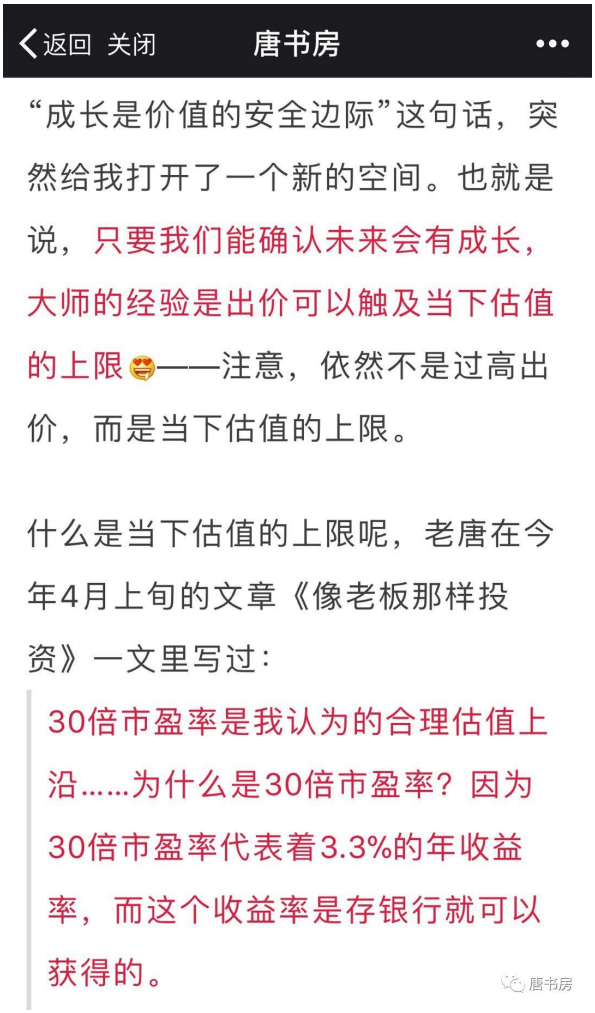


以及本月 7 号大清早发布的《暴跌之后》，在海康股价收于 36.61 元的时候，老唐还妄想着再跌一点，准备加仓海康呢！



很遗憾，没给机会，10 个交易日直接弹起来超过 20%，口水又白流了。此时可以说说老唐当时对海康的计划了：准备在 31 以下和 26 以下，各加仓 2 个百分点。

为什么是这两个价位，说破了也不神秘，就是 30 倍市盈率和 25 倍市盈率的位置。背后的原理嘛，以前阐述过，对于优秀企业，最高可以给到合理估值的上沿，



公司三季报预告全年业绩 85~100 亿，因比较看好，拍脑袋取偏乐观值 95 亿（实际快报为 94 亿）。总股本 92.3 亿股，按照 30 倍和 25 倍市盈率计算，价格分别为 30.88 和 25.73 元。

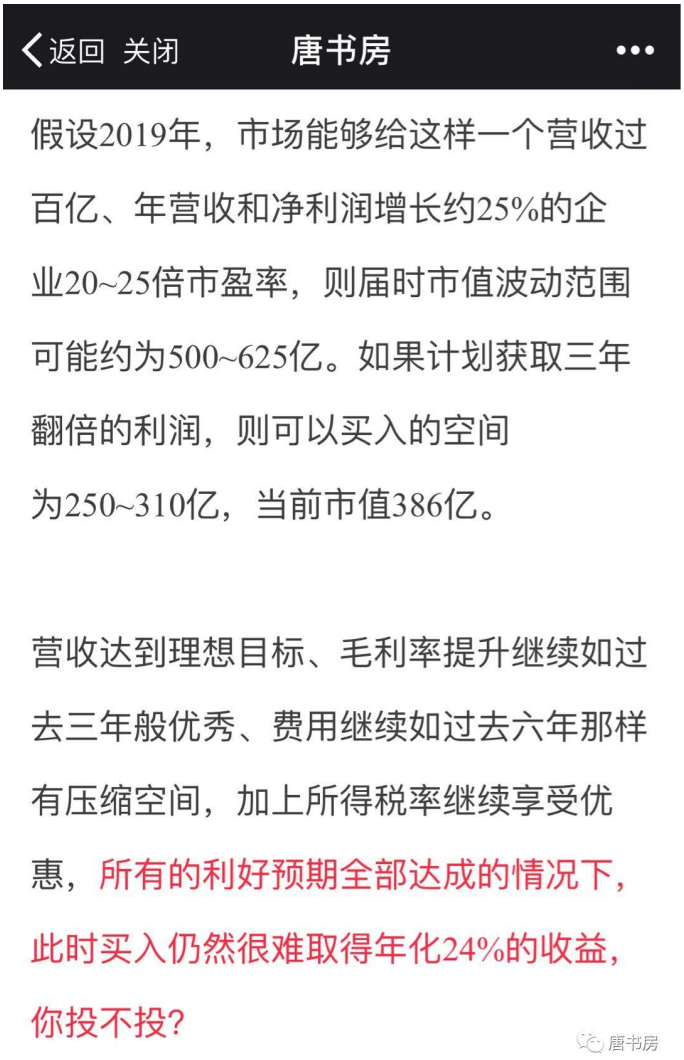
这背后隐含着我运用 pe 估值时的三大核心前提：第一，我认为海康的利润是真金白银；第二，海康维持当前盈利所需资本投入较小；第三，海康确定会有 25%的增长。连续三年 25%的增长，意味着三年后业绩翻倍，25 倍市盈率买入，符合老唐估值法要求的“三年后若以 15~25 倍市盈率卖出能赚一倍就是值得买入的位置”。——一说破，又会收获一片鄙视的眼神咩？

至于为什么会确定有增长，看《王者海康》一文、上面《乱炖三季报》的截图①②，以及昨天老唐推送的那个老大哥修仙图。鉴于敏感因素，被迫装神：“懂的自然懂，不懂的就别问，你又不知道还瞎问个啥？”。

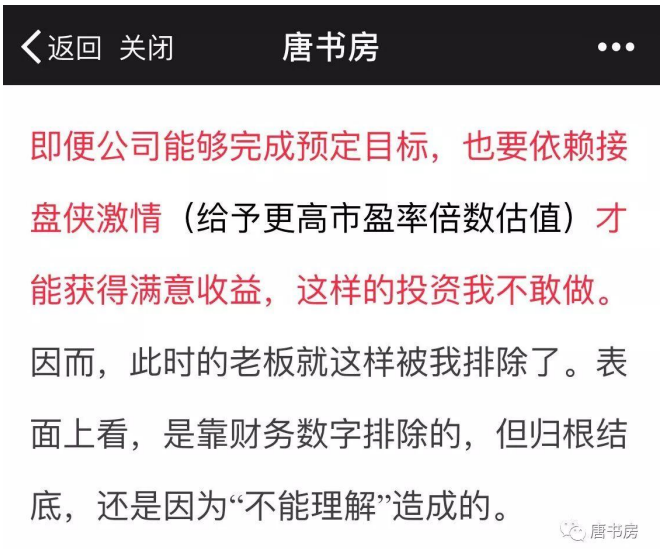
不过，有句话还是要补充的：修仙一语，只是揣摩市场看法，算茶余饭后虾扯蛋，非投资依据，实际上老唐昨天也没有买进一股海康，只是过了过嘴瘾。

再说说老板电器。

老板电器，我不持有。只是因为大家的点杀，于 2017 年 4 月写过一篇分析文章，文中给出的结论是以当时的市值 386 亿买入，很难获得满意的收益率

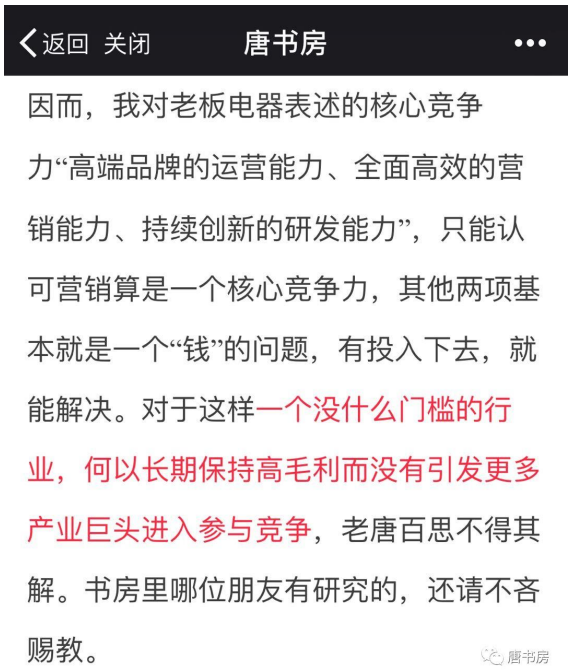


最终的选择是，我不敢投



今天，老板电器封死跌停板，但市值依然有 422 亿，比成文当日的 386 亿高出近一个涨停板，所以，老唐引用该文，并非为了嘚瑟自己看对（若以市场表现衡量，老唐经常看错的。务必在看到老唐嘚瑟正确案例时，别忘了老唐不说的那些被打脸的案例，比如白云机场。再说了，其实看对也不值得嘚瑟，闭着眼

睛瞎说也有 50%概率对），而是想强调该文排除企业的思考方式：



书房多篇文章都曾强调过，能否回答该企业“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”，是区分懂不懂一家企业的核心问题。

如果不能清晰有说服力的回答自己，那就足以证明它属于自己不懂的范围。不懂怎么办？不懂不去就是了，不懂不去比会运用 180 种方式计算企业估值可要重要百倍！

投资，是个很有趣的考场，它只是让我们在几千道题里，自由挑选几道自己有把握回答的问题来答即可，不答的题完全不扣分，甚至只要敢承认自己一道也不会，老师一样给班级平均分（指数基金）。这样的考试的规则，何必要去挑那些难度系数超高的题来操练呢？

当然，有些情况下，可能是自以为懂了，能够给出答案。实际上是运用循环论证，自己骗了自己——说起自己骗自己，想起一个经典桥段：前段时间有某企业计提炒股亏损数十亿，导致业绩巨额下降，有人转发一篇奇文给我看。文章挺长，里面有段论证很别致，大致是说该企业的炒股战绩，如果不算亏损的部分，实际是盈利的。这种自己给自己注射麻药的狠劲，也算是登峰造极了。

不懂而以为懂，在投资界常见，既有知识因素，也有心理因素，总体还挺难解决的。但一般来说，如果在研究任何一家公司之前，都能问自己一遍《看不懂与看得懂》一文谈到的 4 个问题，掉坑的概率会小很多。

四个问题拷贝在此供参考：

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）

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？

明天就月底了，附个简介当月结吧：

截止 2 月 27 日中午收盘，老唐持股茅台 41%+，腾讯 18%+，国投 9%+，民生 H6%+，招行 H5%-，洋河 6%-，信立泰 4%-，双汇 4%-，海康 3%-，古井 B5%-，另有观察仓宋城不计。

2018 年内累计交易仓位占比约 7%，有约 93%的仓位呆坐不动。2018 年沪深 300 指数涨幅约 1%，老唐市值涨幅约 5%-。



雪球组合「老唐实盘」净值 3.09 元，同口径实盘净值约 3.52 元，差异拉大致约 14%，主要因港股和 B 股与组合内替代品种的涨幅差异造成。



第370篇.　　2018.3.2-简单聊聊洋河业绩快报

原创　2018-03-01　唐朝　唐书房

信息太少，但询问的人太多，简单聊聊吧，算稳定群众情绪——此处应该有证监会或深交所人士到场颁发维/稳/特别津贴？

洋河没跌停，所以这位朋友帮我想的标题《从洋河跌停说起 2》没用上。



先做个说明，虽然下跌并不会让我感到担心或者恐惧，但我也没有盼望它跌停或持续暴跌的意思。网络盛传，盼跌才是真价投，其实表达的不完整。

有钱在手，或者预期未来有较大数额现金流入的夹头才会盼跌——比如大洋对岸那位手持千亿美金的类现金资产、天天还有新资金滚滚流入的老人。

象老唐这种主要资金早就买满，后续资金比例极小——年分红总体大约也就三两个百分点，其他渠道产生的剩余现金流几乎可以忽略——的人，不盼跌。

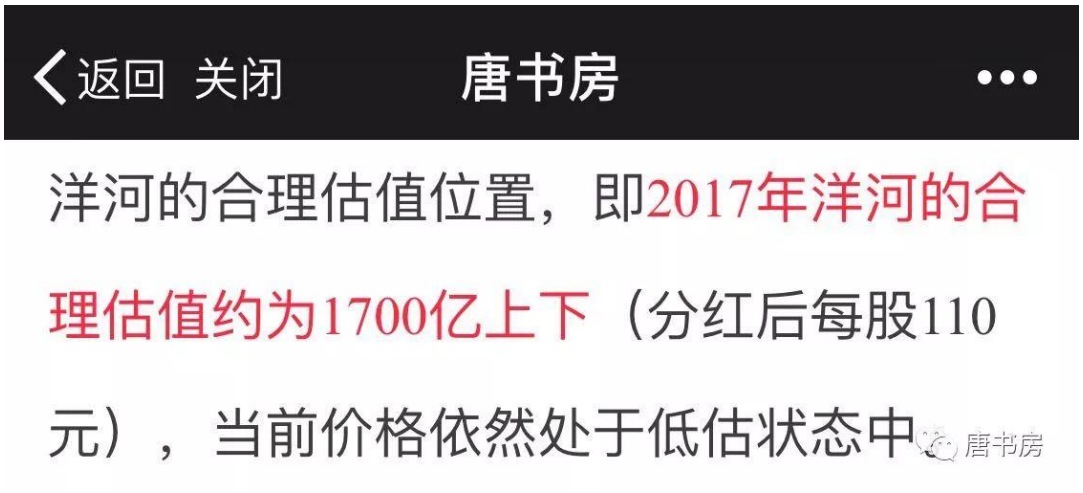
老唐写过《散打投资 14》，可不是为了论证跌了更好，而是想说明，以买企业的态度投资股权，只要企业盈利能力有真实提高，根本不需要担心股价跌下去，因为下面一定有大量资本张着大嘴帮你兜底。资本的逐利性会拉平同等盈利能力的资产价格，从而使股价无法大幅下挫，否则，就会出现不可思议的暴富机会。

事实上，从个人情感角度说，我最喜欢的状态是每年股价被企业利润增长顶着走。股价始终处于合理区间下沿，始终没有高估，有新钱也还可以买，没新钱就看着它平平静静地往前拱，一年有个 15%~20%收益。既不需要掘地三尺去研究新企业，也不担心分红所得没地儿去。喝喝茶看看书扯扯淡，就收获了财富的增长，那才叫安逸的板！

当然，若是涨到明显高估阶段，也好办，卖掉换新目标。实在没有新目标，买成理财放着，骑驴找马也挺好。然而，市场先生可不认识什么老唐小唐的，他才不在乎我究竟是盼涨还是盼跌，千古不变的贪婪和恐惧来回拉锯，大起大落才是市场常态。

早在去年 4 月 28 日，洋河就无厘头跌停过一回。当天老唐是顺手加仓收下了市场先生的馈赠，并写了《从洋河的跌停说起》上下两篇于 5 月 14 日发表于书房（之所以迟了两周，是因为五一假期忙着写《王者海康》四篇长文），后整合成篇发表在 5 月 19 日的《证券市场周刊》上。

《从洋河的跌停说起》主要阐述了两个观点：一是解释当日跌停源自于市场对洋河 2017 年一季报一项财务数据误解，是无厘头的知识错误，是无知者给有知者送钱；二是认为 2017 年洋河的合理价值在 1700 亿上下，当时处于低估状态中（当时市值约 1200 亿）。

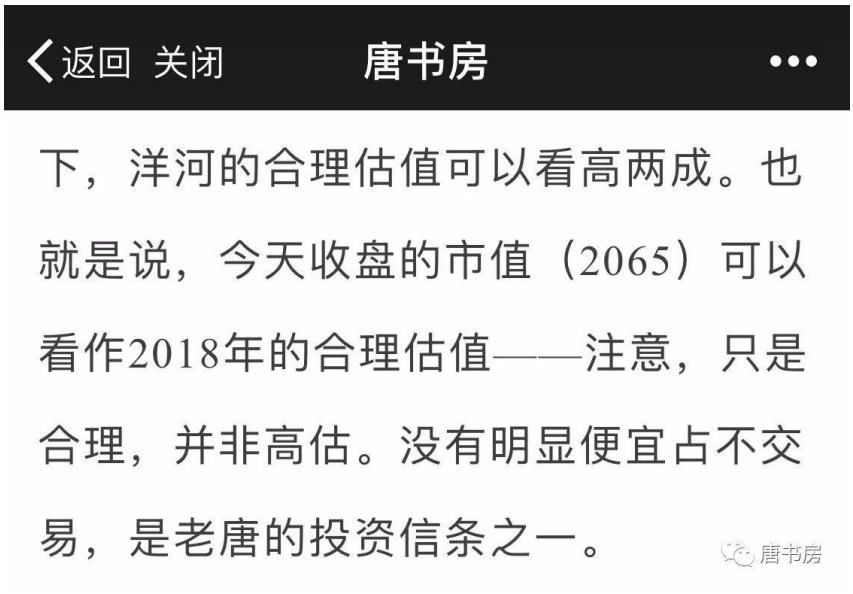


就在 2017 年 5 月 14 日的这篇文章里，老唐作出了这样的推测



随后，在上个月的 13 日，《九连阳之下的冷思考》一文中，老唐根据跟踪的洋河 2017 年经营情况及

业绩预告数据，将洋河 2018 年的合理估值上调了两成。



昨天，洋河的业绩快报出炉，营业收入 197.7 亿，同比+15.05%；归属上市公司股东净利润 66 亿，同比+13.23%。

营收距离我去年 5 月预想的“冲击 200 亿”有 2 亿多的差额，净利润按照三季报预告 64~70 亿看，也处于预告区间的中偏下位置。

虽然基本在预告区间，但部分投资者可能是四季度里看多了提价和断货的信息，对年报业绩是抱着超预期的期望值，因而产生了巨大的失望情绪。

倒也可以理解。毕竟依照快报数据，在传统旺季四季度里，洋河仅收获 28.9 亿营收和 10.16 亿净利润，与去年四季度相比，季度营收增加了 3.7 亿，而净利润仅增加了 0.28 亿。

单季营收总量，从三季度的 53.5 亿锐降至四季度的 28.9 亿，近于腰斩（其实这两个季度不该也不能放在一起比较）。而增加了 3.7 亿营收，却只增加了 0.28 亿净利润，与之前频频听到的高端增幅喜人、出厂价提升的信息，落差太大。

回看最近三年洋河四季度的数据，如下表，我们会发现 2017 年四季度的营收占比还算稳定，但净利率（当季归母净利/当季营收）和当季归母净利占全年归母净利的比例，确实略不正常——图中标红的两个百分比。

日期	2017年12月	2016年12月	2015年12月
四季度营收	28.92	25.16	23.91
四季营收占比	14.63%	14.64%	14.90%
四季度盈利	10.16	9.88	9.04
四季度净利率	35.13%	39.27%	37.81%
四季度净利占比	15.40%	16.96%	16.35%

唐书房

如果直接套用去年和前年同期的净利润率计算，28.92 亿营收对应的 10.16 亿归母净利，至少差了约 0.77 亿~1.2 亿元净利润，这是怎么回事？难道是市场销售不畅，增加了费用，又或者是高端销售并不好，

低端酒占比过高拉低了净利率？

这样的疑惑，加上老板电器连续两个跌停板的示范，以及市场上“风口变了，改杀白马”的舆论氛围，洋河出现 7%跌幅，虽然事前确实没想过，但事后觉着倒也还顺理成章。

快报的表述比较简单，详细信息需要从年报上才能观察到。不过，公司在快报发布后，对此问题做了解释。说四季度数据不好看，原因有三：其一是春节同比晚了 20 天，造成经销商春节备货推后；其二是大部分办事处和分公司提前完成全年任务，导致四季度开票不积极，致使部分营收堆积为预收款；其三是，由于政府自五月起加强白酒消费税的征收管理，公司从 9 月开始按照新规则纳税，四季度里补交了 5~8 月的消费税差额——以上说辞，只能静待年报出来证实。目前资料不足，不好下结论。

不过，即便如此，洋河也是自 2012 年白酒行业危机以来，除茅台以外，营收和利润增长最好的大型酒企了。2017 年的营收和净利润均已经超越了 2012 年的巅峰时刻（2012 年营收和归母净利分别为 172.7 亿和 61.54 亿）。

而且，今年 197.7 亿的营收，距离 200 亿整数关口仅仅只有 2.3 亿元的差额，反倒让我对洋河管理层产生更多敬佩。创历史最好纪录，同时突破 200 亿整数关口，大幅甩开后面追赶的对手——泸州老窖 2017 年营收刚刚破百亿，距离 2012 年的巅峰 115 亿还有距离，归母净利应该不到 30 亿（2012 年 44 亿），已经夸下海口，要在 2017~2019 年内重回行业前三。

然而，就算洋河 2018 和 2019 年连续 0 增长，我也不相信泸州老窖 2019 年能做到营收超过 200 亿。重回前三，几乎铁定又是老窖管理层吹出来的大话——白纸黑字放在这里等打脸

突破 200 亿整数关口，进入 200 亿俱乐部的第三家酒企，这么好的噱头，动动手指就可以从预收款池子里搞定的事儿，洋河管理层硬是岿然不动，似乎完全没有将注意力放在这些虚名上面，真是蛮让人敬佩的——坦率说，如果是我坐在那个位置上，我做不到这么淡定。

就目前而言，我依然看好洋河这个和股东捆绑在一起的团队，依然看好洋河扎硬寨、打呆账式的省外扩张模式，依然看好洋河对渠道的掌控力，依然认为洋河在消费升级中受益明显，未来带动企业增长的引擎已经从海之蓝、天之蓝，明显倾向于梦之蓝（近期，梦之蓝冠名央视一套“经典咏流传”，又是一次极为优秀的品牌推广活动）。



目前继续维持 2016 年 5 月文章里的判断：「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」，虽然 2016 年 5 月至今，洋河与五粮液差距实际上是拉大而不是缩小了，但以目前梦之蓝的势头，我依然认为到 2021 年这个目标还是有希望实现的。

虽然出现了单日超过 7%的下跌，但市值依然有近 1800 亿，只是在合理范围区间内，没有低估的便宜可以占，所以我暂时也没有加仓计划——虽然我现在猜测周四和周五大概率会矫正周三的大幅下挫，且今年一季度几乎确定有不错的增长。

同样是企业分析，但不是盯着估值与市值差，而是下注某份财报与市场预期的不同展开交易，本质上也是猜测别人的行动而行动，或许偶尔也会受到市场的重奖，但我认为它依然是一条投机之路，一条基本面的投机道路，是一条错误的道路。别忘了，投资之难就难在市场经常会重奖某些错误的行为……

2 月结束，老唐 2018 年前两个月市值增长约 2%。持仓百分比为：茅台 41%+，腾讯 18%+，国投 10%-，民生 H6%+，招行 H5%-，洋河 5%+，信立泰 4%-，双汇 4%-，海康 3%-，古井 B5%+，另有观察仓宋城不计。

文字_2018-03-08

唐书房 *2018-03-08*

据读者反馈，有骗子冒充唐书房管理员老唐，声称指导炒股或做什么培训，请书房读者提高警惕。无论微信、QQ 还是雪球，老唐没有建立过任何收费群或免费群，老唐不会主动与任何网友私聊，不会主动要求加微信或 QQ。老唐的文章在且仅在唐书房免费分享，并无其他任何收费渠道。请大家擦亮眼睛，切勿上当!

第371篇.　　2018.3.9-回复两个热门问题

原创　2018-03-09　唐朝　唐书房

过去一周，家中有突发事件，几乎没有登陆过书房后台。今天得空上来看，后台询问最多的事儿，是关于银监会 2018 年 7 号文降低拨备覆盖率和拨贷比的。

这个事儿，在《手把手教你读财报 2——18 节课看透银行业》的第 102~109 页，老唐已经白纸黑字预测了监管部门这个行为，并给出了该行为对银行业绩影响的分析，顺带还提到了为何对兴业不感兴趣的原因（这只是其中一处，书中有多处谈过这个问题。所以书房里但凡为老唐为何不投兴业的，老唐一律没有回答），对此事感兴趣的，直接翻看《手 2》102-109 页即可。

顺带嘚瑟一句，《手 2》还提前预测到了银监会加强对银行保本理财产品的监管以及对表外非标资产的打压。

也有老唐没有想到的。这次将拨备覆盖率从 150%降低为 120%~150%，拨贷比由 2.5%降低为 1.5%~2.5%，但该重大调整，并非一刀切，而是一行一策（不同银行会有不同的拨备覆盖率和拨贷比要求），相当于为每家银行单独设定一个拨备覆盖率及拨贷比监管指标。

具体执行政策将会针对银行的不良贷款认定严格程度（逾期 90 天以上贷款纳入不良贷款的比例）确定不同的监管指标——逾期 90 天以上贷款纳入不良贷款比例越高的，享受越低的拨备覆盖率和拨贷比指标要求；

会针对银行现有的资本充足率水平，确定不同的监管指标——资本充足率越高的银行，享受越低的拨

备覆盖率和拨贷比监管指标要求；

同时，还特意鼓励银行加大对隐藏不良贷款的处置，增加银行报表的可信性——处置的不良贷款占新增不良贷款比例越高，享受的拨贷比和拨备覆盖率监管指标越低。

总之一句话，好孩子给糖吃。对于原本不良认定严格，计提充分的银行而言，是实打实的利好，会直接带来净利润增长和营业收入增速的扩大——简单粗暴说，主要利好工行、建行、招行。而对于原本对不良认定不够严格，表外资产很多，计提不够充分以及现有资本充足率已经没多少空间的银行，反而可能造成压力，主要利空——不点名。

另外还有一重利好：过去几年银行业整体估值水平低迷，主要原因不是银行不挣钱，而是资本市场对隐藏坏账程度的担忧，是对未知的恐惧。该政策鼓励和引导银行暴露和处理不良贷款，有利于资本市场增加对银行股的估值信心。所以，该政策对好孩子的影响很清晰，就是双击效应；对调皮宝宝则稍微复杂点，可能是单杀+单击的组合，叠加效果较难推测。

这几天里被问到的第二多问题，关于老唐估值法运用的。归纳了一下，关于这个问题，大致有如下疑问：取值 15~25 倍结果差异颇大，具体使用时究竟应该如何取值？它是适用所有企业还是部分企业？什么样的企业算高杠杆企业，为何打七折，如何打七折？

为方便新朋友，先重复阐述一下老唐个人使用的估值法。毫不神秘，一句话表述完毕：「三年后 15~25 倍市盈率卖出能赚 100%，就可以买入，高杠杆企业打七折」。其定义和使用方法，在 2018 年 1 月 7 日的《老唐估值法及运用解析》上中下三篇里详细阐述过了，没看过的，可以搜来翻翻。

该估值法的使用非常简单，就是拿三年后企业的净利润×15~25，得出三年后公司的合理市值。三年后合理市值的一半就是现在值得介入的市值位置。

这里面只有两个变量：其一是 15~25 倍，究竟是取值 15 倍、19 倍、22 倍还是 25 倍？其二是三年后这家企业能赚多少净利润？

第一个问题取决于两点：

一是该企业的核心竞争力强弱，也就是价投或者半吊子价投都喜欢挂在嘴边的一个词“护城河”。护城河宽广，且可以预计未来还会不断加宽的，取值可以偏 25 倍，实践运用中有时我甚至会放松到 30 倍。护城河不够宽广，或者未来可能变窄，甚至可能被绕过去的，取值可以偏 15 倍。

所谓护城河，别看神秘了。通常而言，能够持续获得高净资产收益率（Roe）的企业，就一定是具有某种护城河的。而理解护城河是什么以及未来会加宽还是变窄，核心就是老唐多次阐述过的四个问题：

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）

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？

与市盈率取值有关的第二点，是无风险利率环境。无风险利率水平是投资界的地心引力。这个应该不难理解，极端假设，如果今天国债或者工行存款给出 20%的利率，那么天朝股市的 99.9%以上的企业，立

刻失去投资价值（当前 4%利率下，也有很多本就没有投资价值），直接卖掉然后去存银行或者买国债，只要没改朝换代，这笔投资的性价比就是最高的，不用担忧也不用研究，妥妥获取股神级回报率。

无风险利率水平提高，会从边际上引发抛售股票，对股价形成向下压力；反之，无风险利率水平降低，则从边际上挤压资金进入股市，对股价形成向上动力。

观察无风险利率水平，对于发达国家股市，比较常用的数据是 30 年美国国债收益率水平。我天朝由于外汇管制，属于隔离的市场，美债水平无法直接作为参考，国内国债市场规模又较小且缺少公开连续交易，反倒不如理财产品市场利率或者货币基金收益率来的直接。

回看理财产品市场利率和货币基金收益率，会发现它们按照市场资金供求松紧程度不同，大体围绕着央行定的贷款基准利率上下波动。这个逻辑上也很容易理解，大部分理财产品最终是通过银行渠道投向有资金需求的企业或个人，以资金供求不同，企业或个人是以基准利率的某百分比折扣或某百分比上浮从银行获取贷款，扣掉银行要赚的利率差和风险对价，剩下的就是银行愿意向社会提供的无风险利率。

再加上，投资估值本就是毛估估，不需要特别精确，所以，按照通常三到五年的投资周期准备，我个人一般习惯直接用央行一年以上五年以下的贷款基准利率±1%来大概取值市场无风险回报率水平。

比如目前一年~五年期贷款基准利率是 4.75%，那么就可以大致的认为当下市场的无风险利率水平约 4%~6%。当下利率环境，如果能真实「保证」6%以上回报率，银行业百万亿级别的存款，会瞬间涌入将其全部吃掉，赚取无风险利率差。这可能也是前几天前任财政部长、现任社保基金理事长楼继伟说的“保证 6%以上回报率的就别买，那是骗子”的原因。

自黑一个：千万不要看到某些地方（比如某书房）的商业广告标题“预期收益率 14%”就在头脑中将其替换为“一定赚 14%”，记住：有能力保证 14%的项目，永远不会广而告之到你我眼前。

付钱打广告吸引你投的任何项目（哪怕是你最信赖的某书房推送的广告），都需要你头脑里有一根权衡风险收益性价比的弦。即不要眼中只看见收益率数据，也不要人云亦云地大喊洪水猛兽，而是要弄清楚自己究竟是薅羊毛还是做投资，愿意为高出无风险收益率水平的部分承担多大风险，并做好与之对应的风险应对准备。

如果只是被预期收益率数据所蛊惑，就有可能沦落到「你想别人的收益，别人想你的本金」的囧境；如果只是人云亦云地跟着专家媒体喊叫洪水猛兽，可能任何新生事物最肥美的一段利润，都会注定与这种思维模式错过——无论是股市投资、债市投资、P2P 投资或是其他什么投资，无一例外。

凭着个人本心，老唐会对商业广告做简单筛选，并在文章开头注明「本文为商业推广，不代表唐书房观点」，但老唐没有能力为谁的人生负责（我家领导除外）。为自己人生负责的，只能是自己，切切！



若自己完全不做功课，仅根据「听说」做出决策的，强烈建议还是存银行（不包括购买银行理财产品）或者购买货币基金靠谱。回到正文话题。无风险收益率水平为 4%~6%，对应市盈率约为 16~25 倍（收益率=利润/本金，市盈率=本金/利润），它是投资市场的一杆秤，一个估值中枢。

我们可以将货币看成一个 0 增长+100%确定的公司股权，同样，公司股权也可以看作 N 增长+＜100%确定的货币（-100%＜N＜∞），投资永远是在他们之间做选择题。

因此，前面说的老唐估值法里面的两个变量，其一是 15~25 倍，究竟是取值 15 倍、19 倍还是 25 倍？答案就是①企业核心竞争力越强，越具有可持续性，取值可以越大。反之取值越小；②市场无风险利率水平越低，取值可以越大。反之取值越小。

另一个变量：三年后这家企业能赚多少净利润？这个很抱歉，再怎么简单粗暴，老唐也给不出一个一刀切的答案或者一个计算公式——如果有，股市就不会存在了。

和上一个问题里的“核心竞争力”一样，预测企业三年后甚至更长时间后能够赚取多少利润，这是投资者需要一生持续学习、关注和研究的问题，它需要的就是你真的“懂”这家企业。

没有人能够懂所有企业，而只要愿意下功夫研究，你一定会多少懂那么几家企业的。在天朝市场里最好懂的企业恐怕就是茅台了，所以 2014 年老唐拿它做范例写《手把手教你读财报》。

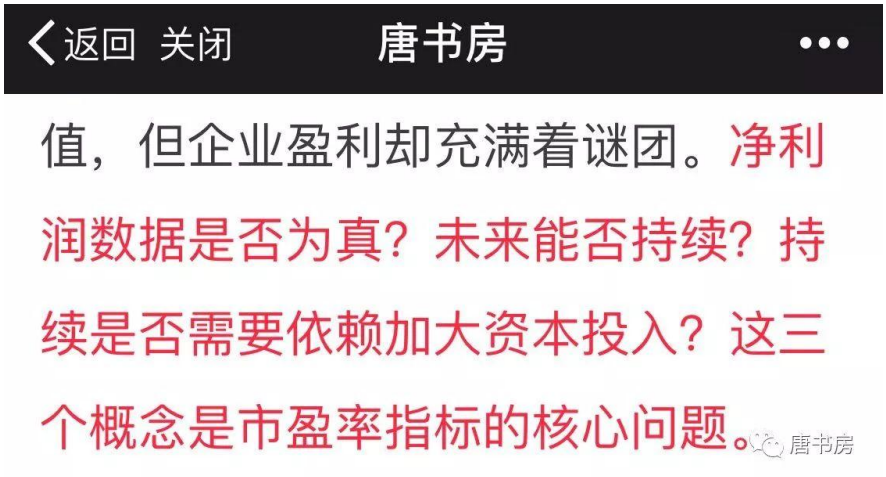
三年后的产品销量基本可知，产品售价基本可知，三年内市场环境基本可知，三年后的利润基本可知，三年后利润×25/2=划算的买入位置，全是小学三年级以内的数学题。这道全部由小学数学题构成的投资对象，过去三年多给投资者送上了约 400%的投资回报率。

能不能懂，掌握在自己手上，靠日拱一卒搞定。能不能遇到划算的买入位置，靠天，由别人的愚蠢和冲动决定。投资者要做的事，就是不断的“懂”一家又一家的企业，然后静静等待划算的买入位置出现。

很显然，懂的企业越多，遇到某划算买入位的概率就越高，这就是投资者不断阅读和学习动力之一吧！我们应该知道，今天花在阅读财报、理解公司上的所有时间和思考，终将在某时间段兑现成高额工资和奖金给我们。

而如果真的一家企业也看不懂，或者还没有来得及看懂，那么请不要急着进入股市，或者即便是下水学习，也请先从少量介入指数基金开始。因为，股市绝不是看上去或者听上去那么「好赚」，记得年初看过一份关于私募基金的媒体报道，因为垫底的私募基金是雪球某私募，所以记得数据，好像是 2017 年当年亏损 82%，成立一年零几个月亏掉了约 90%。吓人不吓人？刺激不刺激？

那么，老唐的市盈率简化估值法，是不是适用于所有企业呢？不是的。老唐去年 6 月的一篇文章里谈过，适用市盈率这一据说小学生都会的指标，一定要注意三大前提：



即，使用这种简化的估值方法，一定要首先通过财报阅读确认净利润数据为真（不是靠应收账款、关联交易或者非主营业务偶然所得作出来的），未来能够持续且持续不需要依赖大量增加资本投入。确认这三大前提后，就可以使用市盈率简化估值。它和企业性质或者市场过去给它多少倍市盈率反而基本没有关系。

那么，无法确认上述三个前提的企业怎么办？凉拌，不投就是了。世上的牛股那么多，也不缺你错过的一个。股市最大的优点，它不会为了你不投某企业而惩罚你。你有权选择只在你占据比较优势的领域里参与竞赛，还有比这更美妙的事情吗？

至于高杠杆企业，比较简单。对我而言，一般我会把有息负债占比超过总资产的 70%的企业，视为高杠杆企业，我手里的水电和银行就是高杠杆企业。

高杠杆企业因其杠杆的存在，抵御风险能力相对较差，具有一定的脆弱性，需要在估值上给予弥补才能具备同样的买入价值，所以我将其打七折。

打七折的意思，就是说「高杠杆企业，三年后 10.5 倍（15×70%）~17.5 倍（25×70%）市盈率能够赚一倍的价格，就是值得买入的位置」——不用那么严谨，就记作 10~15 倍吧！

另外，也有很多人问什么是有息负债。所谓有息负债，字面意思理解就是需要公司付出利息的债务，通常来说，合并资产负债表的负债部分，去掉所有带有“应付”和“预收”字眼的科目，剩下的就可以大致看成有息负债了。

不知道关于估值，还有什么是老唐没有说透的？

第372篇.　　2018.3.11-老唐的私人书架

原创　2018-03-11　唐朝　唐书房

今年搬家，由于新书房比原来的老书房小，所以丢掉了不少书籍。大约剩下千本左右，借机归类整理了一下。今天拍几张照片上来，和大家分享。

西谚有云「you are what you read」，大致意思是说，你读什么书，决定了你是什么样的人。以这说法来看，展示私人存书这事儿，有点类似脱衣见光的感觉。慎重起见，不能全裸，只展示部分

1）读过的投资书籍中，比较有价值的部分（点击照片，可放大）




价值投资
投资中最重要的事
怎样选择成长股
机构投资的创新之路
一个投资家的20年
不落俗套的成功
最好的个人投资方法
大卫·斯文森 著
中国青年出版社
查理·芒格传
查理·芒格的智慧
查理·芒格的原则
您厉害，您赚得多
聪明股票投资人
VALUE
聪明投资1
赌金者
必需消费品投资
图解波特竞争战略
非必需消费品投资
穿查理宝典
CHARLIE MUNGER
亿万美元的教训课
资产的游艇在哪里
唐书房

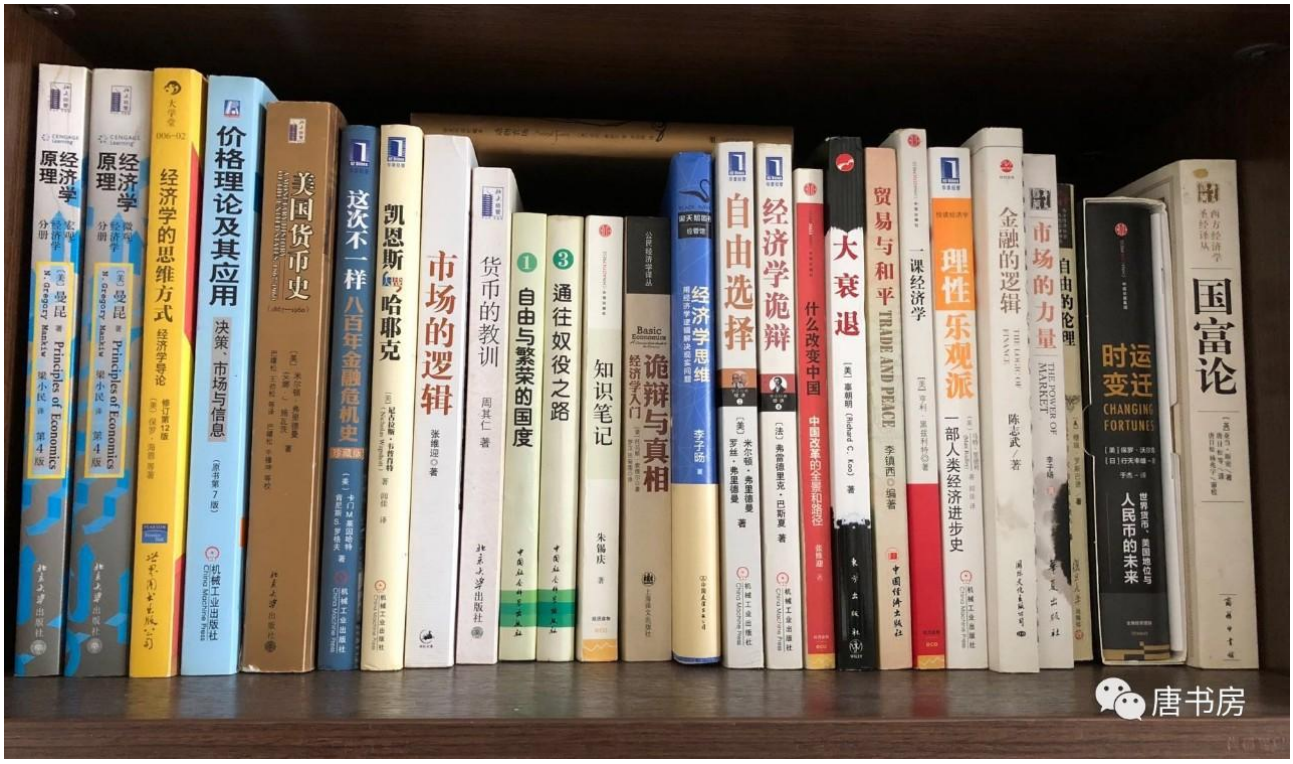

管理者终身学习
大数投资
齐东平 著
中国人民大学出版社
奥马哈之雾
我们是否误读了巴菲特
任俊杰
朱晓芸 著
机械工业出版社
像巴菲特那样交易
金融可以颠覆历史
王巍 著
规划财富人生
天南话投资
杨天南 著
雪球
手把手教你读财报
唐朝 著
手把手教你读财报2
18节课看透银行业
唐朝 著
雪球
投资的本源
稳健均衡投资策略
宋军 著
雪球
二战股市风云录
基金经理投资笔记丛书
白话投资
(2.0版)
李骁 著
江涛 主编
投资大师罗杰斯给宝贝女儿的12封信
你在忙什么
生命中的关键问题
肖钢 著
投资之道
理森 著
全球杰出华人投资者访谈录
影响力
(经典版)
[美]罗伯特·西奥迪尼 著
股权战争
苏龙飞 著
乌合之众
大众心理研究
A Study of the Popular Mind
[法]古斯塔夫·勒庞 著
戴光年 译
投资中的心理学
上海证券交易所期权投资者知识测试辅导读本
那些滚雪球的人
——中国投资者访谈录
远离风口
林劲峰的投资逻辑
解读中国经济指标
在数字中锁定投资机会
唐书房



不过，这些年有许多书读的是电子版本，所以并非不在照片里的就不好，或许只是恰好没买过纸质版。

2）经济学类书籍。

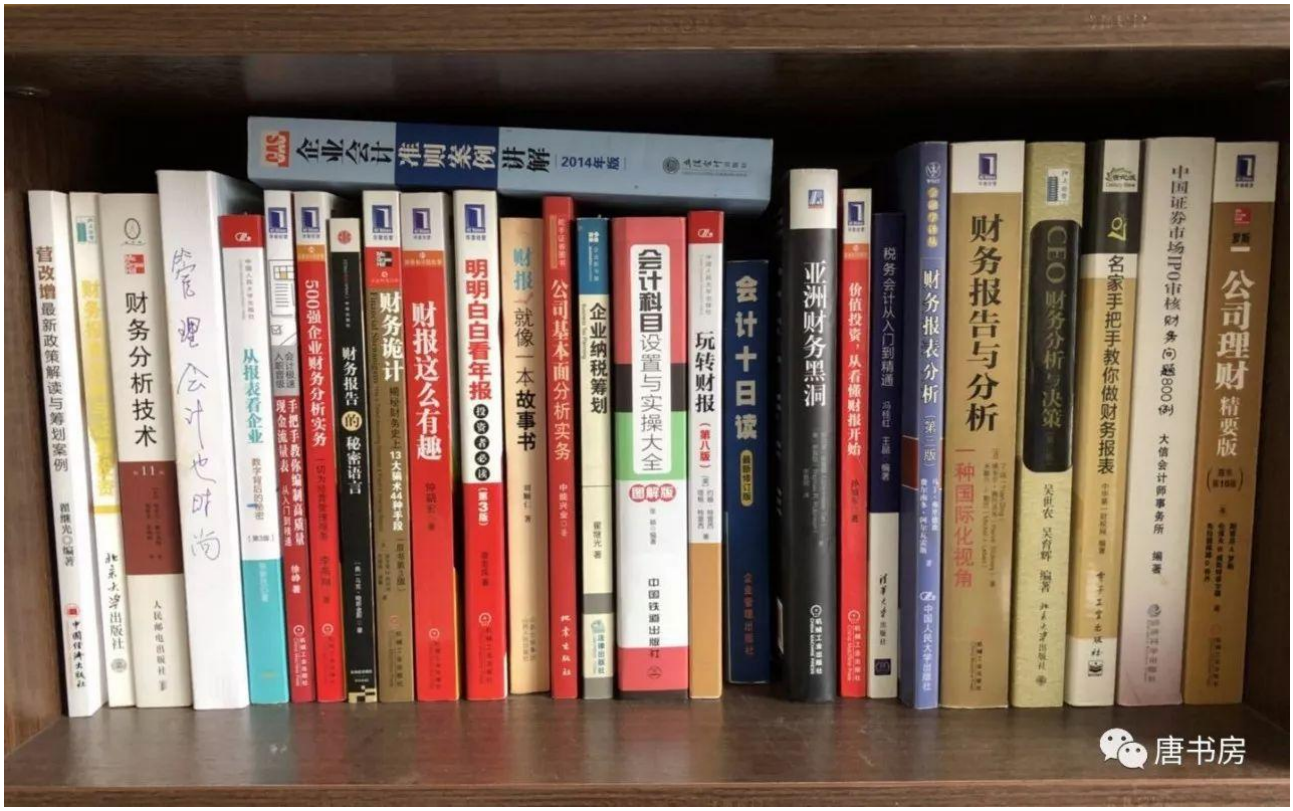




3）银行类书籍（银行类书籍，在老唐扔掉的书籍里占比很大。为了学习和研究银行股，读过很多针对员工的、完全没用的书，这次一起让保洁拿去卖了废纸），图片里是比较有价值的部分。

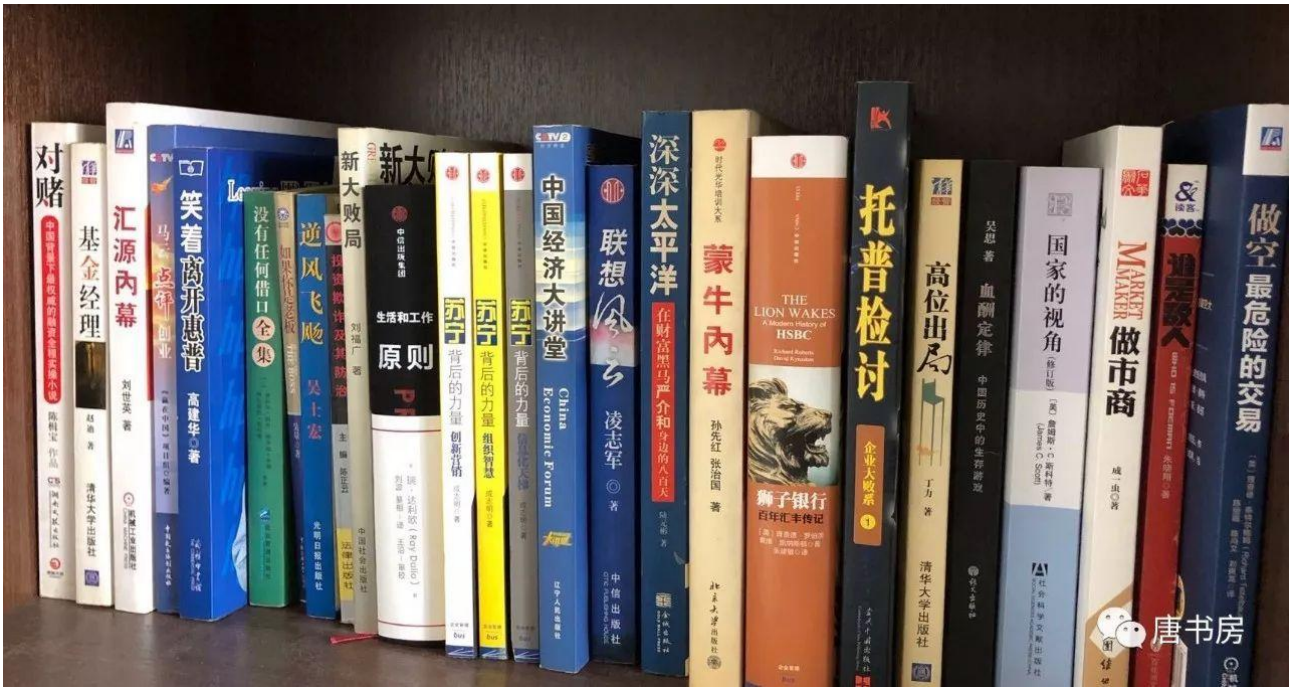


4）财务类书籍

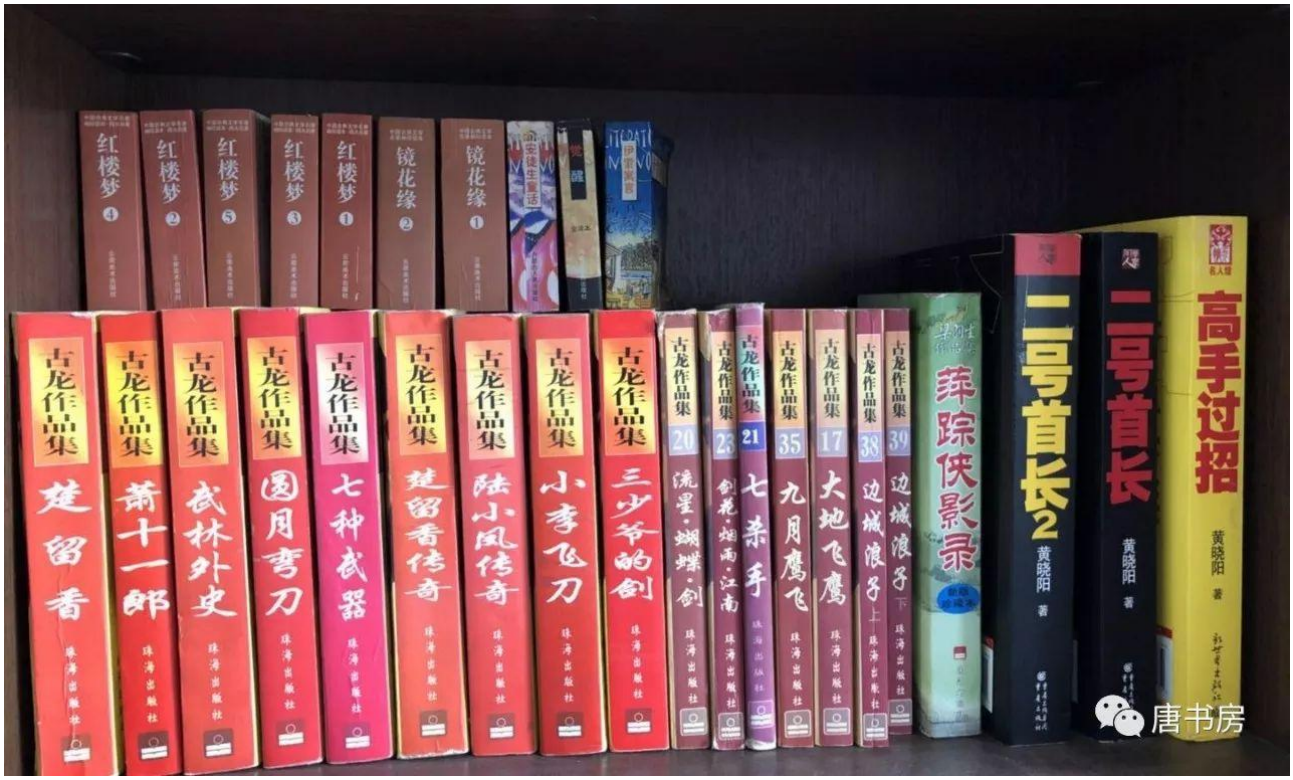


5）再分享部分不错的消闲书籍




对赌
基金经理
汇源内幕
笑着商界惠普
没有任何借口 全集
逆风飞鸣
新大败局
原则
中国经济大讲堂
China Economic Forum
联想
凌志军
深深太平洋
在财富黑马严介和身边的人百天
蒙牛内幕
孙先红 张治国
托普检讨
企业大败系
THE LION WAKES
A Modern History of HSBC
狮子银行
百年汇丰传记
高位出局
丁力
血酬定律
中国历史中的生存游戏
国家的视角
做市商
MARKET MAKER
逃犯改人
做空最危险的交易
唐书房


笑傲江湖 一 金庸作品集 28
笑傲江湖 二 金庸作品集 29
笑傲江湖 三 金庸作品集 30
笑傲江湖 四 金庸作品集 31
书剑恩仇录 上 金庸作品集 1
书剑恩仇录 下 金庸作品集 2
神雕侠侣 一 金庸作品集 9
神雕侠侣 二 金庸作品集 10
侠客行 下 金庸作品集 27
侠客行 上 金庸作品集 26
倚天屠龙记 一 金庸作品集 16
倚天屠龙记 三 金庸作品集 17
倚天屠龙记 四 金庸作品集 19
倚天屠龙记 二 金庸作品集 18
碧血剑 上 金庸作品集 3
碧血剑 下 金庸作品集 4
飞狐外传 下 金庸作品集 15
飞狐外传 上 金庸作品集 14
雪山飞狐 金庸作品集 13
连城诀 金庸作品集 20
天龙八部 一 金庸作品集 21
天龙八部 二 金庸作品集 22
天龙八部 三 金庸作品集 23
天龙八部 五 金庸作品集 25
天龙八部 四 金庸作品集 24
射雕英雄传 金庸作品集 7
射雕英雄传 金庸作品集 6
射雕英雄传 一 金庸作品集 5
射雕英雄传 四 金庸作品集 8
鹿鼎记 五 金庸作品集 36
鹿鼎记 四 金庸作品集 35
鹿鼎记 金庸作品集 32
鹿鼎记 金庸作品集 33
鹿鼎记 金庸作品集 34
唐书房

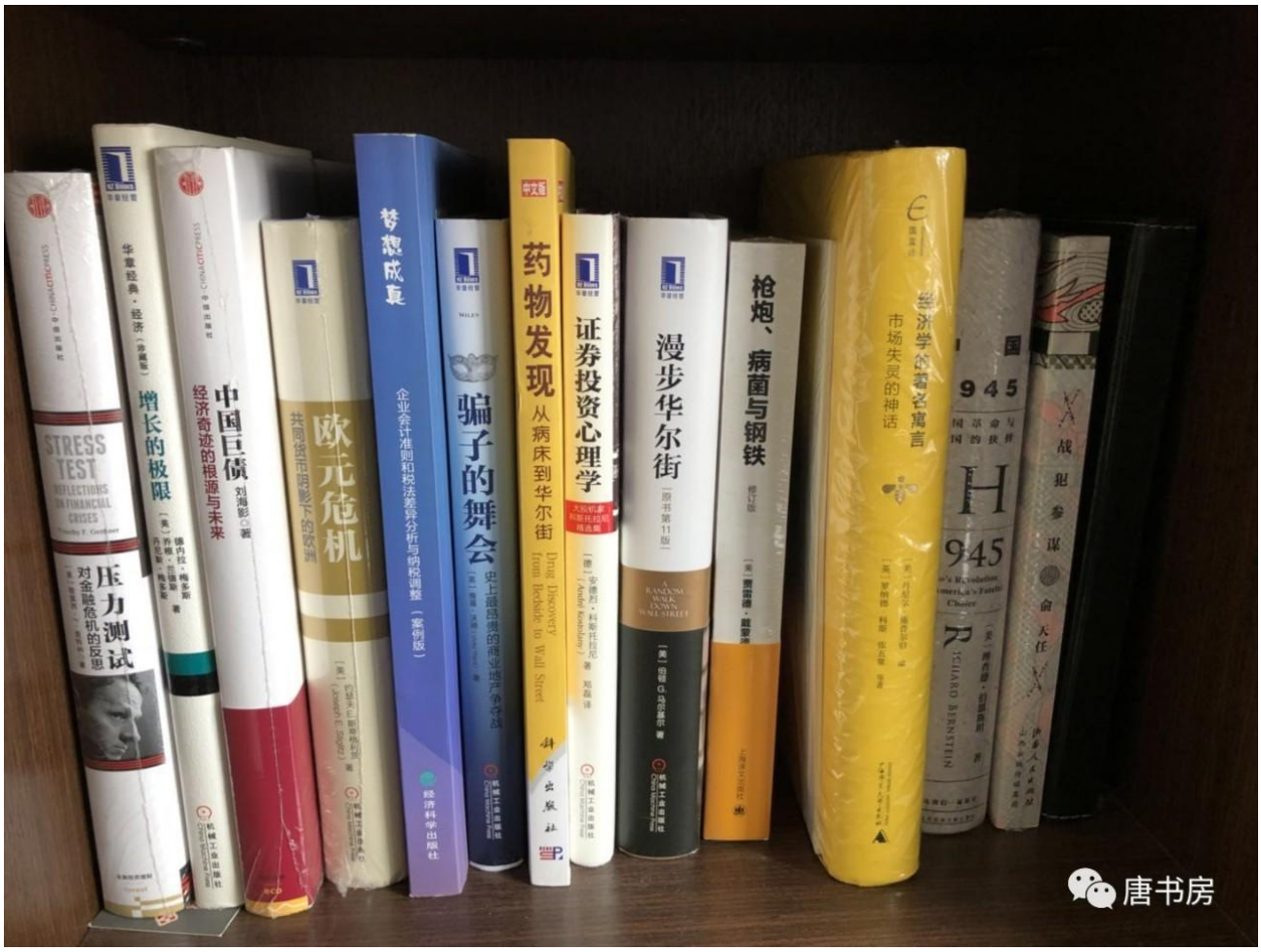

红楼梦 4
红楼梦 2
红楼梦 5
红楼梦 3
红楼梦 1
镜花缘 2
镜花缘 1
古龙作品集 建留香
古龙作品集 萧十一郎
古龙作品集 武林外史
古龙作品集 圆月弯刀
古龙作品集 七种武器
古龙作品集 楚留香传奇
古龙作品集 陆小凤传奇
古龙作品集 小李飞刀
古龙作品集 三少爷的剑
古龙作品集 20
古龙作品集 23
古龙作品集 21
古龙作品集 35
古龙作品集 17
古龙作品集 38
古龙作品集 39
边城浪子 下
边城浪子 上
萍踪侠影录
二号首长2
黄晓阳 著
二号首长
黄晓阳 著
高手过招
黄晓阳 著
唐书房


白鹿原
侯卫东 官场笔记 016
侯卫东 官场笔记 017
侯卫东 官场笔记② 021
侯卫东 官场笔记③ 022
侯卫东 官场笔记④ 023
侯卫东 官场笔记⑤ 024
侯卫东 官场笔记⑥ 027
侯卫东 官场笔记⑦ 028
侯卫东 官场笔记⑧ 029
巴国侯氏
小桥老树 著
长篇官场小说
风雪
王跃文 著
苍黄
王跃文 著
贞观长歌
你的形象价值百万
梅次故事
沧浪之水
高和 著
接待处处长
巨人的陨落 Ⅰ
巨人的陨落 Ⅱ
巨人的陨落 Ⅲ
侯卫东 官场笔记 071
侯海洋 基层风云
侯海洋 基层风云② 072
侯海洋 基层风云③ 073
侯卫东 官场笔记 076
湘西往事 黑帮的童话 052
湘西往事 黑帮的童话② 053
唐书房


他改变了中国 江泽民传
万历十五年
人类简史 从动物到上帝
不作不死 NO ZUO NO DIE
民主的细节
理性选民的神话
民主新论
京华烟云
江城
寻路中国
中国人史纲 上
中国人史纲 下
水煮三国
心外传奇
【长篇商战小说】原罪 ORIGINAL SIN
大牛市·股殇 ②
大牛市·股殇
唐书房


辩证法随谈
林彪
邓小平文选
中共50年
毛泽東傳（修订本）
毛泽东传 1949－1976 （下）
毛泽东传 1949－1976 （上）
林彪 收藏版 中
林彪 收藏版 上
毛泽东选集
唐书房

6）堆积在书架上，排队等着近期被临幸的



怎么样，各取所需，够看一阵吧？

第373篇.　　2018.3.13-调仓记录　文字_2018-03-13

唐书房 *2018-03-13*

借着煤价持续下挫的东风，继续实施减持国投计划。上午卖出约 3%仓位的国投，买入约 2%双汇，约 1%古井 B（成交好清淡，买入成了体力活）。

当前持仓占比：茅台 40%+，腾讯 19%-，国投 7%+，民生 H6%+，招行 H5%-，古井 B6%+，洋河 5%+，双汇 6%-，信立泰 4%+，海康 3%-，观察仓宋城不计。

2018 年市值增长 4%-。2014 年 11 月 25 日建立的#老唐实盘#雪球组合净值 3.06，同阶段账户实际净值 3.49，差异由于港股和 B 股无法纳入组合造成。

仅为个人记录，请千万不要以此作为投资依据。切切！

第374篇.　　2018.3.15-Roe指标的正确使用方法

原创　2018-03-15　唐朝　唐书房

巴菲特曾经说过，如果只能挑一个指标来选股，他会选择净资产收益率（Roe）。净资产收益率=净利

润/净资产，通常用归属母公司股东所有净利润和归属母公司股东所有净资产口径。

长期关注唐书房的朋友也知道，老唐同意巴神这个观点，始终选择投资高 Roe 公司。假如忽略互摸腰包，将所有股东看成一个整体，这个“人”能否赚钱，只能取决于企业能否持续地经营获利。无论是否参与互摸腰包，或者互摸腰包的战果如何，选择站在高 Roe 企业里，类似在享受补贴的情况下去玩互摸腰包游戏，总比付费互摸结果会好一点点。

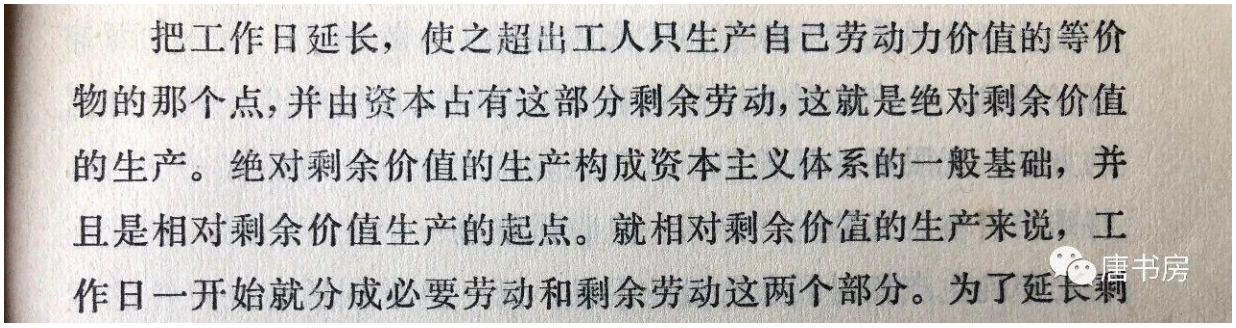
但同时老唐也多次表达过，除了金融企业以外的其他企业，账面净资产并没有什么关注价值。并由此对一些拿 pb 过高来批判诸如茅台、腾讯、海康等企业投资价值的言论，嗤之以鼻。

备注：金融企业除外，是因为金融企业大量持有的主要是金融资产，日常按照监管要求采用盯市制度，即每天都将所持有的金融资产按照市场公允价值计算入账，因此，其账面净资产值是有参考价值的。

那么，既然老唐认为账面净资产关注意义不大，那为何又特别看重以此作为分母的净资产收益率指标呢，这岂非自相矛盾？注意，这里涉及到一个对 Roe 指标的正确运用方法。老唐本文的阐述，或许是全网原创首发，至少我没有看到过任何人有过类似关于 Roe 指标运用的表述。当然，也有可能是我接触面太窄的原因。

让我先从名气和影响力远超 Jack.马和 Pony.马的 Karl.马说起。德国经济学家 Karl.马，生于清嘉庆二十三年，卒于清光绪九年，享年 65 岁。一生最大的成就是写出了《资本论：政治经济学批判》一套四卷，该书首发于大清同治六年。

Karl.马继承并发扬了前辈经济学家大卫.李嘉图在清嘉庆二十二年发表的《经济学及赋税之原理》所阐述的劳动价值论，提出了“价值是凝结在商品中的无差别人类劳动”的观点，并在此基础上建立了剩余价值论，认为资本主要靠剥削劳动者所创造的剩余价值获利。


把工作日延长，使之超出工人只生产自己劳动力价值的等价物的那个点，并由资本占有这部分剩余劳动，这就是绝对剩余价值的生产。绝对剩余价值的生产构成资本主义体系的一般基础，并且是相对剩余价值生产的起点。就相对剩余价值的生产来说，工作日一开始就分成必要劳动和剩余劳动这两个部分。为了延长剩
唐书房

后来…麻蛋，再说下去书房要关门。我跳，我跳，我跳跳跳，跳过此节。

另一位伟大的经济学家欧文.费雪（1867-1947），在 1930 年出版了巨著《利息理论》，石破天惊地提出了“凡是可能产生未来收入的资源都是资产。资本就是资产的现值。”该理论的提出，解决了企业亏钱是否意味着员工反过来剥削了老板的经济学难题；解决了同样劳动量的洗碗工作，在纽约和铁岭报酬落差巨大的经济学难题；解决了生产一瓶茅台和一瓶王子劳动量相差无几，售价却有云泥之别的经济学难题；解决了一瓶茅台放几年，增值部分从哪里来的经济学难题……

从此，（部分）世人明白了资本和劳动不是两个阶级的对立关系，只是不同形态资本之间的合作（甚至可以用更进一步的相依为命来形容，打倒其中一个，另一个只会更差而非更好）。金钱可以是资本，劳动力可以是资本，创意可以是资本，容颜可以是资本，巨乳童颜大长腿同样可以是资本……它们都是可能带来未来收入的资源。

既然是合作，一定是意图和你合作的人越多，你的资源价值越高。反之，和你提供同类资本的竞争对

手越多，你的资源价值就越低，无论这资源是金钱、劳动力、创意或者巨乳童颜——意图「剥削」你的公司越多，你越有可能获得更好的待遇，而不是相反。同样，导致你待遇降低的人不是雇你的老板，而是资历能力背景和你差不多，却比你萌一丢丢的另一位阶级同志。

当我们明白所有能产生未来收入的资源都是资本时，我们就应该明白，当我们看见一家公司财务报表里用很少的净资产就创造了很高的利润（即 Roe 很高），它的含义并不是这家公司的资产有什么神奇之处，而是代表它家一定有些什么能带来收入的东西，没有被记录在财务报表上。

又或者，反过来，当我们看见一家公司净资产收益率很低时，也并不意味着这家公司资产不争气，而是代表这家公司部分资产的价值，远远低于账本记录的账面值。

举个极端的例子，在北京长安街上设一根收费的杆儿，与在撒哈拉大沙漠设一根收费的杆儿，如果比建设成本或者比「凝结在商品中的无差别人类劳动」，后者可能更多。然而，前者会具有巨高无比的 Roe，后者却有着近于零的 Roe，原因为何？

很明显，是前者账本上没有记录「收费权利」这项价值非常巨大的资产；而后者的账本上忘记记录「愚蠢决策」这笔费用，该投资在完成时，价值已经归零。它带不来收入，只是零资产状态下的正常结果。

因此，净资产收益率这个指标，要倒过来看（查理.芒格旁白：倒过来看，总是倒过来看），是看到高净资产收益率，去想这家公司有些什么资产没有记录在账面上？看到低净资产收益率，去想这家公司的什么资产已经损毁了，却没有从账面上去掉？

在《手把手教你读财报》65 页，老唐写到：

当企业甲和企业乙拿着同样的资产，收入和利润却有云泥之别时，我们难免会问：这部分收入是从哪里来的？于是会计学就创造了一个新名词：商誉。

若一家企业的获利能力超过可辨认净资产的正常获利能力，超出的部分，一定是另外一种资产带来的，这个资产就被叫作“商誉”。

商誉是个奇妙且容易被忽略的东西。自创商誉不允许记录在报表上。因而，没有进行过收购的企业，商誉栏目就是 0。记录为 0，并不意味着没有商誉。它实实在在是企业获得盈利的重要资源，只是会计假装看不见而已。

巴菲特这么评价商誉：“直接和间接的企业分析经验，使我现在特别倾向于那些拥有金额很大的、可持续的经济商誉，却对有形资产需求很少的企业……在通货膨胀时期，经济商誉是一份不断创造丰厚回报的大礼。”股神这是直白地告诉你选股标准，投资者千万别忽略了这句话。

简单粗暴的解释，高 Roe 指标是指引巴菲特寻找“商誉”的入口。他为什么要去寻找商誉呢？

资本永不眠，资本日夜都在追逐超越市场平均回报率的投资项目。一种获取高额利润的手段，如果只是投入金钱就可以复制，那么它一定会被复制。结果就是对手产生、竞争加剧、利润率降低、Roe 缩水。

关于这个问题，还是 karl.马在《资本论》里引用的名言来表述，更惊心动魄一些：

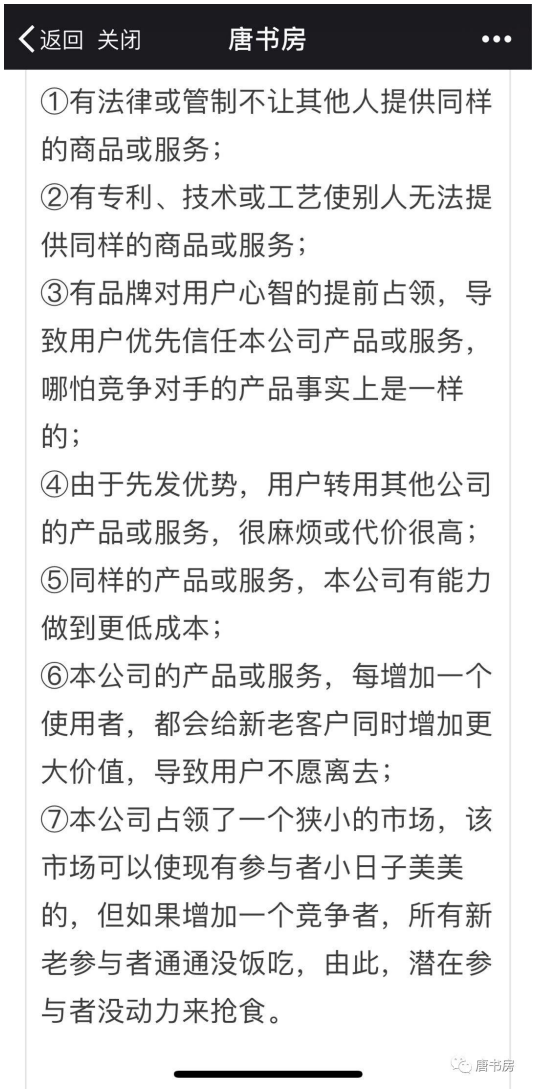
资本逃避动乱和纷争，它的本性是胆怯的。这是真的，但还不是全部真理。资本害怕没有利润或利润太少，就像自然界害怕真空一样。

一旦有适当的利润，资本就胆大起来。如果有 10%的利润，它就保证到处被使用；有 20%的利润，它就活跃起来；有 50%的利润，它就铤而走险；为了 100%的利润，它就敢践踏一切人间法律；有 300%的利润，

它就敢犯任何罪行，甚至冒绞首的危险。——《资本论》第一卷第 24 章第 7 节。

所以，归结为一句话，**凡是靠金钱可以买到的资源，其获利能力的可持续性是存疑的。所以我们才要找那些不是靠钱可以买来、却能给公司带来收入的独特资源，也就是巴菲特说的经济商誉**——注意，和财报里的资产科目“商誉”并不等同。财报上的商誉是溢价收购行为的差价，里面可能是经济商誉的全部或部分，也可能只是愚蠢的全部或部分。

高的 Roe，一定代表着某种资产没有被记录在资产负债表里，这就是净资产收益率指标所告诉我们的。而常见的、不在资产负债表里，用金钱也很难买到的资产类型，老唐在书房里写过，直接截图。



巴菲特说如果只让他选一个指标，他会选择 roe。因为 roe 指标可以指引他快速找到那些可能具有某种经济商誉的企业。那是不是找到以后，就可以直接投资了呢？

非也非也，这只是第一道关口，距离做出投资决策，还有很远的距离要走。投资者接下来要思考：**①那些没有被记录在资产负债表上，却能给企业带来收入的资产是什么？②这种资产未来会消亡、会增长还是会维持不变呢？③它的存在或者增长，是否需要投入资金去维护。与新增产出相比，投入资金是否具有较高性价比？**

这就是老唐心目中认为的 Roe 指标的正确使用姿势。

不过，使用 Roe 作为筛选企业的第一关，是在学霸里寻找未来的学霸。它注定有个死结：会错过逆袭

为学霸的原学渣。而逆袭才恰恰是公众最津津乐道的传奇。

这些“学渣”，可能处于某新领域，前景远大，只是出于某种战略考虑，主动放弃利润，依赖其他来源的资金维持企业的生存和扩张，比较典型的如巴菲特所放过的亚马逊。对此，我暂时也没想出什么好方法，只能被动接受，当它是自己为确定性付出的代价了。

PS：今天 315，不知道今晚会不会有上市公司中招？遥想 7 年前，315 晚会曝光双汇，直接杀了三个跌停都没止住。今晚，别忘了端板凳看戏。

老唐当下持股：茅台 41%-，腾讯 19%-，国投 7%-，民生 H6%-，招行 H5%-，洋河 5%+，古井 B6%+，双汇 6%-，信立泰 4%-，海康 3%-，观察仓宋城不计。2018 年内 90%仓位无交易，市值增长约 6%。

Ps：周五买书，为凑单用券，随意添了本定价低廉的书，封面山寨气息浓烈，书名山寨气息浓烈，作者名山寨气息浓烈——《微信之父张小龙》吉拥泽著（我的条件反射是：古龙新/著、金庸巨/著）。

结果大超预期，不仅内容丰富，作者的文笔也超棒——居然真有点武侠小说的感觉，捧着就没停，一口气读完了。读完最大的感触是，如今这个诱惑多多的世界，做些什么很容易，而坚持不做什么，可能是一种需要价值观支持的、很难被人复制的核心竞争力——投资如此，创业如此，做产品也是如此。

不过呢，这本书也有个遗憾，所有内容似乎都来自对公开资料的梳理——虽然梳理的挺棒，缺乏张小龙本人亲述，也缺乏第一手“爆料”。对于一本写活人的书，这可能恰恰是和本书精神相违背的快餐思维。好在瑕不掩瑜，加上售价仅 25 元，还是物超所值的，安利给大家 https://union-click.jd.com/jdc?d=FAhFHC

第375篇.　2018.3.21-Roe指标的正确应用（续）

原创　2018-03-21　唐朝　唐书房

上一篇《Roe 指标的正确应用》一文里，老唐分享了一个原创观点：Roe 只是个路标，是个指示牌，它的作用是指引我们去发现某种没有被记录在资产负债表、却能给公司带来收入的「经济商誉」资产。因此以账面净资产值为基础的 pb 估值法，价值不大。

文章说，Roe 指标要倒过来看，看到高净资产收益率，要去思考这家公司有些什么资产没有记录在账面上？看到低净资产收益率，要去思考这家公司的什么资产已经损毁了，却没有从账面上去掉？

倒过来的意思，是首先要从逻辑上假设，由于资本无时无刻的逐利行为，当下所有资产的回报率实际是一致的（否则会导致套利行为发生，直至达到一致或差异小于套利成本），全都是常数 N——N 可以取值无风险回报率。

让我们列个小学数学方程式阐述它，那就是：

（净资产 A+经济商誉 G）×N＝净利润＝净资产 A×Roe。

这个方程里，未知数只有一个 G。

这个小学方程式推下来，会得到一个关于未知数 G 的等式：

G=（Roe/N-1）×A

它表明经济商誉 G 和 Roe 之间的一个对应关系：Roe 越大，G 值越大；Roe 越小，G 值越小；当 Roe＜

无风险回报率时，G 值为负。

于是，如果无风险回报率为 6%，一家净资产收益率为 30%的企业甲，它的经济商誉=（30%/6%-1）A=4A；一家净资产收益率为 3%的企业乙，它的经济商誉为-0.5A；而一家净资产收益率为-6%的企业丙，它的经济商誉为-2A。

由此，我们会发现以 pb 高低来衡量企业价值，是一件荒谬的事情。同样账本上记录的都是 100 元净资产，但甲的 100 元，一年能赚 30，而乙的 100 元一年能赚 3 元。甲的 100 元净资产加上 400 元经济商誉，如果等价于乙的 100 元净资产加-50 元商誉，那才真正是没天理呢！

事实上，如果我们能够理解 pb 选股的祖师爷本杰明.格雷厄姆所生存的时代背景，也就能够理解这种方法的局限了。格雷厄姆投资思想成型于美国大萧条期间，股市在三年时间里从峰值 381 点跌至 42 点，跌幅近 90%。GDP 下降超过 50%，失业率超过 25%，大量企业和农场倒闭，最严重的州，有五分之四的人失业……

那是一个朝不保夕的时代，人们的目标是活着，每天都有几百万人口靠施粥棚的粥生存，所有的“消费者”都在尽最大可能寻求最便宜的商品，几乎没有人愿意为商品或者服务支付溢价，没有人敢于乐观的展望未来。由于消费者只寻求最低成本的商品和服务，不愿支付任何溢价，企业哪里还有“经济商誉”这种东西呢？G=0。

G=0，按照 G=（Roe/N-1）A 的公式，意味着净资产收益率 Roe=无风险常数 N。既然是盈利能力相同的资产，你不给个折扣，我为什么要和你交换？这种不看发展的存量交换，自然是你多了就是我少了，我多了就是你少了，此时讨价还价（买得好）就是第一位的。这就是我认为的格雷厄姆选择一篮子市值低于净营运资本 2/3 的股票投资思想的源头。

坚持选择一篮子市值低于净营运资本的 2/3 的企业，只要其中有部分熬过大萧条，市值恢复到重置成本，其他企业就是破产清算，固定资产全部归零，净营运资本的 2/3 位置买入，也能基本保证不会亏钱。总体下来，投资组合依然能够获利。

事实上，这种思想到今天依然有用，不过常常被使用者用偏。祖师爷是用低 pb 筛选建立一篮子股票组合（格老推荐多行业低 pb 股票组合，个股 20~30 只），从回归重置成本的概率上获胜。今天很多刻舟求剑的模仿者，找到一只或两只低 pb 的股票买入，然后抱怨它“这么低 pb，为什么就不涨呢？隔壁那么高 pb 的，股价一个劲儿的上涨，市场太无效了……”

市场并不总是无效，也并不总是有效。无效的时候，让我们发现价值，有效的时候，让我们兑现价值。还有比这更美妙的事儿吗？

但是，老唐要表述的意思是，低 pb 股票不涨，确实可能是市场无效，但也很可能只是自己因为自己持有的净资产盈利能力太低，其中包含了负的经济商誉。在没有对企业进行深度了解之前，用一句「市场无效」解释给自己，很可能是帮着市场一起坑自己的钱财。

然而，即便针对包含经济商誉在内的盈利能力去估值，同样有新问题。比如中国平安刚刚发布的 2017 年度财报，归属股东所有的净利润超过 890 亿，同比增长约 43%，增长数据完美。即便刨过其中平安好医生 Pro-IPO 轮 4 亿美元融资带来的约 108 亿重组交易利润（见《手把手教你读财报》91 页阐述），当年净利润也超过 780 亿。

890 亿人民币净利润的中国平安，市值约 1.7 万亿港币，对应约 15 倍市盈率。而另一家知名公司腾讯

控股，2017 年净利润估计比它低约 1/4（腾讯今晚发布财报，估计净利润约在 680±20 亿范围），市值 4.5 万亿，对应超过 50 倍市盈率。

市盈率是非常直观的估值指标，它表达的意思是该公司每赚 1 元的资产，你愿意以多少钱收购。15 倍市盈率代表着能赚 1 元钱利润的资产，市场的出价是 15 元。而 50 倍市盈率的含义，则是公司赚 1 元钱净利润的资产，市价可以卖到 50 元——这里说的资产，都已包含了经济商誉。

两家公司都是行业巨无霸，公司总部都在深圳，都是知名度非常高的企业，在同一家交易所上市，甚至两家公司的掌舵人都姓马，市场却给了两家公司天差地别的估值水平，假如我们不用一句简单的「市场错了」来打发自己，还能用什么原因去解释针对同样的 1 元盈利，市场给出的 15 和 50 的巨大估值差异呢？

讨论这个问题之前，先申明，腾讯是老唐的第二大重仓股，同时老唐不持有任何保险股票，但老唐绝对没有贬低中国平安乃至保险行业其他股票的意思，也没有鼓吹腾讯控股的意图。

老唐多次申明过自己不懂保险。平安是一家公认的优秀企业，我今天也在阅读和学习中国平安的财报（310 页的陌生企业财报，可要看些日子呢），但有许多概念我还没有掌握，所以，我对保险的任何言论都是外行言论，没有参考价值，仅仅是从旁观者的角度，试图从这两只知名企业的估值差异，聊聊之前分享过的市盈率估值的前提条件问题。

老唐之前的文章里写过，市盈率估值法是一个简单明快的手段，是未来现金流折现法的极端简化版本，但它的使用有三个重要前提：净利润是否为真？是否能持续？持续是否依赖增量资本投入？只有在这三个问题的答案分别为“是是否”的时候，市盈率简化估值大法才能放心使用，否则就可能掉进坑里而不自知。

平安和腾讯的市盈率差异，就集中在三大重要前提的第一项“净利润是否为真”上。一般我们说确认利润是否为真，通常有两种含义，一是报表造假，二是净利润含金量低。造假的含义都知道，而利润含金量低，是说公司赚取的利润，主要体现为不够可靠的应收账款（欠条）、或者主要靠关联交易作出来的、或者是依赖于估值重估。

平安不同，平安不属于上述两种情况的任何一种，说它是否为真，老唐不是想说平安造假或净利润含金量低，而是说“中国平安的利润很难确认为真。”

什么意思呢？简单的说，平安由于其企业属性，账上从来不会缺“钱”，所以无法用现金流紧张不紧张来判断企业是否获得了真金白银的利润。但是，这些源源不断来到账上的“钱”，有多少属于股东，是需要依赖于公司一系列假设前提“计算”的。

主要的假设有“折现率、未来投资收益率、死亡率、发病率、退保率、保单红利及费用等”，这里，任何一个数据的取值有变化，公司年度净利润及归属股东的净资产都会发生巨大的变化——或者正向，或者负向。

然而，关于折现率、投资收益率以及死亡率或发病率等数据，有没有一个标准数据来衡量公司取值是否准确严谨呢？没有。全球都没有，而且，只要公司不停业清算，永远都不会有标准值出来。所有的投资人都在基于一个永远不知道正确或错误的假设买卖。

在不知道利润是否为真的情况下，投资者要么选择远离，要么选择对净利润大打折扣去保守考虑。这就是我认为的理性投资人的态度，也是保险企业相对估值偏低的原因。

当然，“炒”股的不需要考虑这些。在炒者眼中，股票不过是一个买来以后准备卖给别人的代码而已，关键问题只有一个：“买了以后会不会有傻子出高价从我手中接走”，比如今天早上睡醒就看见后台收到一

条凌晨 5 点发来的气急败坏的信息：



咋滴了，老唐的洋河挺好的啊！打开软件看看年初至今涨幅，洋河可谓稳如泰山，今年也就跌了不到半个点，这位怎么就如此气急败坏地扑向老唐了呢？



好奇，点开这位“真科幻啊”，上一条发来的信息是



也是凌晨发来的。以上周末 113 元的收盘价推测，需要两个涨停板才解套，买价在 135 元以上，距离

洋河历史高点 139.02 不远，是一个意图等待下一个傻子，结果被上一个傻子当做傻子的傻子。

再看这位在书房里的全部脚印，没参与过任何文章下的讨论，只有给唐书房后台发送信息的记录。



不用查也知道，大致就是些“老师，301024 能不能买？”“老师，我的 601024 买在 X 元，能解套吗？”之类的信息——拍脑袋下个论断，请朋友们参考：凡是问这些问题的，稍微拉长一点时间看，口袋里钱近于 100%确定会亏损。老唐不仅建议这类朋友取关唐书房，甚至建议珍爱生命、离开股市，安安心心打工，将存款作为唯一理财手段。

这位被拉出来示众后，今晚就会被拉黑。顺带再次告知书房里的新朋友：唐书房是老唐个人兴趣驱动的地盘，全部人员就老唐一人。老唐不是股评师，对于市场 99%以上的企业都没有研究，甚至可能有 95%的公司，我连全称叫什么都不知道。

老唐绝对没有能力随口告诉你某股票能不能买，该不该卖。甚至老唐深入研究过的企业，照样可能会错。如果你从唐书房里汲取到养分，那是你有慧眼。如果你依赖老唐的判断赔钱了，那是你抄作业水平太烂，请自扇耳光，不要抱怨他人。谢谢。

第376篇.　　2018.3.24-希望与绝望（上）

原创　2018-03-24　唐朝　唐书房

（文章有点长，分成了四篇。因为早上推送过消息了，所以只能设置成零点之后定时推送。熬夜的先看着，早睡的明天看。你收到本文时，老唐已经入睡，留言评论等明天再来上墙和回复。晚安……）

有人看见希望，有人看见绝望。鹅厂的财报可能从来还没有展示过如此复杂的形象，这是头一次。

说绝望，主要来源于三项数据，其一是在连续九个季度环比增长后，2017 年第 4 季度首次出现网络游戏收入的环比下滑，而且下滑幅度高达 9%；

其二腾讯社交网络的根基之一 QQ，首次出现活跃账户年度同比下滑，自 2016 年的 8.69 亿下滑至 2017 年底的 7.83 亿，流失活跃账户高达 8600 万。即便考虑手机 QQ 活跃账户增加 1200 万，也可以看见 7400 万净流失。同时，另一大根基微信，在 2018 年春节超过 10 亿账户，用户增量天花板似乎触手可及，令人担忧；

其三是增幅 74%、绝对额高达 715 亿的净利润数据背后，同比增幅超过 460%的 201 亿其他收益净额成了擎天柱。如果抛开其他收益，单纯看增值、广告及其他业务，同比增幅远没有报表展示的那么靓丽。

或许正是这三大绝望因素，叠加了大股东自 2001 年入股以来的首次主动减持、美联储启动加息以及中美贸易战爆发三大外部刺激，腾讯股价出现见光死，在靓丽年报数据公布后，自历史高点附近一路狂跌

超过 70 港币，最低见 405 港币，三天内跌幅达到 15%。

然而，老唐眼中看见的则满是希望。可以大胆预测，这次暴跌是空中落下黄金雨，满仓的老唐唯一考虑的问题，是要拿哪只股票来换入腾讯。“希望”不是屁股指挥大脑的无厘头主观想象，而是有数据和公开信息佐证的思考和推理。

我们先来看游戏收入负增长的问题。

2017 年第 4 季度，由于增值业务首次出现负增长的拖累，公司收入环比仅增长 1.81%。增值业务-5.17%的增长里，网络游戏收入高达-9%的环比增长是罪魁祸首。至于广告业务和其他业务，环比增速分别为 12%和 17%，都属于蛮好的状态——增值、广告及其他的同比增幅都非常可观，分别为 37%、49%和 121%。

那么，网游的环比下滑，究竟是什么原因造成的，是行业饱和或者腾讯产品的竞争力下降导致的不可逆转下滑，还是某种暂时性调整呢？公司在财报里给出了自己的解释，我们来看看是否可信。

公司说，4 季度环比下滑主要来自三个因素：

①三季度高基数影响。2017 年第三季度由于公司增加了端游虚拟道具推广，使三季度环比增长 14.5%，同比增长 50.6%，增值业务收入创单季历史新高，收入超过 421 亿。这个高基数是导致环比负增长的主要原因之一；

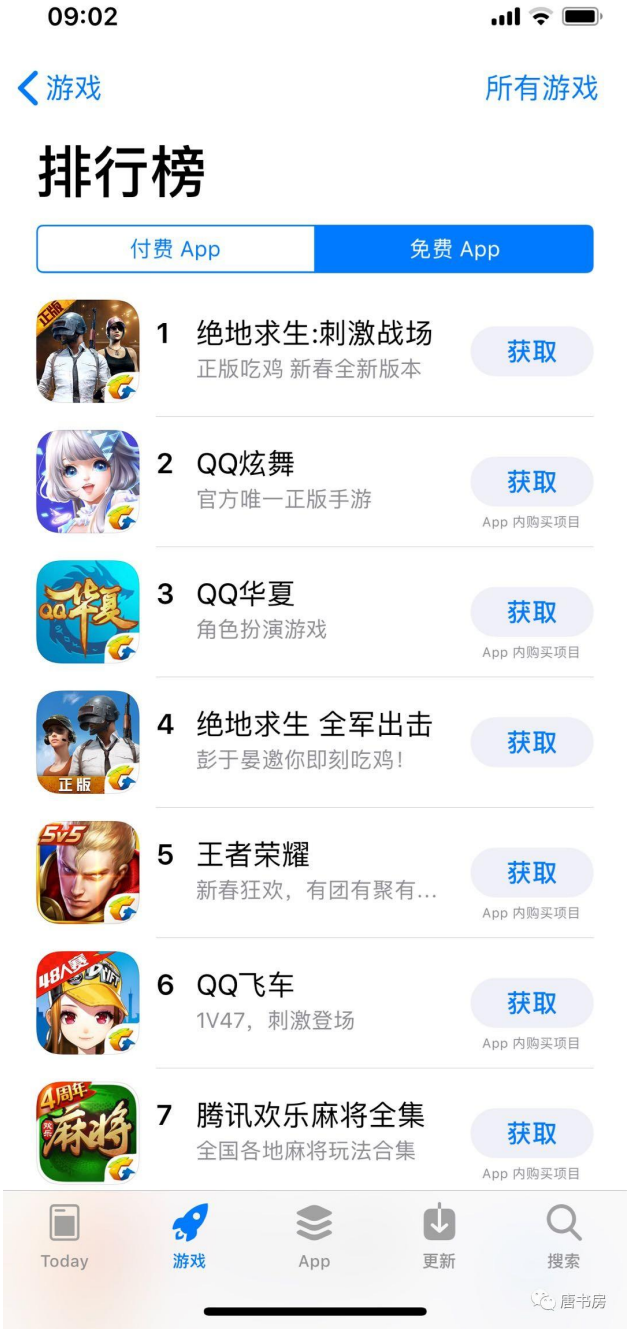
②角色扮演类游戏贡献下降，射击类游戏尚未大规模商业化。这个理由粗暴翻译，大致就是说，部分王者荣耀玩家转战射击类游戏，而射击类游戏还在培育期，公司并未进行大规模商业化；

③受公司安排的新游戏发布期影响。主要的几款具有爆款潜力的新游戏，均安排在去年年底和今年 1 季度上线，导致去年 4 季度环比下滑。

这三个原因，可以解释 4 季度环比负增长吗？我认为理由足够。同时，以我的视角看，游戏部分真正要关注的核心问题只有两个：①游戏的整体市场缩水没有？②腾讯游戏玩家的时间主要被谁抢走了，是腾讯自己的新游戏还是其他公司的竞品？

这两个问题都不难回答，第一，无论从中国游戏产业总体来看，还是对身边人的观察来看，玩游戏的人群处于持续扩大中。同时，伴随着观念改变和便利支付手段的普及，付费人群也在持续扩大。

第二，去年 4 季度腾讯游戏玩家的时间，确实被其他公司抢先推出的吃鸡游戏抢走了部分。但是，腾讯今年推出正版吃鸡及其他几款大受欢迎的游戏后，又重新找回了玩家的真爱。最直观的证据，是在苹果 App store 或者安卓应用市场里观察游戏下载排行榜，我们会发现，除了短暂的小公司游戏刷榜以外，今年 1 季度基本上就是腾讯游戏产品持续霸屏状态中，比如此刻



前排就坐一水儿的鹅厂产品，无一例外。看见如此无以伦比的竞争力，还有什么可担忧的呢？

几乎可以肯定，随着《QQ 飞车》的火爆、吃鸡游戏的商业化，以及例如《QQ 炫舞》《QQ 华夏》等原创 IP 游戏的推广，投资者很快就会发现，网络游戏将依然是推动腾讯高速增长的重要引擎。更何况，爆品之下，还有《三国群英传》《乱世王者》《天龙八部》《奇迹》《龙之谷》《穿越火线》《光荣使命》《皇室战争》《死神来了》等多款优质产品等候玩家临幸。

腾讯所展示出来的原创能力、学/chao 习/xi 经验及渠道推广能力，加上过去几年里持续不断地收购和投资的各大知名游戏公司或游戏工作室，配套起来看，腾讯的游戏部门人才、钱财、渠道样样强，在可见的将来，依然是市场无敌的存在，根本不用为些许小波澜担心。

或许只有在大规模移情手游、逃离 PC 的情况下，端游注定会比较凄惨。不过财报里也展示了公司对端游的规划「將通過組織專業電子競技比賽、推廣爆發性新遊戲（如《絕地求生》及《堡壘之夜》等），並發掘《深海迷航》等創新遊戲類型，提高我們核心用戶的參與度，持續發展個人電腦遊戲專營權，從而

鞏固我們的平台。」简单理解，就是端游的发展方向，是将更侧重于服务重度玩家。效果如何，股东们可以拭目以待。

再看 QQ 活跃账户减少以及微信用户天花板的问题。

公司财报显示，2017 年末，QQ 活跃账户首次出现下降，从 2016 年底的 8.69 亿下降为 7.83 亿，减少约 8600 万活跃账户，即便考虑手机 QQ 活跃用户增加的 1200 万，净减少也有 7400 万。从环比角度看，相比 2017 年三季度，活跃账户减少了 6000 万，其中手 Q 增加活跃账户 3000 万，流失 3000 万。

这是自从 QQ 诞生以来，活跃账户首次出现下降，警示味道十足。然而，这个问题其实非常容易解释，QQ 用户已经近于全部转入微信，依然在腾讯的势力范围内。至于 QQ 本身，定位已经年轻化，主要由那些想躲开父母及七大姑八大姨视线范围的年轻人使用，他们用着微信联系着长辈和前辈们，却同时躲在 Q 世界里和同龄人沟通和娱乐，我儿子便是这么躲我的，哈哈~~

因此，QQ 活跃账户数量减少，没什么值得惊讶的，这是必然的结局。倒是微信活跃账户环比增长仅 0.9%，绝对值逼近 10 亿（年报 9.89 亿，春节期间超过 10 亿）更值得思考。

作为用户主要集中在中国大陆的微信，10 亿活跃账户，大致上可能是除了无使用能力的老人小孩以及极端贫困人口之外的所有用户，都成为了微信用户，从数量上确实没什么增长空间了。然而，增长只能来自数量吗？显然不是。

微信和 QQ，在腾讯的定位里，是种植摇钱树的土壤，是连接一切的工具。将用户纳入这个连接，才只是播下摇钱树种子的开始。在微信奠定移动互联网最大入口地位以后，问题早已演化成如何深化。

深化，照样会带来优质的增长。深化，即包括深化网络连接，让用户通过腾讯享受到移动互联网各类工具的便利；也包括丰富内容，让用户通过腾讯看到他们想看和喜欢看的各类原创及非原创内容；还包括将连接从网上扩展到网下，乃至连接万物，那是 58 万个乃至更多小程序即将发挥作用的广阔天地……

不要以为大象不会跳舞，不要以为巨龙无法飞翔。这一切连接，从微信占领 10 亿人的屏幕，从小程序的推广普及和商业化（2017 年底已经有 1.7 亿日活账户），从腾讯集中火力投资文化娱乐、网络游戏、金融服务、电子商务、物流交通、医疗健康、教育工具等各个领域，围绕着「摇钱树土壤」的高潮顶多算刚刚启动……

至于微信和 QQ 的威胁，我唯一担心的问题是腾讯在信息流形态上，一直没有具备竞争力的产品出现，具体说就是缺乏类似今日头条、微博、雪球、抖音之类的的产品。这类产品形态会调动用户对下一条随机出现未知信息的期待，从而建立了一种鼓励浸泡，鼓励刷屏的心理机制。

它们和微信的“用完即走”产品理念正好形成两个极端。微信的理念是用完即走，走了还来，因为我是对你有用的工具，同时是你抵达它处的最便捷入口，且不会对你形成骚扰，所以你没有理由离开我。而今日头条等产品背后的理念，似乎是缠住你、让你成瘾，并时不时用随机的内容或奖励鼓励你沉溺，最终即便你讨厌我，你也无法割舍。

当用户越来越多的时间浸泡在这些产品上的时候，流量劫持就发生了，结果很可能是用户虽然依然拥有和使用微信或 QQ 账户，但更多商品或者服务可能从这些竞争对手处获取，从而在游戏、广告、视频乃至更大领域里对腾讯现有体系形成破坏。迄今为止，还没有看见腾讯在该领域里有所作为，或许是能力问题，或许是价值观问题。（未完待续）

第377篇.　　2018.3.24-希望与绝望（下）

原创　2018-03-24　唐朝　唐书房

上篇谈了老唐对腾讯第四季度游戏收入环比下滑，以及 QQ 活跃账户首次减少两大问题的看法。本篇我们继续说第三个负面因素：其他收益净额占比增高。

2017 年，利润表里其他收益净额 201.4 亿，创下历史记录，该数据是之前十年其他收益净额总和的 213%。于是眼中充满绝望的人，看见的是腾讯“主业不行副业凑、调节报表充胖子”的悲惨场景，而老唐看见的却是一副瓜果压弯腰的大丰收场面。

早在去年 11 月书房推送的《看不见边际的腾讯》里，老唐写到：

无论是投资领域、媒体领域还是科技领域，对于腾讯“一边从事上述业务，换来源源不断的现金流，一边又将这些现金下注于移动互联网的未来”这一操作手法，关注的都远远不够。

腾讯仿佛是一家靠现有业务兜底，并雇佣着一群在互联网及移动互联网领域里享有极高声誉和成功经验的人士担任管理合伙人的大型互联网投资基金。

这是腾讯自 3Q 大战反思之后，逐步布局的结果。如果今天还把腾讯的投资业务视为“副业”，那是被一块红布蒙住了双眼蒙住了天，居然能对那么庞大的半边身躯视而不见！

在 2017 年的财报里，201.4 亿的其他收益净额主要有五个来源：

①腾讯投资对象 IPO 上市，带来的视同处置收益；②因若干投资的估值增加而产生的公允价值收益；③补贴；④退税；⑤所投企业的现金分红。其中①贡献 94 亿其他收益净额，②贡献 84 亿；③④⑤合计贡献 23 亿多。后三项看字面就很容易理解，老唐在这里说说前两项。

视同处置收益，主要是 2017 年内在香港联交所上市的易鑫集团、众安保险，在美国纽交所上市的搜狗和 Sea（新加坡企业），在韩国交易所上市的韩国网游企业 Netmarble 贡献。这几家企业在 2017 年陆续 IPO 上市，合计带来其他收益净额 94 亿。

注意，2017 年上市的另一家公司阅文集团，不在这个统计范围内。阅文集团发行新股上市后，腾讯依然是持股超过 50%的控股股东，属于并表子公司范围，不计入长期股权投资或者可供出售金融资产内。

所谓视同处置，老唐在《手把手教你读财报》的 91 页阐述过。这里再拿腾讯 2014 年投资 32.3 亿人民币购买的韩国网游公司 Netmarble 的 28%股权举例简单说明一下。

2017 年 4 月 24 日 Netmarble 在韩交所上市，上市发行新股共计融资 23 亿美元，发行后腾讯持股比例降低为 17.71%。发行新股融资 23 亿美元，Netmarble 公司净资产增加 23 亿美元，意味着腾讯持有的 17.71%股权，因此对应增加约 4.07 亿美元净资产。这 4.07 亿美元，在财务上视为公司出售了 28%-17.71%=10.29%股权换来的，即出售了全部持股的 10.29%/28%=36.75%。

假设 2017 年初，腾讯公司持有 Netmarble28%股权的账面成本为 X，则 2017 年 IPO 行为产生（4.07 亿美元-36.75%X）的投资收益，这就是视同处置——X 值与 31.3 亿的购入成本相比，会略有增减，数额不大。欲了解增减原因及规则，参看《手把手教你读财报》86~90 页。

注意，这个投资收益和 Netmarble 上市后的股价变动，以及腾讯持有 17.71%股权的市值波动无关，仅仅只体现上市发行新股行为导致的净资产增加。其他几家 IPO 的公司同样如此。

实际上，仅腾讯记录为联营企业的上市公司股权，截至 2017 年底，还有超过 960 亿股价浮盈，并没

有展现在腾讯利润表上，他们藏在“于联营公司的投资”科目里——联营的上市公司股权账面值为609亿，2017年底的公允价值（股价）为1570亿。

来源②贡献的84亿，观察相对困难一些。主要是腾讯投资了大量未上市企业，例如比较知名的滴滴、摩拜、饿了么、美团、链家、kakao（韩国微信）、Go-jek（印尼滴滴）、英雄联盟、暴雪、蔚来汽车、知乎、快手、喜马拉雅、斗鱼等等。这些未上市企业，在腾讯投资之后，出于发展需要，2017年继续进行在市场融资时，由于估值提升导致的腾讯持股公允价值的增长。

在《看不见边际的腾讯》一文里，老唐写到：

3Q大战结束时的2010年底，腾讯的投资资产总额仅有不到53亿，占资产总额比例不足15%。从53亿发展到2377亿，从不足15%提高到超过46%，腾讯在过去六年多里发生了天翻地覆的变化。

这一切都来自于小马哥对那场生死攸关之战的思考结论：腾讯的社交平台（包含那时的QQ和后来的微信）不应该被定位于摇钱树，而应该是种植摇钱树的土壤。

到2017年底，腾讯的投资额进一步扩大，累计投资公司超过600家，账面投资资产合计超过2700亿，其中未上市公司部分约45%，账面资产超过1200亿。腾讯投资团队过去的记录，是约有40%左右的投资对象走到下一轮融资。因此，这600多家投资对象里必将继续产生大量进入下一轮融资的企业，也必将陆续产生登陆资本市场IPO公开上市的企业。

2018年过去不到三个月，腾讯持股企业中，已经有希玛眼科、在线音乐巨头spotify成功上市，而年内上市几率较大的还有腾讯音乐、快手、斗鱼、虎牙、猫眼、B站、微医、美团、摩拜、滴滴等多家。

可以预计，投资者必须慢慢适应腾讯的报表里有越来越多公司上市带来的视同处置收益，以及未上市公司估值提升所带来的公允价值收益，而不是将它们视为“非主业利润”。投资，已经是腾讯主营业务的重要组成部分，且这部分主营业务占比还将持续扩大。

甚至，看见这份财报我其实有点怀疑，正是因为管理层已知2017年会有多家企业上市，会有多家企业走到下一轮融资，年度其他收益净额必将大幅增加，所以才在战略上更轻松地安排更多暂时没有商业化的游戏登场，才在微信朋友圈及公众号的广告投放上克制又克制，才安排暂时不挣钱的小游戏上场抢自家手游的市场份额，才大力推广链接线上线下却暂时没有成熟盈利模式的小程序……有失必有得，稍微着眼较长时间段去看，2017年在这些地方的“短失”必将为2018乃至以后的“长得”奠定良好的基础。

三个公司的负面问题聊完。叠加的三个外部刺激，老唐也顺嘴说说。

大股东减持。南非这位大股东，堪称股神，年化投资回报远高于沃伦.巴菲特。在2001年入股腾讯后，17年没有减持1股，即使不考虑分红所得，年化复利也超过66%，实在已经是外星人水平。

只是公司自身市值长期低于所持腾讯股票市值，股东多有聒噪，要求公司卖出腾讯股票。管理层硬是扛着，帮助投资人又多赚了N倍，现今终于扛不住了，稍稍卖出一丢丢，安慰公司股东，绝对没有什么值得评说的。

腾讯的股权，历来是抢手货，不需要在市场减持，大把资金上来扑上去抢食（自己在市场买上亿股，可能把股价拉飞天），这些减持不会对二级市场造成任何心理影响之外的其他影响。

联储加息和中美贸易战，这些宏观东东，老唐外行，没多少要谈的内容。关于利率，正好老唐前几天还特意说过这个问题，总体而言，加息提升无风险回报率，会从边际上降低股票的投资价值，对股市有轻微利空作用。我天朝会不会跟着加，老唐答不出来，也没兴趣研究。反正我只投那些回报率远超无风险回

报水平的股权，小额的加息降息，跟我关系不大。

至于贸易战，永远是双方受损，仿佛比赛割自己的肉，赌对方受不了会宣布投降。就中美两个经济高度依赖的大国而言，贸易战估计也就是小范围对喷一阵，给围观群众亮亮肌肉，然后还得坐回办公桌边谈判。

现在双方还处于对喷口水的阶段，都是“拟实施”，并不是实施。我对两边的老头子们有信心，说不定围观群众嗨过了，回头发现两边的“拟”还没开始就结束了，或者已经缩水成不痛不痒的小动作，顺台阶就溜下去了。

《希望与绝望》上下篇，集中谈老唐对腾讯财报里影响市场预期和股价波动的三个负面因素的看法。上下篇合计超过了 5000 字，无法继续展开对年报数据的整体观察，索性再写一个《腾讯 2017 年报概览》上下篇，作为今天的三条和四条一起推送，喜欢的朋友慢慢看吧！

第378篇.　　2018.3.24-腾讯2017年报概览（上）

原创　2018-03-24　唐朝　唐书房

先看年度利润表主要数据，单位亿元。

	2017数值	占收入比	同比	2016数值	占收入比
收入	2377.6		56%	1519.4	
毛利	1169.3	49%	38%	845	56%
其他收益净额	201.4	8%	461%	35.9	2%
销售和推广开支	176.5	7%	45%	121.4	8%
一般及行政开支	330.5	14%	47%	224.6	15%
净利	724.7	30%	75%	414.5	27%
归母净利	715.1	30%	74%	411	27%
非通用归母	651.3	27%	43%	454.2	30%
分占联合营盈利	8.2			-25.2	

这张表格是从年度利润表里提取出来的部分数据，其中“占收入比”一列，以当年收入合计数为分母，即老唐多次说过的自制百分比报表。通过这张表格，我们可以观察异常数据，并提出以下帮助我们理解公司经营情况的几个问题：

①公司毛利率由 56%下降至 49%了，什么原因造成的？

②其他收益净额增幅同比增幅高达 461%，与收入的关系从占比 2%上升到 8%，什么原因造成的？

③毛利率下降，净利率还提升了，什么原因影响的？

④非通用归母净利和归母净利之间有约 64 亿的差额，什么原因造成的？

以及顺便看见两个好现象：

⑤公司的销售及推广费用（类似 A 股财报的销售费用）和一般及行政开支（类似 A 股财报的管理费用）虽然绝对数额增加了，但占收入的比例均是降低了，证明公司在产品或服务的推广活动中考虑了性价比；

⑥公司占联营合营公司的盈利，从 2016 年的亏损 25.2 亿转变为盈利 8.2 亿，意味着将联合营公司作为一个整体看，其经营已经扭亏为盈，初步具备了自我造血能力。该数据之前三年的数据分别为：-3.5 亿，

-27.9 亿，-25.2 亿。

接下来，我们就在财报阅读中去寻找上述问题的答案。

关于毛利率的问题，我们可以汇总构成收入的三项分项业务数据，得到下表：

	2017	占收入比	2016	占收入比	同比增长
增值业务	1539.8	65%	1078.1	71%	43%
增值成本	613.9		376.2		63%
毛利率	60%		65%		
广告业务	404.4	17%	269.7	18%	50%
广告成本	255.9		154		66%
毛利率	37%		43%		
其他业务	433.4	18%	171.6	11%	153%
其他成本	338.6		144.2		135%
毛利率	22%		16%		

唐书房

从这个表里，我们发现增值业务和广告业务毛利率均出现了下滑，只有收入同比增幅高达 153%的其他业务出现了毛利的提升，但由于其他业务占收入比例仅为 18%，且毛利率依然偏低，因而总体毛利率出现了下降。

那么，这三项业务毛利率的变化是什么原因呢？是产品结构发生变化了，还是市场竞争导致的降价或者成本抬升？继续读财报。

通过阅读财报，我们可以找到公司给出的解释：

增值业务主要包括游戏、视频、音乐、直播及虚拟道具等，其成本增加主要由于公司增加对上述内容的采购，以及扩大与各大应用商店分销合作而导致的渠道费用增加；

广告业务主要包括腾讯新闻广告、视频广告、社交及其他应用广告，其成本提升主要来自视频内容的购买及摊销，以及流量获取成本、服务器及带宽等；

其他业务主要包括支付服务和腾讯云服务，它的成本增加主要来自于规模的扩大，而毛利率的提升则体现了规模效应。

通过对毛利率的分析，我们可以看到增值和广告业务，成本提升主要来自内容和渠道，越来越多的外购内容和外购渠道，相比自产内容和自家渠道而言，成本有所提升。

但鉴于增值和广告业务的毛利率依然很高，而丰富的内容是公司自产内容的有效补充，对于提升相关产品的吸引力有重要作用，比较明显的就是外购内容助推腾讯视频飙升为全国最大的视频服务商，日活跃用户超过 1.37 亿，去年底付费用户达到 5600 万，今年二月底付费用户增加至 6260 万。因而通过有限降低毛利率扩大收入基数，仍然是对公司最有利的经营手段。

而其他业务，则是日趋明显的宝藏。过去十年里，收入从 0.06 亿增长至 433.4 亿，年化增长超过 140%，过去五年年化增长超过更是高达 160%。

这块业务，早在《看不见边际的腾讯》一文里，老唐有过介绍，目前除了伴随规模的扩大，毛利率有逐步上升的良好趋势以外，其他没有发生什么变化，可以直接拷贝过来：

有超过 9.8 亿微信活跃用户，以及超过 8.4 亿 QQ 活跃用户（有重合）作为基础，微信及 QQ 支付适用场景不断扩大，三季报显示线下支付交易次数同比增长 280%。除电商场景下，占据淘宝天猫优势的支付宝依然遥遥领先以外，其他场景，微信已经追平甚至超越了支付宝。两强相争之下，中国的移动支付水平全球领先，目前处于逐步的深化过程中。

腾讯云服务，也是未来增长的法宝。国内云服务领域里，阿里云一家独大，腾讯云排名第二，紧紧跟随。伴随互联网与各行各业的全融合，云在数字时代，犹如电在工业时代。中国企业和个人的云化才刚刚起步，按照小马哥的看法，未来如同用电量在工业经济中的指标作用一样，用云量也会成为数字经济的重要指标。

在这个巨大的市场里，老二腾讯能否缩小和老大阿里的差距，或许还是疑问，但老大老二都能获得快速增长却完全可以看作板上钉钉的事儿。

其他业务，现在受限于规模还比较小，所以毛利率很低，毛利率仅仅 20%（三季报数据）。伴随着规模的增长，营业收入增加的同时，可以预期，其他业务还将受惠于规模效应，提高毛利率和净利率，为营收和净利做出更大贡献。

过去十年里增值、广告和其他业务在营收里占比变化，如下图显示：



特征非常明显，就是增值（主要是游戏）虽然收入绝对额高速增长（从 63 亿增长至 1540 亿），但由于其他两项增速更快，导致增值占比逐步下降；

广告业务以体验优先，整体保持克制，占比稳中略升。效果点击广告占比越来越大（65%），品牌展示类广告比重降低，这给运用人工智能及大数据定向投放优化体验、提升广告收入提供了广阔的舞台；

大力发展支付及云业务，导致其他业务从基本为零成长成长为举足轻重。

至此，关于毛利率的问题，我们基本搞清楚了，无忧。

接着往下看，关于其他收益净额的问题。其他收益净额来源及情况介绍，在上篇文章里聊过的内容，不重复。此处侧重谈腾讯的投资资产。

将腾讯的资产负债表简化一下，大致可以得出下表。

资产		负债及权益	
类现金资产	1777 亿	有息负债	1341 亿
投资资产	2770 亿	其他负债	1435 亿
经营资产	1000 亿	净资产	2771 亿
资产总计	5547 亿	负债及权益合计	5547 亿

唐书房

数据很清晰，可以看作公司用负债总额 2776 亿（1341+1435），对应做了投资。

由于腾讯公司良好的财务状况及信誉，其国内外负债利率均偏低，比如 47 页披露的国内借款利率介于 4.18%~4.275%之间，外币借款利率为伦敦同业拆借利率+0.50%~0.55%，以及 48 页披露的票据融资利率 2.3%~4.7%。

偏低的利率环境，高速成长且管理层能力圈范围内的互联网及移动互联网产业，加上这些业务不仅仅是投资，往往在战略上还能和腾讯基本业务形成互补互强，例如提供内容或者流量变现等，所以投资业务这块，如果我们持续跟踪，会发现完全是一种时不我待的感觉。

比如 2018 年投资记录，你常常会看见一天投好几家的情况出现，连春节大假都不休息。



时间	公司名	行业	轮次	金额	投资方式	腾讯持股比例	备注
1月2日	安赛AISEC	企业服务	A轮	1亿rmb	腾讯	7.50%	
1月8日	Vip陪练	教育	B轮	数亿rmb	腾讯、兰馨亚洲等。		
1月16日	自如网	房产服务	A轮	40亿rmb	平、红杉、腾讯等。		
1月17日	wattpad	文化娱乐	E轮	5100万美元	腾讯、BDC等。		
1月23日	小电铺	电子商务	C轮	数千万美元	腾讯		
1月23日	优必选	硬件	C轮	?	腾讯等13家机构	7.26%	
1月24日	车好多	汽车交通	C轮	8亿美元	腾讯		瓜子二手车，毛豆新车网
1月24日	灵龙文化	文化娱乐	B轮	?	腾讯		
1月24日	晶泰科技	医疗健康	B轮	1500万美元	红杉、腾讯、Google	三家合计20%	
1月25日	快手	文化娱乐	E轮	10亿美元	红杉、腾讯。		
1月26日	skydance	文化娱乐	战略投资	?	腾讯		美国影视剧制作
1月29日	永辉云创	物流	战略投资	1.875亿	腾讯	15.00%	永辉超市子公司
1月30日	万达地产	商业地产	战略投资	100亿rmb	腾讯	4.12%	
1月31日	海澜之家	电子商务	战略投资	25亿rmb	腾讯	5.31%	
2月2日	铁鳞社	文化娱乐	天使轮	450万rmb	腾讯	30.00%	漫画
2月5日	好物满仓	电子商务	A轮	2000万rmb	红杉、腾讯。	红腾合计20%股权	
2月5日	山茶花	电子商务	A轮	?	腾讯		女性导购网站
2月7日	网速大师	企业服务	战略投资	700万rmb	吕一闻、腾讯		
2月8日	盛大游戏	游戏	战略投资	30亿rmb	腾讯		
2月9日	即刻	文化娱乐	C轮	3000万美元	腾讯		
2月10日	艺画开天	游戏	A+轮	数千万rmb	B站、腾讯等		
2月14日	京东物流	物流	A轮	25亿美元	红杉、腾讯等		
2月17日	永辉超市	零售	上市后	42.15亿rmb	腾讯	5%	
2月23日	步步高	零售	战略投资	17.11元/股	腾讯、京东	8.9亿购入5183万股，占6%	sz.002251
2月27日	Go-jek	汽车交通	C轮	15亿美元	Google、腾讯等。		印尼滴滴，腾讯的老项目。
2月28日	Gaana	文化娱乐	B轮	1.15亿美元	腾讯领投，其他未知	合计约20%	印度音乐流媒体公司
2月28日	洋葱数学	教育	C轮	1.2亿rmb	腾讯、君联资本。	合计20%	K12在线教育平台
3月1日	车好多	汽车交通	C轮	8.18亿美元	讯领投，十多家机构		瓜子二手车，毛豆新车网
3月5日	考虫	教育	C轮	2000万美元	腾讯、经纬中国。	合计占比15%	四六级、考研语和出国英语
3月7日	灿谷集团	汽车交通	战略投资	数千万rmb	腾讯、海通等	合计19.4%	汽车金融服务商
3月8日	微电汇	电商	A轮	数千万rmb	腾讯、京东。	合计25%	
3月8日	斗鱼TV	文化娱乐	E轮	40亿rmb	腾讯	16.00%	
3月8日	宝宝玩英语	教育	A+轮		腾讯		0—6岁低龄宝宝英语启蒙
3月8日	atomwise	医疗服务	A轮	4500万美元	MGV、腾讯、百度等		利用超级计算机搞药品研发
3月9日	虎牙直播	文化娱乐	B轮	4.6亿美元	腾讯	25.00%	
3月9日	柠檬影业	文化娱乐	C轮	亿元以上rmb	汉富资本等多家		老股东腾讯、弘毅跟投
3月11日	新丽传媒	文化娱乐	战略投资	33.17亿rmb	腾讯	本次27.64%+原有4.08%	34倍2017年市盈率买下的影视剧龙
3月14日	有狐文化	文化娱乐	天使轮		磨铁图书，腾讯	合计25%	
3月14日	趣头条	文化娱乐	pre-ipo	过亿美元	腾讯领投	合计20%	
3月16日	酷匠网	文化娱乐	A轮		腾讯		小说阅读网
3月17日	凌晨网络	企业服务	收购		腾讯		国内首家信息安全智库
3月20日	哇唧唧哇	文化娱乐	天使轮		腾讯		网络综艺公司
3月20日	颂歌网络	游戏	A轮		腾讯	30.00%	手游，雷电战机2016，全民奥特曼
3月20日	N26	金融	C轮	1.6亿美元	安联、腾讯等	合计20%	手机银行软件
3月21日	Ubisoft	游戏	战略投资		腾讯		互动游戏知名厂商
3月21日	微见	文化娱乐	天使轮		华人文化、腾讯等11家	合计20%	内容领域的“什么值得买”
3月21日	壹心娱乐	文化娱乐	天使轮		腾讯		国内规模最大的艺人经纪公司

预回复一个问题：一定有人询问，怎么查找腾讯的投资动向，老唐安利一个网站“IT 桔子”。它会第一时间披露各大投资机构（包含腾讯）的最新投资项目、投资金额及持股比例等相关信息。

那么，这么多的投资主要分布在哪些科目里，又分别是些什么呢？请继续阅读《年报概览》下篇。

第379篇.　　2018.3.24-腾讯2017年报概览（下）

原创　2018-03-24　唐朝　唐书房

上篇说腾讯投资了超过 600 家上市及非上市公司，合计拥有高达 2770 亿的投资资产。这些投资，主要体现在“于联营公司的投资”和“可供出售金融资产”两大类里。目前高达 1777 亿的类现金资产，很显然，其中很大部分也是为进一步展开更多投资准备的。

于联营公司的投资中，记录了账面成本为 609 亿，2017 年 12 月 31 日市价为 1570 亿的上市公司股权，

以及账面成本 528 亿的非上市公司股权。合计 1138 亿。

这部分资产，就是我们称之为运用权益法核算的长期股权投资。腾讯会按照他们的每年的利润表盈利情况，按比例纳入自己的利润表。还记得吗，就是前面说过的 8.2 亿那个数据。同时，如果这类公司有 IPO 上市或再融资行为，导致腾讯所持股权比例减少时，会产生视同出售投资收益，会直接对利润表产生影响。

可供出售金融资产里，记录着 2017 年底股价为 539 亿的上市公司股权和公允价值为 710 亿的非上市公司股权，这些主要是持股比例低，且腾讯不派驻董事，不影响公司经营的投资对象。除了股权以外，还有 24 亿债权或其他类投资，也归在可供出售金融资产里。

这些公司，能分类在可供出售金融资产，表明它们在战略上处于非核心地位，腾讯有可能在合适的时机卖出它们，将已记录在净资产里的股价差额转入利润表体现。例如 2017 年可供出售金融资产的公允价值就上升了 168.5 亿，因为还没有卖，就暂时不体现于利润表。

腾讯的股权投资中，比较著名的上市公司有艺龙同程、金山软件、文化中国、京东、乐居、四维图新、58 同城、华南城、Mail.ru、Tesla 、华谊兄弟、顺网科技、寰宇传媒、华彩控股、搜狗、众安保险、易鑫、Sea、Netmarble、Snapchat、易车网、邮储银行、唯品会、掌趣、万达、海澜之家、永辉、盛大、步步高、中金公司……

比较著名的非上市公司有微众银行、美团点评、滴滴、饿了么、猿辅导、链家、酷开、好大夫、企鹅医生、摩拜单车、货车帮、Go-jek、蔚来汽车、kakao、威马汽车、富途牛牛、转转、西山居、金山安全、每日优鲜、超级物种、supercell 、Bluehole（吃鸡版权人）、知乎、快手、毒舌电影、车好多、斗鱼、虎牙、趣头条、新丽传媒……

对于投资资产，大致先了解这么多。然后看第三个问题，为什么毛利率下降了，净利率还上升了？到此时，理解它就很简单了，是因为有投资带来的其他收益净额影响造成的。

第四个问题，非通用会计准则和通用会计准则之间有高达 64 亿的差额，那是些什么？

所谓非通用会计准则，简单的说，就是剔除了一些非现金项目的影响，给投资者做一个辅助展示，财报数据还是要看通用会计准则下的结果。

以腾讯 2017 年财报净利润数据为例：

非通用会计准则净利润=通用会计准则净利润+股份酬金

+减值及无形资产摊销-来自投资公司的收益净额。

股份酬金，大致就是公司授予员工的期权支出（包括认沽期权）及股份奖励；减值及无形资产摊销，主要指联营企业计提减值、可供出售金融资产计提减值以及因收购产生的无形资产摊销；来自投资公司的收益净额，主要包含前面谈过的视同处置收入及未上市公司公允价值变动收益。

上述几项里，股份酬金和减值及无形资产摊销，非通用会计准则认为没有产生实际支出费用，所以要加回来。而来自投资公司的收益净额，非通用会计准则认为并非实际利润，所以要减去。

这 64 亿差异大致就是这样加加减减的结果，由于腾讯公司以后来自投资公司的收益净额占比会越来越大，那么很可能利润表的通用与非通用数据仍然会出现较大差额。理解了，就不会为它而惊慌了。

看见报表数据后产生的这几个疑问解决了，大致这份报表就算看明白了。最后看看公司的现金流活动情况（对于腾讯观察意义不大，谁都知道腾讯赚的是真金白银，但对于某些公司有意义，所以放在这儿提一下）。

2017 年腾讯的经营活动现金流入净额 1061 亿，投资活动现金流出 964 亿，净增加现金 97 亿，同时融资活动现金流入净额 266 亿，最终手头现金净增加 363 亿，手持现金总额从年初的 694 亿增长为 1057 亿。其中现金 483 亿，3 个月以内的高流动性资产 574 亿。

搞定，脱手。最后可以毛估估对其进行唐式估值：按照 30%净利润增长估算，2021 年公司净利润约 2000 亿，届时市场给 25~30 倍合理市盈率，市值约 5 万~6 万亿人民币，值得买入的市值位置为 2.5~3 万亿人民币市值，对应港币市值 3.1 万亿~3.75 万亿，对应值得买入的股价为 325~395 港币。Over。

是不是简单到不敢信的地步，投资居然可以如此草率？是的，不要以为它有多复杂，这就是老唐多次分享过的市盈率估值大法。不过，要小心哦，陷阱在那个 30%假设上，做出这个假设，需要真的去理解企业，别无他途。

如果没有对企业的深度理解，草率地拍脑袋给个增长率出来，同样有可能对，但也有可能是自欺欺人。投资的难点就在这个具体企业的增长率预判上，永远学习，永无止境，你是这样，老唐也是这样。

星期五早上开盘前说要追加腾讯持仓。当时股价 405 港币，老唐委托 406.4 港币买入，结果没买到。所以，当前持股无变化，依然是截图里的 10 只。2018 至今 5 涨 5 跌，胜率=瞎猫碰死耗子。



当前持仓比例为茅台 41%+，腾讯 18%-，国投 7%+，民生 H6%-，招行 H5%-，古井 B6%-，洋河 5%+，双

汇 6%-，信立泰 4%+，海康 3%，观察仓宋城不计。截止 3 月 23 日收盘，年内收益为-0.5%。

第380篇.　　2018.3.26-腾讯随意操纵投资收益怎么办？

原创　2018-03-26　唐朝　唐书房

昨天有位读者留言询问“如果腾讯投资的未上市公司再融资，估值提升部分怎么计入，究竟是视同出售还是公允价值提升？上市是不是区分二者的界限？”老唐当时随手做了个回复。

下午正游泳的时候，忽然头脑里反应过来，这位读者真正关心的问题可能是：伴随着投资收益在腾讯报表里的影响力越来越大，腾讯会不会通过掌控未上市公司的再融资行为，操纵其他收益净额？如何保证我们看到的利润表里的“其他收益净额”真实可信？

那么我之前的回答就没有 get 到要点。今天上午，看区块链科普书籍看的昏头昏脑的，干脆写篇关于投资收益的财务科普文章换换脑筋。重点说说影响其他收益净额的两个主要因素：①视同出售和②公允价值提升。

在谈视同出售和公允价值提升两种投资收益来源之前，老唐必须先用最简单的语言，将股权投资带来投资收益的途径梳理一遍。正好投资资产也是很多朋友阅读《手把手教你读财报》时的难点，本文可以作为辅助理解。

抛开债权类投资资产不说，按照最新的会计准则，一家公司甲投资另一家公司乙的股权，无论甲乙公司的身份是不是上市公司，这笔乙公司的股权一定是以以下四种身份之一被记录在甲公司资产负债表上的：A 子公司、或 B 以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产、或 C 长期股权投资、或 D 可供出售金融资产。

子公司，指的是被控制的公司，界定被控制主要有 5 条原则，《手把手教你读财报 2》的 17 页列的清楚，他们是：①持有 50%以上的股份；②通过协议拥有 50%以上表决权；③占据董事会多数表决权；④有权任免董事会多数成员；⑤有权决定财务和经营政策。以上五条占一条，就基本可以认定控制。

控制的公司是要并表的，也就是公司乙的资产、负债、收入、成本全部合并进公司甲的报表，因而它不会产生甲公司利润表上的“投资收益（其他收益净额）”。

B 以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产，以前叫“交易性金融资产”。它最容易理解，就是浮盈浮亏及分红都直接记录进利润表，和你记录自己“炒”股浮盈浮亏是一个道理。

正因为如此，如果投资规模比较小，放这里看起来直观简单。但如果投资规模比较大，通常而言公司不愿意将它记录在这个科目里，因为那样，公司的报表数据就可能随着市场波动了。无法预计的巨赚或者巨亏，一般大型公司都很不愿意面对。比如腾讯就没这个科目。

C　长期股权投资。放进这个科目的，是甲公司虽不能控制乙公司，但对乙公司有重大影响。有重大影响的，叫做联营公司或者合营公司。最常见的重大影响，就是持股在 20%~50%之间。除了股权因素之外，也有其他几项小的因素导致构成重大影响，写在《手把手教你读财报》的 84 页。长期股权投资是投资收益的主要来源，后面细说。h

D 可供出售金融资产就是指剩下的那些没控制、没有重大影响的股权了。这类资产，没卖出之前，只有股权分红算成利润。公允价值波动（你可以直接理解为上市公司的股价波动）只记录入净资产，不算利

润。

持有期间发生减值（即公司管理层估计该公司股权价值发生不可逆转的重大损失，这个偏主观）和外币汇兑损益（指外币计价股权由于汇率波动带来的折算盈亏），计入利润表。等卖出的时候，一次性将原来累加在净资产里的浮盈或者浮亏，挪出来计入卖出那年的利润（或亏损）。

长期股权投资和可供出售金融资产，是投资收益最主要的来源。它们会产生四种投资收益：①经营利润对应份额；②分红；③视同出售；④公允价值提升。

经营利润对应份额，是长期股权投资提供的，这个很容易理解。假如持有公司乙 25%股权，那么公司乙今年报表净利润是 100 元，则甲公司记录 25 元的投资收益。这个在腾讯报表上叫做“分占联营/合营公司盈利（亏损）”

分红更容易理解，不管股权放在联营、合营还是可供出售金融资产里，只要公司乙宣布分红，都算公司甲的当期投资收益。

做了这么多铺垫，终于进入到“视同出售”和“公允价值提升”部分了。

视同出售比较简单，在《希望与绝望》下篇里，老唐举的例子已经很清楚了：

腾讯 2014 年投资 32.3 亿人民币购买了韩国网游公司 Netmarble 的 28%股权，2017 年 4 月 24 日 Netmarble 在韩交所上市，上市发行新股共计融资 23 亿美元，发行后腾讯持股比例降低为 17.71%。

发行新股融资 23 亿美元，Netmarble 公司净资产增加 23 亿美元，腾讯持有的 17.71%股权，对应增加约 4.07 亿美元净资产。

这 4.07 亿美元，在财务上视为公司出售了 28%-17.71%=10.29%股权换来的，即出售了全部持股的 10.29%/28%=36.75%。

假设 2017 年初，腾讯公司持有 Netmarble28%股权的账面成本为 X（X 约等于 32.3 亿成本减去这几年的分红），则 2017 年 IPO 行为产生（4.07 亿美元-36.75%X）的投资收益，这就是视同处置。

这里需要提醒三点：①4.07 亿是美元，32.3 亿是人民币，计算的时候乘一下汇率；②有股权比例被摊薄的情况，都是这么算的，无论是上市公司还是非上市公司；③注意，是用净资产增加值算，不是股价。

其中，第③点容易被误解。很多人下意识地容易想到估值一万亿，买 0.00001%股份拉动公司估值什么的。实际上由于是计算是净资产增加值，新股份融来的资金太少，估值高上天也增加不了几个净资产，产生不了什么投资收益（其他收益净额）。

然后转入大家最关心的问题，公允价值提升部分。由于篇幅问题，我上篇文章里说公允价值提升的部分比较少。从留言和信息看，大家对这部分担忧最多。这还是对财务准则的理解问题。

简单的说，公允价值提升必须是引发资产分类发生变化的时候，才能计入投资收益（其他收益净额）。

什么叫资产分类变化呢？就是一笔股权，在子公司、交易性金融资产、可供出售金融资产、长期股权投资四种类别之间发生转移，在报表上从这个科目变更成另一个科目的时候，公允价值和账面成本之间的差额，才能算成由公允价值提升带来的投资收益（其他收益净额）。

那么什么情况下，类别才能转移呢？在摊薄、出售或者增持，导致控制、重大影响、无重大影响三种状态发生变化时。最简单例子就是股权比例从 50%以上→20%~50%之间→20%以下的变化，以及反过来的变化。

其中交易类金融资产是属貔貅的，只能进不能出。其他三类股权资产可以变更为交易性金融资产，但

交易性金融资产却不允许变更成其他三类资产。

这种会计变更，需要有足够的理由才可以做。若无特别需要，通常而言，公司不会冒着找理由和作解释的麻烦去做这种变更。如果有做，稍微有影响的金额，都需要在财报里披露。所以，投资者大可不必担心，尤其是不必要担心声誉良好的大型公司偷偷摸摸地通过公允价值调整来影响投资利润。

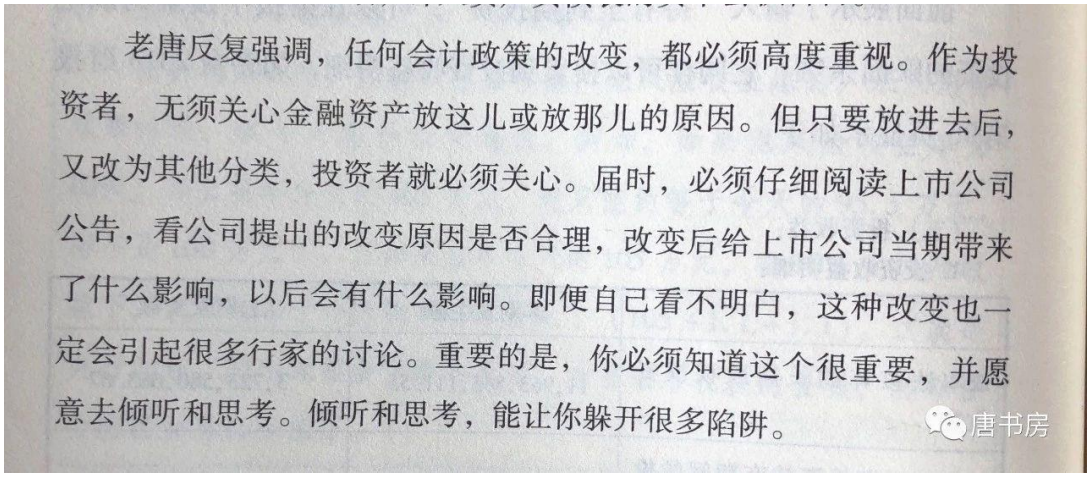
不过，有些小公司，可真有这种情况哦，而且这招还真可以用来救命。举个简单的例子：上市公司大骗网，原来投资了 51 万持有某鹅卵石公司 51%股份，合并了鹅卵石的报表。

现在，鹅卵石引入新的战略投资者帮凶公司，投入 1000 万，认购鹅卵石 10%新发行股份。

帮凶公司投入 1000 万占鹅卵石公司 10%新发行股份，导致大骗网持有鹅卵石的股份摊薄到 45.9%，于是大骗网失去控制权，鹅卵石从大骗网的子公司，变成联营公司。这 45.9%的股权，就需要变更计量方式了。

怎么变呢？帮凶 1000 万认购 10%，鹅卵石公司的公允价值提升为 1 亿。那么，大骗网的 45.9%股权公允值就成了 4590 万,这笔股权将在资产负债表上记录为价值 4590 万,同时 4590 万和 51 万之间的差额 4539 万，就成为了大骗网今年利润表上的投资收益。

嚯嚯，这个魔术好玩吧？所以，老唐特意在《手把手教你读财报》的 82 页写到：


老唐反复强调，任何会计政策的改变，都必须高度重视。作为投资者，无须关心金融资产放这儿或放那儿的原因。但只要放进去后，又改为其他分类，投资者就必须关心。届时，必须仔细阅读上市公司公告，看公司提出的改变原因是否合理，改变后给上市公司当期带来了什么影响，以后会有什么影响。即便自己看不明白，这种改变也一定会引起很多行家的讨论。重要的是，你必须知道这个很重要，并愿意去倾听和思考。倾听和思考，能让你躲开很多陷阱。

江湖险恶啊，这下知道看会计政策的重要性了吧？

第381篇.　　2018.3.28-速读双汇、国投和茅台财报

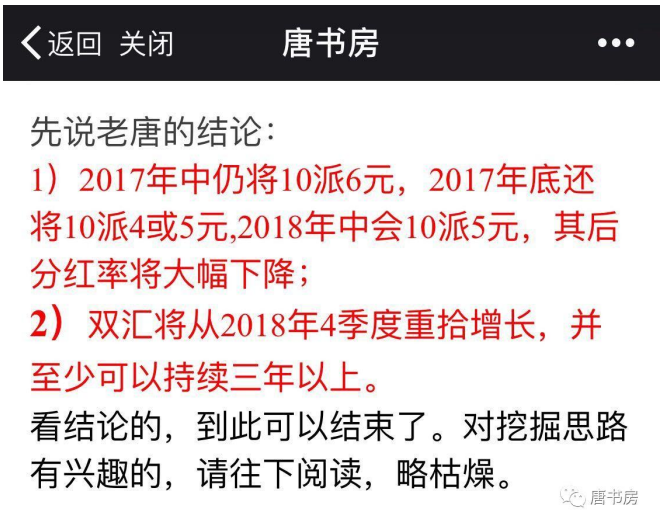
原创　2018-03-28　唐朝　唐书房

这两天，自己持股的公司财报发了好几份，但一者基本都在预料之中，属于之前文章里写清楚的，没什么新东西，二者由于最近要追的新剧比较多，《亿万》第三季、《国土安全》第七季，加上昨晚开播的《三国机密之潜龙在渊》，导致原本计划慢慢看，抽空写的。但后台催问的朋友实在太多，老唐有点招架不住了。今天就先简单说说大体看过的双汇、国投和茅台吧！

先说双汇

双汇的故事基本在老唐一年前发的《蛰伏者双汇》一文的框架内。在那篇文章里，老唐对于双汇的分红、营收和估值写下这样的判断。

关于分红



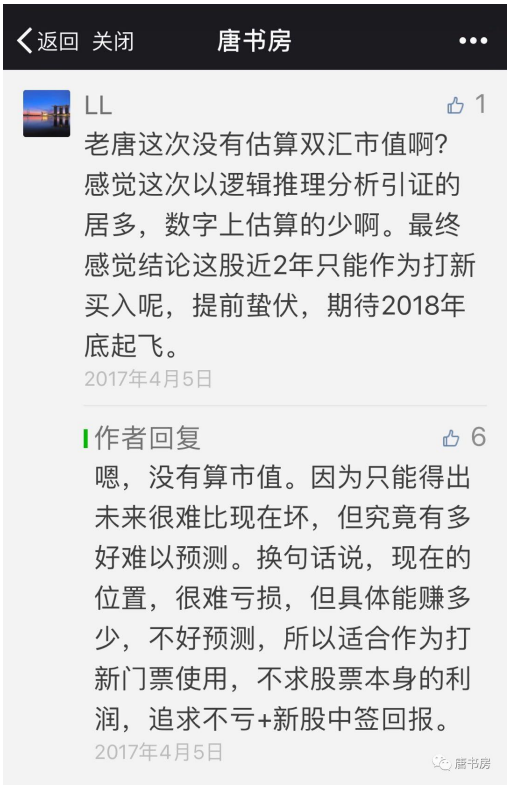
实际情况是中期没有分红，年底一次来了个 10 派 11 元，和老唐预计的 10 派 6+10 派 4 或 5，算略有差距吧！

关于营收



由于猪价下跌，屠宰业低来低去，所以营收会下滑。财报的实际情况也是营收下滑 2.65%。

关于估值



回查 2017 年 4 月 5 日股价，当日收盘价 21.48 元（除权后），我给它的判断是，很难亏损，但具体能赚多少不好预测。今天股价 24.5 元，这个判断依然成立。

预期外的，是净利润的下降，我原本持微增的判断。实际情况是下降约 0.8 亿，微降 1.95%。

查了一下原因，一者是春节比较晚的缘故——2016 年 12 月 31 日是腊月初三，而 2017 年 12 月 31 日是农历冬月初四，晚了整整一个月，导致春节备货的销售大部分落在了 2018 年一季度；

二者是公司因猪肉跌价对存货一次性计提了大额跌价准备 3.24 亿（2015 和 2016 年计提分别是 1.72 亿和 1.64 亿），显示了公司保守的财务态度。

公司经营一如既往的优秀。在一个苦哈哈的行业里，利用高效管理，建立一个竞争对手难以撼动的门槛。例如肉制品平均日销售约 4300 吨，公司库存仅 8100 吨，不足两天供应量；

公司日销售额超过 1.4 亿，而应收账款仅有 1.35 亿，可以理解为 2017 年 12 月 31 日当天的货款结算手续没来得及入账，基本是现过现的生意。

同时公司还能通过应付账款和预收占用上下游超过 24 亿款项。虽然是个苦哈哈行业，但公司的产业地位却保持了优势。

另外说几件这份财报里的新信息：

①公司在 2017-6-12 日成立了双汇地产，很多朋友担心公司不专注主业了。但实际上这家地产公司只是双汇和当地另一家地产公司的一次合作，据说是开发双汇自己原有的一块地，以达到资产保值增值的目的。

公司的投资额仅仅 6000 万，相比双汇 230 亿总资产而言，实在微不足道。上市公司虽持有双汇地产 60%股份，但法人和实际操盘人是对方地产公司老板。这个我认为更应该理解为搂草打兔子的节俭本性，而非公司跨界经营。

②2017 年，伴随着国内肉价下行，公司的猪肉搬砖业务也出现下降趋势，体现为从罗特克斯的采购额

从2016年的42亿，降低为2017年的31亿。这个套利行为在国内猪价低迷的2018年应该会继续减少，相当于双汇相对于同行的成本优势上，少了一块。

猪肉搬砖业务，是随着国内外猪肉价差的波动而波动，例如2014年和2015年，该数据就分别为9亿和17亿。什么是猪肉搬砖，没看过的朋友自己去翻《蛰伏者双汇》。

③这份财报里唯一没看懂的一件事儿，是财报19页，公司收购漯河双汇生物工程技术公司25%剩余股权的事儿。说没看懂，是因为公司花了2600万就购买了另一位股东的25%股权，将其变成全资子公司。

但是，漯河双汇生物工程技术公司2017年净利润约1.2亿，25%股权当年就赚将近3000万。对于一份年获利3000万的股份，你会2600万卖出去吗？挺可疑的。

查了一下，漯河双汇生物科技公司成立于1995年，收购前，上市公司持有75%股份，另外25%由美国ASI科技公司持有。没查出来双方有没有关联关系。

致电公司证券部就此问题咨询了证券事务代表黄志强先生。黄先生给我的解释是，ASI和上市公司没有关联关系，这次出售是ASI不想继续持有了，成交价格是按照注册资本份额来的，至于为什么会这么低成交，黄先生说一方面是谈判技巧，一方面因为年年给ASI分红，对方已经获取非常丰厚的利润了……

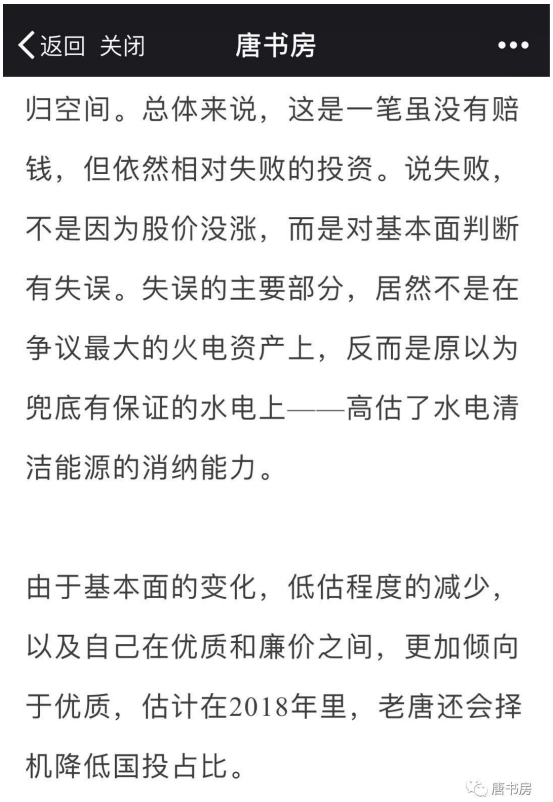
觉得说服力还是不够，不过一者看在是咱们家小子占便宜，二者就其金额来说，对双汇影响很小，就暂且这么着吧！

关于双汇未来的发展，在《蛰伏者双汇》一文里已经说过了，这里没啥补充的。目前基本维持原判断，2018年万洲的还债压力降低后，双汇有了扩大再生产的资本，经营情况应该会龙抬头。

虽然公司定的目标是2018年力争实现正增长，老唐的估计是2018年一季度由于同期低基数的原因，会有约10%的增长，而全年可能只能有5%左右（左右各1%范围吧）增长。

再说国投。

2017年下半年，老唐的主要动作就是持续降低国投电力的仓位，慢慢改错。这个错误，老唐在1月13日的《九连阳之下的冷思考》一文里这样说



这是一笔失败的投资。当然，由于预留安全边际足够，这笔失败的投资至今为止并没有赔钱，但是损失的是机会成本。

失败，在我心中，不是以股价涨跌来界定。即便今天国投股价变成 12 元，在我心中它依然是一笔失败的投资，当然，真要在 12 元，可以定义为“失败但好运的投资”。

在我心中，成败以对公司经营变化预计是否大致靠谱来判断，以投资逻辑是否成立来判断。比如国投，买它的核心逻辑是它有水电保底，同时有被市场认为在煤价上升期会巨额亏损拖累公司业绩的火电资产。

在火电具备不可替代的调峰调压功能下，在电价与煤价联动的前提下，如果煤价上升则标杆电价上调，一方面减少火电亏损，一方面给水电带来意外横财。如果煤价下降，则市场在煤价上涨趋势里的火电亏损预期就不存在了。因此，买入国投，相当于买入一个下有保底，上有看涨期权赠送的组合。

然而，2017 年的结局，很让我无语。由于煤价上涨，火电的成本占销售收入的比例从 2016 年的 82.5%上升到 2017 年的 94%。仅此一项，造成国投额外损失超过 11 亿。同时，水电的价格还微降了，又造成约 7.7 亿损失（以上说的是合并数据，包括了少数股东损益）。

也就是说煤价涨了，同时电价降了。煤电联动，在下降的时候起效。上涨时，没敌过李总一句表态，假装不在了。

当然，这不是老唐责怪谁。愿赌服输，投资发生预期之外的东西，只能是自己没有思考清楚，对变量估计不足。因此，国投这笔投资迄今为止，是一次核心逻辑被证明错误的决策，即便未来股价上涨也不能掩盖这一点。

基于此，2017 年老唐的主旋律就是减仓国投。不过，由于对电价调整还保有一丝期望，所以坚持的不够彻底，迄今为止还持有约 7%的股份。2018 年，遇到合适的机会，还会不断地从国投抽资金调整到其他个股上去。

顺带回复一个很多朋友发信息来追问的问题，为什么老唐每次加减仓老是 2%左右，有什么秘诀吗？其实没有。市场的投资大道，早已经被说的清清楚楚，任何号称有神秘绝招的，要么是自己没有想清楚逻辑，要么就是疑似骗子。

老唐每次加减仓约 2%，原因很简单，因为我手头保有一些家庭备用现金，额度约占股市资金的 2%。这部分资金正好用于几个账户之间，以及港股、B 股和 A 股之间的买卖过桥使用。于是每次买卖基本上就在 2%左右。唉，又暴露一个秘密，光环越来越少，有一种被剥光的赶脚……

最后说茅台。茅台更简单，由于已有业绩预告，且茅台本就是明牌，没有什么内容是前面没说清楚的，包括 2018 年的业绩。

2018 年，由于茅台酒的可售量基本持平，而出厂价调升，加上高速增长的系列酒也由于产能问题，只能保持量的不变，靠结构调整来保持持平或者微量增长——之前，系列酒的量，靠的是前几年白酒业寒冬的时候，系列酒滞销留下的存货。总体来说，2018 年可以保守的按照 2017 年的净利润+60 亿计算，即有 330 亿以上利润。

对应这个含金量十足的净利润，各种价格可以怎么看待，各位可直接套用老唐去年 10 月发的这个表格自行计算



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

唐书房

以茅台最近的市场供求情况，分析供应就是分析收入和利润的根本。至于销售，不需要去考虑。比如看老唐的肉测



另外，还有两个不少朋友发信息来问的问题，这里也简单回复一下。

一个问题是关于经营现金流同比减少的问题。经营现金流净额同比减少，原因有五：其一是有 30 多亿销售收入，是 2017 年 1 月 1 日之前就收到钱了，算成 2016 年的现金流入；其二是财务公司的正常存贷款经营活动，造成约 40 亿的现金流入差额；其三是增加了 20 多亿采购资金流出；其四是增加了 50 多亿存到央行及其他银行的资金流出；其五是增加了当期税款缴纳 50 多亿（一方面是消费税基提升的效应，一方面是缴税时间安排的原因）。

这五项活动，均是正常经营活动，不涉及公司放宽销售政策。其实关注经营现金流，最简单的办法就是看应收账款和预收账款两项数据，看看应收增加没，预收减少没，就基本知道经营现金流的质量了。

另一个是关于股息率的问题，说虽然 10 派 109.99 元，但相对于 700 元左右的股价，股息率也就不到 1.6%，非常没有吸引力。关于这个问题老唐的回答是：是的，确实没什么吸引力。都怪茅台股价涨太多，要是现在股价 100 元，股息率就超过 10%了。

分红的增长赶不上股价的上涨，这是个令人头痛的问题。就算 2018 年公司再给你分个一生一世（13.14 元/股），届时股价 999，结果股息率更低，惨啊！

大致就是这样了。还有信立泰、宋城演艺还没看，然后还答应了一位读者后面看利亚德年报，任务重、时间紧啊！

时间紧急，不多说了，赶紧打赏吧

第382篇.　　2018.4.1-腾讯控股，巨象尚未停步

原创　2018-04-01　唐朝　唐书房

注：本文节选自 3 月 24 日书房推送的腾讯年报分析文，发表于 3 月 30 日出版的《证券市场周刊》。因系统无法自动识别合并文与原文的异同，为避免被其他公众号误以原创名义发出，因而重推。文章无新内容，上周看过的，可以不用再看。

腾讯控股，巨象尚未停步

本刊特约作者　　唐朝/文

有人看见希望，有人看见绝望。腾讯控股财报一问世，就引起明显争议。

说绝望，主要来源于三项数据，其一是在连续九个季度环比增长后，2017 年第四季度首次出现网络游戏收入环比下滑，且下滑幅度高达 9%；

其二是增幅 74%、绝对额高达 715 亿元的净利润数据背后，同比增幅超过 460%的 201 亿元其他收益净额成了擎天柱。如果抛开其他收益，单纯看增值、广告及其他业务，增长远没有那么靓丽；

其三是腾讯社交网络的根基 QQ，首次出现活跃账户年度同比下滑，流失活跃账户高达 8600 万。同时，另一大根基微信也面临用户增量的天花板问题。

三大不利数据，叠加大股东自 2001 年入股以来的首次主动减持、美联储启动加息以及中美贸易战爆发三大外部利空，腾讯股价在靓丽年报数据公布后，三天内跌幅达到 15%。

然而，老唐看见的则满是希望。

对下滑数据的另一种解读

先来看游戏收入负增长的问题。

2017 年第四季度，网络游戏收入环比下滑，是行业饱和或者腾讯产品竞争力下降导致的不可逆转下滑，还是某种暂时性调整？

公司的解释是，环比下滑主要来自三个因素：2017 年第三季度公司增加了端游虚拟道具推广，导致三季度基数较高；角色扮演类游戏贡献下降，射击类游戏尚未大规模商业化；公司几款重磅游戏，均安排在 2017 年底及 2018 年一季度上线，四季度游戏收入受此影响。

这三个原因足以解释了。在我看来，游戏部分核心只需要关注两个问题：游戏的整体市场缩水没有？腾讯游戏玩家的时间主要被谁抢走了，是腾讯自己的新游戏还是对手竞品？

这两个问题都不难回答，玩游戏的人群处于持续扩大中，伴随着观念改变和更便利支付手段的普及，付费人群也在持续扩大。

第四季度腾讯游戏玩家的时间，确实被其他公司抢先推出的吃鸡游戏抢走了部分。但腾讯推出正版吃鸡及其他几款大受欢迎的游戏后，又重新找回了玩家的真爱。

最直观的证据，是在苹果 App　store 或者安卓应用市场里观察游戏下载排行榜，除了短暂的小公司游戏刷榜，一季度基本上就是腾讯游戏产品持续霸屏的状态中。

以腾讯的推广分发能力、内部赛马机制以及收购和投资的大量国内外顶级游戏公司或工作室的新品研发能力来看，在可见的将来，腾讯游戏依然是市场无敌的存在，根本不用为任何小波澜担心。

只是在大规模移情手游、逃离 PC 的趋势下，端游注定会比较凄惨。不过财报里也展示了公司在端游上的规划：更侧重于服务重度玩家。效果如何，股东们拭目以待。

再看第二个负面因素：其他收益净额占比增高。

2017 年的利润表里其他收益净额 201.4 亿元，是之前十年其他收益净额总和的 213%，创下历史记录。于是眼中充满绝望的人，看见的是腾讯“主业不行副业凑”的悲惨场景，而老唐看见的却是一副瓜果压弯腰的大丰收场面。

公司的其他收益净额主要有五个来源：腾讯投资对象 IPO 上市带来的视同处置收益；因若干投资的估值增加而产生的公允价值收益；政府补贴；政府退税；所投企业的现金分红。其中后三项合计贡献 23 亿多元。

后三项容易理解，重点看前两项。视同处置收益，主要是 2017 年内在香港联交所上市的易鑫集团、众安保险，在美国纽交所上市的搜狗和 Sea（新加坡企业），在韩国交易所上市的韩国网游企业 Netmarble，这几家企业合计带来其他收益净额共计 94 亿元（上市后依然是控股子公司的阅文集团不在该统计范围内）。

什么是视同处置收益呢？拿 Netmarble 举例。腾讯 2014 年投资 32.3 亿元人民币购买了 Netmarble 28% 的股权。2017 年 4 月 24 日 Netmarble 上市，发行新股融资 23 亿美元，发行摊薄后腾讯持有公司 17.71% 股权。融资导致公司净资产增加 23 亿美元，意味着腾讯所持股份对应增加 4.07 亿美元净资产。这在财务上视为公司出售了 10.29%股权换来的，即出售了持股的 36.75%。那么，若 2017 年初，腾讯持有 Netmarble28% 股权的账面成本是 X，则 2017 年 IPO 行为产生（4.07 亿美元-36.75%X）投资收益，这就是视同处置。

该投资收益和 Netmarble 上市后的股价变动，以及腾讯持有 17.71%股权的市值波动无关，只体现上市发行新股导致的净资产增加。其他几家 IPO 的公司同样如此。

实际上，腾讯投资的联合营企业，不仅经营上大幅好转，从过去三年的持续亏损，转化为 2017 年度合计盈利 8.2 亿元，同时，其中的上市公司股权，还产生了超过 960 亿元的股价浮盈。这部分浮盈并没有计入利润表，而是藏在“于联营公司的投资”科目里——联营的上市公司股权账面成本为 609 亿元，2017 年底的公允价值（股价）为 1570 亿元。

因估值增加而产生的公允价值收益约 84 亿元，主要是腾讯还投资了大量未上市企业。

3Q 大战结束时的 2010 年底，腾讯的投资资产总额仅有不到 53 亿元，占资产总额比例不足 15%。从 53 亿元发展到超过 2770 亿元，从占比不足 15%提高到占比 50%，腾讯在过去七年多里发生了天翻地覆的变化。这一切都来自于马化腾对那场生死攸关之战的思考结论：腾讯的社交平台不应该被定位于摇钱树，而应该是种植摇钱树的土壤。

截至 2017 年底，腾讯累计投资公司超过 600 家，账面投资资产合计超过 2700 亿元，其中未上市公司部分约 45%，账面资产超过 1200 亿元。腾讯投资团队的历史记录，是有约 40%的投资对象走到下一轮融资。这 600 家投资对象里必将继续产生大量进入下轮融资的企业，也必将陆续产生登陆资本市场 IPO 上市的企业。

因此，投资者必须慢慢适应腾讯报表里，会有越来越多的视同处置收益和公允价值提升收益，它们不是“非主业利润”。投资已经是腾讯主营业务的重要组成部分，且这部分主营业务占比还将持续扩大。

最后来看 QQ 活跃账户减少以及微信用户天花板的问题。

财报显示，2017 年末，QQ 活跃账户首次出现下降，从 2016 年底的 8.69 亿下降为 7.83 亿，同比下降超过 8600 万。而且活跃账户大规模减少，主要出现在第四季度，当季减少 6000 万活跃账户。

这是自 QQ 诞生以来，活跃账户首次出现下降，警示味道十足。然而，这个问题其实非常容易解释，QQ 用户已经近于全部转入微信，依然在腾讯的势力范围内。至于 QQ 本身，定位已经年轻化、娱乐化，主要由那些想躲开父母及七大姑八大姨视线范围的年轻人使用，他们用着微信联系着长辈和前辈们，却同时躲在 Q 世界里和同龄人沟通和娱乐。

因此，QQ 活跃账户数量减少，是且只是必然结局。倒是微信活跃账户环比增长仅 0.9%，绝对值逼近 10 亿（春节期间已超过 10 亿）更值得思考。从数量上看确实没有什么增长空间了。然而，增长只能来自数量吗？显然不是。

微信和 QQ，在腾讯的定位里，是种植摇钱树的土壤，是连接一切的工具。将用户纳入这个连接，才只是播下摇钱树种子的开始。在微信奠定移动互联网最大入口地位后，问题早已演化成如何深化。

深化，照样会带来优质的增长。深化，即包括深化网络连接，让用户通过腾讯享受到移动互联网各类工具的便利；深化，也包括丰富内容，让用户通过腾讯看到他们想看和喜欢看的各类原创及非原创内容；深化，还包括将连接从网上扩展到网下，乃至连接万物，那是日活超过 1.7 亿的小程序即将发挥作用的广阔天地……

至于风险，唯一值得担心的问题，是腾讯在信息流形态上一直没有具备足够竞争力的产品出现。这类产品通过调动用户对下一条未知信息的期待，建立一种鼓励浸泡、鼓励刷屏的心理刺激机制，它们和微信的“用完即走”产品理念正好形成两个极端。

当用户越来越多的时间浸泡在这些产品上，流量劫持就发生了。结果用户虽然仍旧拥有微信或 QQ 账户，但更多商品或者服务可能从这些竞争对手处获取，从而在游戏、广告、视频乃至更大领域里对腾讯现有体系形成破坏。迄今为止，还没有看见腾讯在该领域里有所作为，或许是能力问题，或许是价值观问题。

毛利率下降之解

除了上述三个问题之外，毛利率下降也是值得投资者关注的问题。作为产品和服务竞争力的重要标志，毛利率从上一年度的 56%下降到 2017 年的 49%，究竟什么因素导致的？是竞争加剧，还是需求低迷，或者只是公司的战略安排？

汇总分项业务数据，我们可以发现，增值业务和广告业务毛利率均出现了下滑，只有收入同比增幅高达 153%的其他业务的毛利有提升，但由于其他业务占收入仅 18%，且毛利率依然偏低，因而总体毛利率出现了下降。

通过阅读财报发现，增值和广告业务，成本提升主要由于越来越多的外购内容和外购渠道导致。但鉴于这两项业务的毛利率依然很高，而丰富的内容是公司自产内容的有效补充，对于提升相关产品的吸引力有重要作用。

比较明显的例子是通过大量购买精品内容版权，腾讯视频迅速飙升为全国最大的视频服务商，日活跃用户超过 1.37 亿，2018 年 2 月底付费用户增加至 6260 万。同样的例子还有腾讯音乐等其他产品。因此，通过小幅降低毛利率扩大收入基数，仍然是对公司最有利的战略手段。

从过去十年里增值、广告和其他业务在营收里占比变化可以看出，



以游戏为主的增值业务虽然收入绝对额高速增长（从 63 亿元增长至 1540 亿元），但由于其他两项增速更快，占比呈逐步下降趋势；

广告业务以体验优先，整体保持克制，占比稳中略升。效果点击广告占比越来越大（65%），品牌展示类广告比重降低，这给运用人工智能及大数据定向投放优化体验、提升广告收入提供了广阔的舞台；

同时，公司通过大力发展其他业务，占收入比已经从基本为零成长为超越广告收入的举足轻重地位。

腾讯的其他业务，主要是微信支付和腾讯云业务。在过去十年里，收入从仅 600 万多元增长到 433.4 亿元，年化增长超过 140%，过去五年年化增长甚至超过 160%。

支付业务，电商场景下支付宝依然遥遥领先。其他场景，微信已经追平甚至超越了支付宝。而且，腾讯在 2017 年已经大量加强对新零售、电商以及电商类小程序的投资和引导，加强电商场景支付短板。

不仅如此，我们还应看到，未来的微信支付，不仅在支付领域大有可为，九宫格里初露峥嵘的微粒贷、理财通以及刚拿到牌照的保险销售等业务，都可能构成支付业务未来庞大的收入源。

腾讯云服务也是未来增长的法宝。国内云服务领域里，阿里云一家独大，腾讯云屈居第二，紧紧跟随。伴随互联网+与各行各业的全融合，云在数字时代，犹如电在工业时代一样不可或缺。可以预计，阿里腾讯双雄的云市场规模及份额，大概率会在竞争中共同壮大。

其他业务现在受限于规模还比较小，所以毛利率仅不足 22%。但趋势已经出现，伴随着规模的扩大，规模效应已经开始导致毛利率的提升了。可以预期将继续受惠于规模效应，为营收和净利做出更大贡献。

因此，毛利率小幅下降，并不足忧。

仍有增长空间

将腾讯的资产负债表简化一下，大致可以看到，公司资产总计 5547 亿元，包括类现金资产 1777 亿元，投资资产 2770 亿元，经营资产 1000 亿元。负债方面，有息负债 1341 亿元，其他负债 1435 亿元。数据很清晰，可以看作公司用负债总额 2776 亿元对应做了投资，而账面净资产则对应经营资产和类现金资产。

由于腾讯公司良好的财务状况及声誉，其国内外负债利率均偏低，加上公司聚焦互联网和移动互联网

领域，所投项目不仅为腾讯庞大的流量产生变现出口，也为用户提供了更为丰富的内容和服务。投资对象和腾讯自身业务之间，形成了一种相互借力的强化作用。

投资资产主要记录在“于联营公司的投资”和“可供出售金融资产”两大类中。其中于联营公司的投资中，记录了账面成本为 609 亿元、截至 2017 年底市值 1570 亿元的上市公司股权，以及账面成本 528 亿元的非上市公司股权。这部分持股公司，如果有 IPO 上市或再融资行为，导致腾讯股份被视同出售时，会直接创造利润表的“其他收益净额”。

可供出售金融资产里，记录着 2017 年底市值 539 亿元的上市公司股权和公允价值为 710 亿元的非上市公司股权。主要是腾讯持股数量少，且没有重大影响的非核心投资对象。作为非核心持股，腾讯有可能在合适的时机卖出它们，将股价盈亏记录入“其他收益净额”。

综上所述，腾讯的投资业务不再是市场理解的非主营收入，它将正式登台成为腾讯的主要收入来源之一。实际上 2018 年才过去三个月，已经有多家投资对象传出即将 IPO 的好消息。再考虑到前面所述增值、广告及其他业务的空间，老唐认为：腾讯虽然已是巨象，但依然有能力展翅腾飞。

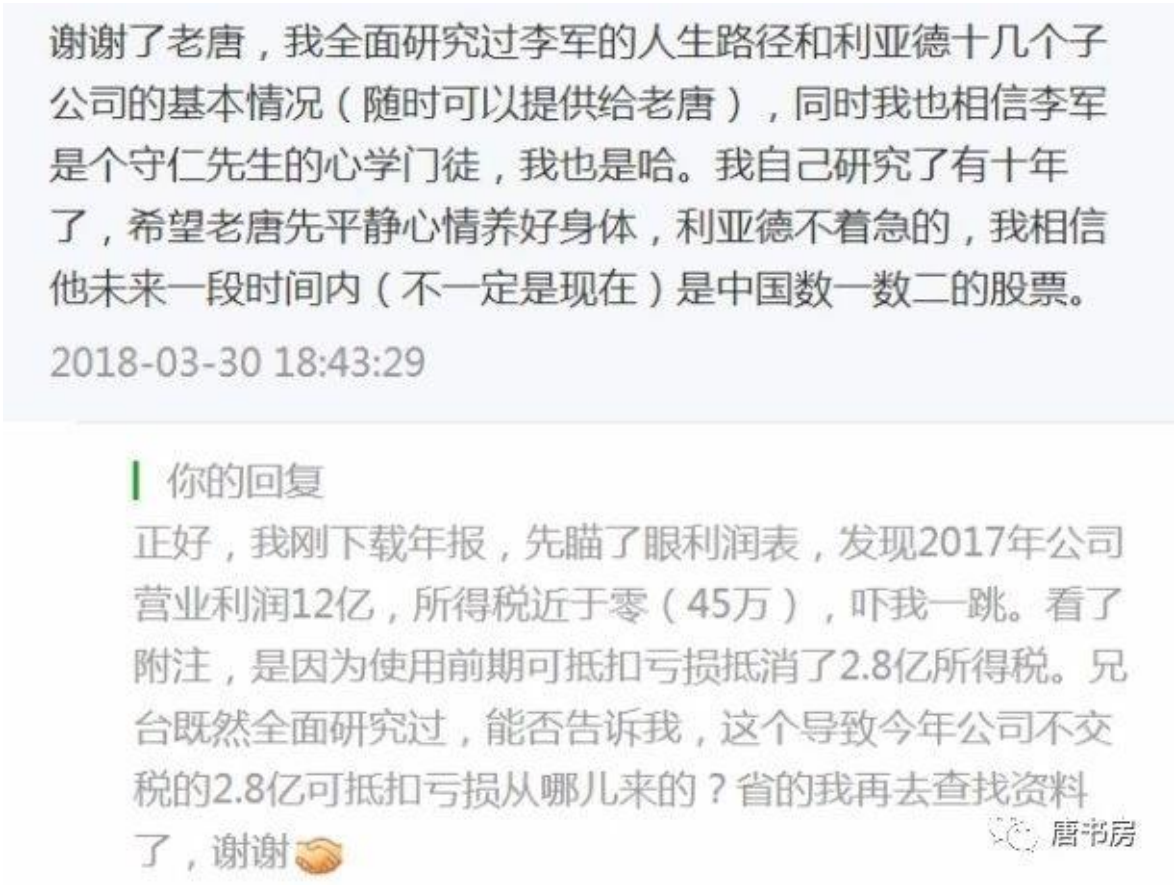
声明：本文仅代表作者个人观点

作者声明：本人持有文中所提及的股票。

第383篇.　　2018.4.2-利亚德印象（上）

原创　2018-04-02　唐朝　唐书房

对利亚德的第一眼，是从质疑一个数字开始的

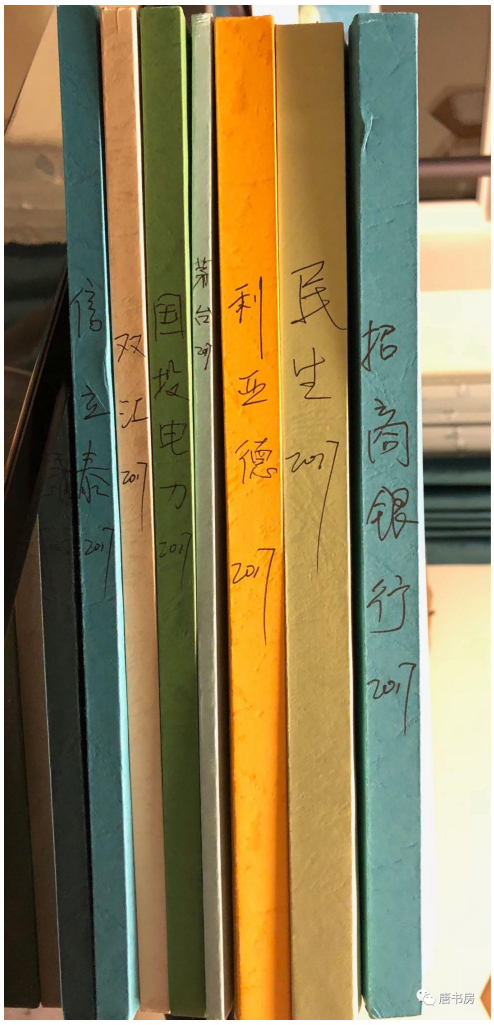


希望老唐看看利亚德财报的这位老读者，年龄比较大，自述全仓持有利亚德约两年（以股价看，应该有翻倍以上的收益了），积累了很多资料，但不会使用邮箱，没法发给我。他非常强烈地推荐我看看，并声称愿意为老唐的解读付费。

借着 2017 年度财报推出来的热乎劲，满足这位老朋友。不过，必须声明的是，几天前我对该公司一无所知，甚至连这个公司名也很陌生。本文只是短短数日里从公开资料里获取的信息，以及老唐的个人看法，一定有很多偏颇之处，仅供参考。且，很抱歉，里面还有些负面看法，或许满仓持有的朋友不见得喜欢。如果因此而无“费”，老唐也只有咬着冷冷的牙，报以两声长啸，不为别的，只为那传说中那率性而为的唐书房……

书归正传。先说第一印象。

最近年报多，为了眼睛，我采用某宝打印的方式阅读。利亚德财报到手上第一印象就是，好厚，第一次见非金融企业的年报有这么厚的。为了让大家有个直观印象，我把陆续收到的几本放在一起，大家感觉一下。

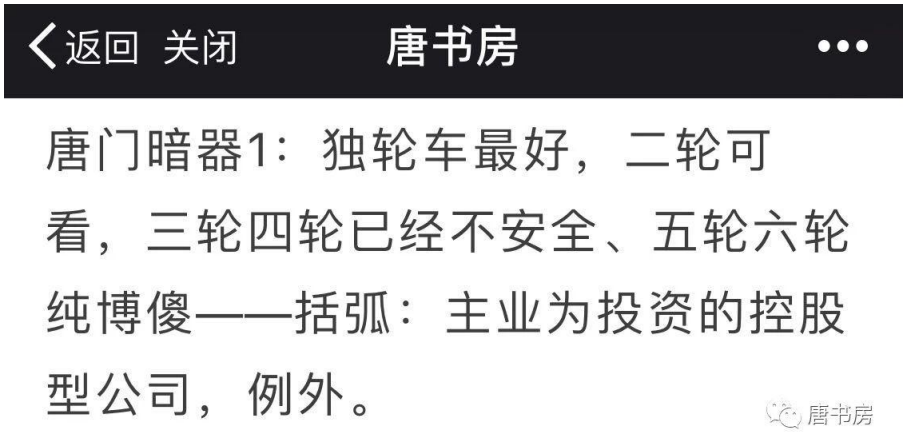


利亚德年报厚度达 334 页，遥遥领先于其他非金融公司。

这份年报到手，一喜一忧。喜的是老唐喜欢上市公司披露信息越详细越好，毕竟我的投资基本上完全依赖对公开信息的深挖和解读；忧的是这么厚的年报，很可能意味着公司业务复杂，或者公司有强烈的融资欲望。

还好，阅读过后发现，公司业务并不算复杂。虽号称四轮驱动：智能显示、夜游经济、文旅新业态、VR 体验，但严格来说，利亚德的四轮只能算两轮。

不知道大家是否还有印象，早在去年初，老唐就分享过自己对上市公司 X 轮驱动的看法：四轮不安全。



利亚德的四轮，严格的说来其实是两轮：智能显示+VR 体验。夜游经济和文旅新业态算是智能显示的细化分类，甚至 VR 体验也只是刚起头的实验性质，公司的主营业务还是很清晰的，就是 LED 智能显示。这个业务从公司成立以来就没有变过，其他都是 LED 智能显示的衍生产业。

LED 智能显示，公司将其分为三大业务分布：LED 显示屏、LED 小间距电视、LED 大屏拼墙。而夜游经济，说透了，就是用 LED 灯、光和显示屏将街道或者片区装点起来；文旅新业态，则是用 LED 灯、光、显示屏加上声效，与文体演出及环境结合起来，产生全新的观感和体验。至于 VR，是将虚拟技术加进来，使观者感觉自己与灯光声效合成的环境融为一体，创造更真实的参与感。

所有的一切，都与 LED 显示及 LED 小间距电视相关联，因此，第一个判断，利亚德是一家集中主业，并在主业的基础上向产业链纵深发展的公司。

为了方便和老唐一样小白的读者，老唐用最简单的语言描述一下我所理解的 LED 和小间距，不需要多准确，大致知道是什么不妨碍阅读即可。

LED 就是发光二极管（Light-Emitting Diode）的英文缩写，已经是广泛使用的光源，估计各位朋友家里都有用 LED 光源。

以老唐这种科技小白的理解，LED 的大致意思就是说电流通过一个较小的间隙时，会产生可见光（请脑补电影里滋滋闪烁的过电场景），如果在电流通过的地方掺有一些其他化合物，例如镓砷磷氮等，可见光会因化合物的不同而呈现红绿黄蓝色。

不同比例的红绿黄蓝配合大小不同的电流电压，就组合成了我们能看见的各种色彩。将足够数量的小灯珠拼在一起，就形成了 LCD 显示屏。

而所谓小间距，就是解决了灯珠的拼装技术和散热问题，将灯珠和灯珠之间的距离降到 2.5 毫米以下，使肉眼无法看见灯珠和灯珠之间的距离，从而可以拼接出足够大的屏幕，以及足够清晰的画面和亮度。

小间距技术，中国企业是领先世界的，小间距应用，中国也是领先世界的。这方面，几天前有篇题目叫《什么原因，让国际封装大厂与中国封装界选择了不同的技术路线？》的业内文章这样写到：

LED 显示技术的发源地不在中国，多年来，中国 LED 厂商大多都是国际巨头日亚、科锐为代表的国际封装大厂的技术跟随者。然而，在 LED 小间距领域，中国厂商拔得头筹，第一次占领了先机。在国际上率

先推出了小间距产品，同时，小间距市场在中国的普及应用也最为广泛。

在国外市场，尤其是欧美市场对小间距这个新生事物的接受度也比中国市场逊色很多。另一方面，国内小间距保持着高速增长，但是目前主要是应用于控制室、安防监控、广电演播、视频会议等专业显示市场，极少进入商显及民用显示市场。

为什么小间距 LED 在国际市场比国内慢热？为什么小间距 LED 难以进入商显及民用显示市场？究其根本，是小间距灯珠封装的可靠性与稳定性的局限。目前国内小间距灯珠封装主要采用的是 CHIP 型封装技术……其实现工艺相对简单、成本较低，但其可靠性与稳定性远无法与传统的 TOP 型封装技术相提并论。

TOP 型封装技术是……其可靠性与稳定性得到了长期应用的检验。但是 TOP 型封装技术对小间距封装工艺精度要求更高、难度也更大。长期以来，在小间距封装中 TOP 型封装技术一直没有取得根本性的突破进展。

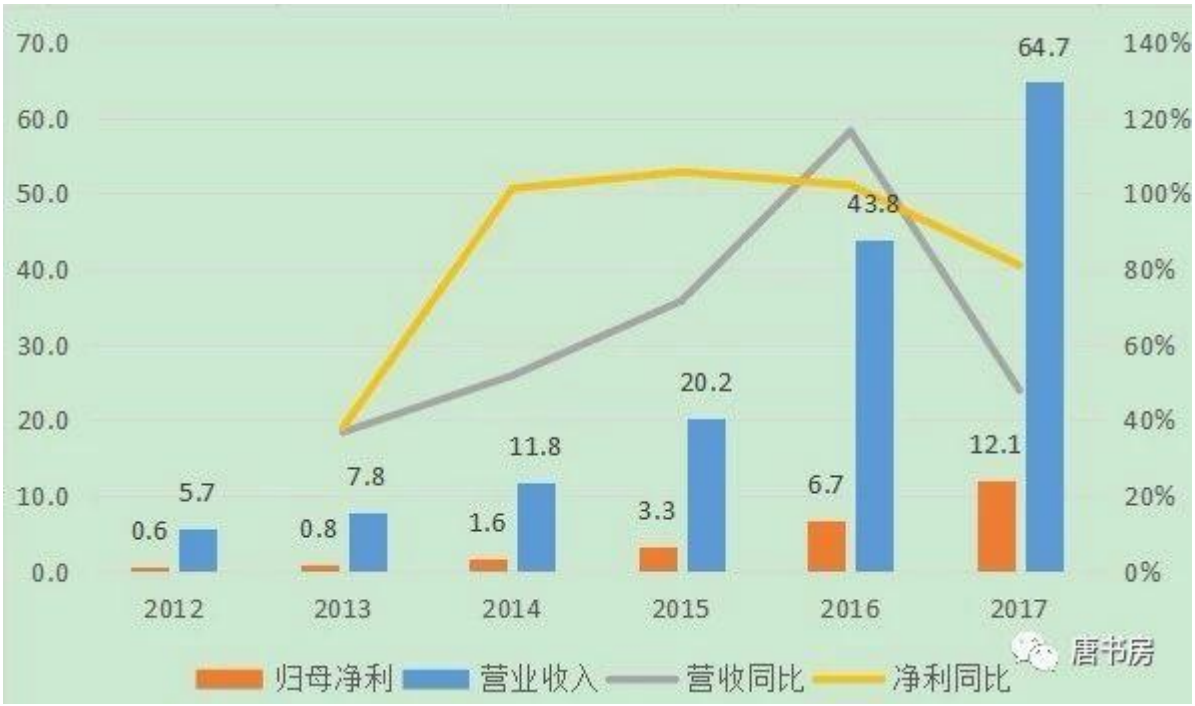
然而，技术的突破与进步是永无止境的。全球封装大佬日亚终于推出了他的第一款小间距封装产品 NESM180A，其采用的正是 TOP 型封装技术。随后，科锐 CREE 也推出了自己的小间距封装产品 C1010，其也是采用了 TOP 型封装。全球封装大厂选择 TOP 型封装技术应用于小间距封装，正是基于其更高的可靠性与稳定性。

无独有偶，近日，国内封装排名第一、世界排名仅次于日亚的第二大封装企业木林森，宣布推出了与国际大厂技术路线相同的 TOP 型 LED 小间距封装产品。

深奥的技术名词，我们不去管它，而且关心价值不大（等会儿说为啥）。大致可以理解就是过去中国封装企业，运用一种低成本+低可靠性、低稳定性的技术，推出了在可靠性和稳定性方面做了牺牲的产品，先人一步占领了市场——上述理解如果有不妥的地方，欢迎深度研究的朋友指教。

基本业务明白了，咱们看财报。

利亚德 2012 年 3 月以 16 元股价公开发行 2500 万股，出让股权 25%募集资金 4 个亿。上市以来营收从 5.7 亿增长到 64.7 亿，增长超过 10 倍。净利从 0.6 亿增长到 12.1 亿，增长超过 20 倍。



期间经过数次送股和派息，IPO 时认购新股的股东整体，至 2018 年 3 月底，累计获得现金分红约 6300

万（含 2017 年），持股变成 3 亿股。按照 3 月 30 日收盘价 25.12 元计算，市值约 75 亿。

4 亿投入，6 年变成 76 亿，获利 18 倍，年化 63%+。按照上市当天最高价 24.98 元买入的，6 年时间，6.25 亿变成 76 亿，获利 11 倍，年化 51%+。都是令人羡慕的高回报，而且非常明显，这个过程实际就是由于超过 20 倍的净利润增长推动的，不需要高抛低吸，完全是企业成长带来的利润，市盈率波动的贡献为负值。

然而，俱往矣，前面的 18 倍或者 11 倍，都是历史。站在当下，我们要考虑的问题是，利亚德过去的利润，靠什么赚来的，是技术优势，渠道优势，先发优势或者是其他什么优势呢？今天之后，这些获利因素还在吗？未来企业的净利润还能继续高速增长吗？

文章太长，为便利大家阅读，不想分太多篇。　　插个广告，就算分篇休息吧！

首先，据老唐这两天对利亚德年报及相关资料的理解，利亚德在技术上并没有什么独一无二的技术，或者特别的垄断。因此，一切通过论证利亚德具备领先技术，因技术优势而能继续保持高增长的观点，我认为都看错了重点。

为什么这么说呢？证据如下：

①在利亚德 2016 年财报 16 页，介绍了公司主要竞争对手艾比森、洲明科技的情况。他们经营业务几乎和利亚德一样，也都是十亿级别的营收。这两家也是上市公司，查看他们的年报及公司网站，看对自己的技术描述，和利亚德差不多。

比如：艾比森最新新闻报道标题是《深度解读全球最大智慧城市小间距 LED 显示系统》，介绍的是艾比森公司运用小间距 LED 技术，为深圳市建立全球最大的智慧城市运营中心的事儿。我拷贝一张照片，大家也感受一下小间距 LED 的魅力。艾比森做的这个屏，大小相当于将近 400 个 55 寸液晶电视拼接在一起，而且是弧形的。



至于洲明科技，公司网站的自我定（chui）位（xu）就是“全球领先 LED 小间距及 LED 照明应用解决

方案提供商”，和利亚德的“LED 显示和照明工程领域的引领者”定位，牛叉高度差不多。

②正巧，几天前，美国启动了针对中国显示屏行业的“337”调查，涉及中国显示屏企业有：艾比森、奥拓电子、雷曼光电、三思电子、洲明科技、元亨光电、利亚德、联健光电等多家——所谓 337 调查，简单理解就是美国针对某行业中的部分强势企业，调查它们向美国出口的产品，有没有侵犯美国知识产权的行为或其他不公平的竞争行为。

这份名单，给我们提供了一个寻找竞争对手的指引。老唐一一打开这些公司的网站，发现除三思电子和元亨光电以外，其他公司均已上市。随便打开几家的网站，会发现一些很有趣的表述，我摘两家：联建光电：2017 年中，联建光电全球首发 0.8 毫米间距产品，再次打破了小间距 LED 工艺技术的极限限制，使得公司产品持续引领全球小间距 LED 显示浪潮。

雷曼光电：雷曼光电近日已经研发出第三代 COB 小间距 LED 显示面板，并将于 2018 年上半年实现量产出货。 COB 小间距 LED 显示屏技术是新一代高清 LED 显示技术，其像素间距在 2mm 至 0.5mm 之间，是 LED 小间距高清显示的未来……雷曼光电是中国 A 股市场第一家上市的高科技 LED 显示屏公司，拥有 LED 封装技术和 LED 显示屏技术的专利及工艺技术的长期积累。COB 小间距 LED 显示技术结合了先进 LED 集成封装技术和 LED 智能显示控制技术及一系列工艺突破，属于雷曼光电的自主知识产权。

③再比如，通过搜索“LED 显示屏品牌”，我找到慧聪网每年举办的 LED 显示屏行业品牌榜。上榜 LED 企业非常多，利亚德及领军人物董事长李军多年上榜，但地位并非固若金汤，比如该榜评选的 2016 年 LED 显示屏十强品牌榜单之最具价值品牌 TOP3 是：深圳市艾比森光电股份有限公司、利亚德光电股份有限公司、北京恒冠江南科技有限公司。2017 年 TOP3 则是：深圳市联建光电股份有限公司、深圳市洲明科技股份有限公司、深圳市艾比森光电股份有限公司。

注意，老唐并非说这个榜单权威，或者利亚德地位下降，而是说我们可以通过上述观察，哪怕是一名 LED 技术纯白，也应该可以大致知道，LED 及小间距技术并非什么高精尖技术，也非利亚德独家垄断，市场有多家竞争，且各有所长。以营收规模看，利亚德确实是竞争中的佼佼者，但原因并非技术领先。

实际上，这个技术非强项的结论，我们还可以通过财报的高管履历来侧面观察。阅读利亚德财报 146~149 页高管简介，可以了解到公司创始人李军，1964 年 12 月出生，1987 年 7 月至 1991 年 12 月任教于中央财经大学；1991 年 12 月至 1994 年 11 月任蓝通新技术产业（集团）有限公司董事、副总裁；1995 年 8 月创立了利亚德。

从这个简单的介绍，我们可以看出，创始人 23 岁在中央财经大学任教，可以肯定非技术背景人才（因为通过中央财大的网站查询其科系设置，没有与显示屏或 LED 相关的科系，甚至没有任何工业技术类的科系）。

网上搜索蓝通新技术产业（集团）有限公司，发现是北京海淀区蓝图经济技术开发部和香港一家投资公司合资，于 1993 年 12 月 3 日成立的中港合资企业。既然李军董事长的履历写的是在成立前一年多就任职于该公司，估计是参与了前期合资和筹建工作，这个比较符合财大老师的专长范围。

这家蓝通新技术公司，当时从事的业务应该就是显示屏业务。因为在这家企业的生命期内（现已被吊销执照）就投资成立过一家公司，叫做“杭州蓝通显示屏有限公司”。

在蓝通新技术成立后的不到两年时间里，李军董事长就离开了蓝通，于 1995 年 8 月 21 日创建了同样以显示屏为主要经营范围的北京利亚德电子科技有限公司，它就是今天的上市公司利亚德的前身。1995 年

注册成立的时候，是美国独资企业，定位是开发、设计、制造、销售和安装服务为一体的专业 LED 显示产品供应商。

今天，我们已经知道，北京利亚德电子科技公司改制时，李军本人持有 75.5%的股份，剩下的 24.5%由 9 名自然人持有，其中 4 位至今还是利亚德高管。这可以反证当时的美国独资可能只是个获取某些税收及政策优惠的幌子（甚至估计蓝通的中港合资也是同样情况），这个没有研究价值，不提。

今天利亚德有五位副总经理，排名前三位的都来自蓝通。排名第一的副总谭连起，现年 55 岁，是原蓝通的营销中心总经理，1998 年加入利亚德；排名第二的副总袁波，现年 47 岁，原蓝通沈阳分公司经理，1995 年加入利亚德，任市场部总经理兼总裁助理；排名第三的副总刘海一，现年 48 岁，原蓝通重大项目部销售经理，1996 年 6 月加入利亚德，任销售经理。

注意，董事长李军及目前排名前三的副总，全部非技术出身。三位副总的特长均在销售和市场范围。不是原蓝通出身的副总卢长军，排名第四，现年 45 岁，本科学历，1996 年加入利亚德，任研发项目经理，这显然是利亚德的技术人才。

但是，请注意，卢长军 2007 年 2 月离开利亚德，加入一家生产门禁卡、水卡、收费卡之类的 IC 卡制造公司北京天润科技有限公司。这个跳槽经历，我认为可以证明卢长军本人的技术特长并非和 LED 相关，顶多是和制造、封装之类的工艺相关。

一年后，因某种因素，卢长军重新回到利亚德，担任技术总监至今（现在是副总兼技术总监）。这是利亚德自成立以来到 2016 年 4 月，公司内部最高级别的技术大拿。

2016 年 4 月，公司终于招来了一位与光电技术沾边的人才：最后一位副总经理姜毅，45 岁，硕士学历。1993 年 9 月至 1998 年 4 月任中国南方工业集团公司光电技术工程师(20~25 岁期间);1998 年 5 月~2002 年 8 月，参与创建一家数据系统公司并负责公司运营和项目管理；

2002 年 9 月至 2004 年 8 月，读了个管理学硕士学位；2004 年 9 月至 2011 年 12 月，先后任法国拉法基集团中国区担任整合项目负责人及拉法基集团管控和风险控制项目负责人（拉法基集团，世界著名的水泥生产商）；2012 年 1 月跳槽到中国自动化集团公司任运营副总裁；2016 年 4 月加入利亚德，任首席运营官。

以姜毅先生的履历看，顶多算是略懂光电技术，其主要经验值来自拉法基集团的项目整合和风险管控，擅长的领域在并购管理和风险控制上，更像是利亚德为资本运作招来的人才，只是恰好在 20 年有过一小段光电技术从业经历。

挖这么多东西，绝非八卦，而是想说明一个问题，这不是一个以技术见长的公司，无论公司怎么宣传技术领先，我们应该清楚的看到，公司整个管理层里没有懂 LED 技术的高端人才，或者换句话说懂 LED 技术的专业人才在公司的地位并不高。

同时，以公司固定资产里面披露的公司机器设备价值来看，也可以佐证公司并非以技术见长。如果是技术性的制造企业，通常而言，应该有较多高精尖生产设备，价值应该比较高。但是按照公司财报 237 页披露的机器设备价值来看，公司拥有的机器设备总价值还不到 3 亿，其中有 9600 万是 2017 年才购置或者并购而来。

而且，这些机器设备的公允价值甚至可能还没有这么高，比如财报披露，公司几乎没有银行的长期借款。短期借款有 19 亿，其中一笔是用 10.1 亿元的存单抵押借贷，其他大部分是董事长李军用自己持有的

利亚德股票来做抵押或者担保的。仅有一笔与机器设备相关的贷款，是公司下属的深圳子公司从银行贷款113万，除提供担保人以外，银行还要求该公司提供了账面价值595万的机器设备质押担保，这个信息也可以从侧面佐证这些机器设备的市场价值是偏低的。

营收六十多亿的高科技企业，不仅核心管理层里没有高技术背景人才，公司拥有的机器设备仅不到3亿元，这些迹象应该可以说明利亚德并非一家偏重技术的公司。那么，利亚德的高速成长又来自哪里呢？请继续阅读《利亚德印象（下）》

第384篇.　　2018.4.2-利亚德印象（下）

原创　2018-04-02　唐朝　唐书房

上一篇谈到了利亚德上市以来高速增长，原因并非技术领先。那么，带来高速增长的推动力究竟是什么呢？

让我们回到利亚德上市之初的介绍，看招股说明书对公司及行业发展的研判。招股说明书99页~103页，这样展望公司的地位及行业发展前景：

本公司的业务领域为 LED 应用领域，其上游产业为 LED 外延片、芯片制造和 LED 器件封装。

（1）LED 芯片市场增长迅速，国产化率已有明显提升。

（2）我国已经成为全球 LED 封装基地之一，一些企业封装水平已经接近国外先进水平。

LED 芯片、封装市场的快速发展及相关产品性能的持续提升，对 LED 应用行业将产生积极的促进作用，在拓宽 LED 应用领域的同时也会降低 LED 应用产品的成本。

本公司所在 LED 应用领域的下游行业涉及面较广。随着 LED 应用产品的不断发展和成熟，LED 应用产品在下游行业的渗透率不断提高，并不断拓展新的应用领域，成为推动 LED 应用市场近年来快速增长的主要原因。

（八）行业发展前景

2009 年 9 月，国家发改委、工信部和科技部等六部委联合制定的《半导体照明节能产业发展意见》提出，到 2015 年，我国半导体照明节能产业产值年均增长率在 30%左右。目前，我国已经成为全球发展最快的 LED 应用市场之一，根据来自中国光学光电子行业协会的相关预测数据，2011-2015 年国内 LED 应用产品市场增速在 40%-50%。

LED 显示屏市场发展前景

LED 显示屏是 LED 应用较为成熟的领域，全球 LED 显示屏市场目前仍处于一个高速增长的阶段，全球市场容量每年保持 15%以上的增速，根据台湾拓扑产业研究所 TRI 的统计和预测数据，LED 显示屏所用 LED 器件封装产值年增长率保持在 30%以上。

根据《国家发改委半导体照明十二五规划研究——显示屏应用市场专题报告》，预计未来 3 年内国内 LED 显示屏市场规模仍将保持 20%以上的增长速度；预计未来 3 年内国内 LED 全彩显示屏市场规模将平均保持 30%以上的增长速度。

LED 照明市场发展前景

我国将半导体照明列入“十一五”、“十二五”重大科技领域，启动

了“国家半导体照明工程”，半导体照明已经成为国家战略性新兴产业。

近几年，国内 LED 景观装饰照明市场发展迅速，占 LED 应用产品市场份额的 23%，LED 已经成为装饰照明的主力光源。未来，LED 景观装饰照明产品将进入更多城市、应用于更多领域，持续为行业发展提供动力。

LED 普通照明领域被公认为是最具市场前景的 LED 应用领域，最终将完全替代白炽灯、荧光灯等传统照明光源。但目前来看，受限于 LED 成本和发光效率，LED 进入普通照明领域正处于起步阶段。预计 2012 年，LED 照明产品将开始逐步进入国内普通照明领域，其中高档酒店、写字楼照明、医院照明等将成为突破口。

看明白了。简单的说，在利亚德上市之初，公司已经看见了由于技术进步和政策推进，这个行业将会高速增长，同时，公司也确实抓住了这个行业高速增长的机会，从一个年销售 5 亿多的企业，六年时间里成长为年销售六十多亿的企业。

那么，今天，行业还在这个高速成长范围内吗？

以公司 2017 年度财报 14 页的表述：智能显示业务的 LED 显示屏是较为成熟的产品和市场；液晶大屏拼墙未来大部分市场将会被小间距电视所替代；具有爆发力的是 LED 小间距电视。

这个结论有清晰的数据支撑，在财报 23 页最下面的表格里，我们可以清晰的看到 2017 年智能显示板块营收增长近 8 亿，几乎全部为小间距电视带来的。LED 显示屏负增长；液晶大屏拼墙反倒勉强有几千万的增长。但依据公司的估计，液晶拼墙是即将被替代的产品，这种增长只能归为个案偶发因素。

因而，公司这样表述小间距电视的重要性，财报说“小间距高增长是集团发展的根基。小间距电视是集团发展的业绩支撑”。然而，同样是利亚德财报的表述，让人不得不担心这个根基和业绩支撑的脆弱性。

财报 24 页表述“利亚德的小间距电视全球市场占有率仍保持在 40~50%。且境内市场占有率可达 50%以上”，以这个阐述看，小间距全球市场的规模总量似乎也不大。是否正因为市场规模很小，才没有引起世界 LED 巨头的窥觑？

同时，财报 23 页表格的数据，2017 年 LED 小间距电视的直销增速仅有不到 15%，已经显示疲态。只是由于“2017 年，公司开始大规模挑选优质合作伙伴，形成了 200 多家境内渠道合作伙伴，新签订订单 5 亿元，同比增长 400%。同时，收购美国平达后，使用美国平达的销售渠道，新签订 4 亿元的小间距电视订单”，致使小间距增长了七八个亿。

渠道订单有没有压货的可能，是否可以持续？我觉着这是利亚德投资人应该要去关注和思考的问题——注意，老唐没有说是压货或者不可持续，而是说作为利亚德的投资人，应该去关注和思考压货可能及可持续问题。

（对于长文，插广告休息和另外分一篇，哪种阅读体验好些？）

夜游两个字，在 2015 年的财报里一字未提，它实际来源于 2014 年收购深圳金达照明，在 2014 和 2015 年，它被归为智能照明。在 2016 年公司，这部分业务营收已经超过 8 亿的时候，公司才将它单独列出，并从照明提升到夜游经济的概念。

2017 年，夜游经济再次翻倍，营收超过 17 亿。按照公司财报的预计，2017 年，城市亮化进入爆发期，截止目前，全国已经有 10~20%的城市亮化已经投资，预计城市亮化将持续 5 年以上。这个 5 年以上的推测，估计是根据已经有 10%~20%投入，然后每年还有 10%~20%的城市进行亮化拍脑袋出来的。

城市亮化，谁都喜欢，且现在电力没那么紧张了，人们对美好生活的向往，也支持各地政府搞亮化工程。以常理推测，城市亮化的技术要求，可高可低。高可以上升到艺术的境界，可以把世上最美最尖端的灯光设计搬到城市里去。低，随便找几个电工也可以搞定，无外乎就是牵线安灯而已。亮化水准是高是低，要取决于政府有没有这笔闲钱。

正因为随便什么公司都能做（当然，还是有些资质门槛的），而做到什么程度要取决于政府的腰包，所以，这部分项目现金流明显不好。按照公司财报 22 页披露的经营性现金流数据看，夜游经济 2016 年 8 亿营收，现金流为-0.39 亿，2017 年超过 17 亿营收，现金流 0.28 亿，两年做了 25 亿工程，拿到的净现金为-0.11 亿，赚到的是欠条 4.6 亿。按照公司 2017 年 9 月 21 日公司披露的投资者调研活动里的回答，公司的夜游业务，大致是半年做完、确认收入，钱大约两年左右收到。

实际上，公司整体的经营现金流情况也不理想，按照财报 293 也披露的现金流量表补充资料数据，当年有经营现金流净额 7.78 亿，但是就在这个数据的上一行，就是另一个数据“应付增加 8.46 亿”，也就是说利亚德是靠多拖了上游供应商 8.46 亿货款，才得以获取 7.78 亿经营现金流净额的，弦崩的还是比较紧的。

当然，绝大多数政府欠款，收回来的概率还是很大的，这里要强调的不是坏账风险，而是因为夜游经济资金占用，公司的资金需求会很大。

出于竞争的需求，众多竞争参与者甚至可能采用 PPP 模式抢合同——所谓 PPP 模式，简单的理解，就是经政府同意后，由公司出钱设计和施工城市亮化或美化工程，然后政府每年按一定比例付费或者给予公司某种经营收费的权利。在付费或经营到约定年份后，工程移交给政府。

通过 PPP 模式，帮助政府在不出钱的情况下，亮化或美化城市，做出政绩。这个政府官员当然喜欢，但公司就承担了资金压力甚至是经营压力，最终盈利如何，会受到多种因素影响，不确定较高。

2018 年，夜游经济部分，按照年报披露数据算，已经至少有超过 17 亿的订单在手，全年高增长几乎是确定的事情。唯一的问题是，地主家也没有余粮，面对着要垫付两年的款项，甚至 ppp 模式下更长久的垫款时间周期，夜游的高增长，会给公司带来很大的融资压力。

至于文旅新业态这部分，按照利亚德董事长的描述“文旅新业态大有星火燎原之势，项目遍地开花结果，文化旅游新业态的春天来了”。但这部分，很坦率地说，老唐不看好。

该领域的榜样是宋城演艺，刚好老唐看过。宋城作为运营声光秀、主题秀以及文化旅游的鼻祖和老大，也只敢在热点景区附近建设“千古情”项目，以求游客到热点景区的时候，“顺便”去看一场声光秀或者文化演出。

它的观众来源多是一次性的。比如我到丽江看过“丽江千古情”之后，一般来说短期内不会再去丽江，甚至即便再去了丽江，也几乎不可能重复观看丽江千古情演出。宋城是依赖知名景区不断吸引来的新游客的首次观看来赚取收入和利润的。

而利亚德的打算，是在城市里投入这样的声光秀。如果不是旅游热点城市，仅仅依赖本地人作为主体，免费的街景有吸引力，收费的秀恐怕困难重重。作为秀场老大的宋城，在上海投入的城市秀《上海都魅》、《紫磨坊》，也只是对城市演艺的探索，筹备多年，精心打磨，迄今还没有开业。

利亚德对于如何运营一个秀场或者文旅业态，并无经验积累。毕竟过去公司的主业是显示屏和灯光设计，这和运营一个旅游项目或者一场演艺，中间还有颇多缺环。而这些文旅项目，现在似乎也主要是以 PPP

形式进入的（我发现现在的城市主政者都猴精猴精的）。

例如利亚德目前已经按照 PPP 模式运营的贵州茅台镇亮化工程和成都江安河水韵天府项目。按照财报披露，茅台项目自 2017 年 9 月试运行，当年的运营结果是亏损。江安河项目没谈盈亏，但依照「成都“水韵天府”开街后招商完成率　70%，　演出三次均满座，演出结束观众通过问卷调查反馈很精彩」的表述揣摩，似乎暂时也处于亏损阶段。

正是夜游和文旅新业态的应收账款问题甚至是 ppp 垫款问题，导致了公司资金链一直崩的很紧。利亚德 2012 年上市发行新股融资 4 个亿以后，2014 年 5 月和 7 月非公开增发两次合计融资 2.2 亿，2015 年 9 月非公开增发融资 7.2 亿，2016 年 1 月和 8 月非公开增发两次合计融资 17.4 亿，2016 年发债券融资 9 亿，2018 年 1 月非公开增发融资 12.2 亿，上市以来公司从市场债权融资 9 亿，股权融资约 43 亿，但反馈给这些股权持有者的现金分红累计不到两亿（含 2017 年）。

依照公司目前对夜游经济的重视，未来公司的资金饥渴症依然很紧迫，毕竟城市亮化这种事情，哪个城市被搞定了，数年之内就很难再重新再做。因此，这块肉就是个一锤子买卖，谁抢下来就是谁的，要想抢，资本是重要筹码。

恐怕也正是因为此，董事长才会在财报的开始就颇有煽动力地吟诗一首，展示公司的美好前景，并直接号召“各位投资者朋友，您可能错过了海康威视从四百亿到四千亿的投资，我希望您别错过第二个海康及利亚德从三百多亿到数千亿市值的历史机遇!”——这个违规不？回头可别招来交易所谴责哦！公司财报及公司的业绩说明会上的讲话，非常明显地展现了公司的市值管理倾向，明显是为了继续融资做着铺垫。

或许就是因为市值管理的需要，公司的财报数据含水量略高。举几个例子，以应收账款的计提比例来看，利亚德计提坏账比例与同行相比偏低，随便提溜几家来对比

账龄	利亚德	洲明科技	奥拓电子	艾比森
1 年以内	3%	5%	5%	5%
1 至 2 年	10%	10%	10%	20%
2 至 3 年	20%	20%	30%	50%
3 至 4 年	30%	40%	50%	100%
4 至 5 年	50%	80%	50%	100%
5 年以上	100%	100%	100%	100%

唐书房

对于其他应收款和存货的计提比例上，利亚德同样存在和同行相比计提比例偏低的问题。就不再分享数据了。

同时，在文章开始提到的所得税费用问题上，2017 年公司税前利润 12.1 亿，但所得税费用仅 45 万。按照财报 290 页注释，是有前期未确认递延所得税资产的可抵扣亏损的影响，造成当期直接少计入 2.82 亿元的所得税费用。

按照财报 331 页的解释，是公司 2017 年收购的美国平达公司实现连续盈利，得以运用以前累积的未抵扣亏损抵消所得税费用造成的。按照财报 58 页披露，美国平达公司当年营业利润 1.6 亿，净利润 3.4 亿，确实是确认了大额的负所得税费用。

然而，按照 2016 年公司财报 60 页的披露，这个美国平达公司 2016 年是盈利 0.94 亿，这个未抵扣亏损不知为何会累计到今年使用？

因为计提比例不足以及所得税费用的影响，对于保守的投资者，建议将公司净利润 12 亿看成 9 亿左右来估算企业价值比较合适（这样去建议保守投资者，不算诽谤公司吧？）

最后，做个总结吧。

这个企业最大的财富是这群人。这是一群对市场保持高度敏感，有着强烈事业心的团队。他们扎根于 LED 行业，并以灵敏的嗅觉，不断地依赖原有基础，扩展自己的王国领地。

按照公司业绩发布会及财报展示，公司拥有着强大的愿景，正一步步朝着金融+文化科技大平台的战略目标前进。



由于小间距国内及国外市场的推广，以及夜游经济在手订单，预计公司 2018 年实现财报 60 页预计的 90~100 亿营收，问题不大。财报预计的 16~20 亿净利润，估计只能偏下沿。毕竟如果扣除递延所得税的影响，今年的净利率也就约 15%。

而无论小间距或是夜游乃至文旅，都是竞争激烈的蓝海，规模做大的同时，将净利润率提高到 20%以上，应该是非常困难的事情。按照 100 亿营收，16 亿净利润估计，概率较大。

不过，伴随企业营收规模的做大，利亚德资金压力也会越来越大，生意模式决定了经营现金流始终偏紧，企业未来依然会经常性地启动大规模融资。未来的业绩，会受到 PPP 项目运营情况的较大影响。

最后，对于这种现金流比较紧张，未来变数较多的企业，即便有高成长，也不是适合我的菜。

补充说明，关于公司大额商誉问题，我个人认为问题不大。毕竟这些收购对象截止目前都是超额完成承诺利润目标状况，经营情况良好，没有任何减值预期。另外还有一些无关痛痒的小问题，价值不大，就不在这儿聊了。

再次申明，老唐仅仅接触这家企业两三天，所有信息均来自公开资料，由于个人水平问题，一定有理解不妥的地方，还希望利亚德股东谅解及指教。谢谢。

文字_2018-04-04

唐书房 *2018-04-04*

抱歉，大清早的要说件不太愉快的事：老唐从来不接什么收费代看财报的生意，过去没有，现在没有，未来也不会有。 请某些朋友不要发付费、打赏、奖金之类的承诺来要求购买代看财报服务，老唐将此类留言视为一种侮辱。 之所以有代看利亚德一事，纯属因对方是一位身负残疾的长者，一时同情答应下的。答应了，履约了，事情就完了。老唐对利亚德没有兴趣，不会做进一步研究。 无论十倍百倍，看好的朋友自己赚就好，老唐没有购买打算，请不要用弱智的阴谋论来猜测《利亚德印象》一文的所谓目的。 谢谢。对本推送包含的负面情绪，老唐表示深深的歉意，还望见谅[抱拳]

唐朝文集

(唐书房微信文章合集)

第385篇.　　2018.4.8-看民生银行的全面溃退

原创　2018-04-08　唐朝　唐书房

很多朋友都希望我聊聊银行股，尤其是老唐不小心暴露了打印的招商民生财报后，这种留言就更多了。

其实在《手把手教你读财报 2——18 节课看透银行业》一书的第 231 页到 248 页之间，老唐已经谈过了自己看银行股习惯注意的重要指标。只要按着这个走，大体上看明白一份银行财报还是不难的。

今天老唐就按照书上流程，来聊聊招商和民生这两只老唐持有的银行股年报。先提醒，一说金融类个股，铁定有很多术语。不懂术语概念的朋友，请自己翻手 2，本文不解释基础概念。

在《手 2》第 17 课里，老唐写到：如果不是以写研报为生，老唐建议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。今天，咱们就先从经营效益说起开始。

书中写到：在经营效益问题上，老唐习惯从营收收入开始看，重点关注收入结构、资产利润率和净利息收益率三大块……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。

先统计这几个指标，得出一个轮廓性的表格（单位亿元）：

	营收	增速	净利息收入占比	成本收入比
招商	2209	5.33%	65.57%	30.23%
民生	1443	-7%	59.99%	31.72%

唐书房

这个关于轮廓，让我们先摆在这里，有个直观印象即可。净利息收入比和中间收入比只用记录一个即可。接下来看以资产利润率（ROA）和净利息收益率（净息差）为核心的收益率相关数据

	总资产	同比	归母净利	平均 ROA	净息差	净利差
招商	62976	5.98%	702	1.15%	2.43%	2.29%
民生	59021	0.11%	498	0.86%	1.50%	1.35%

唐书房

这张表的数据，无论你是否理解银行业，都应该能看出明显的问题：首先，2017 年小招总资产增速高于小民，两家的总资产规模从 2016 年的仅 0.8%的差距（59422　VS　58959），稍微扩大至 6.7%，但总体来说，规模差距并不大。然而，净利润差距却非常大，也就意味着两家银行以几乎差不多的资产总额，给股东赚来的利润却有着巨大的差距。差距是什么造成的呢？后面三列表格给了我们答案，平均总资产收益率差异巨大，净息差和净利差差异巨大。

同样的生意，一个人比另一个赚的多，无外乎两个原因，要么卖价高，要么进价低。银行业也不例外，小招的收益率高那么多，究竟是卖价高造成的，还是进价低造成的呢？我们继续统计两家银行的利息收入

和利息支出，得出下表：

	利息收入	收益率	利息支出	成本率
招商	2420	4.06%	972	1.77%
民生	2309	4.01%	1444	2.66%

这数据一目了然，两家银行的收入相差不大，收益率差异也很小——这符合银行业的经营特点，卖的是“钱”，一种无差别商品。两家银行收益率的主要差异来自成本方面，也就是说，小民的进货（借钱）成本，比小招高出约 50%（2.66/1.77），直接导致增加了数百亿支出，从而在利润数据上产生了巨大的差别。

那么同样是借钱，凭什么小民借钱的成本就要高那么多呢，难道小民长得丑些，鼻毛出窍？我们继续分析他俩负债结构的区别。

银行负债的来源，概括一下主要是吸收存款、同业拆借、发债借款、跟央妈借四种，我们先看小招和小民借款对象的差异（注：表中数额均为全年平均余额，不是 12 月 31 日余额，统计时是四种分开统计，此处已知结果，所以将后三类合并，以方便阅读）。

	招商 2017	招商 2016	民生 2017	民生 2016
负债总额	54915	49723	54253	48134
存款余额	39655	36197	29701	28790
存款成本	1.27%	1.27%	1.76%	1.78%
后三类余额	15260	13526	24552	19344
后三类成本	3.07%	2.58%	3.75%	3%
存款/负债总额	72.2%	72.8%	54.7%	59.8%
负债平均成本	1.77%	1.63%	2.66%	2.27%

通过这张表，我们发现，小招借的钱有 72.2%是储户存款，平均成本只有 1.27%，而小民吸引的储户存款只占负债总额的 54.7%，且平均成本 1.76%要比小招高的多。正因为小民吸引储户的能力差一些，所以他就不得不在需要用钱的时候，跟市场同行、款爷以及央妈借。这些家伙显然比储户们精的多，借出来的钱贵好多。2017 年小民有高达 45.3%的款项，就是这样借来的，给的利率 3.75%，比给储户的两倍还要多。

而且很显然，这帮精明鬼的特点是你越是没钱，越不容易从他们手上借到钱，典型的嫌贫爱富、趁火打劫。比如手头比较宽裕的小招，跟他们借钱的成本 3.07%，就比小民的 3.75%低的多。

不要小看了小民多给的 0.68%，那可是多给了 167 亿人民币出去。换成百元大钞超过 190 吨，20 吨大

东风也得八九辆才拖的完，痛的我啊，在床上翻了四个半跟头才止住。

小民负债成本 2.66%，比小招的 1.77%，高出 0.89%（更痛，多给出去 483 亿元，约 555 吨百元大钞），核心原因在存款上，一者是存款占比少（54.7%），只能在市场借贵钱，二者是吸引的存款，成本 1.76%，本身也偏贵（和小招的 1.27%比）。

继续分析他俩的存款。

小招 2016 年平均存款余额 36197 亿，2017 年增加了 3458 亿，增幅约 10%；小民 2017 年平均存款余额仅增加 911 亿，增幅约 3%。如果看 2017 年底的余额（民生报表附注 76 页），会发现小民的存款总额是下降的，从 30822 亿下降为 29663 亿，净流失超过 1100 亿。

流失的主要是定期存款，流失额超过 1700 亿，而且无论是公司定期还是个人定期，都出现净流失。如果我们看小招的报表（附注 86 页），我们会发现小招无论在公司活期，公司定期还是个人活期和个人定期上，均是净增加。

这场景很容易脑补，就是有很多民生的原储户，定期存款到期后就离开民生，搬到别家去了。不仅没有新增存款，老储户也大量流失，所以，民生的存款占比低，不得不到市场去借贵钱。

另一个问题还没解决，同样是存款，为什么小民的存款成本 1.76%，要比小招的 1.27%高那么多呢？小民天生心软，对储户特别厚道吗？继续看数据。

	招商占比	平均成本	民生占比	平均成本
公司定期	28.15%	2.46%	42.74%	2.51%
公司活期	38.92%	0.73%	40.03%	0.90%
个人定期	9.01%	2.06%	10.43%	2.26%
个人活期	23.92%	0.37%	6.16%	0.47%
合计	100%	1.27%	100%	1.76%

唐书房

总体而言，小民在所有类型的存款上，给储户的利率都要比小招高一点点，然而，真正的影响因素不是利率上高的那么一点点，而是小招吸引的存款有约 24%是最低利率的个人活期，而小民该项数据仅有 6%。小招的个人活期存款，占存款总额的比例约 24%，金额高达 9723 亿，平均成本仅 0.37%，相比到市场借钱的成本 3.07%，仅此一项小招就节省超过 260 亿。

那么，小招为何能吸引到更多的个人活期，未来还能保持这个优势吗？这个话题属于那种谁都可以出来讲两句的定性内容，财报只是提示这个思考角度，不能提供标准答案，本篇不聊它。

好，看完负债部分，我们看两家的收入来源。小招生息资产平均余额 59666 亿，其中贷款 35085 亿，占比 58.8%，贷款的平均收益率为 4.81%；小民生息资产 57545 亿，其中贷款 26907 亿，占比 46.8%，贷款平均收益率 4.70%。

	招商	收益率	民生	收益率
生息资产	59666	4.06%	57545	4.01%
贷款	35085	4.81%	26907	4.70%
投资	14324	3.63%	21293	3.71%
存央行	5666	1.53%	4391	1.56%
存放同业	4591	2.71%	4954	3.75%
贷款/生息	58.8%		46.8%	唐书房

从这张表里，我们看到，其实小民在贷款以外的其他领域，收益率都是高于小招的。然而战术的勤奋不能掩盖战略的遗憾，在低收益的资产上配置了过重的资源，再怎么努力，结果也不理想。更关键的是，民生十年来首次在贷款收益率上也输了。



早在 2014 年 2 月 22 日，老唐曾在雪球发帖这样评价自己持有的招行和民生：招行，在 70、80 后心智中，树立了良好的形象。他们钱少的时候，在招行。待到钱多时，离开招行变得很麻烦，需要很大的利益诱惑才值得动手。所以，招行在笼络近 20 年的主力金主方面，有优势。

民生，后娘养的，银行业里唯一成气候的私企。根子上有危机意识，有吃苦意识，愿意在国企嫌麻烦的领域里去拼缝。也因此，在寻找愿意接受高价的借贷者方面，占有优势。算个嘴勤腿勤的皮条客。

2017 年，小民首次在贷款收益率上被招商超过，在寻找愿意接受高价的借贷者方面的优势，也丧失了。原来的小民是高来高去，折腾到今天，成了高来低去。反倒是原本低来低去的小招，开始向低来高去的方向进步了。

那么，目前两家银行在贷款方面的差距主要体现在哪里？我们看贷款结构表（单位亿元）

	招商贷款	收益率	民生贷款	收益率	招/民比	差额
对公	17798	3.88%	16985	4.53%	105%	813
对私	17853	5.81%	11058	4.98%	161%	6795
合计	35651	4.81%	28043	4.70%	127%	7608

以两家银行的贷款结构看，对公贷款（含票据贴现）在数量上差距不大，小民在收益率上依然领先（这个含水量较高，后文会说），主要差距集中在对私贷款上，招行不仅数额远远领先，利率也高出不少——所以，做招行的股东是幸福的，但做用户嘛，就呵呵了。在对私贷款上，两家银行的差距又主要在哪里呢？继续看数据

	小微企业	住房贷款	信用卡	其他	合计
招商	3127	8334	4914	1478	17853
民生	3733	3510	2940	876	11058

很明显，小民主要在住房贷款和信用卡方面大大落后于小招。那么，为什么小民除了在吸收存款方面落后，在对私贷款方面也大大落后呢？从定性角度上，我们已经知道了这是过去两三年里，高层 dou 争引发的民生银行内部人事动荡造成的。其实，即使我们不知道，如果从成本收入比的数据着手，也能得到近似的结论。

民生财报 118 页提供了民生员工人数。和 2016 年财报对比，员工数减少了 903 人，主要裁撤的是市场人员和技术人员，这两类合计裁撤 1113 人。以全国 42 家分行的数据平均算，每家分行平均有约 26 名市场或技术人员裁撤。

这是民生连续第三年裁人。



与之对比的，是招商 2017 年从 70461 人增加至 72530 人，净增 2069 人。同时，招商的员工薪酬总额也增加 67 亿，而民生是与 2016 年基本持平。在民生财报的 29 页披露，小民 2017 年减少业务及管理费 23.25

亿元。财报附注 91 页显示，这 23.25 亿元主要来自于业务费用减少约 14 亿，办公费用减少约 6 亿。小民 2017 年增加的归母净利 19.7 亿元，完全是通过龟息辟谷大法，尽可能减少活动省出来的。

高速扩张的企业，突然开始不断裁人，而且挤压办公及业务支出，这种大环境下，可以想象到员工的心慌慌状态。民生赖以为傲的狼性和开拓文化，正在消失，现有业务也以守成为主。比如通过财报 35 页，民生的贷款行业分布比例，我们就能发现，各个行业变化比例基本维持不变，做的都是维持熟客的老生意。

以上是关于收入结构的数据。银行以赚资金差价为主，借钱进来，贷款或投资出去，来去之间的差值就是银行的收益。通过上述数据，我们解决了他借多少钱，主要通过什么手段借的，成本几何，拿着这些钱又干些什么，收益如何，哪些方面干的比较好，哪些方面干的不好……等等。了解过这些，即使你没有实地调研，但它过去一年里干事的脉络我们就基本有谱了。

接下来，要看资产质量了。

一堆数据看累了吧？插个广告休息休息头脑……

接下来看资产质量。

关于资产质量，在《手 2》的 241 页，老唐写到：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。

先看资本充足率。资本充足率是强硬的监管指标，主要看看超出监管指标多少，有没有扩张余地，有没有高分红可能等。

	招商高级法	民生	招商权重法
核心资本充足率	12.06%	8.63%	10.01%
一级资本充足率	13.02%	8.88%	10.81%
资本充足率	15.48%	11.85%	12.60

唐书房

这个都比较简单，在《手 2》29 页列的有监管要求，自己一对照就知道了。最后一列，是招商如果按照权重法计算的话，它的各项资本充足率数据。从数值可以看出，招商利用高级法大大节约了资本，具备明显的优势。接下来看不良和拨备。主要涉及指标有不良率、拨备覆盖率、拨贷比、逾期 90 天以上贷款/不良率、贷款迁徙率。先看不良率、拨备覆盖率和拨贷比：

	招商	民生
不良率	1.61%	1.71%
拨备覆盖率	262.11%	155.61%
拨贷比	4.22%	2.66%

唐书房

这几个数据，简单粗暴的理解，可以说如果小民按照小招的拨备覆盖率要求自己，那么小民的 479 亿不良贷款，需要准备 1255 亿拨备，差额 510 亿。如果这样计提，意味着要扣掉小民 510 亿税前利润，对应的净利润及净资产均需要减少约 380 多亿。或者换句话说，如果小招按照小民的要求做，小招可以增加税前利润 611 亿，增加净利润和净资产约 460 亿，净利润同比+13%可以做成+87%。

当然，这是多年积累，放在一年里处理是不合适的。这样对比，只是为了说明不能仅看报表数据，要穿透理解数据背后的逻辑。

不仅如此，小民的不良认定尺度和小招的差距也颇大。这个可以从“不良/逾期 90 天以上贷款”比值上观察。小招的这个数值是 126%，可以理解为不仅所有逾期 90 天以上的贷款均已归为不良贷款，而且还有约 120 亿的逾期 90 天以内甚至没逾期的贷款也被认定为不良贷款，并为其计提了足额拨备。

小民的这个数据，公司不好意思说，没有直接披露，需要自己计算。经过计算，该数值是 73.6%，可以理解为有大量已经逾期 90 天以上不还的贷款，依然还假装是正常贷款对待，没有归为不良贷款——为什么呢？

因为归入不良，就要计提拨备，计提拨备就意味着利润降低，甚至亏损，直接威胁到银监会净资产收益率要求。不仅如此，计提拨备还可能使岌岌可危的各项资本充足率指标进一步降低，以至于威胁到公司的正常业务开展。

小民的不良认定不够严谨，还可以从分行业披露的不良率上观察。一般来说，同一行业的大数据覆盖下，不同银行在该行业的不良率通常差距不大（总额较小，受个案影响的除外）。或许因为公司管理优秀，某些行业会略好，但如果一家普通的银行比业内公认的优秀者不良率还低很多，那就很可能在不良认定上尺度过松。

比如，小招财报的 35 页披露了分行业的不良率。民生又是没有直接披露，但我们可以通过 35 页的贷款余额和 37 页的不良余额自己计算。计算和对比能够发现，某些行业的不良率偏差非常可疑。

比如采矿业，招商银行不良率为 10.68%，民生银行为 1.72%；批发零售业，招商银行不良率为 4.13%，民生银行为 3.17%；制造业，招商银行为 6.53%，民生银行为 3.7%……等等。

再比如，对于应收款项类投资，小民的计提比例也明显大幅低于小招。在民生财报附注 61 页，披露的 9764 亿应收款项类投资，其中包含 7469 亿类贷款的非标资产，当年仅计提拨备 7.7 亿，总的拨备不到 23 亿。拨“贷”比仅 0.23%，即便去掉其中的债券类产品不计，拨“贷”比也仅有 0.3%。与之相比，小招的应收账款类投资 5722 亿，计提拨备 43 亿，拨“贷”比有 0.75%。

就本期计提而言，小民本期计提拨备 342 亿，占贷款余额的 1.22%。一般来说，计提低于 1.5%，可以视为利润注水的特征之一。小招本期计提占贷款余额的比例为 1.81%。

综上所述，当下小民在资产端的优势正在丧失，负债端则呈现差距拉大的态势，人员裁撤，待遇差距拉大，人心浮动，各项业务以守成为主，实际差距比 PE 所体现出来的差距要大。因为小民的 E，是需要脱水处理的，而小招却还藏了很多肉肉，放出来的话能丰满一圈。

不怕不识货，就怕货比货。将小民和小招放在一起对比，实在是对小民很残忍，基本上被全面碾压。

唯一可以说好的一点是，无论是小招还是小民，他们的贷款迁徙率均出现全面下降（数据在招商 18 页及民生 38 页），显示着经济情况的好转，企业还贷能力的上升，这是对全行业的利好。

总体来说，银行和企业相比，算是一个弱周期的行业，银行不需要追求企业好到什么程度，只要不糟糕到付不起利息即可。

「捡烟蒂」还是「合理价格买优秀企业」？这是投资界永远没有答案的争论，老唐也没有终极答案，虽然我现在是越来越倾向于后者。

民生，目前看是一点点的在丧失竞争力，然而，它很贱啊，真的很贱。以 H 股价格计算，仅有约 2150

亿市值，却拥有 3800 亿净资产（含优先股）。

小民当下有 2.8 万亿贷款，即便极度悲观，按照 10%的不良率、所有不良贷款均损失 70%考虑，净损失也不到 2000 亿。当前已有拨备 750 亿，从净资产里再划出来 1300 亿填坑，剩下一个拥有全国牌照、42 家分行的知名银行，干干净净的 2500 亿净资产及全套架构。

这样一个纯净银行，考虑牌照和前期费用，至少值 3000 亿，而当下市值约等于纯净银行 7 折的大优惠。更何况，一直压在小民身上的安邦大石已经解除威胁，我愿意等待小民重振雄风。

当然，我也会继续持有优秀的小招，就当花钱研究「捡烟蒂」和「合理价格买优秀企业」的实战差异了。

但是仍然要说，小招的领头人能看见「唯一可能从根本上改变和颠覆银行商业模式的，是科技」，真的很赞。

而小民当家的，居然想出送股这种馊主意，不知道是哪根筋搭铁了？没钱就不要装阔，取消红股，就卡章程约定的 10%线，分三分钱也挺好。实在要想好听，账上 600 多亿资本公积，你转增也行啊！非要逼小股东缴税，管理层脑袋一定是秀逗了。

老唐同时持有招商 H 股和民生 H 股，而且两只比例基本相当。黑自己的持股，不会被归为为阴谋论吧？嚯嚯……先黑到这儿。

老唐目前持股茅台 44%+，腾讯 18%-，民生 H6%-，招商 H5%-，古井 B6%+，洋河 6%-，双汇 5%+，信立泰 5%-，国投 4%+，海康 3%-。

2018 年收益约为-2%，2014 年 11 月 25 日设立的老唐实盘组合，至今净值 2.88 元，同期实际净值 3.13 元，差额为组合无法录入港股和 B 股造成。

阅读　100000+　（首篇 10 万+文章）

第386篇.　　2018.4.12-雅戈尔魔术师再登台

原创　2018-04-12　唐朝　唐书房

先说件开心的事儿：民生银行的分红方案，在网络一致声讨下，从原来的 10 派 0.3 元送 2 股，修改为 10 派 0.9 元转增 2 股，不用再为红股缴税了——这是小股东的胜利，当然，也要表扬民生管理层的知错就改。

言归正传，说雅戈尔魔术——如果说《利亚德印象》和《看民生银行的全面溃退》是大餐的话，本文只能算一碟小菜：我半小时写完，你三分钟读完的那种。

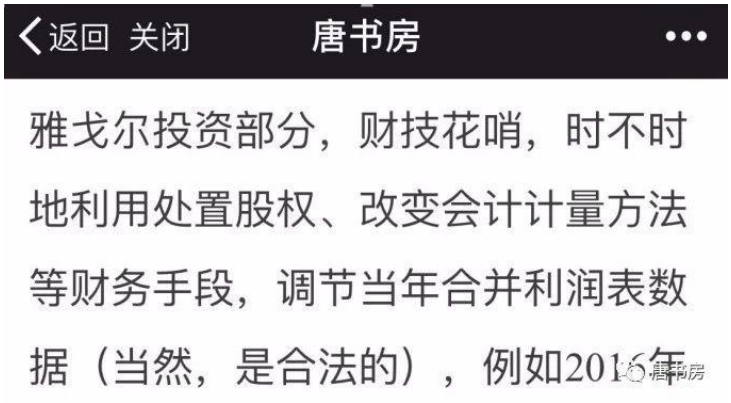
4 月 9 号收盘后，雅戈尔发布一季报预增公告，说因对中信股份持股变更会计核算方法，增加一季度净利润 93 亿。4 月 10 号市场以涨停板回应雅戈尔的利润剧增。

好几位读者后台发信息询问这个究竟是怎么增加的净利润，是否意味着中信和雅戈尔的情况有所好转？因为昨天陪我家领导出门赏花一天，玩到很晚才回家，没时间码字，所以拖到今天来聊聊这个事儿。

雅戈尔是去年六月书房读者点杀投票让老唐看的财报。看财报的结果，得出《生人勿近雅戈尔》上中下三篇，及后续的《生人勿近诞生记》上下篇。

在《生人勿近雅戈尔》三篇里，老唐清晰地给出结论：“当前市值 365 亿，无投资价值，上涨下跌靠博傻赌运气。”十个月过去了，经历涨停板后的今天，雅戈尔市值 323 亿。

在去年六月的文章里，老唐曾这样评价雅戈尔的投资部分：



现在，新故事来了。老唐本篇就继续用一贯简单粗暴的语言，解释一下雅戈尔在中信股份上的会计戏法是怎么玩的。

先看今年 2 月 2 日书房文章《避雷要诀》一文里，老唐分享过的雅戈尔投资中信股票的数据表：

时间	持股数量（万股）	期末市值（万元）
2015 年 6 月 30 日	7780	87612
2015 年 12 月 31 日	145451	1671907
2016 年 6 月 30 日	145451	1402298
2016 年 12 月 31 日	145451	1444178
2017 年 6 月 30 日	145451	1482024
2017 年 12 月 31 日	145451	1371453

然后我们分条阐述这个事儿：

1. 这部分股票，买入成本是 204 亿港元，折合 164 亿人民币，准确数量是 1454513000 股——14 亿 5451 万 3000 股，平均买价约 14 元港币；

2. 买入后归为可供出售金融资产，中信股价的波动值不计入雅戈尔利润表。所以嘛，股价一直跌，公司就一直扛着，2015 年和 2016 年的净利润数据里，一律不记录中信的股价浮亏——2015 年和 2016 年，分别收在 13.72 港币和 11.1 港币，主要亏损产生于 2016 年；

3. 到 2017 年底，中信股价收在 11.28 港币。雅戈尔会计大洗澡，一次性计提计提减值准备 33 亿。这 33 亿，就从 2017 年公司利润表里作为损失扣掉。于是，2017 年度净利润同比降低约 90%（年报还没有发布，暂没有准确数据，公司预告说约-90%）；

4. 到 3 月 29 日，也就是 2018 年 1 季度倒数第 2 个交易日，雅戈尔斥资买入中信股份 1000 股，致使持股比例从 4.999999547%上升为 5.000002985%。

看见这个比例，恐怕傻蛋都能明白公司为什么原来持有 1454513000 股了吧？它就在临界点，公司可进可退，可按需调控财报数据；

5.说到 1000 股，还买多了，浪费钱。以中信 29090262630 股的总股本计算，只需再购买 132 股就够 5%以上了。但可惜香港上市公司的最小买卖单位是公司自己申报，和 A 股的一律以 100 股为最小买卖单位的做法不一样。

中信股份的最小买卖单位申报的是 1000 股，所以雅戈尔公司就没办法买 132 股或 200 股去达到持股 5%以上的要求，因此而多花了约七千元冤枉钱；

6.这 1000 股，估计整的有点匆忙，或者是公司董秘和证代有点紧张，连公告的持股数字也发错了。4 月 9 号披露的 1 季度预增公告里，持股数少打一个 0。公告截图如下：

截至 2018 年 3 月 29 日，公司持有中信股份 145,451,400 股，投资成本 2,036,477.06 万港元，折人民币 1,636,309.31 万元；期末账面值 1,597,056.37 万港元，折人民币 1,283,234.80 万元；所持股份对应的净资产可辨认公允价值为

唐书房

1

突然少掉 13 亿多股，价值超百亿的巨额资产，老唐在雪球翻了翻，居然没看见有雅戈尔股东发现。嚯嚯……

7.那么，买这 1000 股，怎么就增加了 93 亿净利润呢？戏法是这样变的：持股 5%以上，推荐一位非执行董事入董事会，中信就可以在报表上算成雅戈尔的联营公司了。雅戈尔将这 14.54 亿股，从报表的“可供出售金融资产”科目挪出来，放进“长期股权投资”里去；

8.放进长期股权投资后，利润又是怎么变出来的呢？因为中信股份是一个破净股，每股净资产约 18.94 港币，而 3 月 29 日股价只有 10.98 港币。于是按照会计规则，改成长期股权投资后，公司可以按照可辨认净资产公允价值（别怕这个矫情的术语，对中信而言就是账面净资产值）计算长期股权投资的价值；

9.也就是说，在 3 月 29 日那天，作为可供出售金融资产记账的中信股份，其价值按照股价计算，等于 1454514000×10.98=159.7 亿港币，而改成长期股权投资记账的中信股份，其价值就变成按照净资产计算，等于 1454514000×18.94=275.5 亿港币，差额 275.5-159.7=115.8 亿港币，折合人民币约 93 亿，就成了雅戈尔 2018 年 1 季度的利润，而且因为这 93 亿“利润”只是报表游戏，税务局不收税；

——当然，无疑的，若没有新戏法继续玩的话，2019 年 1 季度和 2019 年报几乎确定是同比暴跌。炒预增预盈题材的，现在就可以设个 2019 年 1 季度的日程提醒了，题目不妨写成“高危警报：前方断崖!!”；

10.再举个例子说明：你持有民生银行 H，数量 N 股。3 月 29 日公司净资产假设是 10.1 元/股，而 H 股股价是 7.63 港币（约 6.1 元人民币）收盘。

假设你也可以做个会计变更，那么你的这个变更行为就可以在股价不变的情况下，给自己带来每股 4 元的“净利润”，厉害吧？以后买了破净股，就这么回去给家里领导算账，看领导会赏你一个 Kiss 还是唾你一脸净利润；

11.如果雅戈尔不玩这一手会计变更，今年一季度会是什么样子呢？按照公司预告，一季度如果不计入这 93 亿“利润”，净利润同比下跌 49.27%。即便去年也以扣非盈利为基数，一季度同比也是下跌 44.19%。

在已经暴跌这么多的情况下，净利润腰斩的打击或许是公司和炒家都不愿承受的痛。玩个魔术，一者

可给炒家兴风作浪的概念，毕竟二股东已公告过要在今年 8 月 25 日前继续减持（第三次减持公告了）近半持股数量。没人接手怎么卖？二者或许还可以满足部分小股东的自我欺骗、自我麻醉需求吧！

12. 今后雅戈尔怎么计算有关中信的后续盈亏呢？简单的说，以前维持 5%以下，放在可供出售金融资产里，原本是计划赚股价差的。可惜套牢了（股价浮亏大概 44 亿港币），索性改成长期股权投资——好熟悉的手法，市场小散经常这么“做长线”，好像叫做“炒股炒成股东”，一般号称是做价值投资的，“不赚钱我是不会卖出的”。

变成长投以后，中信的股价涨跌都不再计入雅戈尔的资产和利润了，哪怕跌成 1.98 元也没关系。以后直接将中信股份每年报表净利润的 5%，放进雅戈尔的利润表里就好；

13. 过去几年，中信股份报表净利润大约都是 400 多亿港币，如果能继续维持，就意味着雅戈尔以后可以每年给自己利润表增加 20 多亿港币的投资收益。

至于中信 400 亿净利润有多少是真金白银，有多少是注水肉，未来会越来越多，还是会越来越少，每年 20 多亿港币的净利润，有多少可以真的分到雅戈尔手上？……等等，需要已投资或打算投资雅戈尔的人，自己去读中信财报做研究，老唐不能随便乱说；

14. 如果中信股价万一飚了，涨的超过账面净资产值怎么办？放心，大小李总财技惊人，伏兵已经备好。届时只要卖出去 1000 股以上，让那个非独立董事因个人身体不适回家抱娃，还可以重玩“眼睛一眨，老母鸡变鸭”的戏法；

15. 去年发布的最新会计规则修订版，在可供出售金融资产上有了点小变化。境内外同时上市的企业，从 2018 年元旦开始实施新规则；只在境内上市的企业，从 2019 年元旦开始使用新规则，非上市公司从 2021 年元旦开始使用新规则；

16. 在新规则里，对于上市公司某甲持有其他上市公司的股权，如果不具备重大影响（达不到计入长期股权投资的条件），财政部鼓励公司将其计入“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”，也就是老唐习惯说的“交易性金融资产”。

这个很符合投资者的习惯，某甲持有什么股票，年底直接按照股价波动算盈亏，记录在某甲的利润表里，直接增加或减少某甲的当期净利润即可，清楚明白；

17. 如果某甲一定要将持有的不具有重大影响的其他上市公司的股权计入“以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产”（也就是我们现在叫的可供出售金融资产），那么，以后卖出时，累积的盈亏通通不允许计为利润，直接在净资产里做变动就行了——注意，这是对利润表影响很大的变化。现在的规定，是卖出时核算总盈亏，计入卖出当期的利润表里；

18. 不过，虽然还没有看见细则解释，但以老唐对新规则精神的体会——如果没理解错的话，财政部这招还是防不住雅戈尔这种靠着增持减持，游走在有重大影响和无重大影响之间的报表调节术。雅戈尔依靠股数增减，来重分类金融资产的戏法，还是要靠投资者自己甄别和提防。

说完了，不晕吧？

第387篇.　　2018.4.13-调仓记录

文字_2018-04-13

唐书房 *2018-04-13*

今天继续抛弃小国子，换入 2%的茅台。当前持仓茅台 46%-，腾讯 18%-，民生 H6%-，招商 H5%-，古井 B6%+，洋河 6%-，双汇 5%+，信立泰 4%+，海康 3%-，国投 2%-。最后的 2%国投准备留给企鹅，估计很快也会卖掉了。

在廉价与优质之间，越来越倾向于后者。认错自己的水电投资，持有两投约四年，最终获利仅约 20%~30%。

2018 年内的收益约-2%。2014 年 11 月 25 日建立的老唐实盘组合净值 2.89 元，同期实盘净值 3.13 元，差异因组合无法录入港股和 B 股造成。

个人记录，请勿模仿。

第388篇.　　2018.4.16-从价值发现到知名巨骗……

原创　2018-04-16　唐朝　唐书房

过去三周，书房里连发多篇原创财报分析文章，今天换换口味，介绍一本昨天刚看完的小书。1919 年，美国波士顿。

一个穷途末路的胖子，偶然发现一封从西班牙寄来的信件里，装有一张国际回邮代金券，面值 30 西班牙分。背后写着一句话：在任何国际邮政联盟范围内国家，这张代金券可兑换等值于 25 西班牙分的邮票或其他等价物。

所谓回邮代金券，长这样



它的含义看字面意思就很清晰：我想让你寄东西给我，特附上这张邮票或者代金券，代表我承担邮费的诚意。

这种回邮代金券到处都有，天天都有人看见，但在胖子之前似乎没有人深思这个东西。作为一个有知识储备的人，胖子敏锐地发现了隐藏的商机：在西班牙买下代金券然后到美国兑现，可以获利 10%。而这

个时间只需要 6 周（横跨大西洋的往返时间）。然后，重复，重复，重复，利滚利，吓死背时……

呸，老唐你是不是睡糊涂了？30 分买下来，换成 25 分，明明亏的裤衩都木有啦，哪里有 10%？哈哈，老唐没有睡迷糊，胖子也没异想天开，其中自有诀窍在……

原来，在一战之前，国际间货币兑换是金本位制，各国货币按照各自能兑换多少黄金来折算汇率。比如 A 国政府发行纸币时，承诺 100 元可以随时兑换成 5 克黄金，而 B 国政府发行纸币时承诺 100 元可以随时兑换成 10 克黄金，那么两种纸币的汇率就是 A：B=2：1，简单明了。

这种汇率制度下，黄金在国际间的自由流动，就自动调节了国际间贸易的收支平衡，不会引发贸易顺差或者贸易逆差。然而，1914 年第一次世界大战爆发，欧洲各参战国因为战争需要，大量印刷纸币，导致纸币兑换黄金比例成为空谈。各国要么降低了货币兑换黄金的比例，要么索性禁止黄金兑换和出境。

这种情况下，欧洲不少国家的货币实际已经贬值很厉害了，比如西班牙货币兑美元，已经从 5:1 贬值为 6.66:1，法国从 5:1 贬值成 15:1，意大利更凶悍，从 5:1 贬值为 20:1……

然而，由于邮票代金券这个东东，本身很冷门，关注的人少，国际邮政联盟的官僚们并没有跟随国际货币实际汇率去调整代金券的兑换。于是，当当当当，价值和价格出现了分离，一个套利机会闪亮登场：只要某人带着美元到欧洲，换成当地货币，全部买成回邮代金券，回到美国，在邮局兑换成美元，利润到手。重复重复重复，黄金滚滚而来。

比如带着 1 美元，到西班牙后可以换到 6.66 西班牙币，可以买 22 张回邮代金券（6.66×100/30=22），然后带回美国。按照国际邮政联盟的规定，每张代金券可以兑换 5 美分的邮票或者现金，到手 22×5=110 美分=1.1 美元，利润 10%到手。

而如果选择法国和意大利去买，利润率就高的吓人了。拿着 1.5 美元（150 美分）在意大利可以换成 30 里拉（3000 意大利分），可购买面值 30 分的回邮代金券 100 张。

带回美国，按照每张 5 美分兑换，到手 5 美元，回报率高达 233%。这可是 6 周时间的回报率啊，一年 52 周，能滚成百倍以上!! 年收益过百倍，发财啦发财啦，我左手一个摩托罗拉，右手一个诺基亚……

1919 年，价值投资之父本杰明.格雷厄姆还在证券公司做统计员。由他所创立及发扬光大的价值投资，应该在 25 岁的格雷厄姆脑海中尚未成型。1919 年，沃伦.巴菲特他爹还没有泡上他妈，自然也没他什么事。

至于巴菲特采用类似的方法买股票、兑换咖啡豆，然后去市场卖掉咖啡豆，再买入股票，周而复始——手法和美国胖子 1919 年想到的招数几乎一模一样，只不过发生在 35 年之后。所以，价值投资之父的桂冠，应该让格雷厄姆交出来，由 1919 年的胖子前辈戴上。

可以开始捡钱了吗？慢着。理论计算，需要知识准备，这没有错。但如果一件事好的不像真的，它很可能确实不是真的。夹头胖子可没那么冲动。

鉴于 1919 年没有互联网可供查询行情和交流信息，胖子立刻在西班牙、法国和意大利分别找到一个联系人，给他们各寄一封信，信里都附上 1 美元，请求收信人将这 1 美元在当地兑换货币后，在邮局买成回邮代金券寄回。

几周后，胖子收到了来自三个国家的回邮代金券，拿着它们到波士顿邮局，顺利兑换成美元。调研工作没有遇到任何障碍，捡钱大计可以实施。这个靠着 4 美元完成的调研大计，未来 9 个月时间里，给胖子带来了 1500 万美元——按照通胀折算，大约相当于现在的十几亿美元。

价值投资，分为三步：第一步，把冰箱门拉开，第二步把大象……错了，是第一步，发现价值和价格

的差异；第二步，确认其可行性；第三步，下注。胖子已经完成了前两步，应该下注了。

然而，很可惜，那时的胖子没钱，真的没钱，穷到什么程度呢？坦率说，已经 37 岁的胖子，全部身家凑不出 20 美元。但是，不要怕，只要有靠谱的获利计划，任何时候你都能找到钱，不分时间，不分国度——只要你能让别人相信你的计划。

胖子口沫横飞天花乱坠的一通推销，却因为自身矮穷矬（穷是真的，矮也是真的，胖子身高只有 1 米 59），可信度不够，一直到许下每 90 天 50%的回报，以及给介绍人提取投资额的 10%佣金后，资金开始进来试水了。

所有的投资都提前收到了回报：投资 10 美元，胖子承诺 90 天收到 15 美元，实际上在第 45 天就支付了承诺收益。闻到肉味，金钱开始向疯了一样涌进来。1920 年 1 月，有 18 个人合计投资了 1770 美元，到 1920 年 7 月的时候，已经有 30219 人合计投资了超过 1500 万美元给胖子——金钱永不眠。

这么高回报的项目，这么火爆的投资，势必引起官方注意。相关部门来人调查胖子，询问他怎么赚到钱，这个交易中投资者究竟赚了谁的钱，谁在其中受损了。胖子回答如下：

这件事情里，所有的人都赚钱，无人受损。举个例子，假设法国政府现在需要 1500 万法郎，我以 50%的利息在美国借入 100 万美元，然后换成法郎借给法国。我现在所做的生意就是这个的缩小版。

100 万美元，以 15:1 的汇率计算可以兑换 1500 万法郎，我和法国政府达成协议，法国政府可以用 5000 万张 30 分的国际回邮代金券来抵债。法国政府可以通过邮政联盟来获得这些代金券。

收到代金券之后，我会把它们换成邮票，并以 10%的折扣卖出。至于那些帮我从众人那里筹集资金的人，我支付给他们 10%的佣金。这次交易计算如下:

每张邮票价值 5 美分，5000 万张是 250 万美元，扣除 10%折扣后得到 225 万美元。扣除借款人本金和利息共计 150 万美元，给推销商 10%的佣金 10 万美元，我获得利润 65 万美元。

现在，在国际邮政联盟的账本上，联盟欠美国政府 250 万美元，而法国政府欠联盟 300 万美元。为什么是 300 万美元呢？ 因为法国政府以约定的黄金平价与国际邮政联盟结算这 5000 万张代金券。300 万美元与 250 万美元之间的差额，就是国际邮政联盟获取的利润。

现在，假设法国现在需要归还这笔钱。因为它只收到 100 万美元，而需要支付 300 万美元，这就意味着它可能承受 200 万美元的损失。只要保持 15：1 的汇率，这种损失就不可避免。

如果汇率下降，法国遭受的损失就会减少。直到汇率达到 5 法郎兑换 1 美元的黄金平价约定时，法国将不会有任何损失。但按照一般规律，货币贬值后需要数年时间才能逐步恢复。

法国不能拖欠国际邮政联盟的钱，必须马上支付。最好的办法就是通过发行债券筹集资金，法国政府可以用 3%的利率发行期限为 20 年的债券，总额 300 万美元。20 年里，利息总额是 180 万美元，债券本利支出 480 万美元。

但是，不要忘记，法国政府因为卖给我代金券已经获得了 1500 万法郎，如果法国政府将这 1500 万法郎贷给私企或国企，假设期限为 20 年，年息为 5%，那么 1500 万法郎到时候就会变为 3000 万法郎，也就是 600 万美元。

（备注，胖子在这里按照单利计算的，每年利息 75 万，20 年 1500 万。实际上，按照复利计算的话，5%利率，20 年后本息和是 3980 万法郎）。

这笔钱足以支付 300 万美元的债券以及由此产生的 180 万美元的利息。不仅如此，法国政府还会获得

120 万美元的收入。

你们能看到，公众在我这里投资 100 万美元，六个星期之后他们得到了 150 万美元；我的推销商因为付出了自己的时间和劳动而获得了 10 万美元；国际邮政联盟因提供服务而获得了 50 万美元；

美国邮局卖了 250 万的邮票，肯定会获得了部分利润；不管是公司还是个人，他们在我这里以 10%折扣购买邮票，意味着他们节省了 25 万美元的费用；法国政府获得了 120 万美元的收入；购买债券的法国民众获得了 180 万美元的利息；

获得法国政府 1500 万法郎贷款的公司，获得了资金支持，或许会盈利。不仅如此，在公司获得发展机会后，还会为一部分人提供就业机会，让他们维持生计；还有最后一点，在这次交易过程中，我还获得了 65 万美元的利润。

如果你能告诉我，在这个交易过程中，有谁遭到了损失，我会为你们一人购买一顶斯泰森毡帽。

有关部门人士哑口无言，整个交易中所有人都获利，而且一切都合情合理，胖子的生意得以继续存在——看起来，美帝有关部门比凉城温柔，没直接把胖子跨省。

现在老唐出来揭发，这个“胖子”并不是因 fat 而被称为胖子，是因为他名叫“庞兹”，有史以来知名度最高的骗子：查尔斯.庞兹。我们今天耳熟能详的庞氏骗局（或旁氏骗局），就是因他而命名的。

那么，留个思考题：你现在已经知道庞兹是个骗子，让你穿越回去，你能指出庞兹上述解释的漏洞在哪里吗？如果你是当时的官方人员，你将如何义正言辞地揭穿这个骗子的把戏？或者你是否能够在不搜索的情况下，预测出来庞兹的这个代金券生意为什么没有赚到钱吗？

插个广告休息一下。

严格来说，庞兹是被自己坑了。在市场里搏杀，诈骗就是诈骗，投机就是投机，一定要“不忘初心”。最怕自己骗自己久了，原本是搞投机的，自我洗脑成投资者。

投机者由于某原因来搏股价继续升，一定要定好标准，股价反向走多少，就说明因某原因而动被证明为错。错了就应该赶紧止损撤退，就好比骗子一旦看见事情被曝光，就应该考虑卷款扯乎。然而，有很多讲故事的投机者，却经常在股价出现不利波动时，翻一堆基本面资料给自己壮胆，拷贝一些 F10 数据来证明不怕不怕啦。

一旦有人指出该股存在的基本面问题时，投机者便涨红了脸，额上的青筋条条绽出，争辩道“回调不能算跌……回调！……价值投资的事，能怕跌么？”接连便是难懂的话，什么“PE 很低”，什么“隐藏资产、战略布局”之类，引得众人都哄笑起来，让市场内外充满了快活的空气。

结果，就自己把自己坑了。手头现成就有一个非常好的案例，是老唐 2015 年提醒某 V“投机不丢人，千万不要硬挂价值投资标签，会坑人坑己”的对话截图，可惜涉及到别人的错处，贴出来伤人，那不能干——顺带说一句，老唐看错的公司，不介意随便贴。比如老唐的水电文章，全在书房的“企业分析--水电能源”目录里，一篇不少。谁反思的时候要用反面教材的，随便用，不用顾忌老唐的脸皮

还是说庞兹。庞兹就是这样把自己送进监狱的。在 1920 年 7 月底，挤兑风潮已经开始的时候，庞兹手头还拿着债权人 800 万美元现金（负债 1500 万美元），如果庞兹还知道自己是在从事诈骗这个很有前途的职业，他完全可以卷走这 800 万美元（约等于现在的五六亿美元），在那个没有护照没有身份证的年代，随便改名查尔斯.瘦子，查尔斯.墩子，查尔斯.麻子，回意大利老家或其他任何国家，照样左拥右抱，做个逍遥的富家翁。

然而，庞兹已经被自己反复讲给别人听的故事洗脑了，他认为自己是在帮投资者赚钱。手头的 800 万可以归还 1200 万美元的债务（提前支取不给那 50%的回报），差额只有小小的 300 万——矮穷矬的时候，借 100 美元也算巨款，要欣喜很久，看惯了百万千万，300 万美元也成小小（洒洒水啦）！

这里又要说句题外话了，杠杆害人，也有这个因素在。如同打习惯了百元的麻将，忽然老邻居喊你打个两元的，你发现自己完全无法集中注意力，实在是太无聊，太不值得用心了。你感觉就是放炮也没什么关系，小小洒洒水而已啦。用上杠杆的人，不用就觉得不过瘾，总要尽力从 120%提高到 150%甚至 250%才过瘾，否则就觉得有些钱被浪费掉一样可有人感受过？

庞兹认为，只要自己让投资者见到真金白银，熬过这次挤兑，投资者还会像蝗虫一样蜂拥而入的。而且，庞兹又找到了一条生财之道——很有趣，这方法很天才，就是大量吸收投资者的金钱，导致投资者从银行提走存款交给庞兹，然后将现金集中存在某家银行，使该行放贷资金高度依赖于自己的存款。过段时间后突然集中提取，逼迫银行陷入无法在规定时间内兑付储户存款的局面，从而提出条件：要么低价收购银行股份，要么宣布银行因无法支付存款而停业清算（那时候还没有美联储）。实际上他已经成功收购了一家银行。

这样的考虑之下，庞兹一边敞开兑付所有上门的投资人，甚至连少量内部人伪造的票据都一样兑付（以避免引发官司和负面舆论），一边主动联系检察官、邮政官、会计师和警察等人员，要求公平公开地当面清点自己名下的资产，以向公众证明自己完全有能力兑付所有的债务。

庞兹这样盘算：

虽然我依然掌控着局面，但事实依旧是我没有足够的钱或资产清偿我的债务。虽然除了我自己之外，没有人知道这一点，但好像全世界的人不久之后都会知道。除非……是的！ 除非我在自己的袖筒里面恰好藏有两张百搭牌。

还有一件事情，我没有什么好担心的，我引起的这场挤兑风波其实对我很有利。即便是一天出款 50 万美元，我也有足够的流动资金支撑两个星期。事实上，我每天好像只需要支出那个数额的一半，因此我还能支撑四周而不是两周。另外，如有必要，我还能变卖其他资产再支撑一周。

但是挤兑风潮最有利的一点是，由于那些胆小的投资者没有耐心等到他们的票据到期，所以我可以在不付利息的情况下赎回那些票据。每一次退还给他们本金，我就会节省 50%的利息。

经过粗略的计算，我那时有 1500 万美元的债务，其中 500 万美元是利息。我所有的资产加起来大约有 800 万美元，也就是说我还有 700 万美元的缺口。不过因为那些未到期的票据，我只需要偿还本金，而不需要偿还利息，所以我用 800 万美元就能收回 1200 万美元的票据，我又减少了 400 万美元的债务。

是的，我的确还有 300 万美元的债务。不过，第二张百搭牌能够解决这些债务，它就是汉诺威银行。那时，汉诺威至少有 500 万美元的有价证券以及大量的流动资金，这些钱不属于我，属于这家银行，但我可以拿到它们。

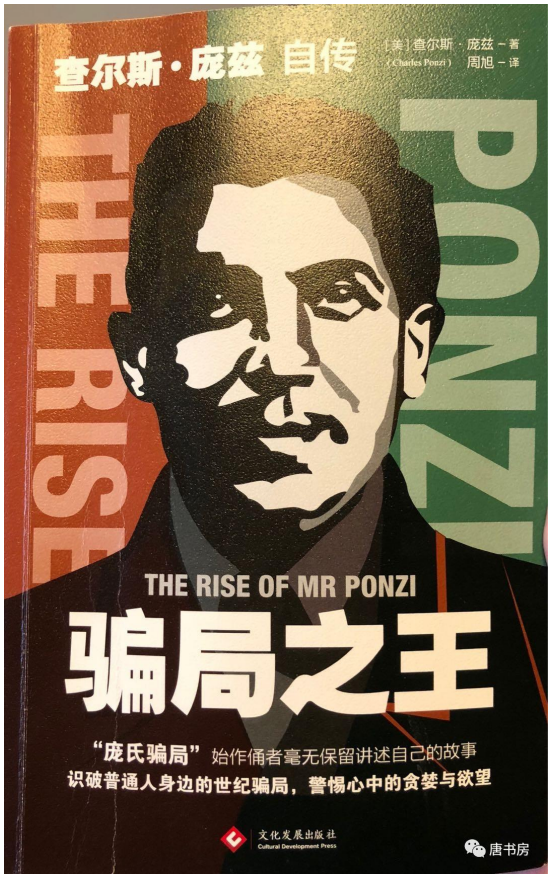
现在，汉诺威位于华盛顿大街和瓦特大街的拐角处，美国检察官的办公室位于德文希尔大街和瓦特大街的拐角处，两者仅距离半个街区。我的计划是在检察官办公室里和那位审计员对账，只要他一准备宣布我的负债情况，我就带着我所有的票据、银行账簿以及其他资产——不管是契约还是股票，来应对他的盘问。

在前往检察官办公室的途中，我会在汉诺威稍作停留，从银行取走足够的有价证券和现金来弥补账目

亏空。整个过程需要一个小时，我会将暂时取走应急的证券和现金放回原处，不会有人发现什么异样。

当然，后来的故事是已知的：庞兹被挤兑的只剩下约 300 万美元资产，外面还有 700 万负债，资不抵债 400 万。1920 年 8 月 11 日被逮捕，11 月 1 日判入狱 9 年。1922 年保释出狱再次诈骗，被加刑，直至 1934 年出狱。1949 年在巴西某慈善堂去世，身无分文。

在整个故事里，究竟是什么阻碍了庞兹年收益百倍的套利计划？明明从一个合理套利开始，怎么又会沦落为巨骗的？他的百搭牌为什么没有救下它的庞大事业？这一切，请阅读《骗局之王：查尔斯.庞兹自传》，作者查尔斯.庞兹



全书用第一人称记录了作者从 1903 年踏上美国国土，到 1920 年 8 月 11 日被捕之间那段大起大落的人生……



注：本文不是广告，没打算勾引你买书。如果你一分钟几百万上下，实在没有闲工夫看书，可又被老唐的问题勾起了好奇心，可随意打赏二五八万（三六九饼也行）后，向后台发送关键词“胖子”提取老唐

的观点——为鼓励独立思考，中午 12 点后才能提取。

省钱秘籍：不打赏，照样可以提答案。。

注：调仓记录：已将最后 2%国投换成企鹅，这下踏实了，安安心心去看书

第389篇.　　2018.4.16-胖子的不归路……

2018-04-16　唐朝　唐书房

胖子讲述的全部受益、无人受损故事里，偷梁换柱，将法国未来莫须有/莫虚无的货币升值收益算进来了。如果币值维持目前情况不动，20 年后 3000 万法郎也只能换到 200 万美元，法国政府依然会损失 280 万美元。

如果法国致力于推动货币升值，那代价要比 280 万大很多。这笔“利润”根本不能算成是胖子创造出来的。正因为此，法国政府根本不会像本案例这样向胖子借钱。

胖子的套利生意之所以没有做下去，就是因为这种方式实际上导致法国或意大利政府借这种必亏的高利贷。因此，这种套利机会只是因为规模的微不足道才被官僚体系遗忘。一旦有较大金额的代金券购买行为，邮政联盟和相关国家等利益受损体立刻就会发现漏洞。

千万美元本金，对应着数以亿计张代金券，全球也没那么多数量提供。所以，事实上，在 3 月份意大利、法国、罗马尼亚等国就直接退出了邮政联盟，美国也宣布不会兑付 1920 年 3 月 31 日以后的回邮代金券。

胖子在天天有大量钱财进来的时候，深刻感受到了金钱带来的满足和自尊。有钱人真好，无论看见什么，都可以一挥手：打包。无论是一件珠宝、一栋大楼还是一间公司，这种感觉向海洛因成瘾一样让人无法摆脱。因此，即便是代金券道路没了，胖子也无法下定决心停止吸收投资，无法下决心宣布生意停止。

而一旦收下部分承诺回报高达 50%的投资款，胖子即便想停下，也无法停了，只能踏上诈骗的不归路。这就是从价值发现到知名巨骗的转换。当然，由于这本书是胖子自己写的，有巨大的自我美化嫌疑。更可能的是从一开始这家伙就不是什么价值发现，而是骗局开张。

在胖子撑着兑付，并准备用汉诺威的证券和现金蒙混过关，试图向检察官证明自己有足够财力偿还所有债务时，一家加拿大的报纸揭露了胖子过去的劣迹。这引发了新一轮挤兑以及汉诺威其他股东和管理人员的警惕。胖子挪用的计划无法实施，从而导致了骗局的最终暴露。

这正如墨菲定律所言“只要有可能出错的地方，就会出错”，“面包片掉下来，总是涂满奶油的那一面着地”，它也提醒我们，无论是投资还是生活，总要给自己留下一些容错空间。过度紧绷的计划，非常容易被糟糕的事情击碎，因为最糟糕的可能，往往在你最紧张它的时候来临。

第390篇.　　2018.4.22-书房送福利

2018-04-22　唐朝　唐书房

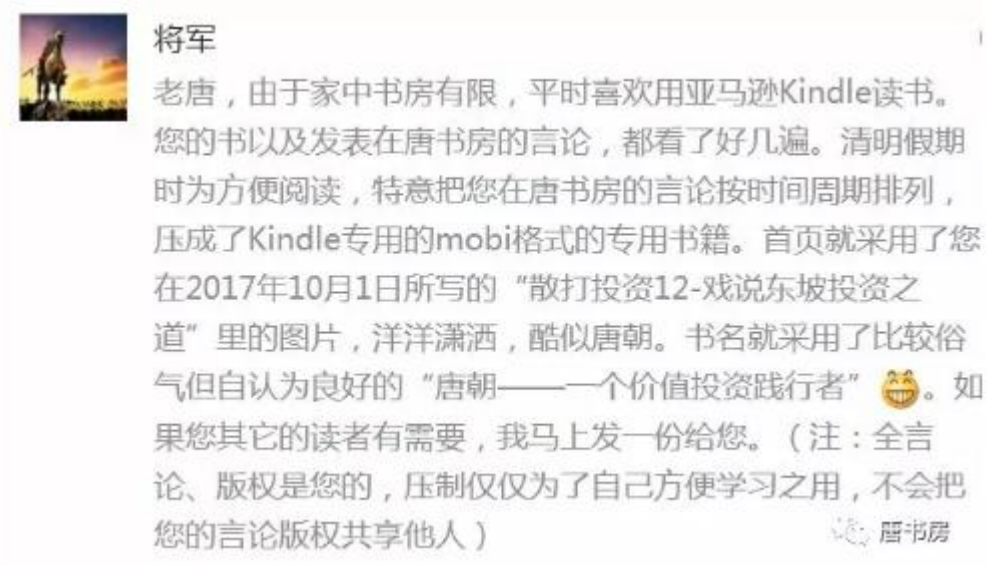
这标题摆明高度疑似广告，只有你这种觉得“支持书房广告=鼓励老唐原创”的智者，才会点进来吧？

本文不是广告，是真福利。

前不久，书房一位名叫@将军　的朋友，发来这样一段话：

老唐，由于家中书房有限，平时喜欢用亚马逊 Kindle 读书。您的书以及发表在唐书房的言论，都看了好几遍。清明假期时为方便阅读，特意把您在唐书房的言论按时间周期排列，压成了 Kindle 专用的 mobi 格式的专用书籍。

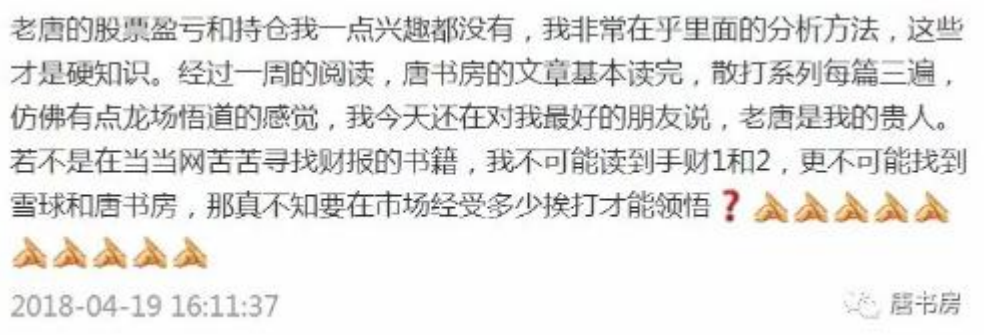
首页就采用了您在 2017 年 10 月 1 日所写的“散打投资 12-戏说东坡投资之道”里的图片，洋洋潇洒，酷似唐朝。书名就采用了比较俗气但自认为良好的“唐朝——一个价值投资践行者”。如果您其它的读者有需要，我马上发一份给您。（注：全言论、版权是您的，压制仅仅为了自己方便学习之用，不会把您的言论版权共享他人）



这本自制的电子书，老唐看后，觉得制作的蛮好，很有一本书的感觉。现在放在百度网盘里，免费分享给各位。分享链接在文末阅读原文上，点击进去就可以下载。

如果有 kindle 阅读器，下载后推送到自己的亚马逊账号即可阅读；没有 kindle 阅读器的，可用自己的手机或平板下载 App“kindle”后阅读（安卓或苹果均有对应版本）；拥有其他支持 mobi 格式的电纸书或阅读软件的，可直接使用。

书房有个奇妙的现象，2016 年很少人关注时发表的文章，总阅读量也和最新文章的阅读量差不多——例如 2016 年 9 月 3 日的第一篇文章，阅读量也是 2.2 万多。这是因为很多朋友会在关注后，一篇一篇地往前翻，一篇一篇的重新看，甚至有些文章还会阅读多遍。例如这样的留言，老唐收过很多：



这是让老唐非常开心也很有成就感的事情，但也让老唐为这些朋友的视力担心。去年考虑出版纸质书，也是因为很多朋友反馈手机翻阅不便，而自己打印不仅耗时数日，金钱成本也超过百元。现在好了，感谢@将军　，大家终于不用再一遍一遍的翻手机屏幕，瞅的头晕眼花了。今天放上这本电纸书，是要很遗憾的通知大家，原本计划的五一完成初稿的书房文集，铁定要跳票了。

去年底，老唐计划过完春节后，三月里将书房投资理念及估值技术类文章梳理一遍，把没谈到或者谈的不够细的环节，补上几篇文章，让它成为完整的、具备逻辑基础的、可以照猫画虎的一条投资之路，构成新书的理论部分。

四月再阅读和分析几家公司的年报，和过去一年多发表的几十篇公司分析文章里的部分精品做个合集，构成新书的实战部分。然后估计五一左右交出初稿。

很不幸，正月十四那天，老父亲突然去世（享年 87 岁）——对的，这就是当时老唐发的“家中有突发事件”。整个三月，忙着处理老父亲的相关身后事，新书的整理计划就搁置了。四月里的年报阅读，虽然数量没有想象的多，也没给大家点杀的机会，但有限的几篇，质量上还算满意，总体算是按照原计划走的。

目前，年报季还在继续，还有部分感兴趣的公司财报还等待阅读，所以，理念类文章梳理工作，可能要推迟至五月中下旬。全书初稿，预计可能在六月底成型。按照前两本书的出版经验看，交初稿到编辑修订以及设计印刷，可能还需要两三个月，新书面世估计要国庆节前后去了。

当然，对于大多数朋友而言，有了这本电子书，可以不用再等待购买纸质书了，内容区别不大的。再次感谢将军给了老唐机会，让老唐可以弥补跳票所造成的遗憾。谢谢。

---

ps：不想有出售电子书的感觉，所以本篇就不开打赏了，见谅！文章已于 2018-04-22 修改

文字_2018-04-25

唐书房 *2018-04-25*

抛出约 2%的双汇，386.4 加仓腾讯。当前持仓茅台 46%+，腾讯 21%-，古井 B6%+，洋河 6%-，民生 H6%-，招商 H5%-，信立泰 4%+，双汇 4%-，海康 3%+。2018 年内收益-3%。个人记录，请勿模仿[奸笑]

第391篇.　　2018.4.26-投资是一生的事

原创：2018-04-26　唐朝　唐书房

本来想等上篇广告的阅读量过两万再码新文章的，结果这几日大跌，好些朋友来书房找安慰，老唐实在不忍心，还是临时加熬一碗鸡汤吧！网络江湖有句俗语叫做：懂的很多道理，却依然过不好这一生。对于投资同样，有很多人背诵了很多“买股票就是买企业”，“波动不一定是风险，可能反而是机会”的口诀，但真正等到股价下跌时，才发现无论怎么暗示自己，呼吸仍然被股价窒息。

上周三股市大跌，就有不少曾经号称要坚持价值投资、或者对某某股非常看好的朋友，因大跌而恐慌起来，发来不少心神不宁的询问信息。由于那天的时间段在上个月就被广告商预定，老唐无法在书房推送，干脆跑去雪球熬了几碗壮胆打气的鸡汤，重复了一些价投的法定待遇就是上上下下的享受，获取高额回报

的代价就是承担波动等说过多遍的道理。

昨天老唐加仓腾讯之后，同样有很多好心的朋友，发信息来劝老唐：“老唐你加早了”，“腾讯明显破位下跌”，“双头破颈线你还敢买？”“这么明显的跌势，老唐你还满仓？”、“美国股市大顶，科技股短期内形势堪忧，老唐悠着点儿”……

知道这些朋友是好心，有些老唐回复了，有些实在回复不过来，这里统一谢谢。这些什么颈线破位跌势什么的，老唐一笑了之（可能有点伤人，老唐认为这些都是垃圾，除了迷惑你在股市里浪费青春以外，一无是处），但对于跌势中是否需要降低仓位，或者是否需要随时保留部分现金资产之类的看法，倒是可以聊聊——因为有很多“价值投资”高手，也经常谈及仓位管理、动态平衡什么的，认可的朋友不少。

况且，这些关于仓位的思考，通常会摘录部分大师语录，证明自己应该时刻留有一些现金或类现金资产，才能在大跌之中捡到便宜货，从而提高投资回报率。它特别符合我们中国人常见的中庸思维：做什么事情，总要有些余地才好。

实际上，自开年九连阳之后，股市已经断断续续地跌了大约三个月，大部分朋友都遭遇了市值的回撤。这种市况下，对仓位的反思很容易引发共鸣，因为似乎结果显而易见：“如果我之前没有买满的话，就是今天动手买，也可以少亏 n%或多买 n%”，但老唐对此不以为然。

在老唐看来，只要不是将一张张纸钞装在钱包里，我们就实际上处于满仓状态。差异只是在活期存款、定期存款、货币基金、各种债权、各种股权、房产、贵金属、金融衍生品、保险、外汇……等不同投资对象之间做的不同比例的选择。它是个持续一生的动态过程，不管愿意与否，这个状态会一直持续到我们的人生终结。

区别在于，由于每个人认知的不同，每个时点上配置品种不同，这些小小的收益差叠加长达数十年的时间，最终不同人的人生财富值差异巨大——绝大多数人意识不到这个差异究竟有多大：假设人生有 50 年的有效投资时间（25 岁至 75 岁），1 个单位的本金，在不同回报率下的终值如下表：

回报率	3%	5%	7%	9%	12%	15%
终值	4.4	11.5	29.5	74.4	289	1083.7

雨书房

老唐强烈建议书房的朋友们从今天开始，坚决抛弃“进入股市是开始投资，退出股市是停止投资”的错误思想，牢记我们从拥有第一笔“钱”的时候，就已经开始了投资，且 365×24 不休息，一直持续到离开人世才算罢手。一个人，只要不是含着金钥匙出生的，财富最初总是靠出售体力或智力劳动换来，并在满足我们的消费需求之后，通过配置在不同的资产上获取。套用一句流行语，或者是“睡前收入”，或者是“睡后收入”。

所谓睡前收入，就是你干活就有、睡着了就没有的那种，是用自己的体力或者智力换钱。所谓睡后收入，就是被动性收入，哪怕你睡着了，它也在自动增值。两种收入形态中，很显然，睡后收入占比越高，你就有越多可供自由支配的时间，所做选择受到的制约也就越少。收入来源全部由睡后收入构成，就进入了所谓财务自由状态。

受限于认知水平，我们最先接触到的睡后收入，可能都是银行存款——还是年回报率“高”达 0.35%的活期存款，其后由于你多学习了一点点，你可能开始会搞阿里余额宝、腾讯零钱通、甲银行 B 理财……，

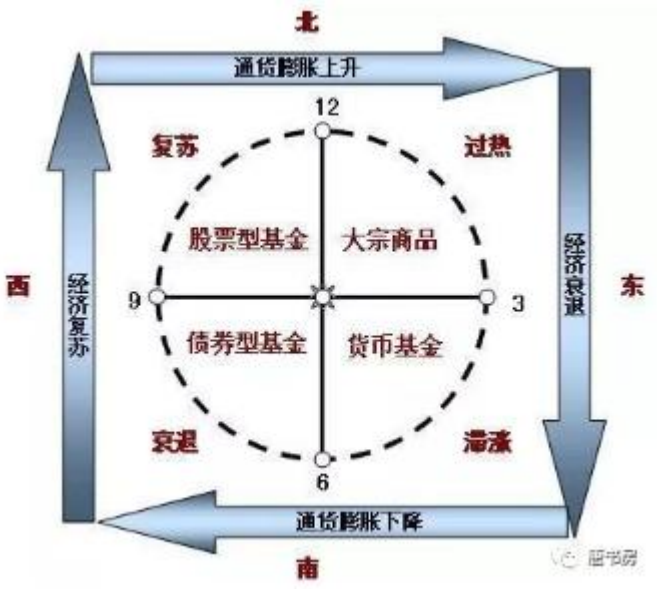
收益率开始从 0.35%提升到约 3%~5%之间。

这一步跳跃很容易实现，是因为这个回报率依然远在社会平均财富增长值之下，属于将自己辛辛苦苦卖体力或者脑力换来的财富，无偿地送给别人一部分。将财富从自己口袋里掏出来丢给别人，总是很简单的，对吧？

甚至由于合法窃贼的存在，你连掏的动作也可以省掉，庞大的国家机器，日夜不停地将你用汗水或者脑汁换来的财富，一点点地偷走。过去 30 年里，中国货币总量从 1987 年的 6517 亿扩张到 2017 年的 1676800 亿，就是证据。这个不展开聊，直接看每 100 元在不同时间里能换到多少东西就能明白——这就是老唐多次说过的：在法定货币时代（即货币本身无价值或者价值微不足道，只是由国家暴力机器强行规定了它的值），现金是少有的 100%确定亏损的资产。

既然投资是无法避免的事，是持续一生的事，那么，尽最大可能将自己通过体力或者智力劳动换来的法币，换成收益率更高的资产，就成了非常值得思考的问题。有没有这个习惯，甚至决定了你和别人后半生的幸福程度或人生高度差异。

那么，配置成什么呢？最理想的状况当然是，今后几年什么类别的资产会涨，就买成什么，或者什么类别的资产会跌，就避开什么。这种研究中，似乎有个美林时钟比较权威，常常被宏观资产配置的投资者奉为圭臬。



然而，很可惜，该理论的创始机构美林证券在 2008 年的次贷危机中损失惨重，最终不得不卖身求存（被人收购了）。这仿佛是个冷笑话，提醒我们美林时钟可能是一口走不准的破钟，连自己的投资也指导不了。

实际上，大量专业系统的研究，都证明了所有投资资产中，长期回报率最高的就是股权。对于这个研究结论，感兴趣的朋友可以看伦敦商学院的研究成果《投资收益百年史》，相关收益率对比图我曾经拍照多张发在雪球，题目叫《读史可以明智》，需要的朋友自己翻来看，此处不重发了。

尤其提醒一点，伦敦商学院这个研究比较严谨，在研究股票收益率的时候，考虑到了破产退市的股票，其结论比之前绝大部分研究要保守很多。另外，还有一本名著，杰里米.J.西格尔的《股市长线法宝》，研究了美国长达两百年的资本市场，得出的结论也是，200 年里股票的年化收益率是债券年化收益率的 183%。

绝大多数对于复利没有概念的朋友，估计很难想象这个收益差导致的终值差异究竟有多大。举两个《投

资收益百年史》里的数据：

英法美德日意澳荷瑞（典）加丹瑞（士）12 个主要国家中，收益差最大的澳大利亚，1 元本金投资股票百年之后是 777249.7 元，而投资长期债券百年后是 252 元，投短期债券是 80.7 元，差异超过 3000 倍；

收益差最小的瑞士，1 元本金投资股票百年之后是 1136.7 元，而投资长期债券百年后是 73.2 元，投短期债券是 25.8 元，差异超过 15 倍——以上数据均是未扣除通货膨胀之前的名义回报率。

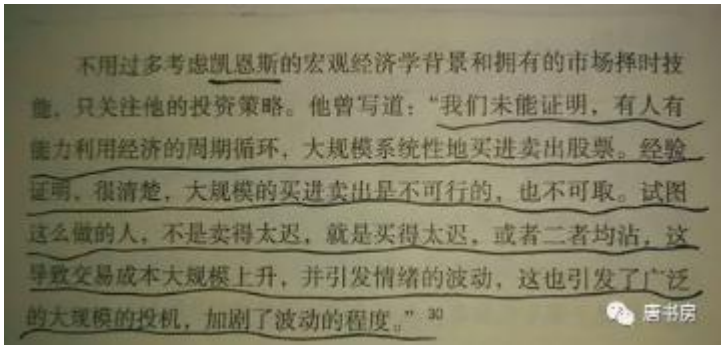
能理解股票投资长期收益率最高这个结论，《投资收益百年史》和《股市长线法宝》就可以不用看了。另外，这里实际上有个隐含前提，就是这个国家，这个资本市场会存在超过百年，这个无法给出证据，属于纯信念的问题。

投资者是且只能是理性乐观派，以资本市场存续为前提思考，反之，如果对资本市场的存在没有信心，那只能今朝有酒今朝醉，反正投什么都挡不住两手空空的结局——幸好，目前资本市场的门越开越大，即便是对本国缺乏信心的，也能通过多种渠道将投资分散在多个国家的股权上去。

那么，就算是全部投资股票，能否通过一些宏观研究或者其他什么技术辅助，让我们在股价要跌的时候，降低股票仓位，在跌的比较多的时候，再重新买进呢？

很遗憾，迄今为止，没有发现什么人具备此项技能。不说巴菲特格雷厄姆等一干夹头对高抛低吸赤裸裸地鄙视了，就算是宏观经济学的创始人，一号大拿约翰·梅纳德·凯恩斯也亲笔写下这样的观点：

我们未能证明，有人有能力利用经济的周期循环，大规模系统性地买进卖出股票。经验证明，很清楚，大规模的买进卖出是不可行的，也不可取。试图这么做的人，不是卖得太迟，就是买得太迟，或者二者均沾，这导致交易成本大规模上升，并引发情绪的波动，这也引发了广泛的大规模的投机，加剧了波动的程度。



推到尽，所谓空仓半仓七成仓，就是利用部分或全部资金，妄图通过高抛低吸的手法，去获取超额回报。够诚实的话，看看自己的账户市值，应该很清楚地知道自己无法预测股市何时暴涨（否则早上福布斯了），所以，还是干脆趁早承认自己无法预测同样由市场情绪引发的暴跌吧！既然自己并没有预测暴跌的本领，依据什么让自己去持有现金或类现金等低回报资产呢？

股市带给我们的回报，主要由企业经营增值和市场情绪波动两大因素推动。有过大量的研究证明，A 股公司的长期年化回报率大约 12%。如果我们满足于 12%或者比 12%略高略低一点点的回报，投资其实很简单：通过宽基指数，买下全体企业的少量份额，或者买下全体企业中略好的那部分的少量份额就可以了——12%这个数据，从逻辑上也可以推理出来的。2016 年 12 月书房文章《股市获利的路径和逻辑》一文谈过，感兴趣的朋友自己号内搜来阅读。

如果意图获取更高回报，要么需要选出比平均盈利能力更高的企业去投资，要么需要在市场情绪波动中高抛低吸成为赢家，这两点的难度都不小。但相比而言，前者是可以靠知识积累逐步获得，也已经有了

很多前辈趟平这条路，指明了前进的方向。后者，迄今为止，我个人的经验认为,这是条死路，没有看见任何成功的先例，路边枯骨倒是见过不少。

如此说来，现金或者类现金资产是不是完全没有配置的价值呢？也不是。至少有三种情况下，确实需要保留一定量的类现金资产的。

一种情况是，短期可能会动用的钱。由于货币是“通货”，是价值最清楚、接受度最广的协助交易工具，当我们个人及家庭本身有投资之外的其他需求时，必然需要将其他资产形态变成通货才能使用。而股权可能由于其波动幅度大的特性，可能导致你需要货币时，恰好是它只能兑换较少额度货币的时候。

所谓短期，经验性的建议是以两年为期。如果没有其他收入来源，预留可以满足两年需要的类现金资产。如果有其他收入来源，可以从需要预留的总数里减去两年的收入。

另一种情况，是完全无法承受波动。总有些人，无论道理怎么清楚，但就是看见股价波动就恐惧。确实没有办法承受，那就投一部分类现金资产吧，利用类现金资产的低波动特性，抹平市值的峰和谷，让波动曲线更平缓些。毕竟收入最大化也要活着看得见才行，中途吓死就得不偿失了——当然，这种情况下，你就得接受总收益低的结果，而且前面的图表说过了，很小的年化收益差，最终财富值差距大的惊人。

第三种预留，严格来说不算做预留，而是另一种投资。就是将类现金资产（例如 511880）看作一只市盈率约 25~30 倍、年增长率 3%~4%不分红（或者股息率 3%~4%，0 增长）的自选股，把它和自己其他股票平等对待，用同样的手段进行估值，然后比较。

当其他股票明显偏贵时，将部分资产配置在 511880 上。而且最好不要用空仓半仓七成仓这样的表述方法误导自己，而是逼迫自己习惯使用“卖出 301024，换入 511880”这样的思考方式——这里要注意一点：是“明显”“偏贵”时。有很多投资者，容易将本属于看不懂的企业，简单地用高 pe 或者高 pb 归入“偏贵”的行列，这个标签容易误导自己。谈论贵或者贱，前提是能够给一家企业做出大致的估值。

老唐当前持仓：茅台 46%+，腾讯 21%-，古井 B6%+，洋河 6%-，民生 H　6%-，招商 H5%-　，信立泰 4%+，双汇 4%-　，海康 3%+，2018 年内收益-5%。

自 2014 年 11 月 25 日雪球开放组合功能以来，「老唐实盘」组合每一天都是满仓，没有躲过任何一次暴跌，包括所谓的股灾 1.0，股灾 2.0，股灾 3.0，曾经经历过的最大回撤约 28%，至今组合净值 2.81 元，同时期实际账户净值 3.04 元，差异因组合无法纳入港股和 B 股造成。

2018 年内，市值从顶部至今最大回撤还没超过 15%吧！各位慢慢学着习惯吧。没有绝招，多跌跌就适应了！只要清楚自己没有一买就涨，一卖就跌的本事，那么这就是赚钱必须付出的代价。至于腾讯，老唐从 199.7 元一直买到 423 元，当前价位继续下跌，我还会继续买入。老唐不担心所谓的下跌趋势，没有下跌趋势，哪儿有超额利润呢？我可不满足于 12%。

临时熬就的鸡汤，凑合着抿一口吧！

第392篇.　　2018.4.28-假期作业

原创：2018-04-28　唐朝　唐书房

放大假了，好些朋友有了大把空闲时间，老唐留两份作业吧。感兴趣的或者闲着也是闲着的朋友，可以自己选择一个或者两个动动手。我的经验说，自己动手查找数据、解决问题，是最好的学习提高手段。

第一个作业，关于格力和美的经营现金流问题。

一家企业，销售东西出去，确认自己的营业收入，最终这些收入或者变成现金进来，或者变成应收账款、应收票据进来，因此，在利润表的营业收入和现金流量表的销售商品、提供服务收到的现金（下文称销售收现）之间，是有对应关系的，一般说来：

销售收现=营业收入+代税务局收的增值税-应收账款增加额-应收票据增加额-贴现应收票据付出的财务费用+当期预收账款增加额

这个公式背后的逻辑应该不难理解，一家公司销售商品的同时，还代替税务局收买家的增值税（增值税不计入营业收入口径）；而有些应收（无论是欠条还是票据）是当期没有收到现金的；公司如果通过付出费用将票据贴现成现金，则应该减去所消耗的财务费用；最后，预收款增加额则是在本期营收之外的额外现金。

以茅台年报为例说：

营业收入 582 亿（注意，财务公司的收支是单列的利息收入，不在销售收现里，所以不计算财务公司的 28 亿营收），增值税率 17%；

应收账款期初期末均为 0；应收票据增加额=12.22-8.18=4 亿；

贴现票据总额为 0.2 亿（应收票据的附注里，财报 68 页，一般公司均可以在财报中输入“尚未到期的应收票据”搜索到）。

0.2 亿贴现票据，简单按照 3%的贴现支出毛估估（银行承兑票据，时限均在 6 个月以内，3%贴现支出相当于约 6%的年利率），贴现费用约 60 万，忽略；

预收账款的增加额=144-175=-31 亿。

故，可计算销售收现应该大约为 582×1.17-4+（-31）≈645 亿，查看财报 51 页现金流量表第一行数字，销售收现数值为 644 亿，基本吻合。

现在**请查证计算美的集团和格力电器两家公司 2017 年的销售收现和营业收入数值是否吻合。如果不吻合，请解释该公司营收对应款项在哪里？**

请注意，①不要期待老唐给出答案，老唐没答案；②几乎可以确认，这两家公司的财报绝不会在这里造假，所以，这个作业不是为了发现问题，而是为了协助理解公司的商业模式：它销售什么，卖给谁，钱怎么回来，回来的钱如何反应在报表里？

第二个作业，关于海澜之家的。

由于腾讯按照 470 亿估值，约 14 倍市盈率入股海澜之家，老唐翻了翻这家公司的财报，现在留个作业给该公司的投资者或潜在投资者，仅仅是分析报表感兴趣的朋友也可尝试。

海澜之家这个公司，其商业模式很特别，按照公司的表述，销售端是加盟商自己出钱租店面或商场面积，然后按照海澜之家的要求装修，装修后委托给海澜之家经营管理，利润由海澜之家和加盟商分账；

供应端分两部分，一部分是公司自己生产货品（主要是定制服装品牌圣凯诺及少量海澜之家和爱居兔品牌服装），约占营业收入的 30%。另一部分是供应商把商品交给海澜之家代销，卖出去的双方按照约定款项结算。卖不出去的，供应商原价全部回收，或折价交给给海澜之家的海之家尾货平台处理（处理不了的，依然由供应商原价回收），代销部分约占营收的 70%。

2017 年底，公司拥有 5792 家店铺，其中公司自己出资的直营店 47 家，加盟及商场店 5745 家。线下

店铺的销售收入占据全部销售收入的94%，线上销售仅占不到6%。线下店铺的销售是海澜之家的主要收入来源。

这种商业模式下，海澜之家两端都利用了别人的资金来运营。同时，由于供应商包退，所以海澜之家对于这部分库存，不做存货跌价计提。

在财报15页的存货情况说明里，公司对于库存80多亿服装（对应9个多月的销售量），所做计提不到2亿。对于所有库存时间在1年以内的存货，均不做跌价准备计提；库存时间在1~2年的存货，仅计提5%的跌价准备，按照95%价值入账；库存时间超过2年的服装，按照40%价值入账。

同时，按照资产负债表里数据，公司还拖欠了供应商货款超过62亿（财报98页），对照海澜之家全年营业成本111亿数据看，62亿应付货款大约对应半年多的销售额，即上游供应商把货品交付海澜之家，海澜之家售出后半年多，才给供应商付钱。

作业是：

海澜之家的供应商都是些什么人，为什么可以如此大度的不仅将货赊给海澜之家，可以承诺卖不掉的一律原价收回，可以接受海澜之家超过半年的结算账期？

海澜之家究竟是什么特点吸引了这些供应商愿意做出这么大的让步来供货，是什么阻碍了其他服装连锁销售企业模仿这种不花钱的模式？

对下游加盟商，公司收了加盟保证金13.6亿（资产负债表的长期应付款和一年内到期的非流动负债科目，解释在103页）。**海澜之家给了加盟商什么许诺，能够诱使加盟商不仅出钱租店铺装修，承担人员费用，而且还要缴纳保证金，再将店铺的管理权交给海澜之家？是什么障碍阻挡了其他号召力相当甚至更强大的品牌使用这种空手套白狼模式？**

备注说明：关于人员费用问题，从财报披露来看，应该是由加盟商自己承担店铺人员薪酬的。因为：

海澜之家截止2017年底，共运营着5792个店铺，营业面积104万㎡（单店平均面积180㎡）。公司财报38页披露的员工总数15656人，其中销售人员共计2210名，平均约3个店1名销售人员。按108页披露的分别纳入管理费用和销售费用的职工薪酬合计约9.3亿计算，海澜之家员工人均年收入仅不到6万元。

以上数据足以推测，这5792个店铺里的员工，绝大部分没有被计入公司员工名单，推测上，他们只能是由加盟商承担的——另外存疑：38页披露了公司人员组成，除生产、销售、技术、财务、行政、研发之外的4735名“其他人员”不知道是什么人。

……

财报是用来排除企业的，只有经过质疑，然后又回答和解决了质疑的企业，才可以是我们的潜在投资对象。这个提出质疑（除以上疑问，实际还有其他的疑问，留给你发掘）和完成解释的过程，就是我们理解企业商业模式，理解企业竞争力的最好方法。

普通投资者阅读财报最容易犯的错误，就是大段大段地摘抄财报数据以及“公司说”。公司说自己的竞争力无敌，公司说未来的发展空间广阔，公司说自己技术全球第一，公司说自己拥有巨大优势……，这种阅读法，除了麻醉自己之外，没有什么价值——当然，确实有人自我麻醉于股价上涨期间，赚到大钱。

上市公司不到万不得已，不会像华泽公司那么坦率地告诉你“本公司无力支付会计师费用，无法按期发布年度财务报告”。我希望书房的朋友，从一开始就**习惯抱着怀疑的眼光去看待所有的上市公司财报。**

上述两份作业，如果有愿意认真研究的朋友，可以在假期里写成作业，发我邮箱。其中优秀作业，老唐会择机发布于书房。不知道邮箱地址？好吧，这是作业的一部分，如果你找不到书房邮箱地址，证明你收集信息的能力还差的太多……嚯嚯嚯！

切记：①请一定在成文后，多读几遍，自认满意后再发邮件来。否则，浪费彼此时间，意义不大。②三家公司的作业，建议分别成文，不要写在一封邮件里。

第393篇.　　2018.5.1-优秀作业选登：海澜之家

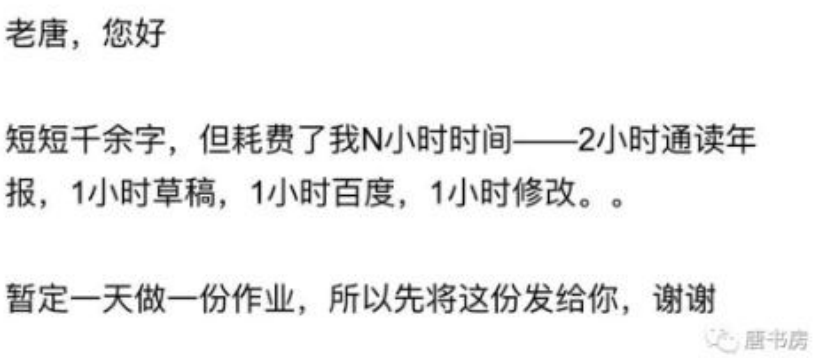
原创：　2018-05-01　simplify　唐书房

老唐按：假期作业布置 4 天以来，共计收到了二三十份作业。对照《假期作业》一文 2.2 万阅读量，拍胸口推测大概里面有这样的规律：

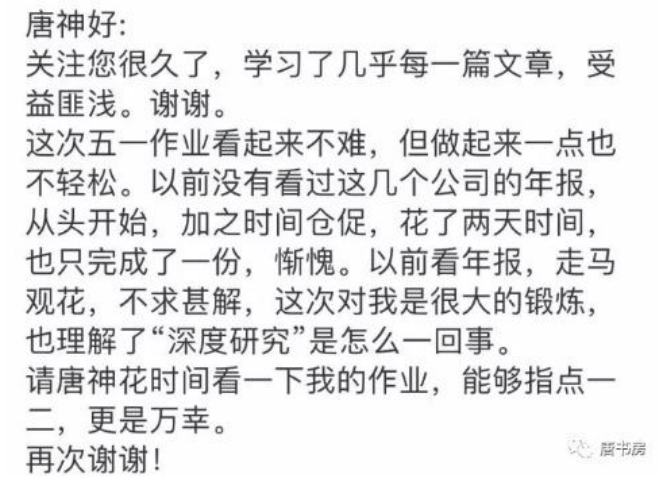
两万人看完文章，然后有 10%的人去阅读了财报；读财报的两千多人里，有 10%的人坚持看完了；坚持读完的两百多人里，有 10%的人用作业梳理了思路。

这么一路的 10%下来，交作业的二三十人，就成了 0.1%的领先者。管中窥豹，世界上的大部分成就，可能都是这样一步步分叉筛出来了的。

必须承认，这作业不容易，正如一位朋友发来的邮件里这么写到：

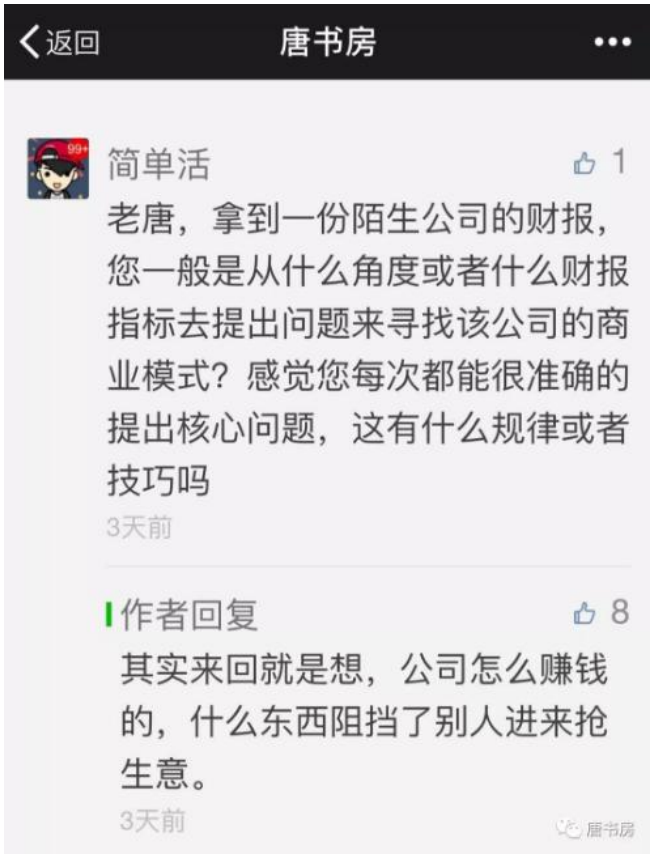


确实不容易，千余字文章的背后是 5 个小时的付出。更要命的是，这千余字很可能还无法得出可以投资的结论，似乎忙碌了半天什么也没有得到。是这样吗？其实不然。另一位朋友的来信里，很好的阐述了这个问题，他/她说：



无论是前年的茅台作业，去年的金螳螂和雅戈尔作业，还是这次的海澜之家格力美的，任何一位认真做过作业的朋友，无论得出什么结论，甚至无论是否得出了结论，阅读财报的能力应该都有了巨大的进步，不至于拿着一份财报茫然不知何处入手。这是看多少别人的分析文章，或者读多少理论文章都无法获得的进步

这次的作业里分析格力的最多，美的次之，海澜之家的最少。大致也是这些企业市场热度的体现吧！不过，很遗憾，格力和美的作业中，迄今为止还没有发现一份比较满意的——我所说的比较满意，是看文章是否透过财报对公司的经营及获利模式有相对深入的思考，从而对企业的竞争力持续及可靠程度做出某种程度的判断，即之前我在留言里说过的



关于格力美的的作业，自己觉得满意的可以继续发来。我也尽量在本周内，将我自己的相关思考以及大家作业里的常见问题，整理出来推送给大家。海澜之家的作业，有一份漂亮的。大致由我来写，估计也

就顶多达到这水准。文章作者 simplify，是书房老朋友了，去年 7 月金螳螂的作业，也有选中他的作业推送给大家。

以下全文为 simplify 原创，老唐一字未改。

海澜之家作业

一、核心竞争力。

海澜之家起家于三四线城市，其经营模式我归结为“在一个城市人流量最大的地方卖高性价比的男装”。这里的核心有两点，一是选址，二是高性价比。

1，选址。海澜之家的年报每年必提“黄金地段、钻石店铺”，谁都知道开店选址很重要，但真的去开店，能坚持选好位置这个原则不容易。自己开店容易做到，让别人加盟开店难做到；开几家店容易做到，开几千家店难做到，海澜之家这点做的就比其他的男装店强。选址也是一种竞争力，或者说坚持正确的选址原则不容易做到，美国最大连锁药店 walgreen 的核心竞争力之一就是坚持选择黄金店铺。

2，高性价比。质量一样的衣服卖的比其他知名品牌便宜，价廉物美生意自然兴隆，道理和选址一样简单，但一样的东西要卖得比别人便宜前提是成本比别人的低，效率比别人高。围绕高性价比这个定位，海澜之家构筑的核心竞争力是进货价比别人低，运营效率比别人高，这也是看这家公司的两个关键点。

降低采购成本的本质是降低供应商的制造成本，服装是时尚产品，虽然男装时尚属性没有女装那么强，但厂家生产也有很强的季节性，旺季需求大成本高淡季则反过来，海澜之家反其道而行之，在生产淡季大批量采购，自建大仓库，并组织供应商团购原材料，想方设法降低厂家的成本。

来两段海澜之家招股书里面的原话：

“产品性价比是海澜之家品牌服装的核心竞争优势之一，最大程度的降低采购成本是保持产品竞争力的重要措施。由于上游供应商存在生产的淡旺季，公司充分利用上游供应商的淡季生产能力进行生产，达到降低采购成本的目的，因此部分商品会提前安排在淡季生产，淡季入库。”

“公司需要尽可能的降低商品采购成本，从而达到降低产品终端零售价格，提升产品市场竞争力，加快商品销售速度的目的。公司的核心供应商多数仅为公司提供产品的研发设计与生产服务，供应商产品生产后直接发货到海澜之家总部仓库，供应商保有的仓库面积较小，以降低产品综合成本。在该模式下，相当于原本分散由供应商建设的仓库转为由海澜之家集中建设管理;”

海澜之家的模式没有经销商和代理商，服装从厂家的生产线下来就运到海澜之家的大仓库里，再从大仓库运到各个加盟店，相比传统男装的代理经销制供应链更短效率更高。

进货价比别人低一点，流通效率比别人高一点，就可以卖的比别人便宜一点，满足了大部分对时尚不那么在意的男性的需求，再加上人流量比别人大的店面，结果是坪效远高于同行。由此形成一个良性循环，销量越多订单越大，生产成本就越低流通效率就越高，就能继续保持高性价比。结果就是客似云来，一年在市场上卖出两百多亿的男装，假设零售均价两百左右，那就是一亿多件衣服啊！

对于杂牌男装，海澜之家在三四线城市开店更是一种碾压式的降维打击：价格一样或略高但购物环境和服务更好，方便、一次买一季度的衣服（品种齐全，男人的衣柜），全国统一售价，不降价不促销（消费者不怕买贵），自选不导购，这些经营特点符合很多男性消费者的购物心理。

3，管理和效率。这套海澜之家创始人周建平从日本学回来的模式说来简单，真执行起来可不容易，

可以想象起步之难（规模劣势）以及对管理有很高的要求，一般的服装品牌是靠全国各地的代理商经销商分散管理几百几千家店面，海澜之家的加盟商是只掏钱的甩手掌柜，从选址、装修到招聘和经营管理都是海澜之家一手操办，要管理这么多的供应商和全国几千家加盟店，可以想象难度之大，竞争对手可能不是不想学，而是学不来。

总体看海澜之家的核心竞争力在于定位非常清晰，从成立以来高性价比这个核心就没变过，并且围绕这个定位依靠强大的执行力和精细化的管理能力构筑了高效率供应链这个护城河，获得了远高于同行的回报率。这是一家定位清晰，靠管理和效率吃饭的企业。

二、库存和尾货问题。

由于海澜之家提前淡季订货，所以比较高的库存是由其商业模式决定的，自营产品存货计提不高也有这方面的原因：我淡季提前生产了放仓库里，还没开始卖呢，自然不用提那么多折旧。

但其库存大部分是代销产品，这部分完全不计提跌价准备是值得商榷的。海澜之家专门开了海一家连锁店处理尾货，但去年海一家关闭了 159 间店，新开 22 间，其模式看上去似乎行不通，那么未来如何处理滞销库存呢？

可以按合同要求供应商承担更多的损失，但必然意味着未来进货价会上涨，也可以大降价处理，无论选择哪种方式都意味着净利率的下降。没有计提可退货产品的跌价损失应该符合会计原则，但可能不够谨慎，低估了成本，有可能会影响海澜之家未来的利润率。

三、竞争加剧、价值下降？

海澜之家平均单店（营业 12 月以上的店）收入连续两年下降，近三年分别是 370 万，357 万，325 万，坪效分别为 20600，19500，18700。海澜之家的高性价比定位意味着基本无法提高零售价，而是低价走量，销量和销售额的下降特别值得注意。

单店营收的下滑，公司解释是 2016 年新开店太多，新店营收比老店少，而且新店营业面积缩小，因此拉低了单店营收。有一定的道理，但也有可能是单店营收普遍下降。坪效下降但租金和人工成本每年刚性上涨，意味着加盟商的总体利润一年不如一年。

单店营收和坪效同比下降可能意味着市场竞争加剧，其高性价比的核心竞争力在相对下降，也就是为消费者创造的价值在相对下降。除了电商的影响外，国内的竞争对手过了几年高速扩张的好日子和几年去库存的苦日子后，也在努力提高运营效率，国际上几个快时尚品牌也在向三四线城市下沉，大量开店。

最近两年服饰产品的零售增长低于社会消费品零售总额的增长，行业已经进入低速增长阶段，知名品牌的渗透率也已经比较高，难以再大幅增长。海澜之家在全国已经开了四千多家店，每年零售额两百多亿，竞争加剧的情况下，市场占有率不容易再提高，实际上，去年的市场占有率应该是持平的。

过去十年，海澜之家既享受到知名品牌服装在三四线城市渗透率提高的红利，又大幅提高了市场占有率，是一个双击过程。但目前这两个动力看上去已经衰弱，当然，在我看来，海澜之家的定位和竞争优势要比绝大多数的服装公司好得多。

从街店到购物中心店。近几年消费者的购物地点发生了变化，从逛街变成了逛购物中心，我自己已经好多年没有去过本地著名的商业街了，购物中心的室内、立体的购物环境体验具有很大的优势，购物环境更好而且不受天气影响，立体加电梯可以少走很多路，统一经营管理可以主动调整商户，本质上是把更多更好的店面集中在一个更小更好的环境中。

海澜之家过去两年单店面积在下降，说明新开店的平均面积低于关闭店面的面积，新开的很多是购物中心的店面（面积比街店小）。我关注的另一家公司谭木匠这几年也是这个趋势，关街店和超市店，开购物中心店、机场高铁店。两家公司的选址趋势跟随消费者消费习惯的改变而改变，但未来这个趋势可能会削弱海澜之家原来的“黄金地段、钻石店铺”选址优势。

增收不增利？如果不能大幅提高供应链的效率，海澜之家品牌未来的增长空间已经不大，公司也看到了这一点，准备发行 30 亿的可转债增加这方面的投资。另一个扩张的方向是女装，大量新开爱居兔女装店，试图复制海澜之家的成功模式，但女装这种商业模式，呵呵，女人的钱可能不像传说中好赚，而且这套模式怎么看都像是给男性量身定做的一样。

海澜之家未来每年营收可能会和店面数量一样保持个位数的增长，加上第二点提到的处理存货潜在的增加成本或费用的问题，未来能否保持目前的净利率是个疑问，结果或许是增收不增利？

这个结果也是由服装行业的商业模式决定的，男装的流行性没有女装那么强，生意比女装好做一点，但也总是面临激烈的竞争，很难形成持久的、不断强化的竞争优势，男装的商业模式可能也就比零售业好一点而已。对了，我没有持有海澜之家，手上拿着茅台招行，实在很难对卖服装的公司提起兴趣。

四、加盟合约。

海澜之家的商业模式决定了在发展的早期急需资金快速扩张，以做大规模降低运营成本提高效率，其加盟合约就是据此设计，实际上也是一种融资手段。

如果你有一笔钱想投资开店又不想承担风险，只想获得稳定收益，并且不想亲自管理，海澜之家是一个理想的选择，只要投资开一家店并缴纳一笔保证金，每年再交 6 万元的加盟金，海澜之家就保证你五年获得不低于 100 万元的税前利润。

如果你对自己的选址和生意很有信心，而且不想每年交 6 万元的加盟金，也可以签不保底合同，当然，分成比例会不一样。这样的条件或许是海澜之家吸引加盟商，在三四线城市快速发展的一个原因，不过值得注意的是，在其借壳上市的重组说明书里完全没有提到保底加盟形式这种隐性负债的风险。

加盟保证金。近三年加盟商经营保证金逐年递减，分别为 25 亿，21 亿，14 亿。2017 年年报把 4.5 亿的保证金归类为一年内到期的非流动负债，原因是“为执行加盟保证金新政策”，这个新政策是：

“2016 年 9 月份之后，公司对于新签约的“海澜之家”加盟店以及到期后续约的加盟店不再收取经营保证金，随着加盟店加盟期陆续到期，经营保证金逐步归还，公司因经营保证金而取得的利息收入金额也将进一步降低。”

把保证金还给加盟商的一个原因可能是对加盟店的管控力度加强，现在靠加盟保证金保证存货安全的可能性已经降低，也可能是公司已不像以前一样非常需要这笔钱，而把大量资金放在银行拿很低利息是一种浪费，是加盟商的损失也是公司的损失。不收加盟保证金也可以降低加盟门槛，在加盟商利润下降的情况下增加吸引力，增开更多店面。

五、其他

分成比例：供应商、海澜之家和加盟商分成比例大约为 40:25:35，海澜之家的营业收入是零售额的 56%左右。

资金收益率疑问：2016 年底，公司账上有 88 亿的存款，没有买一分钱的理财产品，利息收入 1.2 亿，资金收益率比较低，不知原因。

投资并购：公司去年开始向外投资，既有相关行业也有完全不搭界的教育培训行业，而且开始炒股。

Ps：让我们为 simplify 鼓掌，感谢 simplify 的分享。

第394篇.　　2018.5.4-关于格力作业的探讨

2018-05-04　唐朝　唐书房

本周陆陆续续又收到几十份作业，而且本周的作业平均质量显著偏高，可能既有耗时多、更认真的缘故，也有部分借鉴留言区信息的原因吧！

除已发出的@simplify 外，@海阔鱼跃　@肖峰　@赤血危机　@吴盛泉　@坨坨　@田一鸣-蓝石资管　@周鸣芃　@FAI　@李俊　@张洋　@XWL　@项京宇@xuj　@lei　@taoheht　@深山野望　等十多位朋友的作业水平也蛮不错的，都有自己不同深度和不同角度的思考。逐一点评和发布不太现实，就综合起来随便聊聊吧！

在《假期作业》一文里，老唐留了关于格力美的销售商品收到的现金与营业收入之间差额问题的作业。为防止有人跑偏，联想到财报造假上去，老唐在文中特意强调“几乎可以确认，这两家公司的财报绝不会在这里造假，所以，这个作业不是为了发现问题，而是为了协助理解公司的商业模式”。很可惜，仍然有部分朋友的作业，走入了歧途，因怀疑有假而放弃了进一步的原因挖掘。

在《手把手教你读财报》166 页的第一行，老唐特意写下过这样一段话“现金流量表是从利润表和资产负债表里推导出来的，是资产负债表和利润表的补充说明。因此，用现金流量表数据去质疑利润表和资产负债表的财务分析方法是不靠谱的。”希望书房的朋友们以后在分析任何公司的时候，都不在这个问题上浪费时间（这种错误，常有市场知名人士犯）。

然而，差异的数百亿现金哪里去了，为什么公式两边对不上帐？这里，要揭发老唐。老唐留作业的时候，有意挖了两个坑，一大一小。如果翻过《手把手教你读财报》关于利润表和现金流量表之间关系的部分（书的 191 页），这两个坑都能完美躲开——全部作业里，有两位朋友提到过这页纸。

好在，即便没有翻书，还是有很多朋友完美躲过大坑，小坑倒是无一例外全掉下去了。哈哈哈，阴险吧？什么坑呢？大坑=在核查现金流量表销售收现与利润表营业收入之间的关系时，要考虑非现金支付；小坑=计算应收账款和应收票据差额时，均需要还原坏账准备（看《手把手教你读财报》191 页完整公式）。

大坑，留言里已经有不少朋友谈到了，就是经销商用银行承兑汇票支付给格力，格力同样用承兑汇票背书后支付给上游供货商，从而导致这部分款项既没有算成格力的现金流入，也没有算成格力的现金流出。

这部分怎么看呢？在格力财报的 151 页，披露了公司当年使用票据支付的数量是 650 亿（其中 4 亿是购买了固定资产，剩余 646 亿用以购买商品或接受劳务）。

全年使用 650 亿票据采购，年底还有 404 亿已经背书或贴现未到期票据（财报 115 页，理论上推测，应该全是背书支付，没有贴现），其他 650-404=246 亿，又分两种情况：①是用经销商交来的承兑汇票支付了，但截止 12 月 31 日已经到期，无需在“期末已背书或贴现但尚未到期的应收票据”里披露；②是用自己公司开出的承兑汇票支付，或许也有部分到期了，没到期的部分体现在应付票据 98 亿里（财报 134 页）。

至于小坑，就是无论算应收账款还是应收票据的差额，都要将会计做报表时主观计提的坏账准备还原回去，用应收的原值计算差额——这个道理不需要解释吧？例如，算格力当年的应收账款净增加额的时候，应该用 62-31=29 亿（财报 116 页），而不是用资产负债表里的余额数据 58-28。

当然，对于格力美的茅台这类企业，这个问题影响很小，因为它们的应收账款较少甚至没有，应收票据大部是不需要计提坏账准备的银行承兑汇票。但其他公司就不一定了，所以这个知识问题还是有必要提一嘴的。

也有不少朋友在作业里怀疑差异是格力报表里高达 595 亿的销售返利造成的。理由是返利是用货物抵，产生营业收入但不产生当期现金流。这个思路我不同意，但迄今为止也不敢完全否定。

我对格力的研究还很浅，暂时还不能确定经销商动用返利进货，对格力是否产生营业收入，以及格力如何记录自己的营业收入和营业成本——按我目前的理解，返利额度用于进货，只产生格力的营业成本，不产生营业收入，因而不会对营业收入与销售收现之间的关系产生影响。

关于格力的返利手法，数年前就让我很困惑，查阅过很多资料都没有搞明白，直到去年 9 月雪球上有位叫@唐子宸　的格力经销商发过一篇谈格力返利的细节文章，才总算让我明白了一点其中的奥秘。原文不长，我拷贝过来（感谢@唐子宸的分享）：

本人是格力经销商。2005 年左右开始做格力空调直到现在，目前未持有格力股票（为了避免把鸡蛋放在同一个篮子里，所以没有持有格力）。

格力返利来源有：打款贴息、提货奖励、淡季奖励、年终返利这四大块。打款贴息只有每年九月有，金额为 9 月回款额的 4%。提货奖励从每年 9 月开始计算，金额为提货额的 4%，按月递减 0.5%直到 3 月。淡季奖励为 9 月到第二年 3 月的提货额的 1-2 个点。年终返利为全年销售额的 8-11 个点。

以年销售 100 万左右的经销商为例，操作模式基本为 9 月打款 30 万，打款全部提货--压货（压货价格基本比淡季零售价高 4 个点,压货基本要到第二年 5-8 月才会卖出。比如 1.5P 定频挂机这个时候是 2599,淡季零售价是 2499）-此时返利为 2.4 万。

10 月-第二年 3 月提货 50 万左右，这 50 万价格为淡季零售价格（1.5P 定频 2499），由于淡季提货奖励每月递减 0.5%，且 10 月基本不会降价，提货基本集中在 11 月和次年的 2 月。算两个点。返利为 1 万块。淡季任务完成奖励前期提货额的 1.5 个点，没有完成就没有，返利为 1.2 万。

旺季 4-8 月根据市场需求提货 20 万左右，没有单独返利。8 月底全年结束，提货 100 万，针对特价机 8 个点返利，常规机 11 个点返利。由于常规机占比较低，算 9 个点。9 万块返利。

正常持续经营的经销商卖 100 万空调会有 13.6 万左右，也就是 13.6 个点的返利。对比格力的 ROE,感觉自己就是个搬运工。（老唐注：按照该经销商的补充，这个 13.6 万是零售渠道拿到的部分，上面还有市级代理，省级代理，返利比例不详）

对返利的一些疑问的解释：

1.第二年不做格力了，返利怎么返？

当年做到 8 月完成销售任务，第二年洗手不干了，那么当年年终返利少付 3 个点。也就是特价机 5 个点，常规机 8 个点。其他不变。今年 100 万销量第二年不做了，能拿 10.6 万，返利会少 3 万，也就是 3 个点。

2.返利的用法

100 万年终返利有 9 万，第二年 9 月再打款 30 万，公司会给你开 39 万的货。但是使用返利开货部分不享受任何贴息和返利。平时的返利，可以用来做工程机（工程机价格比正常零售低 20%左右），按工程金额使用 50%。还可以用来开晶弘冰箱、大松小家电、净水器、格力洗衣机等等，不过这些都是我们经销商比较讨厌的东西。。。

3.每年任务的增减。

首先要保证去年同期。。。前几年有销量增长任务，20%左右。这两年就是保去年同期了，不比去年少就可以。

4.会不会有格力经销商因为任务累计高了就放弃一年从新开始？

其他地方不知道，我周围的经销商没有这种，要么就完全不做了，要么就会跟着走~话说回来，格力空调真好卖啊~~不过 85%的经销商都算不清格力的返利~~都是格力大哥说了算~~跟着大哥走~~

从@唐子宸的表述中，我们可以看到，格力平价进出承担了从生产到最终销售环节的全部增值税，其营业收入相当于按照最终零售价来记录的，相比传统的工厂、经销和零售各赚一段的模式，格力的营收和毛利数据存在夸大。

这种模式下的经销商以进货价销售，毛利主要来源于返利。返利有四种：打款贴息、提货奖励、淡季奖励、年终返利。上个销售年度（9 月到下年 8 月）的返利，基本上会在下个销售年度被经销商使用掉。

无论是打款贴息，或是提货奖励、淡季奖励，从性质上讲似乎更像一种贸易融资手法。高达近 600 亿的返利总额，驱动着数额巨大的资金流。加上公司当年票据支付总额 650 亿，年底手头还有应收票据 322 亿，意味着格力当年经手银行承兑汇票规模高达千亿左右；而且，别忘了，公司账上还有可动用的类现金资产超过千亿（仅货币资金+其他流动资产里的理财产品和存款就超过千亿）。

如果我们脑海里能将上述金融资产的运作整体看作一个单独的业务部门，并假设相关资金流能带来或明或暗的净收益率为 2%~3%（所谓暗，指收益不一定直接表现为金融资产收益），就意味着格力产品销售的背后，有着靠贸易融资、金融运作带来的 50~80 亿净利润，约占全年净利润的 25%~40%。同时，我们还不能忽略，格力是有财务公司的，财务公司针对部分经销商提供买方信贷，一手借钱给经销商，一手卖货收回贷款，这也算是依附于制造和贸易上的金融运作。

这就是一直困扰我的格力的类金融属性，它利用返利、承兑、买方信贷等多种手段，将产品的金融链条玩的炉火纯青。表面上看，企业是生产电器的，似乎是个简单企业，但在简单的产品销售背后，支撑格力这头庞大机器运行的体系已经非常紧密和复杂了，有着强烈的“玩钱”属性（网红董大姐经常公开鄙视的行为），金融运作和产品制造交织在一起，互为助力、互为因果——不知道这个类金融属性是不是格力始终低估值的原因，但它是导致我没有投资它两大原因之一。

另外提一点，不知道格力股东或者这次读财报的朋友们注意到没有：2017 年格力高达 45%的净利润增长里，很大部分是靠控制费用带来的。2016 年销售和管理费用合计占了营业收入的 20%，而 2017 年销售和管理费用合计只占了营业收入的 15%。从 20%压缩到 15%，从绝对额上说，节约出约 75 亿税前利润。如果不是这部分费用的成功压缩，2017 年格力的净利润增长只有约 5%。

在营收从 1100 增长到 1500 亿的过程中，格力通过什么手段，将销售和管理费用生生压下来 5 个百分点的？老唐放上格力历年销售费用相关数据，请有兴趣或有研究过的朋友，不吝赐教。

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
营业收入	604.3	831.6	993.2	1186.3	1377.5	977.5	1083	1482.9
销售费用	84.1	80.5	146.3	225.1	288.9	155.1	164.8	166.6
销费占营收比	13.9%	9.7%	14.7%	19.0%	21.0%	15.9%	15.2%	11.2%
销售返利余额	77.9	82.8	143.5	288.3	466.6	530.5	582.3	594.7
销售费用支付的现金	33.7	45.6	33.3	29.5	55.4	48.3	53.8	104

注意，表格里的销售费用支付的现金，与上游采购无关。在现金流量表里，购买商品或服务支付的现金是单独列报的。销售费用支付的现金，主要包含安装、运输、广告、保险、维修等与销售活动相关的现金支出。

这个表格里，提三个疑惑：①2017 年销售费用其占营业收入的比例突然大幅降低是什么原因？同样，之前年度里出现过的数次大幅升高或降低是什么因素造成的？②2017 年销售费用与 2016 年数据基本相同，但销售费用支付的现金 104 亿，同比翻倍是什么原因？③销售费用中没有用现金支付的部分，与销售返利的积累和兑付是否存在着某种可计算的对应关系？

这几年，无论在雪球还是在书房，询问老唐为何没有持有格力，算是个月经问题，每个月都会有那么几条。其实市场里股票那么多，老唐错过的不止这个，它也不会是最后一个。爱过了，错过了，只留下满仓的我，独自哼着歌~~（预备唱——《单身情歌》）

不开玩笑，说正经的。格力这样的明星企业，想不引起夹头关注，几乎是不太可能的事情。早在格力 10 转增 10 之前的 20 元左右，老唐就曾经买过观察仓，后来发现自己即看不懂格力的类金融属性，也不喜欢董大姐的强悍性格和网红风范，就微利卖出了。就这样，完美错过格力超 5 倍涨幅。

后悔吗？一点儿也不后悔！——这你也信？。说不后悔那是打肿脸充胖子，五倍啊！然而，以老唐迄今为止对格力的理解，理性地说，这笔钱也确实不应该被我赚到。若是违背自己的体系赚到了，那也只是运气，甚至可能是坏运气。因为老唐其他股票上赚到的钱，也同样是这个体系带来的。不理解的东西不投，确实会错过利润，但它是抓住另一些利润的代价——我是这么安慰自己的。

在我看来，企业投资者阅读财报，最重要的问题，就是通过企业经营数据及公司的表述来理解这家企业，在脑袋里将这家企业的货与钱的流动线路揣摩出来，知道这家企业怎么赚钱，其商品怎么流动，金钱怎么流动，各个环节的优势如何，可持续性是否可以判断，劣势在哪里，能否有改善可能，企业规划的愿景是什么，自己对此愿景是否认同……等等。

一言以蔽之，财务数据不是我们研究的最终目的，貌似专业的就财务数据来做加加减减，画多少曲线图柱状图饼状图那也是自欺欺人。财报数据背后的企业运行逻辑，才是最重要的，因此，读财报只能是我们理解企业的起点。

研究懂了，能找到企业的确定性因素，这钱就踏踏实实地是你的，或迟或早；没有搞懂，哪怕今天装进兜，或许改天还是要重新拿出来，只是担任义务保管员的角色，甚至还会贴息。

不过呢，有的时候还真得承认运气也是核心竞争力，星期天和@Stevevai1983 @刘马克 @饕餮海 @易水不寒 @穷林奇 等几位朋友闲聚，期间@stevevai1983 就分享过一个案例，说某某人对医药股基本无知，但不知道怎么地就是对恒瑞很有信心，满仓拿着恒瑞很多年，赚了很多倍。

只是很可惜，运气这种竞争力，我们无法掌控，学习与否无法改变它从天而降或从来不降的概率，所以我觉着咱还是老老实实按照没运气考虑，认真读财报看企业，努力自己能掌控的那部分。至于运气，不

来当做命里本分，来了当做意外加分，这样的投资生涯会走的更踏实些。

今天分享的是自己的一个失败案例。因为对格力现金流的运用方面理解的还不够，所以还谈不上估值，也没有买卖建议，希望这个自揭伤疤的分享，没有让你觉得无聊或者失望。也希望所有参与这个作业的朋友，或多或少地都因为自己的阅读和思考产生了一些收获。

文末再次强调：格力是 A 股市场里排的上号的好企业，董明珠迄今为止也做的非常漂亮，企业运行并没有因她的强势和爱出风头而受损，相反可能还受益不少——至少截至目前如此。老唐受成见影响，对格力基本没做什么深入研究，文中有不妥或错误的观点，请行家直言批评，无需顾忌老唐脸面。关于销售费用表格的相关理解，如果有长文的，继续欢迎发邮件来探讨。谢谢！

文字_2018-05-05

唐书房 *2018-05-05*

今天有位叫@钟望　的格力投资者，分享了他认为老唐对返利和销售费用认识不足的地方，我觉着很有道理，推送给大家，作为作业的补充。

钟老师说，老唐对格力返利的认识有个误区，忽略了除经销商返利之外，格力还在产品畅销时主动预提了跌价返利。这部分返利，格力并没有承诺返给经销商，它是格力从保守出发，为了保证渠道稳定，应对突发状况而额外计提的返利，属于隐藏起来的利润。

2017 年销售费用率异常降低，是格力资深投资者早就预期的结果，真实内在原因是格力计提的返利已经相当充足，格力放弃继续做超额计提，也就使得每年少了 100 多亿费用。

这部分费用，格力两个手段消化:1.通过空调降价（17 年铜价回升，美的等纷纷涨价，格力坚持不涨价，变相降价）。

2.大幅度提高了安装工人安装费，抢夺旺季紧缺的安装工人资源，每台空调额外付出 100 元安装费，消耗了 50 亿，这也是 17 年现金支付销售费用增加的原因。

感谢@钟望。也感谢@莲　在留言区里分享的“销售费用现金支出增加的原因是格力提高了安装费用补贴”。谢谢你们！

第395篇.　　2018.5.7-别催，进行中……

原创　2018-05-07　唐朝　唐书房

别催，进行中……

上周看了约八十份格力作业，可能用手机的时间过多了，肩膀和脖子的肌肉非常不舒服，周末停工啥也没干。原计划周末看完五粮液和口子窖后一起写的主要白酒公司财报简评，也就拖下了——作业这事儿啊，吃力不讨好，以后要少整

别催，涨跌都别催我。股市获利与否，不取决于一两天股价涨跌。评论一家公司，也不是随便看一眼利润表数据，就可以巴啦巴啦巴啦的……

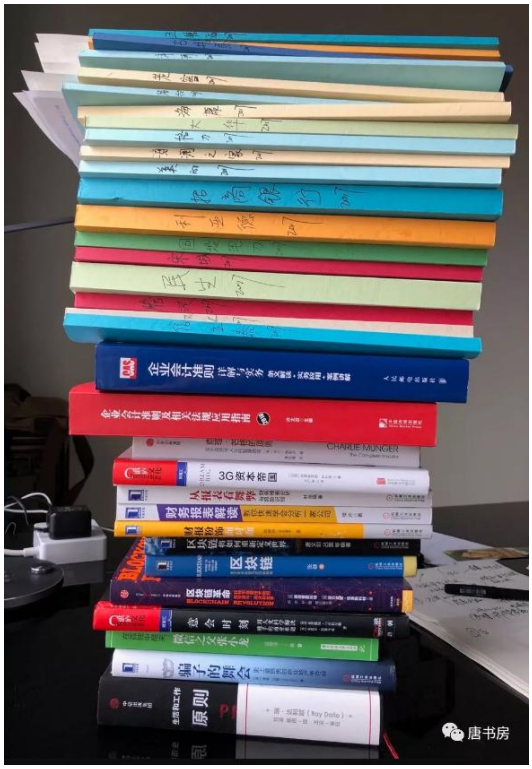
今天有事出门，等我抽空看完写完，自然会发上来的

第396篇.　　2018.5.9-春节至今的阅读回顾

原创　2018-05-09　唐朝　唐书房

肩膀继续不舒服 ing……今天勉强水一篇，安慰天天刷书房的朋友们

这张图，是老唐自春节至今阅读过的全部东西。



上面一摞是财报，不多，也就 19 份。其中部分已经成文在书房里推送过，最上面的六家白酒企业待码字，其他没码的几家没什么新东西补充，跳过了。下面这些书，是春节至今阅读过的。除了已经成文推荐过的《骗局之王》不知道被我塞在哪儿了，其他都在。

这其中，关于区块链的三本入门读物里，《区块链如何重新定义世界》比较好读，可能编者（不是作者）直接按照读者是小白考虑的。

其他两本也不错，至少读过后，在 4 月 29 日的网友聚会上，江湖百晓生@易水不寒　兄口水 biubiu 地讲起区块链的时候，老唐勉强能跟上讨论

三本财报书籍，都是出版社送的，老唐翻看的比较快，质量还都不错。

《从报表看舞弊》的作者叶金福老师居然是利亚德的独立董事，世界好小，交集无处不在。此书比较多的从审计角度，从会计师角度提出了一些报表分析和风险识别方法，看后挺有收获的；

《财报粉饰面对面》的作者夏草，是网络知名财务打假斗士。不过这本书不太系统，是过去夏草老师陆陆续续发在网络上的旧文合集，而且文章没有标注发表时间，看起来略费劲；

另一本《财务报表解读》的作者续芹，好像是位会计学博士，某大学的会计学老师。全书胜在案例多，薄薄一本书里，有针对性地收录了 26 家上市公司的财报分析案例节选，语言生动活泼，挺适合作为入门书籍的。

另外两本关于会计准则的厚书，是老唐自己买的，特意为了看看最新会计准则的变化。花了大约一周

时间，将两大厚本翻完。

内容大同小异，蓝色那本《企业会计准则详解与实务　条文解读+实务应用+案例讲解》近 800 页，质量更好，由“企业会计准则编审委员会”编著。

投资者如果意图在《手把手教你读财报》的基础上进一步深化学习，蓝皮这本是不二选择。有了这本，老唐书架上已经快被翻烂的《企业会计准则案例讲解 2014 版》可以退位让贤、靠边稍息了

其他几本书里，《查理芒格的原则》、《微信之父张小龙》和《骗局之王》我在书房里推荐过，剩余的不太对我胃口，收获不大。尤其《原则》和《3G 资本帝国》，作者名气大、网络软文多，但实际并没有太多营养

当然，最有收获的阅读对象，还是企业年报。你将别人一杯茶一支烟一个破股看一天的时间，拿来读财报，快则一两年，慢则三五年，你就会感受到日拱一卒的威力，你会发现市场先生发给你的“拱卒奖学金”，丰厚到令你惊讶

台上一分钟，台下十年功，

要想人前轻松，你得背后用功，

不经历风雨，怎么见彩虹，没有人能随随便便的成功。

第397篇.　　2018.5.11-主要白酒企业点评①

原创　2018-05-09　唐朝　唐书房

按：本打算六家公司白酒企业简评写完一起发，但好些朋友等不及，一边关心老唐的肩膀，一边策略性催更。理解理解，那就边写边发吧。今天先把行业概述和贵州茅台发上来，后面的等写出来再推。

《手把手教你读财报》一书第 15 页，老唐用了整整一页纸，谈用茅台财报作为解析范本的六大理由。到今天为止，我依然建议所有刚刚开始学习公司研究的朋友，从白酒业入手，尤其是高端白酒的几家公司：茅台、五粮液、洋河、老窖、古井贡。

理由非常简单，这个行业短期供需变化不剧烈，相对容易预测；产品有差异性，有情感归属成分，不容易陷入价格战泥潭；绝大部分（尤其是中高端）都是先收钱后给货，付款方式多为现金或者类现金的银行承兑汇票，普遍很少甚至根本没有应收账款，营收和利润含金量高；产品不担心短期积压，存货几乎不会贬值至生产成本以下；产品简单，研发投入极少，一般不搞费用资本化处理……这些特点，决定了公司财报简单且优质，可预测性较强。

先看这种优秀企业，心中就有了一个标杆，以后再去看其他企业的时候，自然就会有意无意地拿它们来和白酒企业对比，对比其盈利能力，含金量，确定性等等。我个人认为，具备优秀商业模式的白酒业，完全可以作为投资者的根据地、票仓，值得深入研究。每一次阅读都不会浪费，花两年功夫吃透，可以在里面捡一辈子钱。

闲话不表，书归正传，说最新的白酒企业情况。

根据多家酒企财报引用国家统计局权威数据，2017 年全国 1593 家规模以上白酒企业（老唐注：规模以上指年营收 2000 万以上）共计营收 5654 亿元，增长约 14%，其中量增和价涨各有一半贡献。利润总额增长约 36%，达到 1028 亿。

A 股上市的白酒企业共计 20 家。合计营业收入约 1610 亿，利润总额约 736 亿，归属股东所有的税后净利润 524 亿。这 20 家上市白酒企业获取了全国白酒行业利润的 45%以上，剩余 1573 家瓜分其余的 55%（包括郎酒、剑南春、劲酒、白云边、西凤等知名未上市酒企）。



	2017营收	利润总额	归母净利
茅台	582.2	387.4	270.8
五粮液	301.9	133.9	96.7
洋河	199.2	88.5	66.3
老窖	104.0	34.3	25.6
古井	69.7	16.0	11.5
口子窖	36.0	15.6	11.1
汾酒	60.4	13.8	9.4
今世缘	29.5	12.0	9.0
迎驾	31.4	8.9	6.7
顺鑫农业	64.5	6.4	4.4
伊力特	19.2	5.0	3.5
水井坊	20.5	4.2	3.4
金徽酒	13.3	3.2	2.5
老白干	22.2	2.4	1.6
酒鬼酒	8.8	2.3	1.8
舍得	16.4	2.0	1.4
维维股份	6.6	1.7	0.9
金种子	10.2	0.3	0.1
青青稞	13.2	-0.6	-0.9
st皇台	0.5	-1.8	-1.9
合计	1609.5	735.5	523.9

备注——表中加红的顺鑫农业、维维股份、皇台酒业三家主营业务较杂，财报里无法区分白酒净利润和其他产业净利润。好在这三家企业白酒以外的其他产业利润微薄，不影响观察结论。在 20 家上市白酒企业中，以归属股东所有的净利润来划分，层次非常明显：

净利润以百亿为单位的，只有茅台。一家公司为股东创造的净利润，超过其他 19 家公司净利润的总和，正合了那句戏言“中国白酒有两种，一种叫茅台，一种叫其他白酒”，茅台是典型的独孤求败，已经无敌于天下，净利润近于第二名的三倍；

净利润以十亿为单位的，从五粮液到口子窖共计五家，可以视为第二集团。这个集团里三国鼎立：川酒、皖酒和洋河。酒业江湖一直有句传言，叫“西不入川、东不入皖”，是说川皖两地群雄争霸，个个飞起来咬人，外地白酒根本杀不进去。洋河是个另类，稳住江苏根据地的同时，已经大规模杀入安徽市场。

后面以山西汾酒和今世缘带队的十家，利润以亿元为单位，算是第三集团。垫底的四家存在感不强，基本属于竞争牺牲品。老唐关注的主要是第一二集团六家酒企，持有的是茅台、洋河和古井 B 三家公司。

备注：持有茅台 46%-，洋河 6%+，古井 B 股 7%-，合计持有白酒仓位 59%-。其他仓位为腾讯 21%-，民生 H6%-，招商 H5%-，信立泰 4%+，双汇 3%+，海康 3%。年内持股 7 涨 2 跌，收益 2%+。



自 2014 年 11 月 25 日雪球组合老唐实盘建立至今日收盘，组合净值 3.01，同期实际净值 3.28，差异由于组合无法纳入港股和 B 股数据造成。

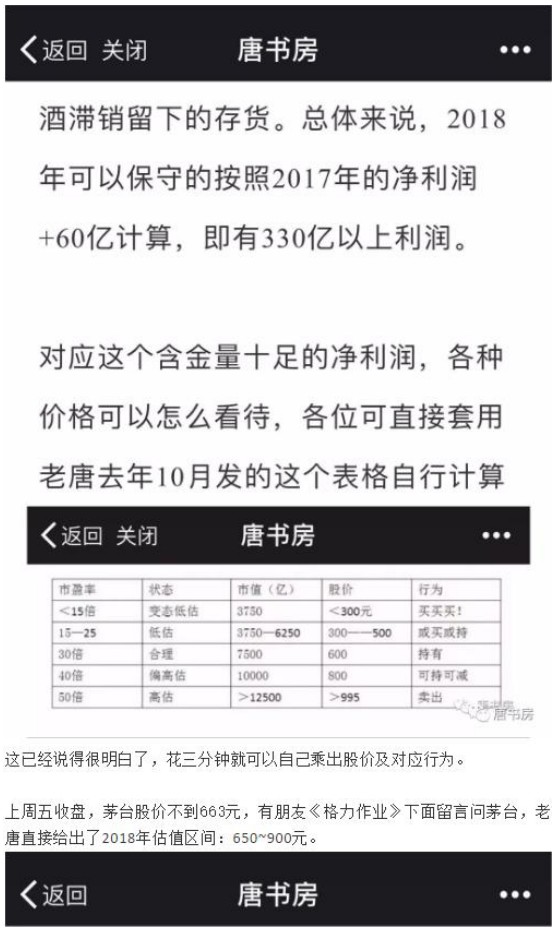
读过以上概述，对行业竞争格局应该有了一个轮廓性认识，下面进入具体企业的 2017 年报及 2018 一季报简评，将涉及茅台、五粮液、洋河、泸州老窖、古井贡、口子窖六家公司。

贵州茅台

关于茅台，老唐写过的文章太多了，本文就只说结论和本期的新东西吧！如果阅读中有不懂的概念，可以书房里搜 2016 年发的《如何早知道》三篇补充基础知识。

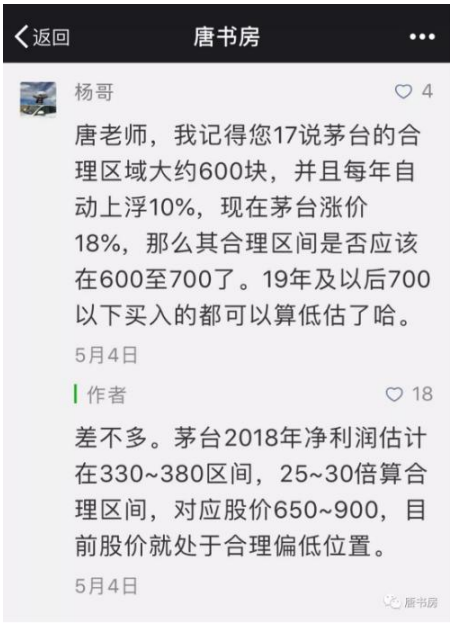
第一，关于 2018 年的估值区间。

2018 年的估值及对应操作，老唐在 3 月份的《速读双汇、国投和茅台财报》一文里这样谈过：



这已经说得很明白了，花三分钟就可以自己乘出股价及对应行为。

上周五收盘，茅台股价不到 663 元，有朋友《格力作业》下面留言问茅台，老唐直接给出了 2018 年估值区间：650~900 元。



没有惊天地泣鬼神的大事发生，这个看法不会有什么大的改变。

第二，由于今年茅台生肖酒销售时间的滞后，及确认部分 2017 年旧价格订单，2018 年一季报数据尚没有完全反应元旦开始的出厂价从 819 上调到 969 这一变化。

2018 年一季度酒业营收 174.7 亿，营业成本 15.2 亿，整体毛利率 91.3%。仅仅比去年全年毛利率高

出不到 1.5%，提价效应在二季度会展现的更加丰富，预计半年报增速喜人。

再次重复老唐这几年一直唠叨的一句话：2018 年可能是茅台利润表更肥美灿烂的时刻。

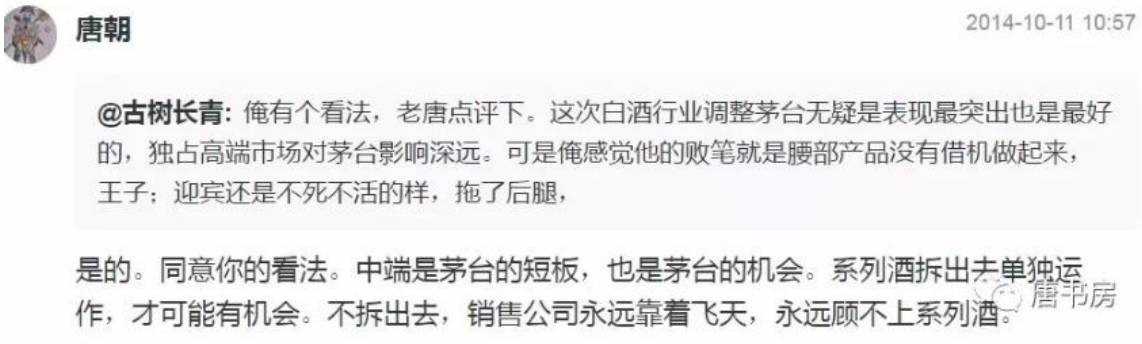
第三，酱香酒（或称茅台系列酒）今年继续高速发展。

2018 年一季度，茅台酱香酒公司继续实现翻倍幅度的增长，一季度实现销量 7000 吨，取得销售收入近 19 亿元，分别同比增长 75%和 111%。通过价格上调和结构调整，系列酒销售收入增速大于销量增速。

过去，系列酒在茅台内部一直是个不起眼的搭头，纯粹是因为收购了原习酒破产时的酱香生产线相关资产，整合了仁怀市怀酒生产线（这些现在看是英明前瞻，当时估计主要还是考虑为当地分忧），加上茅台酿造完毕后的废糟还可以废物利用，才整出这么一堆东西来。

截止 2014 年底系列酒分拆运营之前，系列酒营收在公司总营收里占比不到 3%，基本上靠搭配给茅台酒经销商完成销售，利润几乎可以忽略不计。

分拆出来运作，是 2014 年 12 月的事情。但早在 2014 年 3 月，老唐在《证券市场周刊》发表的《2014，茅台的倒春寒》一文里写到：“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。”在 2014 年 10 月，茅台集团透露有可能将酱香酒单独运作的时候，老唐也表达了赞同的观点：



即便如此，酱香酒的发展速度，还是令我大跌眼镜的。最新消息，截止 2018 年 5 月 3 日，酱香酒销量突破万吨，实现营收 27.7 亿，同比增长 48%和 84%。

2018 年，茅台酱香酒销售目标 80 亿，实现利润 7 个亿。在保持供应量不增加的情况下，靠价格和结构的调整提升销售收入 23%。看目前这势头，实现这个小目标可能问题不大。

80 亿销售收入是个什么概念，大家回头看前文的全国白酒企业营收利润数据表，在上市酒企里，可以排在茅五洋老四大天王之后，和古井、汾酒和顺鑫争一争老五这把交椅了。

公司给系列酒 2018 年定的目标是保 7 争 6，是因为还有两员具备竞争力的悍将没有上市：郎酒和剑南春。这明显是歧视着古汾顺三兄弟。

一个曾经的搭头，现在可以保 7 争 6，是不是有捡到宝的赶脚？保芳书记威武，明灿总威武，二李给茅台股东送上了一份厚礼。不过，对系列酒的继续增长，暂时不能抱过高期望，因为产能有瓶颈。

2017 年和 2018 年系列酒能有三万吨商品酒来销售，一是因为过去几年系列酒一直产大于销，累积了部分存货；二者因为茅台核查基酒，将部分质量达不到茅台品质的存货，拨给了系列酒用以生产。

下图是老唐发表在 2015 年 4 月 24 日《证券市场周刊》上的《茅台的春天》一文里的数据（自己分析和统计的，目前看跟实际数据略有误差但不大）：

系列酒	2011	2012	2013	2014
产量(吨)	9500	9220	14030	19990
销量(吨)	约 9200 吨上下			5900

后面的数据现在可以补上了：2015 年产 18573 吨，销 7826 吨；2016 年产 20576 吨，销 14026 吨；2017 年产 20959 吨，销 29903 吨。

系列酒设计产能 1.77 万吨，实际产能 2 万吨左右。从产销数据可以看出，茅台系列酒的滞销实际上是从白酒寒冬 2013 年开始的，之前基本上可以靠搭配消化掉。

算一下 2013~2016，产销富裕累计一共也就 3.5 万吨左右。除掉少量不合格以及存储过程中的流失（系列酒基酒大部分要储存约两年），很明显也就够 2017~2019 每年 1 万吨的额外供应。新增产能（公司计划将系列酒产能扩张到 4.5 万吨）今年内才准备开工建设，最快也只能在 2020 年之后接过供应接力棒。

第四，基酒失踪之谜。

茅台 2017 年财报第 7 页关于茅台基酒的信息披露显示，茅台大约有近两万吨基酒不翼而飞了。

(2). 产销量情况分析表

单位：吨

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（%）
酒类销售	63,787.61	60,108.36	235,998.87	6.51	62.70	-8.54

当年产大于销约 3600 吨，而库存量却从 25.25 万吨降低为 23.6 万吨，差额约两万吨。

投资茅台关注的核心就是产能和基酒，所以老唐赶紧咨询了公司董秘。感谢茅台董秘樊大美女，不厌其烦地解释，并让公司财务陈主管通过电话和老唐进行了深度沟通。交流非常愉快，赞一个。

总体意思是：由于茅台基酒存储过程中，即无法重新称重，也不宜开坛观测，所以，具体的自然挥发和渗漏数量主要靠经验估算。去年，公司进行了一些关于基酒数量观测上的精细化研究，对基酒存储数量进行了更精密的测算，测算的实际结果比过去估算的结果少——结合刚刚发生的袁董身退、李董上位看，这个精密测算或许与此有关，类似于某种离任审计？

这次的基酒数量变化，不改变存货总值，但会改变存货平均成本，会略略提高今年及之后的公司营业成本，这是我们做财报分析和预测的时候要注意到的问题。

第五，恭喜茅台进入李保芳时代。

保芳书记空降茅台后，在经营上的成绩有目共睹，无需多言。对老唐而言，最大的喜悦是保芳书记来后，茅台的信息披露质量有了天翻地覆的变化。自 2016 年起，很多过去要靠自己搜集、估算甚至猜测的数据，在财报里直接披露，而且精确到小数点后两位，实在是投资人之福——老唐公开夸过好多次了。不过呢，樊大美女就可怜了，经常为这个加班，辛苦辛苦

第六，预收账款的降低无需担心。

2017 年财报预收款从期初的 175 亿，降低为 144 亿，并在一季度末降低为 132 亿，某些朋友比较紧张。

实际上，在茅台供不应求的市场条件下，预收款的降低主要是公司主动控制造成的：不接受过早提前打款，要求经销商一律按月打款提货。所以嘛，这个数据没什么好顾虑的。

第七，关于 2019 年茅台供应量的问题。

老唐最早在 2016 年 4 月 1 日发表在《证券市场周刊》上的《茅台的供给侧之忧》一文里，提出 2015 年茅台基酒产量的下滑，可能会造成四年后供给的严重不足。

不过这个问题，2017 年 10 月，老唐在书房写下《李保芳的小算盘及茅台的重估》一文（该文后以《重估茅台》为题，发表于《证券市场周刊》），已经推测出了茅台公司的应急解决办法，现在这个担忧，已经不存在。没看过的，可以自己翻来看，老唐就不重复了。

关于茅台，就简单说这些吧！

文字_2018-05-12

唐书房 *2018-05-12*

据反馈，最近网络出现仿冒唐书房的山寨账号，请大家擦亮眼睛，不要上当。 老唐仅在微信公众号“唐书房”和雪球网“唐朝”两个账号出没，且从未建立任何平台的收费或免费群，其它平台类似老唐、唐朝、唐书房等账号皆为山寨品。 凡山寨者，必定是耗子扛枪——起了打猫心肠。为了自身的信息和财产安全，请第一时间鄙视并远离??祝朋友们周末愉快??

第398篇.　　2018.5.13-主要白酒企业点评②

原创　2018-05-13　唐朝　唐书房

天生码字的命，哈哈哈！



前天推送了《主要白酒企业点评①》，今天又把五粮液码出来了。推的略密集，跟得上的就跑着，跟不上的就慢慢晃悠着，反正也不是什么着急的事儿

闲话不表，言归正传，说五粮液。话说 2013 年 10 月 27 日，雪球上有位朋友问老唐那么喜欢白酒，却为何不买五粮液？老唐当时是这么回答他的：

当初看报表时，有三点细节让我否了五粮液：1.公司2009年曾花34亿多现金，买一个注册资金1.5亿，净利润顶多几千万的包装公司回来；

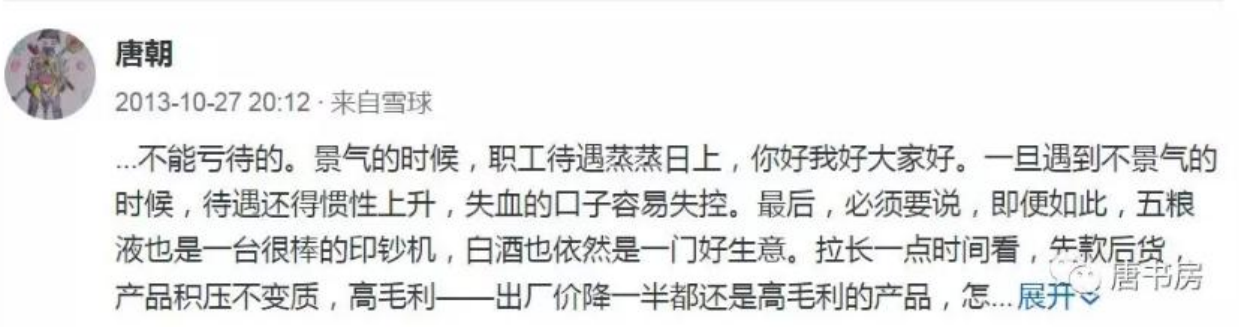
2.五粮液子公司、关联公司的名单，在报表上排了好几页，印象中好像不少于三四十家；

3.职工多。老窖和五粮液都是浓香型，五粮液销售收入约为老窖的三倍，但职工是老窖的15倍左右。

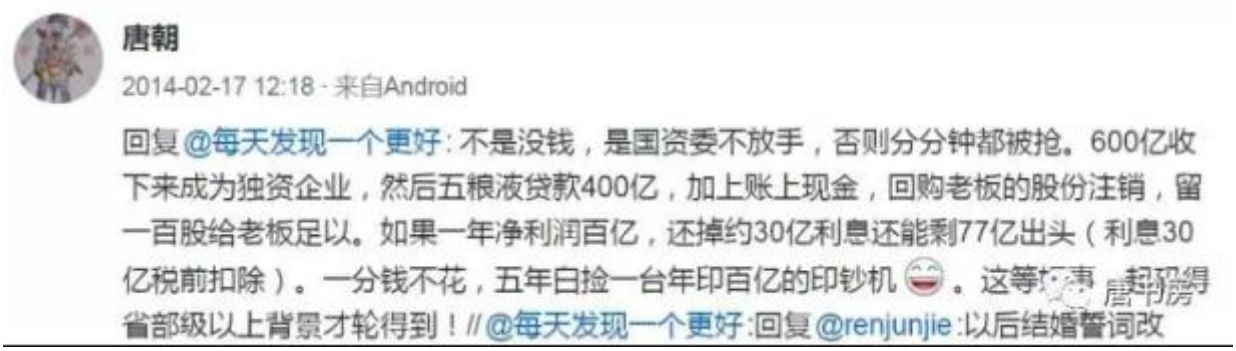
这三个细节给我的印象是：1.公司管理层异心太重，下手太黑，盘现金出去的时候，连起码的面子活都懒得遮掩；

2.大股东装钱的口袋多，可以腾挪的空间就多。作为信息弱势的小股东，公司行为越复杂，不利的可能就越大。一旦市场不好，寄生虫们都要先吸饱血，作为宿主的股份公司就可能失血过多；3.和上一条一样，职工也是不能亏待的。景气的时候，职工待遇蒸蒸日上，你好我好大家好。一旦遇到不景气的时候，待遇还得惯性上升，失血的口子容易失控。

最后，必须要说，即便如此，五粮液也是一台很棒的印钞机，白酒也依然是一门好生意。拉长一点时间看，先款后货，产品积压不变质，高毛利——出厂价降一半都还是高毛利的产品，怎么看，都不会是烂生意。



那时，正是白酒业最惨淡的时候，五粮液市值仅约600亿，老唐当时还YY过这么一段：



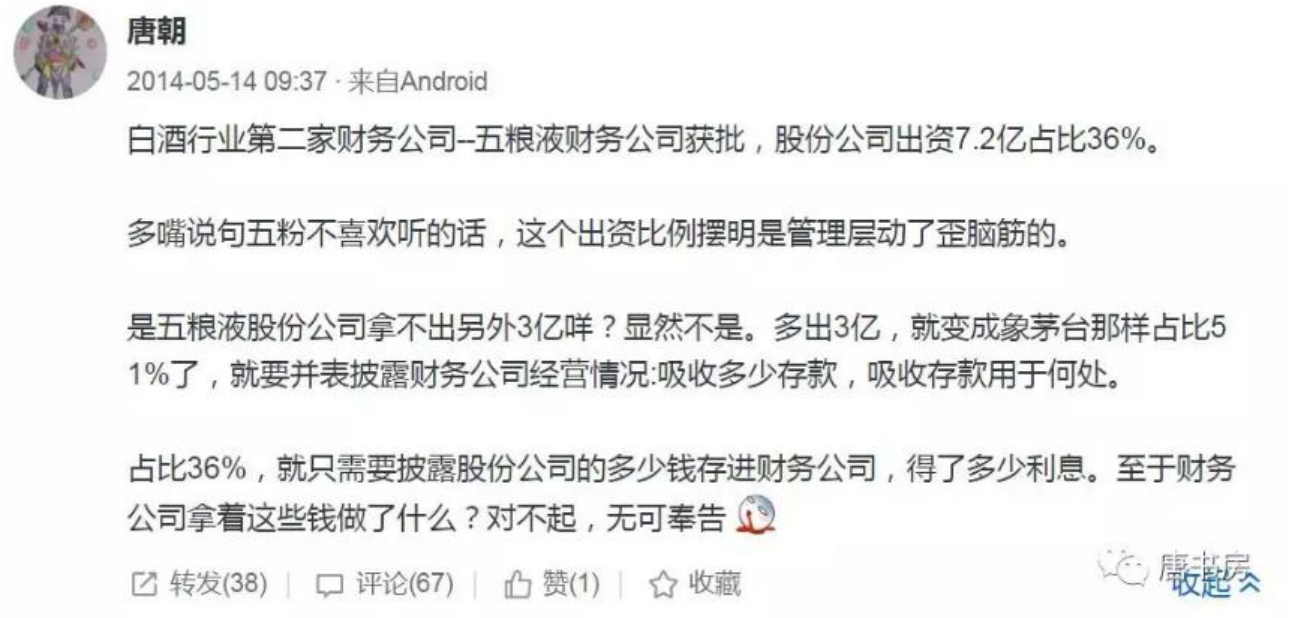
眨眼4年半过去了，今天五粮液市值约3000亿，五倍涨幅。今天，我对五粮液的看法丝毫未变：企业是印钞机，可惜出血口太多。

看看上个月刚刚完成的非公开发行：21.64元的定价，发行8564万股，其中一半股权增发给基金。相当于强制所有股东把持股的2.2%，按照840亿估值卖掉。缺钱的企业还好说，五粮液账上堆着500多亿现金找不到地方花啊！

结果嘛，就是这些增发的，本钱还没掏出来，每股就已经净赚约50元了，这投资回报率，拳打巴菲特、脚踢索罗斯。若谁非要说它是公允、合理和必要的，我也只能默默点个赞。

这好几十亿，真是送给员工或者经销商还勉强可以理解，算是金手铐，为了企业的未来凝聚人心，捆绑利益 balabala 嘛。但你送给一帮投资基金，换些钞票来躺在集团控股的财务公司里睡大觉，这算哪门子事儿呢？

说起这个财务公司，刚批下来的时候，老唐就嘟囔过



现在股份公司存给财务公司的现金就有 119 亿（以后必然还会调升上限的），利息都有 3 亿。当初少投 3 亿，除了避免并表、避免公开披露财务公司经营信息，实在想不出什么别的理由。

关联交易是更常见出血口，看 119 页到 133 页，十几页的关联交易披露，是不是真是公允价格？老唐只敢说如果是我这种道德品质不够高尚的人在台上做的，多半不公允。如果是现有管理层做的，一定一定很公允。

不能老说别人缺点，优点也是多多的。

五粮液 2017 年营收突破 300 亿（302 亿），超越 2012 年历史巅峰数据（272 亿）11%，虽然净利润距离 2012 年的 99.4 亿还差几亿，但突破应该也是指日可待的事儿了。

2018 年，公司管理层对于行业的基本认识是三个基本形成：一是白酒行业强复苏的发展态势基本形成；二是行业向名优品牌集中的发展态势基本形成；三是白酒消费从政务消费向商务消费、民间消费转型的发展态势基本形成。

公司在此基础上定下了 2018 年营业收入 26%的增速。以白酒业特性及今年接力式提价的市场形势看，营收增长 26%，净利润会远超此数。

对于上述三个基本形成的判断，老唐是认同的。强复苏态势，尤其是高端白酒的强复苏态势，以及行业份额向名优品牌集中的特点还是比较明显的，几家主要白酒企业掌门人，都表达了类似的观点。

比如茅台财报如是说：白酒行业进入新一轮上升期，行业回暖趋势更加明朗，生产集中度更加提升，提价增利趋势更加明显，品牌营销更加风行，酒企业探索新零售更加快速；

比如洋河财报如是说：白酒行业在深度调整之后迎来新一轮增长期，白酒市场消费明显升级，高端、次高端白酒产品价量齐升；行业集中度明显加快，名酒企业发展强者恒强。

比如老窖财报如是说：当前酒类行业发展态势主要呈现出行业集中明显加快、消费结构加快升级、发展模式加快变革的特点。

比如古井贡财报如是说：白酒行业复苏与回暖成为大势，名酒复兴进程加快，各大名酒企业和区域龙头企业经营业绩呈现大幅增长。白酒集中度在加强，各大名酒企业纷纷重视品牌复兴。2018 年次高端市场集体扩容的趋势愈加明显，其中价格空间的持续放大，或将带来次高端市场格局的新一轮洗牌。2018 年受消费升级影响，需求向主流优势品牌集中，一二线名酒率先复苏，行业分化加剧，进入挤压式竞争，竞争性增长代替容量式增长，高端品牌和区域强势品牌最受益，竞争优势凸显。

这几家公司的管理层，一定是对白酒行业理解最深刻的那部分人，他们的看法，绝对比媒体上主要靠演讲、卖文和培训的砖家靠谱，也比券商研究团队的小年轻靠谱，而且这些研究报告还不收费，你直接下载即可，别错过喽！

另外，从几大名酒公司管理层给自己提出的 2018 营收增长目标上也可以清楚地看出来。

	茅台	五粮液	洋河	泸州老窖	古井贡
2015 计划增长	1%	0%	5%	45%	0%
2015 实际增长	3.5%	3.1%	9.4%	29%	13%
2016 计划增长	4%	10%	10%	16%	0%
2016 实际增长	19%	13.3%	7%	20%	15%
2017 计划增长	15%	10%	10%	22%	0%
2017 实际增长	50%	23%	16%	21%	16%
2018 计划增长	15%	26%	20%	25%	14.3%
2018 实际增长	?	?	?	?	?

（备注：表中的 0%，代表着当年管理层的表述是持平的前提下，力争有增长）

上表可见，无论是从来保守定计划，超额完成的茅台、五粮液、古井贡，还是有过一次没完成劣迹的老窖和洋河，2018 年给自己定出的目标都是两位数增长。

注意哦，表格里的增长目标是营业收入目标，由于高端白酒的产品属性，其净利润增长速度通常会比营收增长高。

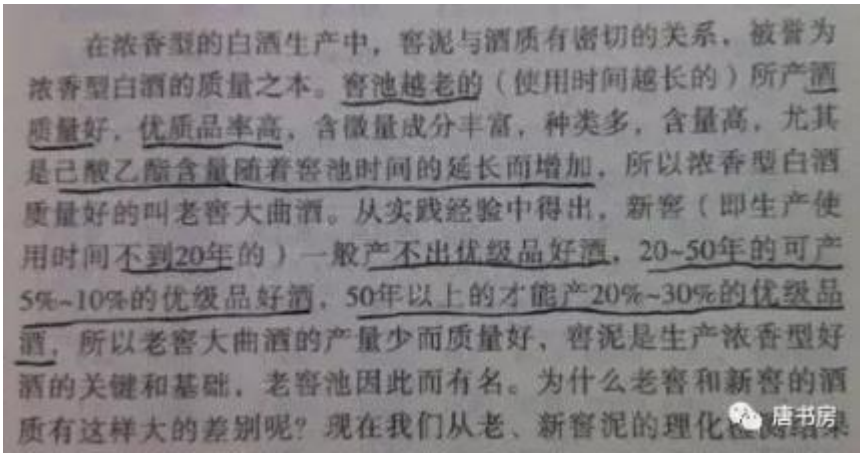
五粮液 2018 年提出的目标是营业收入增长 26%，净利润增长预计会超过 30%。老唐相信在 2017 年 3 月空降五粮液的李曙光董事长带领下，2018 年完成这个目标，应该问题不大。

为啥对这位李总（话说茅台和五粮液都是空降了一位很有改革魄力的新李总）这么有信心呢？其实不是对李曙光总有信心（对这位李总我关注不多），主要还是对市场和五粮液品牌有信心。

中国高端白酒市场 2017 年市场总销量五万多吨，其中茅台 3 万吨出头，五粮液约 1.5 万吨，1573 约 0.6~0.7 万吨，剩余被梦之蓝、水井坊等其他品牌瓜分。

2018 年和 2019 年，茅台的供应量都上不去，也就维持三万吨出头的供应量了，这是供应侧的已知条件。在需求侧，市场需求增长明显，但茅台公司出于政治和长远发展的角度，坚持多种手段打压价格上涨，导致 1499 元售价下市场缺货严重。这种情况下，五粮液和国窖 1573 等高端白酒，承接茅台溢出需求的确定性较高。

然而，作为浓香型白酒，其高端酒产量受到一个特别制约，是什么制约呢？我们看原泸州老窖公司总工程师，有国际酿酒大师称号，享受国务院特殊津贴的著名白酒专家赖高淮老先生（现年 84 岁）的阐述：



20 年以上窖龄的窖池，可以产出 5%~10%的优级品好酒，50 年以上的窖池可以产出 20%~30%的优级品好酒。这意味着什么呢？意味着即便你 20 年前就挖了很多窖池，并使用了窖池老化技术（就是这位赖高淮老人主持创新的新技术），产生高端酒的同时，也会伴生出更多的低端酒。

这是浓香酒的宿命。这也是多年前，洋河一直要从四川买高端基酒回来作为调味酒的原因，也是洋河人这十多年里不断扩张产能的动力所在。只有今天多挖酒窖，20 年乃至更长时间以后，你才有高端产品能提供出来。时间问题，从来不是你丢进去几百亿或几千亿就可以解决的。

顺带说一声，今天的洋河，已经是全国白酒第一大品类浓香酒的产销量龙头了。2017 年，洋河以 22 万吨的产量+21.6 万吨的销量，遥遥领先五粮液的 18 万吨产销量及泸州老窖 16 万吨产量+15.4 万吨销量。

其他公司数据不用谈了，紧随其后的古井贡八万多吨，迎驾四万多吨。全国白酒企业产销量唯一超过洋河的，是清香型低端酒龙头牛栏山二锅头，以约 43 万吨左右的产销量高居全国酒企产销第一。

无论是洋河、五粮液或者老窖，他们的销量里，主要是中低端白酒，高端的量占比都很少。但是，浓香白酒只有具备将中低端白酒销售出去的能力，才有提供高端白酒的可能。否则，你生产 1 吨高端酒，积压 3 到 20 吨中低端基酒，利润会被吞噬干净，甚至陷入亏损泥潭。

那么，老唐为何看好五粮液承接茅台需求溢出呢？三个原因：

第一，五粮液在上世纪八九十代就大量扩产，很早就具备了 20 万吨以上的固态白酒产能，其中数万吨产能一直未能释放。因此，五粮液公司具备增加高端酒供应的能力；

第二，五粮液具备良好的系列酒销售基础。全国销售网络和渠道保持着多年的顺畅运行，旗下五粮春、五粮醇、尖庄等品牌具有广泛的消费者基础，系列酒常年保持着十多万吨的销售量（2017 年系列酒销量约 13 万吨，销售收入 70 多亿）；

第三，李总曙光空降五粮液以来，始终将发展系列酒放在重要的战略位置上，正在集中精力培育亿级、十亿级、二十亿级、五十亿级的大单品。在五粮液规划的“4+4”系列酒品牌矩阵中，重点打造五粮春、五粮醇、尖庄、五粮特头曲 4 款传统的全国性经典战略大单品的同时，将选择打造“五粮人家”、“友酒”、“百家宴”、“火爆”4 款具有渠道特色的个性化重点产品。

2018 年，李总曙光学习李总保芳的策略，允许系列酒亏损三年，加大费用支持；继续砍品牌、砍产品代码，缩减品牌数量，提高品牌识别度；计划 2018 年完成 1000 家经销商招募工作，并加大和超市网商等新渠道的合作，要在 2020 年打造出超过 200 亿规模的五粮液系列酒，同时将五粮液投放量扩大到 3 万吨。

以上三个因素，分别代表了有产能、有渠道、有行动，所以，五粮液承接茅台溢出需求，是顺理成章的事情。至于老窖和梦之蓝，简单说就是产能不够，暂时不在一个竞争级别上。具体情况我们放在下一篇

再谈。

8、高端白酒产能不足的风险

2015年度，公司白酒产能（成品酒）为28.1万吨，产量（成品酒）为19.12万吨，产能利用率为68.04%。因公司高端白酒“国窖1573”只能在百年以上窖池生产，目前“国窖1573”白酒的基酒产能约为3,000吨/年，高端白酒窖池产能限制对公司未来扩大销售存在一定影响，存在一定的产能不足风险。

唐书房

必须要申明：虽然确定性很高，但老唐没有投资五粮液计划，无论她会跑得多快。因为我认为前有茅台更具确定性，后有洋河更值得信赖、更有后劲，再加上古井 B 这样一个送钱的 Bug，我没有理由去选择浑身出血口的五粮液——老唐持有茅台 46%-，洋河 6%+，古井 B 股 7%-，合计近六成白酒仓位。

不放心的企业不投，这是原则。就好比现在有个和某恶人合作，铁定赚钱的机会，你会不会参与？十多年前的我，可能会。今天的我，不会了。是否参与，不涉及对错，只是因为有了选择的权力，有了坚持自己价值观投资和生活的能力。

最后，再补充一件五粮液的好事儿。2018 年 2 月 12 日，关于五粮液 16 口明代古窖所有权的官司，终于在最高法院落槌，五粮液赢了。



唐朝

2013-10-29 10:52 · 来自雪球

回复@石头1691：手持几百亿现金，连把16口明朝老窖的产权纠纷解决了（记得尹家传人的要求不过一亿多）的小钱都不愿给。明朝老窖，可是五粮液的招牌，是品牌的基石哦！兄台说，他会舍得把钱分给你吗？ // @石头1691：回复@石头1691：话说回来，$五粮液(SZ000858)$ 就是这点不好，拿着那么多现金干... 展开

唐书房

尹家后人打了这么多年官司，从当地法院、省法院，一直告到最高人民法院，这下子消停了，五粮液股东心中可以踏实了。这个事儿，怎么说呢？总算有惊无险，结果挺好。

第399篇.　2018.5.18-主要白酒企业点评③：洋河vs老窖（上）

原创　2018-05-18　唐朝　唐书房

上一篇五粮液点评，自己觉得写得还挺满意的，结果居然创下了 2018 年书房头条文章阅读量和打赏率新低（仅高于 3 月 24 日同时推送四篇中的第三四篇阅读量），一时兴趣索然，没了继续写的兴头。拖了几天发现，再拖下去就不是难产，而是流产了，还是赶紧鼓起剩勇把它整理出来，算给自己一个交待。

今天聊洋河和老窖。这是一对欢喜冤家，过去是、现在是、未来也是。下表是过去十年里洋河和老窖冲着白酒业小三位置比拼的成绩单。

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
老窖营收	38.0	43.7	53.7	84.3	115.6	104.3	53.5	69.0	83.0	104.0
洋河营收	26.8	40.0	76.2	127.4	172.7	150.2	146.7	160.5	171.8	199.2
老窖净利	12.7	16.7	22.1	29.1	43.9	34.4	8.8	14.7	19.3	25.6
洋河净利	7.4	12.5	22.1	40.2	61.5	50.0	45.1	53.7	58.3	60.3

数据一目了然，2010 年是两家公司的分水岭。那一年，洋河第一次在营收上超过了老窖，净利润恰巧一模一样。2010 年之后，两者的差距越拉越大，到 2017 年，洋河营收是老窖的 192%，净利润是老窖的 259%。

泸州老窖的营收和净利润巅峰在 2012 年，分别是 115.6 亿和 43.9 亿。今天，营收是 2012 年的约 90%，净利润是 2012 年的 58%；洋河同样在 2012 年出现一个高点，营收 172.7 亿，净利润 61.5 亿。2017 年，洋河营收是 2012 年的 115%，净利润是 2012 年的 108%。

换成图表或许看起来更直观一点：



2010 年两家公司给股东创造的净利润都是 22.1 亿，7 年过去了，差距拉大为以倍数计算。作为投资人，必然会好奇：导致两家拉开差距的核心原因是什么？这差距未来会缩小还是会继续扩大？当下谁更有投资价值？

聊这个问题，得从两家企业各自的核心竞争优势说起。

洋河这家企业，我很喜欢。这是一家完全靠人拼上去的成功企业，其先天继承的资源，无论品牌还是产品，在国内酒企里原本并不占据多大优势。这家企业的核心竞争力就是“人”，与股东同坐一条船的人，吃自己所做饭菜的团队。

早在 2016 年 4 月 25 日，洋河 2015 年财报发出时，老唐就写过一篇文章叫《可怕的执行力》，后以《解密洋河的高成长》为题发表在 2016 年 4 月 29 日的《证券市场周刊》上。文中谈到了老唐眼中洋河的核心竞争力：*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。*

早在 2002 年洋河改制成立股份公司的时候，公司管理层及核心技术人员 125 人就直接或间接地买下了公司 30.79%的股份。经发行新股上市，及历次送配及股权激励，至今由一百多名管理层及核心员工持有公司约 1/4 股权，市值超过 450 亿。

诺奖得主米尔顿.弗里德曼有个著名的“花钱矩阵理论”:「花自己的钱办自己的事，既讲节约，又讲效果；花自己的钱，办别人的事，只讲节约，不讲效果；花别人的钱，办自己的事，只讲效果，不讲节约；花别人的钱办别人的事，既不讲效果，又不讲节约」——这是亘古不变的人性，你我他都逃不了。洋河持股结构，注定了这群人是花自己的钱办自己的事，是用心做事，即讲节约又讲效果的团队。

所以，连白酒业当之无愧的王者茅台，也提出了向洋河学习的口号。2016 年，李保芳书记在茅台公司公开提出，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”。——行家一出手，便知有没有，茅台团队才是最理解洋河团队的人，洋河的精髓和本质就是在一个具备优秀商业模式的行业里，依然“善于求新求变求突破”。

如何体现求新求变求突破？我们可以用“蓝色经典”诞生的案例来看看洋河的“求新求变求突破”精髓。正是这个产品的推出，推动着洋河从一个二三流小酒厂成长为行业巨头的。

2001 年的洋河酒厂，年销售额只有 2 个亿（当年五粮液 47 亿，老窖 10 亿），已经沦落到无法保证发放员工工资的囧境了。改制后的 2002 年，洋河人节衣缩食，投入大量人力物力摸底调研市场，了解不同层次消费者的真实想法。

公司通过对 4325 人次目标消费者口味测试、对 2315 人次目标消费者饮后舒适度试验，综合分析结果后得出结论：白酒在人们交际中发挥着重要作用，有时单人的饮用量比较大。消费者饮用白酒后最大不适感主要是头痛，其次是口干舌燥。白酒消费市场迫切需要开发“低而不淡、高而不烈、饮后舒适”的新产品。 2003 年 8 月，洋河规避以浓香、酱香、清香等香型区分白酒的传统手法，在总结提炼出一整套优质白酒特征优点、工艺要求、微量成分等理论后，创造了一种全新的品类“绵柔型白酒”。它不强调香型，强调口感，满足消费者顺口、大饮用量下不良反应小的需求。并在产品包装上打破红黄主调的老传统，将蓝色固化为产品标志色，实现了产品视觉上的差异化。

产品分为三种：海之蓝、天之蓝、梦之蓝， 档次与价格从低到高。伴随着经典广告词：“世界上最宽广的是大海，比大海更高远的是天空，比天空更博大的是男人的情怀”，这个崭新的品类逐渐占领了消费者心智。这就是求新求变求突破的代表作。

今天，洋河依然在求新求变求突破。伴随着行业的消费升级，将海之蓝做成全国最大的单品之后，用天之蓝承接着海之蓝培育出来的消费者，并提前通过并购和投资等手段，不断扩大产能。今天的洋河，已经成为年产原酒 16 万吨，原酒储存能力达 100 万吨的大型企业，这些产能为未来的梦之蓝提高产量，大面积承接天之蓝消费者及抢占其他高端酒市场份额做着准备。

正因为花自己的钱办自己的事，所以他们愿意在别人不肯着力的地方下笨功夫，其五度五米战略，特别强调专注、极致、坚守、创新和热爱。立足酒行业做最懂酒、最会酿酒、最会卖酒的公司，做最专注、最专业、最有远见的酒类企业。



这样一个具备良好商业模式的产业里，由这样一群专注的、和股东利益捆绑的团队打理，作为股东，有什么好担心的呢？

一高兴，扯的感性内容多了点儿，其实洋河的投资逻辑，在前年的《解密洋河高成长》和去年的《奋进中的洋河》两篇文章里，已经说的比较清楚了，逻辑无变化，估值无变化。相关内容不再重复，今天就只简单地谈点儿当下的新情况。

2017 年洋河营收和利润均创出历史新高，其中省内营收破百亿（106.3 亿），省外营收近百亿（92.9 亿）总体来说，根据地稳固，且省外的高速增长证明洋河的渠道深耕术，出省后并没有失灵，可复制性较强。

梦之蓝 2017 年上半年增速约 50%，全年增速超过 70%，呈现加速态势。2018 年一季度，海、天、梦增速均比去年更快，其中海、天整体实现两位数增长，梦增长超过 60%。从占比来看，一季度蓝色经典系列占比超过 80%，梦之蓝在蓝色经典中占比约 35%。全年，公司预计营收增幅 20%以上，一季度实现同比增幅 26%，全年完成 80~90 亿净利润应该没有什么困难。

公司继 2016 年花费 1.9 亿全资收购了贵州贵酒以后，今年通过贵酒投入 0.1 亿元，收购了茅台镇厚工坊迎宾酒业股份有限公司 100%股权。两次收购规模都很小，公司正在小心翼翼地试探和摸索酱香酒的生产和销售领域。

不过，虽然企业发展情况乐观，但老唐要在此处对之前的一个判断做出修正。2016 年 4 月 29 日的《解密洋河高成长》一文里，老唐曾预言：“*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*。”目前看，这判断被打脸的概率越来越高了。

预计被打脸倒不是说洋河不行，而是五粮液可能比之前预计的发展更好些。其原因是白酒高端市场火爆的出乎意料，具备产能的五粮液完全不需要营销上用什么力，就可能取得高速增长。

说高端白酒火爆，茅台到处缺货是例证。茅台 2017 年基本上不是营销，而是努力营不销，想尽办法建立各种门槛拒绝消费者。实名，限量都是小儿科，老唐还有帮朋友给专卖店转酒钱的经历。



因为专卖店不收现金，不刷卡，不接受微信付款，只接受银行转账。不仅要登记购酒人姓名电话，还要留下转账人的姓名和电话，说是为了防止倒酒，茅台公司要抽查。没网银的朋友被搞到没办法，让我帮着转账，然后微信还我。

在这种形势下，五粮液是否克服短板，是否精细化管理，是否堵住出血口都不重要了，重要的是货、货、货，把五粮液生产出来，那就是增长之源。

从这个意义上说，高端白酒市场形势越好，洋河当然也会沾光，但它相对同行的优势反而不容易展现出来。目前看，由于高端市场供需缺口比我之前预想的要更大，加上李曙光总对五粮液做的一些改革措施总体正面，洋河超越五粮液的时间可能会比 2021 年更晚。

说完洋河，说老窖。文长图多，另开一篇。

利益声明：老唐持有洋河，不持有泸州老窖。且未来 72 小时不会对洋河或老窖产生任何交易。

第400篇.　　2018.5.18-主要白酒企业点评④：洋河vs老窖（下）

原创　2018-05-18　唐朝　唐书房

早在 2014 年 4 月 18 日的《证券市场周刊》上，老唐以《老窖的成长困境》为题，谈了老窖的核心优势，文中写到：

“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。

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。然而，这同样也是老窖的困境，文中另外一段说到：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。

现在我们用 2017 年的财报对比 2013 年财报，可以清晰地看到企业过去五年的发展轨迹：2013 年，公司高档酒营收 28.8 亿，中档酒营收 32.1 亿，低档酒营收 40.5 亿。2017 年，分产品披露如下图：

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减
分行业				
酒类	10,114,600,585.81	2,859,769,882.87	71.73%	20.47%
分产品				
高档酒类	4,648,164,314.50	448,276,412.35	90.36%	59.18%
中档酒类	2,874,921,442.63	714,821,895.22	75.14%	3.02%
低档酒类	2,591,514,828.68	1,696,671,575.30	34.53%	-3.50%
分地区				

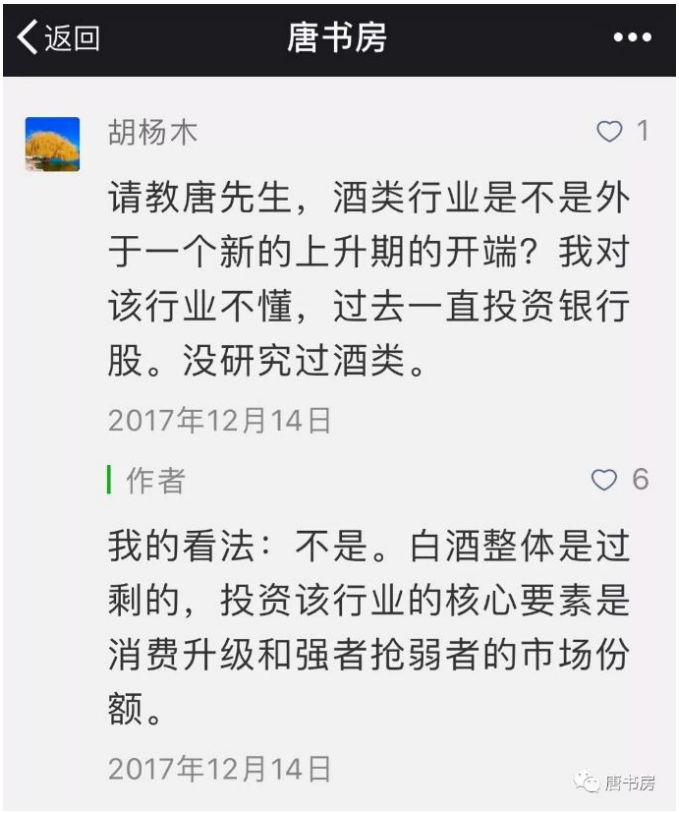
厝书房

一目了然，过去五年，泸州老窖的中低端酒均是下滑的，全部增长均来自国窖 1573 的增长。从区域角度说，2017 年本部西南地区负增长 6.61%，其他地区负增长 19.84%，增长主要来自华中地区和华北地区。

过去五年分产品营业收入变化趋势如下图（单位亿元）



这也是我数次回复提问时说过的，投资白酒应该明白的竞争格局：



投资白酒行业的核心要素是**消费升级和强者抢弱者的市场份额**，具体而言，就是在**高端看产能，中低端看营销**。这几年白酒从低谷到复苏的过程里，老窖中低端不但没有增长，反而出现量价萎缩，足以证明老窖团队及渠道在中低端市场的运营能力是存疑的。

下表是几家主要白酒公司 2017 年的广告促销费用数额及费用占比：

	茅台	五粮液	洋河	老窖	古井贡	口子窖
2017营收	582.2	301.9	199.2	103.9	69.7	36
2016营收	388.6	245.4	171.8	86.3	60.2	28.3
2017广告促销费	23.6	32.7	12.1	18.8	12.55	2.2
2016广告促销费	12.6	43.4	8.2	11.33	12.94	2.8
广告促销费增加额	11	-10.7	3.9	7.47	-0.39	-0.6
2017广告促销费占比	4.1%	10.8%	6.1%	18.1%	18.0%	6.1%
2016广告促销费占比	3.2%	17.7%	4.8%	13.1%	21.5%	9.9%
广告促销费占比提升	0.8%	-6.9%	1.3%	5.0%	-3.5%	-3.8%

唐书房

通过表中数据，我们可以看见，六家主要白酒公司里，老窖的广告促销费用占营业收入比提升幅度最大，从 2016 年的 13.1%提升至 2017 年的 18.8%，净增加 5%。

老窖广告促销费占比在六家公司里排第一，甚至超过了一贯高费用比的古井贡（古井贡费用占比高，实际上主要是由于营收和费用记录制度和其他几家有差异造成的）。绝对额增加 7.47 亿，仅次于为打开系列酒市场大幅增加广告促销预算的贵州茅台。

然而，高达 18.8 亿的广告促销费用投下去，老窖的中低端从 2016 年的 54.76 亿销售收入，变成 2017 年的 54.67 亿销售收入，负增长。真正增长的是高端，国窖 1573 销售收入从 2016 年的 29.2 亿，提升至 2017 年的 46.5 亿，净增加 17.3 亿，最终导致公司净利润同比增加 6 亿元。

从以上数据里，老唐做出一个推测：**老窖的中低端，要么已经被战略性放弃了，要么就是根本推不动。公司未来的增长期望值完全寄托在高端酒上，也就是国窖 1573 及以上品类。**

事实上，公司财报也暴露了这一转变。从 2006 年到 2015 年，公司财报关于战略部分，一直有“*坚持‘双品牌塑造，多品牌运作’的品牌战略*”，或类似表述，比如“*坚定不移地推进国窖 1573 品牌提升，坚定不移地推进泸州老窖特曲价值回归*”，“*以国窖 1573 和泸州老窖作为战略品牌和主力品牌，按照“战略品牌管战术品牌”的原则，严格实施品牌管理及产品管理。*”等。

到 2016 年和 2017 年，关于泸州老窖特曲品牌价值回归的表述被淡化了，公司战略变成了：

3、公司发展战略

公司“十三五”期间总体规划为“一二三四五”战略，即：明确重回中国白酒行业“第一集团军”一个目标；坚持“做专做强”与“和谐共生”两个原则；深入贯彻落实加强销售、加强管理和加强人才队伍建设“三个加强”；把握在2015年—2020年间的稳定期、调整期、冲刺期和达成期等四个关键发展步骤；实现公司在中国白酒行业的市场占有领先、公司治理领先、品牌文化领先、质量技术领先和人才资源领先。

唐书房

公司“十三五”期间总体规划为“一二三四五”战略，即：明确重回中国白酒行业“前三甲”一个目标；坚持“做专做强”与“和谐共生”两个原则；深入贯彻落实加强销售、加强管理和加强人才队伍建设“三个加强”；把握“十三五”期间的稳定期、调整期、冲刺期和达成期四个关键发展步骤；实现公司在中国白酒行业的市场占有领先、公司治理领先、品牌文化领先、质量技术领先和人才资源领先。

唐书房

同时，以公司最近对外的宣传口径观察，也可以观察到同样的动向。下面截图是 5 月 15 日，公司对外披露的国窖 1573 发展目标：

基于此，泸州老窖制定了国窖1573未来三年发展规划：

2018年，国窖1573销售要超过100亿元；2020年销售超过200亿元；在销量上，国窖1573未来要达到2万吨以上。三年时间，如果实现从100亿元到200亿的跨越，凭借国窖的量价表现，那么，将在高端市场成为飞天茅台、“普五”抢夺市场蛋糕的“劲敌”。

唐书房

今年国窖 1573 要翻倍实现 100 亿销售，2020 年要超过 200 亿，未来 1573 的销量要达到 2 万吨以上——这是管理层对老窖的未来所押的宝，靠 1573 的高速增长，超越洋河，重回白酒业第三。

上一篇里已经说过，中国高端白酒主要就是茅台、五粮液和国窖 1573 三大块，其他品牌暂时产能还太小。比如紧随其后的洋河梦之蓝，根据公司过往披露，大约带来公司营收的 20%左右，其中高端梦 6 和梦 9（梦 3 在 500 元价格带，一般归入中档酒）合计营收占比可能仅占公司总营收的约 8%，对应总销售量不过千余吨。

尤其是终端定价 1788 元的超高端梦之蓝手工班，依照上周中国高端白酒趋势论坛上洋河副总裁、总工程师周新虎首次披露的精确数据:“*只有千分之 2.5 左右的酒才能够形成商品投入市场,所以说梦之蓝•手工班无法实现规模性生产*”计算，手工班极限也就数百吨的产量，形象成分更大一些。因此，在高端酒领域内暂时还只能由五粮液和国窖 1573 来承接茅台产能缺口导致的需求溢出。

那么，关键问题来了，国窖 1573 的产量（先不说销量问题）有没有可能实现高增长，最终达到 2 万吨以上，从五粮液嘴里抢夺茅台的溢出需求，甚至直接从茅台手中夺过部分需求？我的观点是：**不相信管理层吹的牛。**为啥，看证据。

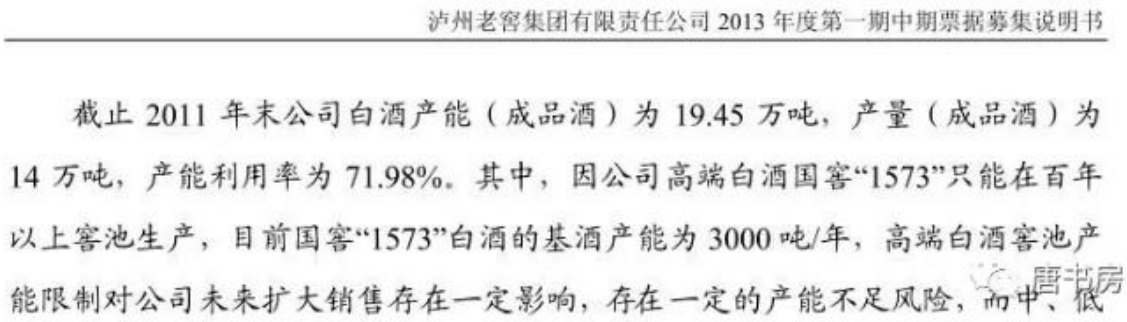
在 2014 年 4 月 18 日的《证券市场周刊》上，老唐发表的《老窖的成长困境》里，老唐曾经用公司采购的高粱数据，反推过国窖 1573 的产能，原文如下：

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。

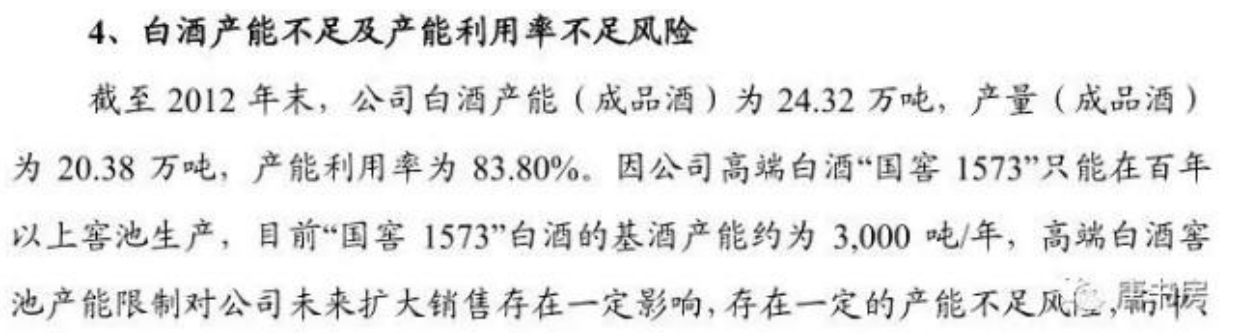
事实上，公司一直也是这么对外披露 1573 产能的：



泸州老窖集团有限责任公司 2013 年度第一期中期票据募集说明书

截止 2011 年末公司白酒产能（成品酒）为 19.45 万吨，产量（成品酒）为 14 万吨，产能利用率为 71.98%。其中，因公司高端白酒国窖“1573”只能在百年以上窖池生产，目前国窖“1573”白酒的基酒产能为 3000 吨/年，高端白酒窖池产能限制对公司未来扩大销售存在一定影响，存在一定的产能不足风险，而中、低

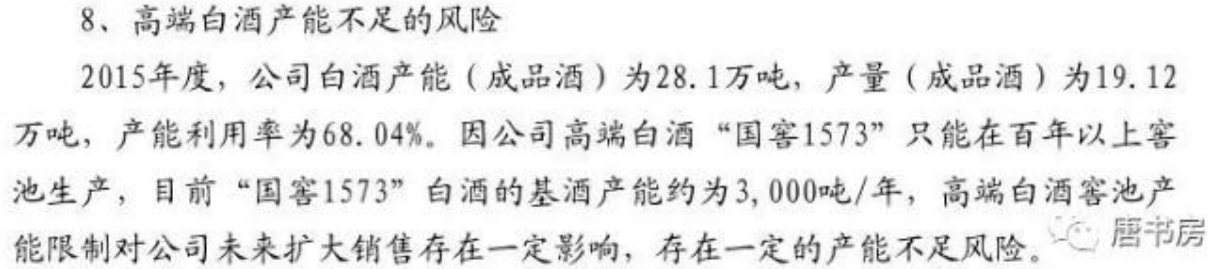
唐书房



4、白酒产能不足及产能利用率不足风险

截至 2012 年末，公司白酒产能（成品酒）为 24.32 万吨，产量（成品酒）为 20.38 万吨，产能利用率为 83.80%。因公司高端白酒“国窖 1573”只能在百年以上窖池生产，目前“国窖 1573”白酒的基酒产能约为 3,000 吨/年，高端白酒窖池产能限制对公司未来扩大销售存在一定影响，存在一定的产能不足风险，

唐书房



8、高端白酒产能不足的风险

2015年度，公司白酒产能（成品酒）为28.1万吨，产量（成品酒）为19.12万吨，产能利用率为68.04%。因公司高端白酒“国窖1573”只能在百年以上窖池生产，目前“国窖1573”白酒的基酒产能约为3,000吨/年，高端白酒窖池产能限制对公司未来扩大销售存在一定影响，存在一定的产能不足风险。

唐书房

请注意，直到 2016 年 10 月 11 日，泸州老窖对外披露的口径还是“**目前国窖 1573 白酒的基酒产能约为 3000 吨/年**”（表述 2015 年度的那张截图），再看那之后的披露：

8、高端白酒产能不足的风险

2016年度，产量（成品酒）为17.41万吨，因公司高端白酒“国窖1573”只能在百年以上窖池生产，高端白酒窖池产能限制对公司未来扩大销售存在一定影响，存在一定的产能不足风险。

唐书房

删去了关于 3000 吨的表述。为什么呢？我们看公司披露的另外两份资料：

自 2013 年起，老窖集团产品统计登记分类口径调整为：高端酒类为国窖 1573 及其以上产品，主要为国窖 1573 系列产品；中端酒类为国窖 1573 以下至泸州老窖特曲价位段产品，主要为窖龄酒系列、泸州老窖特曲系列等产品；低端酒类为泸州老窖特曲以下产品，主要为头曲、二曲及其他低端系列。据此分类，2013 年度、2014 年度、2015 年度及 2016 年 1-3 月公司酒类产品销量见下表。

表 5-11：2013-2015 年度及 2016 年 1-3 月公司酒类产品销量

	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年	2013 年
高端酒				
销量（万吨）	0.12	0.29	0.12	0.33
平均价格（万元/吨）	63.25	53.17	74.83	88.58
销售收入（亿元）	7.59	15.42	8.98	29.23
成本（亿元）	1.21	2.73	1.07	3.62
毛利（亿元）	6.39	12.69	7.91	25.61
毛利率（%）	84.06	82.3	88.08	87.62
中端酒				
销量（万吨）	0.45	1.26	0.43	1.98
平均价格（万元/吨）	14.87	13.13	14.56	16.39

唐书房

（2）产品销量及定价情况

自2013年起，老窖集团产品统计等级分类口径调整为：高端酒类为国窖1573及其以上产品，主要为国窖1573系列产品；中端酒类为国窖1573以下至泸州老窖特曲价位段产品，主要为窖龄酒系列、泸州老窖特曲系列等产品；低端酒类为泸州老窖特曲以下产品，主要为头曲、二曲及其他低端系列。据此分类，2014年度、2015年度、2016年度公司酒类产品销量见下表。

图表5-14 2014-2016年度公司酒类产品销量

	2016年	2015年	2014年
高端酒			
销售收入（亿元）	29.20	15.42	8.98
成本（亿元）	3.47	2.73	1.07
毛利（亿元）	25.73	12.69	7.91
毛利率（%）	88.13	82.3	88.08
中端酒			
销售收入（亿元）	27.91	16.54	6.26
成本（亿元）	8.83	7.00	3.04
毛利（亿元）	19.08	9.54	3.21
毛利率（%）	68.37	57.68	51.36
低端酒			
销售收入（亿元）	23.63	34.10	35.22

唐书房

注意看，第一张截图里2016年一季度之前的披露，是直接披露销售量（更早年份的都有销售量，不一一贴图了），第二张截图里不再披露销售量了，而是披露销售收入。

但是，如果我们能注意到2015年国窖1573的销售量为2900吨，销售收入15.42亿，2016年销售收入为29.2亿。我相信，任何人都能明白公司为何在2016年不再披露销售数量，以及不再强调产能只有3000吨。

很简单，2016年销售量已经达到四五千吨，2017年，再次将销售收入提升至2015年的三倍，去掉提价因素，公司半遮半掩承认的销售量也有6000~7000吨了。

从以前一直宣传的稀缺产能只有3000吨，到接近或超过3000吨后强调“基酒产能3000吨，商品酒数量不止3000吨”（最高宣传过3000吨基酒极限情况下可以勾兑出8500吨1573），到现在干脆删掉3000吨或者8500吨说辞，声称已经从技术上突破了产能限制，未来国窖1573产量可以达到2万吨以上。

泸州老窖拥有百年以上窖池合计1619口，这一数量没有变。在2017年以前，泸州老窖也没有大规模扩建产能（扩建也没有用，短期内产不出优级品基酒），因此，1573基酒突然暴增，或许有几种可能性：**第一，酿酒技术取得突破性进展，单窖产量飙升数倍；第二，收购其他家符合国窖1573标准的基酒；第三，降低酒质要求，增加产量。**

如果是第一种可能，那将是白酒业的惊天动地大新闻，一定是获取四川省乃至全国科技进步奖的成果，媒体早蜂拥而至了。同时，也将给包括五粮液在内的其他浓香型白酒打开一条崭新的路，同行一定会想尽办法研究和学习。但，事实是行业内没听说过这样惊天地泣鬼神的科研成果问世；

如果是第二种可能，外购。虽然泸州老窖一直有外购酒精和低端基酒的传统（16万吨的产量不可能由

全公司 844 名生产人员生产出来），但高端基酒对于各大白酒企业都是镇企之宝，对外出售的几率非常之小。

更何况由于泸州老窖拥有全国浓香型名酒企业百年以上窖池的 90%，也就是意味着国内其他老窖加起来也不过一百多口，包括五粮液剑南春在内的各家企业把百年老窖基酒全卖给泸州老窖，顶多也就能给 1573 增加几百吨基酒，至多增产千吨出头商品酒。

那么，或许就只剩下最后一种可能？如果真是这种可能下的增长，未来老窖还将继续打脸自己树立的“公司高端白酒国窖 1573 只能在百年以上窖池生产”概念。这种可能下的产量增长，对国窖 1573“可以品味的历史”品牌内涵究竟是提升还是伤害，是增加公司价值还是毁灭公司价值？我暂时不敢肯定。

老窖管理团队吹牛是有先例的。早在 2014 年 4 月中旬公司发布 2013 年财报时，就对股东吹过这样一个恶意的牛皮:2013 年原定目标营收是 140 亿,实际完成 104 亿,同时,已知 2014 年 1 季度同比下降 50%~60%（年报里披露的），但公司告诉股东：2014 年公司计划营收达到 116.33 亿，同比增长 11.52%。

对于白酒而言，由于一季度天气寒冷，且包含春节和为清明节甚至五一节备货的订购，历来是白酒行业的销售旺季，业内素有头季定全年的说法。老窖自 2008 至 2013 年，一季度占全年营收的比例，最低是 2011 年的 25%，最高是 2008 年的 33%。

我们有理由相信，一个没有起打猫心肠的管理团队，站在已知 2014 年第一季度销售数据（15.65 亿，同比腰斩）的情况下，对股东预测全年销售数据，应该在 15.65/33%~15.65/25%之间，即 47 亿~63 亿之间（最终 2014 年实际销售额是 53.53 亿，同比下降 48.7%）。然而，2014 年 4 月，管理层告诉股东：2014 年公司计划营收达到 116.33 亿，同比增长 11.52%。

当时，就在 4 月 18 日《证券市场周刊》发表的那篇文章里，老唐就提出质疑：

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）

……

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？……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。

别忘了，今天的董事长和总经理，那个时候分别是公司主管销售的副总和销售公司总经理，那个谎言显然不能直接推给前任董事长和总经理了事，更何况前任总经理现任老窖集团董事长。

这种管理层不厚道的记录，是这种印钞机公司重要的减分项目——注意，老唐没说过五粮液或者老窖不值得投资，在我眼里，它们都是印钞机，只是有更靠谱的印钞机时，我尽量不去和这些不厚道操作员合作。

正是因为管理层的不厚道,老窖的销售实际上被搞的挺复杂的。前五大客户占了公司 64.24%的销售额，主要通过多家“泸州老窖柒泉公司”来掌控销售——其他几家主要白酒公司前五大客户销售占比分别是茅台 6.39%，五粮液 10.86%，洋河 3.45%，古井贡 18.36%，口子窖 15.1%。

这个“柒泉”，高度疑似“期权”的谐音——鉴于红毛药酒当事人谭秦东医生公开认错道歉的经历，此处删掉部分推测文字和工商资料截图，并修正下面关于股权融资的用语，你懂的……

公司 2017 年的股权融资，其实没有什么必要。按照每股 48 元价格定向增发新股 6250 万股，净募集资金 29.5 亿（中介佣金拿走了 0.5 亿），定向增发对象没有员工，没有经销商（五粮液的增发，好歹还有一半股权被员工拿了），少部分的股票被泸州白酒产业园区管委会下属全资子公司获得，其它 1 大部由 6 家基金分掉。后者的股票今年 9 月 14 日解禁，按照今天 66 元股价计算（依然处于合理偏低位置），管委会和 6 家基金已经获利超过 11 亿。

增发资金其实没用。募集的 29.5 亿，2017 年累计使用了不到 6 亿，约 24 亿躺在账上睡大觉。如果没有这笔募集，2017 年使用自有资金 6 亿搞同样的建设，差异不过是让泸州老窖年底类现金资产（货币资金+银行承兑汇票）从 109.5 亿降低为 80 亿，对生产经营不产生任何影响。

总体来说，就是老窖的中低端希望不大，未来增长靠高端，但高端产能增量存疑。再加上最新公司战略提出要重点发展养生酒，出于都懂的原因，这就更不是我的菜了。所以，泸州老窖不在我的投资名单上。

（周末愉快，文末容我试试公众号刚推出的电影图书效果）

利益声明：老唐持有洋河，不持有泸州老窖。且未来 72 小时不会对洋河或老窖产生任何交易。

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

原创　2018-05-19　唐朝　唐书房

在 4 月 12 日的《雅戈尔魔术师再登台》一文里，老唐用了从第十五条到第十八条，简单谈了新会计准则在金融资产上的变化。本以为这个东东比较简单，提一句就可以了。

但这几日，询问这个问题的朋友多起来了，可能是因为境外上市企业及 A+H 上市企业，从今年一季报开始使用新规则了，而会计准则用语深奥烧脑，好些朋友被搞懵了。老唐今天再次使用中翻中大法，将这个变化尽可能简单粗暴地解释出来。

这个新规则，境外上市的企业（包括香港）以及 A+H 方式上市的企业，从 2018 年 1 月 1 日起开始使用；境内上市的企业，从 2019 年 1 月 1 日开始使用；非上市企业，从 2021 年 1 月 1 日起开始使用；符合某些条件的保险公司，可以延期使用新规则，具体条件和办法由财政部单独发布。

以前的旧规则里，企业的金融资产分为：贷款和应收账款；持有至到期投资；可供出售金融资产；以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产，共计四大类。其具体规则及对公司利润表的影响，请翻看《手把手教你读财报》75 页至 84 页，今天主要谈变化。

新规则将分类简化了，把金融资产按照持有目的分为三大类：

1）持有目的主要是为了完整拿回本金，并获取利息收益，归为“以**摊**余成本计量的金融**资**产”；

2）持有目的主要是为了获取该资产的市价变化收益，归为“以公允价值计量且其变动计入当期**损**益的金融**资**产”；

3）持有目的不确定或兼而有之的，归为“以公允价值计量且其变动计入其他**综**合收益的金融**资**产”。

这次的名词比较烂，都很长，即不利于表述，也不利于记忆，远不如以前的“持有至到期、可供出售、交易性金融资产”好记。但别怕，老唐总结了一个记忆诀窍：

1）第一类资产简称“**摊资**”，它就像一个瘫在床上啥也不做，等着收利息，等着到期还本的人，谐音“**瘫子**”；

2）第二类资产简称“**损资**”，它期待自己买入的资产像地下的笋子一样嗖嗖嗖疯涨，好挖了卖钱，谐音“**笋子**”；

3）第三类资产简称“**综资**”，是一种目的糊涂，所受约束也多的资产，就像一堆糯米黏黏糊糊捏在一起，然后被捆在一起的粽子，谐音“**粽子**”。

所以，**金融资产以后分为三类：瘫子、笋子、粽子。**

瘫子（以摊余成本计量的金融资产），难在“摊余成本”四个字，虽然老唐在《手把手教你读财报》77~82 页用案例讲述过，但很多朋友还是似懂非懂。今天老唐设计一个更简单的例子，让你一次搞懂。

某公司甲向老唐股份有限公司借了 100 万，说好 5 年后一次性归还 150 万，现金收益是在第五年才能收到。但老唐公司做报表时，依照会计原则，并不能将 50 万算成第五年的利润，而是要将其分别“摊”在五年里。每年都有收益，只不过前四年的收益体现为某甲欠我的。怎么摊呢？

首先，找一个复利计算器来，输入初始本金 100 万，时间 5 年，到期本息和 150 万，计算复合年化收益率，计算结果为 8.45%。

那么，第一年，老唐公司就会在利润表里计入 100 万×8.45%=8.45 万元投资收益，但是实际收到的现金为 0，于是记录某甲欠老唐公司 100+8.45=108.45 万元，这个 108.45 万元，就是“摊”了收益后“余”下的金融资产成本，所以叫“以摊余成本计量的金融资产”；

第二年，老唐公司在利润表里计入 108.45×8.45%=9.16 万元投资收益，但实际收到的现金还是 0，于是摊余成本资产变成 108.45+9.16=117.61 万元；

第三年，投资收益 117.61×8.45%=9.94 万元，收现为 0，以摊余成本计量的金融资产余额为 117.61+9.94=127.55 万元；

第四年，投资收益 127.55×8.45%=10.78 万元，收现 0，余额 127.55+10.78=138.33 万元；

第五年，投资收益 138.33×8.45%=11.67 万元，收现金 150 万元，以摊余成本计量的金融资产余额 =138.33+11.67-150=0。

五年里，投入本金 100 万，期间记录投资收益合计=8.45+9.16+9.94+10.78+11.67=50 万元，收回本息和 150 万。瘫子的生活不动脑，只需要等着收利息和本金即可。**以前归为“持有至到期”、和“贷款和应收账款”的资产，都算成新规则下的“瘫子”。**

笋子（以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产）挺好懂，很符合大家“炒股”的状态，就是说买来就是为了赚差价的资产，归入笋子，通常包括股票、债券或金融衍生品。

笋子的主要特点就是市价波动算进利润表的投资收益里，如果一家公司持有很多笋子的话，由于市价的波动，可能会对公司利润表造成大起大落的影响。

公允价值四个字要解释一下：公允价值一次有三种档次，可信程度依此降低。官方语言比较拗口，老唐解释为①活跃交易下的市价；②相似资产活跃交易下的市价；③采用估值模型计算出来的公允价值。

无论股票还是债券，有活跃市价交易的，直接采用市价作为公允价值；自己本身没有活跃市价，但有

相似资产有，可参考相似资产市价调整；自己没有活跃市价，也找不到相似资产活跃市价的，自己弄个会计师事务所和监管机构会承认的模型估算。这三种的可信度依次降低。

粽子（以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产），是个杂货筐，过去叫“可供出售金融资产”，是上市公司用来调节报表的核心利器。公司持有一些资产（主要是股票），但又怕无法掌控的市价波动会让自己的利润表失控，所以就丢进这个杂货筐，然后它就成了上市公司的如意金箍棒。

在截至目前依然在使用的旧规则里，可供出售金融资产的公允价值涨跌不计入公司报表利润，而是在净利润后面单列一个叫“其他综合收益”的科目给股东展示了事。这个其他综合收益科目也是2014年以后新增科目，以前在资产负债表的“资本公积”科目下展示。

由于股市里参与者及媒体主要关注公司净利润数据，对于净资产变动不敏感，因此这个科目就可以用来隐藏一些公司不愿意展示的利润或亏损。等到公司需要展示时，按需卖出盈利或者亏损的可供出售金融资产，根据规定，历年累积的盈亏就算进卖出时的报表利润，达到操控和影响利润表的目的。

这次新规则，从政策上引导大家**尽量将股权放进“笋子”里。如果你一定要放进“粽子”里，那么，对不起，你有权这么决定，但以后卖出的时候，也只能在其他综合收益里展示变动，**从开始归入粽子，到最后卖出粽子，通通**不对利润表产生影响**，这就给“粽子”捆上了一道结结实实的绳子。

上市公司再要将股票放进粽子，就要考虑以后赚钱卖出也只会改变净资产而不会改变净利润了——这是**新规则最重大的变化，它将直接导致持有金融资产较多的公司面临选择：是让自己的利润表随着金融资产市价大幅波动，还是干脆让它们从头到尾与利润表划清界限？**

上市公司持有其他公司的股权，控股的、合营的、有重大影响的三类，继续归入长期股权投资，这个没变（相关内容在《手把手教你读财报》84~94页）。

剩下的不具备重大影响的小股，就需要按照需要分别归入“笋子”或者“粽子”了。如果对外投资股权比较多，那么这个分类的不同，就会对以后年度上市公司利润表产生重大影响，作为境外或者A+H股投资者，今年一季报就要关注这个分类，其他股东，要在明年年底前，提前考虑相关影响。

新规则除了分类以外，还有两处新变化：

一是，资产减值从“已发生损失法”变成“预期损失法”。一家公司持有的任何资产，包括但不限于固定资产、在建工程、存货、商誉、应收账款、瘫子、笋子、粽子等等，都有可能发生可回收价值低于账面价值的情况，此时就可能产生资产减值。资产减值是需要作为费用从利润表里一次性减过的，所以计提大额资产减值会对利润表产生重大影响，也是很多投资者防不胜防的坑。

截止目前仍然在使用的会计准则里，资产减值主要是对已发损失的一种承认。在承认的时候，降低资产账面值，同时从当期利润里减过这笔“费用”。在新规则里，资产减值如果预期未来会发生损失，也可以提前计提资产减值。

这个，细则还不清楚，但以老唐的视角看，它一方面会增加当期资产的可信程度，但另一方面是否也会增加利润表的操控？毕竟预期发生损失里的“预期”二字，是带有一定主观性的。

从这个意义上说，烂公司或许有了另一把变戏法的折扇。当然，万变不离其宗，财报是用来排除企业的，坚持和好人作伴，远离居心叵测管理层，是居家旅行保命挣钱的核心法宝。

另一点变动是关于套期会计的。套期比较复杂，而且上市公司涉及较少，老唐也没有整的很清楚。新规则大体就是①期权套期中的剩余时间价值，应该计入粽子里处理；②套期中的信用风险敞口，要计入笋

子处理。——迄今为止我没在投资中遇到过这玩意儿，知道有这么个东东即可。

完毕，大致就是这样。不知道这个唐式中翻中，够不够简单粗暴？

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）

原创　2018-05-21　唐朝　唐书房

花了两天时间，详细拜读了杨天南兄翻译的原书第四版的《巴菲特致股东信》一书，为感谢天南兄的奉献，也为存下自己的思考，趁着热乎劲儿，写下这份书评。

书评分为两大部分，第一部分是对此书的推荐及推荐理由；第二部分是指出阅读过程中发现的，老唐认为的翻译欠妥或者应该修正的地方，共计二十余处。

后一部分可以作为希望先睹为快者的勘误表存在——不过，这些都是老唐的个人看法，是说出来与天南兄探讨的，不见得都对，仅供参考。本文发表，已征求过天南兄的同意。

先说结论：如果打算在股市里生存，最好备一本此书在手。否则，可能会付出极大代价。为什么做这么强烈的推荐呢？理由有三：

第一，这是世界上唯一一本由沃伦.巴菲特本人所写的书。作者：沃伦.巴菲特；编辑：劳伦斯.坎宁安。编辑所做的事情，是对作者所写内容进行顺序上的调整优化，编者个人在正文无私货表达。

巴菲特本人的投资成就，以及他集大成的价值投资思想，决定了他亲手所写的书，应该是所有投资者人手一本的圣经。甚至我在想，哪怕你鄙视所谓的“价值投资”，也可以尝试阅读时驳斥巴菲特的观点，让自己「炒股」的思路更加坚定和清晰。

劳伦斯.坎宁安作为巴菲特多年的御用编辑，其水平得到过巴菲特本人的亲口称赞。且坎宁安本人作为华盛顿大学法学院教授，思路严谨有条理，出版过过多本著作，文笔一流。在这本书里，坎宁安教授将巴菲特分散在多封致股东信的内容，分门别类的收录起来，滤掉了直接谈伯克希尔公司持股情况（那是伯克希尔股东们才关心的问题），并将重复内容删掉，将其编排为一本内容完整丰富、看上去一气呵成的著作，为投资者完整学习巴菲特思想节约了大量阅读时间，避免了遭遇断章取义引用所导致的后患。

第二，此书内容更新、更丰富和全面了。这一版是原书第四版，内容截止 2011 年，比截止 2000 年的老版（陈鑫译版）内容丰富了很多。不仅每个主题内的内容有添加，更是直接增加了八九个专项主题，因而，书的正文篇幅也从老版的 237 页扩张到 446 页。

第三，由懂投资的人翻译，可读性和可理解性大大加强了。译者杨天南，本身就是一位投资高手，具有超过 25 年的投资经验，战绩彪炳。同时，杨天南兄中英文水平俱佳，并曾因翻译《巴菲特之道》而获得过“华文财经图书大奖　优秀译者”称号。

具备优秀英文水平，对投资有良好的理解和实践水平，再加上优美的中文表达能力，这样的人，全国可能也找不出几个。天南兄愿意呕心沥血奉献这样一份成果出来，实在是我等之幸。

翻译水平的提高，从哪里看出来呢？老唐摘录几段开场白小短文的新老版本译文来展示一下，各位自己体会其中差异。

开场白

老版：

我们的股票中也许有90%被那些伯克希尔是他们最大证券财产的投资者所有，而且大多数时间肯定是最大的财产。这些所有者中的许多人愿意在年报上花大量的时间，因此我们尽力向他们提供如果将我们的角色对换时我们认为有用的信息。

天南版：

有大约90%的本公司投资者，他们持有的伯克希尔股票在其所有投资资产中是占比最大的，遥遥领先于其他持股。所以，他们愿意花更多的时间，仔细读年度报告。反过来，如果我们处于同样的位置，也希望能从年报中得到更多信息。

老版：

相比之下，我们在季度报告中没有什么叙述。对这家公司，我们的所有者和经理们都有相当长远的眼光，因此很难在每个季度对志在长远的事谈出些什么新的、含义深刻的东西。

天南版：

相对于年报的详细，我们在季度报告中的叙述比较简略，因为我们的投资者和管理层都着眼于长期的企业前景，不太可能每个季度都发生一些对于长期有重要影响的新事件或新观点。

老版：

如果你的确从我们这里获得了一种交流，那么它将来自于你们付工资运作这家企业的家伙。你们的董事长有一个坚定的信念，那就是，现在和将来，所有者有权直接从CEO那里听取关于发生了什么事，以及他如何评论企业。

天南版：

当你收到我发出的信息，应该知道这来自于一个由你们支付工资，为你们管理企业的人。我坚定的认为，股东们应该可以直接与公司CEO进行沟通，得到他现在和未来如何对企业进行估值的看法。

老版：

在很大程度上，各个公司得到了它们寻找并应得的一批股东。如果，它们将想法和交流集中于短期效益或短期股票市场结果上，那么在很大程度上它们会吸引专注于相同因素的股东。

天南版：

一般情况下，一个公司的特征决定了它的股东特征，正所谓“物以类聚、人以群分”。如果公司追求短期的结果或短期的股价表现，那么，它所吸引的股东也会同样关注短期表现。

老版：

受人尊敬的投资者兼作家菲尔·费雪，曾将股份公司在吸引股东时的策略比作吸引潜在客户的餐馆的策略。一家餐馆可以寻找特定的常客——喜好快餐、精制餐、东方食品等等的主顾一一并最终得到了一群合适的信徒。如果做得专业，那么这些对餐馆提供的服务、菜谱和价位称心的常客会经常回来。

但是，餐馆不可能经常变换自己的特色，并以赢得满意而稳定的顾客而告终。如果企业在法国菜和外卖鸡之间摇摆不定，那么结果将是晕头转向和心怀不满的顾客的一扇旋转门。

天南版：

广受尊重的投资家兼作家菲尔.费雪（即菲利普.费雪　Phil.Fisher）曾经将公司吸引股东的策略比喻为餐馆吸引顾客的策略。一家餐馆可以定位于特定的食客阶层——喜欢快餐的，喜欢优雅的，喜欢东方食品的等。通过风格的定位，最终获得一批志同道合的拥趸。如果餐馆的服务、菜单、价格水平策略得当，

那么这批客户会成为固定的回头客。

但如果餐馆经常转换风格，那么这批快乐而稳定的客户就会消失。如果餐馆的定位在法式美食和外卖鸡之间摇摆不定，那么一定会令回头客感到困惑，最终离开。

老版：

对于股份公司及其寻求的股东来说也是如此。你不可能面面俱到，同时寻找主要兴趣从高本期收益率到长期资本增值，或到股票市场的信号等等的不同类型的所有者。

天南版：

公司定位与股东之间的相处关系，与餐馆和食客的关系类似。你不可能在所有的时候满足所有的人。有人关注眼前回报高的投资，有人关注长期的资本增值，有人关注市场的动态，你不可能面面俱到。

……

怎么样？没有比较就没有伤害，这只是从一篇两页纸的开场白里摘录的几段话。你可以想象一下，如果因为译文不知所云，而使你对本来应该深入学习的投资思想产生了抗拒，那是多大的损失！

反过来，你可能因为喜欢杨天南的文字，而对投资有了更深刻的理解，那种对人生和家庭的正面影响，又岂是几十元书钱可以衡量的。

然而，正如天南兄所言，这本书的翻译难度是前所未有的，不仅表现为理解价值投资思想本身有难度，也表现为书中常有关于财会和法律相关术语，更因为巴菲特这个人思维缜密，喜欢用从句套从句来定义和表达，最艰难的情况有过一句话长达七八行，没有任何标点和停顿的情况。这对天南兄提出了巨大的挑战。

天南兄做的很完美了。但挑剔的老唐，依然在阅读中发现了超过二十处问题。不过，因为老唐是渣英文，从来没读过英文原版，仅仅是根据我对巴菲特思想粗浅理解，提出的一些不同看法。

征求过天南兄同意后，老唐将这些看法，直接放在书房里，一者与天南兄商榷；二者也为已购此书的朋友，提供一种思考方向；三者也打消意图先睹为快者的疑虑——上次《巴菲特的估值逻辑》一书，老唐将勘误转达给出版社，没有在唐书房公开发出，导致很多朋友不敢买书，经常在后台发信息询问修订版是否出来了。这次避免这情况。相关问题，看同时推送的今日次条。

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）

原创　2018-05-21　唐朝　唐书房

上篇谈了对此书的推荐理由，本篇专列老唐在一本已经很完美的译著里挑出来的刺，我按照《巴菲特致股东信》天南译本的页码顺序列。但必须再次强调，只是老唐的个人看法，不保证对。**第 8 页**

原文：账面的结果不会影响到我们的运作和资本分配的决策。在收购成本相近的时候，我们宁可购买那些根据标准会计准则，未在账面体现出来，但实际可以带来 2 美元盈利的资产，而不愿购买可以在账面上体现出来，但仅能获得 1 美元盈利的资产。这正是我们经常面临的情况，因为一个完整企业全部资产 （所有利润都在报表中体现） 的价格有可能会两倍于一个企业的部分资产 （大部分利润未在报表中体现）从整体和长期来看，我们希望那些未体现的盈利，通过资本增值的形式体现在我们的内在价值里。

建议：将「这正是我们经常面临的情况」修改为「我们经常做这样的决定」。

解释：这段话表述的核心是我们不在意收购对象的利润是否在我们的报表上体现。原文「这正是我们

经常面临的情况……」含义模糊，不知道前后文有什么关系，而若按照老唐建议修改，‘因为’之后的句子，就是解释我们做决定的原因。

第 14 页

原文：我们不会讨论我们的投资活动、股票交易。甚至那些已经出售的证券，我们也不会讨论（因为未来可能再买回来）。对那些传言中的投资，我们也不谈论，因为如果一会儿说“不谈论”，一会儿说“无可奉告”，那后者就被信以为真了。

建议：将「对那些传言……信以为真了」修改为「对那些关于我们买入什么股票的谣言，我们也不否认。因为如果这次否认谣言，下次我们再说“无可奉告”就会被理解为确认。」

第 48 页

原文：会计商誉……作为年度成本每年摊销，通常历时 40 年。

建议：加一个注脚。比如“译者注：自 2002 年之后的会计准则，已经不要求商誉摊销，只需要每个年度末做减值测试即可。”

第 58 页

原文：第一，小心那些展示弱会计的公司。

建议：完全没懂这句话，请天南兄查询原文，什么是“展示弱会计的公司”？

第 74 页

原文：我们一些主要的经理人原本就很富有 （我们希望所有的经理人都富有），但这对于他们持续的兴趣并不构成威胁。他们工作是出于热爱，并享受杰出成就带来的喜悦。他们始终坚持从股东利益出发的思维方式 （这是我们给予经理人的最高评价），并能发现公司的各个方面都令人着迷 。

（我们这种职业病的原型是一位信奉天主教的裁缝，他用自己多年微薄的积蓄做路费，前往梵蒂冈朝圣。他回来以后，他所在的教区专门召开一个特别会议，请他谈谈关于教皇的第一印象。″告诉我们，” 热情的教徒说，″教皇是一个什么样的人?″ 我们的英雄精炼地回答道: “他是个 44 岁的普通人。”）

建议：最后一句，据我的理解应该是「44 码腰围，中等身材。」

解释：谈身材和腰围，才符合前面说的裁缝的职业病。44 岁的普通人，显然和职业病对不上。44 码腰围，相当于中国人说的三尺二，应该合理。我没看过英文原版，建议天南兄查阅核实。

第 139 页

原文：最为糟糕的，可能是这句谚语：“如果有利润的话，你就不可能破产。”

建议：124 页使用过这句谚语，前面用的是“只要能赚钱，就不会破产”，建议前后统一。

第 166 页

原文：当一家杰出公司的管理层改弦易辙，忽视其完美的基础业务，去收购一家业务平平或平庸的公司时，一个更为严重的问题出现了。如果发生了这种事情，投资者的痛苦将是漫长的。不幸的是，这样的事情多年前在可口可乐和吉列身上都发生过。（你相信吗? 可口可乐养过虾，吉列搞过油。）

当芒格和我考虑对哪些通常看起来杰出的公司的投资时，失去专注是最令人担心的。一次又一次，当傲慢存在时，或当管理层出离正道无聊时，这个时候，我们看到价值变得停滞不前。然而，在可口可乐和吉列不会再发生这种事情——在不考虑现任和未来管理层的情况下。

建议：「当芒格和我考虑对哪些通常看起来杰出的公司的投资时，失去专注是最令人担心的。一次又

一次，当傲慢存在时，或当管理层出离正道无聊时，这个时候，我们看到价值变得停滞不前。然而，在可口可乐和吉列不会再发生这种事情——在不考虑现任和未来管理层的情况下。」这段话看不懂表达的是什么意思，请天南兄核查原文。

第 167 页

原文：为了投资的成功，你不需要懂得贝塔、有效市场、现代投资组合理论或者新兴市场。实际上，你最好根本不知道这些东西。当然，我的这种观点并不是在多数商学院里盛行的观点，在那里，它们的财务金融课程都被这些主题所主导。尽管，我们的观点认为，学习投资的学生只需要学好两门功课就足够了——如何评估一家公司价值，以及如何对待市场价格。

建议：删掉“尽管”，并将“如何对待市场价格”修改为“如何看待市场价格波动”。

第 195 页

原文：在除去 3 亿美元的放贷损失之后，富国银行税前盈利超过 10 亿美元。如果其贷款总额的 10%在 1991 年遭遇问题……

建议：怀疑第一句话的应该是「在计提了 3 亿美元拨备后……」，另外，老板的贷款总额后面有个具体数据「480 亿美元」，新版是原文没有吗？

第 221 页

天南兄在这一页加了一个脚注，解释「优先权益赎回累计股票」为：一种具有较高分红、为期有限（一般 3 年）、可转换的优先股。这是当时最为流行的产品，因为它在收益下降的环境下提供了相对较高的收益。

建议：这段话对「优先权益赎回累计股票」的关键点表述不够清楚。我理解这种股票是赌股价不会跌过某个低点，或者如果真跌过了，自己愿意以约定价格买入，类似认沽期权。

这种股票的核心是：三年里有一次转换普通股的机会，期间股价如果低于约定转股价格，以约定价格转股。如果股价高于约定价格，以市价转股（或是一个较高的约定价？我也没搞到细节）。做出下跌有风险，上涨无获利的承诺，换来的是什么呢？是高约定利率，比如巴菲特买过运通的这种股票，利率是 8.85%。具体的严谨表述应该是什么，建议天南兄查找资料，做个补充。

第 226 页

原文：我们在 1991 年还投入 3 亿美元购买了美国运通公司的优先权益赎回累计股票（Percs）。这种证券实质上是一种在头三年可以转换的普通股，我们可以在前三年收到额外的分红，但同期股价上涨也与我们无关。

尽管上有封顶的帽子，这项投资被证明还是很赚钱的，这要感谢你们的董事长，他将运气与技能综合在一起——100%的运气和平衡的技巧。

建议：前半截和上一个问题紧密相关，我理解应该修改为：「我们在 1991 年还投入 3 亿美元购买了美国运通公司的优先权益赎回累计股票（Percs）。这种证券实质上是一种在头三年有一次转换机会的普通股，如果不转我们可以在前三年收到额外的分红，但同期股价上涨也与我们无关。

尽管上有封顶的帽子，这项投资被证明还是很赚钱的，这要感谢你们的董事长，他将运气与技能综合在一起——110%的运气和平衡的技巧。」（后面的 110%是老版里的，但看起来似乎 110%更符合巴菲特想表达的幽默，请天南兄核查）**第 258 页的 Gotrocks 和 261 页的 Hadrocks**

原文：让我们假想一下，所有的美国公司都被一个家族所拥有，我们将这个家族成为 G（Gotrocks）家族。

建议：括号里的 Gotrocks 和 Hadrocks，疑似 Got rocks 和 Had rocks ，都不是一个单词，而是两个单词组成的短语。Got rocks 家族的含义应该是变的越来越牛叉家族。和 261 页该家族不断交易，被佣金税费投行律师掏空腰包，变成 Had rocks （曾经很牛叉家族）对应，构成一个巴菲特式幽默。

第 270 页

原文：用这种似乎精神分裂的方式，一家拥有多个部门的公司 CEO，会指令只有 5%回报预期的子公司 A 将所有收益进行分红，以便母公司将其投入到具有 15%回报预期的子公司 B 中。 CEO 商学院中的原则不会允许连这都不如的行为。如果他自己的长期增量资本回报率是 5%--市场利率是 10%--他可能会遵循历史或业内的惯例，向母公司的股东分红。

建议：修改为「用这种似乎精神分裂的方式，一家拥有多个部门的公司 CEO，会指令只有 5%回报预期的子公司 A 将所有收益进行分红，以便母公司将其投入到具有 15%回报预期的子公司 B 中——CEO 商学院中的原则不会允许连这都不如的行为存在。但是，当他自己的长期增量资本回报率是 5%--市场利率是 10%--他却只会将一部分收益遵循历史惯例或者业内平均水平向股东实施分红。

第 274 页

原文：芒格和我都承认，我们有自信可以评估仅仅一部分交易股权的内在价值，而且是当我们拥有一系列有价值的，而不是伪精确的数字之后。

建议：修改为「芒格和我都承认，我们仅有自信可以评估部分交易股权的内在价值，而且是当我们拥有一系列有价值的，而不是伪精确的数字之后。」

第 297 页

原文：通过筹划或意外事件，收购那些特别能适应通货膨胀环境的公司。这类被看好的公司必须具备两个特征：

第一，具有容易提价的能力。（即便在产品需求平平，产能并未充分开工的情况下），无惧由于提价导致的市场份额和销售数量的大幅下降。

第二，具有只需要投入小额增量资本，即可容纳业务大量增加（通常是由于通胀原因，而不是真实的增长）的能力。

建议：将第二修改为「具有只需要投入小额增量资本，就能在业务中容纳巨额资金增长（通常是由于通胀原因，而不是真实的增长）的能力。

解释：巨额资金增长，才能和括号里的通胀原因非真实增长对应。业务大量增加和括号里的意思是反的。

第 335 页

原文：这些参与者会继续投机的游戏，投机于那些相对于未来现金流，有着巨大估值的公司。

建议：修改为「这些参与者会继续投机，投机于那些相对于未来现金流，有着巨高估值水平的公司」或者修改为「有着巨大泡沫的公司」

第 348 页

原文：我们拥有很多公司 100%的股权，从会计原则上说，我们完全控制了这些公司的处置权，但是它

们的财报盈利并不能完全地反映在我们这里。（所谓“控制”是理论上的，除非我们将所有盈利都进行再投资，否则原有的资产价值会发生巨大的损耗恶化。但这些再投资不可能取得接近市场资本回报率的回报率）。相比之下，我们也有一些仅持有少数股份的公司，它们的盈余再投资非常杰出，其所保留的资金还能为我们赚取更多的盈余。

建议修改为：「我们拥有很多公司 100%的股权，从会计原则上说，我们完全控制了这些公司的处置权，但是我们的实际收益并没有财报数字反映的那么多。（除非公司有能力将所有盈利都进行再投资，否则原有的资产价值也会恶化，发生巨大的损耗。然而，这些公司的再投资已经不可能取得接近市场平均的资本回报率了）。相比之下，我们也有一些仅持有少数股份的公司，它们的盈余再投资非常杰出，其所保留的资金还能为我们赚取更多的盈余。

解释：我理解巴菲特在这里是想表达，如果一家公司的盈利再投资无法取得高于市场平均的资本回报率，那么即使是 100%控股，账面盈利看上去全归伯克希尔所有，但伯克希尔所得到的“价值”并没有账面数字那么大。反而是部分仅持有少数股份的公司，虽然会计准则只允许记录分红额，但由于没有分红的部分继续创造着高额资本回报。这种情况下，没有分给伯克希尔的那部分利润，反而对伯克希尔价值更大。

第 353 页

原文：长期而言，投资决策的记分牌是市场价格。的确如此，但是，决定价格的是未来的盈利。就像打棒球一样，投资者需要盯着的是场上，而不是记分牌。

建议：修改为「长期而言，投资决策的记分牌的确是市场价格，但是，市场价格最终由企业未来的盈利决定。就像打棒球一样，要想加分，投资者需要盯着场上，而不是记分牌。」

第 429 页

原文：一些人质疑另外一种错误的概念，他们认为我们可以将收到的全部分红的 70%，不列入应税收入。

建议：修改为「一些人怀有另一种错误观念，他们认为我们可以将收到的全部分红的 70%，不列入应税收入。」

解释：以上下文看，巴菲特是说这些人的观念是错的，而不是说这些人质疑后面这种观念。

第 430 页

原文：谈到我们的股份问题所涉及的税收，芒格和我绝对毫无怨言。我们知道自己是在一个市场经济体系中工作，与那些像我们一样努力，甚至更努力的人相比，社会对于我们的回馈已是非常慷慨。税务制度应该，也确实部分补偿了这种不平等。尽管我们每年纳税金额巨大，我们依然受到了特别的优待。

修改：最后一句话语句不太通顺，含义不明。我想巴菲特可能表达的是以下两种意思的一种：①我们每年纳税金额巨大，但我们受到了社会的特别优待（所以我们心理很平衡）或是②尽管我们每年纳税金额巨大，但那还是我们受到特别优待之后的结果。不清楚原文是哪一种意思，建议天南兄查证。

另外，还有几处字眼上的小问题：

101 页第二行“提现”应为“体现”；103 页“一个乐透彩票”建议修改为“一张乐透彩票”；126 页第三行“即他们将自己挣的每一分钱都花掉，”应为“即使他们将自己……”。

老唐用这种方式，让天南版《巴菲特致股东信》更完美，算是对天南兄的一种感谢。至于你，拿着这本书慢慢变富，也可以是一种致敬的好方式。

第404篇.　　2018.5.28-主要白酒公司点评⑤

原创　2018-05-28　唐朝　唐书房

前四篇茅五洋老四篇点评，阅读量分别为 2.3 万、1.7 万、1.1 万、0.8 万，依次降低。看样子继续写下去，就快归零了，今天收个尾吧！

老唐个人持有古井贡 B 股。简单的说有三大原因导致我看好古井贡酒：

原因①：古井贡是在最残酷市场里搏杀出来的赢家，能力被历史验证；

原因②：古井贡有大量有据可查的历史文化素材可供发挥，在全国化推广中，获得消费者认同的概率较高；

原因③：有 B 股这么一个超低估值的 bug 存在。

在白酒业界一直有一句口诀叫“东不入皖、西不入川”，说安徽和四川两省，是白酒生产和营销大省，内部竞争激烈。外地企业强龙不压地头蛇，很难讨到好处。

确实如此，拿已经上市的 20 家白酒企业来说，只有川皖两省各拥有四家，四川（五粮液、泸州老窖、水井坊、舍得），安徽（古井贡、口子窖、迎驾、金种子——注意，金徽酒不是安徽酒，是甘肃徽县的）两省，拥有全国上市酒企 40%的席位。

安徽境内，除了已经上市的四家知名酒企之外，没有上市的知名品牌也不少，如高炉家、文王贡、宣酒、店小二、醉三秋、刘伶醉、金坛子、皖酒、沙河王等等。

在这种厮杀之下，安徽省内目前格局实际上是中端古井贡、口子窖双强对战，合计营收超过百亿，远远甩开其他企业的格局，颇有点传说中的“九蛭出一蛊、九犬成一獒”的味道。

在这场厮杀中，省内主要竞争对手，例如迎驾、金种子均身陷营收净利双下滑的境界，显示市场份额被古井贡和口子窖抢走。激烈竞争中的市场赢家，其产品及营销的能力是不需要怀疑的。

我们看过去十年里古井贡的营收数据，会发现即使在自 2013 年开始的白酒行业寒冬里，古井贡的营业收入仍然呈上升态势，是全国知名白酒上市公司里，除茅台外唯一在行业寒冬里营收没有下降的酒企。

古井贡	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
营业收入	12.01	13.79	13.41	18.79	33.08	41.97	45.81	46.51	52.53	60.17	69.68
毛利率	32.3%	38.5%	60.8%	71.2%	74.0%	70.9%	69.8%	68.6%	71.3%	74.7%	76.4%
销售费用	1.15	1.44	2.47	4.05	7.98	10.76	12.8	13.04	15.58	19.8	21.7
销售费用率	9.6%	10.4%	18.4%	21.6%	24.1%	25.6%	27.9%	28.0%	29.7%	32.9%	31.1%
归母净利	0.34	0.35	1.4	3.14	5.66	7.26	6.22	5.97	7.16	8.3	11.49
净利率	2.8%	2.5%	10.4%	16.7%	17.1%	17.3%	13.6%	12.8%	13.6%	14.1%	17.0%

其他几家里，五粮液 2017 年营收刚刚突破 2012 年营收高点，净利润尚未创出历史新高；洋河 2017 年营收和净利双双突破 2012 年高点约 10%；泸州老窖 2017 年营收距离 2012 年高点还有约 10%差距，净利润尚不足 2012 年高点的 60%；山西汾酒情况与泸州老窖近似。

与之相比，古井贡的营收持续新高，2017 年营收为 2012 年营收的 166%，净利润在白酒寒冬里略有下降，却也在 2016 年就超越 2012 年高点，并在 2017 年再次创下新高，达到 2012 年净利润的 158%。

从数据上看，古井贡酒的突破点在 2009 年，这一年，公司在营收基本不变的前提下，毛利率和净利率均出现大幅上扬，毛利率从之前的不到 40%，提升至超过 60%；净利率从可怜的 2.5%一举突破 10%，净利润数据增长 300%。

这一切的根源，就是古井贡酒在 2009 年创新性地推出“古井贡酒.年份原浆”，并将其定位为公司的主打产品，是创新带来的突破。

古井贡酒这家企业内在有创新基因的，早在和洋河 2002 年正在调研市场需求，发现市场需要的是“低而不淡、高而不烈、饮后舒适”新产品的时候，古井就已经成功开发出类似产品“淡雅型古井酒”。

只可惜，该产品囿于传统，依然没有脱开香型的表述，加上紧随其后的频繁人事变动（后面说），给了洋河 2003 年以口感为重点，推出“绵柔型白酒”创新品类占领消费者心智高点的机会。淡雅型古井酒可以说是与成功擦肩而过。

古井还有过更大胆的创新。在上世纪 90 年代初，古井贡就开展了多粮酿造的研究，并最终于 2004 年将古井贡一直以纯高粱酿酒的生产工艺，全面改变为多粮酿造，不仅提高了出酒率，还使得一级品率大幅提升。

（浓香型白酒有多粮和单粮酿造两条代表线路，多粮的代表产品是五粮液，以高粱 36%、大米 22%、糯米 18%、小麦 16%、玉米 8%为配方酿造。洋河和古井贡大致都是通过增加大米和糯米的比例，降低酿造温度，延长酿造的时间，提升白酒里的甜香味，从而获取淡雅或者绵柔口感的；单粮的代表就是泸州老窖，以小麦为曲，以高粱为单一酿酒原料）。

这一切的创新，都离不开古井贡的传奇人物王效金。王效金 1987 年任古井酒厂厂长，2002 年升任古井集团董事长，一直是古井的灵魂人物，实际掌舵者。2007 年因受贿被捕（大约受贿人民币 500 多万，美元近 70 万），被判无期，可惜。

在 2002 年王效金升任集团董事长后，股份公司董事长职位先后经历了杨光远（2002）、刘俊德（2003）、王锋（2004~2008）、曹杰（2009）、余林（2009~2013）。

前三任应该都属于傀儡人物，实际还是被捕前的王效金掌舵。比如王锋此人（1965 年生人），过去担任过董事长，后来被挤出董事会，现在依然担任公司监事长，似乎是个任劳任怨的老好人形象。

现任董事长梁金辉，1966 年生人，2007 年（41 岁）进入董事会，时任古井贡销售公司总经理，以时间段推测，也是王效金看中并培养的人才。

梁金辉搞宣传起家，历任公司公司信息研究室秘书、《古井报社》主编、宣传广告科科长、公司市场发展部副经理、市场发展部经理兼市场研究与监管中心主任，2004 至 2006 年任公司市场部总监，2007 年任销售公司总经理，进入董事会，期间经历三任董事长更替，至 2014 年升任董事长。

技术出身的周庆伍接任总经理，从销售公司业务员、大区经理一路奋斗到销售公司副总经理的闫立军，顺利成章地接任了销售公司总经理，兼任总经理助理。总体来看，古井贡的管理层是偏重市场、偏重营销的构成类型。

事实上，在白酒的营销行业里，古井多次敢为天下先，创造了许多广受消费者欢迎、并被其他同行模仿的营销手法，例如上世纪 90 年代针对山西假酒案余波推出的保险公司承保的保险酒、最早和大型报刊

杂志合作，搞的有奖问答活动、借 96 年奥运会开幕，征集“中国奥运健儿壮行寄语”，以及“开瓶有金”营销手法（每千箱酒包装盒里放置几十枚金戒指）等等。

而恰好，古井贡主要产品的定位是中端，它的直接竞争对手并非茅台五粮液 1573 梦之蓝等产品，而是位于 60~200 元价格区间的大众化产品。这个区间产品同质化相对较高，消费者对于产品的性价比和购买的便利程度更为看重，也使得古井贡以渠道和营销见长的团队更有用武之地。正因为如此，古井贡一直以来都是以偏高的销售费用率著称，以大推广换来大产出。

2017 年行业复苏，古井贡有了节约费用提高利润的迹象，销售费用率十多年里首次出现明显拐头走势。据公司股东大会最新披露，经过前几年的投入布局，伴随行业强复苏，公司销售费用率已经开始下降，部分市场已经开始减少投入，同时内部也在加强费用控制，这些措施将进一步提高公司营收中利润占比。



如果我们将销售费用中直接与产品推广的数据抽取出来（在财报附注销售费用里，例如 2017 年财报的 133 页），其中促销费和样品酒属于古井贡的地面推广费用，广告费可以看作空中轰炸费用。将公司自 2010 年开始的分项披露，用图表展示出来，我们可以清楚地看到



公司的营销费用投入战略，类似当年日本鬼子侵华战争中常见战术“炮兵轰完步兵冲，步兵冲完炮兵轰”策略，交替使用空中优势和地面占领，强大火力冲击新市场后，用地面的细致工作占领市场，然后继续用强大火力冲击下一块新市场。

可以预测，2018 年公司将习惯性继续增加广告费投入占比，减少地面促销费和样品酒投入占比，全年以攻城略地占领新市场为主要策略，继续扩大从地方名酒到全国名酒的进程。要想获得全国其他地区消费者的许可，产品本身有没有故事，能否打动人心，是挺重要的事儿。这方面，古井贡酒实际上有大量素材在手，有深厚的文化内涵可以挖掘。

古/井/贡/酒，这四个汉字本身就很容易引发美好、高端、传统、悠久等心理共鸣，而事实也确实如此。古井贡酒，前身为张集乡 11 人民公社于 1958 年在明代公兴槽酒坊旧址上兴办的“减店酒厂”，位于安徽亳州谯城区减店（亳音“搏”，不念毫。减店现改名古井镇），1959 年下半年改名亳县古井酒厂，收归省营。

此处古称谯县，是曹操老家。中国历史中最早有文字记录的酿酒方法，就是曹操在建安元年（公元 196 年）将家乡美酒——九酝春酒进贡汉献帝的时候，上的奏章“九酝酒法”；

在曹操之后，又有明万历年间阁老沈鲤（谯城区减冢店人，即现在的古井镇）将家乡特产减酒进贡给万历皇帝，万历皇帝饮后钦定次酒为贡品，名气年年进贡，贡酒志明由此而来，一时减酒名动京师；

到清代，又有清末毅军统领姜桂题（后为民国陆军上将）将家乡所产减酒进贡给慈禧太后的记录。古井酒文化博物馆现在还保存着“储秀宫制”，供慈禧太后专用的豆青回文大酒瓮。

除了曹氏三杰（曹操、曹丕、曹植）留下无数与美酒有关的故事和诗篇——最有名的，当属曹操的“对酒当歌，人生几何”；曹丕的“朝与佳人期，日夕殊不来。嘉肴不尝，旨酒停杯”；曹植的“归来宴平乐，美酒斗十千”（后被李白抄进《将进酒》）……

亳州还是神医华佗的故乡，是《广陵散》作者“竹林七贤”之一嵇康的故乡，是“谁知盘中餐，粒粒皆辛苦”作者李绅的故乡，北宋名家晏殊、范仲淹、欧阳修、曾巩都曾主政过亳州，留下例如“一曲新词酒一杯”“绿酒初尝人易醉，一枕小窗浓睡”、“终老仙乡做醉乡”“白醪酒嫩迎秋熟，红枣林繁喜岁丰”等等千古名句……

这些会触碰到国人内心最柔软情感的诗词歌赋，是古井贡的宝矿，运用得法，将会让古井贡在消费升级及全国化推广过程中，如虎添翼。这是老唐看好古井的第二个因素。

东西再好，贵了还是会令投资者踌躇。古井贡不仅有好的产品，有好的团队，有好的文化底蕴，居然还有个天赐的价格，那就是古井贡 B。

搜了下书房推文记录，老唐买入古井贡 B，是去年六月中旬，当时的价格约 31 港币上下，后有多次加仓。受限于每年每个人可以换入的港币有限，目前也仅持有约 7%仓位。但是，这个投资属于典型的老唐估值法运用：“三年后 15~25 倍市盈率卖出能赚一倍，就是值得下手的位置”。

举例子说，公司总股本 5.036 亿股，在价格为 31 港币的时候，对应公司总市值约 125 亿人民币。站在当时的立场上，只要能看到公司年赚 10 亿出头是基本确定的事情，则其当年市盈率 12.5 倍。

对于名优白酒这种含金量十足、维持现有盈利能力所需新增资本投入极少的商业模式而言，即便没有增长，看到 25 倍市盈率合理位置也有一倍空间，更何况白酒市场整体复苏态势明显，未来三年保持一定增长是基本确定的事。这种位置完全是系统 bug 送给价值投资者的机会。

相对于当时高达 50 元人民币左右的古井贡酒 A 股，B 股五折促销。当然，截止今天，实际上古井贡 A 股也获得了同等涨幅，所以，买 B 股的优势还没有展示出来。什么时候展示呢，不知道，但我知道一定会有个契机，有个借口，让市场将这个五折送到我的腰包里——这是永不改变的经济规律。

截止今天，买入后不到一年涨幅近70%的古井B，以今天的价格计算，市值也就210亿出头，按照最保守的估算，依然符合老唐估值法买入条件（也就是说，我认为2021年古井贡酒的净利润不会低于420/25=16.8亿，实际上，乐观估计16.8亿净利润，不会晚于2020年达到）。多好的市场啊，有这样的送钱bug长期存在。

说到老唐估值法，其实古井贡公司管理层收购黄鹤楼（“昔人已乘黄鹤去，此地空余黄鹤楼”，名诗加持的好品牌）时，也有意无意地使用了老唐估值法，当然，不是说他们知道老唐这个估值法，而是说实业家们的估值，恰好和老唐的视股票为公司所有权代表的思想一脉相承。

翻开财报27页，看古井收购黄鹤楼时的业绩预测和定价：公司2016年买入黄鹤楼51%股权，定价8.16亿元，相当于对公司整体估值16亿。对应黄鹤楼业绩，静态市盈率约40倍，市净率约9倍，对于很多看pepb买卖的所谓价值投资者而言，那肯定高了，需要写一封《致梁董》批判一下。

但梁董可不是这样的草包，他们看的是企业未来。依据他们的判断，他们认为三年后，黄鹤楼有把握做到营收13亿，净利率不低于11%。即2019年黄鹤楼酒业净利润不低于1.43亿，按照25倍市盈率的评估，2019年合理估值约1.43×25=36亿，18亿以下有购买价值，16亿，ok，成交。

这就是一个完整的老唐估值法演示，唯一不同的是，作为控股股东+行业人士，梁金辉等人是判断并白纸黑字写下承诺2019年净利润不低于1.43亿，而投资者所有的学习和研究，就是要追求在2016年的时候，能够预测出一家公司在2019年大致靠谱的净利润（宁保守、勿激进）。这个预测，需要建立在对企业的深度理解上，没有捷径，没有公式，它是老唐估值法里唯一需要永远需要学习和研究的未知数。

最后一家口子窖，懒得写了，文末提几句吧。

老唐在《手把手教你读财报》里写过，为防坑避坑，我一般不会将上市未满五年的企业列为投资对象。这次主要是看口子窖和古井贡净利润率和销售费用率差距太大，好奇，想看看是什么原因造成的。

简单研究之下，发现其实两者的营收差距和销售费用差距并没有报表数据上显示的那么大。粗暴点说，就是古井贡是一个喜欢亲手掌控市场的企业，和洋河类似，它们将产品按照一个包含销售费用的价格卖给经销商，然后由自己来支出销售费用，由自己的人员掌控和带领经销商做市场，最终产生一个高的营收和高达31%的销售费用率。

而口子窖，则属于依赖经销商开拓市场的厂家，侧重于产品生产和配合，而非市场主导。它们将产品以去掉销售费用的净价卖给经销商，然后由经销商支付市场推广和营销费用，从而导致口子窖在财务报表上记录了一个低的营收和低至8.8%的销售费用率。

虽然口子窖强调自己是兼香型，但它和古井贡的产品定位类似，主流消费人群类似，产品终端价格接近，以净利润反推，口子窖如果按照古井贡口径来记录营收，估计也有60亿出头，两者的差距是比较小的，在安徽省内市场基本平手。

但我对这个企业持负面评价，主要依据是几个细节：

①按照财报17页披露公司高中低档白酒销售数据看，公司产品总体定位偏低，被公司归为高档酒的主要创收产品，平均单瓶出厂价仅60余元。中低端产品价格在10~20元之间，基本可以肯定主要以食用酒精勾兑为主，公司固态酿造产能并不大，未来消费升级难度较大。

②省内外经销商持续净减少，上市三年来省内经销商家数分别为344,348,334，年年减少；省外经销商家数为332,274,248，也是年年减少。而且省外经销商规模很小，单家平均年销售额不过200万出头，

一看就不是主推产品，属于搂草打兔子——捎带。公司对渠道的管控能力，令人担忧，在市场火爆的时候，这种净价出厂，闲事不管的甩手掌柜手法，当然轻松，但如果市场转冷时，可能冲击也会比较大；

③最重要的一点是，实际控制人在获取公司控股权的过程中，存在明显道德瑕疵，属于不那么令人放心型。这个不展开说了，大致就是现在的实控人，过去是口子集团的董事长和总经理，在将口子经营的要资不抵债的时候，将有效经营资产剥离出来成立口子酒业股份公司，将负债和非生产资产留在集团，然后宣布集团破产清算。

在成立口子酒业股份公司的过程中，董事长和总经理购买股权的主要资金，来源于政府奖励（奖励其将国企经营成资不抵债？　　），购买价格基本为账面净资产值。逐步将口子酒最优质的资产变成了纯粹个人控股，当地国资在股份公司中已无持股。

改制过程中引进美帝投行高盛持股。高盛在上市后每个获得减持资格的时间窗口，都是最大化清仓式减持，前后暴赚近四五十亿。下个月 29 号，大量高盛以外的其他原始股东开始有权减持了。

相关文章：

主要白酒企业点评①：茅台

主要白酒企业点评②：五粮液

主要白酒企业点评③：洋河

主要白酒企业点评④：老窖

声明：本人持有古井贡 B，不持有口子窖，且未来 72 小时无买卖古井与口子计划。

老唐当前持仓为：茅台 46%-，腾讯 20%+，古井 B7%+，洋河 7%-，民生 H6%-，招商 H5%-，信立泰 4%+，双汇 3%+，海康 3%-，2018 年内收益（不计打新）约 5%。

第405篇.　　2018.6.2-泸州老窖押注高端

原创：　唐朝　唐书房　2018-06-02

本文刊载于 6 月 1 日出版的《证券市场周刊》

比较过去几年的发展，可以看出，泸州老窖的中低端希望不大，未来增长靠高端，但被泸州老窖寄予厚望的高端增长，其生产能力是存疑的，还需要观察。

本刊特约作者　　唐朝/文

“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，这是泸州老窖最宽广的护城河。

泸州老窖拥有百年以上窖池合计 1619 口，100 年以上的还在持续使用的窖池有近百口，占全国浓香型名酒企业拥有老窖池数量的 90%以上。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，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。

不过，老窖同样也成了泸州老窖的局限。公司走轻资产道路，多年未投资于产能，在 2014 年的行业

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。

业绩天花板明显

对比 2017 年和 2013 年经营数据，可以清晰地看到公司过去五年的发展轨迹：2013 年，公司高档酒营收 28.8 亿元，中档酒营收 32.1 亿元，低档酒营收 40.5 亿元。2017 年，这三组数据分别是 46.5 亿元、28.8 亿元和 25.9 亿元。一目了然，过去五年中低端酒全面下滑，增长均来自国窖 1573。

2017 年，多家白酒企业的财报数据，都展露出高端强劲增长，同期中低端徘徊不前甚至低迷萎缩的特征。在总体产能过剩的大前提下，投资白酒行业的核心逻辑是消费升级和强者对弱者市场份额的挤压，具体而言，就是高端看产能，中低端看营销。这几年白酒从低谷到复苏的过程里，老窖中低端不但没有增长，反而出现量价萎缩，证明老窖团队及渠道在中低端市场的运营能力是存疑的。

	茅台	五粮液	洋河	老窖	古井贡	口子窖
2017营收	582.2	301.9	199.2	103.9	69.7	36
2016营收	388.6	245.4	171.8	86.3	60.2	28.3
2017广告促销费	23.6	32.7	12.1	18.8	12.55	2.2
2016广告促销费	12.6	43.4	8.2	11.33	12.94	2.8
广告促销费增加额	11	-10.7	3.9	7.47	-0.39	-0.6
2017广告促销费占比	4.1%	10.8%	6.1%	18.1%	18.0%	6.1%
2016广告促销费占比	3.2%	17.7%	4.8%	13.1%	21.5%	9.9%
广告促销费占比提升	0.8%	-6.9%	1.3%	5.0%	-3.5%	-3.8%

唐书房

表：主要白酒公司 2017 年的广告促销费用数额及费用占比

在六家主要白酒公司 2017 年财报里，老窖的广告促销费用占营业收入比提升幅度最大，从 2016 年的 13.1%提升至 2017 年的 18.8%，净增加 5%。其占比在六家公司里排第一，甚至超过了一贯高费用比的古井贡酒。绝对额增加 7.47 亿元，仅次于为打开系列酒市场大幅增加广告促销预算的贵州茅台。

高达 18.8 亿元的广告促销费用投下去，老窖的中低端销售收入从 2016 年的 54.76 亿元，变成 2017 年的 54.67 亿元，轻微负增长。而国窖 1573 销售收入从 2016 年的 29.2 亿元，提升至 2017 年的 46.5 亿元，最终导致公司净利润同比增加 6 亿元。

因此，可以推测，**老窖的中低端，要么已经被战略性放弃了，要么就是根本推不动。公司未来的增长期望值完全寄托在高端酒上，也就是国窖 1573 及以上品类。**

事实上，公司财报也暴露了这一转变。从 2006 年到 2015 年，公司财报关于战略部分，一直有**“坚持‘双品牌塑造，多品牌运作’的品牌战略”**或类似表述。从 2016 年起，关于泸州老窖特曲品牌价值回归的表述被淡化了，公司战略变成了“一二三四五”战略：

明确重回中国白酒行业“前三甲”一个目标；坚持“做专做强”与“和谐共生”两个原则，深入贯彻落实加强销售、加强管理和加强人才队伍建设“三个加强”；把握“十三五”期间的稳定期、调整期、冲刺期和达成期四个关键发展步骤；实现公司在中国白酒行业的市场占有领先、公司治理领先、品牌文化领先、质量技术领先和人才资源领先。

从公司最近对外的宣传口径也可以观察到同样的动向，主要强调国窖 1573 的市场空间。例如 5 月 15 日，公司对外披露的国窖 1573 发展目标：2018 年国窖 1573 要翻倍实现 100 亿元销售，2020 年要超过 200

亿元，未来 1573 的销量要达到 2 万吨以上——这是管理层对老窖的未来所押的宝，意图依靠国窖 1573 的高速增长，超越洋河，重回白酒业第三。

国窖 1573 能否高增长

中国高端白酒主要就是茅台、五粮液和国窖 1573，其他品牌暂时产能还太小。高端尤其是茅台确实有明显的供需缺口，谁能承接这种需求溢出，谁就可能获得大发展。那么，关键问题来了，国窖 1573 的产量有没有可能实现高增长，最终达到 2 万吨以上，承接茅台的溢出需求，甚至直接从茅台手中夺过部分需求？

老唐曾撰写过《老窖的成长困境》（刊发于 2014 年 4 月 18 日的《证券市场周刊》），用公司采购的高粱数据，反推国窖 1573 的产能约 3500 吨。而且，未来数十年，这一产能不会有太大的增幅。事实上，直到 2016 年 10 月 11 日，公司官方资料也是一直这样对外披露 1573 产能的：基酒产能为 3000 吨/年。

2016 年底之后的对外披露，公司删去了关于 3000 吨/年的表述。为什么呢？通过对公司披露的各档次销售量数据观察，我们会发现 2015 年国窖 1573 销量就达到 2900 吨，而 2016 年又实现了国窖 1573 收入的近于翻倍增长，即便考虑提价因素，2016 年国窖 1573 的销售量也已达 4000-5000 吨。在 2017 年，国窖 1573 的销售收入提升至 2015 年的三倍，公司半遮半掩承认的销售量也有 6000-7000 吨了。

也就是说，是实际销售量逼迫老窖转变了宣传口径，从早期的“产能稀缺，只有 3000 吨”，到接近或超过 3000 吨后强调“基酒产能 3000 吨，商品酒数量不止 3000 吨”，再到现在干脆删掉产能限制表述，声称已经从技术上突破了产能限制，未来国窖 1573 产量可以达到 2 万吨以上。

回想五粮液的产能提升之旅，上世纪 80 年代拥有 3000 吨五粮液产能的五粮液集团，通过二三十年时间，大力投资建设“十里酒城”，使公司固态酿酒总产能超越 20 万吨，最终具备了 2 万吨五粮液的供应能力。

五粮液通过总产能规模来提升高端产能，而泸州老窖拥有百年以上窖池数量在过去几十年里没有发生变化。在 2017 年以前，公司也没有大规模扩建产能，因此，国窖 1573 供应能力的暴增，或许只能有几种可能性：**第一，泸州老窖的酿酒技术取得突破性进展，单窖产量飙升数倍；第二，收购其他家符合国窖 1573 标准的基酒；第三，降低酒质要求，增加产量。**

如果是第一种可能，那将是白酒业内惊天动地的大新闻，事实是没听说；如果是第二种可能，外购。虽然泸州老窖一直有外购酒精和低端基酒的传统，但高端基酒对于各大白酒企业都是镇企之宝，对外出售的几率非常之小。更何况，除了几家知名浓香上市公司之外的其他企业，拥有的百年老窖基酒本来也微乎其微，就算全卖给泸州老窖，顶多也就能给 1573 增加几百吨基酒；

如果真是第三种可能下的增长，**对国窖 1573“可以品味的历史”品牌内涵究竟是提升还是伤害？对公司价值究竟是增加还是毁灭？**这是一个值得股东深思的问题。

个人判断，国窖 1573 产销两万吨，很可能是管理层放出的营销卫星，老窖管理团队有此种先例。早在 2014 年 4 月中旬，公司就曾对股东放过这样一个卫星：2013 年原定目标营收是 140 亿，实际完成 104 亿。同时，已知 2014 年 1 季度同比下降 50%~60%。对于白酒而言，一季度天冷且包含春节和为清明及五一备货的订购，历来是白酒行业的销售旺季，业内素有一季看全年的说法。

老窖自 2008 至 2013 年，一季度占全年营收的比例最低是 2011 年的 25%，最高是 2008 年的 33%。我

们有理由相信，理性的管理团队，站在已知 2014 年第一季度销售数据不足 16 亿的情况下，对股东预测全年销售数据，应该在 47 亿~63 亿之间。然而，2014 年 4 月，管理层告诉股东：2014 年公司计划营收达到 116.33 亿，同比增长 11.52%——最终 2014 年全年营收 53.53 亿，同比下降 48.7%。

综上所述，被泸州老窖寄予厚望的高端增长，其生产能力是存疑的，还需要观察。再考虑到 2017 年公司首次提出重点发展养生酒的战略，泸州老窖的发展前景开始有些扑朔迷离了。

声明：本文仅代表作者个人观点；

作者声明：本人不持有泸州老窖

第406篇.　　2018.6.3-投资要警惕左，但主要是防止右

原创：　唐朝　唐书房　2018-06-03

前言：本周某日将是老唐和领导牵手 26 周年纪念日，这样的日子如果窝在家里看财报，那是老寿星上吊--活腻了，如果盯着屏幕码字，那简直是老寿星吞砒霜--活得不耐烦了，所以嘛，或许要陪领导晃悠两天，分众传媒的资料要暂时搁置。

正好，有人提醒老唐，应该将 10 天前发在雪球、广受好评的《与老木头的闲聊成果》一文转发在书房留存。谢谢，若非这个提醒，老唐已经忘了随手敲的那篇文章。今天在那篇短文的基础上做个扩充，作为本周填（书）房！

长期以来，犹如市场永远摇摆于恐惧和贪婪之间，对投资的看法也有两种极端思想，以三年河东、四年河西的周期抢占着投资者的心智。一种认为**股市赚钱很简单**，只要牛市来了，冲进去买啥赚啥，跟捡钱一样；另一种认为**股市赚钱太难了**，耗费青春、耗费生命，整日里殚精竭虑却面临一将功成万骨枯的局面，最终只会是少数信息、资金或者知识占有巨大优势的机构获利，普通投资者多沦为韭菜，正所谓一赚两平七个亏。

套用我党历史上的术语，前者可以归为**左倾冒进主义**，后者可以算**右倾投降主义**。在股市早期以及刚刚入场的人里面，天不怕地不怕的左倾冒进主义占大多数，经过市场几番牛熊教育后，在“老股民”群体里，见啥都怕的右倾投降主义成为主要危害：怕亏，怕回撤，怕上涨，怕波动，怕听负面，怕自己研究不够，怕有自己没关心到的信息，怕自己居然不怕……

书房里绝大多数朋友是有一定投资经历（先不说经验）的人，所以，**需克服的主要障碍是右倾投降主义**，就是那种认为“*股市赚钱很难，一个人如果没有深入研究能力，没有高瞻远瞩的战略眼光，没有娴熟的金融学知识，没有泰山压顶面不改色的心态……将会很难从股市赚钱*”的想法。这种想法大错特错，如果不予纠正，不仅会让你的人生总是处于神经衰弱状态，甚至会在不知不觉间使你的投资之旅误入歧途。

如果有一家工厂，老板雄心勃勃花了1000万，刚刚跑下执照，买了地皮，建了厂房，添置了设备，招聘了工人，忽然天有不测风云人有旦夕祸福，某种原因之下500万出售。你买下来会亏吗？——抢答：不会，转手卖出去就是利润。

不好意思，抢答错误。买下来还是会亏，因为短期或许找不到合适的买家，而你又不会经营，可能机器会生锈，工人会辞职，厂房会漏雨，场地会长草，最终或许花了五年才卖出去，也就卖了600万，一算收益率，不到4%，亏了——为什么明明赚了100万，却说亏了呢？这就是折现的概念，金钱是有时间价值的，明明我可以存银行保本4%理财，五年变成608.33万，结果淘神费力，担惊受怕，只收回600万，是不是亏了？

但是，如果这工厂，不仅有上述刚花1000万购建的厂房地皮设备，账上还有未到期理财产品300万；还有给中国石油、中国石化、中国移动等大公司干了活的应收账款600万，年底可以收账；同时，就欠着银行150万贷款——这家公司，现在卖500万，你觉得你还会亏吗？这次可以放心抢答了：不会。

是的，这样你几乎不可能亏钱了，只需要等待理财产品到期，等待应收账款到期，你就可以收回超过900万，还了贷款，净得750万-500万=250万以上的现金，以及购置成本1000万的固定资产。

实际上，**这就是格雷厄姆的投资体系，用相当于净流动资产2/3的价格购买公司。**只是一者由于股市里公司的流动资产很少直接像例子里这么靠谱（全是“银行理财+中字头大国企应收”），二者股市里并非自己买下全部，其他股东或许对资产的处理方式会有不同想法，所以，**格雷厄姆倾向于买进几十只这样品质的企业，构成一个组合，**以对冲其中某些或许流动资产品质不好，或许应收账款信用不良的企业风险。由此，捡烟蒂的投资方法形成了。这种方法可以赚钱，不难理解吧！

这样可以赚钱，确实不难理解。难以理解的是，为什么会有人那么便宜卖？还真是，实体经济里，企业家一般不会这么傻，居然以这种价格将企业卖掉。但很搞笑，当一家企业所有权被分成无数小块在在股市交易的时候，**在大量拿股票当赌博筹码的投机者眼里，股票就是一张纸头或者一个博彩号码，**如果它在“下跌趋势”里，那无论便宜贵贱，将其兑换成现金，**为下次参赌保住赌本才是第一要素，**这种行为被很高大上地称为“顺势而为”或“不要与趋势作对”。由此，荒诞的卖价就这么让人惊奇地形成了。

尤其是在格雷厄姆经历的上世纪三十年代美国大萧条期间，大把这种类型的出售者，有些幅度比老唐举的例子还夸张。格雷厄姆及其信徒就这样捡了无数被人丢弃的“垃圾”回来，待恐慌过后，市价恢复到净资产（或重置成本）附近就卖掉。**“炒股”这件事，终于在格雷厄姆教授手中，变成了一件具有逻辑支撑、可以计算的科学，不再是凭感觉、靠内幕的击鼓传花式互相算计，**格雷厄姆也由此当之无愧地成为了证券分析业的教父。

可惜的是，大萧条这种重度恐慌的经济环境，一个投资者可能一生遇不到几回——以美股为例，跌幅高达89%的大萧条历史之后，近百年历史里，只有纳斯达克网络泡沫破裂、日本空袭珍珠港以及2008次贷危机爆发，分别以78%、53%和52%的跌幅可以与之媲美，其他恐慌幅度没有超过腰斩的。很巧，“勤劳勇敢”的中国人，用二十多年快进了美帝百年史。二十多年里，A股同样产生过四次腰斩以上的大跌，幅度分别是79%，73%，73%，55%。

另外还有两次接近腰斩的跌幅，最近一次书房里大部分朋友应该在场：2015年下半年跌幅49%，同期老唐实盘组合满仓在场，市值“回撤”28.38%。



因此，对于一个投资者而言，必然面对的问题是，大量的其他时间怎么办呢？最终，在格雷厄姆大批传人的摸索下，无外乎三条路：

第一条路：按照格雷厄姆给普通投资者的建议，适度放宽标准。

1949 年，格雷厄姆出版了伟大的《聪明投资者》一书，书中第五章第二节明确提出他给予普通投资者的股票投资四条建议：①充分但不过度的分散投资，将资金分散在少则 10 只，多则 30 只股票上；②只选择大型、杰出而且举债保守的企业；③购买对象应具有长期持续的股息发放记录；④只买低市盈率股票，建议用过去数年的平均净利润，例如购买市值不超过过去 7 年的平均净利润的 25 倍，如果用最近四个季度净利润，则买入上限为 20 倍市盈率。

这种思路，其实就是帮助投资者构建了一个低估值的指数，实践中发展为利用低 pe、低 pb、高股息率建立一篮子低估值组合的投资方式，所谓低估分散不深研，大致就是走的这条路。

第二种，扩大搜寻范围，寻找合适的目标；

部分坚持格雷厄姆烟蒂股投资精神的投资者，选择通过扩大范围，不断寻找被市场抛弃的冷门市场，来买入符合格雷厄姆标准的冷门股。代表人物是沃尔特.施洛斯。通过严格遵守格雷厄姆的教诲，不断地翻垃圾堆，湿螺丝在长达 47 年的投资生涯里，获得了年化 20%的世界级大师水平（100 万变 54 亿。当然，客户被年年切掉管理费和提成后，收益是 15%出头，100 万只能变 7.9 亿——依然是世界级大师水平）。

目前市场同样活跃着一群视野覆盖 A 股、港股、美股甚至俄罗斯、新加坡、越南等多个国家股市的投资者，他们就是通过扩大范围，通过简单的财务数据对比，选择多只符合格雷厄姆烟蒂标准的股票买入，然后待恐慌过后，回归净资产值或重置成本价值附近时，卖出获利。

第三、从股票代表企业资产所有权，进化到股票代表未来现金流分配的参与权。

这方面的代表人物当然是沃伦.巴菲特。巴菲特在自己的思考下，在费雪、芒格等人的影响下，对格雷厄姆的“股票代表企业所有权”的内涵做了一点进化，**从格雷厄姆起初的“股票代表企业净资产的所有权”，进化为“股票不仅代表企业净资产的所有权，更代表着企业未来现金流分配的参与权”。**

这一进化是伟大的。它让投资人忽然从一个招人讨厌的“破坏者”角色，一个到处寻找腐肉、动辄鼓噪破产清算的秃鹫角色，变成了企业运营的伙伴，经济发展的推动力。它让巴菲特开始以前瞻的眼光展望未来，以人类需求无限、经济永远发展的眼光看待企业。

为了追求未来可分配现金数量的**可持续性和可预测性**，巴菲特进一步给自己的投资理论增加了**“护城河”和“能力圈”**概念，致力于寻找那些**自己能够预测其产品会持续被需要**，但**别人很难甚至无法提供**同类服务或产品的企业。

这三条路，**无论选择哪一条，赚钱都不难，**差异只是关注点略有不同。第一种模式，只需要定期（例如半年或一年）做一做 pe、pb 和股息率的对比筛选即可；第二种模式，只是一个体力活，关注的数量足够多，每天刷刷公告、看看财报摘要，总会有些市值显著低于净资产值，或者拥有足够量隐藏资产的企业，一旦发现这种特征，再去针对性做进一步挖掘即可；

第三种模式，甚至可以从直接购入宽基指数基金（指成分股包括多个行业股票的指数基金，例如沪深 300 指数基金）开始，只要理解**“沪深 300 成分股的平均盈利能力＞全部上市公司的平均盈利能力＞全国所有企业的平均盈利能力＞名义 GDP 增长速度＞类现金资产的收益率”**这样一个逻辑关系，就会明白长期持有沪深 300 指数基金的收益是一定会远远高于持有现金类资产（包括存款、理财、货币基金、债券等）的，中间所有的波动不过是扰人心神的障眼法。

在这个基础上，通过学习，通过对自己能理解的优秀公司（若有）增加配置份额的方式，或者在资金足够自己建立跟踪指数的股票组合时，排除盈利能力明显落后或者明显有问题的企业（若有），逐步建立属于自己的优质企业组合，从而**在指数基金的基础上逐步提升回报率**，那也是必然的结果——**别小看微小的回报率提升**，100 万 50 年，10%回报率结果是 1.2 亿，12%回报率结果是 2.9 亿，差额 1.7 亿就是你的奖学金。

如果承受力较强，宽基指数基金可以一次性买入，并在后续增量资金进入时，或继续配置指数，或选择自己理解的相对优秀的企业（若有）买入。如果承受力较弱，则可以将资金分配成多份，通过定时定额的方式购入，或者按照指数估值分配资金（例如 20 倍市盈率以下多买，30 倍市盈率以上少买），达到平滑波动的目的。

所有这一切，**只需要我们立刻抛弃“股票是筹码”的错误观念，建立“企业真实盈利能力提升，股价一定升”的明确信念，对垃圾企业的大幅炒上炒下，视而不见、听而不闻，幡动而心不动，以较长时间不会动用的资金（例如三到五年）去做投资，满足于企业成长推动的市值增加。**如此，市场再也不值得害怕，完全不需要以右倾投降主义心态，战战兢兢恐惧度日。

当你手握企业的成长盈利时，再顺带去收割市场过度波动的馈赠，就简单轻松多了，那就真是“佛系炒股”了，**过热过冷可以抛出或买进**以达到普度众生的目的。**忽略或错过也无所谓，反正有优质企业盈利推动垫底，何惧之有？**

2000 年净利润 2.5 亿，2018 年净利润 335 亿以上，17 年现金分红累计超过 560 亿，这样一只股票，只要市场还在，就没有任何力量能让它的市值维持在 100 亿以下——对，你猜对了，说的就是茅台，2001 年上市，当年最高市值 98.25 亿。

只要买入价格不是太过离谱（例如老唐定义的明显高估区间，即＞50 倍 TTM 市盈率），**你投的企业长期年化利润增幅超过 30%，你的收益就离 30%不会远，**什么庄家主力利空利好超买超卖 MACD250 均线 KDJ 薛斯通道证监会银监会保监会特朗普特没谱……，他们**谁都不能改变你赚大钱的必然命运。**能彻底想明白这个问题，右倾投降主义就会永远离你而去，你的脊梁会挺直，心胸会敞亮，你会在财务自由的大道上会越走越宽敞……

剩下的事，就是**寻找这样的好企业**（书房一直努力的事情），**碰到一个好价格**（这个靠运气，靠投机者顺从趋势，靠美妙的大熊市），**收入囊中**（这个靠你意志坚定、英明神武），**继续过你开心快乐的每一天**（这个靠你和所爱之人合力创造）！

周末愉快！

第407篇.　　2018.6.7-仓位记录

文字_2018-06-04

唐书房 *2018-06-04*

嘿嘿，陪我家领导在外面玩一天，刚刚发现市值创历史新高了，真是一份很给面子的贺礼??。估计书房也有不少朋友是这情况吧，同贺同贺????

文字_2018-06-07

唐书房 *2018-06-07*

个人记录：把收到的分红款，加了海康，数量太小，不影响个股占比。

目前持股比例为：茅台 47%+，腾讯 20%+，古井 B7%-，洋河 7%-，民生 H5%+，招行 H5%-，信立泰 4%-，双汇 3%+，海康 3%-。

2018 年收益 10%+。自 2014 年 11 月 25 日老唐实盘组合建立以来，净值 3.22，同期实际净值 3.54，差异由于组合不能录入港股和 B 股造成。

今天高考，书房里可能有考爸考妈，你们辛苦了，胜利在望，这两天累过后，可以好好放松放松了。祝孩子们都考出好成绩！

第408篇.　　2018.6.9-梳理分众传媒（上）

原创：　唐书房　唐书房　2018-06-09

在《手把手教你读财报》94 页第一段，老唐写过这么一段话：

企业间股权交易，究竟谁是买家谁是卖家，有时并不如合同上表述的那么清晰。资本市场常有看上去的买家，其实质却是卖家的情况。反向收购借壳上市之类的交易，就是指这种现象。关于收购的话题，不在本书讨论范围。有兴趣的朋友，以后自行寻找相关资料学习。

分众传媒就是这样一个案例，它在 2015 年通过反向收购上市公司七喜控股完成上市。今天借着分析分众传媒的机会，先梳理一下反向收购过程，以及反向收购后的公司财报阅读要点。

先看原上市公司“七喜控股”。

七喜控股 2004 年 8 月上市，IPO 时公司估值 11.8 亿，出让 25.9%股份（2900 万股），募集资金 3.06 亿。上市当年每股分红两毛钱，如果我们将掏出这 3.06 亿元的股东及其接盘侠们看作一个整体，那么他

们这次拿回 580 万。其后的十年，七喜控股赚赚赔赔，半死不活，**十年累计亏损 2800 万。**

亏的不多，但也没赚钱，所以一直没有进行过现金分红。这个阶段，七喜控股就是个赌桌上的筹码。因为没现金分，而且 IPO 时溢价发行时有大量资本公积，所以嘛，2004 和 2005 年还实施了资本公积送股，对于股东而言，算是叮叮猫咬尾巴——自己吃自己。

截止 2015 年重组实施之前，这 2900 万股经过 2004 年 10 转 10 股；2005 年股权分置改革中的大股东 10 送 3 股给流通股东，以及 2005 年度 10 转 3.5 股后，原 2900 万股拆为 10179 万股。

资产重组前一年，股价在 6.61~13.9 元之间波动，这 10179 万股市值在 6.7 亿~14 亿之间，**折合年化回报约 8.2%~16.5%之间。**即便不是以 10.56 元的新股发行价认购，而是以上市当天最高价 15 元（也是 2004 年全年最高价）买入的投资者，**10 年年化收益率也在 4.5%~12.4%之间，远超同期债类资产投资回报率**。

A 股是世界上最好的投资市场之一，这结论真不是乱说。这么烂的一家公司，依然能有这样的收益，真的只能说做 A 股投资者，幸福的冒鼻涕泡泡，就算看错，也有韭菜军团兜底。

有大量投机炒家的存在，让我们有机会以很便宜的价格买进好公司。即便看错了，也有颇大的机会将烂公司以一个不错的价格脱手。

跑个题：在我眼中，我大 A 股只需要补两点短板：①增加对虚假信息披露的惩治力度，让披露虚假信息的公司和相关人员倾家荡产、牢底坐穿。只要说真话，公司多烂都没关系，买者自负；②大量增加上市公司数量。退不退市的一点儿也不重要，别人愿意买卖烂白菜，招谁惹谁了？重要的是菜市场上菜品要丰富，让拿着钞票的买家有更多挑选余地，真正享受“消费者是上帝”的感觉。后者，本届已经在干，前者需要修订法律，困难一些，暂时还没看见有动静。

重组之前，七喜控股总股本 3.02 亿股（302335116 股），其中老板易贤忠持有 1.3 亿股（129677590 股），占比 42.89%；易贤忠的老婆、小姨子和亲弟弟合计持有 4457 万股（44570847 股）。也就是说，易贤忠及其家人直接控制的股份 1.74 亿股，占比 57.63%。重组停牌日，股价收在 13.68 元，以收盘价复权计算，是公司上市 11 年来最高点，总市值约 41 亿。

七喜控股能够被分众传媒借壳，挺偶然的。在 2015 年 6 月 2 日，另一家上市公司宏达新材（SZ.002211）已经发布公告，宣布拟通过资产置换、发行股份及支付现金收购资产等方式，购买分众传媒 100%的股份，实现分众传媒借壳上市。同时发布的还有资产评估及收购方案等相关法律文件，万事俱备，只待批准了。

然而，**你种下的因，总会在意想不到的时候结果**。6 月 17 日，宏达新材实际控制人朱德洪收到证监会调查通知书，因涉嫌违反证券市场相关法律法规，决定对公司及朱德洪予以立案调查，宏达新材存在被实施退市及暂停上市风险。

七喜控股的机会来了。着急借壳的分众传媒和正在找机会脱手的七喜控股实际控制人易贤忠一拍即合。直接借用宏达新材披露的借壳方案及分众资产评估成果，两家闪婚，迅速达成协议——不过，也或许分众本来就是脚踏两只或多只船谈着，只是宏达的阵前漏气给了备胎七喜上位的机会。

分众急着借壳，是有缘故的。分众实际上早在 2005 年 7 月就在美国纳斯达克上市了。上市后的发展还算可以，2006 年到 2011 年企业净利润分别是：0.97 亿美元；1.4 亿美元；-7.7 亿美元；-2.1 亿美元；1.8 亿美元；1.6 亿美元。其中 2008 年和 2009 年的经营实际都是盈利的（2.2 亿美元和 0.9 亿美元），但由于**公司计提了大额资产减值以及对收购商誉减值等因素，导致大幅亏损**。

公司股票也随着业绩波动大起大落。2007 年最高股价达到 66.3 美元，伴随着大额计提及全球次贷危

机，股价在2009年初最低跌至4.84美元，**最大跌幅近93%，埋人无数**。正是这两年的大开大合，分众传媒被知名做空机构浑水盯上了。

2011年11月，浑水发布报告，指责分众**资产造假及内部交易掏空公司**。前者主要说分众披露的电视屏幕数量虚报了50%；后者说分众高价购买内部人或关联人资产，前后收购总额高达16亿美元，然后减值注销或者低价卖掉，累计折损11亿美元。有严重的掏空公司资产、侵犯小股东权益嫌疑。

报告发布当日，**分众股价最大跌幅60%，收盘跌40%**。其后的你来我往，此处不啰嗦了，有兴趣的朋友自行百度“浑水做空分众传媒”。结果嘛，大致一句话，浑水关于资产造假的指控，可能是浑水不专业造成的。**内部交易一事，没可靠证据，但难以洗脱嫌疑。**

最终公司在美国股市表现不景气，导致分众传媒实际控制人江南春在2012年8月启动私有化，并最终在2013年5月将其私有化退市。启动私有化时，分众传媒**市值仅折合约165亿人民币**（约27亿美元），私有化溢价约30%，**按照35.5亿美元估值收购**。

在私有化过程中，江南春和留下来的投资人签了一个重要的对赌条款：如果私有化后**第四年公司仍未重新上市，将分配至少75%的利润**给现有股东。为了迅速回归A股市场，退市后分众传媒一直在谋求借壳上市。正好这期间经营情况也不错，2012~2014三年净利润（人民币）分别约为15亿，29亿，18亿，2015年中做重组方案时，预估当年净利润应该在30亿左右，这给分众高价回归A股增加了底气。

宏达新材拟收购时，**给分众传媒资产作价457亿**，是退市前市值165亿的277%，但按照2014年*18亿*净利润和2015年**30亿**左右净利润考虑，大约**15倍~25倍**市盈率（很巧，和老唐估值法的15~25倍市盈率重合），算合理估值。七喜控股直接借用这个估值（以及宏达新材的借壳方案），整个收购过程的资本运作令人眼花缭乱，老唐将其要点摘出来，梳理如下：

1）上市公司七喜控股将**全部资产负债**（员工跟着资产走）**作价8.8亿卖给易贤忠**——意思就是七喜控股除了一张执照以外什么也不留。这8.8亿支付给分众原股东，作为收购对价的一部分；

2）易贤忠没钱。合同约定等江南春等人入主，易贤忠辞去董事会席位。半年后易贤忠有权卖出股票时，以不低于江南春指定的价格卖出3580万股，其中辞职后半年到18月间卖掉1790万，18个月后卖出1790万股。每次**卖股的钱，80%拿来支付给分众原股东**，剩余20%易贤忠自己支配（大致可以推测，意思是江南春**保证易贤忠平均卖价不低于30.75元**，30.75×80%×3580=8.8亿）；该抛售行为和支付款项已经在2018年初全部完成。

3）这样，易贤忠及其家人在重组活动中的收益是：一分钱不出，**拿走原上市公司旗下全部净资产，加2亿以上现金，以及剩下的1.38亿股**（138448437股）新上市公司股票。截止目前，经过两次转股，这1.38亿股变成3.64亿股，当前市值约44亿，高于原实际控制的七喜控股公司总市值；

（注：分众传媒重组后，已经实施2015年10派2.5元转10股；2016年10派4.08元转4。2017年分红方案为10派1元转2股，尚未实施）

4）原来的分众股东，只收到8.8亿，当然不可能完全交出价值457亿的资产。原股东可以简单分为两类，江南春和其他。江南春直接持有的分众传媒34.79%股份，被江南春分成两部分11%+23.79%。11%的部分，由上市公司付现金50.27亿购买。这50.27亿由两部分构成，一部分是8.8亿×11%=0.968亿由易贤忠卖股票支付；另一部分由上市公司向搭车的7家机构定向增发新股2.53亿股（252525252股），单价19.8元，合计募集50亿支付；

5）分众剩下 89%股份，其中 23.79%是江南春的，65.21%是其他大小股东持有。这部分直接由七喜控股发行股份 38.14 亿股支付（3813556382 股），其实质是**这些股东交出去 457×89%=406.73 亿，拿回来 457×38.14/（3.02+38.14+2.53）=399 亿，**差额易董付现；

6）重组过程中，江南春本人收到 **50.27 亿现金**（拿去还私有化时借的债），并得到新上市公司 38.14×23.79%/89%=10.2 亿股（1019588922 股），占重组后总股本的 10.2/43.68=**23.34%**，成为第一大股东，**实际控制人**，当前持股市值约 350 亿人民币；

7）参与重组活动的 7 家机构，于 2016 年 3 月 18 日出 50 亿现金得到约公司 5.8%的股份（252525252 股），相当于按照 860 亿估值购买股份，单价 19.8 元。该价格为机构投标产生，当日市场股价约 30 元，18 家机构最高出价 26.53 元，最低出价 12.57 元，最终满足 50 亿融资要求下确定成交价 19.8 元，锁定一年。实际考虑分红和送股后，如果机构在解禁后的一个月之内出售（2017 年 4 月 17 日~2017 年 5 月 17 日），**盈利约 12%~35%**。如果持有至今天，获利**约 80%**；

8）原七喜控股除易贤忠家族之外的其他中小股东，持有七喜控股 42.37%股份，共计 1.28 亿股（128086679 股），**停牌前市值 17.5 亿**。重组后持有上市公司的 1.28/43.68=2.93%股份，对应**净资产值**约 2.93%×457=13.39 亿，相比停牌前公司账面净资产总值 5 亿或净资产作价 8.8 亿的 42.37%，**数倍增幅**。按照上述 7 家机构现金买单的估值计算，约值 2.93%×860 亿=25.2 亿，若持有至今，收到**现金分红约 1.36 亿，股票市值约 44 亿；**

9）分众除江南春以外的其他股东，放弃了按照 35.5 亿美元估值卖掉的机会，持有借壳后的分众传媒 38.14-10.2=27.94 亿股。经过两次分红转增，累计收到现金红利约 30 亿元，同时持股数变成 78 亿股，以目前市价计算，价值约 967 亿。将原 35.5 亿美元×（1-34.79%）=23.15 亿美元（约折合 145 亿人民币）变成 997 亿，**增值近 6 倍**。这些股份根据入股原分众多媒体公司的时间不同，锁定 1 到 3 年，**最晚的于 2018 年 8 月底到期**，大赚基本是板上钉钉；

10）江南春等人承诺 2015~2017 年净利润不低于 29.6 亿，34.2 亿和 39.3 亿，实际完成情况是 33.9 亿，44.5 亿，60 亿，均**超额完成**。正是在业绩推动下，即便是重组公布后第七个涨停板开板后，以当日最高价买进的投资者（2015 年 9 月 14 日，当日最高 26.66 元，最低 25.32 元，假设以涨停板价 26.66 元买入），至今年化收益也超过 11%。

参与各方通通赢，没有输家，这就是资本市场优化资源的功效。

上篇就梳理到这儿，下篇谈反向收购后公司报表的阅读方式，以及老唐对该公司的看法和估值，预计明后天推送。

---

ps：苹果手机终于可以直接赞赏了。但公众号后台不允许我提交作者名“唐朝”，说涉及到商标；老唐也不行，说重名。郁闷之下输入唐书房，可用。但作者名和公众号名重复了，而且暂时不允许修改，只好这样将就了

文章已于 2018-06-10 修改

第409篇.　　2018.6.10-梳理分众传媒（中）

原创：　唐书房　唐书房　2018-06-10

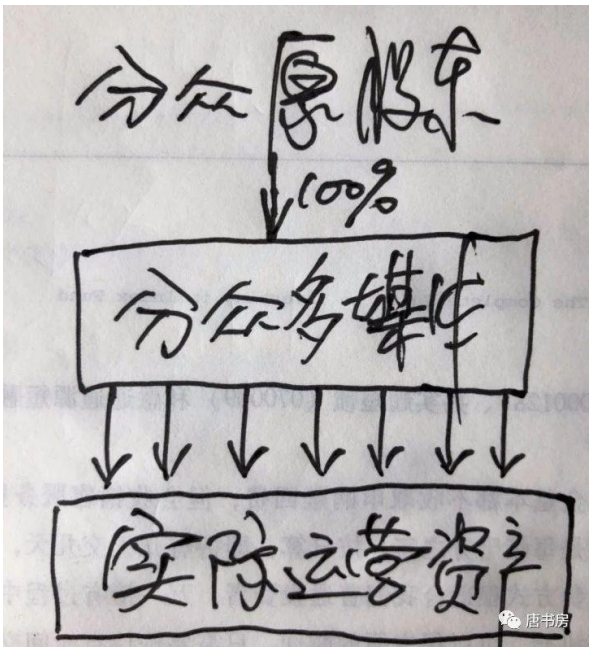
上篇梳理了分众传媒借壳上市的过程，本来准备分上下篇聊完，结果写长了，干脆拆成三集片。中篇聊借壳上市后公司财报的阅读要点，也可以视为上篇的辅助阅读帖，下篇单独分析分众传媒的投资价值和潜在风险。

借壳上市的会计处理很别扭，一一弄懂不容易，好在我们不准备做会计，知道财报怎么看就够了。

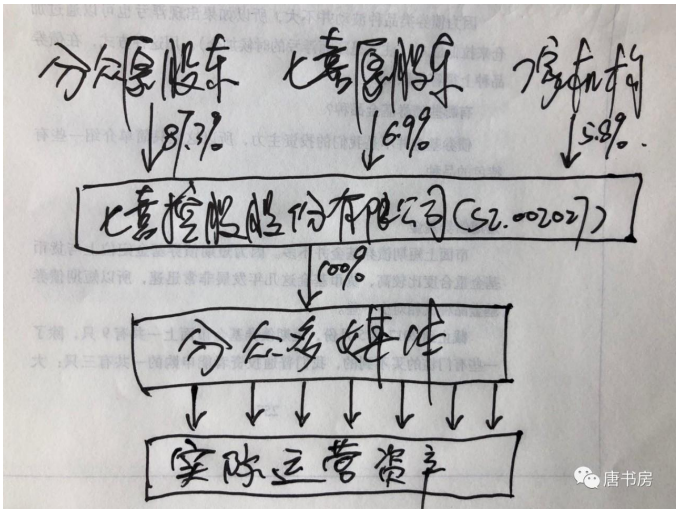
首先说原理。在法律上，是原上市公司“七喜控股股份有限公司”（以下简称“七喜控股”），收购了“分众多媒体技术（上海）有限公司”（以下称“分众多媒体”）。

但由于七喜控股的体量和分众多媒体差距太大——七喜控股净资产 5 亿人民币，分众多媒体资产价值 457 亿人民币，其收购方式实际上是七喜控股发行大量股份，导致七喜原股东放弃对七喜控股的控制权，最终由七喜控股和分众多媒体均由分众多媒体原股东控制。因此，**在会计上，是视为分众多媒体收购了七喜控股。**财务报表也要按照这个思路做。

总股本 3.02 亿股的七喜控股，向分众多媒体的股东发行 38.14 亿股，同时向七家机构发行 2.53 亿股换来 50 亿现金，换来分众多媒体 100%股权。最终资产架构从原来的

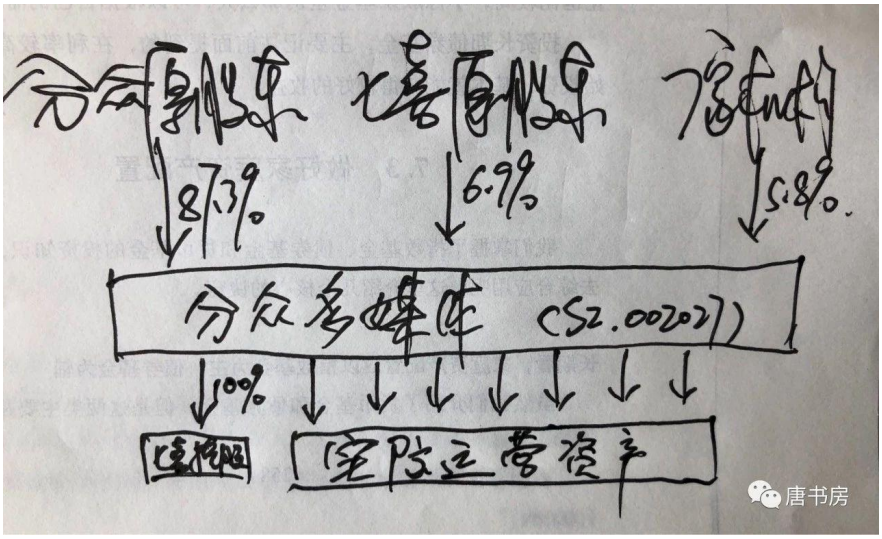


变成



如果不是为了获取“七喜控股股份有限公司这张营业执照附带的上市公司地位”，这次收购，严格的

说是分众的股东向 7 家机构转让了 5.8%的股份换来 50 亿现金，同时向七喜原股东发行 6.9%的股份，收购了七喜控股股份有限公司。也就是说，会计上按照实质重于形式的思路认定的控股图是这样的：



投资者要了解的是整个实际运营资产的真实情况，因此，会计的合并报表就是按照分众多媒体公司为主体来做的，合并范围是七喜控股及分众原实际运营资产。这份**合并资产负债表里的资产、负债和净资产数据全部是真实数据，是投资者要看的。**

但是**权益部分的股本和资本公积，要看母公司资产负债表里的数据。合并报表里的股本和公积金是个模拟数据，在真实世界里不存在，即不是分众多媒体的，也不是七喜控股的。**而是假设分众多媒体用资本公积转增 12.7%的股份（6.9%+5.8%）给七喜原股东和 7 家机构之后的数据。

分众多媒体真实股本是 2.91 亿元，按照增发新股占增发后总股本的 12.7%计算，应该模拟发行 4238 万元，0.4238/（2.91+0.4238）=12.7%。同时，资本公积里需要减少 4238 万元（本期资本公积减少数额并不是这个数字，原因分众多媒体本身还有其他的资本公积变动事项，影响资本公积数据）。

在原上市公司七喜控股股份有限公司被收购后，更名为“分众传媒信息技术股份有限公司”（下称分众传媒），这个上市公司法律主体就变身为一个只有 1 名员工（见 2017 财报 63 页），没有业务经营，所有资产就是 100%控股“分众多媒体”。因此，**上市公司“分众传媒”发布的母公司资产负债表、利润表和现金流量表通通不需要关注，直接跳过就好。**

总结下来就是：公司的资产、负债和净资产数据看合并资产负债表，股本和资本公积看母公司资产负债表，其他数据忽略。利润表、现金流量表全部看合并报表，母公司报表忽略。

明白了上述阅读原则后，再看分众传媒的资产负债，就发现它的构成其实非常简单，总股本 122.3 亿股（还记得吗？3.02+38.14+2.53=43.68 亿，然后 10 转 10，10 转 4，43.68×2×1.4=122.3 亿股），拥有总资产 155.5 亿，净资产 105.5 亿（归母净资产 103.7 亿）。

是的，对应当前约 1500 亿出头的市值，市净率（PB）约 14.5 倍。但还记得吗？老唐多次说过的：**非金融企业用市净率来观测和估值是荒诞的，毫无意义。**

简化后的 2017 年资产负债表如下图：

资产（亿元）		负债及权益（亿元）	
类现金	86.5	有息负债	8.5
投资资产	28	经营性负债	41.5
应收账款	35.5		
经营资产	5.5	净资产	105.5
资产合计	155.5	负债及权益合计	155.5

唐书房

注：此处老唐将货币资金、应收票据、预付款项、应收股利、其他流动资产、递延所得税资产归为类现金；将可供出售金融资产和长期股权投资归为投资资产；应收账款、其他应收款和其他非流动资产归为应收账款；存货、固定资产、工程物资、商誉和长期待摊费用为经营资产——注意，虽然大同小异，但并不是所有公司都照着这个标准分，其中的其他流动资产，可供出售，长期股权，其他应收和其他非流动资产要看具体资产后决定归属。

从上表可以看到一个醒目的特点，这家公司经营资产极少，仅占公司总资产的 3.5%。仅仅靠这么一点点经营资产，加上少量周转资金，一年可以产生 120 亿营收，赚到 60 亿净利润（保守看法，去掉 5.6 亿投资对象的视同处置收益，再将常态化的政府退税砍掉一半，按照 63 亿税前利润，15%所得税率，53 亿净利润去看待 2017 年实际净利润，比较踏实）。

有息负债仅有一笔新加坡星展银行的借款，推测是因为境外子公司运营需要，境内资金出去不方便而借用的周转金（年息为同期美元或港元同业拆借利率+2.4%），其他无有息负债。

应收款方面，由于公司对大部分客户的结算模式是**“在客户广告发布完成 30 天后向客户开具发票，开票后给予客户 60 天的付款信用期”。**所以**应收账款在营收的 25%上下波动，是正常现象**（90/360=25%）。

2017 年，营收 120 亿，应收账款 29.8 亿占比 25%。2014~2016 年（2016 年 5 月之前的营收考虑还原增值税）该比例分别为 23%、22%和 20%。2017 年小幅提升至 25%，部分体现了由于应对竞争对手贴身逼抢而采取的措施。

从历史数据看，应收账款中坏账比例相对稳定，2014~2017 年计提的坏账准备分别为 2.5 亿，1.7 亿，2.4 亿，2.5 亿，其中经历了本世纪唯二（2015 和 2016 年）的两年广告行业整体负增长的恶劣环境，该数据可以视为可靠的应收账款回收状况参考依据——本世纪以来，广告行业仅有 2015 和 2016 两年整体负增长，幅度分别为-2.9%和-0.6%，2017 年恢复正增长 4.3%。期间分众的净利润增长分别是+40%，+31%和+35%。

2017 年，应收账款、预付账款和其他应收款总和约 38 亿（被别人占用的款项），经营性负债里的流动负债部分 39 亿（占用别人的款项），占用别人的钱/被别人占用的钱=103%。回看 A 股上市以来披露的 2014~2017 年四年数据，去掉资本运作中款项往来后加总计算，该项比例为 100.6%，显示**公司运营中对自有资金占用很少。**

再观察利润表。上市以来披露的四年营收数据中，关键要素占比如下：



可以看到公司经营中的特点：营业成本稳中有降，毛利率稳定在 70%以上；第二大成本因素是销售费用，总体趋势是稳定下降，是规模效应或提价能力的显现；由于固定资产较少，产生折旧也少，不是影响管理费用的主要因素，管理费用的主要构成为人员薪酬和房租，总体占较小；最终结果是净利率稳步提升，增幅超过营业收入增幅。

从上述数据特点可以发现，**分众具备高毛利率，高净利率，低固定资产的特点，是一家明显具备定价优势的轻资产公司。**这样一家公司，**它一定有重要的资产不在资产负债表里**，所以它的账面 Roe 才会维持在 70%附近。

正如老唐在《Roe 指标的正确应用》和《Roe 指标的正确应用（续）》两篇文章里强调的，**Roe 指标是个路标，它的作用是指引我们去寻找那些不在报表里的资产。**分众有些什么不在资产负债表体现的资产呢？老唐给它总结，五个字：**大、准、强、省、专**，具体情况咱们下篇分解。

下篇将交待老唐眼中分众的机会、风险及估值。为防止急性子们追着要结论，老唐此处先给出：**当前市值 1500 亿，以三年时间段看待，年化回报估计在 12%~18%之间。若市场给力，能跌至 1050~1250 亿区间，可满足三年翻倍要求。**

老唐预计会在茅台分红到账后，买入观察仓。只想知道结论，对公司分析和估算不感兴趣的，下篇可以略过——不过，一定一定要强调的是：**老唐接触分众传媒这家公司的资料仅四天，对其价值判断也许有巨大的缺陷而不自知，请勿仅根据本文判断做出投资决策。**

申明：老唐现在不持有分众传媒，但不排除未来数日有买入的可能。

相关文章：梳理分众传媒（上）

文章已于 2018-06-10 修改

第410篇.　　2018.6.11-梳理分众传媒（下）

原创：　唐书房　唐书房　2018-06-11

分众的核心业务就两大块：楼宇媒体和影院媒体。公司回 A 股后披露的过去四年楼宇媒体和影院媒体

在营收中的占比和毛利率数据如下表：

	2014	2015	2016	2017
楼宇媒体占营收比	82%	81%	79%	78%
影院媒体占营收比	13%	16%	20%	20%
楼宇媒体毛利率	74%	74%	74%	77%
影院媒体毛利率	59%	62%	55%	5

唐书房

很显然，这两部分业务基本构成营收的全部。下面我们来看老唐给这两大类资产总结的五大核心特点：**大、准、强、省、专。大：**

① **规模同行业最大**。统计公司财报披露数据，可得出下表

	2015/5/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/3/31
自营楼宇电视	13.88万台	18.9万台	22.5万台	30.4万台	31.3万台
电视分布城市	80多个	90多个	90多个	中90多+韩15个	93个+韩15个
加盟楼宇电视			1.1万	1.1万	1.1万
自营电梯海报	106万个	111万个	115.8万个	121.1万个	128.6万个
海报覆盖城市	46个	46个	48个	50个	117个
加盟电梯海报			32.8万个	22.4万个	22.4万个
加盟海报覆盖城市			61个城市	145个城市	145个城市
电影院	820家	1000多家	1530家	1750家	1787家
屏幕	5410块	6500块	10000多块	11700块	11800块
分布城市	220多个	250多个	290多个	300多个	0多个

唐书房

按公司借壳文件的披露，2015 年分众传媒在全国楼宇视频媒体领域市场占有率约为 95%；在全国电梯框架媒体领域市场占有率约为 70%；在全国影院映前广告领域市场占有率约为 55%（最新数据约 60%）

②市场空间大。空白市场还很大，按照券商研报数据，全国拥有电梯 500 万部，并按照年约 60 万部的速度增长。目前分众及其同业对手合计覆盖电梯仅约 150 万部。全国电影院共计有屏幕超过 5 万块，分众覆盖其中的 1.18 万块，整个行业也只覆盖 2 万多块，还有约 3 万块银幕是待开发处女地。

目前分众的楼宇和银幕合计覆盖约 300 城，不足 200 万终端，按照公司规划，要尽快实现 500 城 500 万终端目标，从量的角度上说还有翻倍空间——当然，要注意的是，第一，目标和实现中间还有距离，第二，现在空白的电梯和银幕，多处于一二线外圈层及三四五线城市，盈利能力是低于现有覆盖资源的。

准：

①受众画像准。引用分众传媒副总裁陈鹏 2018 年 5 月 10 日在 2018 中国设计品牌大会暨全国建筑装饰行业战略发展论坛的演讲内容：分众传媒是中国最大的线下楼宇大数据系统集成商，我们每一栋楼都有 11 个大的分类、82 个小的分类的参数集合，包括这个楼盘的楼价、楼龄、这个楼盘的入住情况，停车位的比例等等，所有和社区相关的参数。

这个很容易理解，不管是写字楼还是住宅楼，根据其位置、价格、建成时间、风格定位等等参数，很容易归纳出活动人群的类型，描述出受众的大体画像，容易与广告主需求形成对接。同样，电影映前广告，也可以根据上映电影类型的不同，观看时间段的不同，界定出用户年龄、偏好等，供广告主选择。

②广告投放准。正因为受众画像准。所以广告投放准确度也会显著提高，比如针对装修行业，陈鹏就

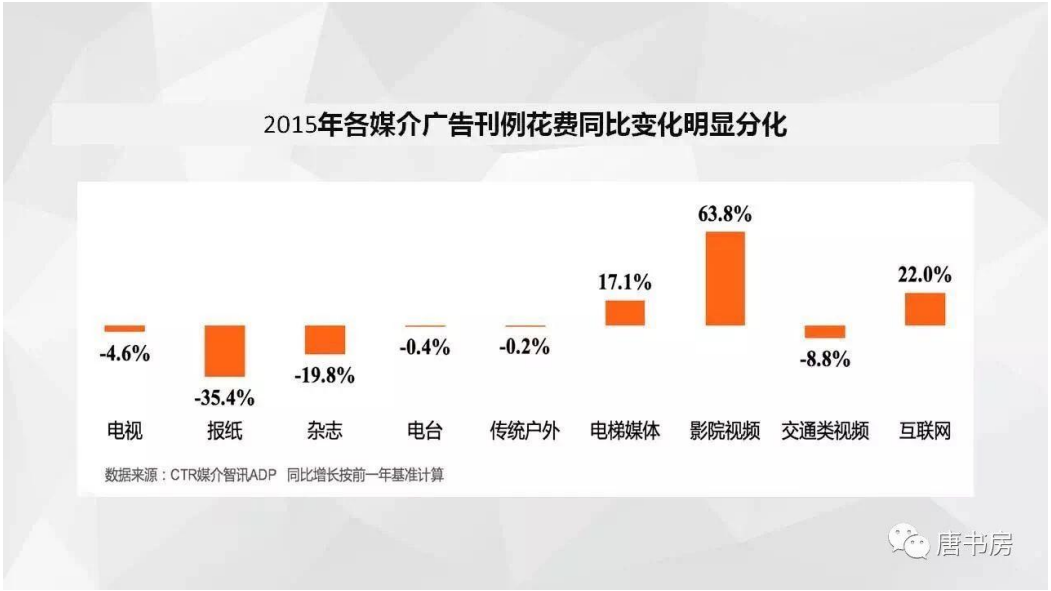
这样表述过：分众在中国拥有几百万栋社区的楼宇参数，我们可以准确依托楼价、楼龄、入住时间找到这些楼的装饰设计场景是什么，是新婚人群，还是二次装修人群，实现精准化的传播。

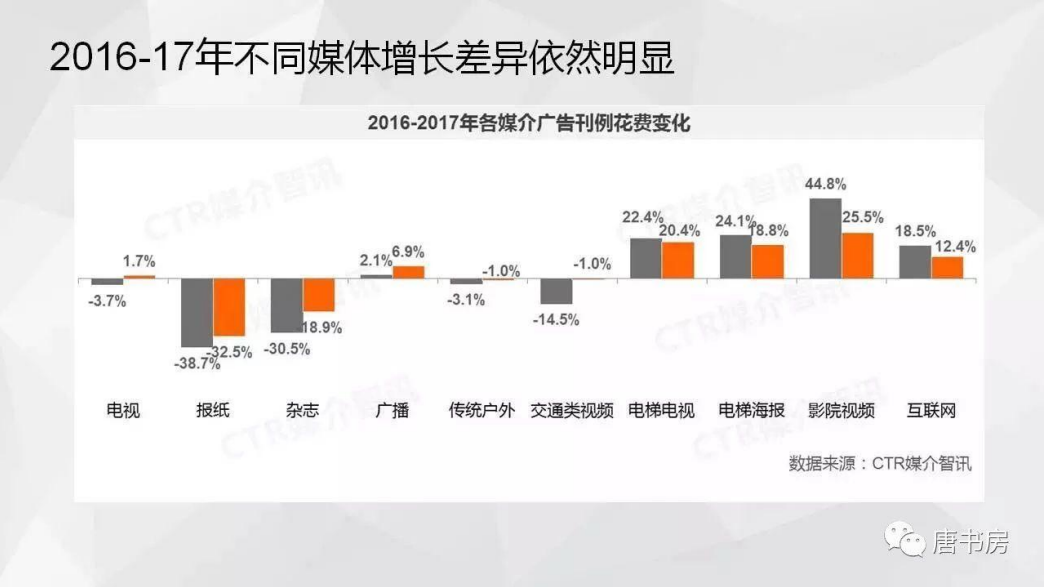
强：

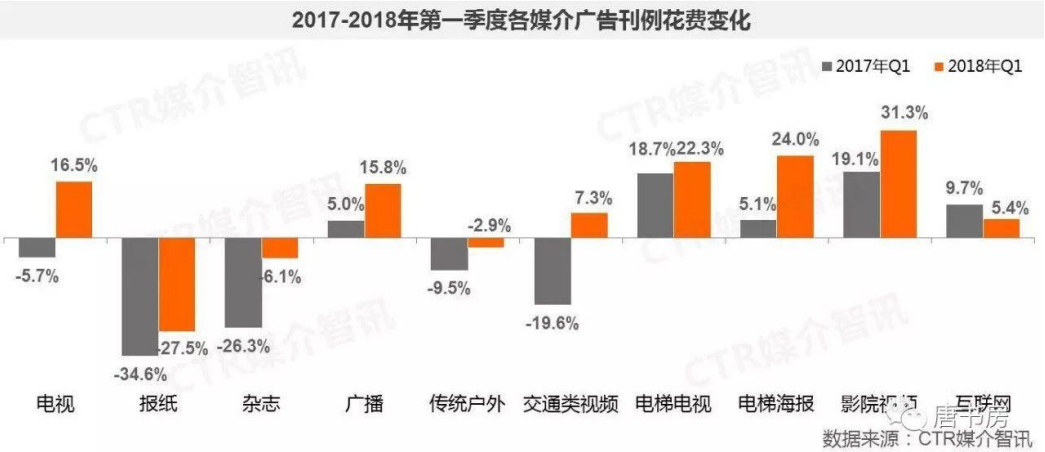
①强迫。大多数情况下消费者在看节目或内容时并不想看广告。消费者的预期是看内容，穿插其中的广告成为打断收看的干扰因素，心智天然地产生排斥。但是，在等电梯和电梯内的时间，消费者反而会主动看广告。因为在这个狭小空间内，广告是利用了消费者本来需要打发的“多余”时间，而不是霸占消费者的有效时间。此时看广告是消费者主动寻求打发无聊的解决方案。



因为空间场景狭小和封闭，使得消费者在被动的信息接收过程中，更加专注和集中，广告效果得到了普遍的提高。正因为这个因素，过去几年里，在移动互联网高速增长过程中，电梯媒体不但没有受到冲击，反而呈现增长态势。数据为证，数据来自央视市场研究（CTR）







电影院映前广告是同样道理。看电影的人群，大部分会提前入场。入场后的受众，集中在一个狭窄黑暗的空间里，在大屏幕和震撼音响结合的声、光、影下，接受短时间强迫性冲击和轰炸。

这时，即便是沉迷手机的受众，其注意力也会从手机上被迫转移到广告上，最终对广告内容记忆深刻，有市场调查显示影院广告的回忆度比电视广告高五倍。同时，电影作为年轻人群喜欢的娱乐方式，与逛街、购物、休闲等轻松场景关系比较紧密，情绪状态上也相对容易接受广告暗示，实现广告转化。因此，我们可以从上面图表的数据中看出，影院视频是近几年来增速最快的媒体形态（当然，电影行业高速发展也是重要推动力，2017 年全国观影人次超过 16 亿，同比增长 17%）。对于分众传媒，影院媒体也是发展重心。前面的媒体资源数据表显示，从 2015 年 5 月底到 2018 年 3 月底，不足三年时间里，银幕资源就从 5410 块扩张到 11800 块，三年翻倍有余。

②强势：分众的强势，可以从客户、上游和对手三个角度去看。

首先是对客户的强势。一直以来，分众保持着大约每年提价约 15%的幅度，而客户数量和营业收入年年增长，足以证明分众在客户面前保持着一定的强势。

部分朋友想当然的以为互联网和移动互联网高速发展中，会抢了分众的客户，但事实告诉我们，互联网和移动互联网公司正在变成分众最大的客户。2017 年来自互联网客户的广告投放，占营收的 23%，高居客户行业分类榜首。2018 年一季度电梯电视广告投放十大品牌里，80%来自移动互联网。



按照公司财报表述：在资讯模式多元化碎片化、信息过载、选择过多的移动互联网时代，城市消费者面临过多选择，分众传媒楼宇媒体和影院银幕广告媒体高频有效到达城市主流风向标人群，其媒体价值正在持续获得市场和客户的高度认知与认可。目前，宝洁、联合利华、通用、奔驰等超过 5400 多个品牌选择投放分众媒体；阿里、腾讯、京东、滴滴、蒙牛等中国 Top100 品牌中，有超过 80 个选择投放分众媒体。分众在客户面前的强势，其实很容易理解，正是因为分众网络具备覆盖主流人群必经之路，在天然低干扰的优势环境下对受众进行高频推送这个特点，吸引了所有需要地面流量的品牌。

但是，为什么这些品牌不选择直接和上游物业或业委会，或者选择分众的竞争对手，例如新潮传媒、华语传媒、城市纵横等公司合作，而选择接受分众的涨价呢？

老唐个人认为，这里面隐藏着一个被忽略的价值创造环节。简单的说，一个终端或者少量终端联网，价值并不大。只有当足够多的终端联合在一起，形成一个覆盖受众必经途径的网络后，终端会发生一个跳跃式增值。这份增值由组网者建立，当然应该由组网者享受。也就是说，所有物业或电影院直接和广告主签约，给广告主创造的价值，会远小于分众提供的价值，除非有人能够将物业或电影院组织并协调起来，统一与广告主对接——那就是分众嘛！

因此，由于分众的规模足够大，能够覆盖更多受众，每一个终端加入这张大网的时候，它产生的价值会远高于独立时产生的全部价值，也高于它加入一张小网的价值。这样的例子，无论在电话、手机、网络或者是共享单车等各种商业模式上都存在。正是因为这样，高毛利的分众，对客户产品或服务推广产生的价值，远高于物业和竞争对手。

投放广告的客户，投放时首要考虑的是效果，是投入产出比，是一次性分发，最快速度覆盖最大目标受众，而不是节约广告费（完全不投最节约），尤其是大部分广告费是在广告发布完成后 30 天~90 天范围内才需要支付，理论上说是拿分众协助挣来的钱支付分众，属于拿“别人的钱，办自己的事，只讲效果，不讲节约”。

正因为这样，所以分众在上游资源提供商面前，也是强势的，尤其是楼宇资源。楼宇资源的上游，是全国难以计数的（至少数万家）物业公司（或小区业委会），每家拥有的电梯数量少，分布散，单独运营

收益不足以覆盖成本——可参考新潮传媒，规模远大于任何物业或业委会，净利润依然为负。对物业或业委会而言，租出去比自己运营更省心、挣的更多。

数量少价值低，可以举个极端例子理解：假如一部电梯租给分众的价格是 3000 元/年，自己经营即便能按照分众毛利率反推，按照 1 万元卖出去，也不够设备投资，和业务联系、广告制作、内容发布的人工费用，实际价值为负。

同样，终端分散价值低，也可以举个极端例子理解：假如你在全国 3000 个城市，每个城市都拥有 1 部电梯，其价值依然为负，因为每个城市一个点对于广告主而言，是没有投放价值的，且你无法集中管理。它只是 3000 个负价值加总，还是负值。

依照公司披露媒体租赁成本以及拥有自营楼宇终端数量推测，单部电梯的租赁年费用在 2000~3000 元之间，周租金折合 40~60 元。可以想象，若客户需要投放一周，价值数百万乃至数千万的广告，需要对接的物业和消耗的时间，是根本不可能完成的天文数字，这对于双方都是负价值的资源浪费。

对于新潮等竞争对手，正是由于其终端相对的少和散，导致由于无法提供足够密集、足够大的覆盖面，难以在大客户需要的时间里提供对应服务，哪怕出手巨量补贴也难以争抢到大型客户。毕竟无论是华语传媒、城市纵横还是高调出头的新潮传媒，整体营业收入只在三两亿规模，仅有分众的体量的几十分之一，不用实地调研也知道网络大小的比例有多么悬殊。

电影院资源，虽然分众也是行业最大，拥有 11800 块银幕，但由于对手体量差距没有楼宇媒体那么大，相对而言，电影院的谈判地位就要比楼宇略高，银幕租金也达到了每块约 8 万/年，所以，分众在影院媒体业务上的毛利率是低于楼宇媒体。

在该领域里，分众的主要对手有搜狐视频旗下的晶茂传媒（6000 多块屏幕）、中国电影公司旗下的中影营销（4000 多块银幕）、以及万达旗下的万达传媒（3000 多块银幕）。其中后两者依托自己的院线，其他竞争者无法渗入，他们自己也由于同业竞争的关系，很难取得其他电影院银幕。晶茂传媒与分众算是体量近似的直接对手，由于分众完全不从事视频制作和播放业务，在争取其他影院资源的时候，相比顶着搜狐视频帽子的晶茂，略占优势吧！

省：

对于电视报纸或类似腾讯视频的其他渠道，广告是一种干扰因素，而在电梯空间里，广告本身就是内容。分众完全不用出高价请明星去生产内容，也不涉及版权费用。租赁电梯或银幕的成本，远低于内容生产成本，其垄断性也强于内容——消费者可以选择不同媒体观看内容，但很难选择别的电梯到达目的地。

以每覆盖一千受众所需广告费用做对比，今天分众的定价相比电视、今日头条、腾讯视频等渠道价格，依然具有很大优势，分众的提价空间还比较充足。而且提高广告价格的同时，却并不需要同步或同等幅度提高租赁价格，这无疑会继续提高公司楼宇媒体收入的毛利率。

专：

专业。楼宇媒体品类由江南春全球首创，从 2003 年起至今，公司一直是楼宇媒体行业龙头，拥有行业最有实战经验的人才，完善的客户对接模式积累，以及经过实践考验的管理模式。期间，江南春也探索过其他领域，但结果不尽理想。在近几年的多次采访中，江南春一再强调分众传媒会聚焦主业，慢慢剥离之前收购的与主业无关的资产，从公司实际行动来看也是确实在逐步卖出之前收购的资产。经过这样的教训，我倾向于相信江南春未来会聚焦这个自己熟悉而又市场广阔的领域。

因此，分众现在看得到机会，**一是继续下沉，占领更多楼宇和更多影院。**这一点，在 2018 年一季报已经现出端倪，自营海报覆盖城市从 2017 年底的 50 座城市，三个月之内扩张到 117 个城市，城市数量翻倍有余，电梯海报数量仅增加 6%，显示自一二线城市核心区向外延及二三线城市的扩张工作刚刚开始，今年二三四季度财报上，应该可以看得到这个扩张结果。

二是优化。自 2015 年我国 GDP 增长的三驾马车里的消费占比首次突破 50%后，对终端消费者的争夺日趋激烈，广告行业是这个争夺中最确定的获利者。但行业的蛋糕怎么分，要看行业内的竞争态势。

广告行业目前主要的趋势，是电视报纸杂志等传统媒体日渐式微，其市场份额逐步被藏在手机屏后面的腾讯等互联网巨头和以分众为代表的生活圈媒体所占领。

手机屏对于分众而言，即可能是竞争对手，也可能是合作伙伴。分众正通过技术升级，**与手机屏在楼宇电视覆盖范围产生互动，**更好地利用红包、折扣券等多种形式提升楼宇电视的广告价值——这种具有 Wi-Fi、 iBeacon、人脸识别和 ApplePay 功能的新一代电梯电视互动大屏在 2016 年底研制成功。

2017 年，公司在一线城市已基本完成更换。 2018 年，公司正陆续在二三线城市更新换代，顺带将以前 40×50cm 的电梯海报也更新为 60×80cm 的大版。

今年一季报，公司固定资产总额从 2016 年底的 2.66 亿增加到 4 亿，增幅高达 50%，就主要是这种互动大屏大量更换的体现，其对营收的提升效果应该在今年的财报中体现出来。这种既有竞争又有合作的关系，未来究竟是腾讯抢了分众的饭碗，还是分众和腾讯们一起做大？我个人目前的看法，倾向于后者。

三是走出去。走出去，是从现有客户群体走出去，继续深化现有互联网、日用消费品、汽车和通讯客户群体的同时，**拓展酒类、药类、建材家具家电类、食品饮料类等行业客户**（财报披露的公司规划）。这个简单，没啥要解释的。报纸杂志电视上还有很多很多品牌，还没有在电梯媒体上露过面，限于篇幅，此处就随便举一个电视投放 top10 示意了。



走出去，还包括走出国外，涉足海外市场，这个也好理解。不过具体操作中，可能还会有文化、风俗、法律等多方面细节因素，公司 2017 年已经在韩国开始试水，并规划下一步在新加坡、印尼等文化相近的国家推广。

综上所述，**公司的现有业务从量和价两个角度看，都还有颇大空间，虽然已经是行业龙头，但距离所**

谓天花板还很远。

过去三年，公司的营业收入从 2014 年末的 75 亿增长到 2017 年末的 120 亿，**年化增长 17%**；净利润从 24 亿增长到 60 亿，**年化增长 21%**；过去十年，营收从 25 亿增长到 120 亿，**年化增长也是 17%**，净利润从 8.5 亿增长到 60 亿，巧了，**年化增长也是 21%**。总体来说，这背后是稳定的每年提价约 10~15%叠加上量增的共同结果。

考虑到今后面临的有**终端扩张、售价提升、行业复苏、增值税率降低等正面因素**，同时有对手贴身逼抢可能迫使**成本提高、政府退税总量的逐步减少，以及新拓展区域盈利能力相对下降等负面因素，**毛估估将净利润增速采用**过去十年的营收增速 17%来模拟**。

以 **2017 年 53 亿净利润**（72.3 亿税前利润，去掉 5.6 亿投资对象的视同处置收入，将政府退税保守砍掉一半，合计减少 9 亿税前利润，按照 15%所得税率计算）**为起点，2020 年净利润 85 亿，2021 年净利润百亿。**

对于具有一定垄断性的轻资产公司给予 25 倍合理市盈率估算，**三年后（2021 年 6 月）合理市值应介于 2100~2500 亿之间**（取决于市场按照静态市盈率还是动态市盈率估值），当前市值 1500 亿，三年复合年化回报预计将介于 12%~18%间，不够令人满意。若市场先生垂怜，**能够跌至 1050 亿~1250 亿间，可达到三年翻倍的老唐买入标准。**

那么，这家公司的风险有哪些呢？我认为两小两大。

小风险两条：一是在和手机的竞争合作关系中，逐步落后，**被手机屏打败**。这个一者概率较小，二者不大可能突变，会有财务数据显示出迹象的，归为小风险；

二是同行（例如新潮）不惜成本抢占楼宇位置，抬高成本，拉低净利润率。这部分其实我倒不太担心，原因有三，①同一个电视位置或海报，加入一个大网还是一个小网，价值本身会有高低区别，分众天然占优；②分众本身签约的楼宇到期参差不齐，竞争对手很难集中力量打攻坚战形成客户所需要的覆盖；③分众本身资本雄厚，手握强大客户，真正进行价格战，分众最多是降低净利率，对手可能就是灭顶之灾，相信业内对手一定会考虑并衡量程度，碰个瓷闹个免费宣传可以，真下狠手，还要看腰包里资本是否足够。

至于大风险，也有两条：

第一，广告管理政策上出现巨变，禁止电梯间及电梯内放置电视或海报，这是毁灭性打击，当然，概率极小，接近于零；

第二，管理层乱来。这个有先例，在美国上市的过程中，公司曾被浑水狙击，核心问题就是公司高价收购资产，然后低价卖出或者减值注销。问题虽然没有被完全证实，但最终以江南春及分众合计缴纳 5560 万美元和解告终。

江南春或可以辩解是因为美国证监会选择了在 2013 年到 2015 年分众借壳 A 股最敏感的时候调查，分众传媒几乎没有其他选择，只能支付罚款买平安，并不意味着认罪。

但根据美国证监会披露的文件来看，分众通过所谓 MBO 将子公司部分股权按照 0.35 亿美元的估值卖给管理层，四个月之后管理层以 2 亿美元估值将股权卖给市场收购者。短短 4 个月增值将近 6 倍，且并未起到所谓和股东同舟共济的股权激励作用，其中猫腻还是比较明显的，其他未披露收购也可以参考揣测。

对于有过劣迹的管理层，需要保持高度警惕。鉴于回归 A 股后，江南春身家大幅增值至数百亿，作为一名——老唐同龄人的“年轻”企业家，应该爱惜羽毛、展望未来，而不是算计掏股东的腰包。再加上经

历过浑水做空的大起大落以及美帝证监会的巨额罚款，将心比心，我个人揣摩应该会有些反思的。同时，目前公司所做的核心业务以外的投资，总额仅不到半年净利润，总体来说，风险尚处于可控状态。

故本人计划在本周末收到茅台分红现金后，先行购入观察仓，并**计划在 2018 年内，若有进入 1050~1250 亿市值范围的机会，买入。**

申明：以上观点，仅仅是老唐阅读分众财报三五天之内的看法，可能蕴含大量错误，也可能随时被自己推翻。故，**本文观点，仅供参考，依此决策，风险自负。**

文章已于 2018-06-12 修改

第411篇.　　2018.6.15-分红买入及其他

原创：　唐书房　唐书房　2018-06-15

阿茅分红了。今天按照原定计划买入 1000 股分众传媒作为观察仓，目标看到 1250 亿以下市值介入；剩余分红资金分别在 415.8 港币和 38.38 元加了腾讯和海康——今年分红除了古井 B 分红已经顺手加在古井 B 上，其他分红资金都会加在腾讯和海康上。后期数额太小，不再实时通知。

截止此刻持仓比例为：茅台 47%-，腾讯 20%+，古井 B7%-　，洋河 7%-　，民生 H5%-　，招行 H4%-　，信立泰 4%-　，双汇 3%+，　海康 3%-　，观察仓分众不计，2018 年收益 8%+（不含新股），自 2014 年 11 月 25 日建立的老唐实盘组合，当前净值 3.18 元；同期实际净值 3.48（不含新股），差异由于组合无法录入港股和 B 股造成。

截止今日 10 点，所持个股年内表现如下图



表现最好的小洋，让我想起了前不久的这次攻击



此时来想想这颗韭菜，思维方式已经决定了他账户上的资金，其实已经是别人的了，只不过是分期扣款而已。可怜

简要回答两个加仓相关问题，都是后台多次收到提问的：

一个是关于老唐估值法运用的。几乎所有的书房朋友都知道老唐的估值体系很简单，一句话就可以概括：三年后以 15~25 倍市盈率卖出能赚一倍的位置，就是可以买入的位置，高杠杆企业打七折。（实践中，对于商业模式特别优秀的少量企业，老唐最高会放松至 30 倍市盈率）。

有少部分人会询问（甚至有质问的）老唐：“银行股目前市盈率才几倍，就算三年不增长，也符合你的买入要求，为什么你不加买？”能问这个问题的，是漏看了老唐多次阐述的这个简单估值法的前提条件，此处再次重复一遍：

使用老唐的市盈率简化估值大法，有三个重要前提：净利润是否为真？是否能持续？持续是否依赖增量资本投入？只有在这三个问题的答案分别为“是是否”的时候，市盈率简化估值大法才能放心使用，否则就可能掉进坑里而不自知。相关阐述请自己翻看《老唐估值法及运用解析》三篇，以及《Roe 指标的正确应用》两篇。

也有很多朋友发信息来问，老唐拿着分红资金买入的时候，买入对象，例如腾讯、海康等并不符合老唐估值法的三年翻倍要求，为什么老唐会买呢？

道理并不复杂：第一，老唐多次说过自己巨讨厌现金这种包赔的资产，除手中留有大约家庭开支一到两年的备用现金外，其他的现金总要第一时间想办法换成其他预期收益更高的资产；

第二，老唐估值法的买入要求是一种比较严格的要求，适用于较重要的决策。而分红总额也就总资金的两三个百分点，不值得为之慎重决策。少量买入手中合理范围内的持仓股，等同于当初决策买入时提高了几分或几毛买入价，也就接受了。

在《手把手教你读财报 2》的 219 页，老唐曾分享过一个管理学的不值得定律：不值得做的事，就不值得把它做好。应用在这里，就是本就是 1%~3%总额资金，无论怎么严苛慎重对待，带来的收益依然微乎其微，不值得拿着它观察和等待。

这个思路同样适用于其他活动，例如现金套利。过去我还偶尔拿着现金做做货币资金套利，后来反省它就属于“不值得定律”范畴内的事情。就手头几十万现金而言，套来套去的忙碌，相对于直接放在货币基金里不动，一年时间里增加的收益可能就几千元。所浪费的看盘和交易时间，如果用来阅读和思考，回报可能远远不止此数。所以，现在基本不玩这个了。

另外，原本计划五一完成初稿的书，由于三月份老父亲突然去世，拖了下来。本周码完分众传媒文章后，休息了两天，从昨天世界杯开幕日起，开始填坑了。后面一段时间，书房里更新的频率或许会显著降低，请勿催更，谢谢。

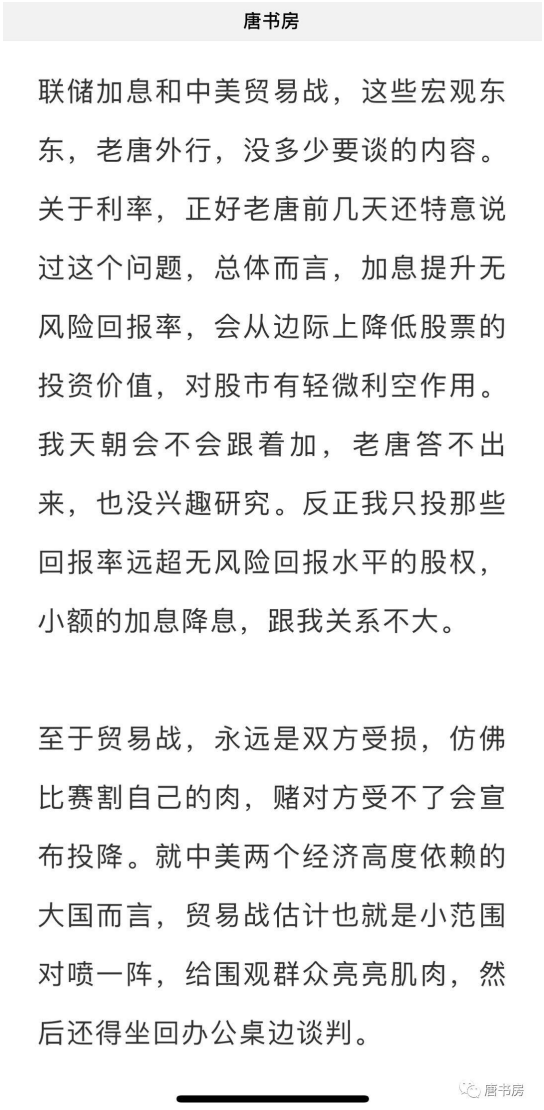
昨晚的球真好看，5:0(2018 世界杯首场，俄罗斯:沙特阿拉伯)。

第412篇.　　2018.6.16-端午节快乐

唐书房　2018-06-16

哦耶，端午节、世界波、贸易战，热闹的端午节，快乐的端午节！老唐给大家拜节啦……





妥妥的看球，妥妥的过节，别被特没谱和党萱萱影响心情。别说贸易战，就是二战也没耽误投资者伴随优质企业成长

第413篇.　　2018.6.20-投票

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-06-20

有个关于新书的重要问题，自己想了很久没做出最后决定，索性交给大家投票决定……

投票之前，先说几句给没关注过新书话题的新朋友：本书全部内容均为书房发表过的文章，不用着急等待，也无需花钱购买。只是因为有太多朋友自行拷贝、打印并装订成册，老唐才有了将其整理成书方便大家的念头。

在 4 月 22 日的《书房送福利》一文里，放有免费电子版。喜欢看电子书的朋友，可以一分钱不用花，直接下载（网盘链接我设置的是“永久有效”）。因此，若无看纸质书的特殊嗜好，完全不需要考虑花钱购买——当然，要是实在过意不去，愿意丢几个钢镚鼓励老唐干活的，直接赞赏本文即可，老唐向你保证，绝不会拒收。

言归正传。

这本书将由两部分构成，前半部分是投资理念，后半部分是具体企业分析。

后半部分没有什么分歧，就是直接收录唐书房里的财报分析文章，且为了原汁原味，除了错别字和某些不适合印成铅字的网络表述方式会有修改以外，论证过程和论证结论，基本不会动。

我大体考虑从“浅印象集”选择部分作为快速排除企业的案例，从“企业分析“菜单里的其他系列里，选择部分作为深度研究案例（还可能收录少量 2016 年 9 月以前发表在雪球的部分分析案例），并在每篇文章后面，附上文章发表至今，该股票的价格走势 K 线图——对错都放上，以供对照。

目前没有决定的部分，主要是投资理念部分如何安排架构。我有两种想法：

A，用“投资 X 问”的形式，以常见问题作为标题，目录可能是下面这样——下面只是暂时的示意，无论你对书名、架构和内容有什么好建议，欢迎直接留言：

投资 36 问

第一部分：投资理念

1.股票的本质是什么？

2.股市的利润从哪里来？

3.炒股为社会创造价值吗？

4.投资与投机有什么区别？

5.何谓投资品，何谓投机品？

6.投机有哪些常见手段？

7.投资有哪些常见风格？

8.技术面与基本面可否结合起来，从而使收益最大化？

9.格式投资的特点与方法？

10.巴氏投资的特点与方法？

11.格式和巴氏都推荐的绝招：指数投资大法

12.护城河是什么？

13.常见的护城河有哪些？

14.所谓内在价值是什么？

15.股票究竟是如何回归内在价值的？

16.价值投资就是买蓝筹、做长线吗？

17.不管投资投机，最终都必须依赖牛市兑现利润吗？

18.如果股价一直不涨，投资的谎言会破吗？

19.合适价格买入好企业就能赚到钱，背后的逻辑是什么？

20.如何理解投资只需要学好两门课？

21.如何面对市场波动？

22.如何对企业进行估值？

23.现金流折现法的意义

24.现金流折现法的运用

25.现金流折现法的简化运用

26.投资者需要做仓位控制吗？

27.普通投资者一般持有多少只个股较合适？

28.投资者阅读财报的目的是什么？

29.如何选股？

30.如何看待抄作业？

31.如何从一份财报开始分析企业？

32.宏观分析能否指导投资？

33.“不懂不投”里的“懂”指什么？

34.持有等于买入吗？

35.股票暴跌，蒸发的市值哪里去了？

36.投资最难的是什么？

第二部分：企业分析及实战案例

快速排除案例

深度分析案例

另一种方案，B.将投资理念分为两大部分，一是如何看待股价波动，一是如何给企业估值。目录可能是这样：

股市投资，学习这两门课就够了

第一部分：如何看待股价波动

①什么是投资

②股票的本质

③如何才能不赔钱？

④股价波动的价值

⑤你靠什么在股市生存

⑥下跌的暴利

⑦优势赢平均

⑧宏观的幽默，牛熊市的伪概念

⑨股市获利的真正难点

⑩关于仓位管理

第二部分：如何估算企业价值

①什么是企业价值

②估值的三种方式

③现金流折现法示意

④现金流折现是一种思路而不是公式

⑤现金流折现的简化版本

⑥极简版本背后的逻辑

⑦roe，pe，pb 等指标的运用要点

⑧估值的难点

⑨买入、持有与卖出

⑩价值回归的必然性

第三部分：企业分析及实战案例

快速排除的案例

深度分析的案例

两种安排法中，A 模式便于迅速解决问题，适合作为手边工具书。遇到什么困惑，直接翻对应文章即可。缺点就是比较凌乱，不像一本架构严谨的图书；B 模式的优缺点正好与之相反，更像一本架构严谨的图书，适合从头到尾完整阅读，却不适合实时查阅。

AB 两种模式的新书，**你更希望老唐写成哪种模样？请投票选择**。多说一句，你的投票真的可能改变这本书的模样，请慎重思考后投下你宝贵的一票——投票截止时间为：6 月 25 号中午 12 点。

另外，关于投资理念，你还有什么疑问或者关心的主题，是上面目录里所没有涉及到的，欢迎直接留言，我可以有针对性地额外写新文章补充阐述。

Martin

我有个建议，不知道是否可行？　目录按照 B 来，这样系统性强；　书后提供附录，将 A 里面的投资 36 问都列在附录里面，每一问对应篇章的页码列在每一问的后面，这样满足部分读者当做工具书的诉求。应该皆大欢喜了吧

第414篇.　　2018.6.23-老唐常用的企业信息获取途径

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-06-23

经常会有人问老唐，企业分析文章里大量的资料、数据和信息是哪里来的？今天整理整理老唐的百宝箱，把家底掀出来晒晒。晒之前，先打预防针：本文涉及到一些 app 或者公众号推荐，貌似广告，但老唐严肃认真地申明，**本文不是广告，全部是老唐肉测的精品，所有内容均代表唐书房观点**

首先是年度财务报告，这个是最重要的资料来源。财报的下载，最靠谱的就是直接去“上海证券交易所”、“深圳证券交易所”或“巨潮资讯网”三大官方网站下载。网址和下载方法，老唐在《手把手教你读财报》第 13 和 14 页详细写过，这里不重复了。

一般来说，财报主要关心的是年度报告和半年度报告（以及 ipo 招股说明书），季报的信息量其实很小，如果刚上手一家企业的话，季报完全可以跳过去。

阅读财报的时候，有一点随手工作是比较容易被忽略的，那就是顺着财报里的介绍去查阅公告。

通常，在企业财报里，对一些重要事项，会写清楚根据某年某月某日在哪发布的公告，我们或者在阅读财报遇到的时候，去查询公告（查询方法等下说），或者可以直接在 pdf 阅读器里输入“公告”查询公司的一些主要公告。

例如我拿分众传媒做示范，在 pdf 阅读工具（我用福昕阅读器）输入关键词“公告”搜索，界面如下：



√ 适用 □ 不适用

名称/姓名	类型	原因	调查处罚类型	结论（如有）	披露日期	披露索引
分众传媒	公司	部分临时报告信息未披露、披露不及时、不完整，2015 年年报信息披露存在遗漏	被有权机关调查	广东监管局采取出具警示函的措施	2017-06-08	巨潮资讯网（http://www.cninfo.com.cn）2017-038《公司关于收到证监会广东监管局警示函的公告》
江南春	董事长	部分临时报告信息未披露、披露不及时、不完整，2015 年年报信息披露存在遗漏	被有权机关调查	广东监管局采取出具警示函的措施	2017-06-08	巨潮资讯网（http://www.cninfo.com.cn）2017-039《关于收到广东监管局<关于对江南春（JIANG NANCHUN）、沈杰采取出具警示函措施的决定>》
沈杰	董事	部分临时报告信息未披露、披露不及时、不完整，2015 年年报信息披露存在遗漏	被有权机关调查	广东监管局采取出具警示函的措施	2017-06-08	巨潮资讯网（http://www.cninfo.com.cn）2017-039《公司关于收到广东监管局<关于对江南春（JIANG NANCHUN）、沈杰采取出具警示函措施的决定>的公告》
刘杰良	董事高管	部分临时报告信息未披露、披露不及时、不完整，2015 年年报信息披露存在遗漏	被有权机关调查	广东监管局采取出具警示函的措施	2017-06-08	巨潮资讯网（http://www.cninfo.com.cn）2017-040《公司关于收到广东监管局<关于对刘杰良采取出具警示函措施的决定>的公告》

基本上公司的重大事项相关公告都会告诉你，例如



十九、其他重大事项的说明

□ 适用 √ 不适用

公告编号	事项	刊载日期	刊载的报刊名称及版面	刊载的互联网网站
2017-001	公司第六届监事会第十一次会议决议公告	2017-1-10	证券时报 B94	http://www.cninfo.com.cn
2017-002	公司关于子公司获得财政扶持款的公告	2017-1-25	证券时报 B20	http://www.cninfo.com.cn
2017-003	公司关于子公司获得财政扶持款的公告	2017-2-17	证券时报 B42	http://www.cninfo.com.cn
2017-004	公司 2016 年度业绩快报	2017-2-28	证券时报 B118	http://www.cninfo.com.cn

45

分众传媒信息技术股份有限公司 2017 年年度报告

2017-005	公司关于短期融资券发行获准注册的公告	2017-3-16	证券时报 B90	http://www.cninfo.com.cn
2017-006	公司关于中期票据发行获准注册的公告	2017-3-16	证券时报 B90	http://www.cninfo.com.cn
2017-007	公司关于超短期融资券发行获准注册的公告	2017-3-16	证券时报 B90	http://www.cninfo.com.cn
2017-008	公司关于深交所中小板公司管理部问询函回复的公告	2017-3-25	证券时报 B23	http://www.cninfo.com.cn
2017-009	公司 2017 年第一季度业绩预告	2017-3-31	证券时报 B197	http://www.cninfo.com.cn
2017-010	公司关于部分限售股份上市流通的提示性公告	2017-4-13	证券时报 B113	http://www.cninfo.com.cn
2017-011	公司下属子公司与 WME/IMG 中国签订商业合作协议的公告	2017-4-17	证券时报 B38	http://www.cninfo.com.cn
2017-012	公司第六届董事会第十四次会议决议公告	2017-4-28	证券时报 B255	http://www.cninfo.com.cn
2017-013	公司 2016 年年度报告摘要	2017-4-28	证券时报 B255	http://www.cninfo.com.cn

45 / 187

我们要做的事情，就是在阅读财报过程中，对自己关心的公告内容进一步去看原文。

公告是公司的重要官方文件，几乎所有相关 app 或者网站都会有披露，所以有好多地方可以查询，例如，继续去上交所、深交所、巨潮网寻找，去雪球个股页面的“公告”栏目翻，或者在你用的股票行情软件里查阅。

我手机里装的是“万得股票”免费版（顺带第 8888 次解答：戳股票价格后面的涨跌幅“数字”，就可以调出“年初至今”功能——戳数字、戳数字，不是戳菜单栏的汉字）



在这个页面里，点击“公告”，就会看到你关注个股的最新公告



或者你可以直接点开自选股，进入查看公告及个股新闻，比如



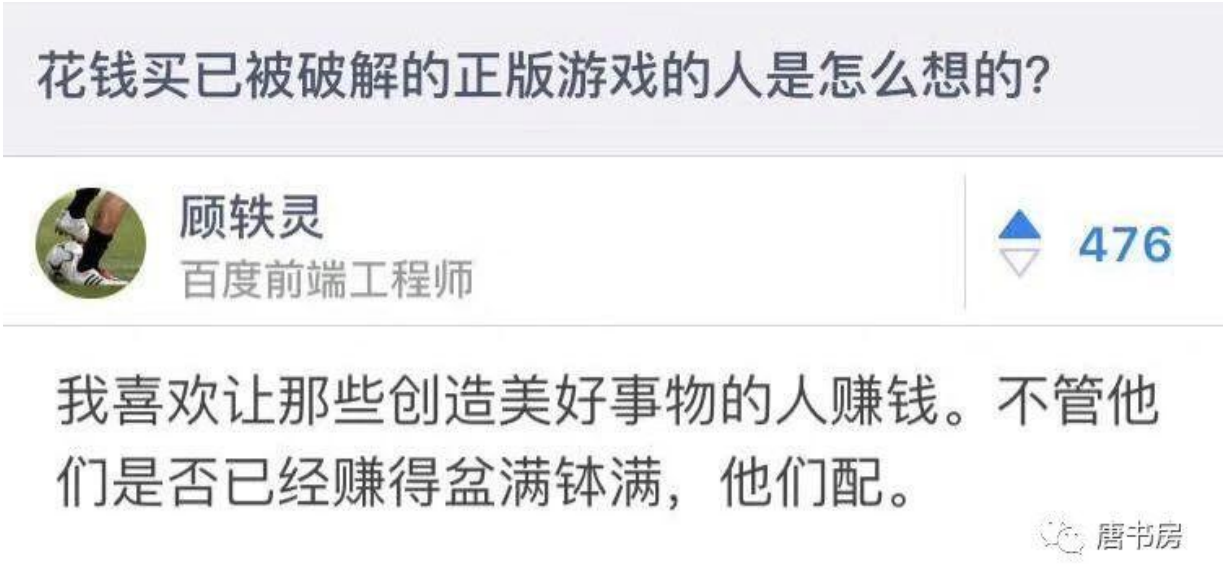
在万得股票的“研报”栏目，也可以阅读你所关注个股的券商研报，但这方面做得比较好的是“慧博投资分析”。

在今年 5 月之前，慧博是免费的。pc 版每天有下载研报数量限制，但安卓版和 iOS 版没有，比较适合用苹果或者安卓平板阅读。大屏的电纸书+安卓版慧博简直是完美组合。

定制自己的关注的股票、行业、分析师或者关键词，慧博可以将这些内容统一整合在“定制”页面，方便阅读。



可惜的是，从 5 月中旬开始，慧博在所有版本上都设置了每日下载研报数量限制，如果想不限量，对不起，付费。这个当然无可厚非，有价值的东西，应该付费。正如前段时间在朋友圈里看到的一个问答：



享受了几年免费蛋糕后，终于有一天被卡壳在马桶上。一怒之下，买了两年的基础版服务



花了 2376 大洋。



不过呢，经老唐研究，发现如果不嫌麻烦，同时每天的下载阅读需求不大，慧博其实还是可以免费用的：每天签到得 1 分，1 分可以下载一份研报，积分可以累积使用。一周打卡 7 天，周末下载阅读 7 份感兴趣的研报，对大多数人估计也够用了（我其实想说大部分人一个月可能也看不到 7 份）。

慧博的重要消息也做的不错，里面的“慧博投资晨报”和“四大证券报头条”可以让我每天坐马桶时，迅速浏览完毕当天重要新闻，免得再去东刷刷西刷刷浪费时间。至于重要消息里的其他内容，就一般般啦，多是些网络热文，标题党居多。

另外，慧博的个股界面公告和万得股票的公告功能差不多，但万得股票多了个股相关新闻功能，公告新闻一气呵成，比慧博方便些，因此，我很少用慧博的个股公告功能。

研报这东西，不同的人拿到手上可能效果有云泥之别。原因在于有些人看研报里展示的企业信息，有些人看研报的买卖建议。看买卖建议绝对是买椟还珠，券商研究员的买卖建议无外乎买入、增持、谨慎增持、推荐、强烈推荐，实在遇到烂的没底的企业了，券商研究员顶多也就说持有。你要看这个，不如丢硬币呢，省时高效获利概率还大点儿。

研报里有用的东西是：券商调研数据，电话会议内容，行业统计资料以及偶然暴露的一些数据资料来源。也就是说，我们要将**券商研报看作斥候和秘书，负责打探消息和整理资料的，结论（估值及买卖建议）是最没有用的东西，直接跳过就好了**——万万不可用券商研究员的估值给自己打气，那样很容易变身接盘侠。

券商研报类还有个 App 也不错，这个 APP 以前在书房做过商业推广，叫“萝卜投研”。它有两个功能做的比较好，一个是“智能研报”，一个是“关系图谱”。

在智能研报里，企业的重要新闻、最新公告和券商研报被整合在一个页面，方便查看，同时，还放置有该企业所有同行上市公司的相关数据对比，例如总市值、pe、pb、每股收益、营业收入、营收同比增幅、归母净利、毛利率等数据，可以让我们迅速知道行业大致格局，例如（下图可以向右滑动，显示更多数据）：



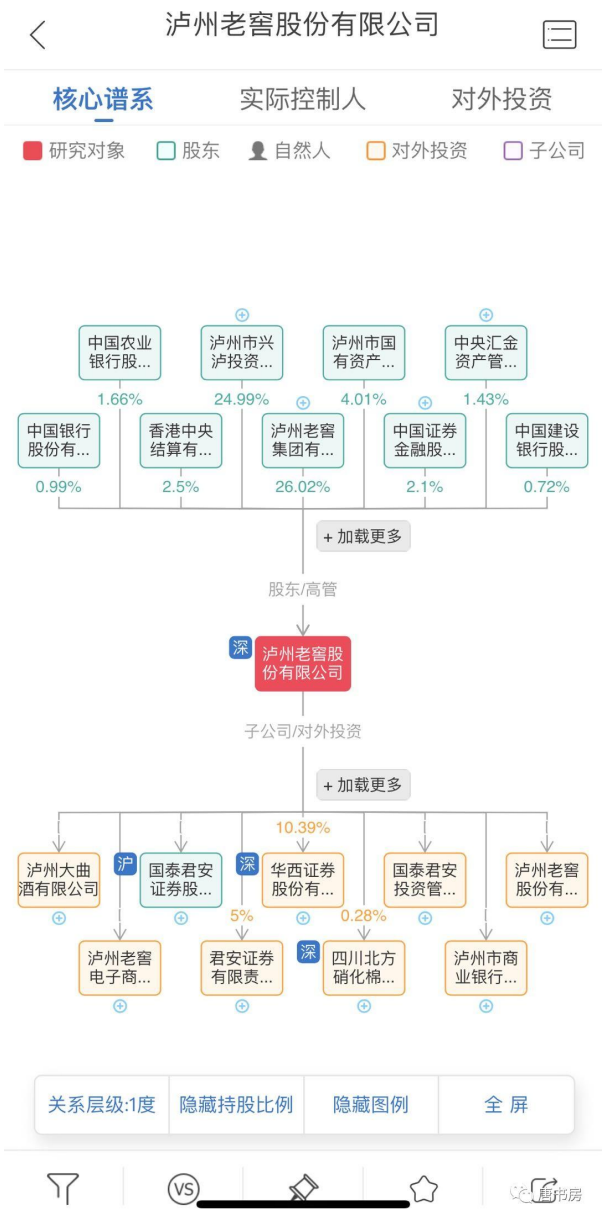
公司	收盘价 (元/股)	总市值 (亿元)
分众传媒 分项排名	8	1
分众传媒 002027	12.1	1480.02
印纪传媒 002143	12.09	213.97
利欧股份 002131	2.1	117.35
蓝色光标 300058	5.37	117.18
深大通 000038	18.1	94.62
科达股份 600986	9.37	89.52
思美传媒 002712	18.8	64.27
中昌数据 600242	13.69	62.52
联创互联 300343	10	59.04
华扬联众 603825	25.08	57.71
省广集团 002400	3.09	53.87

关于公司财报数据整理，最方便的还得数慧博，不过要用慧博 pc 版。里面有财务报表数据版，进入后可以将任意公司过去十年资产负债表、利润表、现金流量表所有数据，一键导出到 excel 表格。

数据选择可以任选一季度、半年、三季报、年报，非常方便。偶尔有部分数据有误，但基本靠谱。其他还有些数据图示和分析功能，感兴趣的自己摸索，老唐就不一一介绍了，继续说回萝卜投研。

萝卜投研除了“智能研报”功能不错以外，另一个不错的功能是“关系图谱”，它整合了企业的工商

信息，你可以用它直接查询上市公司的股东、下属公司及合营公司等关系网信息，例如：



这个功能很好玩，有一种做侦探的感觉。如果不喜欢在手机 APP 上查看，pc 端的“天眼查”或者“企查查”网站（这俩也有微信小程序）也可以完成对企业股东、实际控制人、相关法律纠纷、工商资料变更、企业关联关系等资料的查询。

然后就是搜索引擎了。有疑问，找度娘（搜狗、必应都行），要诀就是顺藤摸瓜，打破砂锅问到底。需要的话，过去的新闻报道、法院文书、论坛帖子……都能成为我们分析企业的“呈堂证供”，至于说这些资料怎么筛选和应用，就无法统而言之了，只能是用到自然知。

雪球也是非常有用的信息来源。几乎每一只个股，雪球上都有一群人讨论，或犀利或无力，或箴言或造谣，或理性和发泄。信息能帮助我们做决策，也能让我们无所适从。究竟会怎么样，取决于你的初心是“我想知道企业经营情况”，还是“我想知道股价会涨还是会跌”。

如果你关心的是企业经营情况，任何一支个股页面，最多花两天时间，你应该就能知道哪些人是真有研究的，哪些人只是吹水。这些东西没法随口扯，不知道无法伪装知道。信息错误的，也很容易被其他研究者指出。如果你关心的是后者，反正都是浪费时间，也无需分辨真伪，懂与不懂都能吹几句，吹高兴就

行。

行业或者企业的公众号，也是重要的信息来源。大部分上市公司，都会有自己的公众号，部分行业媒体、资深研究者以及业内从业人员可能也开有公众号。这个就要根据你跟踪的公司去具体搜索了，而且**要点还是顺藤摸瓜**，基本上找到一个，要不了多久，有用的号你都会找到的，毕竟才气就像怀孕，不可能长久隐瞒

比如白酒行业，我关注的公众号就有：国酒茅台、茅台时空、茅台声影、梦之蓝社区、古井贡酒年份原浆、糖酒快讯、酒业家、酒道说酒、酒说、微酒、王安石煨酒馆……；比如银行业，我关注的有：bank 资管、成于微言、轻金融、金融监管研究院、银行家杂志、王剑的角度、倪军金融与流动性研究……等；比如互联网科技，我关注了 36 氪、虎嗅网、IT 桔子、南极圈、手游那点事、腾讯云、腾讯 we+、腾讯课堂、腾讯大学、企鹅生态、腾讯大讲堂、腾讯、飞谈传媒互联网、艾瑞网、微信派、游戏百晓生、酷鹅俱乐部……等公众号；……其他行业就不一一列举了，具体公司具体搜索。

说到公众号，最近苹果版的公众号改版了（安卓的也快了）。从过去的列表形式变成了订阅情况下的信息流，从读者角度看，方便了很多，阅读效率提升了。

不过书房里也有不少朋友反映，想刨旧文不方便，找不到书房的书房菜单栏。老唐摸索了一下，发现点开“订阅号消息”后，再点右上角三条横杠，就会进入原来的列表界面，



然后点击唐书房，就看到原来的底部菜单栏，可以愉快地刨旧文了。



如果唐书房不在你的关注列表第一位呢，只需要进去后点击右上角的小头像→点击右上角...→点击“设为星标”就可以了。

大致我平时的资料来源就是酱紫了，感觉怎么样？有没有大失所望，原来老唐的百宝箱不过如此……

第415篇.　　2018.6.27-关于早上清仓实盘组合的说明

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-06-27

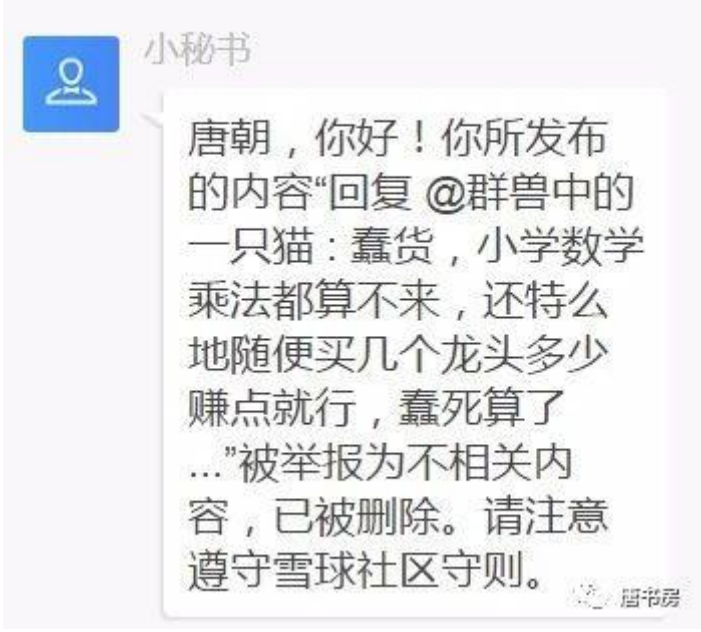
今天早晨，我清空并关停了运行三年半的雪球实盘组合，之后又恰好遇到暴跌，有必要在书房说几句，以免引起朋友们不必要的恐慌。

事情的起源是昨晚看球上半场结束的休息时间，随意刷了一下雪球，结果遇到一个挑事的帖。发帖的人大约十来个粉丝，可能是个新注册的号，内容是说雪球有四大谜团：**释老毛炒股到底亏了多少，唐朝卖p2p到底赚了多少，云蒙在银行股做T到底亏了多少，另外提到的是一位我不认识的朋友具体是个什么迷，忘了**——因为已经被帖主拉黑，看不到原话了。

这种事情其实网络常见，本没有什么的。事情的激化是另一位有两万多粉丝的用户叫“群兽中的一只猫”（后文简称兽猫）挑起的，此人转发该主贴，并阴阳怪气地附上点评，大致意思是：**老唐水平挺高的，卖广告是他的自由，没骗人就好。并在自己的转发帖下留言，说老唐一年卖广告赚四五百万，然后暗示老唐根本不是靠炒股赚钱，而是随便买几个龙头股，圈粉赚广告费就够了**——同样，因为被兽猫拉黑，看不

到原话了，但意思不会错。

老唐特别讨厌这种软刀子，一副捧着你的样子（老唐水平挺高的），然后往你肚子上捅刀子（转发扩散给两万多粉丝，暗示老唐的主业是圈粉赚广告费），当即就怼上去：原话已经被小秘书删掉了，幸好小秘书删掉后还发了一条消息过来，截图如下：



接下来这个伪君子做出一副无辜样，表示并没有贬低老唐，不但夸了老唐水平高，而且也说了发广告是老唐的自由。生平最恨这种笑里藏刀的小人嘴脸，当即拆穿其卑鄙嘴脸：



当然，后面双方对骂当中，老唐骂的确实比对方更脏，市井味道更足，更加污染屏幕、脏眼睛，也让很多人大吃一惊，原来老唐居然如此粗鄙。很抱歉，老唐确实不是谦谦君子。你敬我一尺，我还你一丈，你捅我一刀，我剁你狗头，对流氓，我的做法就是比你更流氓。

后面的对骂不提。兽猫最终将我拉黑，此事结束。网络上天天重复的事儿，一点也不奇怪。

早上起床，一开电脑，收到雪球小秘书发来的二十多条删除信息，将老唐所有的骂帖全部删除。然后老唐去帖下一看（被拉黑看不见原帖和拉黑者的评论，但其他评论看的见），一大堆骂我的评论、对老唐

造的谣言和污蔑，都在主贴下面妥妥地展示着。准备抗议不公平待遇，结果发现已经被小秘书禁言——有闲心的可以去围观，现在应该还在，看看小秘书封住老唐的键盘之后，这些人是如何过嘴瘾的。

这还有什么好混的呢，老唐不玩可以不？本就是一个闲扯淡的地方，老唐即不发基金，也不需要圈粉，删除这个账号就行了呗，免得生闲气。组合就是这个原因停的——**强调一遍：今天老唐并没有卖出任何一股股票，无论是大跌的茅台、洋河，还是不怎么跌的腾讯、海康，一股都没有卖，并不存在什么英明逃顶，老唐没那么能干。**

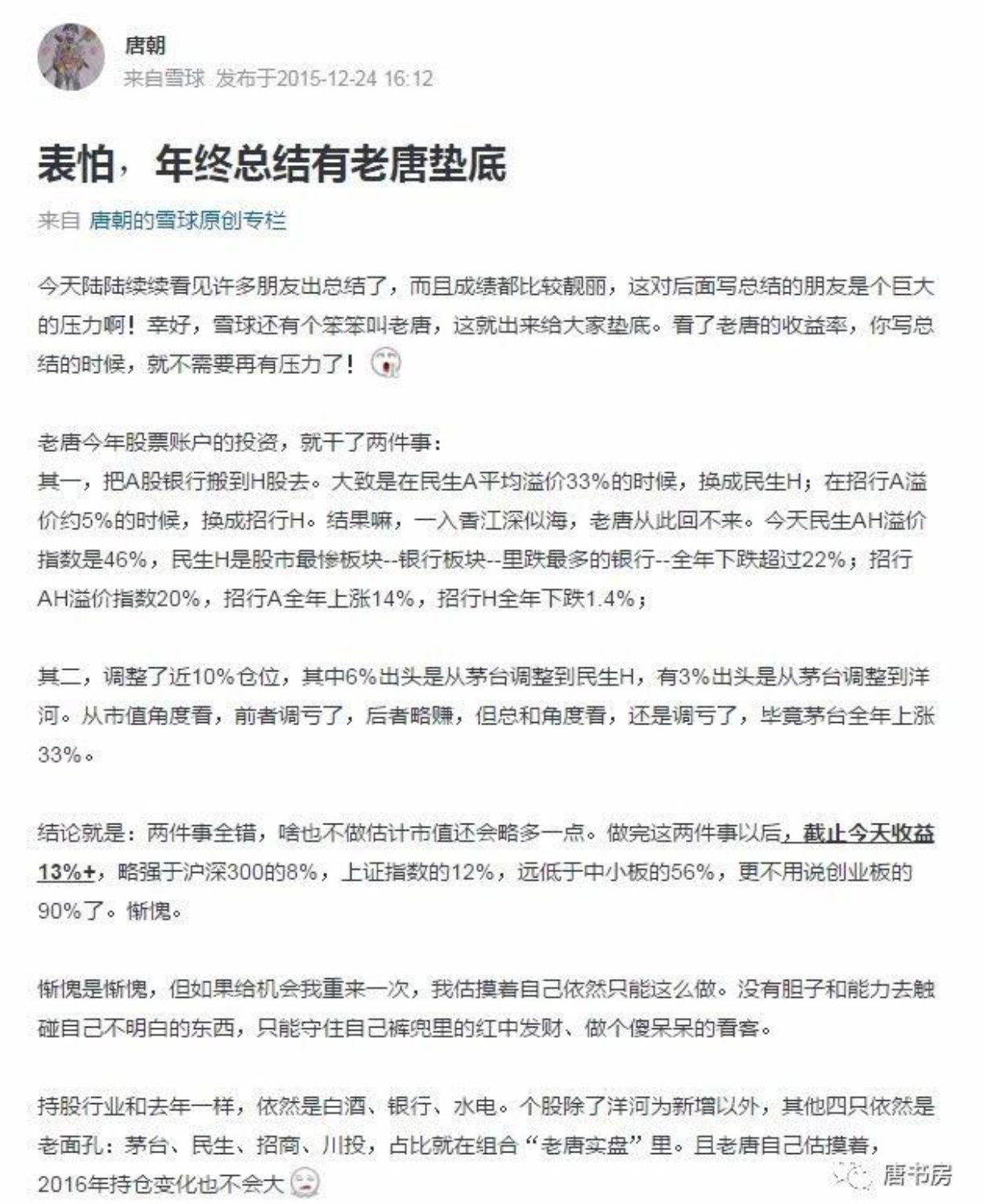
本打算将所有的帖子全部删掉的，结果禁言期间禁止我操作，那就等禁言期满吧。删除之前，我把“老唐实盘”在雪球的大致记录搬这里存一下。翻了总结，过去几年雪球上有据可查的记录是：

2014 年收益 62%，年底持仓 46%茅台，23%民生，23%招行，8%川投——以下截图来自《感恩 2014》下篇，文章长，只能截结尾相关部分。



2014 年 11 月 25 日，雪球正式开放组合功能，老唐依照自己的账户真实持股比例，建立了老唐实盘组合。

2015 年收益 13%，年底持股茅台、洋河、民生 H、招行 H、川投，因为有了组合，比例没有文字记录，组合具体比例此时好像已经无法查看，但应该变化不大。



唐朝
来自雪球 发布于2015-12-24 16:12

表怕，年终总结有老唐垫底

来自 唐朝的雪球原创专栏

今天陆陆续续看见许多朋友出总结了，而且成绩都比较靓丽，这对后面写总结的朋友是个巨大的压力啊！幸好，雪球还有个笨笨叫老唐，这就出来给大家垫底。看了老唐的收益率，你写总结的时候，就不需要再有压力了！

老唐今年股票账户的投资，就干了两件事：
其一，把A股银行搬到H股去。大致是在民生A平均溢价33%的时候，换成民生H；在招行A溢价约5%的时候，换成招行H。结果嘛，一入香江深似海，老唐从此回不来。今天民生AH溢价指数是46%，民生H是股市最惨板块--银行板块--里跌最多的银行--全年下跌超过22%；招行AH溢价指数20%，招行A全年上涨14%，招行H全年下跌1.4%；

其二，调整了近10%仓位，其中6%出头是从茅台调整到民生H，有3%出头是从茅台调整到洋河。从市值角度看，前者调亏了，后者略赚，但总和角度看，还是调亏了，毕竟茅台全年上涨33%。

结论就是：两件事全错，啥也不做估计市值还会略多一点。做完这两件事以后，**截止今天收益13%+**，略强于沪深300的8%，上证指数的12%，远低于中小板的56%，更不用说创业板的90%了。惭愧。

惭愧是惭愧，但如果给机会我重来一次，我估摸着自己依然只能这么做。没有胆子和能力去触碰自己不明白的东西，只能守住自己裤兜里的红中发财、做个傻呆呆的看客。

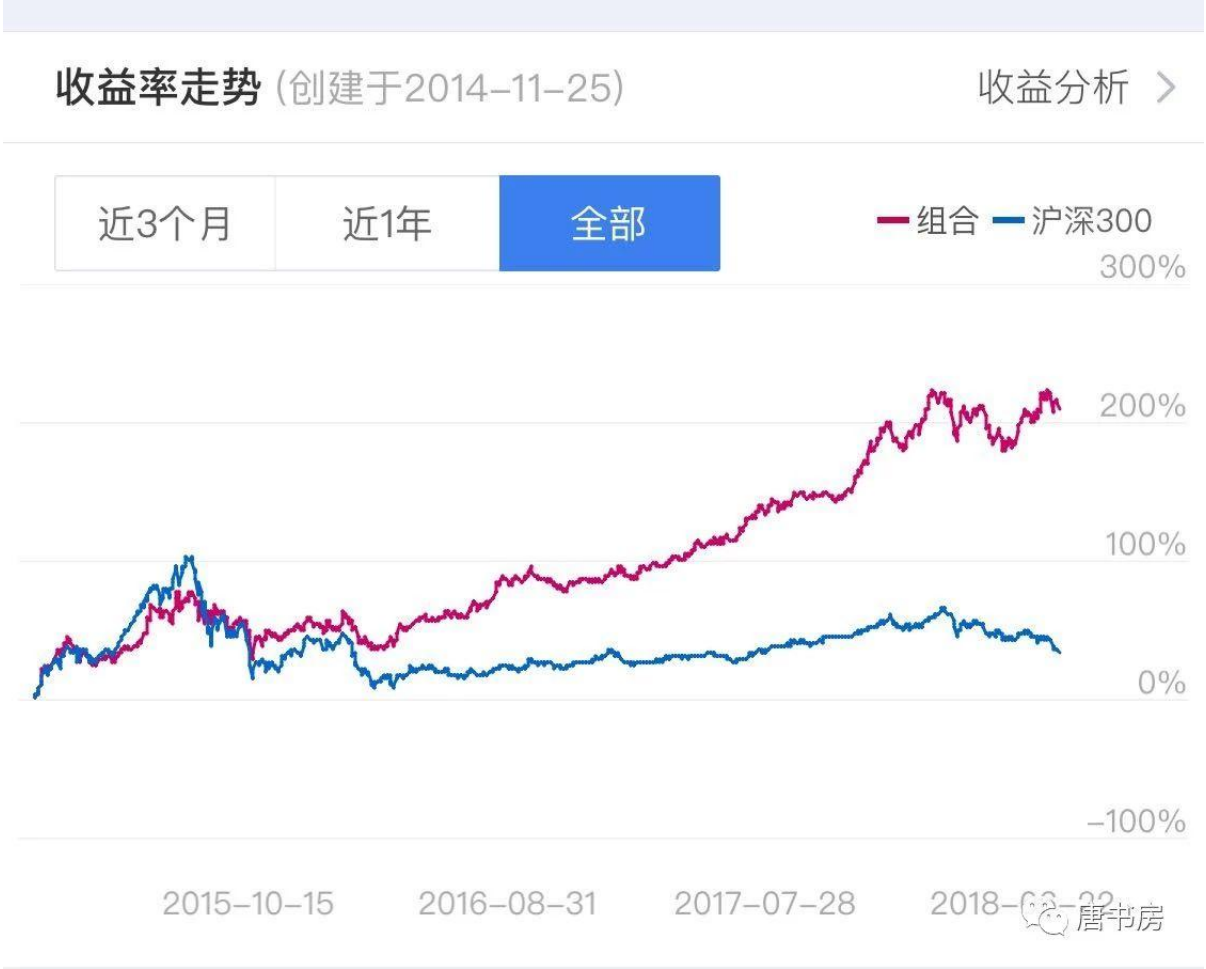
持股行业和去年一样，依然是白酒、银行、水电。个股除了洋河为新增以外，其他四只依然是老面孔：茅台、民生、招商、川投，占比就在组合“老唐实盘”里。且老唐自己估摸着，2016年持仓变化也不会大

唐书房

2016 年 9 月开设了唐书房，年底就有了总结在书房里，全年收益 23%，年底持股为茅台、国投、民生 H、招商 H、洋河、信立泰、双汇。具体情况可以直接阅读《老唐的 2016 年》

2017 年，借由书房朋友们的点杀和监督，将覆盖的公司扩展了部分，纳入几家新公司，很巧，全年收益和 2014 年一样，也是 62%。年底持股茅台 40%，国投 15%，腾讯 13%，民生 H6%，招行 H5%，洋河 5%，信立泰 5%，双汇 4%，海康 2%，古井 B2%，张裕 B1%，粤高速 1%。具体情况，可以直接看书房总结《老唐的 2017》.

组合关停时，显示净值 3.0583，全部情况状态截图如下：



截止今天收盘，持仓比例为：茅台 46%+，腾讯 21%+，古井 B7%-，洋河 7%-，民生 H5%-，招商 H4%-，信立泰 4%-，双汇 3%+，海康 3%+，观察仓分众不计，不计打新收益（本身也没几个钱，基本不影响收益率）2018 年收益 1%+。

近期陆续有大约相当于目前总市值 20%左右的新增资金准备入市，迫切等待大跌中，预计会在适当价位增持腾讯、海康和分众（其实古井 B 也想加的，就是钱出不去）——**以上均为个人思考记录，并无推荐含义，请勿依此做出投资决策。**

后面怎么处理实盘记录，以及书房究竟怎么走下去，我还没想好，想好再说。另外，雪球帖子我会在禁言期结束后清空，如果有朋友需要保存哪篇文章的，请这几天自己下载。

第416篇.　2018.6.29-难以估值的六间房被卖了，可以下手宋城吗？

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-06-29

这两天追问白云机场和宋城演艺的人特别多。白云机场大概是因为跌的比较猛的缘故，这个老唐没有谈的欲望和能力。去年 10 月底的《岭上白云有疑点》上下篇已经给出老唐的态度，后来没有对它保持关注，也就无从谈起。

询问宋城演艺的朋友，是因为周三晚间，公司公告把老唐去年 3 月分析文章里担心的六间房资产，卖掉了，所以来信息询问。这个倒值得捋一捋。

简单粗暴，先说结论：

①本次交易证明了宋城演艺 2015 年收购六间房是一个战略错误；

②本次交易是宋城演艺企业战略的一次重大变动；

③本次交易是一次改正错误并降低企业风险和不确定的举动；

④本次交易将增加宋城演艺 2018 年报表业绩约 5.6 亿元；

⑤本次交易将让宋城演艺回收现金 12.5 亿元；

⑤本次交易是亡羊补牢的工作，从财务角度来说，不算成功，也不失败；

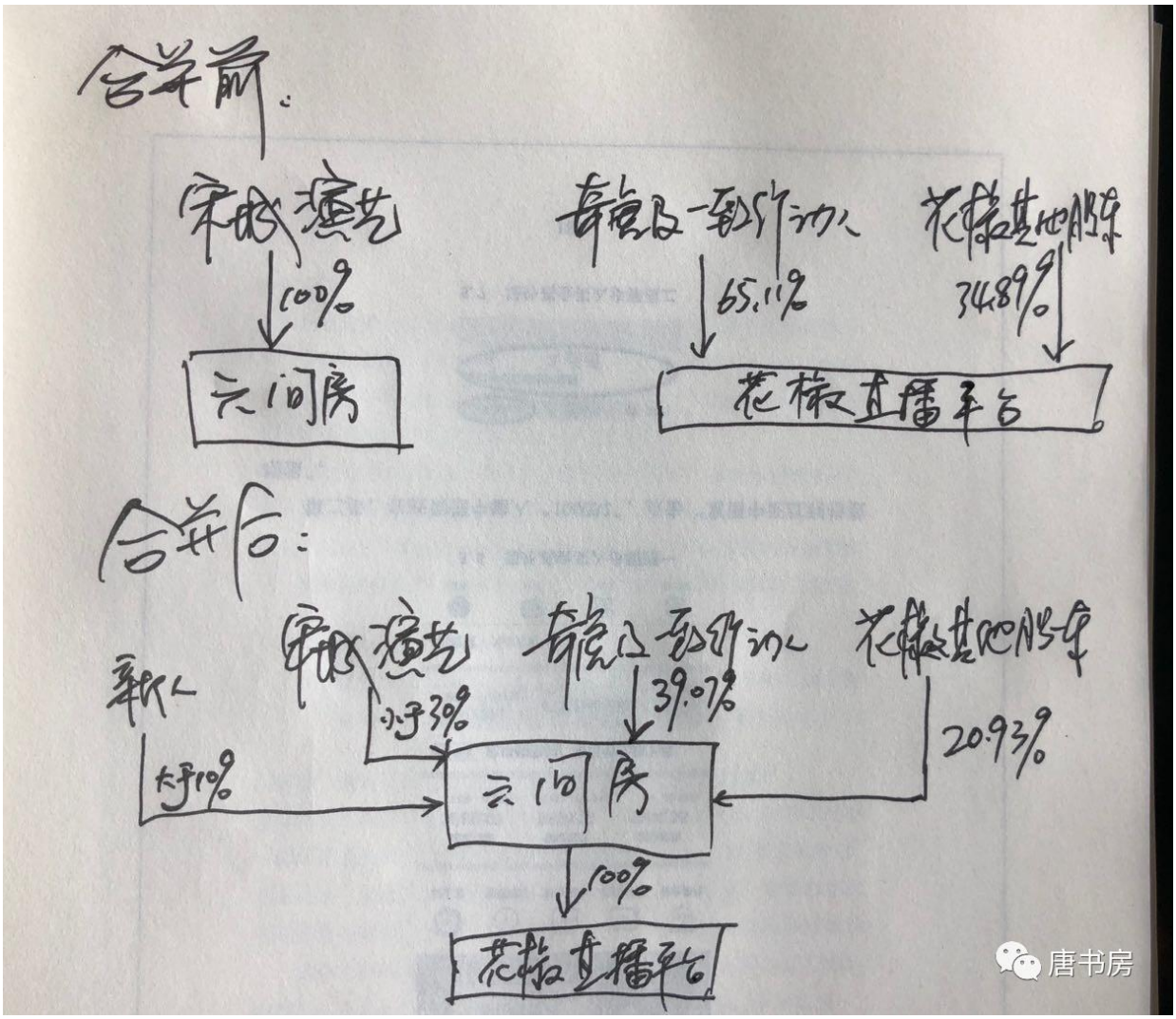
⑥本次交易后，宋城类似六间房和花椒的 VC，后续回报取决于直播市场竞争和资本市场对直播企业的估值热情程度，很难预测；

⑦本次交易，会造成 2019 年宋城业绩的同比大滑坡；

⑧当前 330 亿左右估值，依然处于合理偏高位置，不具备买入条件。

接下来，老唐阐述上述结论怎么来的。

首先简单捋一下重组方案，据说一图胜千言，试试用图表说明：



从宋城演艺的角度看，就是出让了六间房的略大于 70%的股权，换来新六间房（六间房+花椒）的 30%股权+出让 10%新六间房股权给新人的现金。

本次交易的六间房和花椒的评估值，再次暴露了评估这东西有多么不靠谱。六间房 2017 年报数据是净资产 7.3 亿，营收 12.4 亿，净利润 2.89 亿，2018 年承诺净利润不低于 3.57 亿，本次估值 34 亿，对应

约 9.5 倍市盈率——也印证了买卖双方其实都不看好六间房的未来。

花椒是 4.1 亿净资产，24 亿营收，净利润为-1.4 亿，估值 51 亿，市盈率无穷大。注意，老唐不是说哪个估高了或低了，而是说这种企业重组中的所谓估值，主要是拍脑袋，没有什么章法的，实际上主要是客户提供财报，客户提供评估结果。评估机构负责论证从财报推理出来的结果，好巧好巧，居然和客户提供的评估结果一模一样。

以我看，这个谈判过程是酱紫的。以下故事纯属虚构，如有雷同，实属巧合：

刘岩（六间房创始人）寻出路，给自己找来一个愿意接手并愿意让自己继续做 CEO 的新东家，与早就生了弃子之心的老东家坐在一起谈。

周鸿祎（花椒实际控制人）：收购六间房可以，刘岩继续做 CEO 也可以。我就三个条件：我不出钱，我要控股，董事会我说了算；

黄巧灵（宋城实际控制人）：控股权出让我没问题，我巴不得把六间房丢出去，但钱我得捞回来一点才行，我投入 26 亿，三年多一个钢镚还没见着呢！

周鸿祎：我不出钱，我要控股，董事会我说了算；

刘岩：六间房一次性分红 4 亿给宋城，算作这三年多的投资收益。然后找几个资本市场炒概念的炒家或者风投来做接盘侠出一部分钱，满足黄总需求；

黄巧灵：可以，当初我买你六间房的时候，账上还留着 23.7 亿商誉，六间房去年底净资产 7.3 亿，今年你承诺的业绩是 3.57 亿净利润，现在 7 月，走流程下来，估计要九月十月去了，所以，六间房估值不能低于 23.7+7.3+3.57×10/12=34 亿，报表上我才能给广大股东一个交待；

周鸿祎：我不出钱，我要控股，董事会我说了算；

刘岩：没问题，新公司四六开，周总控股。六间房就估值 34 亿，占股 40%。会计师，进来算一下花椒需要估值多少；

会计师（从腰间摸出一个金算盘，叭叭叭）：34/40%×60%=51 亿；

刘岩：就按照这个做。51+34=85 亿，新六间房估值 85 亿，找一个愿意按照这个估值或更高估值，从黄总手上买部分股份的接盘侠或者风投，妥。

众笑：哈哈哈哈哈哈哈哈……

结局就这样喽：六间房先分红给宋城 4 亿，然后公司估值 34 亿，花椒估值 51 亿，花椒原股东占股 60%，董事会五个成员，三个由周鸿祎提名，两个由宋城提名（其中一个定是刘岩），CEO，CFO 人选重大事项需董事会半数以上同意。**半数同意的意思就是说由周鸿祎决定，**宋城负责扮演板凳角色。

回顾这次交易的前因后果。宋城是从 2014 年提出向线上发展的思路，财报里首次提出“公司确立了继续提升巩固线下演艺产品，加快线下到线上步伐，实现“演艺”、“娱乐”双轮驱动、共促发展，努力构建一个以演艺为核心的繁荣生态圈的战略目标。”那时，应该已经和收购目标在谈了。

2015 年六间房 100%股权作价 26 亿卖给宋城，宋城围绕六间房将公司经营模式从过去的“主题公园+文化演艺”调整为“积极打造宋城生态，全面拥抱互联网”，在 2016 年进一步提出了包括“网红宋城、IP 宋城、科技宋城”在内的六个宋城战略目标（其他三个是演艺宋城、旅游宋城、国际宋城），证明黄巧灵董事长收购六间房真不是做概念玩票的，是确实想调整宋城发展战略，打通宋城的线下和线上。

然而，本次交易后，很明显宋城已经从线上直播产业的经营者，蜕变为一个不得已的财务投资者。六

个宋城目标至少需要大调整两个：网红和 IP。至于科技嘛，比较宽泛，应该还可以保着。

也确实，宋城收购六间房这几年，网络直播平台格局大变，虎牙、斗鱼、快手、熊猫、企鹅、龙珠、映客……新的竞争对手不断崛起，六间房似乎没有赶上从 pc 到移动的战略红利，在行业中已经有销声匿迹之态了。宋城的线上线下结合，确实也做了很多尝试，但现在看来，基本都是打水漂。

因此，从战略上说，**本次交易，宋城甩掉了六间房，证明 2015 年收购的战略失败，它将带来宋城新一次的战略大调整。**具体调整方向是什么，是重新聚焦和坚守主业，还是黄董又找到什么新的尝试点，还得看 2018 年财报管理层怎么向股东表述。

从投资的角度说，**宋城甩掉六间房，是一次消除风险和不确定性的抉择，**这也是消息出来以后，市场报以大涨的潜在原因之一吧。早在去年 3 月老唐写的宋城 2016 年财报浅印象里，就因为无法对六间房做出估值，因而只能按照“买线下，送线上”的估值思路，写下这样一段话：

唐书房

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！

唐书房

当时公司市值 300 亿，很可惜，后来最低只跌到约 255 亿市值（今年 2 月）就涨起来了，没有达到 240 亿买入标准，也就没有做成宋城的股东。那么，现在这个不确定因素从企业合并报表里剔除后，宋城是否具备投资价值呢？

本次交易，对六间房估值 34 亿，相对于宋城买入成本 26 亿，将产生 8 亿估值增长，按照宋城预计出让 70%股权估算，将给宋城演艺 2018 年财报上增加约 5.6 亿报表利润。同时，六间房分红 4 亿，加上接盘侠如果按照 85 亿估值接手 10%股份，付现 8.5 亿，可以给宋城带来 12.5 亿的现金回笼。

去年不计六间房后的线下部分合计 7.8 亿净利润，今年有九寨沟的收入减少一两千万，但同时有轻资产项目大约增收一个亿，其他线下部分按照轻微增长预计，按照 9.5 亿毛估估。合并后新六间房最后两三个月账面权益利润估计还能有一点；如果下半年桂林项目如期运行，应该也可以产生一点利润。**加总起来，估计 2018 宋城演艺报表净利润会有约 16 亿的样子。对应当前 330 亿市值，大约 21 倍市盈率，就今年而言，算是合理并相对偏低的位置。**

但是，2017 年六间房占宋城营收的 40%，净利润的 27%，2018 年虽然有重组产生的账面收益来美化报

表，但**2019年势必产生巨大的同比营收和净利大幅下降的压力。**即使2019年下半年的张家界和西安项目均如期开业，填上12.4亿营收和3亿左右的净利润大坑，依然是不可能的。其他杭州、丽江、三亚、九寨都是运营多年的成熟项目，突变的可能性很小。因此，这个2019年预期同比大幅下降，会是宋城市场表现的重要压力来源。

这两天的市场走势乐观，可能既有剥离不确定因素带来的长出一口气，也有扯上直播上市热点的乐观联想有关。实际上，**六间房和花椒合体后，短期内，宋城想从财务角度获取利润，还是非常困难的。**

以2017年数据看，若假设2017年两家就合在一起，营业利润仅1.15亿，税后净利润不到一亿，今年就算翻倍增长，分摊到30%财务投资者头上，也没几个大子儿。更何况直播行业正是群雄争霸逐鹿中原的关键时刻，任何一家都有严重的饥渴症。几乎可以确定，**宋城几年里不可能从新六间房里拿到真金白银的分红。**

唯一的希望是新六间房在下一轮融资甚至成功上市的过程中，以更高的估值找到接盘侠，产生股权转让或者视同处置收益。这个不确定性依然很大，保守投资者建议依然将其以零对待，若有，当做意外惊喜。

说到估值，在去年三月的文章里就谈过**对六间房高额利润的不解。**这次交易披露的材料看，这不解是加深而不是缓解。花椒营收24亿，营业利润-1.89亿，而六间房居然可以在营收规模只有一半的情况下，获取高达2.85亿纯利润。

平民直播和明星直播的生意模式居然产生如此巨大的差异？这个不解，不仅是我，连交易所也发出问询函，需要公司给出解释。按照问询函要求，7月5号就可以看到公司解释了，届时我们看看公司给出的理由能否说服我们。

穿透表象估值看重组实质，宋城投入了26亿，历经三年多时间，收回来约12.5亿现金，同时持有一个净资产10亿（还包含宋城自己捅出来的一个北京灵动时空的3.7亿商誉）左右，市场估值85亿的直播公司约30%股权。这部分股权未来究竟能够带来多少利润，或者在资本市场里能变成多少现金，老唐对直播行业完全看不懂，无法预计，只能说取决于直播市场竞争和资本市场对直播企业的估值热情程度，很难预测。

——10亿左右净资产的数据来源：2017年底六间房净资产7.3亿，其中包含收购北京灵动时空产生的3.7亿商誉。然后六间房给宋城分红4亿现金，基本上六间房去年的净资产中除了商誉以外，剩下的就全部被宋城拿走，考虑到六间房今年上半年预计还能产生近2亿净利润，故而净资产约5亿多，加上花椒4亿多净资产，合计约10亿。

最大的赢家，无疑是以刘岩为首的六间房团队。2015年，卖给宋城，拿走16亿现金外加当时价值9.88亿的宋城演艺股权，这部分宋城股权，今天的市值约20亿。然后再通过这次交易，回到互联网大玩家周鸿祎旗下，担任六间房和花椒合并之后的新公司CEO，不仅摆脱了外行的干扰和控制，同时掌控的资源扩大了不止一倍。刘岩是个牛人。

申明：以上观点，纯属个人看法，仅供参考。老唐目前不持有宋城，未来72小时也没有买入计划。

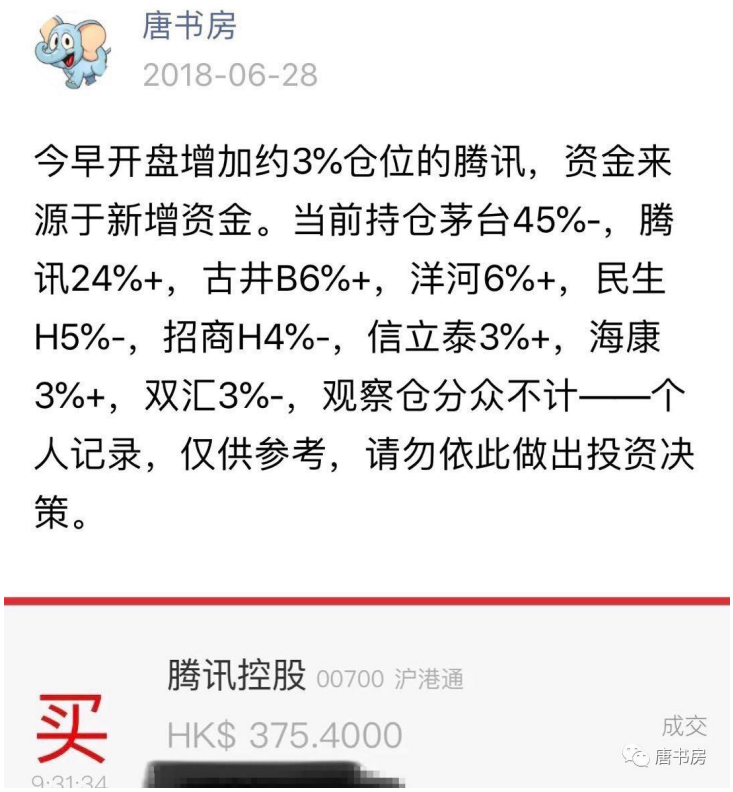
第417篇.　　2018.6.29-几点说明

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-06-29

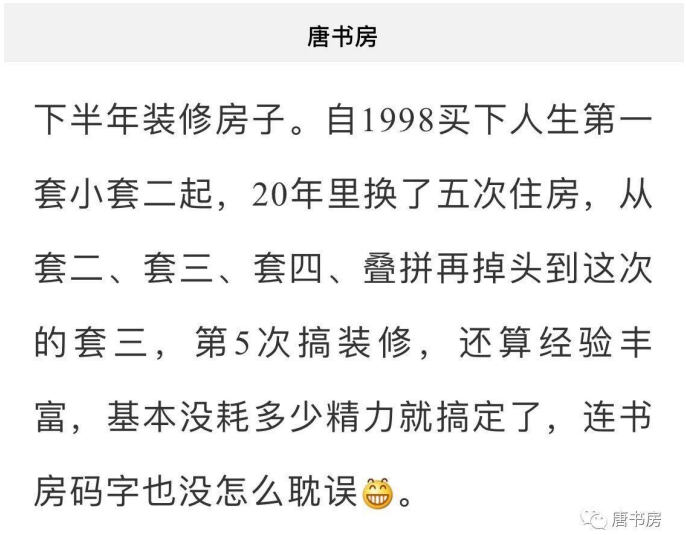
有几件小事，跟大家聊聊。

第一，关于昨天次条图片贴的事儿。

昨天发的就是一个新增资金在 375.4 港币加仓 3%的通知。误删，今天补发。注意，只是加仓，其他持股持仓比例的下降，一是因为分母变大，二是因为股价下跌。



第二，有不少朋友好奇老唐宅男满仓，哪儿来的钱。其实很容易猜的，老唐在 2017 年总结的时候，就写过：



春节前搬新家，四五个月后冒出来一笔大钱，稍微猜猜，其实很简单，对吧？企业分析也是这样，要学会从碎片信息中拼凑和推测事实真相。

第三：关于雪球的文章，我确定会删清销号。不过，接受大家的建议，我会在禁言结束后，逐步的将部分精华文章，转移到书房存档。边转边删，最后将密码改成一个我永远也不可能记得起来的密码，阻碍

自己再去混迹雪球，以避免让自己有机会变成令人厌恶、令己厌恶的网络喷子。

因此，如果没有来得及保存文章的，也可以不用着急，大部分重要的文中，我回头会慢慢搬过来的。

再次谢谢大家的支持和鼓励。

第418篇.　　2018.7.1-终点，起点

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-07-01

感谢书房里一位姓孙的朋友和一位姓祝的朋友，将老唐在雪球的文章抓取整理并发了过来。今天终于得以将雪球帖子清空，将密码修改成一组非常复杂的字母和数字结合的随机数字，然后删掉。唐朝这个账号就算从混迹了五六年的雪球论坛消失了。老帖，我过些日子慢慢看。最终是全部文件直接打包，放上来给大家自取，还是选择部分精华内容整理到新书里，届时再说。

今天，突然特别深刻地 get 到了和天南兄喝茶时，他告诉我的那句话：**见见喜欢的人，聊聊喜欢的事，将时间“浪费”在喜欢的人身上，人生快意，莫过于此。**

我浪费太多时间在讨厌我的人身上，是我的错；我和别有用心的人针锋相对，是我的错；我用垃圾人的语言去对付垃圾人，却忘记旁边被飞溅污染的，还有喜欢我的人，是我的错；我意图去改变不可能改变的人，是我的错……

关于广告，我不打算、也没有义务去和他们解释，但愿意和书房的朋友们聊几句。

老唐是凡夫俗子，乐意付出，也想看到回报，无论是精神的，还是物质的。我觉着，如果只是期望别人不沾任何铜臭味，完全无私地分享干货，这种想法本质上是巨婴，是一种认为世界应该围着自己旋转的幻想，不可能持久。

坦率说，ID 后面坠着“赞赏次数 0，赞赏金额 0.00 元”的人，问头几个问题，老唐还乐呵呵地回答。连续问的多了，无论我多热心，心里难免会若隐若现地飘过一个阴暗的念头：你是不是拿我当傻叉使？

受限于长期以来的互联网免费文化，书房文章在同类微信公众号里，打赏率算是偏高的。但整体打赏率（打赏人数/阅读人数）基本也就不超过 2%，而老唐又不愿意搞收费阅读的小圈子。所以，书房里的广告，我打算继续按照每周一次的频率考虑，并在新朋友关注时，增加“每周可能会有一次广告，不喜欢的请取关”的说明。

但是，**我愿意接受大家的意见，拒收 p2p 相关的商业广告。**

拒收之前，我先表达个人看法：p2p 确实有跑路的，但以此来说约两三千家 p2p 平台公司都是骗子，就如同因为有退市的 A 股，就说两三千家上市公司都是垃圾一样，我是不同意的。

实际上，全国两三千家 p2p 平台，是有很大差别的。平台型的和资金池型的有差别，不同商业模式、不同股东背景、不同管理层、不同资产结构，之间也有差别。就如同即便是身处同一行业的上市公司，照样会有良莠之分一样。

事实上，每周我都会拒绝很多广告主发送广告的要求，比如：



老唐其实还真有一些排除技巧，不过很抱歉，不能介绍给大家。至少大家应该知道的一个事实是：*书房建立近两年来，推送过广告的 p2p 平台公司，前后大约也有十多家了。迄今为止，没有任何一家平台跑路，也没有任何一位参与者被坑——提请注意，老唐说这句话是表述迄今为止的事实，并不构成对这些平台未来的保证。*

然而，有很多人抱着人云亦云的偏见，或者将所有平台均视为骗子，或者宣称今天没跑路、不代表明天不跑路，不代表未来永远不跑路，加上某些针对 p2p 平台的薅羊毛技巧和套路，老唐也确实无法敞开明说。因此，这事儿貌似变成了豆腐掉进灰堆里——吹不得打不得。索性，老唐停了所有 p2p 广告拉倒，以免说话不硬气。

手头还有一个，是六月上旬答应人家的。明天老唐跟对方公司联系，看能否毁约退钱。如果可以，自今天以后，书房不再有 p2p 广告；如果不行，也就是 7 月 15 日那周还会有一次，以后拒收。

那些人云亦云的群氓之口，就随他们去了。

下面说说实盘组合。

删掉了雪球组合和旧文，今天在这里完整记录一下实盘组合的演变情况，以构成持续观察范本。2013 年之前，没有公开记录，忽略。从有公开文章的 2014 年开始。

时间	收益率	净值	持股比例（比例为约数，实际为＜该数±0.5%范围）
2014	62%	1.62	茅台 46%，民生 23%，招行 23%，川投 8%
2015	13%	1.83	茅台，民生 H，招行 H，川投，洋河，具体比例不详。
2016	23%	2.25	茅台，民生 H，招行 H，国投，洋河，信立泰，双汇，具体比例不详。
2017	62%	3.65	茅台 40%，国投 15%，腾讯 13%，民生 H6%，招行 H5%，洋河 5%，信立泰 5%，双汇 4%，海康 2%，古井 B2%，张裕 B1%，粤高速 B1%。
2018 上半年	4%	3.79	茅台 44%，腾讯 25%，古井 B6%，洋河 6%，民生 H5%，招商 H4%，信立泰 3%，双汇 3%，海康 3%。

唐书房

相关说明：①前四年收益率记载分别位于《感恩 2014》、《表怕，年终总结有老唐垫底》、《老唐的 2016 年》和《老唐的 2017》四篇文章里；

②虽然即使计入打新，收益率也没有什么变化的，但为了避免某些朋友追问，老唐还是强调一句：以上收益均不含打新收益；

③2015 和 2016 两年，因为有了实盘组合，所以文章里没有记录个股具体占比。组合停掉后，目前无法查询个股占比了；

④对于中途增加或者减少资金带来的收益率计算，我是按照追加或减少时已完成收益率反推年初资金变化。举例说，假设年初资金为 1000，某日新增资金 100，增加资金时当年已达成收益率为 10%，则将年初资金调整为 1000+100/（1+10%）=1091，当年收益率直接以 1091 为基数计算。

同样，如果期初为 1000，某日抽走资金 200，抽走时当年实际达成收益率为-5%，则调整年初资金为 1000-200/（1-5%）=789.5，当年收益率直接亿 789.5 为基数计算。

总而言之，假设新增或减少资金在年初时就在另一个持股完全相同的虚拟账户存在，那个账户的合并与删除不影响现有账户收益率的计算；

⑤对于以港币计价的港股和 B 股，在计算市值时，直接考虑汇率因素。比如元旦将所有港股 B 股全部折算为人民币与 A 股加总，得出总市值基准。其后计算总市值的时候，直接将港股和 B 股价格乘以最新港币汇率计算人民币市值，与基准日人民币市值对比；

⑥目前手头还有约 16%的新增现金伺机加仓，目标腾讯、海康、分众（古井 B 和张裕 B，其实也有意向，就是钱出去很麻烦，只能作罢）。

大致就是这个情况，算是借着 2018 年 6 月 30 日这个节点，把前事翻篇，展开一个新的开始。谢谢朋友们的安慰、鼓励和支持，老唐不一一回复了，谢谢你们，你们是老唐码字的最大动力

第419篇.　　2018.6.24　番外篇-段永平的投资哲学

投资人　2018-06-24

编者孙萧萧按：偶从微信公众号中看到一篇段永平的投资哲学总结文，与老唐的理论非常接近，故摘录于此，一并学习及实践。

老段的网易博客介绍为：条条道路都可能通罗马，这里（价值投资）是一条"未必"最好但肯定能到的。

老实讲，我不知道什么人适合做投资。但我知道统计上大概 80-90%　进入股市的人都是赔钱的。如果算上利息的话，赔钱的比例还要高些。许多人很想做投资的原因可能是认为投资的钱比较好赚，或来的比较快。作为既有经营企业又有投资经验的人来讲，我个人认为经营企业还是要比投资容易些。

虽然这两者其实没有什么本质差别，但经营企业总是会在自己熟悉的领域，犯错的机会小，而投资却总是需要面临很多新的东西和不确定性，而且投资人会非常容易变成投机者，从而去冒不该冒的风险，而投机者要转化为真正的投资者则可能要长得多的时间。

投资与投机的区别

穷查理宝典：查理·芒格智慧箴言录（增订本）

作者：[美]　彼得　？　考夫曼　｜　编　李继宏　译

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

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

即使是号称很有企业经验的本人也是在经受很多挫折之后才觉得自己对投资的理解比较好了。我问过巴菲特在投资中不可以做的事情是什么，他告诉我说：不做空，不借钱，最重要的是不要做不懂的东西。这些年，我在投资里亏掉的美金数以亿计，每一笔都是违背老巴教导的情况下亏的，而赚到的大钱也都是在自己真正懂的地方赚的。

作为刚出道的学生，书上的东西可能知道的很多，但融到骨子里还需要吃很多亏后才行。所以，如果你马上投入投资行业，最重要的是要保守啊，别因为一个错误就再也爬不起来了。这里唯一我可以保证的是，你肯定会犯错误的。

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

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

比如我们能在网易上赚到 100 多倍是因为我在做小霸王时就有了很多对游戏的理解，这种理解学校是不会教的，书上也没有，财报里也看不出来。我也曾试图告诉别人我的理解，结果发现好难。又比如我当时敢重手买 GE，是因为作为企业经营者，我们跟踪 GE 的企业文化很多年，我从心底认为 GE 是家伟大的公司。

我说的“任何人都可以从事投资”的意思是我认为并没有一个“只有‘某种人’才可以投资”的定义。

但适合投资的人的比例应该是很小的。可能是因为投资的原则太简单，而简单的东西往往是最难的吧。顺便说一句什么是“简单”的“投资”原则：当你在买一只股票时，你就是在买这家公司！简单吗？难吗？

我想再简单地把我目前对投资的基本理解写一下：

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

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

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

4、不懂不做（能力圈）是一个人判断公司内在价值的必要前提（不是充分的）。

5、“护城河”是用来判断公司内在价值的一个重要手段（不是唯一的）。

6、企业文化是“护城河”的重要部分。很难想象一个没有很强企业文化的企业可以有个很宽的“护城河”。

保持平常心

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

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

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

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

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

巴菲特确实说过伟大的公司和生意是不需要卖的，可他老人家到现在为止没卖过的公司也是极少的。另外，我觉得巴菲特说这话的潜台词是其实伟大的公司市场往往不会给一个疯狂的价钱，如果你仅仅是因为有一点点高估就卖出的话，可能会失去买回来的机会。而且，在美国，投资交的是利得税，不卖不算获利，一卖就可能要交很高的税，不合算。

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

我的判断标准就是价值。这也是我能拿住网易 8-9 年的道理。我最早买网易大概平均价在 1 块左右（相

当于现在 0.25），大部分卖的价钱大约在 30-35（现在价）左右。在持有的这 8 年到 9 年当中，我可能每天都会被卖价所诱惑，我就是用这个道理抵抗住诱惑的（其实中间也买卖过一些，但是很小一部分。）我卖的理由是需要换 GE 和 Yahoo。我会一直保留一些网易的股票的。

巴菲特的东西每一个人都可以学，当然可能只有很少人能学会。事实上，我发现只有很少人会去真正认真地学，所以能学会的人很少就很容易理解了。

巴菲特反对的和他做的衍生品是完全不同的东西。我自己用很多金融衍生品，和巴菲特的用法一样，所以比较理解他说得是什么。很难一句话解释清楚，但可以用个容易理解的例子来说明。很多人用衍生品就好像去赌场当赌客，希望能够快点赚钱。巴菲特用衍生品就好像在澳门开赌场，长期而言是稳赚的。不是每个人开赌场都能赚钱，但会开的人就行。也许赌场的例子不一定合适，但道理确实一样。

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

选择一家好的公司，拿得住

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

创维和我们算是同行了，他们这个公司到底怎么样我们多少还是了解的。由于体制的因素，我个人一直认为创维是中国彩电行业里最健康的企业了。

虽然当时出了些事，但公司最基本的东西并没有因此改变。我们买创维时创维的市值好像还不到 20 亿（我不太记得了，也有说 20 出头的），我怎么想都觉得便宜，就买了。我们是买到差一万股到 5%的时候停的，因为再买就要公告了，所以很想在公告前和黄宏生沟通一下，怕人家以为我要去抢人家那一亩三分地，呵呵。结果当时由于不太方便，最后我们就没有再买。一直到前两个礼拜才和黄老板通了个电话，道个谢，问个好啥的。

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

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

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

理由是：以我的理解，苹果的盈利在两到三年内大概就可以达到每股 40-50 块/年（现在的盈利能力大概在每股 25-6 块/年），也就是说苹果的盈利能力会在两三年内接近 double 一下，再加上那时每股现金

100 多块（现在大概每股 60 多），给他个 600 的价钱应该不算太过分吧？当然，苹果也是有可能掉回到 100 多块的，反正到时大家就知道了。

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

买苹果的灵感其实是来自博友的提问。记得前段时间我在这用苹果举过一个什么股价叫便宜的例子：如果你觉得苹果值 5000 亿的话，那 3000 亿就是便宜，虽然他曾经只有 50 亿的市值。其实我个人认为，苹果有可能会是地球上第一家年利润过 500 亿美金利润的公司（过多少不敢说）。也许苹果会是第一家市值过万亿美金的公司（这个取决于市场会有多疯狂）。

说说我喜欢苹果的一些理由。这不是论文，想到就说，没有重点和先后秩序。

1、苹果的产品确实把用户体验或消费者导向做到极致了，对手在相当长的时间里难以超越甚至接近（对喜欢的用户而言）。

2、苹果的平台建立起来了，或者说生意模式或者说护城河已经形成了（光软件一年都几十亿的收入了）。

3、苹果单一产品的模式实际上是我们这个行业里的最高境界，以前我大概只见到任天堂做到过（sony 的游戏产品类似）。

单一产品的模式有非常多的好处：

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

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

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

4、苹果的营销也是做到极致了，连广告费都比同行低很多，卖的价钱却往往很好。

5、苹果的产品处在一个巨大并还有巨大成长的市场里。

智能手机市场有多大？你懂的！

pad 市场有多大？你也会懂的。

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

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

apple 还有不少特别厉害的地方，比如：品种单一，所以效率高，质量一致性好，成本低，库存好管

理等等。我从做小霸王是就追求品种单一，特别知道单一的好处和难度，这个行业里明白这一点并有意识去做的不多，我们现在也根本做不到这一点。比较一下诺基亚，你就马上能明白品种单一的好处和难度了。诺基亚需要用很多品种才能做到消费者导向，而苹果用一个品种就做到了，这里面功夫差很多啊。

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

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

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

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

巴菲特说过，他一生当中有很多次很集中，甚至达到 100%。碰上一个是一个，反正赚钱也不需要有很多目标（巴菲特讲一年一个主意就够了）。有时候你感兴趣的目标会自己跳到眼前的。如果你只有一只股票，而且还是满仓的，如果你真正了解你投资的东西的话，那下跌就和你无关了。

没目标时钱在手里好过乱投亏钱。如果一有钱就乱投的话，早晚都会碰上个亏大钱的目标的。有合适的股票就买，没有就闲着。鸡蛋放在一个篮子里可以看得更好些。

其实我知道的东西少的可怜。我就知道巴菲特这条路很好，肯定可以到罗马，可老是有一堆朋友问我索罗斯那条怎么样，还不许我说我不知道。我是真的不知道。总的来讲，看准了出手就要狠。似懂非懂很难下手狠。耐心等待总是有机会的。

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

买股票当然要做定量分析，不然怎么搞？比如一个公司有净资产 100 亿，每年能赚 10 亿，这个公司大概值多少钱？大概就是你存 X 的钱能拿到 10 亿的利息（长期国债利息），再把 x 打 6 折。

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

企业价值是未来现金流折现。这未来的玩意有点模糊。通俗的讲，假设先不谈折现率。假设我确切的知道这个企业的未来。企业的价值=股东权益+未来 20 年净利润之和。然后再进行折现。大概就是这个意思吧，毛估估算下就行。这种算法其实把成长性也算在内了，如果你能看出其成长性的话（这部分有点难）。

若买的公司 PE 是 10，那即使退市，每年有 10%的利润（没有计算公司的增长）。利润拿来分红也好，投资也好，比国债也高多了。这样分析对不对？问题是 PE 是历史数据。你如果相信他未来一定有 10%就可

以。巴菲特买的高盛以及 GE 的可转换债券就是 10%加 option，非常好的 deal。

我在投资里用定性分析确实比较多，这也是我和华尔街分析家们的区别，不然我怎么有机会啊，不能简单的单纯看数字，除非账面净现金多过股价了。pe=10 意味着要 10 年才能赚回股价，如果你想买的话，你必须认为 10 年内的平均年利润要达到或超过现在的年利润。在我眼里看来，盛大游戏好像有点强弩之末的感觉。

我一般的目标是买我认为价值被低估 50%或以上，价值应该是现在的净值加上未来利润总和的折现。

老巴成功的秘诀是他知道自己买的是什么。归根到底，买股票就是买公司。无论你看懂的是长久还是变化，只要是真懂，便宜时就是好机会。我有时也这么说：投资很简单，不懂不做。但要能搞懂企业就算看一吨的书也不一定行，投资简单但不容易！

我非常同意 DCF（生命周期的总现金流折现）是唯一合乎逻辑的估值方法的说法，其实这就是“买股票就是买公司”的意思，不过是量化了。对投资，我想来想去，总觉得只有一样东西最简单，就是当你买一个股票时，你一定是认为你在买这家公司，你可能拿在手里 10 年，20 年，有这种想法后就容易判断很多。

不懂不做。我始终没完全搞懂银行的业务的风险到底在哪儿。美国的一些大银行隔个 10 年 8 年就来一次大动荡，还没明白是怎么回事。索罗斯的东西不好学，至少像我这样的一般人很难学会。老巴的东西好学，懂的马上就懂了，不懂的看看最上面那一句话。

巴菲特有很多保险和金融的投资，我基本没有，因为我还不懂，总觉得不踏实。我投了一些和 internet 相关的公司，巴菲特没投过，因为他不懂。他认为可口可乐是人们必喝的，我认为游戏是人们必玩的。航空公司还是不碰为好。航空公司的产品难以做到差异化，没办法赚到钱，长期来讲没投资价值。这是巴菲特教我的，省了我好多钱。

便宜就买了。如果连老巴都不信，你还能信谁？对自己觉得真正了解的公司，很少细看报表，但了解以前会看（至少是应该看）。我一般会先了解企业文化，如果觉得不信任这家公司，就连报表都不会看的。

我只是做我认为我能懂的东西（以为自己懂也不一定就真懂了），有些可能也许正好是大家说的所谓科技股吧。我分不清什么是科技股。任何人要买的话必须自己明白自己在干什么，不然你睡不好觉的。其实当我说一只股票有投资价值时，最希望有人来挑战而不是跟进。我希望看到不同的观点。我投资不限于某个市场，主要取决于我是否有机会能搞懂。

如果 A 股有便宜我又了解的股票的话，我也可以买。不过现在我不太了解 A 股。要是那时就明白巴菲特，你就已经发达了。如果你现在还不明白，你还会失去很多机会。买一只股票往往要很多理由。不买的理由往往就一两个就够了。价值投资者买股票时总是假设如果我有足够多的钱的话我是否会把整个公司买下来。

有人问过芒格，如果只能用一个词来形容他们的成功？他的回答是：“rationality”（理性），呵呵，有点像我们说的平常心。问题是不用闲钱对生活会造成负面影响啊。我从来都是用闲钱的。老巴其实也是。至少你要有用闲钱的态度才可能有平常心的，不然真会睡不着觉。

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

本分我的理解就是不本分的事不做。所谓本分，其实主要指的是价值观和能力范围。赚多少钱不是我决定的，是市场给的。呵呵，谋事在人，成事在天。呵呵，如果你赚的是本分钱，你会睡得好。身体好会活的长，最后还是会赚到很多钱的。最重要的是，不本分赚钱的人其实不快乐。

关于市场：呵呵，再说一遍，我认为抄底是投机的概念。眼睛是盯着别人的。价值投资者眼里只看投资标的，不应该看别人。不过，作为投资人，我认为对宏观经济还是要了解的好，至少要懂一般的经济现象。

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

不要想去赌场赢钱，但开个赌场赚钱还是可以的。我卖 puts 和他做的事情是一样投机是会上瘾的，不好改。这个是芒格说的。巴菲特早就不看图看线了。看图看线很容易错失机会的。其实每个人都有机会学习巴菲特，不过大部分人都拒绝而已，唉。

绝大多数人是不会改的。再说，这个做法也不一定就亏钱，亏的是机会成本，所以不容易明白。我见过做趋势很厉害的人，做了几十年，但依然还是“小资金”。用芒格的“逆向思维”想一下，你也许就对“趋势”没那么感兴趣了。其实投机比投资难学多了，但投机刺激，好玩，所以大多数人还是喜欢投机。

我认为一个人认为自己可以战胜指数的时候，他可能已经失去平常心了。我觉得好的价值投资者心中是不去比的。但结果往往是好的价值投资者会最后战胜指数。在任何地方投资真的都一样的，你不认真了解你投的是什么都会很麻烦。价值投资只管便宜与否，不管别人的想法，找自己懂的好公司，别的不要太关心。希腊发生的事和大家有点 8 杆子打不着吧？

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

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

对大盘的判断很简单。如果你有足够的钱把所有股票买下来，然后赚所有上市公司赚的钱，如果你觉得合适，那这个大盘就不贵，不然就贵了。（这里还没算交易费呢）分不分红和是否有投资价值无关。如果你认为公司每股收益可以长期高过长期国债利率，这个公司当然就可能成为投资目标。投不投取决于有没有更好的目标。

实际上，我买的时候是不考虑是不是有人从我手里买的。我要假设如果这不是个上市企业这个价钱我还买不买。你如果明白这点了，价值投资的最基本的概念就有了，反之亦然。不能单靠 PE 去推测公司未来的收益，不然会中招的。举个例子，GM（通用汽车）的 PE 一直都很低（以前老在 5 倍左右），但债务很高，结果破产了。你如果能想想一个非上市公司是否有价值（或价值是否能体现）可能就能明白你想问的问题。

宁要模糊的精确，也不要精确的模糊，呵呵，真是老巴说的？还是老巴说得清楚啊！我觉得这就是毛估估的意思。很多人的估值就有点精确的模糊的意思。毛估估。意思就是 5 分钟就能算明白的东西，一定要够便宜。我只有一个标准，就是自己觉得便宜才买。比方说我认为 ge 值 20，我可能到 15 才开始买一点，但到 10 块以下就下手重很多了。重仓买到便宜股票是多少要些运气的。天天盯住股市时好像会比较难做到。

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

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

我的逻辑就是巴菲特的逻辑，原则上没有什么差异。差异是他熟悉的行业不等于是我熟悉的行业，所以他投的股票不等于是我要投的。去年他投了一家公司，我看了半天都没有看懂，果然，他投了以后，那支股票可能涨了 50%、60%。人家问我是否着急，我说不着急。为什么？因为这不是我能赚到的钱。

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

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

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

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

对于投资和投机的区别，我有一个最简单的衡量办法，我没注意到是否巴菲特也这么讲过，就是以现在这样的价格，这家公司如果不是一个上市公司你还买不买？如果你决定还买，这就叫投资；如果非上市公司你就不买了，这就叫投机。

就像我当时买网易我为什么能够在那个价格买到（那么多量），因为 NASDAQ 有个规定，一块钱以下的股票超过多少时间就会下市，所以很多人害怕下市，就把股票卖出来。在一块钱以下就卖了。因为他们怕

下市。你知道我为什么不怕呢？这就是我投资的道理。我买它跟它上不上市无关，它价格低于价值我就会买。步步高就没有上过市，但我因此就把公司卖了，这没道理啊，很荒唐，你说我创立公司后只是因为它不上市就卖了，那我开公司干嘛？

我自己懂一些基本财务常识，觉得大致够用。本分即自然，道法自然。克制不了自己的人如果不玩游戏也会玩别的的。借钱是危险的，没人知道市场到底有多疯狂（向下或向上）。我记得巴菲特说过类似这样的话：如果你不了解投资的话，你不应该借钱。如果你了解投资的话，你不需要借钱。反正你早晚都会有钱的。

投资不需要勇气，也就是说当你需要勇气时你就危险了。老巴的教导千万别忘了：不做空，不借钱，不做不懂的东西！做空有无限风险，一次错误就可能致命。而且，长期而言，做空是肯定不对的，因为大市一定是向上的。价值投资者是会犯错误的。做空犯错的机会可能只有一次，只要你做空，总会有一次犯错的，何苦呢？

其实每个人都多少知道自己能做什么，但往往不知道自己不该做什么。如果每个人把自己干过的不应该干的事情不干的话，结果的差异会大大超出一般人的想象。可以看看芒格讲的如何赚 20000 亿美金的例子。芒格也许真的心里素质好，传说曾经因为用 margin 两年内亏掉大部分身价（大概 70 年代的时候）。所以有了只需要富一次的说法。芒格大概可以算富过一次半的人了。

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

巴菲特追求的是产品很难发生变化的公司，所以他买了后就可以长久持有。但他也说过，如果你能看懂变化，你将会赚到大钱。他说他花了很长的时间才学会付高一点的价格去买未来成长性好的公司，据说芒格帮了很大的忙。

我们也不负债。负债的好处是可以发展快些。不负债的好处是可以活得长些。反正你借不借钱一生当中都会失去无穷机会的，但借钱可能会让你再也没机会了。

在理解的安全边际内，如果还有钱，当然可以再买。要注意的是，加码和想买的人多了（股价涨了）没关系，只和价值和机会成本有关。我认为 Buffett 花钱买 BNI 好过把钱放在长期国债上。BNI 有很好的现金流及一定的成长和大片的地产，长期而言年回报应该能超过 8%。

找到优秀的管理者和企业文化

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

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

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

头几年到处讲讲没啥坏处，企业文化是要不停的宣讲才能慢慢深入到大家的骨髓里的。当年尼克松好

像讲过类似的话。现在好像马云出来的机会已经少多了。有好的企业文化的公司往往应变能力要强很多。

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

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

阿里文化不如步步高文化的地方是，阿里要成为最大，步步高要本分。一百年老店不意味着他就一定活到 101 年。这就像不能用 pe 去预测明年的利润一样。雷曼好像就有 150 多年的历史。但你只要注意到雷曼后期的企业文化都变成什么样了的话，你就不会对他们的结局感到惊奇。

把“企业文化”真正印到企业上上下下的干部的骨子里又是一项艰难的工作了。韦尔奇的《赢》里讲了不少 GE 是怎么做的阿里巴巴这方面做得非常好。这是一项几十年或更长的工作，应该和企业的寿命一样长，是一项重要但往往不那么紧迫，常常被人忽略的工作。

巴菲特的意思是，如果生意模式好的话，庸才都不怕（老巴自己是很看重管理层的），出入总是有的。我在公司里是个反对派，几乎做什么我都会提反对意见。如果连我的反对意见大家都不怕时，做什么我都会放心一些。

我最怕的就是当老板说什么大家都说“好”。那时公司就危险了。当然，这里的前提是我认为我们同事很多都在许多方面比我强。如果认为自己是公司里最聪明的人的“老板”是很难认同我这个观点的。

其实是不是第一没有那么重要，因为消费者在买东西时一般并不在乎谁是第一，他们在乎的是买的东西是什么（消费者导向）。我记得当年我们买万科时就有人问过我，说万一万科假账怎么办。我说，以我认识的王石而言，他绝不是会关在房间里和财务商量个假账来蒙股东的人。其实那时和王石不熟，现在也不算熟，就是直觉而已。

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

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

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

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

我个人认为，追求最大确实有点问题，因为他是一个结果而不是一个方向，而且有可能和核心价值观

产生矛盾（比如有时可能不符合用户导向等）。不过，阿里巴巴作为公司还比较新，等他真到了第一以后才能明白我说的问题何在，那时再改也来得及。

“敢为人后”的经典例子很多：苹果的 iPod 算是吧（之前 mp3 早就满大街了）？iPhone 算是吧（手机不用说了）？Xbox 算是吧（之前有任天堂，PlayStation 等等）？Playstation 算是吧（之前有任天堂，世家等）？微软的几乎所有产品，国内的例子就不举了，太多了，相信你仔细想想就能明白了。（有多少人真明白了？）

品牌溢价我觉得是一种误解。品牌只是物有所值而已。当一个品牌想当然认为其有溢价时，会很容易犯错误，大多数人买有品牌的东西时肯定不是冲着“溢价”去的。所谓品牌其实就是某种（些）差异化的浓缩。早年我开的车就是属于特别便宜的车，觉得都是代步，没必要多花钱。后来偶尔有一次试了一下“好车”，第二天就去买了一部，因为发现确实差别好大。

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

卖股票和成本无关，不知道当时的 pe，也不知道什么是 pb，想的就只有所谓未来现金流的概念（连折现都好像没算过）。只有能看懂公司和生意才能做到这一点。一般买股票时会有个基本判断，就是最少值多少钱（有点像巴菲特评中石油），到了以后应该看看到底应该是多少钱。

这些年有经验也有教训。以前网易每一次到目标后我都认真重新评估一次，不然不会拿了 8 年多，正好一个抗战。万科到了基本价以后就没有重新评估就卖了，少赚了很多。股票掉的时候也是一个动力去重新评估自己持有的股票，看看买的理由是不是有变化（比如买过 UNG，认真看过后发现买错了，就斩仓了，不然的话，留到今天要多亏几千万。）

一般来讲，“市场形势”很好时，大概就是卖股票的时候了。不过，如果真是特别好的公司，稍微贵一点未必应该卖，不然往往买不回来，机会成本大。我不知道老巴是怎么判断的，但我判断的是一般来讲，当我买一只股票时，一定会有个买的理由，同时也要看到负面的东西。当买的理由消失了或重要的负面东西增加到我不能接受的时候，我就会离场。太贵了有时会成为离场的理由。如果所有的理由不变而只有价格掉到 10%的话，当然是个好机会。但如果理由发生巨变的时候，也许有可能是要离场的。

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

卖的都是因为对公司还不够了解。买的时候认为至少值得价钱，到了以后应该很认真地再研究一下。创维我们赚到不错利润的原因是因为不太好卖涨的还挺快。现在吸取教训，开始好好研究一下 GE 和 Yahoo，看看是不是可以永远持有的股票。(YHOO 换了新的 CEO 后其实风险增加了，我自己的策略还是继续卖 option，但不会增加投入，实际上是慢慢在减少 YHOO）

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

有时买之前花得多时间，有时买后还要花很多时间，尤其是当目标的已经达到基本目标价以后，对其价值的判断还是挺重要的。比如，我对网易后来的发展就花了很多时间，不然没可能大部分拿到 120-140 倍才卖。我认真研究了网易，发现它股价在 0.8 美元的时候，公司还有每股 2 块多的现金，当然面临一个官司，也可能被摘牌，这里面有些不确定性，这就需要多做一些咨询。就官司的问题，我咨询了一些法律界人士，问类似的官司最可能的结果是什么，得到的结论是，后果不会很严重，因为他们的错误不是特别离谱。很重要的是，这家公司在运营上没有大问题。做足功课后，我基本上把我能动用的钱全部动用了，去买它的股票。敢大量买入网易的股票最重要的是对企业花了足够的工夫，对公司、产品都有深刻了解。

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

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

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

投资就是找到一个最好的公司，然后把你的钱投入进去。既然你认为最好，不把钱投到这样的公司里，而把钱投到不好的公司里，在逻辑上就是错乱的。投机和投资很大区别就是：你是在动用大笔钱还是小笔钱；其二，当股价下跌时，投机和投资的态度正好相反，投资者看到股价下跌，往往很开心，因为还有机会可以买到更便宜的东西，而投机者想的是这公司肯定是出什么事情了，赶紧走人。

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

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……

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-07-03

早上，刚睡醒就差点在 695 之下加仓茅台，被央妈出手挽救了。

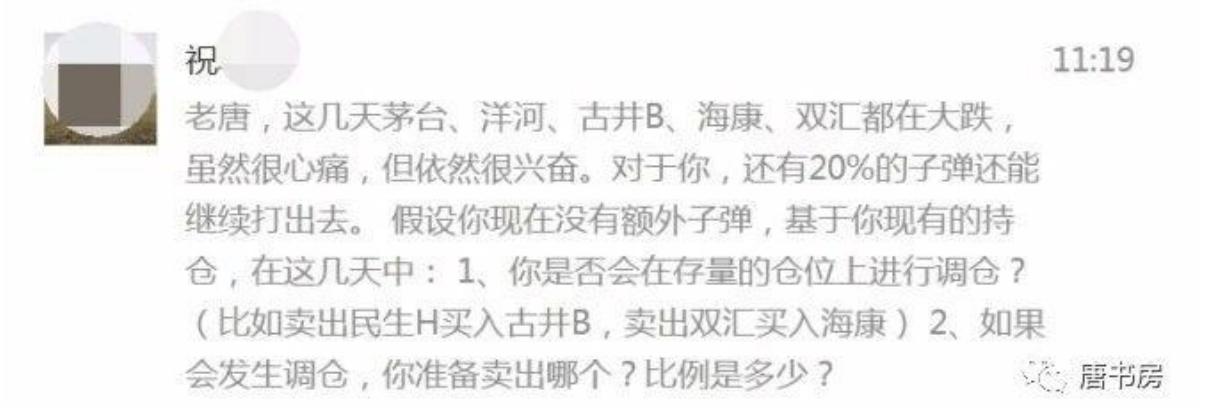


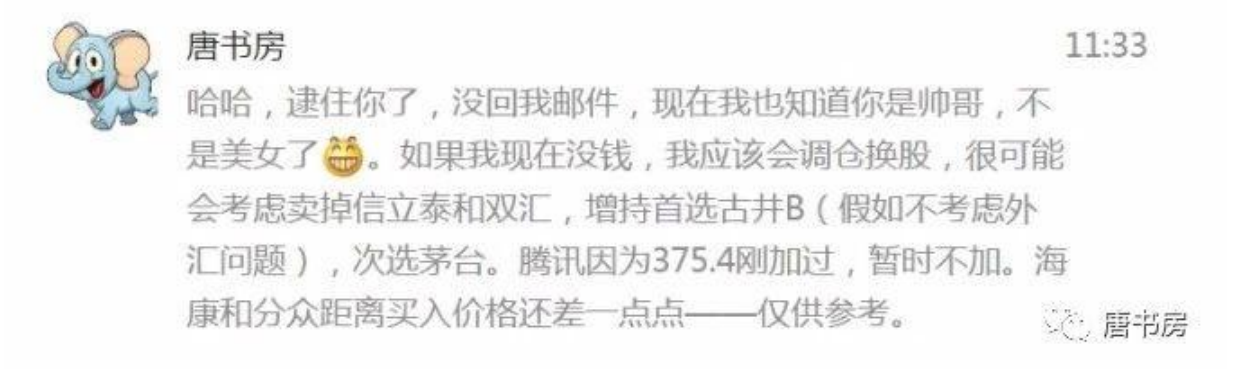
为什么说被央妈挽救呢？老唐的现金一直习惯性放在某银行货币基金类产品里。过去申请提现，不管什么金额一直都是秒到，流动性等于活期，收益一直在 4%上下。

因此也就习惯了需要买股票的时候，提现货币基金再转入证券账户。最近央行新规，货币基金秒到额度，限制为每天一万，其他额度次日到。好像是从前天开始的，老唐这两天事多，给忘了。

今天早上收到以前设好的价格提醒，准备加仓，结果听到央妈说不可以。现在茅台跌更多，英明伟大的央妈相当于硬塞了一笔钱给我。不过，今天已经申请提现了，估计明天会对某些股票进行加仓。

至于对象，我前面文章已经说得比较明白了。正好，前天帮我下载整理雪球文章的那位祝姓朋友，中午发信息来问这个问题，问的比较细，背后的逻辑也很清楚。我觉着对大家也有参考价值，截图发出来一一郑重提醒，纯属老唐的个人想法，仅供参考，依此决策，风险自负。





截止中午收盘，老唐今年的收益率也变成负的了，大概-0.4%。当前手持约 16%的现金，坐等市场先生接我上车。

暴跌中，闲着也是闲着，留个作业理理思维，转移转移视线吧！不累，理论性的……

最近，股市暴跌。这次不仅跌的是概念股、热点股、中小创，各类所谓大蓝筹优质企业，一样跌的稀里哗啦。市场没有新鲜事，每逢这种时刻，对价值投资理论的怀疑必然会在空中弥漫。

我印象比较深的说辞：

①价值投资是一种信仰，我们要坚信价值或许会迟到，但从不缺席。越是熊市越是要坚定信仰；

②投资到最后都是拼心态，谁心态好，谁熬过熊市，谁就是赢家；

③什么狗屁价值投资，不过是适逢风口，就和往年市场炒神创一样，风停了，照样摔得鼻青脸肿。

上述观点有没有引起你的共鸣？大跌之中，你对价值投资理论体系是产生怀疑了，还是更加坚定了？你如何理解所谓“企业的内在价值”？

来，聊聊你对上述观点的想法，如果几百字范围内的观点，建议直接留言，不要发邮件，谢谢。

老唐关于上述问题的观点，过去零零散散地在许多帖子里表达过。有需要的话，回头我抽空将其整理成一篇独立的文章发上来。

唐朝　置顶

我强调一句，本文不是对上述三种说辞投票。就我本人而言，我认为上述三种说辞都是错的

国良

对于持续关注唐书房的学生来说，这是一道送分题，但好像还是好多留言的方向不正确。　牛熊市的判断某种程度上属于自上而下的问题，但唐老师是不赞成这种看法的。其实真正的价值投资肯定是自下而上的，最重要的是判断所买的公司是否能持续盈利，盈利是否能够增长，当前的市盈率是不是足够低（不同企业有 15　20　25　30 倍的上限），对于好的公司来说（盈利稳定增长），如果低于 15 倍市盈率，那就是非常保险的利率高于 6.7%定期存款。真正的价值投资其实是不需要过度关注股价的，你 100 块钱的价格买入，后来价格跌到 1 块钱，只要公司盈利还在持续增长，对于真正的价值投资者来说，没有太需要担心的问题。你买的不是一只公鸡，而是一只会下蛋的鸡，真正的价值投资者买了鸡之后不是整天想着再把它卖掉，而是希望它能下更多的鸡蛋，至于母鸡的价格并不是很重要。　但是价值投资，有个前提，就是需要长期才有意义，所以必须是真正的闲钱才能真正地进行价值投资，你几乎永远不需要把鸡卖掉。对于较短周期有效的资金，价值投资并不适用。　对闲钱来说，慢慢的加仓其实并不对，因为唐老师已经给出了

买入股票的时机，即股票预期收益率看起来高于长期存款或者货币基金收益率时，就应该买入股票。而这个预期收益率主要是通过公司的盈利前景以及当前市盈率来估算。熊市中，只要市盈率足够低，而公司盈利前景没有发生本质变化时，那闲钱都应该一股脑换成股票。

湖蓝

请教老唐。假如持有的中农工建银行股跌到股息率接近杠杆的利率了。是否就可以考虑加一倍杠杆？类似于无利息借钱加仓。

作者

你忘了老唐血书的四字真言了……

杨昭辉

1.价值投资的钱从哪儿来？是你至少 3 到 5 年用不到的钱。 2.价值投资的时机？股票价格明显低估的时候。比如老唐文章里提醒的几只股票此时的价格。 3.价值投资什么样的股票？买股票就是买企业，企业必须是好企业，利润持续增长，至少持续三年以上，且每年的净利润增长率在 15%以上。 4.价值投资的周期有多久？价投的周期就是企业成长的周期。企业忙活一年下来，净利润增长 15%，已经很厉害了。您愿意为 15%收益等一年吗？况且有时等的时间还需更久。没有静待花开的心态，没法做价投。

林延鸿

1.关于第一句，仅同意“我们要坚信价值或许会迟到，但从不缺席”这小半句。价值投资无关乎信仰，其是一套严谨的方法论，关注的是企业内在价值及其与市值的差异，有扎实理论基础，并经过诸多大师实践验证。信仰可能被摧毁，但真理是永恒的。如果把价值投资当作信仰，就有种熊市被套自我慰藉的赶脚，这正是没真正理解价值投资的表现。 2.第二句，我认为，投资到最后拼的应该是谁对企业理解的更深更透彻，看透了，就不会慌，就敢在暴跌中下重注。 3.第三句，风停不停，只有煽风的市场先生和上帝知道，这部分利润赚到了，那是运气。一家家企业不管风吹日晒，照样在那运转，选中赚钱机器并在合适价格买入，这部分利润赚到了，那才是实力。我们不应该错把运气当作实力，更不应该仅凭运气挣钱。 突然想到老唐当初在塑化剂事件增持茅台，最多浮亏了 40%，但最终等来了丰厚的回报，我想是一次很好的教学案例。

随机派

炒股十年有余了，一直是满仓的。而且是真正意义上的满仓，一家一当，都是股票。 我明白，如果在 08 年 10 月份卖掉，09 年 10 月份买进，如果。。。 会多赚很多，但我知道做不到。 然而，市场的人太多了，所以必然有人能做到上述神操作。这是幸存者偏差，如同巴菲特说的抛硬币游戏，总有一个常胜将军。 这个概率，可能是万分之一，或更低。 若能看穿这一点，价值投资是唯一的归途。因为若没有能力赚市场的价格差，就只能赚企业成长的钱。 何谓价值投资呢？道理是非常简单的，说出来也不复杂。挑选优秀的公司，以合理（越低越好）的价格买入，持有直到公司将不再优秀或者价格不再合理。 理解这句话不难，操作起来就不那么简单了，须具备三个能力： 1 判断一个公司是优秀，普通，或垃圾。 2

找到一家优秀公司后，判断这家公司的价格是偏贵，合理，还是偏低。　3 买入一家价格合理的优秀公司后，能够一直持有。　我个人认为，上述 2 是相对容易学会的。拥有一些财务知识，及同一家公司的历史估值数据（纵向）以及同行业公司的估值数据（横向），就能八九不离十的进行判断。　3 的难易因人而异，关乎人性。比方说对于目前市场，有人草木皆兵。有人则兴奋异常，因为同样的东西更便宜了。除了人性，还和股票持有者对公司的了解程度有关。　最最难的是 1，垃圾公司还可用财报排除，但如何寻找优秀的公司或者判断公司将不再优秀确实是太难了。还望看到此留言的股友不吝赐教。

第421篇.　2018.7.7-加仓目标和时机的那些事儿

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-07-07

感谢市场给机会，在我手头来了笔较大金额的现金时，肯跌下来接我上车

过去 6 个交易日里，老唐合计增持了腾讯、茅台、海康约 9%仓位，目前手头还有约 11%的现金。这 11%是为“腾讯、海康、分众”准备的。如果茅台跌幅较大而其他目标看不到希望时，也不介意继续增持茅台。每次加仓后，总有人发信息追问为什么买这个，为什么不买那个，为什么这个价位买，为什么不再等等……，老唐一律没有回答，原因很简单，在之前的文章里都写过了。

甚至还有多位关注者，发信息来问这样的问题：



怎么回答呢？

举例说海康，老唐很久前就分享过会在 31 元左右加仓。所以快到 31 了，书房里不少朋友发来信息提醒，比如：



这个价位购买的逻辑，以及如何看待海康在贸易战中所受影响，以往的文章和留言里，老唐已经简单直粗暴不绕弯地解答过，实在没有能力和精力再做一对一私人解答。所以，只能视而不见，见谅。

至于买入时机，有人坚持说老唐是隐藏的技术派，之所以抄到大底，是因为偷偷地运用了某种神奇的、秘而不宣的技术指标，老唐对此表示彻底地无可奈何。

投资最怕脑补造神，其实一个很简单的问句就能拆穿很多所谓技术大神，比如：老唐要是能算准这里是底，多傻才会保留 11%的现金在手？一把梭进去多爽，或者哪怕一把梭进去当天再卖掉原来的 3%仓位，白赚百分之五六，也爽啊，对不？

事实上，真实买入过程就是：手机里很早设置的 31.50 元到价提醒响了→摸出手机→从银行理财里实时赎回资金→打开手机证券账户转入资金→比当时的价格高几个价位委托买入→成交→完毕。

至始至终，没开过电脑，没看过 K 线、均线或其他任何一种叽哩哇啦线（我也看不懂），至于时机，纯纯的瞎猫死耗子，就这么简单。真要不信,老唐也木有办法

茅台也一样，老唐以往的文章中，多次说过了我预计 2018 年是茅台利润表最肥美的时刻、我对茅台 2018 年内的保守估值是 650~900 元之间。这样清楚的数据分享，如果还需要为 695 以下位置开始买入的行为找一个解释，我真心不知道写啥，只能假装不在 ing……。但是，有位朋友的好心提醒，老唐听进去了。谢谢下图这位朋友：



这确实是个问题，无论我怎么申明“这只是个人看法，完全有可能是错误的”，也阻挡不了有人看见老唐买入，头脑一热跟着冲进去。

万一买进后股价继续下降（几乎可以肯定，铁定会有一天遇到这种情况的），然后认为被老唐忽悠了；而老唐买进后如果大涨，又有人将其定义为老唐买入后发布消息忽悠粉丝推高股价。总之，股价涨跌都可能是老唐忽悠粉丝

权衡利弊后，我还是决定放弃实时推送买卖动态的作法。今后，对于具体公司的估值，以及我可能买或卖的大约价位，继续同以往一样，会在企业分析文章中分享——**这也有可能是错误的!!!** 但买卖导致的仓位变动，不再盘中实时推送，改在买入之后几日里抽空作记录和分享。

当然，这样势必又可能被人说成马后炮、不可信，也只好随意啦——相比忽悠韭菜的罪名，好像马后

炮还是要温柔点儿。反正老唐不发基金，不追求谁信或者不信我的投资收益率，分享以不惹麻烦为第一要素。望体谅。

近期的所谓干货，老唐就汇总放这儿吧！若思考上有变动（一般极少，一年不会有几次变动的），我会在企业分析文章中阐述，以后就不再做盘中实时分享了：

腾讯如果能到 360 之下，我预计还会有一次加仓；海康到 27 以下，我预计还会有一次加仓；分众买入区间 6 月 11 日写过：1050~1250 亿市值间买入；茅台如果跌至 660 以下，我不介意继续加仓。如果手头现金加完后，上述个股还有买入机会，我会考虑卖出双汇和信立泰来买入。

至于卖出，茅台年内过千、腾讯年内过 550、海康年内过 50，我会考虑减持部分。另外，如果覆盖和发现更高性价比的新目标，或许也会有减持。其他情况下的股价波动，跟我无关，视而不见、听而不闻。什么涨停跌停、阻力支撑、抄底逃顶、毛衣战裤子战皮鞋战的……我自认不懂，也不关心。

当前股票账户个股持仓比例为：茅台 44%+，腾讯 24%-，古井 B7%-，海康 6%+，洋河 6%-，民生 H4%+，招行 H3%+，信立泰 3%-，双汇 3%-，观察仓分众不计，2018 年收益 1%+——持仓比例没有计算手头现金。若计入约 11%的现金在内，上述持股仓位分别乘以 89%即可。

另外，请别询问老唐的个股持仓成本了。在老唐看来，自己的每只个股的持仓成本都是历史最高价×103%——不是调侃，老唐说这句话 100%是认真的。

以前听老唐说过且已经理解的朋友，会心一笑；头次听或者听后不理解的朋友，正好周末抠头皮认真想想呗，或许投资理念产生巨大飞跃呢！

祝朋友们周末愉快!

这个点儿还在书房混的夜游神，应该是跟老唐一样，刚看完法国 2:0 赢乌拉圭的比赛吧，还一起熬巴西 vs 比利时的深夜场吗？

第422篇.　　2018.7.12-不要恐慌

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　7 月 12 日

不谈估值，

不谈企业，

只要稍微冷静看看市场氛围，

也知道当前市场不具备大跌基础。

大跌这种发财良机，

培育起来并不是那么容易的。

看美帝，

1929 年美国大萧条前，那是什么气氛？

大盘指数在暴跌之前的八年里，

持续上涨超过 330%；

柯立芝总统 1928 年的国情咨文，

那可是公开宣称：

“我们迎来了前所未有的繁荣时代”；

上世纪最伟大的经济学家欧文.费雪教授甚至表态：

“股市到了永不下跌、永远上涨的时代”；

（后来，费雪老先生赔了个底儿掉，

连住房都是耶鲁大学买下来再租给他住，

以避免老先生被债主赶出去）

1929 年，崩了。

次贷危机爆发前，又是什么气氛？

从 90 年代起，

在信息技术革命的推动下，

美国经济连续多年高增长；

2000 年，克林顿总统说：

“美国经济将持续性地永久扩张”；

2002 年，小布什总统在国情咨文里说：

“新经济依然健在”；

2004 年，伯南克提出：

“美国进入大稳健时代，

全球化和新经济已经熨平经济的周期性波动”；

2007 年，崩了。

看天朝

2007 年 6124 点，崩盘前是什么气氛？

是股市里高唱《死了都不卖》：

把股票当成是投资才买来

一涨一跌都不会害怕掉下来

不理会大盘是看好或看坏

只要你翻倍我才卖

我不听别人安排

凭感觉就买入赚钱就会很愉快

享受现在别一套牢就怕受失败

许多奇迹中国股市永远存在

死了都不卖

不给我翻倍不痛快

我们散户只有这样才不被打败

死了都不卖

不涨到心慌不痛快

投资中国心永在

就算深套也不卖

不等到暴涨不痛快

你会明白卖会责怪

心态会变坏

到顶部都不卖

做股民就要不摇摆

不怕套牢或摘牌

股票终究有未来

2015 年 5124 点，是什么氛围？

是人民日报公开发文喊叫：

“4000 点是牛市起点”

是证监会主席宣称：

“股市不差钱，改革牛成立”；

是知名基金经理高喊：

“现在是中长期的战略性投资机会，

2015-2016 年这轮牛市会达到 8 千多点。”

是持续十年看空中国股市的

华尔街大空头，转而看多。他说：

“中国有很多很多钱，

而这些钱必须流向某个地方。

我不认为牛市会这么快结束。

上证综指可能在接下来的 18 个月内，

升至 8000 点。”

……

今天，是什么氛围？

大繁荣才是大萧条的起因，

你连小繁荣还没正经经历过呢！

静静，别慌，

只要你旗下的企业经营正常，

那么，好好看球才是正经事。

就算不看球的，

打几盘小游戏也是挣钱的正经事……

7 月 12 日凌晨坐等克罗地亚 vs 英格兰，

翻阅刘鹤主编的《两次全球大危机的比较研究》一书随感。

第423篇.　　2018.7.15-最近读过的几本书

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　7 月 15 日

最近好像缺了点码字的激情，不知不觉地，书房墙上待写的主题居然堆满了，仿佛随时播放着旁白：懒鬼，懒鬼，你是懒鬼……

没有码字的激情，正好抽空看了几本书，今天就聊聊它们吧。

首先推荐一本网络小说，写上世纪八九十年代东北混子江湖的，非常写实、也非常精彩。对于喜欢看这类题材，例如喜欢孔二狗的《东北往事：黑道风云 20 年》、浪翻云的《打拼：六兄弟的血色往事》《湘西往事：黑帮的童话》等书的朋友，很可能打开这本书就放不下了。我已经追到最新的第 686 章，估摸着已发表部分有近 200 万字，且还没完，目测是大坑，慎入！——书名叫《正道潜龙》，作者伪戒。

除了追这本网络小说以外，本月看过 6 本纸质书：①《穿透财报，发现企业的秘密》作者薛云奎；②《会计准则的内在逻辑》天职国际会计师事务所编著；③《两次全球大危机的比较研究》刘鹤主编；④《亿万：围剿华尔街大白鲨》茜拉.科尔哈特卡著。⑤《私募的进化》格上研究中心著；⑥《时间的玫瑰》但斌著；

这里面推荐《两次全球大危机的比较研究》和《亿万：围剿华尔街大白鲨》两本。

《两次全球大危机的比较研究》出版于 2013 年，我手头这本是 2017 年第 10 次印刷的版本。虽然大萧条和次贷危机的研究成果汗牛充栋，各经济学派对两次全球大危机都有自己的解释，但这本书我觉着受欢迎的根本原因，并非是学术论点，而是读者试图去窥探主编（兼作者）刘鹤脑袋里的思想，从而可以更好的理解和推测今天中国经济金融领域里某些政策的思路。如同我们理解一个人的投资体系后，很容易就可以大致推测出来某某股票在什么状况下，此人可能采取什么对策一样——刘鹤其人，不用我介绍吧？不知道的自己搜。

全书分七篇，第一篇《两次全球大危机的比较》和第二篇《从经济金融理论视角看两次危机》的课题组组长和总执笔人是刘鹤，应该是本书的重心部分。后面五篇分别为《从货币金融视角看两次危机》、《从金融监管视角看两次危机》、《从国际经济政治格局视角看两次危机》、《从宏观视角看两次危机》、《从微观机制看两次危机》，分别由央行、银监会、社科院、国务院发展研究中心、北大光华管理学院课题组出品，列出来的研究人员和咨询对象，都是经济学和金融界的大脑袋。

对于非专业人士而言，这本书不容易读，不过呢，花一到两天时间看看，对两次全球性大危机做些浮光掠影的了解，获取一些历史资料和数据，还是超值的。顺带我觉着还会有一个收获，当你读过这样的研究结果后，你会发现你我平时看到的危险和问题所在，我 D 高层人士早就看到了，而且比你看的更深，想的更远。明白这一点后，可以大幅减少指点国家宏观政策的无知无畏，以及由于无知无畏而带来的愤怒和牢骚。

对了，每篇研究最后，基本都有“对我国的重要启示、相关政策建议”，可以着重看看。因为我发现这几年政经领域大的路线，似乎跟 2013 年出版的这本书里的政策建议有很高的重合度。例如：加强金融业监管思想；坚决去杠杆、坚持虚拟经济为实体经济服务的定位思想；倾向于强调公平（而不是效率）、防止贫富分化程度加剧的思想；建立社会保障体系但也要防止走向福利社会、防止政府决策被民粹主义左右的思想；对外扩张国家话语权、尤其是在 IMF、世行及世贸组织里话语权思想……等等，似乎今上的很

多行为，都能在这本锦囊里找到痕迹。

不过，要有思想准备哈，这书读起来可不轻松。

《亿万：围剿华尔街大白鲨》就轻松多了。这本书英文书名叫《Black Edge》，直译的话应该叫《黑色优势》，所谓黑色优势，就是我们说的内幕消息。

拿到它的时候，我以为是一本蹭热播美剧《亿万》热度的书，读过后发现，这书还真就是《亿万》的人物原型——但很奇怪，全书除了中文译名借用了《亿万》之外，推荐语里引用了一位不知名人士提到它就是电视剧的原型之外，书的正文里没有任何地方提到这个关联关系。

不过，看过《亿万》美剧的人，非常容易就能在书中找到电视剧里部分人物的原型，比如两位男主、检察官办公室黑美女、Axe 的胖律师、Axe 的前妻、作为污点证人的医生等。

虽然由于表达习惯或者翻译的问题，部分语句的表述感觉不顺畅，但仍然要说此书非常精彩，是一本非常棒的“华尔街对冲基金大佬利用内幕消息牟利却能利用法律逃脱制裁”、“正义最终并没有战胜邪恶”的金融犯罪书籍。

有意思的是，本书主人公、2016 年《福布斯》全球亿万富豪排行榜第 72 位、拥有超过百亿美元身家的华尔街对冲基金大佬、SAC 资本 100%股权拥有者史蒂夫.科恩，最终承认公司（而非科恩个人）的证券欺诈罪行，缴纳了 18 亿美元的创纪录天价罚款，获市场禁入两年。2018 年 1 月，两年约束期期满，科恩重返华尔街成立新的对冲基金，并大受追捧；2016 年底，当选总统特朗普任命科恩的总法律顾问负责招聘司法部门候选人；而纽约南区检察官普利特.巴巴拉检察官——《亿万》纽约南区检察官查克的原型——被特朗普总统解雇。

书里最精彩的部分，我觉着是 65~100 页讲述的 sac 资本研究员获取宜兰和惠氏两大制药公司新品研发进展的内幕消息，史蒂夫.科恩根据内幕消息做多，并在利空消息出来前清空持股、反手做空，最终获利超过 2.5 亿美元的经过（研究员得到 938 万美元的巨额奖金），以及 193~231 页的法庭辩论使检察官最终无法落实科恩的内幕交易罪，只能以相当于监管不严，承担连带责任的罪名追究史蒂夫.科恩，这个过程，看的我忍不住把自己的大腿都拍红了。

另外，书里描述的对冲基金公司为了在短线交易上获取超额利润，铺设最靠近交易所的光缆；雇佣大量工程师和程序员，让自己的计算机和五角大楼的计算机一样强大；通过给专业智库付费，与目标公司员工甚至高管电话或面对面沟通，获取付费的“专家咨询”服务；邀请目标公司高管出席各种奢侈的上流聚会，以建立关系链、获取有用信息；聘请大量的科学家、数学家、经济学家和心理医生，甚至聘请 FBI 专业人士，培训研究员识别目标公司 CEO 或其他关键人物的面部表情、身体语言，以判断信息的可靠性；分析目标公司的卫星图像，以掌握公司经营状况细微变动；花钱雇佣家庭妇女购物并反馈销售情况……，如此等等，不能不让人感叹：市场小散，靠着自己有限交易时间里，积累的一点未经验证的所谓经验或盘感，与这样武装到牙齿的对手搏短线利差，真的只能说是虎口夺食、刀头舔血，可怕可怕啊！

再简单说说其他几本书：

①《穿透财报，发现企业的秘密》作者薛云奎。看简介，作者是长江商学院会计学教授，专业性应该是毋庸置疑的。全书选用了薛教授分析过的 15 家公司案例，展示了一套用财务数据分析企业的方法。其主要优点是面对 15 家公司，使用的是同一套分析框架，有点像引导读者练习某种固定的武术套路。练熟后，对于任何一家新公司，能知道从哪里开始入手分析。

②《会计准则的内在逻辑》天职国际会计师事务所编著，这本书对投资者价值不大。

③《私募的进化》格上研究中心著。全书回顾了过去十来年我国私募基金的发展历史，并对业内 18 家知名私募机构的发展历程、投资理念和风控措施做了介绍，这 18 家机构里，有价值投资的，有趋势投资的，有量化投资的，有低风险套利的……，存在必有因，都是成功机构，虽然其中很多机构的投资理念老唐不以为然，但算是对市场生态的一次泛泛了解吧！

④《时间的玫瑰》全新升级版，但斌著。但斌是中国基金业的明星人物，似乎在网络上争议颇大，至少以前在雪球经常看到有人对他破口大骂或者讽刺挖苦。

我和但总有过两次短暂的网络交流，一次是写《手把手教你读财报》时，想找一份茅台 2013 年财报的 word 版，冒昧发邮件给部分茅台知名投资人士，其中包括但总。但总很快安排一名员工与我联系，虽然最终也没有 word 版，但一位数百万粉丝的网络大 V，能回应一条陌生人的求助，这热心令人感动。另一次是在网上看到但总发帖说减肥成功，于是发私信去咨询方法，但总也是非常热心地介绍了迅速降低体重的方法。

由于老唐既不买私募也不发私募，所以没怎么关注过私募圈，对但总本人及其投资业绩了解不多，但据我短暂的接触和新浪微博上有限的观察，这是一位非常自律（跑步和减肥）、非常敬业（经常半夜或凌晨在候机大厅发微博）、爱家顾家（经常记录与女儿夫人或老人的生活小事）、同时心胸广阔（骂他的喷子比骂我的多，但从不见但总动气）、而且很热心肠的前辈，值得学习，值得尊敬，不太明白网上那么多黑他的言论是因何而起。

这次阅读他的《时间的玫瑰》一书，觉得写得挺好，文字优美，语言平和，有种娓娓道来的亲切感。书中宣扬的寻找伟大公司并与其共同成长的理念，是投资的正道也是投资的大道。当然，此书谈论的都是熟知的理念，且基本没有企业深度分析，对于资深投资者而言，可能略简单了点。但对于经常摇摆与价值、趋势与题材之间的人，或者刚刚开始了解价值投资的人，无异于几十元钱购买了一大锅浓浓的鸡汤，随时备在身边，但凡发现自己有心态的动荡摇摆，可以马上盛一碗自饮，方便快捷、见效迅速。

今晚决赛哦，法国 VS 克罗地亚，23 点开战，你看好谁？

第424篇.　　2018.7.15-六间房被卖，宋城演艺止损

唐朝　唐书房　7 月 15 日

——上月底文章的公开发表版，无新内容，读过的朋友可以跳过

从企业战略来看，宋城演艺出让六间房的控股股权，是亡羊补牢的战略调整。此次交易虽然增加其 2018 年业绩，但 2019 年会有同比大滑坡的压力。

本刊特约作者　　唐朝/文

6 月 27 日，宋城演艺（300144.SZ）发布公告，北京密境和风科技有限公司（下称“密境和风”）拟以其 100%股权认购宋城演艺全资子公司六间房新增的注册资本。与密境和风进行重组后的六间房将不再作为宋城演艺的并表子公司。密境和风实际控制人为周鸿祎，主业为花椒直播平台的运营。

从宋城演艺的角度看，就是出让了六间房的略大于 70%的股权，换来新六间房（六间房+花椒）的 30%

股权+出让约 10%新六间房股权给其他投资者的现金。

本次交易证明宋城演艺 2015 年收购六间房是一个战略错误。此次六间房出表，是一次改正错误并降低企业风险和不确定性的举动，也是宋城演艺企业战略的一次重大变动。

从交易数据来看，本次交易将增加宋城演艺 2018 年报表业绩超过 5 亿元，回收现金约 12.5 亿元。算是亡羊补牢，无所谓成功，也无所谓失败。此后，宋城演艺类似六间房和花椒的 VC，后续回报取决于直播市场竞争和资本市场对直播企业的估值热情程度，很难预测。

消除不确定性

本次交易的六间房和花椒的评估值，再次暴露了评估有多么不靠谱。六间房 2017 年年报数据显示，净资产 7.3 亿元，营业收入 12.4 亿元，净利润 2.89 亿元，2018 年承诺净利润不低于 3.57 亿元，本次估值 34 亿元，对应约 9.5 倍市盈率——也印证了买卖双方其实都不看好六间房的未来。

同期，花椒拥有的是 4.1 亿元净资产，24 亿元营收，净利润为-1.4 亿元，估值 51 亿元，市盈率无穷大。

交易方案可以简单概括为：六间房先分红给宋城演艺 4 亿元，然后公司估值 34 亿元，花椒估值 51 亿元，双方合并组成新公司，花椒原股东占股 60%。董事会五个成员，三个由周鸿祎提名，两个由宋城演艺提名（其中一个大概率是六间房的刘岩），CEO、CFO 人选重大事项需董事会半数以上同意。半数以上同意的意思就是说由周鸿祎决定，宋城演艺负责扮演板凳角色。

回顾这次交易的前因后果。宋城演艺是从 2014 年提出向线上发展的思路，当年财报里首次提出，“公司确立了继续提升巩固线下演艺产品，加快线下到线上步伐，实现‘演艺’、‘娱乐’双轮驱动、共促发展，努力构建一个以演艺为核心的繁荣生态圈的战略目标。”那时，应该已经接触收购目标了。

2015 年六间房 100%股权作价约 26 亿元卖给宋城演艺。宋城演艺围绕六间房将公司经营模式从过去的“主题公园+文化演艺”调整为“积极打造宋城生态，全面拥抱互联网”，在 2016 年进一步提出了包括“网红宋城、IP 宋城、科技宋城”在内的六个宋城战略目标（其他三个是演艺宋城、旅游宋城、国际宋城），证明黄巧灵董事长收购六间房真不是做概念玩票，是确实想调整发展战略，打通公司的线下和线上。

然而，三年时间过去，本次交易后，宋城演艺从线上直播产业的经营者，蜕变为一个不得已的财务投资者。六个宋城目标至少需要大调整两个：网红和 IP。

宋城演艺收购六间房这几年，网络直播平台格局大变，虎牙、斗鱼、快手、熊猫、企鹅、龙珠、映客……新的竞争对手不断崛起，六间房似乎没有赶上从 pc 到移动的战略红利，在行业中已经有销声匿迹之态了。宋城的线上线下结合，做了很多尝试，但现在看来，基本都是打水漂。

因此，从战略上说，本次交易，宋城演艺甩掉了六间房，证明 2015 年收购的战略失败，它将带来宋城新一次的战略大调整。具体调整方向是重新聚焦和坚守主业，还是黄巧灵董事长又找到什么新的尝试点，还得看 2018 年财报管理层怎么向股东表述。

2019 年预期或将同比下调

早在 2017 年 3 月，老唐分析宋城演艺时，就因为无法对六间房做出估值，因而只能按照“买线下，送线上”的估值思路，发表了这样一段话：

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”……若能跌到 240 亿市值，老唐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，入场买入。

当时公司市值 300 亿元，后来最低于 2018 年 2 月跌至约 255 亿元市值后上涨，没有达到 240 亿元买入标准，老唐也就没有做成宋城演艺的股东。那么，现在这个不确定因素从企业合并报表里剔除后，宋城演艺是否具备投资价值呢？

本次交易，对六间房估值 34 亿元，相对于宋城演艺买入成本 26 亿元，将产生 8 亿元估值增长，按照公司公告，本次交易预计提升 2018 年报表利润超过 5 亿元。同时，六间房对宋城实施特别分红 4 亿元，加上第三方买家如果按照 85 亿元估值接手 10%股份，付现 8.5 亿元，可以给宋城演艺带来 12.5 亿元的现金回笼。

宋城演艺 2017 年不计六间房后的线下部分合计产生 7.8 亿元净利润，2018 年九寨沟项目预计减少收入 1000-2000 万元，但同时有轻资产项目大约增收一亿元，其他线下部分按照轻微增长预计，可合计按照 9.5 亿元毛估。合并后新六间房估计还能贡献部分账面权益利润。加总起来，预计 2018 宋城演艺报表净利润约 16~17 亿元，对应当前 330 亿元市值，大约 21 倍市盈率。就今年而言，是个合理并相对偏低的位置。

但是，2017 年六间房占宋城演艺营收的 40%，净利润的 27%，2018 年虽然有重组产生的账面收益美化报表，但 2019 年势必产生巨大的同比营收和净利大幅下降的压力。即使今年下半年的桂林项目，2019 年下半年的张家界和西安项目均如期开业，填上 12.4 亿元营收和 3 亿元左右的净利润大坑，依然是不可能的。其他杭州、丽江、三亚、九寨都是运营多年的成熟项目，突变的可能性很小。因此，2019 年预期同比大幅下降，会是宋城演艺市场表现的重要压力来源。

交易公布后两天的市场走势乐观，可能既有剥离不确定因素带来的长出一口气，也与直播同行上市热点的乐观联想有关。实际上，六间房和花椒合体后，短期内，宋城演艺想从财务角度获取利润，还是非常困难的。

以 2017 年数据看，若假设 2017 年两家就合在一起，营业利润仅 1.15 亿元，税后净利润不到 1 亿元，2018 年就算翻倍增长，分摊到持股 30%的财务投资者头上，也没几个大子儿。更何况直播行业正是群雄争霸逐鹿中原的关键时刻，任何一家都有严重的资金饥渴症。几乎可以确定，宋城演艺未来几年里不可能从新六间房里拿到真金白银的分红。

唯一的希望是新六间房在下一轮融资甚至成功上市的过程中，以更高的估值找到接盘侠，产生股权转让或者视同处置收益。这个不确定性依然很大，保守投资者建议依然将其以零对待，若有，当做意外惊喜。

此前曾对六间房高额利润不解，从这次交易披露的材料看，这个“不解“加深了。同为直播平台的花椒，2017 年营收 24 亿元，营业利润-1.89 亿元，而六间房居然可以在营收规模只有花椒一半的情况下，获取高达 2.85 亿元的净利润。

平民直播和明星直播的生意模式居然产生如此巨大的差异？这个不解，不仅是我，连交易所也发出问询函，需要公司给出解释。按照问询函要求，7 月 5 号就可以看到公司解释了，届时再看看。

穿透表象估值看重组实质，宋城投入了 26 亿元，历经三年多时间，收回约 12.5 亿元现金，同时持有一个净资产 10 亿元左右、市场估值 85 亿元的直播公司约 30%股权。这部分股权未来究竟能够带来多少利

润，或者在资本市场里能变成多少现金，只能取决于直播市场竞争和资本市场对直播企业的估值热情程度，很难预测。

10 亿左右净资产的数据怎么来的呢？2017 年底六间房净资产 7.3 亿元，其中包含收购北京灵动时空产生的 3.7 亿元商誉。然后六间房给宋城演艺分红 4 亿元现金，基本上六间房当年的净资产中除了商誉以外，剩下的就全部被宋城演艺拿走。考虑到六间房 2018 年上半年预计还能产生近 2 亿元净利润，故而净资产约 5 亿多元，加上花椒 4 亿多元净资产，合计约 10 亿元。

交易中最大的赢家，无疑是以刘岩为首的六间房团队。2015 年，卖给宋城演艺，拿走 16 亿元现金外加当时价值 9.88 亿元的宋城演艺股权，这部分宋城股权，今天的市值约 20 亿元。然后再通过这次交易，回到互联网大玩家周鸿祎旗下，担任六间房和花椒合并之后的新公司 CEO，不仅摆脱了外行的干扰和控制，同时掌控的资源扩大了不止一倍。刘岩是个牛人。

（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425篇.　　2018.7.16-老唐雪球旧文打包下载

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　7 月 16 日

这是书房读者祝利聪 6 月 30 日下午发来的“唐朝雪球专栏文章”压缩包。我解压后看了，应该是将老唐所发的长主帖全部抓取下来了，合计有 90 多兆。内容没有分类，但胜在齐全。下载解压后，完全就是一个离线网站，各种截图表格或者照片，全部都在。略遗憾的是，少量有价值的短文和转发讨论，这次算是永久消失于网络了。不过，已经非常棒了，谢谢祝利聪

本来准备做个筛选，挑部分文章重发于书房，但近期整理新书，有点小忙，干脆偷懒，将压缩包原样上传于网盘。我没做任何删减，就是祝利聪的原包放上来的，文章逻辑及结论对错，请各位阅读时自行分辨。

再强调一次：书房里我也从来不删文章的，删掉的都是约定展示期满后的广告，请不要发信息来询问某某文为何被删掉了，能否重发一遍什么的。

顺便我把上次放在百度网盘的唐书房文集电子书的 mobi 版和 azw3 版一起再做次分享，三个链接均设置的都是永久有效，请自行下载，按需阅读。

催新书的朋友，老唐新书的内容都包含在免费电子书里，早出晚出都不着急的，恳请不催，谢谢。

由于公众号文章里无法链接外部链接，我将雪球旧文链接放置与文末的“阅读原文”上。电子书链接地址直接放置于此，需要的朋友请复制后在浏览器打开。

不能登录百度网盘的，那可能是你所在的地区被墙了（主要是西域），并非文件分享权限的原因。

雪球旧文

https://pan.baidu.com/s/1iRwn-PrFCLr8whAsn7CjpQ

书房文章电子书 mobi 版 https://pan.baidu.com/s/1luFfU4XoKMtokS2dofM_Vw

书房文章电子书 azw3 版 https://pan.baidu.com/s/1DZmaYi-Un-FlWVcYdqASmQ

第426篇.　　2018.7.17-老唐雪球置顶帖合集word版下载

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　7 月 17 日

昨天推送老唐雪球专栏文章压缩包后，又有书房读者@西北偏北　将他之前整理的置顶帖文章的 word 版发来了。按照@西北偏北　附注的说明，除了中医药相关文章和老唐的游记没有收录，其他都在。已经按照原置顶帖分类做过分类，全部为 word 格式文件，非常便利阅读和拷贝粘贴。今天也推给大家，谢谢@西北偏北　。

昨天推送后，有些朋友遇到一些下载、解压和阅读的相关问题，问题大部分偏小白，但老唐也是从小白走过来的，理解这种着急和无助，这里顺带集中说明一下：

①老唐在百度网盘里分享的文件，是免费的，无密码的，不需要付费购买什么网盘会员，请不要掉进某些营销陷阱。

无法登陆百度网盘的，或者实在搞不定下载的，发 email 给昨天帖子下置顶的张鹏邮箱，他会在每天晚上集中回邮给你。包括今天的 word 文档，我等下也会发一份给张鹏；

②昨天文章里分享的 90 兆压缩包，下载解压后有两大类文件，前面部分是一些文件夹，里面是些头像图表、网络素材，没有正文，这是正常的。阅读时不需要管文件夹，直接点击另外部分的 HTML 网页文件即可（就是图标是浏览器模样的那些文件）。

这些 HTML 网页文件里的链接，点击后显示帖子已经被删除，这也是正常的，因为那些链接是指向雪球网站原帖，确实已经被删除了，它不影响你单独点开另一篇网页文件阅读；

③如果遇到电脑提示“文件格式未知或者数据已经损坏”，多半是你电脑里的缺一个解压缩工具，或者解压缩工具版本陈旧需要升级了。

常用的解压缩软件有 WinRAR、winzip、快压、360 压缩、7-zip、2345 好压等，都有免费中文版，功能差异很小，随便下载一个都可以（我用的是 2345 好压）；

④azw3 格式的电子书，能且只能用 kindle 打开；mobi 格式电子书也推荐用 kindle 打开。有 kindle 硬件的，下载后将电子书直接推送到 kindle 硬件上即可（不会推送的，搜一下“如何推送到 kindle”，网上有手把手教程）。

没有 kindle 硬件的，用手机或平板下载一个 App，名字就叫做“kindle”，然后注册个亚马逊账户（简单且免费），将下载的电子书推送到 kindle（和推送到 kindle 硬件流程一模一样）即可阅读——苹果或安卓的手机或平板都可以的；

⑤今天的 word 版下载链接，我直接放在文末的“阅读原文”，由于大部分文章都在昨日的压缩包里有，也为了方便某些确实不会搞压缩和解压缩的老朋友使用，我直接上传了解压后的 word 文件夹，这样可以挑选下载自己所缺的文章。

登录网盘后，点击下图的文件夹，就可以看到一份一份的 word 文档。



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

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-07-19

很不幸，阿里巴巴盯上了老唐的猎物。在 6 月 9 日书房文章《梳理分众传媒》上中下三篇里，老唐原计划在 1050 亿~1250 亿之间买入分众。但很可惜，本轮于 6 月 29 日最低跌幅只到 1320 亿。

正在下面张网以待中，昨日晚间公司突然发布公告称，阿里巴巴及其关联公司通过协议转让形式出资 76.8 亿人民币及 5.94 亿美元，直接受让分众传媒 7.99%股份；同时通过出资 5.11 亿美元认购分众传媒第一大股东 MMHL（通过全资子公司持有分众传媒 23.34%股份）10%新增股份的形式，间接获得分众传媒 2.334%股份。

阿里方面合计出资折合人民币约 150 亿，相当于按照约 1460 亿估值水平（几乎就是 7 月 18 日收盘价），直接间接合计获取分众传媒股份 10.32%，成为仅次于江南春的第二大股东。

这笔 150 亿元的出资，虽然没有一分钱进入上市公司账户，也不涉及二级市场流通股份的买卖，但阿里巴巴显赫的名气，以及成为分众传媒第二大股东可能为分众带来的业务扩展——按照阿里一方的表述是“将运用阿里新零售基础设施能力和大数据能力与分众广泛的线下触达网络形成化学反应，为用户和商家带来全新体验和独特价值”，可能对分众传媒内在价值形成提升。

加上阿里方面表示“在未来 12 个月内，在价格合理的前提下，视情况决定继续增持不多于 5%的上市公司股份”，可能对分众股价形成利好预期，老唐原来准备的买入价格可能更难达到了。

这就是老唐在散打系列里谈到的：“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。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。”——实打实的案例，阿里巴巴来抢购，将抬高股价，降低我的回报。郁闷。

鉴于与阿里未来可能的深度合作，对分众传媒盈利能力或许有真实提升，也鉴于近期老唐手头窝着一大笔现金暂时没有去处，打算将分众传媒的初始买入价格从 1250 亿上调至 1500 亿，计划以不高于 10.2 元的价格建立 1%~2%的初始仓位。给分众准备的仓位最高可达 10%~15%，计划在 1200~1500 亿之间完成投入。

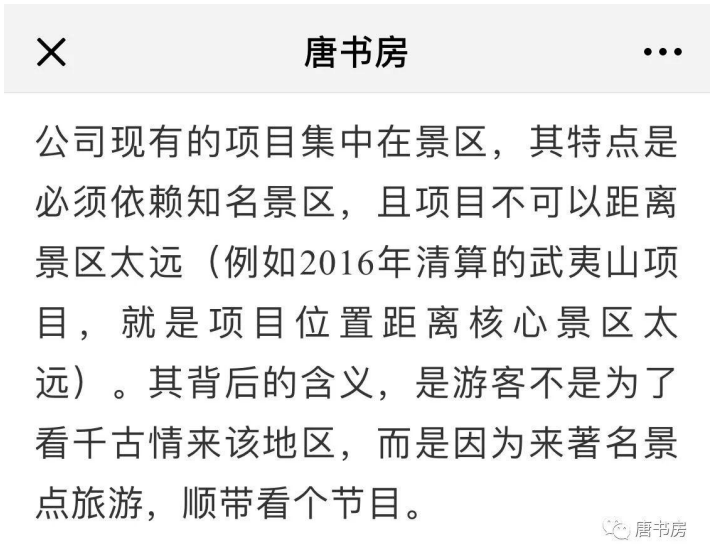
如果市场其他买家不给我买入机会，如同宋城演艺一样，也就只好作罢。高于 1500 亿市值的分众传

媒，对我将失去吸引力。

说起宋城演艺，最近涨幅不错。究其原因，一方面是宋城止损六间房的举动，提升了公司未来经营的确定性，另一方面也是湖南长沙宁乡县轻资产项目出乎意料的火爆造成的。

宁乡项目出人意料的成功，如果不是偶然因素，可能会大大拓展宋城演艺未来的扩张空间。

在宁乡项目之前，公司所有的千古情都是“游客来著名景点旅游，顺带看个节目”——这是 2017 年 3 月唐书房的宋城财报印象里写过的。



这种依附于著名景区发展的特点，导致千古情可复制数量有限，且成本偏高。然而，宁乡项目自去年 7 月开业以来，首个完整年度的客流量居然高于三亚千古情和丽江千古情项目成熟期的客流。

这个出人意料的火爆成功，为投资者展示了另一种可能，那就是在广大的二三线城市附近，可能千古情本身就能成为旅游的主要目的地。如果真是这样，相当于原来限制公司发展的天花板一下子被打掉了，企业的内在价值要重新估算。

不过，宁乡的成功究竟是带有湖南特色的运气，还是千古情项目确实具备对二三线城市人流的巨大吸引力，还需要至少一个同类项目来佐证才行。

刚好，公司目前手头就有三个同类轻资产项目，分别位于江西省宜春市（预计今年 10 月开业）、广东佛山市（预计 2020 年 3 月开业）和河南新郑市（预计 2020 年 3 月开业），如果宜春市明月山项目也能获得和宁乡项目类似的成功，那可能就要重新审视宋城演艺的内在价值了。

很可惜，宋城自今年 2 月的 255 亿市值低位至今，涨幅超过 50%，市值已近 400 亿，短期内上车的机会更加渺茫了。不过，由于 2019 年必然有业绩的同比大幅下滑，届时投资成长概念的投资者们，或许会给我们再次创造机会。

所谓成长概念投资者，指那些虽然也看财报，也分析企业，但主要关注的是企业季度或年报同比环比增长数据，究竟会引发市场追捧还是唾弃的投资者。

这种投资者表面上看也是基本面投资，但实际上只是将基本面数据优良与否看作一种概念、一种题材，本质上关心的是短期股价而不是企业内在价值。比如，最近的腾讯便是如此。

受制于国内的限韩令，腾讯大力推广、广受游戏玩家欢迎、挤占了不少王者荣耀游戏时长的吃鸡类手

游，迟迟无法拿到版号，无法展开商业收费，加上二季度也缺乏重磅新游投放，腾讯的半年报很可能不太理想。

对于关注成长概念的投资者而言，季报或年报数据预期不理想，就应该先行撤离。受惠于这些投资者的抛售，近期腾讯股价一直盘整，很有可能会给我再次创造买入机会。预计在 360 港币以下位置，我会投入约 5%新增资金增持。

去年底，面对腾讯和茅台双双年度翻倍后的股价，老唐曾经做过猜测，2018 年这俩谁的市场表现会更好？我当时猜大概率是腾讯表现会更好，结果被无情打脸。



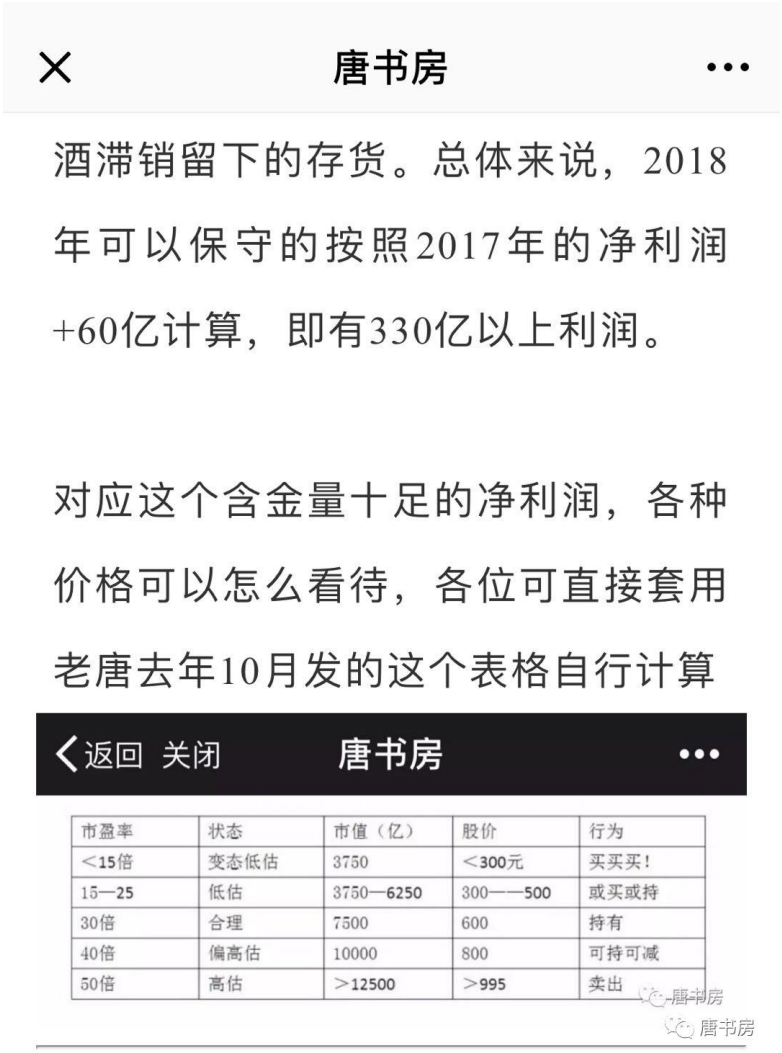
今年年内茅台涨幅 7%+，腾讯反而是跌幅 7%-。合计持仓占比超过 85%的前五大持仓里，表现最好的居然是原以为没有资金会追捧的古井 B。

古井 B 没啥可说的，从去年六月老唐从 31 港币开始买入时，就不断强调它是低估的、是送钱的 bug、是最想买的第一目标。到今天，涨幅已经超过 80%，它依然处于低估状态，只可惜港币难搞！——不过，出乎老唐意料的是，古井贡 A 股居然涨幅更好，去年六月至今已经翻倍，当前股价 96 元，刚好是古 B 的两倍（96/56.5*0.85=2）。

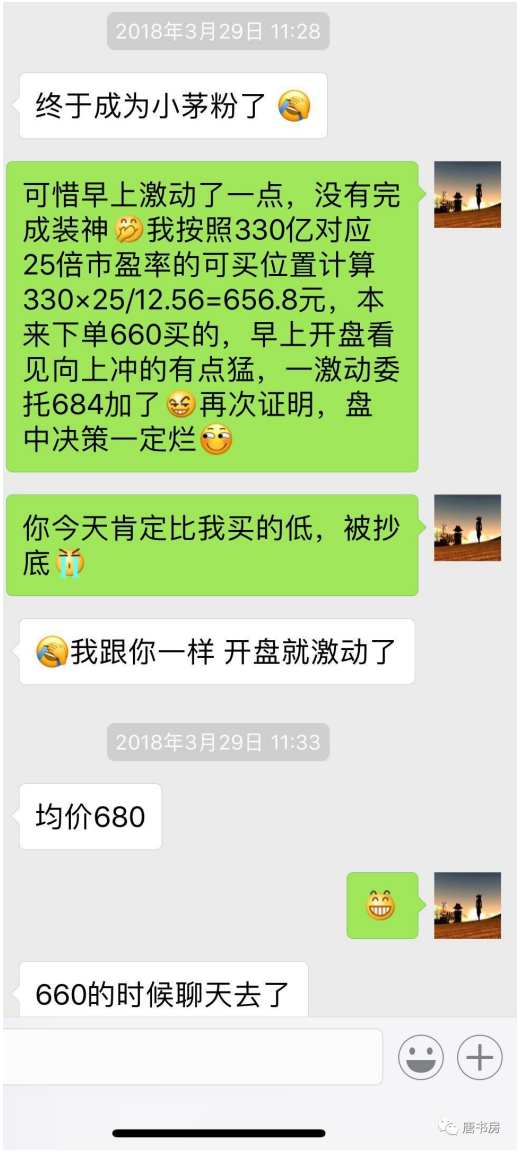
第一大持股贵州茅台，最近披露了业绩预告，上半年预计实现营收 350 亿元左右，同比增长约 37%，利润总额同比增长约 40%。这个数据，估计还略有隐藏。因为刚好就在前几天，茅台集团披露过，集团上半年销售收入 450 亿，各项主要指标增幅均超过 50%。

依照历史数据及茅台集团业务构成来看，作为茅台集团增长核动力的茅台股份公司（2018 年上半年，除股份公司以外的其他子公司营收合计占比 14.6%），增速通常都高于集团整体增速，尤其是利润增速。推测上半年股份公司利润实际增速不会低于 50%。

早在 3 月 28 日，老唐在书房发文预估 2018 年茅台净利润不会低于 330 亿，并直接给出估值表。



按照这个估值表格，8250 亿以下市值就是可以买入的位置（330×25=8250）。巧了，第二天市场就给了机会，老唐自己在 3 月 29 日增持了 2%（3 月 28 日增持了 1%），老唐有个朋友也在 3 月 29 日首次做了茅台股东。



茅台不辜负信任。从 3 月 29 日到今天，大盘跌幅超过 10%，茅台股价依然还有 10%的涨幅（含每股约 11 元的分红）。

半年报预告的是利润总额增幅 40%，假设所得税费用和少数股东损益占比变化不大，可以简单粗暴地按照 2017 年半年报归母净利 112.5 亿为基数计算，可知 2018 年上半年归母净利润约为 157.5 亿。

2017 年全年归母净利润为 270.8 亿，下半年创造归母净利 158.3 亿。2018 年出厂价上调 18%，增值税率降低 1 个点等于再提价 1%，综合下来如果销售量基本相同（实际大约是略增），净利润至少增长超过 20%，即下半年归母净利不会低于 158.3×120%=190 亿。

两者一加，可大致得知全年归母净利润不低于 347 亿（实际应该比这个数字略高），同比增幅约 29%，在老唐之前估算的 330~380 亿幅度内。



按照 347 亿归母净利估算，当前 9200 亿市值，对应约二十六七倍市盈率，处于合理区间，适合继续持有，故暂时没有对茅台的加减仓计划。

第428篇.　　2018.7.22-简单聊聊海康威视中报及最新估值

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-07-22

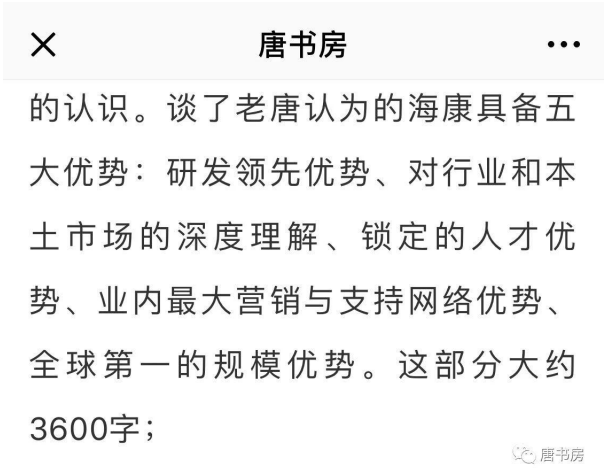
周五晚间，海康威视发布了 2018 年中期财报，营收、净利、扣非净利同比增幅均在 26%上下。

由于一季报里已经预告过半年报预计增长区间为 15%~35%，净利润预计在 38~44 亿之间，所以这个 26%增长，41.5 亿净利，套用网络股神们喜欢用的词汇，真的是“如我们所料”，好像也没啥好聊的。只是由于老唐刚刚在 7 月 6 日以 31.26 元的均价加仓了约 3%的海康仓位，所以书房里有好些朋友希望老唐聊聊为何选择在此时此价加仓，故有此文。

本文分五部分内容：①海康的前景；②如何看待中美贸易战对海康的影响；③海康的应收账款；④本期报表数据简析；⑤估值及可买入价位。我尽量简短。

①海康的前景

关于海康的前景，在去年五一《王者海康》里，我分别谈了海康的优势和海康的成长空间，截图如下：



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。

唐书房

今天这些看法完全没变，海康的优势依然是："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。"

其未来成长空间依然是："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。"

需要详细了解这两部分的，可以直接重读《王者海康》②和③。

这里补充一点佐证。在《王者海康》④里，老唐曾介绍过管理层及管理层持股。目前，海康管理层合计持有公司股份超过 21 亿股，对应市值超过 780 亿元。即便去掉作为风险投资家的第二大股东龚虹嘉直接和间接的全部持股，以总经理胡扬忠为首的公司管理层持股市值也有约 260 亿。可以说，公司的发展壮大，与这帮以视频和安防为安身立命之本的技术专家们的未来息息相关。

去年下半年，公司管理层做出在武汉、重庆、杭州、成都、西安、石家庄、广州等多地，投资建设海康产业园及研发基地，增加公司产能的决定。这不由得让我想起一个幽默"甲：唉，生意不好做啊！乙：怎么啦？甲：油条天天不够卖，头痛，头痛！"

什么口炮也不如真金白银的投入，大把金钱撒下去，就是他们对安防行业和海康未来看好的最佳证据。对于行业的未来，你是信这些在行业内奋斗数十年的、压上数百亿身家的技术员们，还是市场股评人士、论坛里活跃的键盘党、自媒体唱衰人士、电视屏幕上夸夸其谈的中美贸易专家？

项目所在地	预计投资额	占地面积	施工期
武汉	52.87 亿	940 亩	04/2018~06/2021
重庆	12.6 亿	152 亩	09/2017~12/2019
杭州	10.32 亿	56 亩	03/2018~06/2021
成都	16.72 亿	178 亩	09/2018~02/2022
西安	11.84 亿	150 亩	09/2018~02/2022
石家庄	5.07 亿	50 亩	预计 46 个月
广州	2018 年 3 月 29 日签订协议，详情暂未披露		

唐书房

重庆项目的背后，是“平安重庆•应急联动防控体系数字化建设工程”中的41个区县建设项目合同。其他城市，为什么去投资建设？

政府招商引资的需求，和平安城市、智慧城市等项目的发展需求，天然就是一个硬币的两面。伴随着项目建设的进展，我相信我们会看到越来越大的“发展空间”的——还是老唐在《王者海康》里说过的那句话：“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。”。

至于说阿里、华为、商汤等大大小小的竞争对手进来抢市场的说法，老唐认为的核心要点有三：

第一，水大鱼大，市场很大，可以容纳部分对手的竞争；

第二，各家的优势不同，海康作为安防行业内世界第一的巨头，具有对行业的深度理解、大量的个性数据积累以及深耕多年的成熟渠道，这是竞争对手们暂时还比不了的优势；

第三，国有背景及过往大量已建成项目的兼容维护优势。

②如何看待中美贸易战对海康的影响。

我一直没怎么关注中美贸易战这种热点话题，自认看不懂。我瞎猜的是打不起来，结果双方已经打起来了——幸好投资不需要懂这么恢弘的话题，否则老唐只能沿街乞讨。

我理解中美贸易战对于海康而言，影响无外乎三层：a.美帝政府机构及企业被禁止采购海康生产的商品；b.海康购买的美帝企业芯片要加税；c.美帝企业被禁止卖芯片给海康。

关于a，贸易战之前，海康在美业务也很小，模糊记得好像占比是公司营收的6%（找不到出处了，只是一个模糊记忆，总之很小），就算真的全没了，也算不上多大个影响；

至于b和c，五月中旬公司总经理胡扬忠公开解释过：海康对美国芯片依赖度较低，并且从2017年开始已经布局芯片的国产化替代。高端AI芯片方面，海康与NVIDIA和Intel的合作目前都没有受到影响。

我的理解是，海康视频监控中所用的芯片，并非类似手机里用的高端芯片，本来就有部分在其他国家的采购，甚至有部分国产化替代。关键问题是，如果美帝加价甚至禁止向海康出售芯片，海康会如何？对此，需要思考两个问题：

A.　贸易战引发的加价或禁售，是单独针对海康还是针对所有中国企业？

B.假如中美关系恶化，中国国内的安防或者其他视频监控类项目，是更倾向于采购国内企业的产品和服务，还是会倾向于能够提供更先进芯片的美国或者其他国家安防企业的产品和服务？

我的理解是，如果中美关系恶化导致芯片加价或者禁售，国内安防或其他视频监控需求，会更倾向于购买国内企业乃至国内国企的产品和服务，哪怕它们的产品技术参数会因为芯片选择而落后一点。

而加价或禁售对于国内企业来说，是完全公平的面对。大家成本齐刷刷提高，或者技术齐刷刷下降，原竞争格局丝毫没变。

上述意思，我记得在贸易战争议刚刚冒头时，在书房某篇文章下面回复时写过。可惜没找到。谁如果记得或者看到过，可以通知一下老唐是哪篇文章，或者直接将原文拷贝到本文留言区。谢谢

③海康的应收账款。

经常有人问我，为何无惧于海康庞大且越来越庞大的应收账款。原因很简单，我做过过去十年海康营业收入与销售收到的现金之间的对比，如图：

日期	营业收入	销售收现
2009	21.0	23.1
2010	36.1	37.5
2011	52.3	53.6
2012	72.1	93.1
2013	107.5	105.2
2014	172.3	168.4
2015	252.7	227.8
2016	319.2	326.6
2017	419.1	421.4
Jun-18	208.8	221.1
合计	1661.1	1677.7
含税营收	1893.6	
期末票据		31.0
期末应收		169.5

这个表格是什么意思呢？海康是 2010 年上市的，这里统计了自 2009 年至今的营业收入（利润表）和销售商品、提供服务收到的现金（现金流量表）数据。由于营业收入是不含增值税的数据，销售收现和应收票据、应收账款全部是包含增值税的数据，所以，先做一个口径统一，将营业收入换算成含增值税收入。

由于海康及其下属子公司有 11%和 17%两种增值税率（今年五一，政府又统一降税 1 个点），同时部分子公司享受增值税实际税负超过 3%的部分退税优惠，所以这里毛估估采用 14%税率估算。

计算得出，自 2009 年元旦至 2018 年 6 月底，海康公司一共做了约 1900 亿业务（图中的 1893.6 亿），目前约 185 亿没有收到——31 亿应收票据里有 29 亿银行承兑汇票，可以视为已收到。169.5 亿为计提坏账准备后的净值，账面原值为 182.7 亿。

应收账款占营业总收入的比例不足 10%，且这 185 亿欠款里，约 90%是一年内新增应收账款，属于正常的商业付款进度。从这个过往历史可以看出，海康的应收账款回收情况很好，没什么值得担忧的。

④本期报表数据简析

本期财报数据方面，先看轮廓。净资产 302 亿，相比期初减少约 4 亿。原因简单，本期经营获利 41.5 亿，期间实施 2017 年度分红，分出去约 46 亿，净资产减少约 4 亿。

总资产方面，减少 16 亿。其中流动资产减少约 30 亿，主要是分红导致的现金减少。非流动资产增加 14 亿，主要是固定资产投入增加（含固定资产、在建工程、无形资产）和存货增加（包括其他非流动资产科目中的已完工未结算工程）。

负债方面，长期有息负债大幅降低。仅有的 1.9 亿长期负债，是产业鼓励性质的国开发展基金提供的款项，年利率仅 1.2%。

短期有息负债增加 56 亿，主要是因为 2016 年 2 月 18 日，公司在境外借了一笔总额为 4 亿欧元的低息借款，为期三年，即将于 2019 年 2 月 18 日到期。为此，公司主动增加了 33 亿短期负债，以应对到期债务。

跑个题：这笔欧元负债，挺经典的，值得作为案例聊聊。2016 年 2 月公司发行了一笔总额为 4 亿欧元的债券，在爱尔兰证券交易所上市交易，借来的钱主要用于公司安防产业基地桐庐项目和互联网视频产业基地的建设。

债券票面利率 1.25%，即每年付息 500 万欧元，2019 年 2 月 18 日到期还本。听上去利率挺低的吧？不过，由于国际汇率变幻莫测，实际上公司在这笔债券上并没有占到什么便宜：

发行债券获取资金折合人民币 29.03 亿，2017 年 2 月付息 4323.7 万人民币，今年 2 月付息 3910.9 万人民币，假设明年 2 月 18 日欧元汇率保持今天 1：7.88 不变，那么届时要归还 4.05×7.88=31.91 亿人民币。

借来 29.03 亿，连本带利归还 32.74 亿人民币，折合年化利率约 4.1%，比名义利率 1.25%可高出不少。实际上 2016 年海康如果在国内发债，估计利率也就 3%出头。

就在同一天，国投电力下属的雅砻江水电公司也发行了一份 9 个月的短期债券，利率 2.73%；稍早的 2016 年 3 月 9 日，山东鲁信集团发行过一份长达 7 年的债圈，利率也才 3.36%。

所以，外汇借款，绝非看着利率低就是真的低，那群给债券定价的蓝眼睛大鼻子，一般都是华尔街从各大顶级大学招来的猴精儿，不会那么容易让你占到便宜的。

将海康 2018 年半年报的资产负债简化一下，大致如下（单位亿元）：

资产		负债和权益	
类现金	199	有息负债	82
应收	173	经营负债	116
存货	65		
固定资产	59	净资产	302
其他	4		
总资产 500 亿		负债及权益 500 亿	

在持续经营前提下，归入类现金资产的有：货币资金 138、银行承兑 29、预付款 4、其他应收 5、其他流动资产 14、递延所得税资产 5、其他非流动资产 4，合计 199 亿；应收包括应收账款和应收票据里的商业承兑汇票；存货包括存货科目和其他非流动资产里已完工未结算工程。

总体来说，公司一年内需要支付的债务（流动负债）194 亿，手头备有类现金资产 199 亿，安全性上没有问题。

再看公司经营中的关键数据

	2017H	2018H
营业收入	164.5	208.8
营业成本	94.2	115.9
毛利率	42.7%	44.5%
销售费用	17.3	26.5
销售费用率	10.5%	12.7%
管理费用	17.6	25
管理费用率	10.7%	12%
研发费用	14.6	19.1
净利润	32.9	41.5
净利率	20%	20%

本期毛利率有明显提升，一是因为毛利率 53%的中心控制产品（，主要是数据中心产品和软件的收入）有较大幅度的增长；

二是因为海康的创新业务（萤石、海康机器人、海康汽车技术、海康微影、海康存储等）的产品随着规模扩大，成本降低；

三是因为本期内公司增加了对上游供应商的款项支付力度，可能也有降低采购成本的作用。

	2014	2015H	2015	2016H	2016	2017H	2017	2018H
应付款项	33	27	58	48	70	62	100	

公司培养的创新业务，营业规模增速较快。但从少数股东损益为负值 0.4 亿推测，创新业务虽然已经有约 11.6 亿的销售、4.6 亿毛利，但净利润依然为-1 亿。但伴随业务规模的继续深化和扩大，相信这部分业务很快会开始给股份公司反哺利润。

本期毛利率提高，但净利率和去年同期持平，增加部分主要增加在销售费用和管理费用上。

关于销售费用，公司的解释是公司增加了国内外营销网络上的投入，该科目半年没有明细披露，只能采信公司说法。总体来说，增加营销网络投入，对公司维持或加强长期竞争力有好处。

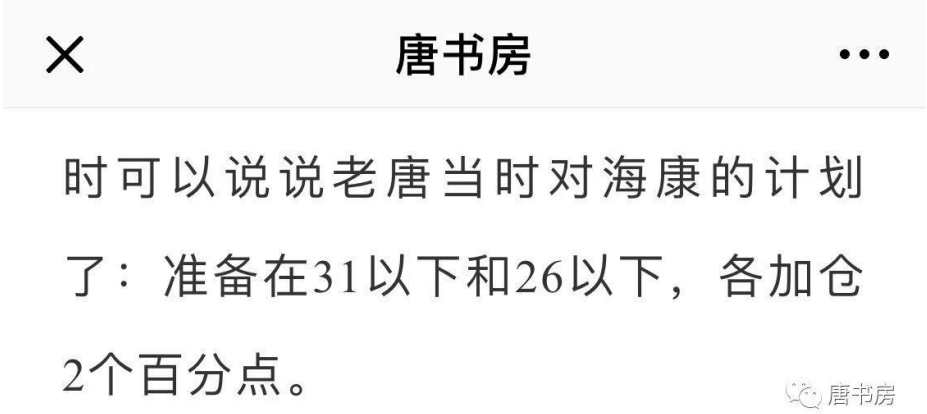
管理费用的主要增项是研发支出。海康全公司 2.6 万名员工，1.3 万名是研发人员，0.7 万名生产人员，0.5 万名销售人员，管理及其他人员约 0.1 万名，从员工人数分布上可以看出属于技术驱动型公司。

研发是大脑与金钱的碰撞，海康对研发的重视，并不因为自己已经是全球第一大而放松。今年上半年的研发投入 19.1 亿，已经超过国内第二大安防企业大华股份 2017 年全年的研发投入（17.9 亿），继续保持这样的碾压性资金投入，才可能继续大概率地保持和扩大技术领先优势。

顺带说一句，海康上市以来，历来是将每年的研发投入全部费用化，从来不玩费用资本化的把戏。

⑤估值及可买入价位

老唐 7 月 6 日以均价 31.26 元增持了约 3%的海康，有关这个价格，我搜了一下，在书房里最早发布是 2018-2-27 日



为什么是这个价格？其实我对海康的估值简单的难以想象：

以我对安防行业及海康公司的理解，我认为其未来三年继续保持 25%左右的增长是大概率事件。

2021 年和 2022 年有多处新建产业园投产，出于对这些产能所能带来的营收和利润增长的预期，届时市场给出 25 倍以上市盈率也是大概率事件。

按照 2018 年净利润 117.5 亿为起点估算，2021 净利润预计为 230 亿左右。按照 25 倍市盈率计算，届时市值能达到 5750 亿。

计划获利 100%，则 2875 亿以下为值得买入的区域。2875 亿市值除以总股本 92.27 亿股，得出适合买入的股价为 31.16 元。完毕。

7 月 6 日市场先生送钱，最低打到 31.02 元。老唐推送 31.3 元以下买入的信息后，价格在 31.3 元以下还待了一阵。但是敢不敢买入，关键的区别就在于你认为自己是否理解这家公司，你心中是否有企业内在价值的锚，你怕不怕所谓的下跌趋势？

免费的真经不容易被珍视，简单粗暴的理论不容易被接受。我只能说，老唐真就是这么干的。估值，原本就不玄乎，只是被很多“大师”有意无意地弄玄乎了。

申明：老唐持有海康威视股份，且不排除未来 72 小时继续增持的可能。本文有极大可能是乐观情绪作祟，请以质疑心态阅读，切勿以本文作为投资决策依据！

第429篇.　　2018.7.23-聊估值

2018-07-23

刚刚，一位十多年的老邻居、好朋友微信询问我关于估值的问题，闲聊过后发现这段随口聊好像还有点价值，征得朋友同意后截图分享给大家✌



第430篇.　　2018.7.28-老唐估值法与现金流折现法的异与同

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-07-28

提示：本文前半部分为了文章的完整性，也为了便利新朋友阅读，又科普了一遍估值知识。老朋友可以直接跳过，从文中插入的广告分隔图之下开始看。

电视股评家喜欢建议炒股人士“高抛低吸”，因为这个词永远正确，股票买卖要想赚差价，可不就是要“高点抛、低点吸”吗？至于股价何处谓高，何处谓低，收盘之后告诉你！其实价值投资的真理，也是这四个字，唯一和股评家的区别在于需要提前知道“何处谓高，何处谓低”？也就是通过对企业的分析和理解，提前界定出“内在价值”，然后坐等股价明显高于内在价值时“高抛”，或股价明显低于内在价值时“低吸”，如此循环，财富就滚滚而来了。

问题是，这个鬼“内在价值”，也被许多大师或伪大师搞的玄之又玄了。计算内在价值的事情，通常被称为“估值”，既然叫估，那当然是不准的，毛估估的。于是市场里也就出现了两种具有代表性的极端“估值”观，一种极端是将估值作为统计学，拉出市盈率、市净率、市销率或者其他什么率算算，就能知道内在价值；另一种极端将估值视为玄学或者艺术，无法言表，只能靠悟，赚钱了就是估值正确，赔钱了

就是估值错误。

那么，在老唐看来，这个内在价值究竟是个什么东东？估值又是怎么一回事？究竟有没有可能通过“估值”来完成高抛低吸呢？

老唐在《手把手教你读财报 2》里“估值方法”一节（249 页~258 页）写过，估值的方法主要有两种：相对估值法和绝对估值法。

相对估值法简单的说就是参照公司甲的市场价格来估算公司乙的值。这方法倒是简单，毕竟甲的市价是个准确的数。但问题也很明显，先不说二者是否具备可比性，仅凭一个推理，便知道这个估值法的荒谬了：如果甲自己就严重高估或者严重低估，以甲为参照物的乙，能靠谱吗？

本质上来说，相对估值法是回避了“内在价值”的难题，以“假设甲的市价准确反映甲的内在价值 and 乙和甲品质相似”为前提，推出“乙的价值应该=X”的结论，然而这个三段论里的两个前提都存疑，最终的结论也就是纯粹瞎蒙了。

逻辑上合理的估值法是绝对估值法，即“未来自由现金流折现法”。简单的说，它的意思就是说：一家企业的内在价值，要先看这家企业的生命期内，股东总共能从当中抽出来多少钱（未来自由现金流），然后再算算这些钱相当于今天的多少钱（折现值）。

拿只母鸡来解释这几个概念。假设我今天用 100 元投资一只母鸡，买来以后，母鸡要吃饲料，同时会下蛋，到了下蛋母鸡老的不产蛋时，还能以炖汤原料卖掉它。

简单起见，此处忽略鸡舍、防疫等其他维持母鸡健康生存的成本，那么每日的饲料钱就是维持母鸡产蛋能力的必须成本。蛋的售价减去每日所消耗的饲料钱，差额就是这只母鸡产生“自由现金流”。母鸡创造的所有自由现金流，加上最终作为炖汤原料卖掉收回的钱，就是全部回报。

既然是投资，当前投入 100 元，如果最终只能收回 90 元，那么 100 元买母鸡肯定是错误的行为。但是如果最终收回来 120 元，就一定值得买吗？也不是。

金钱有时间价值，明年的 100 元，价值是小于今天的 100 元，原因是今天拿着 100 元，假如购入收益率为 5%的金融产品（比如某银行理财或者中央政府国债）就可以确保明年的今天到手约 105 元，后年的今天它会变成 100×105%×105%=110.25 元，大后年的今天变成 100×105%×105%×105%=115.76 元。

所以，在金融市场里，如果无风险年收益率为 5%的时候，我们说一年后的 105 元等于今天的 100 元，两年后的 110.25 元等于今天的 100 元，三年后的 115.76 元等于今天的 100 元……依此类推。将明年后年大后年的某笔钱，用无风险利率换算成今天的价值，这个过程叫做折现（或者贴现）。

有了折现概念后，那些今天在某银行存 1 万元，十年后不仅可以拿回来 1.1 万元，还“白得”一份某某保险的把戏，就会被你一眼看穿（对了，说到保险，周一书房会推送一篇介绍重疾险如何购买的广告。虽然是广告，但介绍的经验和产品，还是很厚道的，届时请大家捧场）

因此，在是否出资购买母鸡时，将每个蛋带来的“自由现金流”，以及最终将老母鸡作为炖汤原料卖出换来的钱，一律换算成相当于今天多少钱，然后加总，这个过程就是估值。估出来的这个值，就是母鸡的“内在价值”。

企业估值过程，和这只老母鸡几乎一模一样。大量的前辈们，总结出来了一套模型和公式来估算企业内在价值，仍然用母鸡来描述，大致是这样的：

第一步，估算青年母鸡产蛋高潮期每年的“自由现金流”，将其折现加总；

第二步，估算中年母鸡产蛋低潮期每年的“自由现金流”，将其折现加总；

第三步，估算老年母鸡丧失产蛋能力后的售价，将其折现；

将一二三步得出的数字加总，得出母鸡的“内在价值”，与当前市价相比，得出高估、低估或者合理估值的结论，用以指导买卖。它通常被称为“三阶段现金流量折现模型”。也有将第一第二步合并的，变成“两阶段现金流量折现模型”。

有公式，这里不写。不写的原因是老唐认为**“动用公式去计算未来自由现金流折现值，是条错误的道路”**。在我眼中，**未来自由现金流折现是一种思维方式，而不是一种计算公式。**

这个观点，我曾将其写成文章，发表在 2014 年 3 月 7 日的《证券市场周刊》上，并于 2017 年 8 月 5 日搬来书房，题目叫《漫谈现金流折现法》（周刊发表的时候，编辑老师给改了个威猛的标题，叫《股神秘笈》），书房朋友但凡想动用折现模型去计算内在价值时，请暂停计算，阅读该文先。

在《漫谈现金流折现法》一文里，老唐谈到了它不是一种计算方法，而是一种思维模式，它指引我们将注意力放在**“看不见被毁灭的可能，每年可以产生可观的自由现金流，不依赖大量资本投入即可维持现有盈利能力甚至还可以保持增长”**的企业。

当我找到这样的企业后，我运用自由现金流折现法进行估值，只是我使用的是一种高度精简的方法，即老唐估值法：**三年后以 15~25 倍市盈率卖出能赚 100%的位置就可以买入，高杠杆企业打七折。**

这里有三个概念要解释。

①这里说的高杠杆企业，指有息负债超过总资产 70%的企业；

②打七折的意思指对于高杠杆企业，要求三年后以 10.5 倍市盈率（简化为 10 倍）卖出就能赚 100%时，才会考虑。打折的原因是高杠杆企业更脆弱，对于宏观经济及意外情况更加敏感，所以需要更高的风险溢价作为补偿；

③现实操作中，根据企业商业模式的优劣，自己研究深度的确定性以及手头现金宽裕程度，对某些企业可能会放松至 30 倍（某些企业，在目前仅指茅台和腾讯）。

为什么说这种方法是未来自由现金流折现法的简化版本呢？

首先，无论用现金流折现还是老唐估值法，都需要确定三大前提：**利润为真否？可持续否？维持当前盈利需要大量资本投入否？**这是理解企业的范畴，**不能回答这三个问题，根本轮不到谈论估值高或低**，更谈不上企业内在价值究竟为几何。

实际上，A 股市场目前约 3500 家上市公司，老唐敢给出高估、低估或者估值合理结论的企业，最多几十家。99%以上的企业，只敢说“不懂，不知道，没看过，没听说过”。对于那些每个月都要换一只甚至数只黑马来骑的投资者，我是完全无法理解其学习能力和自信心的。

在确定了这三大前提后，老唐估值法中的 15~25 倍市盈率，实际上是将三年后的企业看作了一份收益率 4%~6.66%的理财产品。也可以说是将理财产品看作一个“收益 100%确定+分红率 100%+0 增长”，或者在利息再投入假设下的“收益 100%确定+分红率 0%+增长为无风险收益率”的企业。

市场参与者，总是由于群体性悲观或者乐观作祟，时而更重视确定性和分红率，对同样能赚回 N 亿的企业，只愿意出比同等收益的理财产品低很多的价格接手；时而更重视增长率，对于同样赚回 N 亿的企业，愿意给出比同等收益理财产品高很多的价格。这种群体性的悲观和乐观，导致**企业市值总是围绕着无风险收益率对应价值左右摇摆**，如同钟摆一样。

老唐这种简化估值法，和未来自由现金流折现法估算差异不大。比如，我们拿茅台来示范。茅台2018年净利润预计约为350亿上下，假如未来三年（2019~2021年），茅台的净利润分别为400亿，500亿，600亿（注意，仅仅是示意数字）。假设无风险收益率取值为5%，投股票承担的风险对价要求为3%，那么用两段式未来现金流折现法估值，一般是这样做的：

第一步，计算出前三年利润的折现值，然后加总。即400/108%+500/108%²+600/108%³=370+428+476=1274亿；

第二步，计算出2022年整体出售茅台公司的合理值。假设2021年后，茅台的永续增长率为5%，将其视为一个理财产品出售的合理价值=600×105%/（8%-5%）=21000亿。然后将2022年的21000亿折现到现在，用21000亿除以108%的四次方，得出现值=15436亿；

茅台公司内在价值=1274+15436=16710亿。然后，按照格老和巴神的安全边际要求：为1元内在价值出价4毛到7毛，得出可买入价格位6684亿~11697亿之间，对应12.56亿总股本，得出单股买价区间532元~931元之间。

而如果使用老唐估值法，则2021年600亿净利润，对应25倍至30倍市盈率合理区间，内在价值为15000~18000亿。为获取100%利润空间，可以买入的价位为7500亿~9000亿之间，折合每股597~716元之间。

如果不是茅台，是另一家只能给予20倍~25倍区间的企业，那么内在价值为12000~15000亿之间，可以买入价格为6000~7500亿，折合每股478~597元之间。

实际上买入价位6000~9000亿这个范围（20~30倍市盈率），相当于在以8%折现率和5%永续增长率的假设下，对估算出来的内在价值16710亿，再打36折到54折，略严格于4折到7折的安全边际要求。或者换一种表述，相当于折现率取值略高于8%。

所以，老唐估值法和未来自由现金流折现法的相同点就是：

①都需要考虑三大前提，在确信目标企业符合三大前提的情况下，才可以使用。我们必须要坦率承认，大部分企业实际上无法估值，无论对其计算出个什么数字，都是瞎蒙；

②从这个意义上说，这两种估值法与其说是“估值公式”，不如说是一种选股原则，是将大部分企业拒绝在股票池之外的工具；

③都使用了约8%的折现率和约5%的永续增长率假设（这两个假设我个人理解，是受到西格尔教授《股市长线法宝》一书对美国市场长达两百多年里股票和长债收益率的研究结论影响），对于难以确定5%以上永续增长率（西格尔教授研究结论中的长期债券名义收益率）的企业，估值要大幅降低；

④都坚持长期的思考方式，忽略受到各种短期因素影响的股价波动，以至少三年的时间长度和资金占用时间，去看待企业内在价值的变化；

⑤都认定自己会有估算错误，坚持安全边际要求，对于已经折现过后的一元钱，坚持四五折左右的出价，留下容错空间。

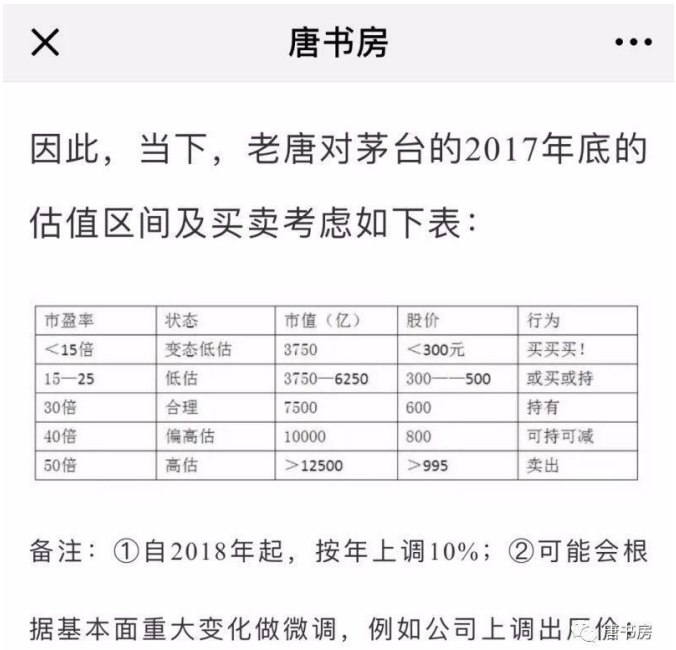
不同点我觉着就俩：

①老唐估值法更易于口算，吻合沃伦.巴菲特的“我理解的企业，两分钟之内就可以给出报价”的行为特点；

②未来自由现金流估值法公式更加高大上，写在论文和研报里，显得专业。老唐估值法简单粗暴，更

像草台班子作品，不容易产生信任感。

另外，偶尔我还用当年市盈率来评价企业估值高估还是合理，例如 2017 年 10 月的文章里列出的表格：



唐书房

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

这里，连三年后也省掉了，直接用当下的市盈率去看企业了（据说是小学生都会用的方法）。这种时候谈到的估值状态，不同词汇背后代表的意思，我也大体解释一下吧：

合理=买入可获取约等于企业经营增长同等幅度的利润；

偏低估=除了获取企业经营增长之外，还可以吃到一些市场情绪回归利润；

低估=未来可获戴维斯双击，是投资的大好时机；

变态低估=市场出现明显错误，天上掉黄金了，赶紧捡；

偏高估=企业成长可以抵消部分估值下降的伤害，三五年周期看，依然可以获取比较满意的回报；

高估=市场情绪同步，继续持有很难获取超越无风险利率的收益。

第431篇.　　2018.7.31-加仓了腾讯

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-07-31

感谢市场给面子，今天总算有机会消灭部分现金，增仓腾讯了。

前面早就说过会在 360 港币的价格，以新增资金加仓腾讯。早上看到股价运行在 370 以下，遂设置了 360.8 元的买单，顺带设置 14:50 的闹钟提醒关注是否成交。

两点五十发现未成交，且市价在 363 元，和设置买价差距很小，就撤单改以当时价格委托买入，最终以 363.2 元的价格增加约 4%+仓位的腾讯。

当下持仓为：茅台 40%+，腾讯 28%-，古井 B7%-，海康 6%+，洋河 6%-，民生 H4%+，招行 3%+，信立泰 3%-，双汇 3%-，另有观察仓分众不计，年内收益约 3%——上述持股，除腾讯以外的其他股票无买卖，仓

位与上次分享时有变动，是由于近期股价波动、汇率波动及新增资金的影响。

目前手头还剩余有约 7%+的现金（如果将这部分也考虑进去，上述股票持仓比例可以各自乘以 93%），主要是给分众准备的。具体会加给谁，要看分众、腾讯、海康谁更早触及预备加仓价格。

分众按照计划准备在 10.2 元开始买入；海康刚在 31.26 元加过，下次加仓目标计划在 27 元附近；腾讯本次加过后，再有 10%以上跌幅，会继续增持；手头现金若使用完毕，上述三只个股还有满意价位，预计会派信立泰或双汇上阵增援。

下跌时最考验对投资理念的理解。揣摩个玩笑，上次老唐实时推送 31.3 元以下加仓海康，当日海康股价弹起，并在六天之后，最高升至 37.5 元。那几天收到很多留言和信息，后悔因为这样或那样的原因，错过了海康。

然而，我估摸着这里面有相当一部分朋友，或自知或不自知地，头脑中的真实想法其实是“当股价涨到 37.5 后，我认为前面的 31.3 应该加仓”，犹如“腾讯涨到 400 以上后，我觉得前面的 300 元很便宜”，“茅台涨到 700 后，我觉得前面的 500 多非常低估”……

和电视股评师一样，指着过去的价位说高抛低吸，那真是易如反掌，很明显的高位，为何不跑？那么明显的低位，怎么会不敢上？然而，今天 363 的腾讯，该加还是该减，不能取决于你睁开眼看见的历史价格 K 线，而要取决于闭上眼，你是否明白多少钱买下这间公司是划算的。

一旦心中有了这个数字，当股票下跌的时候，你自然是兴奋的；当市场利空频传的时候，你当然是开心的。这不是矫情，而是因为你对市价必然反映企业内在价值这个资本天性的理解；是因为你知道只有股票下跌、利空频传，才有可能让你用比“划算价格”还划算的价格买到它。

没有利空，没有怀疑，没有看淡，怎么可能让你遇到划算的价格呢？难不成，我们还能想象出利好满天飞、大家都乐观，同时股价却暴跌下来给你买入机会？真要是如此，或许很多人更不敢买了，因为那好像太邪门，总有点什么地方不对！

如此说来，股价跌，吓的不敢买；股价涨，嫌贵不能买。最理想的，是股价涨了以后，让我买涨之前那个价，可惜这样的美事，要轮也只能从正国级副国级正省级副省级一路往下排，轮到你我，初步预计在 2398 年 2 月 31 日。

涨涨跌跌的患得患失中，那个资本市场演烂了的“①股价一跌再跌不敢买；②股价一涨再涨无法追，②涨到忍无可忍时，悍然出手，立刻变身接盘侠”的杯具故事，必然重演，几乎是不用怀疑的。

当然，跌时敢买，最重要的是你要对所谓利空有思考，对公司价值有估计。拿腾讯来说，最近的外围鬼故事主要是“Facebook 暴跌 20%，全球流量游戏终局已到”，“月活减少、业绩不佳，推特暴跌 20%”；内部鬼故事主要是“因吃鸡游戏迟迟无法商业化，腾讯游戏收入预计环比下降，主业增幅低于预期”、“腾讯用户时间被头条抖音占领，竞争力不在”、“支付新规严格实施导致的沉淀资金利息收入减少”……

对这些问题，我的看法是，外部鬼故事与腾讯公司经营无关，只和市场情绪有关，所以，若因此将股价杀下来，正好笑纳（老唐正在写本文的时候，上述几家美帝科技股又大跌了）。内部鬼故事倒确实存在，不可否认、也无需否认。

或许正是因为这些鬼故事，腾讯股价今年从高点计算，已经产生约 25%的跌幅（我们比美帝温柔。差不多的跌幅，我们用半年完成，美帝用几分钟搞定）。

也正是在这些鬼故事的迷雾遮掩中，市场没有看到（或者有意无意遗忘了），腾讯远比 Facebook 和

Twitter 均衡的收入结构；

市场没有看到，腾讯从二季度开始发力广告，朋友圈广告数量翻倍，公众号增加中插，降低门槛让更多的公众号有资格推送广告；

市场没有看到，小程序的迅猛发展，带来的新增小游戏人群，新增的广告载体，新增的线下和线上的交易机会；

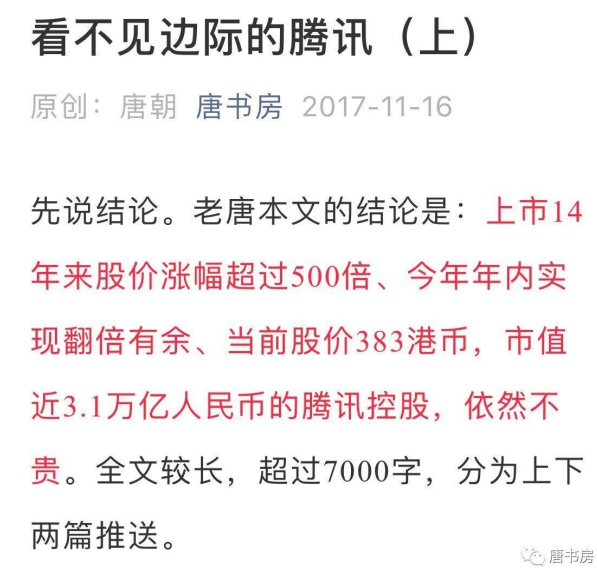
市场没有看到的，音乐、视频、文学、动漫、体育等内容产业的高速发展所带来的广阔空间；

市场没有看见，以支付为抓手，带动的理财、银行、证券、保险、基金、征信等业务都才刚刚起步；

市场没有看到，短期一两个季度游戏收入或高或低，没有改变腾讯在中国手游市场占据超过 60%份额的事实，没有改变中国游戏市场继续增长的事实，对企业的价值产生的负面影响几乎可以忽略……

不仅如此，市场对腾讯的投资业务依然抱有极大的偏见。依然认为投资是腾讯的“非主营业务”，在计算腾讯增长率的时候，要算出一个扣除投资收益之外的“扣非增长率”数字，并以此对腾讯“估值”。

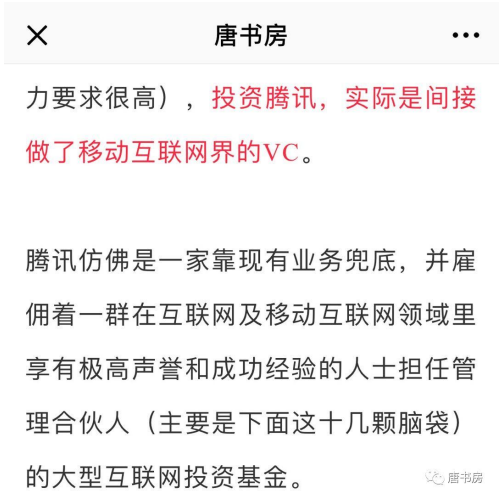
老唐在去年 11 月 16 日，发表的《看不见边际的腾讯》一文里认为，投资业务现在已经是腾讯的主业，而且是重要性丝毫不逊色于游戏的主业……投资腾讯，实际是间接做了移动互联网界的 VC。


看不见边际的腾讯（上）

原创：唐朝 唐书房 2017-11-16

先说结论。老唐本文的结论是：上市14年来股价涨幅超过500倍、今年年内实现翻倍有余、当前股价383港币，市值近3.1万亿人民币的腾讯控股，依然不贵。全文较长，超过7000字，分为上下两篇推送。

唐书房


唐书房

力要求很高），投资腾讯，实际是间接做了移动互联网界的VC。

腾讯仿佛是一家靠现有业务兜底，并雇佣着一群在互联网及移动互联网领域里享有极高声誉和成功经验的人士担任管理合伙人（主要是下面这十几颗脑袋）的大型互联网投资基金。

唐书房

自 2014 年腾讯开始发力投资业务以来，累计投资了 600 多家公司，从去年开始陆续进入收获期（平

均三年左右培育期，符合 VC 特性）。

2017 年，腾讯投资的公司中，有六家公司上市（Netmarble、Sea、阅文、搜狗、众安保险、易鑫集团）。2018 年，目前是 7 月，已经上市和基本确定在今年上市的企业有下面这些：

时间	公司	上市地	募集资金	发行市值	上市前腾讯持股	上
3月28日	B站	纳斯达克	4.83亿美元	32亿美元	5.20%	
4月4日	spotify	纽交所	老股上市	约300亿美元	7.50%	
5月11日	虎牙	纽交所	1.8亿美元	30亿美元	34.60%	
7月26日	拼多多	纳斯达克	18.7亿美元	210亿美元	18.50%	
	美团	港交所			20.14%	
	同程艺龙	港交所			24.92%	
	新东方在线	港交所			12.06%	
	腾讯音乐				53.76%	

唐书房

相信今年的投资收益，将继续数额巨大，继续扮演“非经常性”的经常性收益角色。某一天，市场会突然意识到这“非经常”其实是非常“经常”的，那时，“腾讯控股”这个股票简称才能被人们注意到，哇，原来它是叫腾讯“控股”，不是叫“腾讯科技”

留个小作业，感兴趣的朋友们，上述公司上市后，腾讯的持股比例是多少？股权比例的变化，大约能给腾讯带来多少视同处置的投资收益？

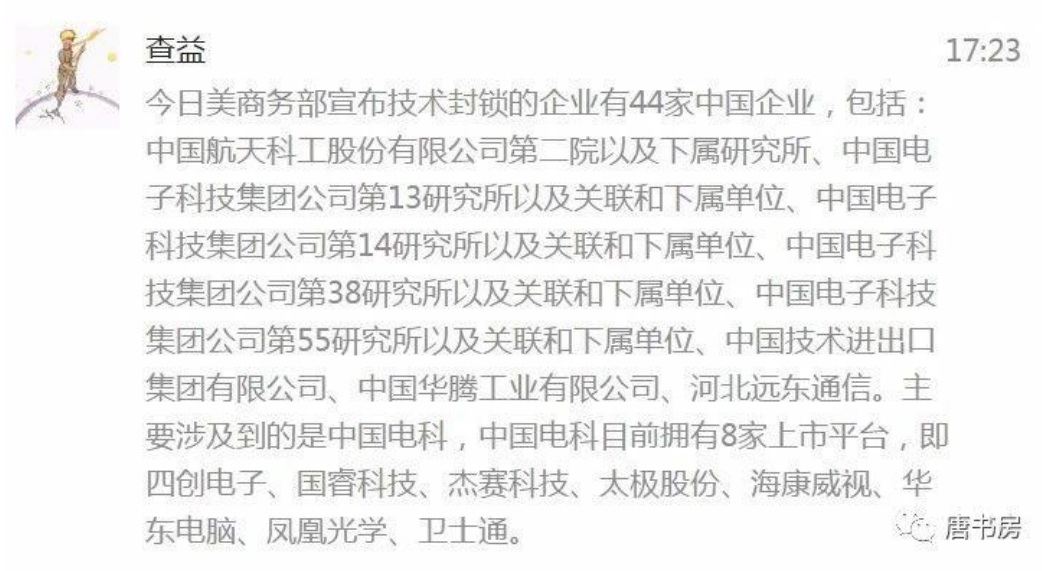
不过，不要激动哦，老唐说腾讯的发展空间当下被市场忽视和低估，可**没有说低估的股票不会跌**哦！事实上，我一直想写一篇“为什么低估之后反而更容易出现短期暴跌”的推理文章。题目钉在墙上很久了，说不定哪天一高兴就码出来了。

提醒：腾讯为老唐第二大持股，本文观点完全可能是乐观情绪作祟。请读者保持清醒，独立思考，自主决策。

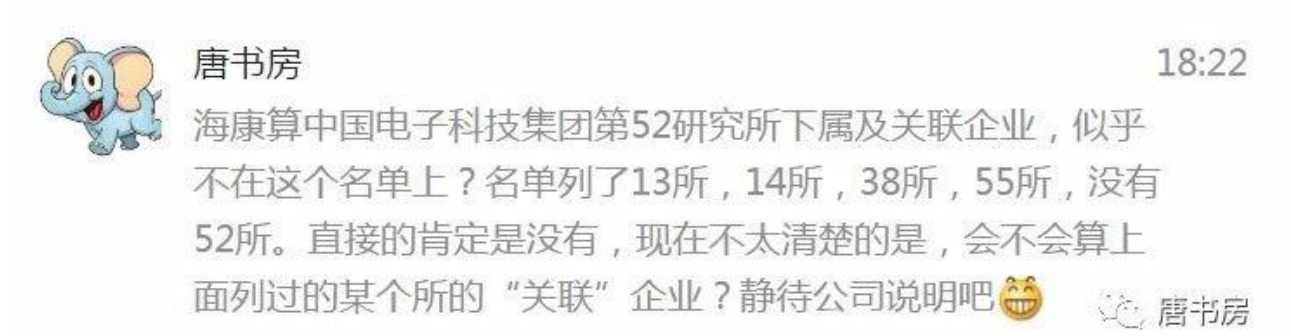
第432篇.　　2018.8.2-海康和茅台的最新动态简评

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-08-02

下午六点多，登录后台，看见这位朋友发来的新闻：



当时看了一下新闻表述，感觉有点问题，随口这样简单回答了一下：



很明显，如果没有后面那段“主要涉及到的是中国电科……海康威视……”，仅看前面的一段话，我的理解就是不包括海康威视。因为海康威视属于中国电子科技集团第 52 所的下属企业，名单只列了 13 所，14 所，38 所，55 所，没有 52 所。

但海康是否属于名单里定义的“关联单位”，我还真不知道，因为海康威视和名单里列的这些所，拥有同一个爷爷“中国电子科技集团”，是否被定为关联企业，老唐渣英文，也没看过原文，只有静等公司说明了。

回复过后才发现，早在这位朋友发来信息之前，同样的问题，收了好几十条。想统一回复一下，才发现因为早上推送过了，没法再推了，只好推到 12 点过后。

简单粗暴，说说老唐的观点：

第一，海康威视股份公司肯定不在这个名单直接点名的范围内，但它是否属于名单里所谓的“关联”企业，我不敢肯定；

第二，由于名单里没有大华，所以我推测，海康应该不属于上述“关联”企业范畴，否则，大华也应该在被禁行列，因为它俩干的业务几乎一样；

第三，无论海康威视是否在这个被禁名单里，这个事情本身透露的信号，是中美对抗更加激烈化，这对于海康威视毫无疑问是利空消息，不仅对于股价博弈层面是利空，对于企业经营层面也是利空，这个无需讳言；

第四，在企业经营层面上，无论是关税提升，汇率波动加大，还是进口原材料，以及美国境内业务，

都会受到这件事情的负面影响，从而或增加企业成本，或减少企业收入；

第五，单纯从美国境内业务而言，实际影响不是很大。毕竟整个海外部分只有30%左右的营收，其中美国只占几个点（我以前记得是6%，但找不到数据源头了），前几天中报电话会议上，海康董秘说的原话是：

“海外30%，美国收入占几个点，其他20%多收入来自于美国之外市场。虽然也遇到汇率、经济变化等影响，更大还是要看到机会，机会和负面因素抵消。

……美国单边贸易保护，美国市场比较艰难；跟随美国的比如澳洲、欧洲少量国家也有少量影响，略负面。正面的有拉美、中东、北非、印度等。拉美过去有自己经济问题，现在好起来，对我们正面积极。

海外国家区域很多，有些不太好，有些略好。我们海外收入比较均衡，这是我们对海外信心的来源。”

所以，实际业务冲击有，但并不大，反倒是涉及到一些组件或技术方面的影响，或许略大些；

第六，关于国内市场，仍然是我上次说的，这事件的影响，是对整个行业的影响。要降低产品技术含量，也是所有企业齐刷刷地都降低，原竞争格局不变；

第七，政府力推的雪亮工程，今年是建设高潮期，这是海康增长的底气，没什么好担心的，从三年角度看，无外乎是25%预期增速，调整到20%预期增速的问题。我的27元加仓计划不变；

第八，27怎么来的？还是前几天那个公式，只不过将25%的预计增速换成20%的预计增速，预计2021年净利润195亿，按照25倍市盈率考虑，届时市值约4900亿，折合股价53元，为了获得100%收益，下手位置27元以下。Over；

第九，如果连20%都不到呢？那就留给安全边际，也就是说，打算的100%，或许只能得到60%，也还算满意。多余的这40%，就是留给预想不到的意外，这叫容错空间。

顺口说说茅台，时间紧急，晚饭后例行陪我家领导河边散步俩小时，所以茅台财报我还没有顾上看，只是随便瞄了几个关键数据，估计有些数据某些朋友有想法，我简单说说（因为没认真看，所以万一说错了，也请体谅）：

第一，茅台现在是供不应求，出厂价969，市场一批价格已经在1700以上了，所以预收款已经失去观察价值，只是公司允不允许经销商打款的问题了，所以，看见预收款下降，无需担心；

第二，国家队和外资都有减持，这个正常，毕竟获利那么多，或许人家有其他机会要去逮。我们不要光看见人家的减持，还要看到没有减持的部分更多；

第三，大概从2015年开始，老唐就反复唠叨，2018年才是茅台财报最肥美的时刻。这观点丝毫没有变，今年茅台的增速将相当可观，财报将非常漂亮。

产品供不应求+价格上调，是客观原因；“党任命的干部不搞股权激励”导致的失去控制基数的理由是内因；同时，这两年贵州GDP增速都是全国第一，猜测现任省领导可能有某种做业绩的动力和需求。这些因素叠加，用文字表达就是“能快则快，不设上限，不留后路”，没什么好担心的；

第四，从母公司营业成本与合并营业成本之间的关系，以及存货中的库存商品账面值反推库存商品数量，与市场反馈的销售情况对照，业绩数据似乎依然被压着的，我提供思路，有兴趣的朋友统计数据，自己试试推理；

第五，其实说到尽，茅台每年的业绩，依然主要受制于产量，其他的东西关心价值都不太大，关注每年的基酒产量，将眼光放远一点，才是真正的致胜之道；

最后强调：股价，老唐不点评，也没能力点评。我只知道坚持持有盈利能力远高于货币的优质企业，放眼未来，我的回报一定不会差。至于短期，无论茅台还是海康，股价在现在的基础上，随便上下动个 30%，我觉着都很合理，丝毫不影响我的持股和操作计划。

记得 2014 年 11 月 25 日，我建立老唐实盘组合的时候，大盘指数好像和现在也就差一百多点。三年零九个月过去了，其中比贸易战吓人的利空也不少。整个过程，我没有操心过什么短期波动，交易极少，几乎全程满仓。今天，不算新增资金，市值也已经是当时的约 3.3 倍了。所以，我打算沿着这样的老路，继续乘坐财富增值的高速电梯。

晚安！朋友们！祝你睡的像个婴儿，是真香甜的那种婴儿，不是睡一会儿起来哭一会儿的婴儿！

渊

死撑有啥意思

作者

死撑当然有意思了，虽然没有高抛低吸过瘾😁。老唐二十多年前就是玩高抛低吸的，后来成功破产。再后来才发现福布斯排行榜上每一个人，都是通过“死撑”走上去的，而曾经高抛低吸的“同伙们”，要么归零了，要么一直打工，一直填钱进去继续高抛低吸。看了看这些正反榜样，还是选择宅在家里看看书，游游泳，跑跑步，追追肥皂剧，然后“死撑”。撑了这么些年，觉得挺有意思的😁

天天

【深交所互动易】“forever198309” 提问：请问公司对美出口占比多少？中美贸易战对公司业绩有多大影响？ 公司官方回答：您好，随着公司业务全球化布局，各地区业务占比一直处于动态变化中，公司暂无各地区业务占比具体数据披露。根据 IHS Markit 研究报告显示，海康目前在美洲市场占有率为 8.9%。中美贸易战的情况尚在不断发展变化中，公司美国市场业务暂时没有受到实质性影响，我们将高度重视并持续关注。

作者

👍👍

梦之彼方

有个菜鸟级问题:海康威视市净率现在 10.2，并不便宜。不知道老唐估值时如何看待市净率(难道是因为老唐不碰周期股，所以默认忽视市净率么)，希望老唐释疑解惑

作者

一般建议遇到问题先使用号内搜，关于市净率及净资产问题，我写过好几篇文章的。可以试用“市净率”,“净资产”或“roe”之类的关键词号内搜索。

云卷云舒

想请教的是基本的倒如市盈率，市净率，市销率，资产负债率，净利润率，总周转率，财务杠杆等等一系列指标背后的故事和运用。不知您下步作有没有这些内容。期待中

作者

这些啊，我觉着《手把手教你读财报》足够了，没有什么深入研究的必要。

大道至简

谢谢老唐。请问，如果 31 元没跟您买入海康的话，现在是跌到 31 元就买，还是等跌到 27 元再买？

作者

这种问题，只能你的钱你做主。

33100

前提是：利润为真否？可持续否？维持当前盈利需要大量资本投入否？在这里，后两条可能有问题，是这个意思？

作者

对

老铁 666

老唐：董秘已经留言回复了，海康不在制裁的 44 家企业里面。

作者

谢谢通知

大卫

唐老师，读了您的手 2，我知道了拨备也相当于一个蓄水池，里面有钱，那银行如果想把蓄水池里的钱变成利润可以吗？那是不是通过资产摊销呢？类似于保险公司的剩余边际摊销呢？

作者

不是。监管部门对池子里的拨备有数量和比例要求，如果里面多了，以后就可以少提了，少提这个行为，等于减少当期费用，增加当期利润。

O’reo

唐叔，想请教一下您，你的理念应该属于右侧思维，对于万科这种转变为物业服务商的企业难以估算其稳定净利润，是吗

作者

不懂什么叫左侧右侧☺

永鹏.Derek.К о л я

茅台今年上半年的基酒与系列酒的产量比，明显高于往年。基本半年占全年的 60%，是否可预估，今年基酒产量能够达到 5 万吨？

作者

不可。

第433篇.　　2018.8.3-今天，买入了分众传媒

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-08-03

今天，买入了分众。若非有交易，今天本来不打算发文的，因为所有个股均没有什么需要补充的。至于股价，跌了涨了有什么可说的呢？股市天生就是不涨就跌，不跌就涨，实在不涨不跌就坚持平盘整理

暴跌中最适合孤独地拷问投资理念。看不喝鸡汤，不借用外力，自己是否能坦然度日？这可以观察自己是不是好龙的叶公，是不是真的懂“如何面对股价波动”。哈哈！

说分众。连续几天委托 10.18 元等分众，结果股市日日跌，我的买单却在下面蹲的脚麻，也没等到（成都话叫做“jue 都 ku 麻了”）。

今天早上依然是没开盘就委托进去，到中午一点半过后，想去游泳，结果股价还在 10.38 元。

索性想了个变通办法，将委托撤掉，10.38 元买入一半数量，然后将剩下一半买入数量委托在 10.02 元。如果下面成交不了，就相当于老唐提前截了老唐的胡；如果 10.02 成交了，依然等于原计划 10.2 买入约 2%。



委托完毕，出门游泳，这才是正事儿。哈哈，老唐好打发吧？

目前持股：茅台 40%-，腾讯 28%+，古井 B6%+，海康 6%-，洋河 6%-，民生 H4%+，招商 H4%-，信立泰 3%-，双汇 3%-，分众 1%+，截止今天收盘，2018 年内收益近-4%。目前手头还有约 7%-的现金，继续给分众、海康、腾讯备着，看谁先到我的目标价格。

今天刚巧看完一本关于分众的书，分众董事长江南春写的。正所谓书中自有黄金屋，书中自有车马出，书中自有颜如玉，书中自有千钟粟。这本书让我知道了，分众引入阿里之后的发展方向。

对于分众引入阿里做股东以后如何开展合作，看市面上各大券商研报，猜测主要集中在阿里会利用互联网科技的技术沉淀，助力分众广告终端及系统的升级，或者是双方之间的广告投放深度合作及品牌资源导入等等。

然而，在这本名叫《抢占心智》的书中，江南春已经清清楚楚地写下了和阿里合作对分众的主要意义——在此书的 82 页和 83 页，江南春这样写到：

经过不断的研究、尝试和总结，分众找到了（在移动互联网时代）自己的突破口——三云合一，物业云、搜索云、电商云。

物业云：分众曾在 2009 年通过目标小区的物业，得到了很多关于住户的有效信息。我们将这些小区的生活垃圾收集整理、通过废弃包装上贴的条形码，知道了目标小区用户的品类需求和品牌偏好，进而能够有针对性地进行广告投放。

搜索云：例如百度用户，70%都是通过手机进行搜索，而用户的每次使用都会暴露自己所在位置的经纬度。打个比方，一家公司的同事大多同处于一个办公楼办公，每天搜索的内容都与经纬度绑定，并被记录于百度庞大的数据库中。

为了获取这些数据、我们和百度展开了相关合作一一百度将经纬度和搜索内容提供给分众，我们为其贴上标签。这些数据会告诉我们，某一栋楼中对与母婴有关的 100 个关键词搜索的概率有多少、“出国留学”的搜索概率有多少等。如此一来，我们就能够较为精准地掌握该办公楼中用户的需求、喜好和选择了。

电商云：后来我们发现，单纯依靠搜索云还远远不够。很多大家耳熟能详的品牌，人们不会在百度上进行相关搜索，或者搜索的概率比较低，比如海飞丝、农夫山泉、康师傅等。这就导致分众无法判断这个区域需要哪些快消品，我们必须开辟一条新的道路。最后我们决定集合所有电商的数据，只有这样才能得到真正全面的、准确的用户信息和需求。

看完这段话，相信除了担忧自己的隐私暴露以外，很容易明白分众联合阿里之后的升级路线了：比如某栋楼里的人，在网上买过什么东西，无论通过阿里旗下哪家电商平台（比如阿里巴巴、淘宝、天猫、一淘、口碑、飞猪等等），势必要产生快递地址或者 GPS 位置信息，分众的目标就是这些数据。

分众拿到数据后，通过分析整合，可以实时知道这栋楼里人们的消费习惯、消费间隔、消费品类和偏爱品牌，从而能够及时准确地将用户所需产品的品类或其竞品，在合适的时间推送到该楼栋的电梯电视或电梯海报上，帮助广告主实现更准确地广告触达和更高销售转化。

广告主做广告的目的，是花 10 元钱砸中一个目标客户，而不是花 8 元钱砸到三个无关人员，所以，如果分众可以提高广告精准度和销售转化，自然也就能提升广告价格了。

背后的逻辑就这么简单，这就是江南春的主要目的。而且这条路很显然地逻辑通顺，具备可操作性。至于传说中的阿里企业矩阵增加在分众的广告投放，阿里会介绍更多品牌主投放电梯广告，阿里帮助分众实现电视屏与手机屏的互动……等等说法，与这个思路相比就差多了。

推荐一下这本书，相当不错，要说对分众的理解，读这本书可以秒杀所有的研报。毕竟是一个深度浸泡在广告行业 20 多年，始终搏杀在行业第一线，经历过大起大落的企业创始人自己的思考，自然比行业研究员们要深入的多。

按照江南春的思考，分众在创始之初的时候，相对于讲覆盖面的“大众媒体”（电视、报纸、杂志）而言，是“分众”，是对人群的细化，主要关注城市里 20~45 岁较高收入人群（工作在写字楼，居住在较好的电梯公寓）。但在今天移动互联网技术可以精准达到千人千面推送广告的情况下，今天的分众实际上已变成“聚”众了，精准度介于大众媒体和互联网媒体之间。

分众的强项，是卡住了未来不变的东西。科技的变化，改变了人们主动寻找信息的路径和方式，但人们的生活工作路线没有变，依然是上班在写字楼，下班回家，也依然进电影院看电影。

分众致力于强化和卡住人的活动轨迹，实现广告触达。按照江南春的说法“传播就两个方向，拥抱变

化或者赌对不变”，分众将专心致志地走后面一条路，下注不变的东西。

说起来，这和巴菲特的投资思想其实一脉相通，我们不知道未来会怎么变，但我们知道未来有些东西不会变，我们就投那些不会变的东西。比如茅台前任董事长前两年给行业打气时说的：中国白酒文化有“四个没有变”，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，作为中国人偏爱的消费品没有变，中国人消费白酒的传统风俗习惯和文化习惯没有变。所以，白酒产业的长期前景依然是整体向好。这也是盯住不变的东西下注。

这对于分众来说，这是付出巨额学费才得来的宝贵经验。江南春在书中坦言，分众上市后也曾飘飘然，意图通过广泛投资互联网广告、手机广告、数字电视、公交车地铁广告等行业，将分众从“中国最大的生活圈媒体”扩张成为“中国最大的数字化媒体集团”。

通过大量收购兼并，大把钞票花下去，最终不仅收购来的东西成为包袱，连原有的战略和定位也被冲淡和稀释，直接导致了企业核心竞争力的损伤。这个损伤，体现在资本市场，就是分众的市值从 86 亿美元下跌到 6 亿美元。

2009 年，江南春不计成本抛售这些斥巨资买来的包袱（损失超过 90%），将分众这艘船重新引导回擅长的四大渠道：公寓楼、写字楼、电影院、卖场。这个经验和教训，我个人觉着是现在分众拥有的一笔宝贵财富。

就好像，正因为在技术分析上真正努力过、思考过，最终爆仓破产，才让我真正明白了，不仅不能幻想技术分析指导投资，连所谓左手巴菲特右手索罗斯、在价值选股的基础上运用技术寻找介入点，也是自欺欺人、浪费生命。

信念的坚定，是因为经历过，付过学费——这部分不争论，老唐只表达观点，不追求认同。

所以，江南春现在给分众的定位就是：成为全球最大的电梯媒体集团。掌控都市主流人群早上出门的第一个广告和晚上回家前最后一个广告。只吃这一头一尾，每天两次，一个星期看 14 次，让消费者在没得选当中形成对品牌的记忆。

江南春说“未来，分众仍可以心无旁骛地将业绩做到 300 亿、500 亿，成为全球最大的电梯媒体集团。我们定位于此，专注于此，我们想把这件事做到极致。”这本书，本质上可以看作向广大企业主推销分众电梯和影院广告的销售文案。主要侧重点是品牌应该如何做广告，如何单独利用电梯广告（电梯电视或电梯海报）或者将电梯广告和电视台报刊互联网广告相结合，以最小付出达到最好的广告效果。

但里面介绍了很多企业和分众合作的实战案例，也有很多非常精妙的广告策划要点，不仅对理解分众有用，对品牌广告策划有用，对有创业想法的朋友应该也有颇大用处。

分众投资者常见的担心“手机屏对分众的负面影响”，江南春也有清晰的认识和思考。

江南春观察到，自从移动互联网兴起以后，手机成了人们必不可少的物品，变成了每个人的器官，导致什么结果呢？报纸业已经渐渐失去了生存空间，户外宣传也已经没有什么效果了（坐车上的人都在看手机），电视情况稍好一点，但问题依然存在。

这种大趋势下，分众也难以独善其身。所幸的是，分众只是从以前百分之四五十的发展速度，降低为百分之二三十的速度，仅仅是增速慢了。

为何分众收到移动互联网冲击较小一些？江南春认为，是因为分众的主要渠道的某些特性没有改变。

比如等待电梯的时间，一般在两分钟左右，这个时间对于打开手机阅读什么而言，略短了，所以，电

梯口的电视依然是吸引短期注意力的良好工具，分众的电梯电视就是靠这两分钟生存下来的；

进入电梯后，由于电梯内信号弱，人多，加上时间短，不适合也不方便掏出手机来看。因此，电梯海报成为人们回避尴尬，打发无聊的目标，此时受众对电梯海报广告的抗拒心非常轻，甚至是主动寻找广告看；

电影播放前，人们会提前到达。但灯一关，映前广告开始播放，相当于提醒大家准备收起手机看电影了（老唐补充，我认为还有一个因素是江南春没有谈到的，就是映前广告的声音和影像冲击力非常大，迫使即便盯着手机的人，也不得不被动接受）。

至于分众侧重的卖场，按照江南春的想法，是因为他发现人们很少一边推着购物车一边看手机，所以卖场广告仍然可以在消费者摸出钱包的最后时刻，尽力去影响消费者的决策（画外音：这个消费者还可以最后挽救一下）。

但是，我认为“移动互联网会直接减少消费者进入卖场的次数”，这一点书中没有提到。或许江南春虽然没说，但是也看到了这一点，毕竟分众的财报数据，反映的是卖场广告资源实际正在边缘化。

不过，江南春也看到了，影响不大并不代表完全没有影响。原来在电梯口，只有约 5%的人看手机或者打电话。但移动互联网时代，因为智能手机的崛起，这个比例一度上涨到了 15%~20%，对分众还是产生了一些影响（老唐注：江南春用“一度上涨到了 15%~20%“，似乎是说现在又降下来了。具体是什么导致的下降，书中未有提及）。

正如之前的文章里老唐也谈到的，对于互联网广告和电视广告而言，人们的目的是获取内容，广告是阻挡我获取内容的障碍，所以人们会想尽办法躲开它，例如用换台、点击关闭，甚至付费（比如购买视频会员，参加付费群或圈子等等）的手段去抗拒。

伴随着支付能力的提升和具备付费习惯用户数量的增加，互联网广告和电视广告更多的要靠植入，内容植入或者和内容相关的弹幕植入来解决，但这对创意和费用要求都更高了。

而分众的电梯广告，广告就是内容，是消费者打开心扉主动去接受的东西。对于其他媒体，人们是在内容与广告之间，选择内容、干死广告；对分众而言，人们在广告和无聊之间，选择广告、干死无聊。这是分众对广告主最大的引力。

总的来说，这是一本非常不错的书，读起来也很轻松，我花了两天时间看完的，建议有兴趣的朋友来一本。郑重强调，这是老唐推荐，不是广告。没人给广告费，书是老唐自己出钱买来的。

最后，有句容易引发争论的提醒，犹豫该不该说，最终还是决定说了！但留言里如果有涉及到这个问题的表达或讨论，一律不上墙，不回复。

这个提醒就是：很明显，江南春信中医药，书中不时会运用所谓西医治标、中医治本，西医解决问题、中医培养元气之类的类比，阅读的时候可以忽略。

第434篇.　　2018.8.6-顺利成交1%+分众

唐书房　　2018-08-06

文字_2018-08-05

唐书房 *2018-08-05*

近期股市低迷，又是骗子出没的高潮期。不管骗子以帮你分析、帮你解套、带你炒股等任何名义联系你，牢记一点：天上不会掉馅饼。收费的是骗子，免费的同样是骗子。注意自我保护，不要让账户遭受双重损失。 顺告：唐书房全部人员只有老唐一枚，从没有什么书房管理员工作岗位。老唐从来不会主动加网友微信或 QQ，更不会私下提供什么炒股秘籍。但凡遇到此类信息，请直接拉黑就好，不要来询问真实性了。谢谢，周末愉快！

文字图片_2018-08-06

顺利成交 1%+分众，其他无交易。投资的本质是拿一台小功率印钞机去交换一台大功率印钞机。获利与否，取决于你对后者功率的估算与实际的差异，不取决于他人的出价。是否真懂这点，是价值投资者和炒价值概念者的根本差别。理解不透彻的，此时就只能告诉自己“这次好像真的不一样，就先择一次时吧”😁🤪



第435篇.　　2018.8.8-低估之后的暴跌是怎么回事，应该如何面对？

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-08-08

我们经常能发现某些股票，被大部分投资者认为已经低估，甚至严重低估后，反而出现更加迅猛的短期跌势，然后被围观群众嘲笑为“你抄了地板价后，发现地板之下还有地下室，地下室下面还有十八层地狱”。那么，这种情况是怎么产生的呢？为什么在出现低估、严重低估甚至变态低估，被称之为具备了罕见的投资机会后，它依然会继续暴跌，继续罕见、罕见、再罕见，此时，“内在价值”为什么不灵了呢？

这种情况并不奇怪，价格必将回归价值的投资规律也没有失灵。只是我们要对价值有更深层次的认识。

所谓价值或者内在价值，简单的说就是对资产未来真实盈利能力的作价。好比在其他条件相同的情况下，一台每天能印刷出 200 张百元大钞的印钞机，其内在价值是另一台每天印刷 100 张百元大钞印钞机的两倍。

短期而言，各种情绪和谣言，都可能左右这两台印钞机的市场售价，导致其偏离 2:1 的比例。但长期而言，市场价格一定会反应两者的价值比例。

原因是二者偏离时，套利资金会如同闻到血腥味的鲨鱼，蜂拥而来。极小的偏离，也会被套利资金用庞大的杠杆抹平至小于交易费用为止（想想以前写过的长期资本公司干的事儿）——这是整个价值投资体系的基石，是资本逐利天性下的铁律。

货币基金或长期国债这类提供无风险收益的产品，就好比是那台每天印刷 100 张百元大钞的印钞机，它提供了一个基准。企业，就是另一台每天印刷 X 张百元大钞的印钞机。其内在价值，由 X 与 100 的比值决定，搞明白 X=？就是企业投资者一生的功课。

企业内在价值并非一成不变，它不仅可能随着企业经营发展、国家和行业变迁而发生变化，甚至有些企业的价值会随着股价的变化而变化。于是，股价和价值之间也有了两种关系，对这两种关系的把握，各产生了一位世界级的投资大师。很奇妙，他俩出生于同年同月。

1930 年 8 月是个神奇的月份。8 月 12 日，后来被称为金融大鳄的乔治.索罗斯出生；8 月 30 日，后来被称为股神的沃伦.巴菲特出生。按照巴菲特的解释，1929 年 10 月美国股市崩溃，大萧条降临，沃伦.巴菲特的爹是个股票经纪人，此时没啥事做，天天早早回家，so……你懂的，大约十个月后，沃伦.巴菲特来到了这个世界。

之所以要提这俩大师，因为他俩分别代表了「价格波动不会改变价值的投资」和「价格波动会改变价值的投资」两大门派，都有自己的彪炳战绩，都有清晰的逻辑支持和获利模式，而且两位大师还有个共同点，都待在自己的能力圈范围内活动，绝不搞什么左手索罗斯右手巴菲特的兼收并蓄。

有些资产，它的盈利能力与市场如何看待它毫无关系。就好比无论我们在股市里把长江电力的股票如何买来卖去，无论它的股价怎么暴涨暴跌，丝毫不会对长江电力每年发多少电、卖多少电产生影响。

巴菲特就扎根于这个领域，始终坚持在自己能够理解的行业里，寻找那些内在价值与股价波动无关（或关系小到可以忽略）的公司，并在股价波动到明显偏离内在价值时，或买或卖，利用“市场先生”的报价实现投资收益。此时的市场先生，就是那个口袋被利用、脑袋被忽略的“韭菜”。

而另外有些资产，它的价值会因为价格波动的某个阈值而发生改变，然后价值的改变会反过来推动价格波动，价格波动再继续推动价值的变化，如此循环往复，互为因果。

此时市场先生就不是韭菜，而是投资者的同伙。金融大鳄乔治.索罗斯就扎根于这种现象的研究，并致力于利用它获利，他给自己这种理论起名为“反身性理论”。

将其运用到股市上，可以举个简单的例子理解它，比如，某公司的营收和净利的增长，需要依赖发行新股融资经营所需资金，或直接定向发行新股实现对其他公司的收购，产生营收和净利的增长。

那么，在股价上升阶段，公司可以通过较少数量的新增股份，换来扩张所需资金或作价收购产业，从而增加每股收益，提升企业的盈利能力，推动股价进一步上升，如此循环。这是股价上升导致企业价值增加的情况。

反过来，在股价下跌过程中，换来同等资金量或收购同样的资产，需要发行更多数量的股票。虽然带来的增量营收和利润是一样的，但因为发行了更多股票，会导致每股收益更大的摊薄，股价就可能因此而下滑。

股价下滑导致下次融资或收购时需要发行更多股份，如此循环往复，不断降低企业的盈利能力，直至

这个游戏无法进行下去。这就是股价下降导致企业价值减少的情况。

因此，低估之后，股价继续暴跌的原因也有两种。

对于具备反身性的企业，是因为股价的下降，导致了企业未来盈利能力发生或很可能发生变化，从而出现两种杀跌力量：

一种是趋势投资者，因为处于跌势而抛出；另一种是基本面投资者，因为下跌导致企业内在价值降低，从而奇怪地在下跌的过程中反而由低估修正为高估，引发基本面投资者的抛售。

两者叠加，容易引发快速下跌。书房 4 月 2 号分享过的某股，4 个月时间里从 17.38 元杀至 10.01 元，似乎就是按照这么一种逻辑走的。

对于不具备反身性的企业，理解起来也不难。在低估、严重低估、变态低估时间段里，所有持续关注该企业，并持各种高低不同估值的基本面投资者都变成了持仓者。

此时，如果因为什么外部偶然因素，导致股价出现轻微下跌。由于此时市场里没有基本面买家，而趋势投资者则需要在看到上涨趋势时才跟随进入，结果很小的卖单，就能导致暴跌。

暴跌本身又可能导致杠杆持仓者及机构在风控需要下实施不计成本的被动减仓，从而雪上加霜，使短期跌势更加凶猛。

只有等到因为暴跌所导致的市值，与企业合理估值差异过于明显，已经大到足以吸引原本对此企业并无深入研究的外部资本注意时，股价才会重新回到价格回归价值的正常道路上。

这也是为什么人们普遍容易将价值投资与长期投资划上等号的原因。一是企业盈利的增长本身是逐步和渐进的，很少有很短时间内发生突变的；另一个原因就是外部资本注意到明显便宜、展开研究到开始买入，也需要时间。

——但是，必须提醒，价值投资≠长期投资，长期投资≠价值投资。价值投资的根本特性，是寻找价格和价值有差异的投资对象，至于价格回归价值的时间或长或短，只是一个表象。

与之对称的，在股价高估阶段，也会出现类似的高估之后涨幅更猛的现象。

原因是一样的，就是当股价远离不贵的时间段中，凡是根据估值决策的人，都已经卖掉离场了。进入严重高估阶段后，参与者全部是“因为涨、所以看涨”的投机者。

在持股者因为涨所以看涨、因为看涨所以买入的整体性情绪高昂期，市场缺少卖家，价格很容易出现飙升，一直到很偶然地被某些或因恐惧、或因理性、或纯粹无厘头的小卖单捅破泡沫，涨势戛然而止，转入暴跌过程。

懂的这个原理，我们就能明白为何市场暴涨暴跌的股票，往往是一些市盈率数百数千甚至没有市盈率的股票了　　。

从上面两种情况，你是否发现，无论价值的发现或者破灭，都有一味必不可少的灵药，什么呢？——时间。低估被发现需要时间，高估被戳破也需要时间。

所以，投资所用的一定是“闲钱”，期限考虑一定是“长期”（虽然也有可能短期达到获利目标），绝不能用短期可能被迫撤离的资本进入股市投资。

否则，无论你背熟多少投资经典，也无法无视短期股价的随机波动，只能拱手将命运交于市场疯子，期盼上帝赐给自己好运气而不是赐给对手。

那么，既然知道了低估之后依然可能出现严重低估，变态低估，我们面临低估的时候，是否应该再等一等呢？

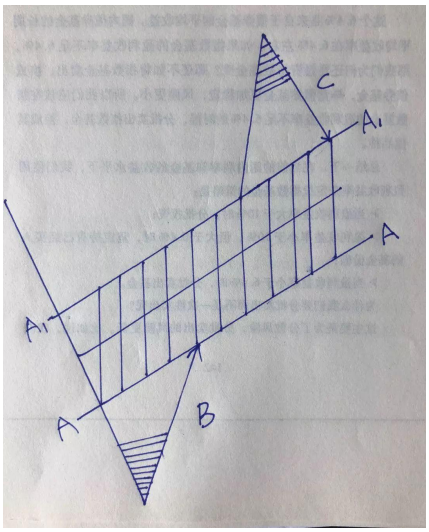
有的人的作法是等待，老唐的作法是低估就进入，如果有严重低估，变态低估，变态²低估，老唐就“扛”着浮亏，或笑看表演、或假装不在。

为什么这样选择呢？因为，低估之后可能出现更低估，但也可能不出现更低估。如果因为前面“可能有”更低价格，而放弃在低估价格买入，结果可能错失一个自己研究并了解的企业，最终被迫持有收益率确定更低的类现金资产，或被迫进入自己研究深度不够的企业，长期来看，是巨大的损失。

价值 100 的东西，有人 50 出售，我立刻买入，买入的瞬间我已经赚了（只是比 40 买入的人赚的少），剩下的只是等待价值发现，使获利最终显示在账面上。

至于期间是否到过 30、20，对我而言不重要。如果因为揣测还会有疯子以 30 元出售，结果可能最低 35 或者 45，导致擦肩而过，那就枉费自己的深度研究了。

文字表述总好像蒙着一层纱，老唐手绘一副草图来表达：



将股价的一次完整波动画成图，如上。其中 A 和 A1 之间的阴影部分，是企业盈利能力推动企业价值缓慢增长的区域，即企业的估值。它是个大致的区间，而不是精确的数值，A 线为估值区间的下沿，它伴随时间的推移，缓慢提升。

三角形 B 是市价低估、严重低估甚至变态低估，最终回归价值的过程，三角形 C 为市价高估、严重高估，甚至变态高估，最终回归价值的过程。

格雷厄姆的投资思想，主要是等待 B 区域阴影位置买入，在即将触及 A 线位置，格派投资人获利撤退，去寻找下一个 B；我的买入一般在 A 线所在位置附近，买入后如果掉落 B 区域，有钱就继续买，没钱就忽略；

C 区域是投机者的地盘，依据 C 区阴影部分与 A1 线的差距，我可能会卖出，也可能会不卖。如果卖出，会等待重新回到 A 线位置买进（伴随着时间的推移，未来的 A，有可能会高于卖出时的 C 区阴影）。

概括来说就是：我的获利目标是通吃 A 和 A1 区间的长期向上推移，错过这个阶段，属于不可原谅的错误；BC 区域属于意外，捡到算意外之财（windfall），坐过山车经过 BC 区域最终空手而归，则是预期中的法定待遇，坦然接受。

这大概就是所谓心态吧，核心是知道哪些是自己的菜，力求稳拈；哪些不是自己的菜，得之开心，失

之无感。

PS:目前持仓茅台 39%+，腾讯 29%+，古井 B6%+，海康 5%+，洋河 5%+，民生 H5%-，招商 H4%-，信立泰 3%-，分众 2%+，双汇 2%+，年内收益约-3%。1 另外还有约 6%的现金，看茅腾海洋分里的哪位先投怀送抱

第436篇.　　2018.8.11-这些被你忽略的阐述，前无古人……

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-08-11

上一篇推送里，老唐分享了在我自己的阅读历史内，迄今为止从未发现有其他人表述过的原创思想，包括巴菲特芒格在内。自认是对“价格必将并如何回归价值”最透彻的逻辑解释。

不过很遗憾，识货的不多。截止此刻阅读人数 28486 人，赞赏人数 315 人（谢谢这 315 位朋友），免费阅读后愿意丢几个钢镚以资鼓励的比例为 1.1%。

赞赏总金额 1272.32 元，连一瓶官价茅台都换不来。不过想想“李白斗酒诗百篇”也就平衡了，大概是说李白的一百首诗才能换来一斗酒吧，可见文章换酒从来不易。

不开玩笑，老唐史无前例的将前篇文章里重要的部分，摘抄重发一次，建议重读和思考：

所谓价值或者内在价值，简单的说就是对资产未来真实盈利能力的作价。好比在其他条件相同的情况下，一台每天能印刷出 200 张百元大钞的印钞机，其内在价值是另一台每天印刷 100 张百元大钞印钞机的两倍。

短期而言，各种情绪和谣言，都可能左右这两台印钞机的市场售价，导致其偏离 2:1 的比例。但长期而言，市场价格一定会反应两者的价值比例。

原因是二者偏离时，套利资金会如同闻到血腥味的鲨鱼，蜂拥而来。极小的偏离，也会被套利资金用庞大的杠杆抹平至小于交易费用为止（想想以前写过的长期资本公司干的事儿）——这是整个价值投资体系的基石，是资本逐利天性下的铁律。

货币基金或长期国债这类提供无风险收益的产品，就好比是那台每天印刷 100 张百元大钞的印钞机，它提供了一个基准。企业，就是另一台每天印刷 X 张百元大钞的印钞机。其内在价值，由 X 与 100 的比值决定，搞明白 X=？就是企业投资者一生的功课。

……

只有等到因为暴跌所导致的市值，与企业合理估值差异过于明显，已经大到足以吸引原本对此企业并无深入研究的外部资本注意时，股价才会重新回到价格回归价值的正常道路上。

……

无论价值的发现或者破灭，都有一味必不可少的灵药，什么呢？——时间。低估被发现需要时间，高估被戳破也需要时间。

这也是为什么人们普遍容易将价值投资与长期投资划上等号的原因。一是企业盈利的增长本身是逐步和渐进的，很少有很短时间内发生突变的；另一个原因就是外部资本注意到明显便宜、展开研究到开始买入，也需要时间。

借着本篇不标原创的机会，抄一段最适合当前环境的老司机语录给大家，来自彼得.林奇。看场景，你会以为是他针对这几天 A 股的行情波动说的，实际上是很多年前的言论了：

如果你已经决定投资股票，而不是债券的话，你就做出了一个很明智的决定。当我们这样说的时候，我们是假定你是一个长期投资者。

如果你的钱只能投资 1 年、2 年或是 5 年，那么，股票并不是第一选择。因为从这一年到下一年股市会怎么样没有人会知道。在股市调整的那几年，你如果把钱取出来的话，就会遭受损失。

对于投资股票来说，可能需要坚持 20 年或 20 年以上。因为股票的调整需要足够长的时间来恢复，投资的盈利需要日积月累。年化 11%的回报是股市的历史记录。

……

人们常在寻找各种战胜华尔街的秘籍，其实一直以来最好的秘籍便是选择那些盈利能力强的公司的股票长期持有，股价下跌并不是一个好的卖出理由。

自诩是一个长期投资者很容易，其实，现在已经很难找到一个人不说自己是长期投资者了，但当股市调整之日，真正的考验才刚开始。

没有人可以准确地预期到熊市何时到来，但当它真的来临时，90%的股票会集体下跌，这时投资者就慌了。

他们从新闻电视里听到“灾难”来形容这样的市场，他们开始担心自己的投资会跌到零，因此匆忙离场，即使割肉也在所不惜。他们安慰自己说，拿回一些本金总比什么都没有的强。

就在这个时候，这些本来号称是长期投资者的人，突然变成了短线投机者。他们让感性占了上风，忘记了最初的想要分享好公司利润成长的投资理念。

他们因为股价下跌而惶恐，匆匆卖掉股票而不是耐心等待它反弹。没有人强迫他们这样做，是他们自愿的。

可他们自己并没有意识到这一点，而是陷入了一直尝试去选时的漩涡。如果你说他们是选时者，他们肯定会否认。但是，根据市场波动来卖股票的行为实质就是选时者。

选时者试图预测短期市场波动和股价变动，并据此获得盈利而退场。但是，没有多少人可以用这种傻瓜都懂的方法真正赚到钱。如果真是这样，那这个人早就成了亿万富翁，而不是比尔·盖茨和沃伦·巴菲特了。

你试图选时，但结果往往是追涨杀跌。人们觉得自己运气不够好，但其实这是因为他们追求的是不现实的结果，没有人可以长期战胜市场。人们还认为在市场调整的时候投资股票是非常危险的，但他们忘了，踏空同样也是有风险的。

关键的几天往往可以成就或是摧毁你整个投资计划。这里有一个很典型的实例：在 20 世纪 80 年代股市上涨的 5 年中，股价每年的涨幅为大约为 26.3%，坚持长期持有的投资者资产会翻番，但其实这 5 年的大部分利润是在 1276 个交易日中的 40 个交易日中赚取的。

如果在那 40 个交易日中你选择空仓的话，你的年均收益可能就会从 26.3%降到 4.3%（其实定期存款也可以获得 4.3%的收益率，但风险更小）。

——彼得.林奇

周末愉快！本篇是重复和摘抄，预计会在两天后删除。需要的朋友，请自己复制保存。

第437篇.　　2018.8.11-加仓洋河，附对李国飞腾讯长文的观点

原创： 永远好奇的唐朝 唐书房 2018-08-11

今天准备了三个 1%买单，可惜只成交了一个。当前持股茅台 39%-，腾讯 28%+，洋河 6%+，古井 B6%+，海康 6%-，民生 H4%+，招商 H4%-，信立泰 3%-，双汇 2%+，分众 2%+，今年收益-2%。还有约 5%现金，最近市场悲观，加上明晚企鹅中报，希望本周有机会把讨厌的现金清空……



瑜 置顶

老唐有没有关注李国飞的公众号？他最新分析腾讯的这篇文章，我觉得很中要害，老唐一定要看一下哦 https://mp.weixin.qq.com/s/1xgK9HCCUrIKAuDmoLwdCA。希望老唐看了之后有什么想法，跟我们分享一下，谢谢

作者

看过。前半部分同意，腾讯对数据的利用和挖掘的确还不够，这也是腾讯未来成长的空间。在大公司里，部门之间的共享确实有大公司病障碍，日子过得太好的时候不容易解决，现在正好是腾讯日子太好的时候。有头条系的成长为例证，必须承认腾讯是浪费了一个自己本来大概率赢的机会。后面关于投资的部分不同意

后面关于投资的部分不同意，这是指挥老虎伍兹打高尔夫，完全是战略立足点上的区别。小马哥是让别人来满足微信 QQ 里用户需要、但腾讯内部满足不了或没有外部做得好的需求，而李国飞的建议是腾讯自己来提供这些服务或者控股提供这些服务的公司，这势必又倒退到“狗日的腾讯”阶段去了，是后视镜式总结。说到底，千言万语一句话，股价跌多了，就会有各类高参出来。是好事，我相信腾讯管理层对这些会有自己的认识的。

附文：

李国飞：全面反思腾讯的战略

李国飞　李国飞哲学与投资笔记　2018-08-14

第一章

过去十数年，腾讯从一个桌面即时通讯工具进化成为一个庞大的数字帝国，是全球互联网公司失控性进化的先行者和光辉典范，由于这样的一种发展方式并无先例，如何才能持续成功进化，腾讯管理层一直在努力地探索，我们也一直在紧密追踪观察，到了今天，是时候进行一次小结。

我觉得可以从两个层面总结，第一个层面是产品层面，其中腾讯最重要的产品----微信，仍然在高速进化中，微信支付取得重大成功后，小程序发展得越来越好，连接一切的能力越来越强，俨然成了一个超越 IOS 和安卓这些底层操作系统的更高级的商业操作系统，未来还有很大的进化空间。不过，产品层面的总结并不是我这篇文章的主题。另一个层面是公司发展战略层面，3Q 大战之后，腾讯的战略有了重大调整，时至今日，感觉出了比较严重的问题，有很多观察的视角，我尝试从“数据与算法”这一个视角谈谈我的认识。

腾讯宣称公司的使命就是“连接一切”，这当然非常有见地，我之前写过一篇文章《失控与投资》谈到，一个公司连接的数量越多、强度越强，维度越多，进化力就越强，公司就越有价值。我们再深入思考，连接为什么可以促进进化呢？连接这个动作本身和进化并没有关系，但通过连接，公司获得了大量的数据，正是这些数据促进了公司的进化，所获得的数据数量越多，维度越多，公司进化的潜力就越大。在数据时代，一个公司所拥有的数据是其最宝贵的资产，也是持续进化的源泉，而算法则是有效地分析挖掘数据的方法。数据与算法是如何促进公司进化的呢？

我以一个案例来解释，各种案例找来找去，我发现阿里巴巴的这个案例可能是最好的。阿里近两年推出了一个新的业务叫“盒马”，引起了商业社会很大的轰动，它既是一家生鲜超市，也是便利店，也是餐饮店，也能直接从线上选购送货到家，而且送货最快只需半小时，用创始人侯毅的说法是“四不像”。我去过多次，确实耳目一新，体验一流，我觉得未来它有可能颠覆以沃尔玛为代表的传统超市。如此惊艳的盒马是如何进化而来的呢？这种进化与阿里积累多年的数据以及相应的算法密切相关。

首先是选址，淘宝天猫积累了大量的购买及快递地址数据，分析这些数据，能给正确选址提供很大的帮助。

其次，一个店里该上架什么样的商品，对提高坪效意义巨大，例如在深圳华侨城开的一家盒马与在深圳坪山开的一家盒马，所上架的商品一定会有很大的差异，怎么决定呢？分析这一区顾客在淘宝和天猫的购物数据，会很有帮助。

第三，盒马店里有不少餐饮店，如何选择呢？分析饿了么的送餐数据，会很有帮助。

第四，超市业态竞争中，仓库和物流效率是至关重要的，阿里的菜鸟积累多年的相关设施、数据，以及各种调度算法，能给盒马提供很大帮助。

第五，半小时送货上门，对最后三公里配送的要求是非常高的，饿了么所积累的能力、数据和调度算法，能给盒马提供很大帮助。

第六，打开盒马 app，每个人看到的推送内容是不相同的，也就是所谓的“千人千面”，分析你在淘宝天猫的消费记录以及在盒马的消费记录，并调用之前已经完善的算法，就能达到这个效果。

通过以上分析，我们就会知道，盒马并不是横空出世的，它是在阿里系淘宝、天猫、饿了么、菜鸟等所积累了多年的大数据以及相应算法的基础上进化而来的，也就是说，不但需要拥有足够多的数据，同时所拥有的数据的维度还要足够多，同时各种算法还要足够好，盒马才有机会进化而来。现在也有一些公司如家乐福、永辉在做相似的尝试，看店里的布局还挺像的，腾讯也给予很多支持，但我看了一下，腾讯所支持的只是一些技术上的，如人脸识别、云服务、小程序等，而这些公司进行商业决策时所非常需要的很多大数据以及相应算法，公司本身积累得还很不够，同时腾讯也无法提供，因此与盒马的差距还是比较大的。

所有的公司本质都是数据公司，公司的业务就是在生产数据，所生产的数据数量越多，维度越丰富，公司就越有价值，同时进化的潜力也越大。马云几年来反复强调说阿里是数据公司，而不是电商公司，17 年底他接受一个采访时说：“九年前，当阿里巴巴从电商公司转型为数据公司时，我们内部有过巨大的争议，最终才决定转型。数据对于人类社会发展来说太重要了，就像上世纪的石油一样珍贵，所以我们必须着眼于数据。”阿里这几年的企业运作看起来眼花缭乱，但其实是有非常清晰的脉络，那就是疯狂获取商业各个维度的数据，光拥有数据还远远不够，还必须不断完善对数据进行分析挖掘的算法，《人类简史》作者尤瓦尔·赫拉利认为 ：“未来的上帝将不再是客户,他们将不再是经济链的顶端,经济链的顶端将是算法,算法将会帮我们做出越来越重要的决定,帮我们分析和解码客户的需求。”好的算法可以“点数成金”，没有好的算法，数据只是塞满硬盘的无用之物。

根据以上分析，**我们用一个全新的角度----数据及算法，来重新定义一家公司，一个公司从小到大，发展进化，其实要做的事情无非两个：**

1.提升算法处理数据

2.获取更多的数据。

这两件事情，腾讯都做得如何呢？下面作详细的分析。

第二章

一、提升算法处理数据

腾讯在事关公司业务发展的重大算法方面，一直没有太大的突破，作为对比，我想先介绍一下在这方面有突出成绩的字节跳动公司（今日头条和抖音的母公司）。

字节跳动公司近年来在内容分发领域凭算法优势异军突起，至 2018 年 3 月，旗下的所有应用累计用户数超 7 亿，MAU（月度活跃用户数）达 2.63 亿，月用户时长超 20 小时，到了六月底，又有新突破，旗下抖音全球 MAU 超过 5 亿，中国 MAU 超过 3 亿，DAU（每日活跃用户数）超过 1.5 亿，刷抖音成了年轻人一种新的生活时尚。在信息过载时代，“人找信息”的搜索方式效率持续下降，“信息找人”的分发方式更受欢迎，好的算法可以提升内容分发的准确度和增加用户粘性，从而显著地提高了广告的变现能力。据报导字节跳动公司 2017 年广告收入 150 亿元，2018 年 KPI 是 450 亿元。

字节跳动公司在今年 1 月 12 日公布了自己的算法，大家可以上网看一下，还是比较复杂的，其实别的科技公司如腾讯所用的算法，其原理是基本一样的，我总结了一下，简单来说由两大算法构成，一是用

户画像算法，包括兴趣、职业、年龄、性别、学历等，这个算法目的就是深度分析客户数据从而给用户打上各种各样的标签，例如“曼联球迷”、“喜欢打网球”、“喜欢看美女视频”“宝马车主”、“高圆圆粉丝”、“喜欢看段子”等等;二是内容分发算法，包括对内容特征的分析以及用户所处的环境特征分析（也就是当时用户是在办公室、家里、出差地等）。通过这两个算法的运算，合适的内容被主动推送给了相应的用户，用户喜欢，点击率自然就会高，不但提升了内容的变现效率，同时也增强了用户的粘性。我想强调一点，字节跳动公司的这几款应用，在形式上并非首创，在它们上市前早就有多款竞品，而且用户量已经有很多了，但它凭借算法的领先，迅速就实现了弯道超车然后带头领跑，最后遥遥领先，这是多么恐怖的竞争力啊！在算法的加持下，今日头条广告效果就特别好，点击率达到了 3—4%，而其他新闻类只有 1%左右，这意味着在同样流量的情况下，今日头条的广告收入是竞争对手的数倍，一旦流量数倍于对手，那么其广告收入将一骑绝尘，而随着广告收入的增长，它会反哺内容提供商，鼓励其提供更多优质内容，从而形成良性循环。这种竞争优势所形成的护城河，与电商是很像的，一旦海量买家和卖家都习惯在一个市场交易，相似策略的对手基本就没有机会了。

与字节跳动公司相比，腾讯这两大算法都做得不太好，我想谈谈用户画像算法，腾讯的客户数据从二十年前 QQ 时代就开始积累，自从微信成为全民应用后，客户数据积累就更加完善了，大家在微信里大量阅读、购物、看电影、订机票等，除此之外，大家还使用了腾讯的很多应用,例如 QQ 音乐、腾讯视频、王者荣耀、腾讯浏览器等，因此腾讯所积累的客户数据数量非常大，而且维度非常多，可以说是今日头条所望尘莫及的，如果有好的算法，应该可以给用户非常精准地画像，这会带来巨大的商业价值，对腾讯的广告业务、金融业务等都有显而易见的巨大的促进作用，但是非常遗憾的是，尽管数据非常多非常好，腾讯的算法给用户画像仍然还很不精准，近年来虽然有一定的进步，但和 Facebook、字节跳动公司相比，还差得很远，为什么呢？我向腾讯的朋友请教了一下，有两个重要的原因：

第一、腾讯的客户数据分散在各个部门成为部门的“私有财产”，至今没有内部打通，也没有一个畅通的分享的机制。我想举一个例子，是我从一个券商的腾讯调研报告里看到的，微信的广告业务，不是由微信这个部门负责的，而是由另一个部门的广点通团队负责的，我们每天在朋友圈看到什么广告，是由广点通团队开发的分发算法决定的，这个算法如果能够用上微信用户的各种行为数据，当然会精准得多，例如对一个每天发大红包的土豪，多给他推些奔驰宝马或奢侈品的广告，效果当然会很好，但是，非常遗憾的是，并没有。反观阿里，2015 年时就实施了一个非常重大的战略------中台战略，这个战略的核心就是整合阿里内部的所有数据，对内提供数据基础建设和统一的数据服务，对外提供服务商家的数据产品，几年看下来，效果显著。

第二、　没有强大的数据算法研究部门，各个部门都有自己的算法工程师，低水平重复建设，各自为政，至今没有听说有什么顶尖的研究成果。不知道是否是游戏赚钱太容易的缘故，腾讯对算法的态度令人困惑。作为对比，字节跳动公司对算法极为重视，从人才结构就可以看出端倪。据报导，2017 年时，公司一共有 1500 名工程师，其中算法工程师占了 800 名，而且还表示愿意以 300 万美元的薪水（主要是期权）招聘最顶尖的算法工程师，而腾讯有多少专门的算法工程师呢，委托分析师朋友问了一下，和字节跳动公司相比，少得可怜。

由于算法方迟迟未能取得突破，腾讯的一些核心业务发展受到了很大的影响，我举两个例子：

三年前腾讯推朋友圈广告的时候，大家非常振奋，认为有机会和 Facebook 比一比，但时至今日，当

然朋友圈广告增长也还不错，但是和 Facebook 广告金额差了一个数量级，增长速度也比字节跳动公司差得太多，为什么呢？这里要先介绍一下，朋友圈广告分“品牌广告”和“效果广告”两种，“品牌广告”是按浏览量收费的，而“效果广告”是按点击量收费的，“品牌广告”发布后，有没有达到引起客户关注的效果，很难衡量。现在广告业的趋势是，品牌商做“效果广告”的意愿远比做“品牌广告”的意愿要强得多。谷歌、Facebook 和今日头条里的广告绝大部分都是“效果广告”。几个月前看了一份券商报告说，现在微信朋友圈广告里“效果广告”所占比重还是不高，大约占五成，另外占约五成的“品牌广告“在朋友圈的收费水平是很高的，在一线城市的投放价格可以和央视一台的价格相比了，这么贵的价格当然会影响广告主的投放意愿，但是，如果算法很好，所插播广告与浏览客户喜好精准匹配，价格虽然贵，广告主还是有兴趣在这里做广告的。“效果广告”对算法的要求很高，如果与用户需求不精准匹配，用户点击自然就少，收入就上不来。也就是说，无论“效果广告”还是“品牌广告”，要卖得好，都非常依赖算法的精准度，但是，遗憾的是，这么重要的算法，几年下来，还是缺乏重大的突破。今年腾讯把朋友圈广告的条数“灰度”从一条增加到两条，但很多朋友包括我每天一般只看到一条广告，很少会看到两条广告，为什么呢？当然有用户体验的考虑，但可能还有一个重要原因是广告数量还不是很充足，现在一些分析师把腾讯广告的增长简单理解为，朋友圈广告现在每天两条，以后每年增加就行，这是一种很肤浅的认识。当然会有腾讯朋友争辩说朋友圈的“朋友生活流”广告和 Facebook 的“朋友生活流+资讯流”广告的性质并不相同，不能完全类比，这也有一定的道理，这确实会有争议，但是，我仍然认为，如果算法更精准的话，无论上“效果广告”还是上“品牌广告”，朋友圈广告的表现应该会比现在好很多倍，微信公众号广告（都是“效果广告”）的表现也会比现在好很多倍。另外，除了微信，腾讯还有很多应用，加在一起的流量是非常大的，根据最新的 Questmobile 的统计，今年六月，腾讯系移动 app 月度使用时长占中国所有移动应用时长的份额虽然有所下降，但还有 47.7%，接近一半，但变现效率很低，主要原因还是算法不过关。今年年初大家普遍乐观预期腾讯广告增长应该会有五六成，甚至更多，但最新多家大行把二季度的广告同比增速调低至四成左右，如果真的如此，那就很令人很失望了。展望未来，如果算法没有大的突破，腾讯广告的增长也不能太乐观。

再举一个例子，近两年由于抖音发展非常迅猛，腾讯下了很大决心重启微视，抽调精兵强将，并出重金奖励优质内容（曾有传言说本年度会补贴 30 亿元），同时通过 QQ、QQ 空间、大王卡以各种奖励形式强推微视，上个月还把时下最火爆的综艺节目《创造 101》的点赞机制引入微视，可以说传统上最强的拉新手段全都用上了，效果如何呢？曾经有几天时间上了 iOS 免费榜的前几名，但可惜昙花一现，很快又跌回到 100 名以外。为什么效果这么差呢？最重要的原因是微视的算法还不行，用户画像还不精准，内容与用户的匹配并不精准，微视用户的粘性就培养不起来，同样的内容，在抖音的分发效果就比在微视里要好得多。腾讯强推微视的决心不可谓不大，但是在算法没有突破的情况下，再砸钱，哪怕是 100 亿，其实都是扔到水里去的。

字节跳动公司产品奇迹般的快速崛起有分水岭一般的重大意义，那就是互联网已从传统的从流量 1.0 时代进化到了由算法驱动的流量　2.0 新时代！所谓流量 1.0，是指传统意义上的用户的浏览量，其实也是一种数据，这种数据的一个特点是，它是被动地被用户触达的，而不是主动地精准地送达给用户，原因是算法不精准，导致用户与内容不能精准匹配，这种 1.0 的流量的转化效率是很低的，这种流量的最强表现形式就是腾讯的入口流量，腾讯的 QQ 和微信作为互联网最重要的社交入口，用户量非常高，使用率也

非常高，因此通过点击它们设定的按钮（例如微信里的九宫格）进入腾讯所推荐的应用或者内容，就会带来很强的传统意义的流量，虽然这种流量仍然是 1.0 的流量，仍然不太精准，但是相比很多其他引流方式已经有巨大的优势了。好多年前，腾讯的一些产品，如果技术的差异化不是太大，通过入口导流就已经能取得很好的竞争优势，例如 QQ 手机浏览器、应用宝、QQ 音乐、手机管家等，此外，腾讯投资的一些公司，如果不太需要对用户行为数据进行复杂的分析，那么腾讯通过这种入口导流赋能，也能够帮助他们取得很好的竞争优势，例如滴滴、摩拜等，但是后来大家发现，如果涉及复杂的数据分析以及运营，腾讯即使给了它们很好的入口进行导流，对它们的帮助也有限，而且随着时间逐步递减。

字节跳动公司以抖音为代表的几个产品的后发制人，然后一骑绝尘震撼了业界，好的算法能够比较精准地匹配用户和内容，这极大增强了用户的粘性，从而可以源源不断地创造新的 2.0 的流量，从而获得巨大的竞争优势，最新的例子是，几年前腾讯新闻流量何等强大，但在今日头条的持续冲击下，已经丧失了新闻流量老大的地位并沦为苦苦追赶，但是，腾讯的算法如果不提升，这种差距只会越拉越大。再举一个例子，字节跳动公司在 2017 年 8 月上线“懂车帝”，从零开始，到今天大约一年时间，我们看一下它与成立了十几年的传统老大汽车之家的对比，Questmobile 截止 7 月的数据，它的活跃用户数已经达到 964 万，跻身行业第三，已经达到了汽车之家活跃用户数 3744 万的 25.7 %，它的次日活跃用户留存率高达 73.2%，而汽车之家只有 43.5%，更恐怖的是，它的月人均使用时长高达 826 分钟，而汽车之家只有 169 分钟，以至它的月总使用时长已经超越了汽车之家，按这个趋势发展下去，全面超越汽车之家不过是时间问题，而且就在未来两三年之内。字节跳动的算法优势，让它的竞争力变得非常强大，已经严重影响了腾讯在流量方面的优势，最新的 Questmobile 的数据，今年六月，腾讯系移动 app 月度使用时长份额从一年前的 54.3%下降了 6.6 个百分点至 47.7%，而字节跳动系的份额则从 3.9%疯涨了 6.2 个百分点至 10.1%，可谓触目惊心。

算法不但能带来 2.0 的流量，而且这种流量的转化效率比传统 1.0 的流量有了质的提升，从而极大提升了它的商业价值。举个阿里的例子，阿里也是非常注重算法的，从 2013 年起就投放大量资源进行千人千面算法的研究，大家打开淘宝，每个人看到的展示商品都是不一样的，搜索同一种商品，每个人看到的搜索结果也是不一样的，我的体验是越来越精准了。淘宝和天猫在 16 年九月更新了广告算法，效果如何？有一个指标：营销收入/GMV 可以比较好地衡量所推送给客户的广告（包括搜索广告和展示广告）的精准程度，我们可以以这个数据的前后对比来进行客观的比较，2016 年第四季度这个指标是 2.38% ，而上一年同期是 1.97%，效果明显增长了 20.8%，2017 年第一季度同比增长了 16.35%，第二季度同比增长了 27.89%，第三季度同比增长了 24.35%， 这意味着什么？意味着算法的提升每年可以给阿里贡献百亿量级的利润，同时让客户的忠诚度大幅提升。

小结一下，流量 1.0 是不精准的转化效率较低的流量，流量 2.0 是比较精准的、转化效率大幅提升的流量，商业价值较流量 1.0 有了质的飞跃。从流量 1.0 时代进化到流量 2.0 时代，相当于从马车时代进化到汽车时代。

在零售领域，腾讯和阿里在打一场大战，都说给零售企业“赋能”，腾讯赋能是指提供微信支付、云、小程序、Ai 等的能力，但不涉及双方数据与算法的融合，我们可以简单总结为“技术赋能”，而阿里不仅可以提供类似的“技术赋能”（当然提供的技术方面并不完全相同，例如它没有腾讯非常强调的小程序，但是阿里最近已经在公测阿里版小程序了），更重要的是，它要求双方数据的高度融合，以大润发为例，

它的商品、支付、会员等数据，已经与天猫、支付宝、盒马等完全打通，同时提供了诸如悬挂链、仓储、三公里配送等的算法及相关能力，我们可以简单总结阿里还给零售企业进行了“数据与算法赋能”。由于双方对零售企业赋能改造的时间还不长，现在断定胜负还为时过早，但是我相信，在流量 2.0 时代，从长远来说，“数据与算法赋能”会越来越强大，腾讯也要紧跟这一重大的趋势。最近一则消息引发了零售业的广泛关注，星巴克在 2016 年 11 月和腾讯达成战略合作，声势很大，但一年多来一直停留在接入微信支付以及在小程序里发送礼品卡这些表皮上，今年 8 月，随着双方排他协议即将到期，星巴克牵手阿里进行有相当深度的全面合作，最重要的是它居然同意把公司最重要的资产----中国区的全部会员与阿里打通，令人大吃一惊。星巴克为什么作出这种改变，背后原因值得我们深思。另外，值得注意的是，阿里和星巴克并没有股权投资的关系，这样一种合作模式，给数据获取提供了新的思路，别人之所以愿意与你交换自己手上非常值钱的数据，是因为你手里拥有的数据也很值钱，交换之后，双方拥有的数据都增加了，也都增值了。你手头拥有的有价值的数据越多，就越多人愿意与你交换，即使不是控股甚至完全没有股权关系。

在流量 2.0 时代，未来社交产品会发生什么变化？不妨预测一下，我认为，未来的社交产品一定能够显著提升社交的效率。举个例子，今天有十个人加我微信，如果我想从中找个志同道合的朋友，我需要和十位朋友通过微信经常聊天，可能还要线下饭局聚会，太累了，而且效率还非常低，微信其实拥有我们各种喜好的数据，如果它有好的算法进行分析，就能给出我和某一位朋友的匹配度，如果比较高，我们就多联系，或者在我的同意下，我愿意把我的兴趣与朋友共享，比如我很喜欢潜水摄影跑马，微信用算法分析一下全部好友的大数据，发现我的好友中有几个也有同样强烈的爱好，匹配一下，那么我交友的效率就会有质的飞跃。用算法可以提升熟人社交的效率，那么再推广一下，如果我们想认识志同道合的陌生朋友，又何曾不可以借助数据与算法的力量？陌陌上可以认识陌生朋友，但契合点是荷尔蒙，这还很不够，不够是由于它拥有的数据的维度不够。微信未来进化是最有条件的，因为它拥有的个人数据最多，但它必须提升算法。我预测未来社交工具的这些进化，未必一定要在微信这个工具里体现（以我对张小龙的认知，他一定不愿意在微信里做这种尝试，因为这可能会违背他坚持的“去中心化”的理念），试想一下，如果腾讯新推出一个新的社交工具，可以用微信号登陆，使用的人需要愿意授权它利用在微信里积累的个人兴趣的数据，用来进行熟人甚至陌生人之间的交友，这样的一个基于大数据的社交工具，如果精准的话，我觉得应该会有很强的需求。此外，字节跳动公司所拥有的个人数据也越来越多，它越来越知道你喜欢什么，而且算法还很领先，它想切入社交可谓路人皆知，未来它一定会推出自己的社交产品，如果微信团队不思进取，未来就一切皆有可能。

二、获取更多数据

更多数据不仅包括更多的数量，还包括更多的维度。如何获取，有两种方法，一是内部产生，通过不断开拓新的业务，二是外部输入，通过资本投资。很遗憾腾讯这两种方法都使用得不够好，令人很不安。为什么会这样？我觉得和它 3Q 大战后腾讯所执行的战略有密切的关系。

我们先回顾一下腾讯的发展史，腾讯是 KK 所预言的失控性进化的典范，阿里也是，我之前写过一篇文章《失控与投资》有过比较详细的比较，阿里进化更多属于自上而下的“失控”，领导人规划进化的路径、方向和策略，率领公司员工奋勇开拓，员工最重要的任务是“相信”，而腾讯进化则更多属于自下而上的“失控”，大部分创新并不是领导规划出来的，而是由各个部门自己尝试探索出来的，腾讯历史上最重要的几个产品如微信、QQ 空间、QQ 秀、《王者荣耀》都是通过这种方式横空出世的。在 3Q 大战之前，

腾讯非常鼓励各部门进行天马行空的各种尝试，当时腾讯全面出击，所涉及的业务几乎遍及当时互联网的所有业务，有的是源于原创，更多的是源于“抄袭”，那时腾讯产品的竞争力非常强大，大部分都能做到业内数一数二。腾讯今天为什么能够拥有维度众多、数量极大的各种数据，其实那些数据源很大一部分都是那个时候通过自下而上的各种业务开拓而诞生的。3Q 大战后，腾讯领导确立了新的发展战略，变化非常大，主要内容是：公司使命就是“连接一切”，公司业务聚焦于 “两个半”业务（两个是指社交和内容，半个原来是指金融，后来改为互联网+），其他业务交给合作伙伴来做（马化腾形容是把“半条命”交给了合作伙伴）。

腾讯的这个战略实施后，市场上所有的竞争者都如释重负。腾讯过了几年原来竞争对手交口称赞的舒服日子。到了今天，细细复盘审视，这个战略已经给腾讯的竞争力造成了非常严重的负面影响，我先把这个战略问题作详细分析，然后再谈这个战略是如何极大地影响了新的大数据的获取，因为两者是有直接的因果关系的。

这个战略的主要问题包括：

1.腾讯进化严重依赖自下而上的创新，3Q 大战之前是如此，3Q 大战之后腾讯就脱胎换骨了么？没有，仍然如此，而且这正是腾讯失控性持续进化最重要的源泉。客观地说，腾讯领导层对未来的前瞻性思考，一直就很一般，有一段视频，2010 年有一个高峰论坛，主持人请马云和小马哥谈谈对云的看法，马云说“我们自己公司对云计算是充满信心和希望，我们觉得又找到了一个新的矿产”，小马哥说：“这的确是有想象空间的。可能你过几百年、一千年后，到阿凡达那时确实有可能，但现在确实还是过早了。”还有一个例子，公司领导当年决定把业务聚焦于内容，但是居然把微视这么重要的视频内容应用给停了（不再更新），这绝对是非常短视的行为，回顾这两段历史，不是为了黑小马哥，而是每个人都有其长处，也有其短板。今天腾讯领导仍然鼓励各部门积极创新，但是，把范围缩窄到如此具体的范围，创新就很艰难了，这几年腾讯发布的非游戏的新应用比之前少了很多，而且除了全民 K 歌勉强还算不错之外，几乎没有一个有影响力的，而且，更糟糕的是，即使新应用在“两个半”范围内，仍然有可能属于违规，举个例子，去年有一个团队新出了一款新闻应用“立知”，第二天有一家公司跳出来说这款产品和它之前推出的一款应用“即刻”相似（实际上这款产品在市场上并不算成功，用户并不多），仅仅这个原因，小马哥亲自叫停了“立知”这款产品。按小马哥这个逻辑，只有原创，腾讯才能推出新应用？连模仿都不行了？这不是自废武功吗？在这样的一种思想指导下，员工怎么会有积极性进行各种创新尝试呢？

腾讯以前对互联网层出不穷新冒出来的商业模式总是密切关注、紧紧跟随，现在的态度却是冷淡麻木，似乎与连接一切相比，这些都不重要，有文章说得很尖刻，腾讯现在的情况是刀枪入库，马放南山，有敌人就花钱投合作伙伴出来迎战，荒废了好几年，已经不太会打战了，这样的状况令人非常不安。马化腾说要把自己能做的范围定到“很薄的一层”，“最关键的是定位要定好，有为有不为。别人能做好的就让别人去做，千万不要去抢。”腾讯自我设限，可能是担心自己太强大，只手遮天，有所为有所不为才能打造一个百花齐放的生态圈，多年前这么考虑可能是有道理的，因为当时互联网产业还很弱小，腾讯的业务基本就等于互联网的全部业务，但是，发展到今天，已经没有专门的互联网业务了，因为互联网已经普及成了一种基础设施，或者说所有业务都已经成了互联网业务，另外，在流量 2.0 时代，腾讯产品的竞争力已经有所下降，不少产品并不占优，也就是说腾讯当年的那些顾虑都已经不存在了，阿里谷歌亚马逊等也在努力打造一个以自我为核心的生态圈，但从来没听说它们要主动限制自己的业务范围。**长久以往，腾讯赖以**

起家的那种生机勃勃、百无禁忌的创新精神将受到重创，腾讯极为倚重的自下而上的创新之路就会被人为地堵塞，这是一件非常严重的事情！简直事关腾讯的生死。如果内部放开自我设限，是不是意味着什么都做呢？当然不是，标准可以讨论，以我之见，最重要的标准是新设业务所产生的数据是否重要，或者是否可以给腾讯的大数据增加新的维度。

2、未来颠覆腾讯的产品，可能来自各个角落，甚至我们完全想象不到的角落，只做“两个半”，也就意味着我们只在“两个半”领域进行防守，除此之外全不设防，但是，万一领导们判断错了，对手从别的角落杀出来我们才恍然大悟，仓促应战，岂不是悔之晚矣？今天抖音已经在尝试做社交了，通过一款大红大紫的短视频产品曲线进入社交，是否成功还有待观察，但这样一种进攻方式，腾讯领导当年可曾预测到了？未来一定还有更多类似的挑战，腾讯领导已经智珠在手，算无遗策了么？KK 说颠覆式创新有一个重要特征，那就是从传统巨头的技术和市场边缘艰难成长起来，他宣称，那些现在垄断的互联网巨头将来会被那些来自于边缘的创新公司所颠覆。KK 的这个警告，不知能否警醒腾讯的领导们？

3.腾讯领导似乎认为只要加强微信“连接一切”的能力，腾讯从此就可以高枕无忧了，其实不然，我们仍然从数据的角度看，商家通过微信连接客户开展业务，腾讯能拿到的数据只是登陆的数据，如果通过微信支付进行交易，还能拿到交易总金额的数据，但更有深度更有价值的交易数据，例如商品名称、单价等，腾讯是拿不到的，微信通过连接所获取的这样一些数据，维度还太单一。另外，腾讯虽然号称拥有的数据的量和维度都很多，但是，客观来说，泛娱乐的数据是主要的，搜索数据、电商数据、线下数据少得可怜，难道不需要补充吗？在获取数据的饥渴性方面，阿里远远超过腾讯，客户通过淘宝天猫交易，阿里不但知道交易的金额，而且还可知道商品的种类、价格等更重要的数据，含金量应该比只知道总金额的微信支付数据高得多，但是阿里并不满足于此，而是继续通过创立蚂蚁金服获取金融数据，创立菜鸟获取仓储物流数据，收购饿了么获取餐饮数据，创立盒马直接获取线下经营的各种数据等，经过几年努力，已有大成，为未来持续失控性进化奠定了深厚的基础。

4.全面反思一下腾讯的投资策略，越想越觉得不安。腾讯把“半条命”交给合作伙伴，一些重要的公司还提供九宫格等流量支持，腾讯投资这些合作伙伴当然是有必要的，但是还有一个非常关键的问题是，腾讯应占多少股份才合适，我觉得这要视乎这种业务是否重要，如果重要，我们就应该努力取得控股权，如果不能如愿控股，我们也应想方设法进行深度的业务合作，以取得双方数据的交流或合作，这样也能对腾讯的竞争力有一定的促进作用，但是，复盘腾讯的各种投资，却很少看到这样的案例，腾讯绝大多数的投资，都只安于做一个安静的小股东，其实就是一名普通的财务投资人而已。举个例子，电竞直播绝对是腾讯非常核心的内容业务，腾讯拥有玩家和游戏的各种核心数据，又财大气粗，按道理做成电竞直播业务的老大，是理所当然的事情，但是居然就是做不好，这说明腾讯的产品力严重下降，令人唏嘘感慨。市场做得好的是斗鱼，既然自己做不好，那么就收购吧，由于斗鱼当时的业务发展非常需要腾讯的支持，包括游戏资源还有资金，每年还巨亏，腾讯如果提出控股，应该是有很大机会的，但是，腾讯 2015 年投资时只占了约 20%的股份，后面虽然跟投了，占有了更多的股份，但也没达到控股的程度，等它现在成长壮大后，再谈控股就很难了。不控股，就意味着不能把它吸纳为腾讯内部业务的一部分，就不能取得对方的核心经营数据，对腾讯的核心竞争力几乎没有帮助。类似的例子很多，搜索业务的数据重要吗？电商业务的数据重要吗？如果是重要的话，我们就应该想方设法去控股目标公司，去获取它的经营数据，否则做一个小股东，对腾讯这种体量的公司，基本是毫无意义的，设想一下，如果腾讯控股了搜狗或者拼多多，从而

把它们纳入腾讯的内部体系，对腾讯是一件意义多么重大的事情，这种收购是需要合适的时机的，只可惜，腾讯一次又一次主动地丧失了这种机会。顺便提一句,搜狗的市值都跌到 35 亿美元了，为什么不把它私有化了呢？常看到腾讯投资了一点小股份就说“布局”了某某行业，例如买了点快手股份，就宣传布局了短视频行业，我就觉得挺奇怪的，小股东而已，这些公司发展得再好，与腾讯何干？这个神秘的“局”布在哪里了呢？当然适当作一些财务投资也不是不可以，但是要严格控制规模。纵观国内外大的科技公司如亚马逊、谷歌、阿里等，每年都耗资数以十亿美元计进行各种投资，大部分都采取全资或者控股的方式进行，最新的轰动业内的案例是阿里为了彻底把饿了么融入体系，以 95 亿美元的高价把饿了么全资收购了，比较一下，腾讯的这种投资策略确实是非常另类的，感觉是一家普普通通的 VC 或 PE 公司的策略，而不像一家立志提升自我核心竞争力的超级科技大公司应有的作派。

腾讯最近几年股权投资非常激进，2017 年腾讯对外投资额高达 1023 亿元了，今年第一季度投资额高达 540 亿元，这种投资中绝大部分都是只做小股东、不能获取核心数据的财务投资。投了这么多，最近不少公司正在陆续上市，最新的一个例子是，投资三年的拼多多上市了，300 亿美金市值，腾讯有 18%的股份，也就是赚了几十亿美元，从投资收益的角度来看是极其成功了，但是资本市场会由于腾讯的这次成功投资而提升腾讯估值吗？事实告诉我们，不会，最近腾讯的股价并没有因为拼多多的上市而上涨，相反最近跌个不停，资本市场的逻辑很简单，这只是一笔成功的投资，但对腾讯的核心竞争力影响非常小，而腾讯是一家科技公司而不是一家投资公司，也就是说，腾讯每年花费一两千亿巨资进行了大量撒胡椒面式的财务投资，即使能赚钱，对提升腾讯的股价几乎没有帮助，甚至还可能有负面影响。

总结以上四点，我认为，腾讯 3Q 大战后所制定的这个战略，不排除在当时有其合理性，但时至今日，已经暴露了非常严重的问题，要尽快加以调整。

我们从数据这个维度来分析这个战略的缺陷，会特别的简单和清晰。腾讯的业务只集中在两个半中，几乎不再涉足新的行业，同时投资绝大部分是只做小股东的财务投资而不谋求获取核心经营数据，这样一来，腾讯获取新的更大量更多维数据的渠道，就变得很窄了。从长远进化的角度看，会带来灾难性的后果。

我有一次和腾讯的一位好朋友讨论腾讯这种投资策略，他说，也许大家没有留意，腾讯自从四年前张志东退休之后，就没有 CTO 了，对一家高科技公司而言，没有 CTO,意味着什么？腾讯对数据其实并不在乎，如果它在乎，它早就内部整合了整个公司的数据而不是像现在这样四分五裂，如果它在乎，它早就花无数钱和心思完善各种算法以利用这些数据，自己公司现成的数据它都不在乎，它又怎么会在乎收购的公司的数据？而且即使它拥有了这些数据，它也没有好的算法加以利用，有和没有又有什么区别？

说得如此在理，我竟无言以对。

第三章

这个时代已经高速进化到数据时代，分析数据的算法成了一个公司最核心的竞争力，我觉得腾讯似乎还没有作好充分的准备，它的竞争力正面临严重的挑战。

腾讯现在正在开打两场重大的战争，一场是和阿里（当然，和阿里开打的战争远不止这一场），在新零售领域，一场是和抖音，在内容领域，我看了很多分析的文章，感觉都没说到重点，这两场战争的实质，是数据及算法之战！阿里挟零售业全产业链的数据与相应算法，头条挟内容行业的数据与相应算法，正与中年发福的企鹅进行贴身肉博，腾讯数据实力本来非常雄厚，可惜没有好好利用，而算法至今都没有突破，

作为小马哥的铁粉，看在眼里，急在心头。

看华为任正非的讲话，提到对一些战略机会点，要采取多路径、多梯次和饱和攻击，一个公司的核心资源，包括人才资金应该汇聚于此。腾讯的算法对它的未来发展性命攸关，是重中之重，如何取得突破？可以采取的措施包括：第一，组建高规格的研究机构，招聘世界一流的算法大师全力进行攻关，第二，还可以和一些著名的研究机构进行学术合作以求突破，第三，还可以大规模收购国内外一批优秀的算法公司，以收买技术的方式力求解决，这才叫多路径、多梯次和饱和攻击，这样的一种研发投入，比占个小股份做个财务投资，我感觉要重要一百倍，但是，遗憾的是，我只看到腾讯小打小闹作些尝试，并没看出它作出了什么非常重大的举措。

3Q 大战之后，腾讯制定了新的战略，今天看来，已经不太适应时代的发展，亟待全面调整，上一章有详细的阐述。腾讯的组织架构也已经不太适应时代的发展，突出表现为数据割裂，缺乏整合，也需要大动手术，调整的目标是什么呢？从数据这个角度看，一定要把公司内部的数据彻底打通，建立分级的数据授权管理机制，组建强大的多层次的算法团队以充分挖掘数据的价值，从而促进公司长远的进化。

腾讯在打造一个以自我为核心的生态圈，要做武林盟主必须要有盖世武功，它现在最厉害的招数就是入口流量输出，但是，这种流量仍然是 1.0 的，精准性和变现效率都比较差，**如果腾讯能够重视大数据并极大提升它的算法，把这种 1.0 的流量转化成精准性和变现效率都高得多的 2.0 流量，并用这种高能流量进行更有价值的赋能，那么，腾讯的竞争力一定会有一个质的飞跃，这是一个长久的重大的战略。**

尽管今天腾讯面临很多挑战，但是，我仍然认为腾讯未来成长空间巨大，它的社交护城河现在仍然坚若磐石，小龙创意仍然源源不断，微信发展仍然如日中天，小程序发展远超预期，微信未来有机会进化成为一个超级商业操作系统，它的商业价值还有很大的上升空间，坦率说，我认为腾讯目前的战略，已经不能支持如此伟大和颠覆性产品的发展。另外，客观审视腾讯目前的数据资产，二十年全民用户大数据的积累，就像一座金山，蕴藏着巨大的价值，只要算法方面有所突破，那么，光是广告业务的收入，对比一下 Facebook 和今日头条，就会有十倍以上的增长，同时，金融业务的价值，就足以和现在估值 1600 亿美元的蚂蚁金服比肩，另外其他很多产业也仍有很大的增长空间。现在腾讯所需要的，是一次彻底的变革，包括战略和组织机构，这一次的挑战，相对 3Q 大战那一次，我觉得更为艰巨，但是小马哥有强大的学习能力和进化能力，我相信他一定能够突破自己，放手变革，把腾讯带上新的高峰。

看待腾讯，有很多视角，今天我用的是数据与算法这个视角。数据与算法，以我对两者重要性的理解，我觉得是对一家互联网公司运营最高维度的抽象，这个视角过滤掉了许多喧嚣的表面因素和大量无关紧要的细枝末节，因而有可能是最接近本质的。我认为，从数据与算法的角度看，一个公司从小到大的进化过程，无非是在做两件事情，一是升级算法处理数据，二是获取更多的数据，而在这两方面，腾讯都做得不够好，它未来的进化之路就会困难重重。

腾讯所暴露的一系列问题，是今天才发生的吗？不是，已经发生了很多年了，只是，这些年，微信发展如日中天，手游收入一路狂飚，最近一年小程序飞速发展，腾讯股价一飞冲天，很多的矛盾，包括战略层面的矛盾都被暂时掩盖了起来，在手游高增长告一段落、业绩增速相对平稳下来的今天，大家才如梦初醒，包括我自己，看了一下我过去几年的朋友圈，对腾讯的各种举措大声叫好，对它的竞争对手如阿里和字节跳动公司冷讽热嘲，足以证明我是一个后知后觉的人，只是到了今年春节，看到了抖音奇迹般的崛起，不断挤压腾讯系产品的使用时间，还有腾讯在新零售领域与阿里作战胡乱投资一批零售企业时，才感觉腾

讯的发展战略可能出了严重问题，才开始对腾讯全面重新审视。对很多人来说，腾讯不是一只股票那么简单，而是一门宗教，任何对它的批评，都要特别慎重。我多年来一直深爱这家公司，对小马哥的能力人品非常钦佩，对张小龙的创造力极其推崇，当我意识到腾讯竞争力已经有所下滑，内心还是感到非常的失落。有人说腾讯没有梦想，我并不同意，小马哥是个有担当有情怀的新一代商业领袖，腾讯“连接一切”的愿景，是所有互联网公司中最具勃勃雄心的，如果能够实现，对整个中国的发展都是巨大的贡献。今天我从一个相对客观的视角----数据及算法这个视角，全面总结 3Q 大战后腾讯的战略，并提出自己的一些意见，可能比较尖锐，但是绝对非常非常有诚意，所谓爱之深责之切。我记得当年 3Q 大战之后，小马哥率领高管团队在全国作了多场恳谈会，鼓励大家提出最尖锐的批评，足以证明小马哥是个虚怀若谷的人，今天我的一些意见，权当抛砖引玉，恳请大家批评指正。

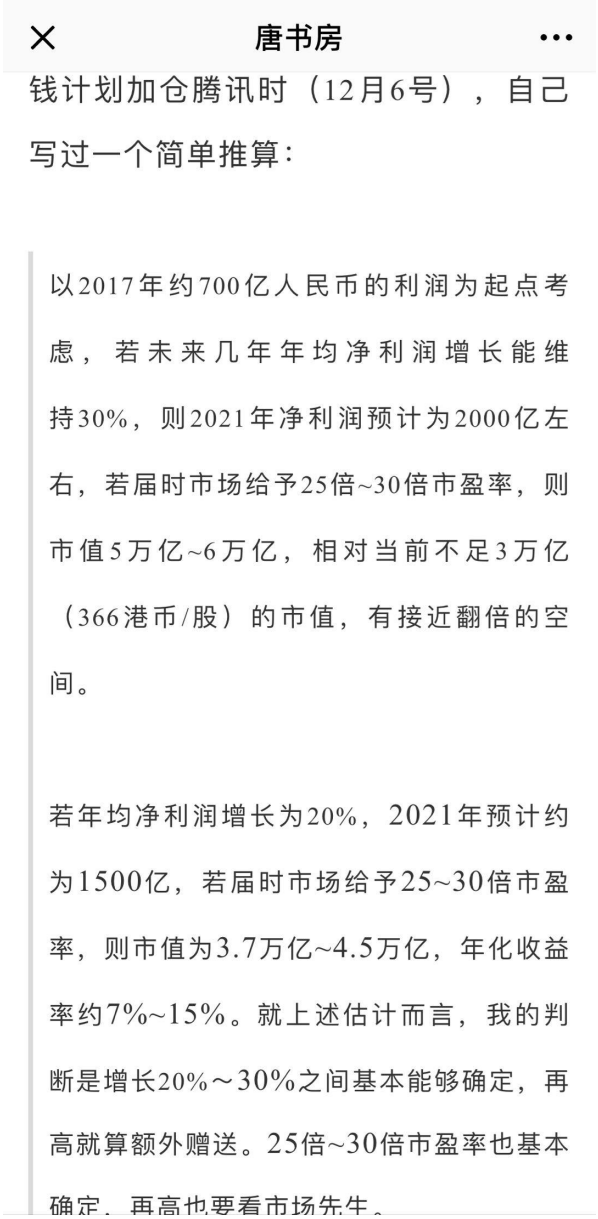
这篇文章从构思到今天完成，时间超过三个月，得到了很多朋友的帮助，特别是我的助手申文风，在此不一一列出，谨表示衷心的感谢！

文章已于 2018-08-14 修改

第438篇.　　2018.8.15-应邀打气，绝非荐股

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-08-15

应邀打气，绝非荐股，请独立思考😊。这是书房 1 月 13 号文章的截图，腾讯当下市值约 2.8 万亿人民币，企业未来的盈利能力发生什么变化了吗？我没看见🤣。我只能说，恐惧源自双眼距离屏幕太近，多抬头看看远方就踏实了✌🤺🐉



第439篇.　　2018.8.16-在别人恐惧的时候贪婪

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-08-16

今天梭啦，319.8 增加两个点的腾讯，652 增加一个点的茅台，9.66 增加 2 个点的分众，“现金仓位”基本算被我“清空”啦

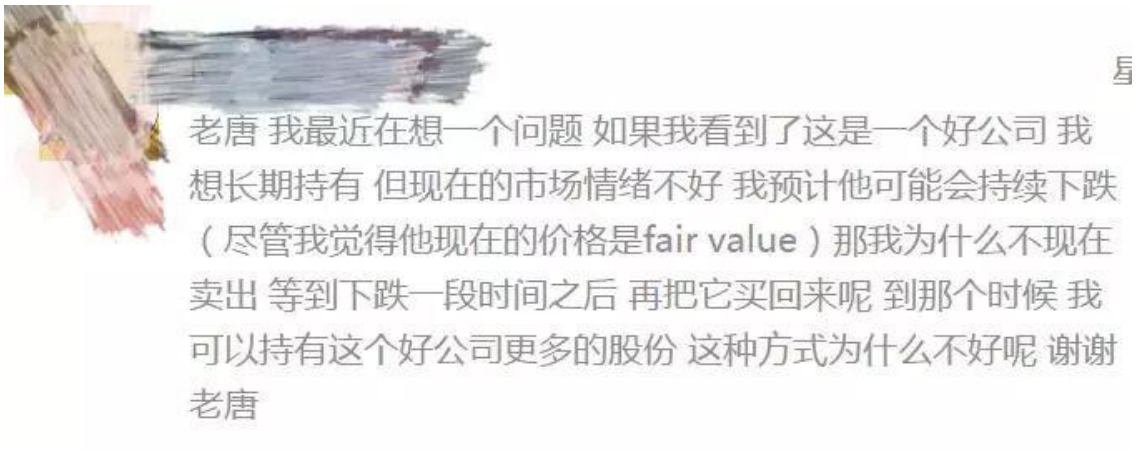




今天市场交易量不小，买的卖的都激动了。虽然不知道书房的朋友们是买的多，还是卖的多，但我知

道最近不少朋友被跌得心慌。

心慌的原因，是发现自己任何时候买进好像都买早了，任何时候卖出都是那么的伟光正。于是，开始思考“是不是应该先退出，等不跌了以后再进来做价值投资？”这样的哲学问题，随意截一个代表性的提问吧！



是啊，等它继续下跌后再买，同样的钞票可以买更多，然后再做“价值投资”，岂不是比直接硬扛的价值投资赚更多，为什么不呢？

原因不复杂，一层窗户纸，一戳就破：因为“我预计他可能会持续下跌”这句话的正确率是 50%（瞎蒙的一种婉转表达法）。当局者迷，以为自己可以预测，只不过是近因效应作祟，恰好最近的市场走势和看跌的那部分观点吻合了。

稍微拉长时间段看，对短期股价波动的预测成功率一定是高达 50%。如果不是，比如是 48%或者 52%，你或者已是巨富，或者已是华尔街和金融界大佬们座上贵宾、VIP 中 P——才华就像怀孕，很难长久掩盖，更何况你拥有的是从市场不断提款走这样一种惊人的才华。

然而遗憾的是，“福布斯排行榜上，没有一位富翁是靠预测市场发家的——彼得.林奇”。相信自己，截止目前为止，你我长的一点儿也不像摇钱树。

“在别人恐惧的时候贪婪”，口诀很容易背诵，但如果不能根深蒂固地明白“股权这种财富形态，它的价值取决于它的盈利能力。旁人的情绪性出价，只可利用，绝不可作为投资决策依据”，你就没有办法不随着大家一起恐惧。

毕竟从原始丛林里活下来的人类，一定是那些但凡听到风吹草动，不管 3721 立刻先跑为敬的人，只有他们的基因才有机会繁衍。那些别人开跑、自己装 X 先观察四周，思考思考后再行动的人，他们的基因早就在百万年前就进了狮子老虎的肚皮，变成了一坨又一坨的翔……

所以，今天的你我，胎里带的是随大流先跑为敬的基因，这真不赖你我，责任主要在我们的祖祖祖祖祖……祖爷爷和奶奶身上。要培养观察和思考的习惯，本身是逆基因的，所以能“在别人恐惧的时候贪婪”的，永远是少数，市场先生才是主流。

市场先生在哪儿？一个企业，如果价格 100 的时候你愿意买，价格 80 的时候你却开始出售，原因仅仅是“可能后面还要跌”，此时，找个镜子，你立刻就看见市场先生的真容了。

周末送给朋友们的彼得.林奇的那段话，越看越有道理，简直像昨天晚上说的。有不少朋友说没来得及存，再发一遍吧：

人们常在寻找各种战胜华尔街的秘籍，其实一直以来最好的秘籍便是选择一家盈利能力强的公司的股

票长期持有，股价下跌并不是一个好的卖出理由。

自诩是一个长期投资者很容易，其实，现在已经很难找到一个人不说自己是长期投资者了，但当股市调整之日，真正的考验才刚开始。

没有人可以准确地预期到熊市何时到来，但当它真的来临时，90%的股票会集体下跌，这时投资者就慌了。

他们从新闻电视里听到“灾难”来形容这样的市场，他们开始担心自己的投资会跌到零，因此匆忙离场，即使割肉也在所不惜。他们安慰自己说，拿回一些本金总比什么都没有的强。

就在这个时候，这些本来号称是长期投资者的人，突然变成了短线投机者。他们让感性占了上风，忘记了最初的想要分享好公司利润成长的投资理念。

他们因为股价下跌而惶恐，匆匆卖掉股票而不是耐心等待它反弹。没有人强迫他们这样做，是他们自愿的。

可他们自己并没有意识到这一点，而是陷入了一直尝试去选时的漩涡。如果你说他们是选时者，他们肯定会否认。但是，根据市场波动来卖股票的行为实质就是选时者。

选时者试图预测短期市场波动和股价变动，并据此获得盈利而退场。但是，没有多少人可以用这种傻瓜都懂的方法真正赚到钱。如果真是这样，那这个人早就成了亿万富翁，而不是比尔·盖茨和沃伦·巴菲特了。

你试图选时，但结果往往是追涨杀跌。人们觉得自己运气不够好，但其实这是因为他们追求的是不现实的结果，没有人可以长期战胜市场。人们还认为在市场调整的时候投资股票是非常危险的，但他们忘了，踏空同样也是有风险的。

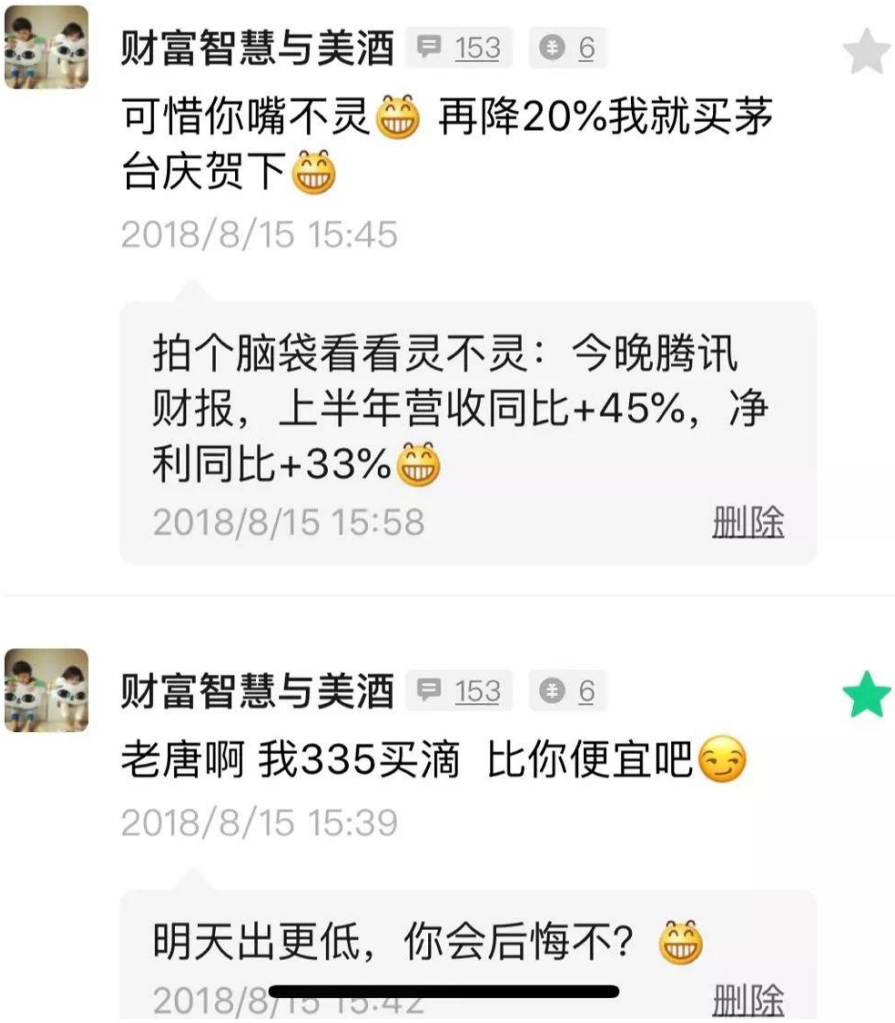
关键的几天往往可以成就或是摧毁你整个投资计划。这里有一个很典型的实例：在 20 世纪 80 年代股市上涨的 5 年中，股价每年的涨幅为大约为 26.3%，坚持长期持有的投资者资产会翻番，但其实这 5 年的大部分利润是在 1276 个交易日中的 40 个交易日中赚取的。

如果在那 40 个交易日中你选择空仓的话，你的年均收益可能就会从 26.3%降到 4.3%（其实定期存款也可以获得 4.3%的收益率，但风险更小）。

——彼得.林奇

简单聊聊腾讯中报，具体数据分析就不重复了，网上券商研报已是铺天盖地，只说自己的几点核心认识。

首先，这份中报，还真的比我猜想的要差一点儿。我原来猜想的是营收+45%，净利+33%，即上半年净利润约 435 亿。结果是营收+39%，净利+26%，净利润 412 亿。看了一下，主要差错出在对投资收益的估算上，二季度投资收益只有 25 亿，我直接拍脑袋按照 50 亿毛估估的（一季度是 76 亿）。



除了投资收益差之外，本季度里造成净利润增长乏力的，核心因素就是之前说过的两张明牌：

其一是由于政府迟迟不给大逃杀类游戏发版号，造成公司无法实施收费。相当于是自己花大力气把用户从收费厅（王者荣耀等），拽到免费厅（大逃杀类）里玩。

玩家倒是玩的开心，公司却只有支出没有进账。这个原因导致虽然手游日活跃用户取得两位数的增长，但整体收入环比一季度下降 19%（同比上升 19%），连带端游也受到影响。

其二是央行提高第三方支付机构存款准备金比例的规定，过去可以沉淀在公司手上的利息收入，变少了。

这个存款准备金比例从 4 月份开始调整为 42%，7 月份调整为 52%，逐月上升，最终要求达到 100%上缴。对腾讯而言，今年尤其是今年下半年，同比会少几十亿本来是白捡的钱。

至于其他方面，其实还蛮不错的。

比如，腾讯的基石，QQ、手 Q、QQ 空间、微信活跃用户保持的很不错，其中手 Q 和微信都还有同比和环比的增长。当然，作为合计已经覆盖 10.58 亿活跃用户（理论上所有 QQ 活跃用户，同时也基本都是微信活跃用户），未来用户数量增长空间很有限了，主要还要靠对现有用户的服务深化。

广告业务增长强劲，同比增长 39%，环比增长 32%。其中社交广告、媒体广告增长都很强劲，尤其是社交广告（朋友圈，小程序等），同比增长 55%。环比增长 27%。只有新闻广告增长乏力，是个位数的同比下降。

公司对新闻广告增发乏力的解释是：“是由於我們自二零一七年第三季起減少商業化所致”，这恐怕是

遮羞之语！事实可能就是今日头条杀的腾讯新闻及天天快报等产品丢盔弃甲。

干不过就干不过，有啥可遮掩的，知耻而后勇吧，在别处找回来——别处找回来的意思是指老唐对腾讯家的信息流产品竞争力也没啥信心。

即便为了维护用户体验（估计也因为来钱的地方多），腾讯对广告一直保持克制态度，但我认为广告业务是未来腾讯大有可为的地方。

一方面是社交广告（包括两亿日活的小程序）投放数量和同行比还有很大提升空间，另一方面是广告单价相比同行还很低，这个可以参看李国飞前两天的文章，腾讯在对数据的深度挖掘和利用上面，做的还远远不够。

这一点我相当同意，以我对微信看一看的观察，腾讯对读者的阅读偏好理解基本处于弱智水平，多次点击过不喜欢的内容，还是会持续推给我。

摆明是日子太好过了，地面上堆着大堆的狗头金，全公司忙着捡（每天净赚约 2.3 亿人民币），深挖地下坑道的苦力活，没人顾上操心。有竞争对手逼近并日渐强大，对腾讯不是坏事。

数字内容方面，付费账户同比增长 30%至 1.54 亿，证明视频、音乐、直播和阅读的商业化推进还不错。尤其是腾讯视频，会员 7400 万，同比增长 121%，保持行业领先，独播剧、自制综艺、动漫均有不错的增长。

短视频方面，QQ 看点、QQ 浏览器和微视的增长也不错，当然，这个主要还是抖音等产品带动了短视频行业的整体增长。腾讯短视频只是和自己的过去比，增长喜人，但和对手比，差距不是一丁半点儿，这个也要承认。

不过，传说中的头条系挤占了腾讯系的用户时长，从这份财报里没有发现。准确的说，是头条系将行业蛋糕做的更大了，让用户花了更多时间在手机上。腾讯系产品占用户时间的比例下降，但使用时间的绝对额还是增长的。

其他业务增长更是强劲，同比 81%，环比 10%。其中支付活跃用户超过 8 亿，线下商业支付同比增长 280%，新零售的布局对支付业务起到了很大的提升作用。云业务方面，虽然难望阿里云之项背，但受益于云业务的整体规模高速扩张，这部分也取得了翻倍的增长。

至于投资，今年腾讯的投资速度有所减缓，很少出现去年那种一天投几家，天天都有新投资的情况。比如看最近两个月的投资，一笔投资和另一笔投资之间的间隔开始拉大，如图

73	6月1日	小红书	电子商务	D轮	3亿美元	阿里、腾讯等	未透露	购物分享社区
74	6月8日	动车网络	企业服务	战略投资	未透露	腾讯、吉利	49.00%	中铁旗下唯一经营动车组WiFi业务
75	6月11日	常山北明	企业服务	战略投资	3亿rmb	腾讯	未透露	云计算
76	6月21日	大米科技	教育	D+轮	5亿美元	腾讯、红杉、云峰等	14.28%	少儿英语教育
77	6月25日	百词斩	教育	C+轮	未透露	腾讯	未透露	英语学习
78	7月3日	airwallex	金融	B轮	8000万美元	腾讯、红杉等	未透露	跨境金融支付
79	7月3日	有赞	电子商务	上市后	1.5亿美元	腾讯	5.00%	微店铺+微粉丝营销平台
80	7月3日	华人文化	文化娱乐	A轮	100亿rmb	万科、阿里、腾讯等	合计25%	中国领先的传媒与娱乐产业集团
81	7月5日	会找房	金融	D轮	数千万rmb	腾讯、源码资本	未透露	互联网租房平台
82	7月9日	肆客足球	体育运动	B轮	未透露	腾讯	未透露	足球赛事直播互动平台
83	7月10日	keep	体育运动	D轮	1.27亿美元	高盛、腾讯等	未透露	移动健身工具类应用
84	7月17日	好衣库	电子商务	B轮	数亿rmb	腾讯、IDG等	未透露	品牌服饰电商
85	7月19日	知乎	文化娱乐	E轮	2.7亿美元	今日资本、腾讯等多家	未透露	网络问答社区
86	8月4日	比特大陆	金融	F轮上市前	10亿美元	软银、中金、腾讯	未透露	最大的比特币挖矿生态服务商
87	8月7日	微盟	广告营销	F轮上市前	3.21亿美元	GIC、腾讯等	10.00%	针对微信公众账号提供营销推广服
88	8月7日	燧原科技	企业服务	pre-A轮	3.4亿rmb	腾讯、真格等	未透露	人工智能领域神经网络解决方案提
89	8月8日	知乎	文化娱乐	E轮	2.7亿美元	尚珹、腾讯、高盛等	未透露	网路问答社区
90	8月9日	blue studio	游戏	战略投资	30.49亿美元	腾讯	8.50%	大逃杀开发商蓝洞
91	8月13日	喜马拉雅	文化娱乐	E轮	40亿rmb	腾讯、高盛等	未透露	音频分享平台

投资数量减少了，也开始有侧重了，比如财报里就披露公司出售了饿了么和摩拜的股权，加强了游戏

直播和新零售方面的投资（为了强化游戏和支付）。

虽然新增投资数量减少，但今年可能会是腾讯投资部门的收割季，截止目前为止，已经多家投资对象或已成功上市，或正在递交上市文件过程中。

时间	公司	上市地	募集资金	发行市值	上市前腾讯持股
3月28日	B站	纳斯达克	4.83亿美元	32亿美元	5.20%
4月4日	spotify	纽交所	老股上市	约300亿美元	7.50%
5月11日	虎牙	纽交所	1.8亿美元	30亿美元	34.60%
7月26日	拼多多	纳斯达克	18.7亿美元	210亿美元	18.50%
	微盟	港交所			3.43%
	新东方在线	港交所			12.06%
	蔚来汽车	纽交所			15.20%
	美团	港交所			20.14%
	同程艺龙	港交所			24.92%
	腾讯音乐				53.76%
	新丽传媒	阅文收购		155亿人民币	31.72%

腾讯的投资，严格的来说，也是一种流量变现。腾讯手握十多亿活跃用户，用户总有各种各样已经被发现和尚未被发现的需求（别忘了欲壑难填，人是永远不会满足的，总会有新需求产生）。

这些需求中，腾讯自己可以满足的，就自己动手满足。自己无法满足的，就只能联合其他企业一起来满足。总之，要让爷（奶）们就懒在咱家院子里混到舒坦。

对其他企业，要么直接收流量费用——广告费，流量费，渠道费，要么将流量折价入股，通常用部分现金或资产+流量折现换取对方股权。

这个其他企业，一般来说，要么是腾讯内部战略上不计划涉足的行业，或者自己也干了但发现干不过对手的行业。

对这些企业，以小股东身份安静地做个财务投资者，一方面让自己的用户更爽，另一方面获取流量变现，这是我认为的腾讯正途。正因为此，我才在周一的次条文章下，回复留言说“不同意《全面反思腾讯战略》里反思的「只要业务重要，腾讯就应该设法取得控股地位」观点。”

综上所述，二季度除了游戏增长乏力（同比+19%，环比-19%）之外，其他部门没有什么问题，而游戏的增长乏力，要思考的是：乏力是因为游戏玩家减少了吗？是因为游戏玩家付费欲望或能力下降了吗？是腾讯的游戏产品不行了吗？是被其他公司产品抢了市场了吗？是腾讯研发团队竞争力下降了吗？……

我对这几个问题的答案都偏乐观：游戏玩家数量增长；付费能力和欲望并没有减弱；腾讯的《刺激战场》和《QQ 飞车手游》都是大热产品，《王者荣耀》、《穿越火线：枪战王者》、《天龙八部》等成熟产品也保持着相当稳定的水准；市场并没有被别家产品占据；国内乃至国际领先的游戏研发团队大部都在腾讯体内……。

乏力的核心原因，是因为监管部门暂停了版号发放，导致拥有数千万日活跃用户的产品，无法按照规划接过《王者荣耀》的氪金杖。

这是全行业共同面对的困境，不是腾讯一家的问题。我个人相信，版号发放恢复正常，只是时间问题。版号发放正常后，游戏相关收入很快就会再续辉煌（不过，这个很快应该不是第三季度，估计最快也要第

四季度才有起色）。

据说网上有传言，说监管部门准备长期冻结游戏版号发放。这种鬼故事，尤其是大跌的时候传出来的鬼故事，我选择不信。

我不信监管部门那么愚蠢，会以为不发放新游戏，游戏玩家就变性了，全力以赴去为社会主义事业添砖加瓦？最近腾讯对蓝洞增资，我理解也是对大逃杀产品能够取得收费许可的乐观态度。

同时，财报里也表达了公司针对当下情况，促使游戏重新回到增长轨道所采取的措施，原文如下（注：括号内为老唐的理解）：

➢ 將熱門戰術競技類遊戲商業化（抓紧获取大逃杀游戏版号）。

➢ 提高現有遊戲的參與度並最終實現商業化，例如《王者榮耀》推出新的生存遊戲模式（老版号里增加更多氪金方式）。

➢ 推出高 ARPU 類新遊戲，例如《我叫 MT4》自七月推出以來一直佔據中國 iOS 應用商店遊戲暢銷榜前三（推出新游。二季度有五款新游发布于 5 月 15 日之后，这是三季度乃至四季度增长的来源）。

➢ 抓住合適的國際商業化機遇，例如我們認為更符合海外玩家需求的自行開發的遊戲《Arena of Valor》及《PUBG MOBILE》。今年上半年，《Arena of Valor》已積累逾 1,300 萬的日活躍賬戶及產生逾 3,000 萬美元的月流水。於七月，《PUBGMOBILE》亦在中國海外吸引了逾 1,400 萬的日活躍賬戶（不含日本和韓國）及產生逾 2,000 萬美元的流水（向海外扩张）

因而，我的结论是：游戏的困难是暂时的，不改变腾讯的核心竞争力。游戏之外部分，发展的都挺好，没什么好担忧的。

移动互联网的行业空间还非常广大，无论是腾讯的经营部分还是腾讯的投资部分，我均持乐观态度。

继续维持 2021 年 2000 亿净利润的毛估估，以 25~30 倍无风险收益率产品市盈率估算，届时合理市值 5~6 万亿，相对于当下 2.7 万亿市值，有翻倍左右的空间。

为了大家在书房里玩的长久，玩的愉快，老唐要特别强调：

老唐所有的文章，都只是免费分享自己的观点和看法，绝非股票推荐。尤其是对于自己已经持有的股票，老唐很可能受乐观情绪影响，请勿使用“老唐推荐，我跟”之类的思维模式阅读和发言。为你自己的金钱负责的，永远只能是你的头脑。

今天刚刚送给一位读者一本书，我写上了这样一句话：“财富只是思考的副产品——唐朝”，一起送给大家

第440篇. 2018.8.17-30.33清小信，9.15买分众

唐书房 2018-08-17

30.33 清小信，9.15 买分众✌。截图是去年 8 月给小信的估值。今年五月最高到 486 亿，可惜当时无心仪目标，486 相对 450 也没有明显便宜占，遂持有至今。当前持仓%：茅台 37-，腾讯 30+，古 B6+，洋河 6-，分众 6-，海康 5+，民 H4+，招 H3+，双汇 2+，年内收益约-8%😉



第441篇.　2018.8.19-股市下跌，应该“顺势而为，减仓避险”吗？

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-08-19

最近股市持续下跌，持股的人要么看着账面盈利缩水，要么看着本金不断减少，各种后悔和反思难免涌上头来。最常见的反思有两种，一是“珍爱生命、远离股市”，一是“顺势而为，减仓避险”。前者，老唐在之前的文章里聊过，投资是每个人一生都躲不开的任务，退出股市，只是将自己用脑力或体力换来的财富，配置在长期回报率确定更低的资产上，比如活期存款、定期存款、货币基金、各种债权、房产、贵金属、金融衍生品、保险、外汇……等，是为不智。

——当然，意图依赖短期股价波动去掏别人腰包的“炒股”人士，任何时候退出股市都是英明伟大的决定，因为“炒股”几乎是确定性包输的行为（我说几乎的意思，是不排除有幸存者效应或者极少数天才真的“炒”出财富）。

今天聊后者，聊聊我们该不该在跌势之中，顺势而为，减仓避险，待局势企稳，再行杀入。

一提到“跌势，企稳”这样的字眼，我就想起畅销 40 多年、再版十余次的经典书籍《漫步华尔街》里，作者对一段股评的挖苦，原文如下：

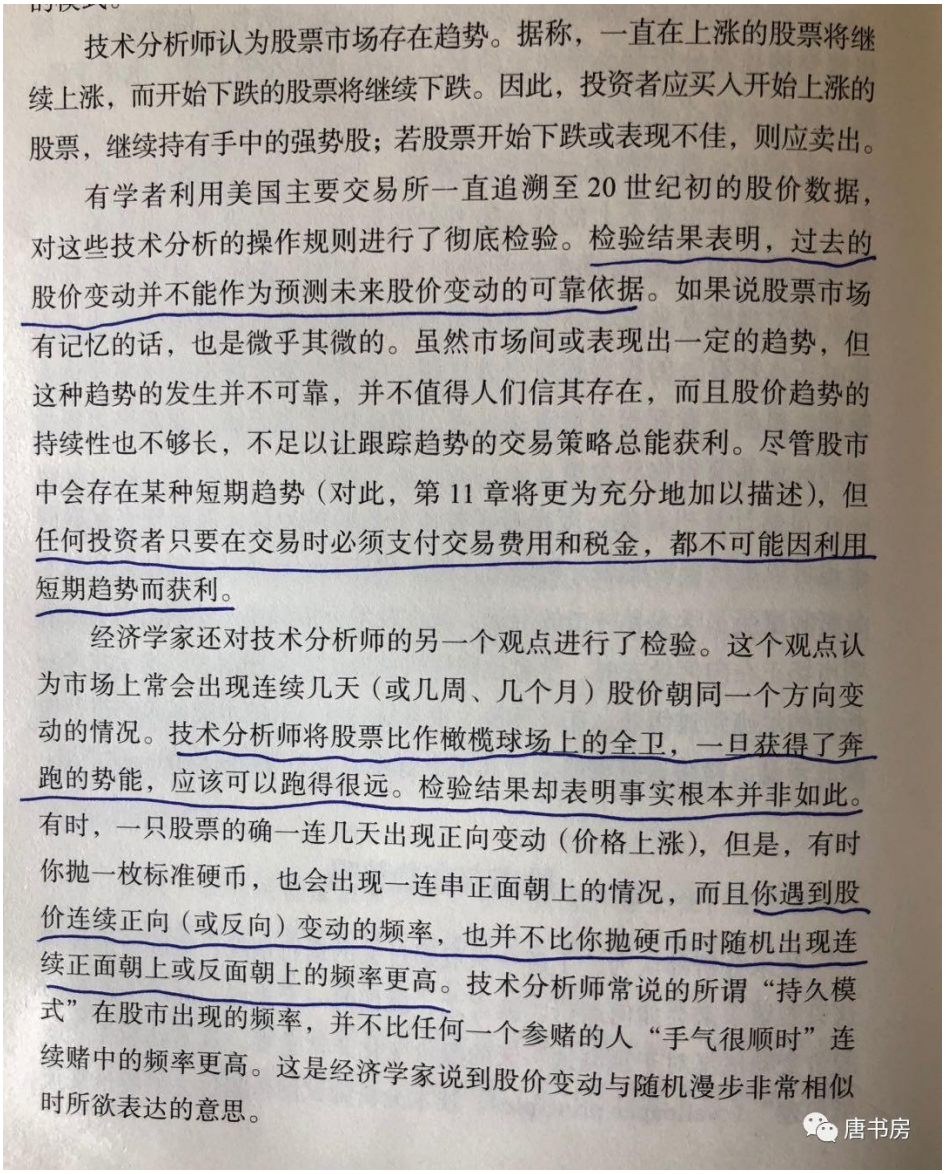
“经过一段时间能量重新积聚之后，大盘开始上扬，发出多头信号。尽管如此，支撑区特征尚未明显出现，且目前道指上方 40 点处存在一个阻力区，因而就此断言大盘将进一步展开多头行情，显然为时尚早。

如果未来数周内底部支撑得到确认，且大盘突破旗形形态，则表明大盘将进一步上扬。万一底部被有效击穿，则中期下降趋势将会延续。就目前的形势来看，投资者很可能持观望态度，等待趋势进一步明朗，同时，大盘很可能窄幅波动。”

如果你问我上面这段话是什么意思，我也无可奉告。但我认为，给出建议的分析师心里想说的是：“如

果大盘既不上涨，也不下跌，那将保持不变。”即便是天气预报，也能做得比这更好。

同样在这本书里，作者对所谓趋势是这样评价的（原文有点长，我直接拍照上图）：



技术分析师认为股票市场存在趋势。据称，一直在上涨的股票将继续上涨，而开始下跌的股票将继续下跌。因此，投资者应买入开始上涨的股票，继续持有手中的强势股；若股票开始下跌或表现不佳，则应卖出。

有学者利用美国主要交易所一直追溯至20世纪初的股价数据，对这些技术分析的操作规则进行了彻底检验。检验结果表明，过去的股价变动并不能作为预测未来股价变动的可靠依据。如果说股票市场有记忆的话，也是微乎其微的。虽然市场间或表现出一定的趋势，但这种趋势的发生并不可靠，并不值得人们信其存在，而且股价趋势的持续性也不够长，不足以让跟踪趋势的交易策略总能获利。尽管股市中会存在某种短期趋势（对此，第11章将更为充分地加以描述），但任何投资者只要在交易时必须支付交易费用和税金，都不可能因利用短期趋势而获利。

经济学家还对技术分析师的另一个观点进行了检验。这个观点认为市场上常会出现连续几天（或几周、几个月）股价朝同一个方向变动的情况。技术分析师将股票比作橄榄球场上的全卫，一旦获得了奔跑的势能，应该可以跑得很远。检验结果却表明事实根本并非如此。有时，一只股票的确一连几天出现正向变动（价格上涨），但是，有时你抛一枚标准硬币，也会出现一连串正面朝上的情况，而且你遇到股价连续正向（或反向）变动的频率，也并不比你抛硬币时随机出现连续正面朝上或反面朝上的频率更高。技术分析师常说的所谓“持久模式”在股市出现的频率，并不比任何一个参赌的人“手气很顺时”连续赌中的频率更高。这是经济学家说到股价变动与随机漫步非常相似时所欲表达的意思。

唐书房

理论不难懂，前提是我们需要**坚信自己不具备预测短期股价波动的能力**，或者说**相信短期股价波动根本就不存在某种可以被发现的规律**。

如果有，那也一定被配备超级计算机，拥有哈佛牛津剑桥斯坦福麻省普林斯顿……各类学科博士博士后，以及他们那些拿过诺奖或正奔走在拿诺奖道路上的教授们发现并拿走利润。

这些直接和财富挂钩的规律（如果存在），一定轮不上你我来发现和利用，毕竟我们是一群手拿简陋计算器、使用最基本 excel 图表、学历普遍介于高中到硕士之间、智商水平大约在 80~140 的非天才型投资者。

明白这一点后，我们做任何投资决策的时候，只需要加一句：“如果我完全不知道明天股价会涨还是会跌，我今天会怎么做，为什么？”，一切就圆满了。

由于高达 50%的预测正确率，加上大脑的选择性记忆天性，人很容易陷入懊悔之中：“我那天明明看空，却没有跑，结果跌了这么多，要是我当时跑了，那就 balabalba……”。

克服掉这种思维方式，在**做任何决策的时候，都假设你并不知道明天的涨跌，你很快就会发现，赚钱**

原来很简单。

举个例子说。被讲滥的万科投资者刘元生，1988 年前投入 400 万元人民币，呆坐 30 年至今。期间分红全部忽略，按照万科周五 22.69 元的收盘价计算，持有股份的市值是 30.36 亿（约 1.34 亿股），30 年 750 倍，年化回报 24.74%。

很多人都知道这个传奇故事，但是大部分人的第一反应是，刘元生只是被法规限制，不能卖，最终才“被迫”赚了那么多钱。等到法规允许他卖的时候，股权价值已经六亿多，这才被“价值投资者”群体扯虎皮做大旗。

然而，换个思路想，我们不去管刘元生是被迫还是主动，就假设他其实早就想卖，只是被法规所限，被迫呆坐不动。

现在我们考虑一个问题，从万科发行股票至今，全中国有权随意买卖万科股票的投资者，数以千万计，有其他人在万科股票上获得超过 750 倍的回报率吗？

我认为没有。如果有，他/她一定会暴露在万科的股东名单里，他/她也一定会被好奇的媒体挖掘出来，成为投资界又一尊大神。然而，迄今为止一个也没有听说过，数以千万人里面，一个也没有。

还有人说刘元生赚大钱，是因为买的原始股。如果愿意真诚面对数据的话，就会发现万科的回报主要还是 1995 年之后带来的（说起来，1995 年，老唐也接触股市了。诶，一把辛酸泪，不说也罢！）。

万科 1995 年末收盘价是 0.11 元（前复权价格，下同），截止今天 22.69 元（从今年 1 月的高点腰斩后的价格），年化收益率是 26.07%，比从 1988 年原始股算起的 24.75%高的多——如果从 1988 年就按照 26.07%算，今天财富总值要多出 11 亿，总回报过千倍。

同时，看万科上市以来的走势，波段和趋势可丝毫不少。无数小波段不说了，单说最近十年里的大跌，至少有 2007 年 11 月到 2008 年 9 月间跌 81%；2009 年 9 月到 2010 年 7 月间下跌 55%；2013 年 5 月到 2014 年 2 月下跌 48%；2018 年 1 月至今下跌 51%。

看上去，只要任何一个大跌幅能够躲过，甚至哪怕只是躲过一段，最终回报率也应该远高于刘元生的呆坐不动才对。然而，居然没有人在万科上赚的比刘元生更多，太不可思议了。

这个事实，简单明了的说明：冥冥中，总有某种奇怪的因素，让那些成功躲过下跌的人，同样成功躲过上涨，导致最终回报率反而变得更低。

实际上如果能以打破砂锅问到底的精神，简单地抬个杠，就能明白为什么。比如，我们拿 2005 年 7 月 7 底到 2009 年 7 月四年间那轮完整的牛熊月线图来示意：



首先我们假设某人在上图左侧第二根阳线的开盘价 1.01 元（2005 年 7 月 1 日前复权价格）介入，买入当月收盘就是 1.24 元，月赚 23%，够牛了吧？

其次，我们假设此人是顺势而为、波段操作的信奉者。上涨超过 30%后，8 月份万科从 1.32 开始跌跌不休，浮盈天天缩水，当月一直阴跌，月底最低价 1.13 元。

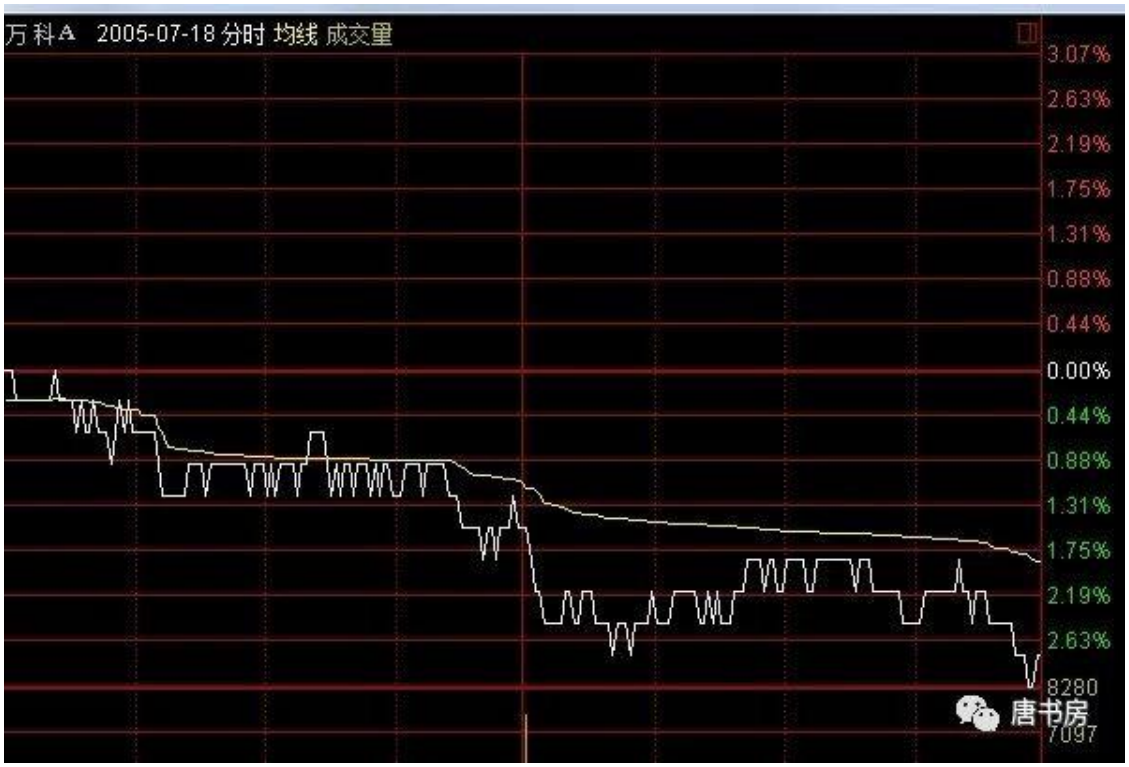
下面的截图，就是七月和八月的日线走势，你说在从 1.32 跌下去的时间段里，此人会不会、该不该跑掉？



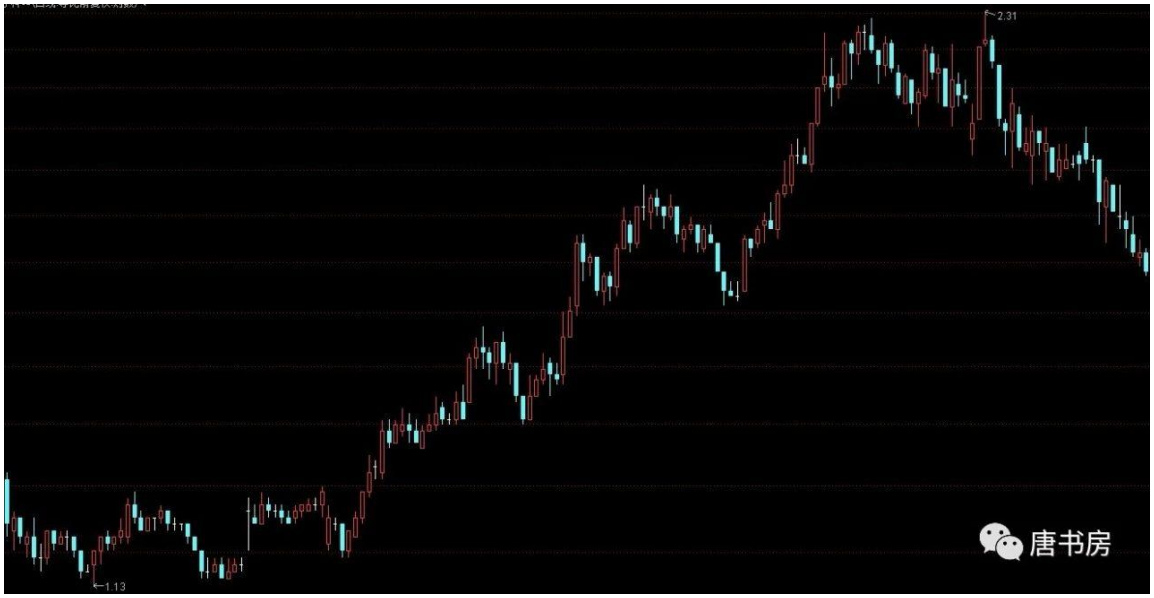
如果要跑，什么时候跑？1.32 元？为何不是 1.31，为何不是 1.30，为何不是 1.29，为何不是……？

最终你甚至会发现，有这种想法的人，说不定在 8 月 1 日大阴线（“高位”两阳夹一阴的那天）时已经跑掉，或者在第一根跳涨大阳线的上影线部分就已经跑掉了，甚至有可能在 7 月 18 日的 1.05 元附近就已经跑掉了。

为什么呢？因为那天的走势是这样的，你看是不是有“明显的下跌趋势”？眼看利润要吐光了（最低值 1.02 元），还不“顺势而为、减仓避险”？



随便截一段走势图，你会发现，这样的考验，在持股过程中，一个接一个，几乎没有断过。



哪一次下跌不是跌的危之乎、险之乎？如果心中没有对价值的认识，只是看股价走势，听宏观分析，从 1995 至今，我觉着怎么地也要跑七八十回吧？

简单的说，就是一句话：但凡觉着自己“应该”在 42 清仓的人，早在 32，22，12，1.2，甚至 0.12 就已经跑掉了，根本就见不到后面的价格。



只有那些因为某种原因，无视回调的人，最终才能获得高收益。这些原因，可以是外部约束，比如法规；也可以是内部约束，比如对企业的估值。

其实还有一个例子也很类似，段永平 2001 年起投资网易的经历：一百多万美元买入网易（按照段永平自己的说法，那几乎是当时 40 岁的他，能够动用的全部资金），持有八九年，赚了 120 多倍卖掉。

这期间，当然不是买进后就一直涨一直涨的，而是同样有多次大调整的考验。不说买进后跟着就阴跌过三成（这种绝大多数人都守得住），就是爆赚之后的大回调同样也没少遇。

比如，在2003年四季度，段永平在网易上已经赚了70多倍的时候，股价在短短的几个月内出现过腰斩以上的跌幅；又比如，在2005年底，在大约获利95倍之后，网易股价在半年内下跌了40%。

——请你设身处地的想，在这些“回撤”高达三四千万美金的过程中，该有多少老师语重心长地地提醒你“早就告诉过你，该跑啦!”

为此，段永平有句挺有名的感悟：“0.8美元买网易股票的不单是我一个人，但坚持持有到100美元的就不多”。

再拿老唐自己的第一重仓茅台来说。茅台自登录资本市场17年来，涨幅一百多倍，年化回报超过32%。这个过程中，价格波动、媒体利空、市场恐慌，少过吗？

远的不说，仅仅从2013年起，老唐公开在《证券市场周刊》及雪球大量发表文章分享后算起，至今也有2014年4月~6月从180元跌至140元以下，跌幅22%；2015年5月~8月从290跌至166元，跌幅43%；今年1~4月从799跌至645，跌幅20%；以及这次从803跌至630元，跌幅22%。

2014年1月1日至今，呆坐不动的茅台，股价还有5.6倍涨幅。“顺势而为、减仓避险”的那些聪明人，赚到5倍利润了吗？

这次也不例外。在我看来，“见势不对就化妆撤退”的人，虽然口号是“留得青山在、不怕没柴烧”，但结果一般就是扮演资本的临时保管员角色，最终是真把自己的资本当做柴烧。

想得到一片青山？不大可能的。因为担心被风吹折，所以还是小树苗的时候，就已经砍掉做了劈柴，完成了所谓的“落袋为安”。他们的生命里，重复的是播种、砍小树苗当做劈柴，再播种，再砍……的过程。没有承受狂风暴雨的准备，成不了大树，变不成青山。

当然，坚守也是有要求的，并不是随便买进一家企业，然后抵死不卖就可以赚到钱。如果你买的是保千里、乐视网、长生生物、海润光伏……，那很显然，当然是你越坚守、结局越惨。

恰好，如果你不是盯着市场价格的顺势而为者，而是盯着企业价值的投资者，你几乎不可能买中它们。这些被趋势投资、概念投资者追捧的骗子股、题材股、庄股，几乎就没有经历过市值低于内在价值的阶段。

把注意力从股价上挪开，将思考放在企业内在价值上。只要企业的内在价值远高于市值，你在买入的瞬间就已经赚钱了，剩下的，只是个兑现的过程。

盯着市场价格还是企业价值，是投机和投资的核心区别。当股价下跌时，盯着股价的投机者和盯着企业价值投资者，态度可能恰好相反。投资者看到股价下跌，往往很高兴，因为同样的东西可以打折买了。而投机者想的是这公司是不是出事了，热点是不是转换了，庄家是不是跑了……我还是赶紧闪了为妙。

再重复一次：所谓价值或者内在价值，简单的说就是对资产未来真实盈利能力的作价。好比在其他条件相同的情况下，一台每天能印刷出200张百元大钞的印钞机A，其内在价值是另一台每天印刷100张百元大钞印钞机B的两倍。

如果遇到AB市价居然相等的美妙时刻，立刻用B换入A。换入的瞬间你已经赚了，未来某段时间，或许A的市价只有B的50%，然而，只要你没有被迫在那时出售，你一定看得到A≥2B的时候。这个A≥2B的时间，来的越晚，你的回报率越高。投资，就这么简单。

记得在2015年，那是一个股市涨的令很多朋友心慌的时候，我曾在雪球仿毕淑敏的一段调侃：「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。」

今天，我把它改一个字，送给跌的心慌的朋友：「怎样度过熊市？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。」

给点时间，我们大家里面也会涌现周元生、王元生、张永平、邓永平……的，我坚信。

周　末　愉　快！

第442篇.　　2018.8.20-清仓双汇，买入分众

唐书房　2018-08-20

刚游完泳遇到心理价，在更衣室调仓，哈哈哈😊😊！均价 21.98 清仓双汇，均价 8.68 买入分众。从成交记录看，不多的买入（约 2%仓位），一屏都没显示完，全是碎单卖出。当前持仓%：茅台 37-，腾讯 31-，分众 8-，洋河 6+，古 B6-，海康 6-，民生 H4+，招行 H3+，年内收益-6%✌



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

唐书房　2018-08-24

跌的老唐不敢说话了？😊本周老唐市值上涨 3%多，若周周如此，年收益会超过 365%。知道期待年化 365%是荒谬的，自然明白涨后必有跌，就像月圆之后必有月缺。波动如同日出日落，是股市铁律。要成为赢家，请盯着价值，淡然面对。还是那句话：恐惧源自双眼距离屏幕太近，多抬头看看远方就踏实了🤝🧘



第444篇.　　2018.8.25-股市赔钱的模式根源

唐书房　2018-08-25

刚刚看到一篇文章，得知美帝股市昨晚创造了史上最长牛市记录：3543 天。老唐有冲动就此写篇文章聊聊，可惜今天约了人在市中心吃饭，大概四点左右就得出发。

时间不够，索性写个半拉子，留个框架给大家思考，算是周末作业吧，说不定效果比我直接写出来更

好。

在美帝这近十年的牛市里(2009年3月9日至2018年8月24日),纳斯达克指数累计涨幅高达508.92%,位列全球主要股指涨幅榜首位,标普500、道琼斯工业指数涨幅分别为318.07%和287.16%。

同期,中国投资者习惯看的大盘“上证综指”,涨幅24.46%。不过,上证综合指数由于指数编制上的Bug,并不能代表投资者所处的整个市场。

这些Bug主要是:①银行股+石化双熊的市值权重设置过高(约75%权重);②股票分红不做调整,按照自然下跌计算;③新股上市第11个交易日计入指数基准;④不包含深圳主板、中小板和创业板股票,代表性不完整。

若以更有代表性的万得全部A股指数(简称万得全A,代码881001)观察,当前3638.97点,相对2008年低点1207.43,涨幅也有201.38%,虽然低于同期道琼斯指数涨幅,但没有感受到的那么不堪。

十年三倍,年化收益率11.66%,远超同期所有债类或理财类资产收益率。

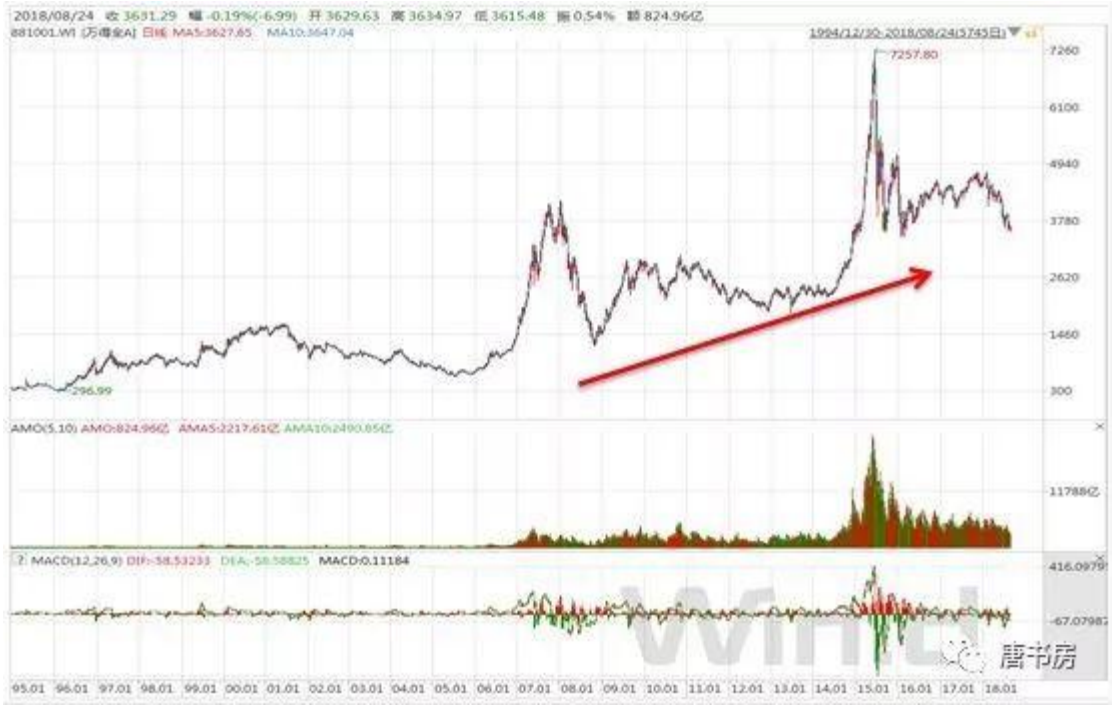
再看个股,据wind资讯数据,截止8月24日,A股上市公司中有468只个股突破2007年10月16日牛市高点,其中有61只个股上涨超过10倍。

468家公司与全市场三千多家上市公司相比,只能让老唐想起自己的那枚印章“多看一二”——人生不如意事十之八九,多看一二;股市垃圾十之八九,多看一二。

然而,在这市场整体十年三倍的过程中,无论是抽样调查还是直观感受,很显然,不要说十年三倍的平均盈利水平,大多数人可能是连本金都赔在市场里了。所以“啥家庭?买A股,家里有矿啊?”的梗,才流行于网络江湖。

那么,究竟是什么东西阻挡了这么多人,在一个年化收益率11.66%的历史里,反而大幅亏损呢?

下图是万得全A指数走势图。



如果将十年三倍的走势,从2008年的低点划一条线到昨天收盘(类似图中的红色箭头线),我相信绝对不会有人赔钱。

年化11.66%啊,一定是个个赚的笑嘻嘻。然而,明明全部在红色箭头线之上运行的曲线,却有大把人

赔的惊天动地。原因何在？

我认为**根本原因是“投资者将股票视为了博弈筹码，而不是企业所有权的凭证”**。

在这种思维里，投资者的关注点是股价变化上，结果就是：

①被波动诱惑：杠杆放大，抄底逃顶，击鼓传花，期望每日都能有赚；

②被波动吓倒：持有现金、摊薄成本，控制回撤，期望股价永在成本之上；

③流动性诅咒：涉足太多，随意买卖，止盈止损，总是想在开盘时做点什么；

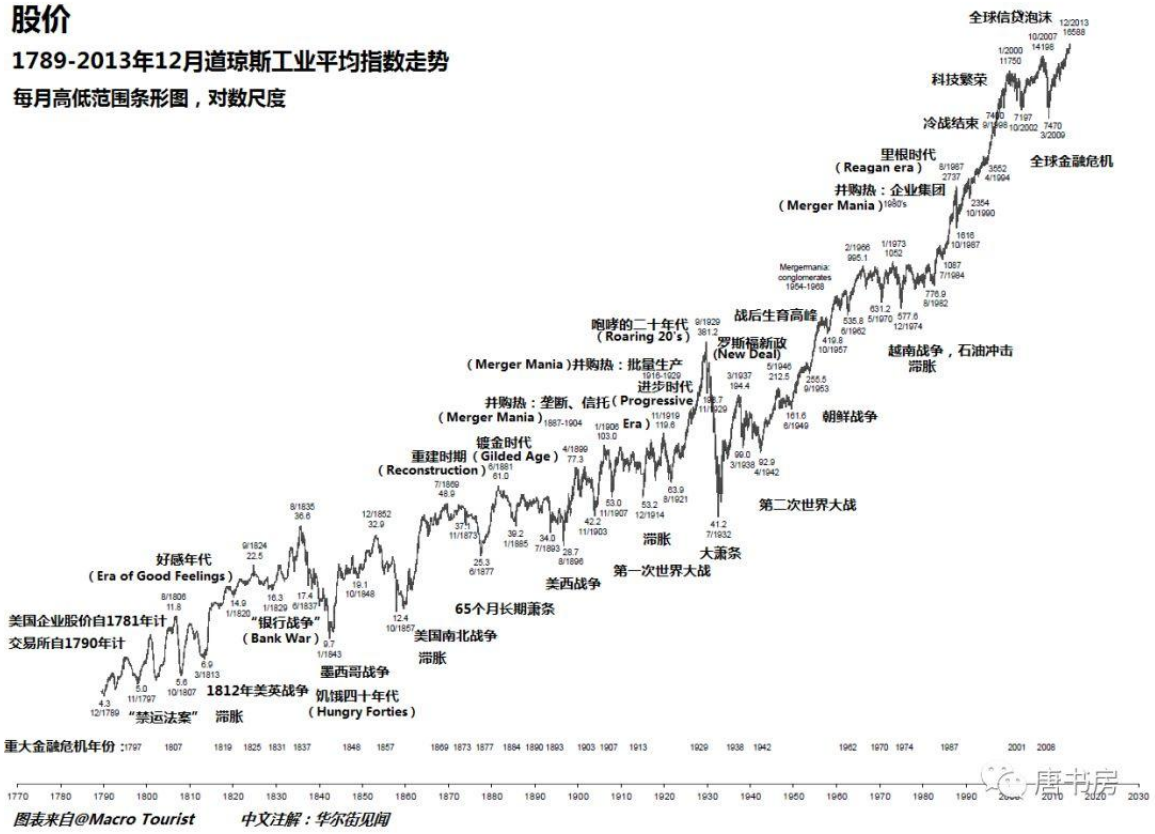
④……还有什么，请补充！

这上面每个词的背后，都埋葬有大把金钱。如果愿意，我相信大部分朋友，都能直接结合自身的真实案例，就上面某个词或者某几个词，写出生动而深刻的思考来。

欢迎展开成文——短的可直接留言，长的请发邮箱。

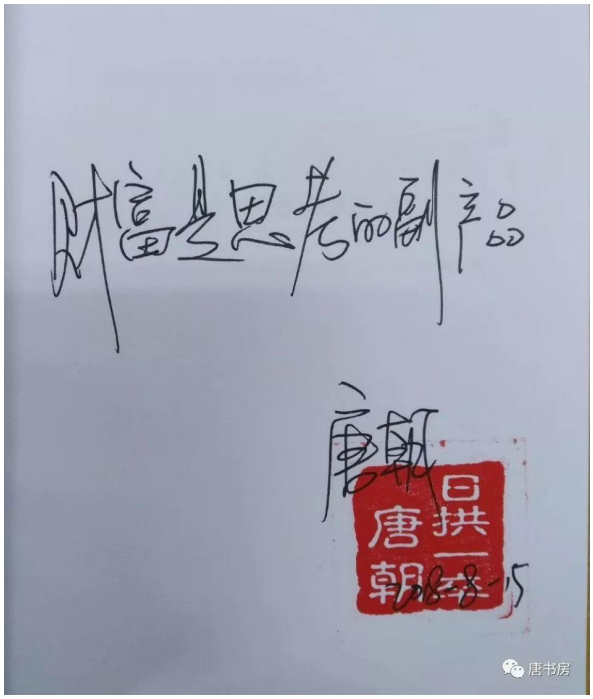
打破砂锅问到底的思考这些宝贵的赔钱经验，然后“知道会死在哪里，就永远不去那儿”。如此，再想赔钱，就会变得非常非常困难。

附上过去 200 多年美国道琼斯指数的走势图供参考



（图片来自华尔街见闻）

对于你必将持续一生的投资来说，**这绝对是价值过亿的思考。赶紧**放下你那手头价值 5000 的活儿，马上拿出几篇草稿纸来，花半小时认真面对自己吧！



另，刚刚上传文章的时候，看到上午有位叫@Mike 的读者刨出了去年 11 月的《财报印象系列回顾》一文，引发我也点回去看了。看后感觉挺嘚瑟的，建议大家也重看此文（点前面文章名即可直达）。



建议大家重看，倒不是全为了嘚瑟（确实有点😁），或者显摆老唐正确率高，而是认为它相当有助于思考什么叫做“看得懂与看不懂”，什么叫做“不懂不碰”。

尤其是关于长安汽车、雅戈尔、老板电器三家公司的分析，再加上今年 4 月 2 日的《利亚德印象（上）》和《利亚德印象（下）》。将这四家公司的书房文章，结合当下股价回看一遍，我相信会有很多朋友，对投资产生某种脱胎换骨的感觉！😀

周末愉快！🍉

四点后的留言，我抽空上墙🤝

第445篇.　　2018.8.28-收益正好正负零了

唐书房　2018-08-28

今天开盘年内收益正好正负零了，而今迈步从头越，记录一下，当前持仓：茅台 37%+，腾讯 30%-，分众 8%-，洋河 7%-，古井 b6%+，海康 5%+，民生 H4%+，招商 H3%+，年内收益 0%。

第446篇.　2018.8.29-分众中报简评

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-08-29

昨晚分众出了中报，营业收入 71.1 亿，同比增长 26.05%；净利润 33.5 亿，同比增长 32.14%。

这数据落在一季报预告净利润数据“32.2 亿—34.2 亿”中间偏上位置，波澜不惊，早在市场预期之中。

四、对 2018 年 1-6 月经营业绩的预计

2018 年 1-6 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

2018 年 1-6 月归属于上市公司股东的净利润变动幅度	27.12%	至	35.02%
2018 年 1-6 月归属于上市公司股东的净利润变动区间（万元）	322,000	至	342,000
2017 年 1-6 月归属于上市公司股东的净利润（万元）	253,295.49		

从一季报预告我们可以看出，**分众的业绩预告相当精准，**给的区间非常小。

这是分众商业模式决定的，大型的广告合同都有提前的计划和安排，而分众是在广告播放完毕，并经客户确认后，记录报表营业收入，然后在一至三个月内收到款。

因此，可以这么说，在半年报发布的 8 月 27 日，分众已经清楚地知道 9 月份有多少广告合同要执行，到 9 月 30 日究竟能够确认多少三季度营业收入。

于是，中报里的一份三季度预告，引发了今天的跌停惨案。

九、对 2018 年 1-9 月经营业绩的预计

2018 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

2018 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动幅度	21.28%	至	23.83%
2018 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动区间（万元）	475,000	至	485,000
2017 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润（万元）	391,654		
业绩变动的原因说明	分众是中国最大的生活空间媒体，受益于品牌广告主对公司媒体的认知度和投放量的不断提升，公司预计 2018 年第三季度主营业务收入仍将维持较快速度增长，同时随着公司业务扩展战略的推进，预计同期营业成本也将有较大幅度增长。		

按照三季度预告，分众三季度末净利润在 47.5 亿~48.5 亿之间，因为上半年已经实现的净利润 33.5 亿，这意味着第三季度净利润大约为 14 亿~15 亿。

对比 2017 年第三季度净利润 13.84 亿，增幅约在 1%~8.4%之间，对比上半年高达 32%的增速，是显显显显著下滑。这个从 32%增速下滑至 1%~8.4%增速的预告，引发市场恐慌，这就是上午分众暴跌的原因。

不过呢，老唐上午进交易系统例行摇奖时，看见股价在跌停板附近波动，遂利用手头的家用过桥，在比跌停板高 1 分钱的价格委托了 1 个点的买单。



如果成交，就卖出同等金额的民生银行 H 股，退出家用资金。不过，很郁闷的是，全天最低价就是我的委托价，但我的买单没有成交。不过，或许是准备明天让我买更低呢，市场先生的事儿，那可真说不准。反正有则捡之，无则看之。

计划买入的原因很简单，我认为造成三季度增速下滑的原因是企业的长期利好。增速下滑原因在财报的 15 页有，原文说：

从 2018 年二季度开始，公司加强楼宇媒体市场的开发力度，资源点位数快速增加，与媒体点位数量密切相关的媒体点位租赁成本、媒体设备折旧、开发维护运营成本的影响在 2018 下半年有所体现。

二季度加强楼宇媒体市场开发力度，可以清楚地从公司披露的楼宇媒体点位数量上看到：2017 年末，自营电梯媒体点位 151.5 万个；2018 年 3 月底，159.9 万个；7 月底 216.7 万个。

上半年净增加 65.2 万个，增幅 43%。主要增量出现在 4~7 月份，净增加 56.8 万个，占年初历史总存量的 37.5%。

由于分众的主要广告客户的投放计划是提前安排的，所以，二季度新增资源点位，在三季度里并没有被全部高效使用。然而，资源点位的增加，对企业的盈利能力和核心竞争力有加强作用，这是无需质疑的。

按照江南春的规划，到今年年底，自营电梯媒体资源点位要扩张到 300 万个，终端日覆盖超过 3 亿主流人群；2019 年的目标是达到 500 万终端，日覆盖 5 亿的主流人群。这意味着下半年还将增加约 80 万个媒体资源点位，明年还将增加约 200 万个点位。

今年二季度启动的资源扩张计划，竞争对手无疑起到了助推作用。这些资源点位陆续投入使用，其租赁成本、媒体设备折旧、开发维护运营成本也将陆续先于营业收入体现在报表上，给下半年报表利润造成压力。

然而，资源点位的投入，必将带来分众营业收入的快速增长，这也是无需质疑的。正常推测，至迟明年一季报，就能看到大部分新增资源点位带来的营收增长了。从略长一点的视角看，分众未来的盈利能力是被加强而不是削弱了。

之所以说至迟明年一季度，而不猜测为今年四季度，是考虑到新增的电梯媒体资源从圈层和覆盖人群消费能力的角度上说，应该是不如早期资源优质。

由此，可能所需要针对的广告主，也和之前积累的广告主有细微区别，这需要分众广告营销部门作出针对性方案推广及营销的。这些事儿，交给江南春及其团队操心好了，他们比我们专业。

从分众的最新资源及收入来看，分众更加聚焦了。楼宇媒体营收增长 30.5%，占营业收入比例提升至 81.2%；影院媒体营收增长 19%，占营业收入比例约 16.8%；其他（主要是卖场）营收下降 33.7%，占比萎缩至不到 2%。

总体来看，是收缩卖场及其他媒体分布，聚焦于电梯媒体和影院媒体，尤其是电梯媒体。

按照财报披露数据， 2018 年上半年中国广告市场的增幅明显提升，增速达到 9.3%（2016 和 2017 年上半年增速分别是 0.1%和 0.4%）。

其中电视、广播媒体的广告刊例花费分别增加 9.4%、10.0%；电梯电视、电梯海报、影院视频继续保持稳健增长，2018 年上半年的广告刊例收入增幅分别为 24.5%、25.2%、26.6%，较去年同期均有扩大。

电梯电视、电梯海报及影院视频继续保持远高于行业整体增速的态势，并全面超越了互联网广告增速（互联网广告上半年增速为 5.4%）。

电梯和影院媒体全面超越互联网增速,同时天猫和京东商城首次进入全媒体广告花费 TOP20 品牌榜单，这个现象揭示了一个趋势：网络的流量红利时代正在过去，未来流量的争夺重心正在逐步倾向于线下与线上的结合。

按照十天前（8 月 19 日）江南春在宝洁校友年会上的演讲，分众在线上和线下的结合中，已经使用且将继续深化一些技术手段，并通过引进阿里继续强化精准投放能力。江南春说：

我们在精准分发这个环节充分利用了物业云和百度云来做数据分析，实现千人前面，千楼千面。

比如国美苏宁要触达刚刚交楼、入住率低于 30%或交楼 8 年以上的楼宇；宝马 7 系汽车的广告投放目标为房价高于 10 万/平的楼宇；李宁球鞋广告投放目标为带有网球场的小区……这些都是可以通过物业云实现的。

再比如百度云，我们可以知道每一栋写字楼背后的消费者对母婴、汽车和 P2P 等关键词的搜索数量。

我们把每一栋楼的数据做一个分析，清晰掌握各个楼宇的人群画像、所处人生阶段以及整体消费能力。

从“人找广告”到“广告找人”，再到“个性化推荐”，接下来分众和阿里会共同打造智能分析引擎，让每个楼看到自己感兴趣的广告，让每个广告都找到自己可能投放的楼宇。

阿里已经成为分众的第二大股东，我们之间所有的数据都已经互相打通。很多升级版广告已经加上了天猫搜索框。我们一方面在引流线上，另一方面我们把电视机屏幕端口收集来的数据共享给阿里。

比如你今天看到过橄榄油的广告，我们把看过三次以上的 mac 地址传给阿里，那么你将会在手机淘宝里再次被触达，这就叫品效合一，精准二次触达大大促进了产品转化。

不仅如此，在线下我们也可以评估它的效果。比如小鹏汽车未来会有很多 4S 店，我们装好探针后对比 MAC 地址，即可得知多少个走进小鹏汽车门店的人是看过分众传媒电梯广告的人。

说完好的，再说点不好的。

上半年，**分众给客户的账期明显延长了，**按照公司的解释是受报告期内宏观经济的影响，但我推测更多的是受竞争对手的影响。

以过去十个季度期末应收账款占当期含税营收的比例来看，二季度突破去年三季度的 96.37%，创下了 96.9%的比例新高。这意味着近于全部客户都享受到了约 3 个月的极限账期。



这个数据背后的逻辑是这样的：公司在广告发布完毕后计入营业收入，然后根据客户规模、信用和合作历史，给 1~3 个月付款账期，产生应收账款。

那么期末应收账款占当季含税营收（去年上半年以前，当季含税营收=当季报表营收*1.17。之后，当季含税营收=当季报表营收*1.16）的比例越大，证明享受 3 个月账期的客户越多，说明分众的结算政策放的越松。反之，则证明客户享受账期短。

这应该是体现了竞争对手的参与，从客户层面对分众形成的压力。好在只是在账期上略有影响，在价格上，分众依然保持着去强势（见前面的刊例价增长幅度）。

同时，竞争对手会推高成本一说，似乎也不是太大问题。本期毛利率相比去年同期还升高了 1.01%（从 70.8%上升至 71.81%），营业收入增幅 26%的情况下，营业成本增幅不到 22%，证明公司有能力控制或转嫁上游成本负担。

正是由于账期的延长加上本期大量新增资源点位，导致本期经营现金流净额同比下降 1/3。不过，以我的观点看，分众的应收账款处理挺保守的，参照历史记录看，对于回收情况无需太过担心。

账龄	应收账款计提比例
1 年以内（含 1 年）	
0-30 天	0.00%
31-210 天	5.00%
211-300 天	30.00%
301-390 天	40.00%
391 天以上	75.00%

唐书房

分众的坏账准备已经计提了近 9 亿（账面额约 55 亿），这是拓展生意的代价，相当于营业成本的一部分，个人认为这些东西在股价下跌的时候容易被放大，但其实丝毫不值得惊讶。

另外就是很多人关心的年底解禁股问题。到 2018 年 12 月 29 日，分众有 77 亿股解禁，去掉江南春的 34 亿多股，还有约 43 亿股，基本上都是一些投资机构。似乎很多朋友认为这个解禁很重要，很值得关心，奇怪老唐为什么没有分析这个因素？

其实老唐很早就在留言区里回答过这个问题：茅台（还有很多其他优秀的公司）都存在大量低成本，甚至零成本、负成本的持股者（可能也包括你我），他们早已“解禁”，影响公司的投资价值和长期股价走势了吗？——没有。想明白这个问题后，就知道我为什么不关心解禁了。

解禁后，这些机构可能卖出然后分掉现金清盘，也可能拿着现金去买入其他公司股票，或者可能继续持有分众，这一切只是取决于分众与其他公司股权或现金的投资回报率比较。

如果分众的价值低于市值，那自然是一解禁就夺路而逃；如果分众的价值高于市值，解禁了他们也可能不卖，或者要卖也会有一大堆资本张着大嘴等候。因此解禁可怕不可怕，取决于分众的内在价值，其他因素没有什么考虑价值。

申明：老唐仅仅是分享自己的思考和操作，绝无推荐的意思。**老唐的任何持股，在当前位置上再跌 30%都是非常正常和可能的事情**。请您独立思考，冷静决策。**对于“老唐推荐我买的”这种锅，老唐表示不背**。

另外，集中回复两个询问的较多的问题，以及重申一个提醒：

①老唐的交易，都在书房披露过。前面不看的，突然发信息来问类似“老唐，你的信立泰哪里去了？老唐，你的双汇清仓了？老唐，你减仓茅台了？老唐，你的分众怎么突然就加到 8%了……”等等问题，请恕老唐懒得回答；

②昨天开盘老唐说自己 2018 年收益为 0%，有好几位朋友发信息来表示不解，说老唐你的第一大持股茅台和第二大持股腾讯都是跌的，而且腾讯跌幅约 10%，你怎么做到 0%的？（此刻变成-2%了）



其实很简单，首先，昨天开盘时茅台是 693 元，年内涨幅约 1%。而关于腾讯的涨跌幅，不能忽略了汇率。腾讯去年底收盘 405，当时汇率大约是 0.82，折合股价为人民币 332 元。昨天开盘时 365 港币，汇率大约是 0.87，折合人民币股价 318，跌幅不是 10%，而是不到 5%。同样，古井 B、招商 H，民生 H 都存在因为汇率而低估了涨幅问题。0%的战绩就是这样得来的

③各种论坛里，有借着某某股下跌冷嘲热讽挖苦老唐的言论，就让那些看三天的股神们喟瑟就好，不

要拷贝给我，以免影响心情，心情不好会没有码字动力的

这类事情永远也免不了的，毕竟老唐不奢望也没有能力每次都买到最低点。我只知道自己就靠着这套笨办法，经常“被套”，但在有公开记录的 2014~2018 年，收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-2%，是不到五年 1 元变 3.58 元，期间股市指数是大幅下跌的。

战绩非常不咋地，但够自己喝稀饭，悠哉悠宅的还算满意，不代客理财，也无需考虑他人感受。至于说老唐懂不懂某某股，老唐持股会不会暴跌，就随他们说过瘾就好。说不定哪天我真的发现他们说对了，我还就真的是不懂。不懂没关系，学就是了，对不？老唐自认最大的优点便是“永远好奇”

东风　置顶

分众的增值税率应该是 6%吧

作者

抱歉，写的匆忙把这个给忘了😁。好在是计算占比变化，不影响结论。谢谢您

老唐：

对于国家新闻署对网游实施总量控制一事，我也没有什么新鲜看法，只能被动承受，这只能按照投资过程中的“意外”对待。谁也无法预测什么时候上位者心血来潮半夜鸡叫，这也是投资必须要坚持长期视角，留够安全边际，并坚决远离杠杆的原因。2018 又变成—4%了😉

第447篇.　　2018.8.30-八月读书回顾

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-08-30

8 月是最适合读书的月份，除此之外，一年里适合读书的时间也就只剩下 3 月、5 月、10 月、12 月、9 月、11 月、2 月、4 月、6 月、7 月和 1 月了——哈哈

本月被老芒格的一句话打击了：



这个两条腿的书架子，名不虚传。你说这样的老头，他能不睿智吗？比不过老芒格，认输。老老实实总结自己吧！本文说是 8 月读书，其实是 7 月 15 日发表了《最近读过的几本书》之后至今一个半月的阅读。

先说纸质书，读过照片里这 11 本。



建议必读——《洛克菲勒写给儿子的 38 封信》。说来好笑，这本书是我买《洛克菲勒自传》时捆绑的搭头，结果自传挺烂，搭头反而让我如获至宝。

标准石油（后更名美孚石油）的老板，有着石油大王之称的约翰.D.洛克菲勒（1839-1937）是地球上第一位“10 亿美元富翁”，也是美国历史上最富有的人。他创造的标准石油公司曾垄断了全美 80%的炼油工业和 90%的输油管生意。

按照《福布斯》的评估，如果洛克菲勒健在，那么截至 2007 年，它的个人资产值约 3053 亿美元，排名全球第一。2007 年福布斯排行榜第一名比尔.盖茨和第二名巴菲特俩人财富加总值是 1080 亿美元，2007 年的华人首富李嘉诚财富值是 230 亿美元。

更可贵的是，这一切全部来自洛克菲勒本人的打拼，他是真真儿的富一代，完全靠自己努力的白手起

家派。

洛克菲勒是虔诚的基督徒，除了在世界商业史上留下了辉煌的成就以外，在慈善领域里也具有庞大的影响力。

洛克菲勒认为赚钱的能力是上帝赐给洛克菲勒家族的礼物，为了将这份礼物传承下去，他对自己唯一的儿子和继承人小洛克菲勒进行了严格的培养，并在百忙之中给儿子写过许多书信，从人生、交友、生意等方面不厌其烦地把自己的经验传授给儿子。

后来小洛克菲勒接过父亲的接力棒，又对自己的 6 个子女进行了严格的教育和培养。这些孩子里名气最大的是老四劳伦斯.洛克菲勒。劳伦斯被誉为美国的“风险投资之父”，由他投资和发展起来的苹果公司和英特尔公司，都是改变了人类生活方式的伟大公司。

洛克菲勒家族从发迹至今已延续六代，之所以能打破“富不过三代”的魔咒，未出现颓废和衰败的迹象，与他们的财富观念和对子女教育培养密切相关，这些财富观和教育理念就收在这本书里。

书中收录了老洛克菲勒写给儿子的部分信件，时间跨度从 1890 年到 1936 年，其中大部分（29 封）集中在 1897 年至 1910 年间。信件不是按照时间顺序排列的，而是按照不同的主题归类。

它可以说是洛克菲勒一生的思想精华，饱含了一位父亲对儿子那浓浓的爱和殷切的希望，无保留地总结和浓缩了自己的人生经验和财富感悟。对儿子在学识、品格、仪表、交际、事业、生活等各个方面都提出来非常有价值的指导或者忠告。

除了最后的八封信——主要指导儿子如何在一个巨型公司里做好一个领导者——离我们稍微有点遥远之外，其他所有信件简直就是一本成功人生指南，且完全没有鸡汤文那种令人反感的空洞。

很多朋友都很喜欢我在 2015 年 7 月写的《致即将踏入大学校园的儿子》，但毫不夸张的说，这本书前三十封信，每一封的水准和价值都超过老唐 2015 年那封的百倍。

书中被我画了无数的线条，圈了无数的重点，并推荐我儿也读了一遍，儿子读后同样赞不绝口。精华太多，我就不摘录了，反正你肯定要买的。如果家有十岁以上儿女的，建议搞两本，一本自己读，一本给孩子读

可选阅读四本：《抢占心智》、《资本帝国》、《参与感》、《小米生态链战地笔记》。《抢占心智》一书，已经在 8 月 3 日的《今天买入了分众传媒》一文中分享过，此处略。

《资本帝国：巴菲特和芒格的伯克希尔》作者叶允平是中银香港资产管理公司总经理，长期关注和研究巴菲特和芒格的投资方法以及伯克希尔的发展模式。书是书房某位朋友介绍的——很抱歉，我忘记了是谁，见谅

之所以是可选阅读，是因为研究巴菲特芒格及伯克希尔的书太多，他们的思想也没有什么秘密了。对于绝大多数读者，建议精读《巴菲特致股东的信》就足够了，顶多加一本巴菲特传记，比如《巴菲特传》或者《滚雪球》。

时间足够充裕，或者是巴菲特重度痴迷者，可以继续深度阅读。这类书我也推荐过不少，各有各的精彩，往往在学习过程中，或许某一句话或者某一个例子，就带给你一次重大感悟。

这本《资本帝国：巴菲特和芒格的伯克希尔》就属于这类，对于重度痴迷者而言，本书有不少同类书籍里没有披露的数据和历史，配合起来看，说不定某处你卡壳的地方，突然就通了。那一瞬间的快乐，无以言表。

书房聊过的同类好书还有：《巴菲特之道》杨天南译本、《巴菲特的估值逻辑》陆晔飞著、《穿过迷雾》任俊杰著、《投资圣经》安迪.基尔帕特里克著、《跳着踢踏舞去上班》卡罗尔.卢米斯著……等等。

《参与感：小米口碑营销内部手册》和《小米生态链战地笔记》都是有关小米的书籍，前者出版比较早，算是对小米崛起的成功经验总结，由小米联合创始人黎万强著；后者是小米投资团队围绕小米生态对外投资 77 家公司的战地笔记。

两本书结合起来读过后，忽然发现小米的核心思路其实和腾讯很像，都是用某种工具圈来一大群人——腾讯用 QQ 和微信，小米用高性价比的手机，然后围绕他们的需求布局。

含金量高的、自己擅长的产业自己撸起袖子干——腾讯是游戏、广告、内容、小程序、金融支付、云，小米是手机、电视、平板、路由器和盒子。

其他需求，则利用自己的强势流量+充足资本去参与，以参股不控股姿态存在，但又不是单纯侧重投资回报率的财务投资者。每笔投资的考量重心，侧重于关心投资对象的产品或者服务，是否能够和现有产品和服务形成互补，是否能够增加整体对用户的黏性，是否能够满足用户的潜在需求，或者创造出用户的新需求。

理念上都比较相信 KK 的“失控”观，相信建立竞争的机制，让投资对象（甚至包括企业内部部门）以非规划状态各自野蛮生长，乃至互相厮杀，寻找最终的胜者。

不要误会，只是了解，并非对小米股票有兴趣。这两本书，读来都很轻松，可以作为商业案例做了解。但要说多么精彩，其实也谈不上，所以作为可选阅读。

其他几本书。

《择善固执》作者有智思有财，是一位深度研究茅台的高手。在他活跃于雪球的时间段里，我记得他是始终满仓（偶然还加融资）单一持有茅台，毫不动摇，想来根源就在于他对茅台的深度研究和理解。毫无疑问，这几年收益高到爆，估计全国范围内也很少有人能够和他匹敌，这真正是“财富是思考的副产品”。

本书是他在雪球以及新浪博客上的部分文章合集。这些文章我几乎全部都拜读过，期间也经常得到作者的分享和指教。不过很可惜，我和他在茅台之外的经济学、货币观乃至价值观多个领域分歧颇大。

所以，对我而言，这本书只有第一章谈茅台的文章里，有部分作者过去的研究数据和方法有参考价值。其他三章的内容，绝大多数我或者看不懂或者不同意，因此只做介绍，各位自选。

《小程序时代》作者刘向南，是腾讯官方培训机构的小程序讲师。这本书主要侧重于如何利用小程序创业，不过，书的前 5 章谈到了微信的战略规划、小程序的未来场景等，还是可以帮助我们加深对微信小程序战略的理解。

然而，移动互联网发展速度日新日异，能作为图书出版的东西可以说已经落后了，今日之小程序与该书出版时（2017 年 3 月）已经有了巨大的差异，so……

《时机管理》是一本谈论如何利用和管理好时间的，对于老唐这种终日无所事事，做事全凭心情的人而言，实在找不到价值。不过，或许还是有部分朋友有此类需求，自己决定吧。

剩下三本没什么阅读价值。

再说说电子书。

电子书主要是碎片时间休闲阅读，主要集中在马桶时间和临睡前。这段时间依然是追更《重生完美时代》和《正道潜龙》两本过去分享过的 YY 小说。

再次释放芒格攻击

唉！吐血认输……

本月读过不少小说，不过开读过不少，读下去的不多。只看完过一本 20 多万字的中篇：《借脸》作者商刀，是一本侦破小说，写一位红歌星吸毒后，利用模仿秀找了个替身，然后在替身和本尊及身边各色人等之间发生的故事，以及最终红歌星被杀的侦破结果。挺精彩的，适合 kill time。

另外，因为《正道潜龙》看的太过瘾，顺便将作者伪戒的其他三本书也翻出来，最近正在读《我们都是坏孩子》，依然是东北的混子江湖故事。

在网易蜗牛上，利用每天的免费一小时阅读时间，看完了一本名叫**《金钱永不眠：资本市场的暗钱涌动和金融逻辑》**，作者香帅无花，看介绍是北大副教授。

书是作者的专栏合集，内容如同标题，主要是关于资本市场、金融知识的，其中有概念科普，有历史资料，有案例分析，有独立思考，一篇一篇的都不长，适合零碎时间阅读。

作者文如其名，有一股江湖气，读来很舒服，仿佛那种“绿蚁新醅酒，红泥小火炉。晚来天欲雪，能饮一杯无？”的亲切感，似乎身处呢哝软语间，不知不觉就收获了许多金融知识及史料谈资。唯一的缺点，就是很容易导致坐马桶时间太长。建议阅读。

老芒格说他每周读 20 本书，而且从不读小说。巴菲特说**“我其实并无过人之处，我只是把别人看《花花公子》的时间，拿来看了财报而已。”**

我相信这俩老头都不会拿这个问题来吹牛，所以，细想来，我们看见的是别人轻描淡写数百亿，没看见的是别人日复一日学习和思考。正所谓台上一分钟，台下十年功，要想人前轻松，必须背后用功。

我们没有他们那么成功，运气或者天赋恐怕多半是背锅侠，真正的原因在于我们没有他们那么努力！那么，这个月你读了几本书，有没有什么可以分享的？

文章已于 2018-08-30 修改

文字_2018-08-31

唐书房 *2018-08-31*

对于国家新闻署对网游实施总量控制一事，我也没有什么新鲜看法，只能被动承受，这只能按照投资过程中的“意外”对待。谁也无法预测什么时候上位者心血来潮半夜鸡叫，这也是投资必须要坚持长期视角，留够安全边际，并坚决远离杠杆的原因。2018 又变成—4%了??

第448篇.　　2018.9.1-唐书房两周年精品文章合集

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-09-01

时光如梭，眨眼间，“唐书房”这个公众号，两岁了。

本是给自己留一块随意码字、整理思绪的地方，但自己也没想到，居然在两年时间里写下超过 300 篇

原创文章，书房菜单栏已经无处收录。这就是“日拱一卒　不期而至”的威力吧！

今天，老唐将书房部分精品文章做个合集，一者算是两周年的纪念，二者也方便需要的朋友查找。

任何时候，**向书房发送关键词“历史”、“精品”、“合集”、“周年”，均可提取本目录。**

文章分为：①投资理念；②估值方法；③套利及财务；④操作实录；⑤读书分享；⑥企业财报分析等六大类，每一类有单独的目录，可单独提取，后续相关文章会不断添加中。

投资理念类：

本篇收录书房关于投资理念的原创文章，不断添加中。向书房发送关键词“投资”或者“理念”，可自动提取投资理念文章最新目录。

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 9
20. 赢在投机的起跑线上
21. 先赢，而后求大赢
22. 散打投资 12--戏说东坡投资之道
23. 散打投资 13：普通案例中的大道
24. 散打投资 14：熊市的变态级回报
25. 虚拟利润与真实生命
26. 持有等于买入吗？
27. 投资应该操心的核心问题

28. 暴跌之后
29. 恐怖再度来袭？
30. 避雷要诀
31. Roe 指标的正确使用方法
32. Roe 指标的正确应用（续）
33. 投资是一生的事
34. 投资要警惕左，但主要是防止右
35. 低估之后的暴跌是怎么回事，应该如何面对？
36. 在别人恐惧的时候贪婪
37. 股市下跌，应该“顺势而为，减仓避险”吗？
38. 股市赔钱的模式根源

估值方法类：

本篇收录书房关于估值方法类原创文章，不断添加中。向书房发送关键词“估值”，可自动提取估值方法文章最新目录。

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
8. 经典烟头案例拆解
9. 老唐估值法及运用解析（上）
10. 老唐估值法及运用解析（中）
11. 老唐估值法及运用解析（下）
12. 估值的误区 3
13. 老唐估值法与现金流折现法的异与同

套利及财务类

本篇收录书房关于套利及财务知识类原创文章，不断添加中。向书房发送关键词“套利”或“财务”，可自动提取最新目录。

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

5. 三分钟搞懂借记和贷记
6. 转债申购及套利
7. 图示转债申购
8. 雅戈尔魔术师再登台
9. 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

交易实录类

本篇收录老唐的交易实录，这里收录的只有成文的长文。其他以文字短信息或截图分享形态的推送，无法收录，只能在书房历史推送中阅读。

向书房发送关键词“交易”，可自动提取最新目录。

1. 2016 年 10 月小结
2. 2016 年 11 月小结
3. 老唐的 2016 年
4. 2017 年 1 月小结
5. 实盘翻倍有感
6. 减仓茅台
7. 2017 上半年小结
8. 浮光掠影记出游
9. 三年三倍的背后（上）
10. 三年三倍的背后（下）
11. 入坑，一个白骨累累的深坑
12. 老唐的 2017
13. 九连阳之下的冷思考
14. 分红买入及其他
15. 关于清仓实盘组合的说明
16. 加仓腾讯及追加资金
17. 终点，起点，四年的收益回顾及记录
18. 加仓目标和时机的那些事儿
19. 加仓了腾讯
20. 今天，买入了分众传媒
21. 在别人恐惧的时候贪婪

读书分享类

本篇收录书房关于读书笔记及好书分享文章，不断添加中。向书房发送关键词“书”，可自动提取最新目录。

1. 估值好书推荐

2. 消闲推荐
3. 读书笔记之《做空》
4. 读书笔记之《商界局外人》
5. 《商界局外人》书摘 A
6. 《商界局外人》书摘 B
7. 伪股神的破灭 1—《股市之神是川银藏》
8. 伪股神的破灭 2—神话和套路
9. 伪股神的破灭 3—血泪财富
10. 伪股神的破灭 4—大赚 30 亿
11. 伪股神的破灭 5—决战矿业股
12. 盛名之下，其实难副——《商业的本质》
13. 坑人的书名儿--《胡作非为：人性之本与金融暴行》
14. 投资的护城河
15. 经济学思维
16. 闲聊本周的阅读——《环球旅行投资》等
17. 惊心动魄赌金者 01
18. 惊心动魄赌金者 02
19. 反思有用吗？——读《颠覆者：周鸿祎自传》有感（上）
20. 反思有用吗？——读《颠覆者：周鸿祎自传》有感（下）
21. 跳着踢踏舞去上班（上）
22. 跳着踢踏舞去上班（下）
23. 经典烟头案例拆解
24. 对保险股的思考 01
25. 对保险股的思考 02
26. 对保险股的思考 03
27. 对保险股的思考 04
28. 对保险股的思考 05
29. 巴菲特最糟糕的一次投资（上）
30. 巴菲特最糟糕的一次投资（中）
31. 巴菲特最糟糕的一次投资（下）
32. 推荐几本书：《巴菲特估值的逻辑》等五本
33. 老唐的私人书架
34. 从价值发现到知名巨骗
35. 春节至今的阅读回顾
36. 书评：杨天南版《巴菲特致股东信》的推荐及挑刺（上）
37. 书评：杨天南版《巴菲特致股东信》的推荐及挑刺（下）

38. 老唐常用的企业信息获取途径

39. 最近读过的几本书：《亿万》《两次全球大危机的比较研究》等 7 本

40. 老唐雪球旧文打包下载

41. 老唐雪球置顶帖合集 word 版下载

42. 八月读书回顾--《洛克菲勒写给儿子的 38 封信》等 13 本

企业分析类：

企业分析类文章中，又可以分为两大类。一类是迅速排除的企业，一类是深度分析的企业。

迅速排除的企业，基本上一家企业就对应一篇文章，甚至是几家企业在一篇文章里，这部分，这里直接给出链接，可直接点击企业名到达文章。它们包括：

1. 北特科技、富春环保、汇金科技；

2. 财信发展、大豪科技、金浦钛业、花园生物；

3. 安泰集团、云意电气、安信信托、st 景谷、三圣股份；

4. 联美控股、st 工新；

5. 联美控股（续）、同花顺；

6. 金盾股份、雪浪环境、澳洋顺昌；

7. 英唐智控、露笑科技、金马股份、明泰铝业、凤形股份；

8. 齐星铁塔、卧龙地产、永新股份、力源信息；

9. 晨鸣纸业、新华百货；

10. 佳创视讯、保税科技、新力金融、东旭蓝天、道氏技术；

11. 丽江旅游

12. 老板电器；

13. 粤高速；

14. 民生银行，招商银行。

另一类是深度分析。已经有发表多篇文章，或后续还可能跟踪的，我做成关键词回复，大家可以直接向后台发送公司简称，提取目录页。

这些企业包括：

1. 茅台、洋河、古井、五粮液、泸州老窖、口子窖、双汇发展、张裕——以上公司合并为食品饮料类，向书房发送上述任何公司名均可提取目录；

2. 腾讯控股，向书房发送关键词“腾讯”，可提取目录；

3. 分众传媒，向书房发送关键词“分众”，可提取目录；

4. 海康威视，向书房发送关键词“海康”，可提取目录；

5. 国投电力、川投能源，向书房发送关键词“水电”、“国投”、“川投”或“雅砻江”均可提取目录；

6. 其他：雅戈尔、利亚德、信立泰、伟星新材、宋城演艺、金螳螂、白云机场、长安汽车……等，向书房发送任一公司名，均可提取目录。

PS：本合集仅为部分收录，更多原创内容搜索，请点击左下角**阅读原文**使用**“号内搜”**功能。

谢谢朋友们的陪伴和鼓励。期望书房这片小天地，能够让你我携手成长

天涯　置顶

我根据唐莹网友分享的资料，制作了三个 mobi 格式的电子书，方便在 kindle 下观看。需要的朋友请到 https://pan.baidu.com/s/1L-zuelfuFCpo7JYNh_1pqw 下载，7 天有效。

大猫爱吃鱼　置顶

链接：https://pan.baidu.com/s/1dgdlxGIrWelnBHL3JVD7rA　密码：9p8m　据前网友分享，何必成一个 PDF，已分类。将唐老师文章刚刚拿去打印，合计 80 元。

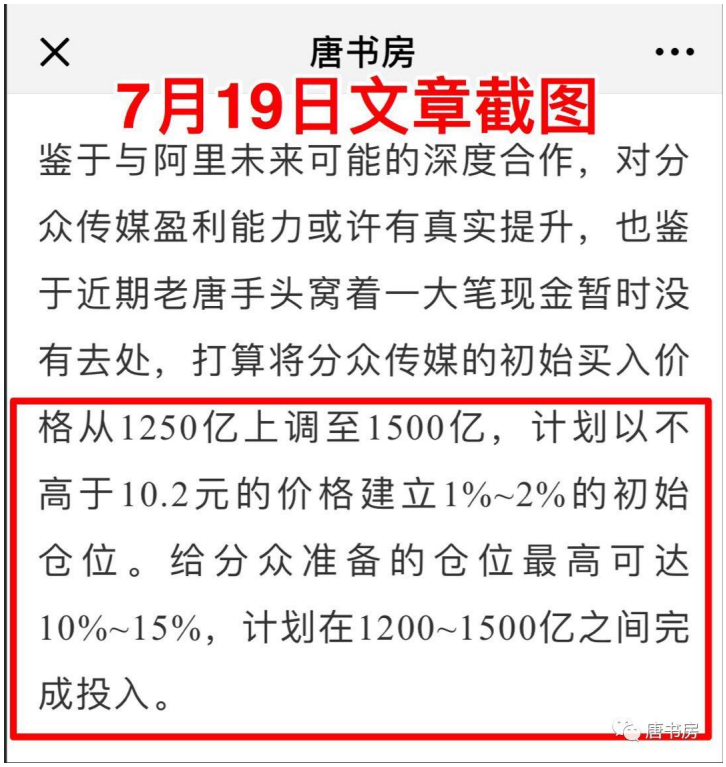
Wibe　唐莹　置顶

谢谢老唐的无私！👍👍　https://pan.baidu.com/s/1Si3ArT1cy5k4JwFPVJxdGA　这是唐书房两周年精品文章合集的 word 和 PDF 版本.

第449篇.　2018.9.3-投资这件事考虑这三条就够了

唐书房　2018-09-03

下跌时，抛开接盘侠的障眼法，才能够更好地理解投资。投资这件事，推到尽其实就三条：①如果这是一家非上市公司，我愿意多少钱入股，为什么？②利用市场各种利空频传时，抓紧完成预定入股计划；③持有。静静等待企业创造盈利，并坚信资本不傻，假以时日，必定会给这盈利能力一个公平及以上的对价😎✌



文字_2018-09-04

唐书房 *2018-09-04*

中弘涨停，乐视 11 天涨 80%，“赚钱才是硬道理，我们来股市是为了赚钱，不是为了做价投教徒”这种困惑怎么破？

老唐没有新建议，重读书房文章《避雷要诀》及《利亚德印象》即可，向书房发送“避雷”或“利亚德”提取。

文字_2018-09-05

唐书房 *2018-09-05*

在听到有人预测市场走势的时候，最重要的技巧不是静静聆听，而是打起呼噜睡大觉。投资的窍门不是要学会相信自己内心的感觉，而是要约束自己不去理会内心的感觉。只要公司的基本面没有什么根本的变化，就一直持有你手中的股票——彼得.林奇。

文字_2018-09-07

唐书房 *2018-09-07*

说起来很简单:“嗯，下次股市下跌的时候，我一定毫不理会那些悲观消息，我要趁机逢低买入一些超跌的股票。”但是做起来并不简单。因为每一次危机看起来都好像要比上一次更严重，要想做到对悲观消息置之不理越来越难——彼得.林奇

第450篇.　　2018.9.6-笑纳市场先生的慷慨

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-09-06

感谢市场先生送钱。

用手里预留的家用过桥，按计划在 8.18 加了 1%+的分众，



同时 5.55 港币抛出了基本等额的民生银行 H 股。



当前持股占比为：茅台 38%+，腾讯 28%-，分众 8%+，洋河 7%-，古井 B6%+，海康 6%-，招行 H3%+，民生 H3%+ ，2018 年内收益率接近**-10%，马上就要跌停板了**。

有不少人喜欢关注老唐的“成本”。虽然老唐一再强调自己**所有个股的成本都=历史最高价×103%**，但显然这句真经被部分人视为“搪塞”。这些朋友关心的是交易系统里显示的那个“成本”，似乎那儿显示的是 1 还是 100，能改变股票未来走势或者能改变自己的账户市值一样。

满足一下这种趣味：老唐的分众传媒，买入位置分别为 10.38、10.02、8.18 元各约 1%，9.66、9.15、8.68 元各约 2%，“成本”=9.24 元。

不过好心的老唐要提醒一句：如果一个人的买卖决策会因“成本”而改变，那基本可以肯定此人在市场的主要任务，是扮演送财童子这个很有前途的职业。

这句话的价值仅次于“远离杠杆”。远离杠杆四个字是 22 年前花 15 万买来的，今天这句话未曾记录变天账，但也没有便宜很多。

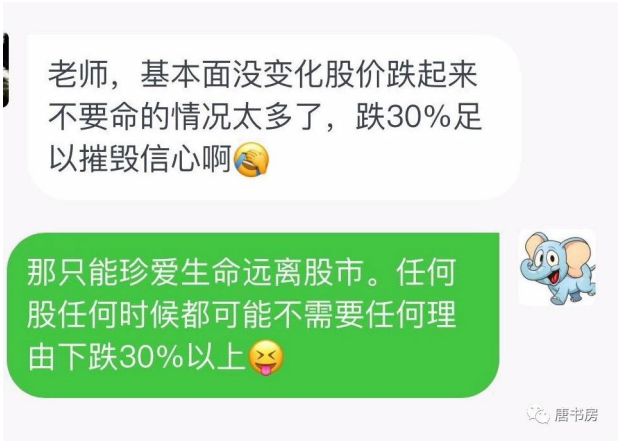


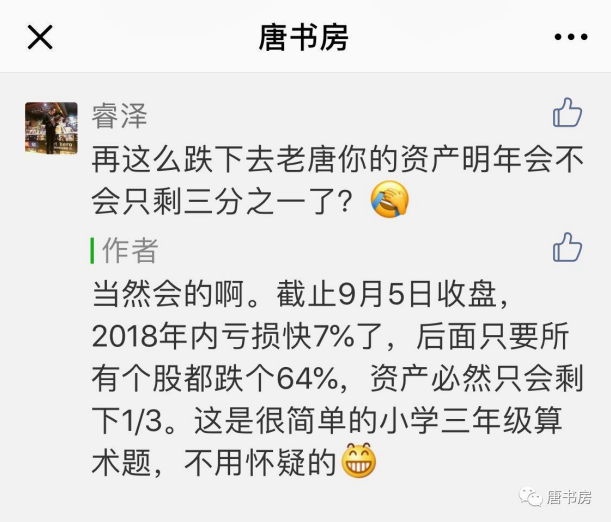
自 2014 年在网络上公开自己的持仓明细和实时交易以来，收益率分别是 62%、13%、23%、62%（均不计算打新收益），看样子 2018 年要“亏损”了？——虽然短期股价变动很难预测，但以经验瞎蒙，老唐对今年获得正收益率持高度乐观态度。大约还有 80 个交易日，白纸黑字写下来，看会不会被打脸！

以最近的市场气氛看，老唐可能还有机会继续换入分众传媒和腾讯控股。企业分析嘛，前面文章都说的非常清楚，短期内没有什么新内容需要补充（每天都可以讲两句的，那是电视股评大盘分析）。此时，就是让大家感受和理解祖师爷“市场先生”寓言的绝好时刻，不要浪费喽！

巴神曾经说过一句一针见血的话，揭示了股市对投资人的价值：“股市的存在，只不过提供一个参考，看看是不是有傻子报出了错误的买卖价格。”

那么，人为什么会做傻事，尤其是那些冷静下来后，恨不得扇自己耳光的傻事？恰好，昨天在书房里有两条对话，可以清楚地展示背后的原因：





我们背口诀的时候，经常嘲笑的市场先生藏在哪里？**当股价下跌的时候，线性联想会一直跌，因而恐惧、割肉；同样，当股价上涨的时候，线性联想会一直涨，因而跟风、追涨。**拥有这种思想的，就是市场先生战队成员！

就在今天的《中国证券报》头版有篇文章，题目叫《A 股十年真“归零”？别再让指数蒙住了眼》，里面有组数据说：2004 年 12 月 31 日至 2018 年 8 月 27 日，万得全部 A 股指数涨幅为 381.2%（100 元变成 481.2 元），按照 14 年计算，年化收益率 11.88%。

这是一个没有逃过顶，没有抄过底，没有筛选任何好公司的成绩，每天都满仓傻坐的成绩。

这个成绩，远远超过所有债类资产收益率。如果这个成绩再延续个三十年，基本可以跻身世界级投资大师——世界知名投资大师，温莎基金管理人，著有《约翰.聂夫的成功投资》的约翰.聂夫，“传奇”战绩是 31 年 55 倍，年化 13.7%；被称为“便宜股猎手”，著有《邓普顿教你逆向投资》，被美国《Money》杂志誉为“20 世纪最伟大的选股人”，并被尊奉为全球顶尖价值投资人的邓普顿爵士，“传奇”战绩是 50 年 641 倍，年化 13.8%。

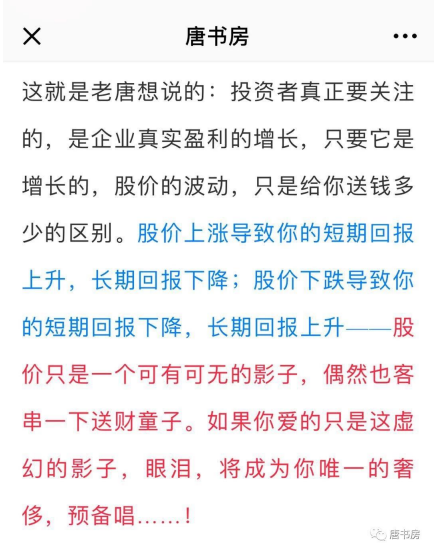
坦率说，我怀疑市场里至少有 90%以上的投资者，过去 14 年没有达到 11.88%的水准。很残酷，但原因何在？恐怕不是因为我们的市场垃圾——多本专业书籍及多位大神的统计和回顾数据显示，美帝股市长期回报率略低于这个数据。

市场回报率挺不错，但大部分人回报很低，甚至为亏损，原因何在？我认为根本原因在于“聪明”。聪明人，都想在下跌趋势出现的时候躲开，等“跌不动”了再买入，不仅可以获得更高收益，更重要的是，不需要承受下跌的煎熬。

很遗憾，老唐在市场生存了 23 年，见过持这样想法的人无数，但靠这样成功的聪明人，一个都没有见过。太平洋对岸那个 88 岁的股神老头以及他的师傅，也说从未见过这样的成功者。

理念再重复，老唐就成祥林嫂了，还是坐等市场给出答案后，再讨论或“反思”吧！

此刻要回想的是老唐在《散打投资 14：熊市的变态级回报》里用数据论证过的那句话：**股价上涨导致你短期回报率上升，长期回报率下降；股价下跌导致你的短期回报下降，长期回报上升。**



送一段彼得.林奇的话给大家收尾：

短期内你选择的股票价格上涨或者下跌，既不代表你的选股是正确的，也不代表你的选股是错误的。当你购买了一只股票后，短期的股价上涨或者下跌，只能说明有人愿意支付更多或更少的价钱去购买同一只股票，仅此而已。

如果你不能说服自己坚持“当我的股票下跌25%时我就追加买入”的正确信念，永远戒除“当我的股票下跌25%我就卖出”的毁灭性错误信念，那么你永远不可能从股票投资上获得什么像样的回报。

——摘自《彼得.林奇的成功投资》

重要申明：老唐只是免费分享自己的想法和作法，绝非推荐。老唐持有的任何股票都可能继续暴跌。为你的财富负责的，只能是你自己，请冷静思考、自主决策!!

唐朝文集

（五）

（唐书房微信文章合集）

第451篇.　　2018.9.8-说点儿吓人的事儿

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-09-08

虽然老唐多次提醒朋友们，在其他网站混的时候，遇到挖苦老唐的、瞧不起老唐的、甚至骂老唐的，随他们去就好了，不要转给我看。

然而，这股票一跌啊，还是有人管不住手，比如这位



这位朋友应该是好意，是为老唐抱不平。但这种东西除了污人耳目之外，没有别的用处，以后真的别转来了（不止这一位，昨天收到三份）。再转骂老唐的言论来书房，有被拉黑的风险哦！谢谢。

老唐一再强调，只是免费分享自己对公司看法，免费分享自己的操作。老唐相当于一位义务研究员，无偿提供自己的研究成果，但绝不能保证研究结果正确，也绝没有推荐某股票的意思，更没有什么做带领大家抄低逃顶的带头大哥欲。

如果你能正确对待，相当于白捡一个免费的苦力研究员。但总有那么些人，不仅要求老唐免费提供研究成果，还得要求老唐保证正确，更过分的是，这个正确还不是老唐研究结果里的三年视角，而是要求老

唐必须提供出铁底。如果距离老唐的买入位置下跌个百分之一二十，哇呀呀，听大 V 的，上当了，受骗了，大 V 靠得住，母猪会上树，庄托，会炒股的谁特么有空在网上吧啦吧啦……这些弱智言论，真要把人气笑！

拿最近老唐频频买入的分众来说，老唐 7 月 19 日的文章里清清楚楚地写着：「计划以不高于 10.2 元的价格建立 1%~2%的初始仓位。给分众准备的仓位最高可达 10%~15%，计划在 1200~1500 亿之间完成投入。」

——截止本周收盘，老唐已经建仓 9%（因为跌幅比其他股大，占比变成 8%+了），距离原计划还差一点点。下周二之前，10%的任务预计可以按计划完成，在我心里觉着简直是市场完美配合。

然而，截止现在，分众 7.79 元，市值 1143 亿，比老唐开干的 1500 亿市值，也就跌了不到 25%，与“成本”9.24 元也就跌了不到 16%，以 9%仓位估算，造成老唐“爆亏”约 1.5%。——爆亏 1.5%，而且每一毛钱都是老唐自己的，不知道有什么值得围观者亢奋的！

如果所谓大 v 必须保证不错，否则就是托，就是骗子，那这网络还真就只能留给骗子，正经人只能闭嘴离开。老唐是喜欢写字，喜欢分享，但从来没有保证过（也无法保证）自己说的一定是对的，反倒是经常提醒各位，老唐的任何个股都可能暴跌。

今天就随便说点儿老唐更严重的错误，给抄作业和围观的提供个参考素材。没有网络公开记录的牛皮就不吹了，嘴仗没意思，咱们就从在网上展示实盘和交易以后说起。

①茅台。茅台是给老唐带来绝对收益最高的股票，是老唐的光辉史，但我知道背后从来没缺过“如果去掉茅台，老唐的收益也就是个渣”的声音。没错，如果没有茅台，老唐的成绩完全不值得一提，而且，即便是茅台，老唐的持股过程也一样的垃圾。

2012 年 7 月，茅台最高曾涨到 266 元，市盈率 32 倍，老唐那时的茅台一股也没卖，傻傻地看着它下跌。这一轮下跌，时间长达一年半，从 266 元跌到最低 118 元，跌掉了 56%。

期间老唐还在大约 220、180、150、130 附近加仓了。加仓的时候，遇到段永平也冲进来“抄底”，段总买入价格大概就在 180 元左右。嘿嘿，段永平也不顶事，180 买了，照样一直跌，跌到 118 元，最大跌幅约 35%。（以上价格是当时的原价，如果算复权价格的话，大概通通乘以 73%吧！）

然后，中途在 350、480 附近，还减持过，换车、出游、装修房子。更让炒家笑话的是，650~695 之间，老唐又把曾经买车出游装修房子的茅台买回来了，成功让上述价格锁定为×2。

完美地低抛高吸，彻底搞反。更别说，期间还曾经用茅台换过洋河，用涨四倍的换了涨一倍半的。可怕吧？老唐会炒股？会炒个屁股！如果你 220 抄老唐的作业，或者 180 抄段总作业，你最大亏损可能会接近腰斩，你当时会怎么揣测老唐和老段？实际上，当时收到的质疑和冷言冷语真比现在只多不少。

②信立泰。最高一次买入的价格是去年的 30.2 元，被誉为精准抄底，一路上涨到最高今年最高 46 元多（480 多亿市值），超出了自己估算的合理值 400~450 亿的上限。然而并没有什么用，老唐什么也没有做，拿着它一直跌到 30.33 元，出清了。你看，够烂吧！

③国投。老唐大约是 2014 年中在 5~6 元期间，在国投电力已经从 3 元左右上涨接近一倍的时候追高买入的，然后拿着它又涨了两倍，最高到 15 元多（老唐是在 10.48 用它换了川投，后来又用川投换回来国投，占过一点小便宜，但基本等于继续持股）。

然后由于对煤电联动政策变动判断不足（认为会煤电联动，结果是煤跌电跌、煤涨电继续跌），以及对雅中直流建设进度估计不足（原来估计的是 2016 年就有机会落实，实际一直到今天才有文件说四季度开建，最终能否如期开建，我现在依然不敢肯定了）等多种原因估计不足，结果坐着电梯跌回 6 元以下再

次加仓，最终却在 7 元左右出清了。

平均出清的价格，可能比当前市价还要低（只能记得住大概，但和实际差异应该不大）。你看，白忙乎约三年，估计也就也就一个银行理财水平，烂的一塌糊涂吧！

还有，腾讯，老唐从 197.3 一路买，最高还买过 423 的；海康，老唐从 23 左右（复权价）一路买，记得最高连 38 的都买过；还有，民生银行，双汇发展，操作也是极烂的……。随便哪位高手稍微会点儿高抛低吸、逃顶抄底，就会比老唐从 2014 年到今天才赚了 230%左右强得多（年化才 27%的样子）。

老唐关心的是企业经营，你关心的是旁人出价；老唐思考的是分众 2021 年净利润能否过百亿，你想的是明天会红还是会绿；老唐关心的是当前市值买下这个公司，印钞速度是否高于持有货基，你梦想的是今天买进来，明天涨停板卖给下一个傻 B；老唐痛恨的是满把钞票，你梦想的赶紧换回一堆钞票；老唐计划的是离世的时候留下一个辉煌的财富记录，你瞄准的是从接盘侠兜里掏出几个鸡蛋和面吃……

所以，要精准抄底、英明逃顶的，跌个百分之二三十就开始骂公司，骂股市，骂主席，骂体制，骂分享者的，建议趁早离开，我们不在一个频道上，在这里只会害了你，我这里一不小心就可能跌个腰斩的哦！

第452篇.　　2018.9.8-梳理分众传媒（《证券市场周刊》发表版）

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-09-08

（注：本文公开发表于 9 月 7 日出版的《证券市场周刊》。内容摘自之前的文章，读过的朋友可以跳过）

分众传媒更加聚集于电梯媒体，并展开资源扩张计划，短期虽然会影响下半年业绩，但长期来看，却能导致营收快速增长。

本刊特约作者　　唐朝/文

8 月 28 日，分众传媒（002027.SZ）发布半年报，营业收入 71.1 亿元，同比增长 26.05%；净利润 33.5 亿元，同比增长 32.14%。这数据波澜不惊，落在公司预告的区间偏高部位，早在市场预期之中。但随之而来的三季度预告，引发了下一个交易日的跌停惨案。

按照三季度预告数据计算，分众第三季度净利润大约为 14 亿-15 亿元，同比增幅约在 1%-8.4%之间，对比上半年高达 32%的增速，显著下滑。预告引发市场恐慌，股价暴跌。

但在我看来，这却是买入的好机会。因为造成三季度增速短期下滑的原因是企业的长期利好。

资源扩张计划启动

增速下滑原因，公司有披露，“从 2018 年二季度开始，公司加强楼宇媒体市场的开发力度，资源点位数快速增加，与媒体点位数量密切相关的媒体点位租赁成本、媒体设备折旧、开发维护运营成本的影响在 2018 下半年有所体现。”

2017 年末自营电梯媒体点位 151.5 万个，2018 年 3 月底 159.9 万个，7 月底 216.7 万个。二季度加强楼宇媒体市场开发力度，可以清楚地看到。1~7 月净增加 65.2 万个，增幅 43%。主要增量出现在 4-7 月份，净增加 56.8 万个，占年初历史总存量的 37.5%。

由于分众的主要广告客户的投放计划是提前安排的，广告刊例价格调整也会滞后，所以，二季度新增

资源点位，在三季度里无法被全部高效使用。然而，资源点位的增加，无疑是对企业盈利能力和核心竞争力有明显加强作用的。

按照江南春的规划，到 2018 年底，自营电梯媒体资源点位要扩张到 300 万个，终端日覆盖超过 3 亿主流人群（2019 年的目标是达到 500 万终端，日覆盖 5 亿的主流人群）。这些资源点位陆续投入使用，其成本也将陆续先于营业收入体现在报表上，给下半年报表利润造成压力。

然而，资源点位的投入，推动分众营业收入快速增长只是迟早的事。正常推测，至迟 2019 年一季报，就能看到大部分新增资源点位带来的营收增长了。拉长视角看，分众的盈利能力是被加强而不是削弱了。

之所以说至迟 2019 年一季度，而不猜测为 2018 年四季度，是考虑到新增的电梯媒体资源从圈层和覆盖人群消费能力的角度上说，可能不如早期资源优质，其资源的使用及对应广告主的开发，都需要一定的展业时间。

聚集电梯媒体

从分众的最新资源及收入来看，更加聚焦了。楼宇媒体营收增长 30.5%，占营业收入比例提升至 81.2%；影院媒体营收增长 19%，占营业收入比例约 16.8%；其他营收下降 33.7%，占比萎缩至不到 2%。总体来看，公司是按照规划，继续收缩卖场及其他媒体分布，聚焦于电梯媒体和影院媒体，尤其是电梯媒体。

按照财报披露数据， 2018 年上半年中国广告市场的增幅明显提升，增速达到 9.3%（2016 和 2017 年上半年增速分别是 0.1%和 0.4%）。其中电视、广播媒体的广告刊例花费分别增加 9.4%、10.0%；电梯电视、电梯海报、影院视频继续保持稳健增长，2018 年上半年的广告刊例收入增幅分别为 24.5%、25.2%、26.6%，较上年同期均有扩大。

电梯电视、电梯海报及影院视频继续保持远高于行业整体增速的态势，并全面超越了互联网广告增速（互联网广告上半年增速为 5.4%）。同时天猫和京东商城首次进入全媒体广告花费 TOP20 品牌榜单，揭示了一个趋势：网络的流量红利时代正在过去，未来流量的争夺重心正在逐步倾向于线下与线上的结合。

按照 8 月 19 日江南春在宝洁校友年会上的演讲，分众在线上和线下的结合中，已经使用且将继续深化一些技术手段，并通过引进阿里继续强化精准投放能力。江南春说：

我们在精准分发这个环节充分利用了物业云和百度云来做数据分析，实现千人前面，千楼千面。

比如国美苏宁要触达刚刚交楼、入住率低于 30%或交楼 8 年以上的楼宇；宝马 7 系汽车的广告投放目标为房价高于 10 万/平的楼宇；李宁球鞋广告投放目标为带有网球场的小区……这些都是可以通过物业云实现的。

再比如百度云，我们可以知道每一栋写字楼背后的消费者对母婴、汽车和 P2P 等关键词的搜索数量。

我们把每一栋楼的数据做一个分析，清晰掌握各个楼宇的人群画像、所处人生阶段以及整体消费能力。

从“人找广告”到“广告找人”，再到“个性化推荐”，接下来分众和阿里会共同打造智能分析引擎，让每个楼看到自己感兴趣的广告，让每个广告都找到自己可能投放的楼宇。

阿里已经成为分众的第二大股东，我们之间所有的数据都已经互相打通。很多升级版广告已经加上了天猫搜索框。我们一方面在引流线上，另一方面我们把电视机屏幕端口收集来的数据共享给阿里。

比如你今天看到过橄榄油的广告，我们把看过三次以上的 mac 地址传给阿里，那么你将会在手机淘宝里再次被触达，这就叫品效合一，精准二次触达大大促进了产品转化。

不仅如此，在线下我们也可以评估它的效果。比如小鹏汽车未来会有很多 4S 店，我们装好探针后对

比 MAC 地址，即可得知多少个走进小鹏汽车门店的人是看过分众传媒电梯广告的人。

江南春在自己撰写的《抢占心智》一书中，也清楚地写下了和阿里合作对分众的主要意义：“集合电商的数据，得到真正全面准确的用户信息和需求”。

分众通过获取电商掌握的搜索、购物及快递数据，通过分析整合，实时掌握某栋楼里人们的消费习惯、消费间隔、消费品类和偏爱品牌，从而能够更及时准确地将用户所需品类或其竞品，在合适的时间推送到该楼栋的电梯电视或梯内海报上，帮助广告主实现更准确地广告触达和更高的销售转化。更高的精准度和转化率，自然也就值得客户为之支付更高的广告价格。

按照江南春的思考，分众在创始之初，相对于强调覆盖面的“大众媒体”（电视、报纸、杂志）而言，是“分众”，是对人群的细化，主要关注城市里 20-45 岁较高收入人群（工作在写字楼，居住在较好的电梯公寓）。但在今天移动互联网技术可以精准达到千人千面推送广告的情况下，分众实际上已变成“聚”众，精准度介于大众媒体和互联网媒体之间。

分众的强项，是卡住了未来不变的东西。科技改变了人们主动寻找信息的路径和方式，但人们生活工作的路线没有变，依然是上班写字楼、下班回家，也依然进电影院看电影。按照江南春的说法“传播就两个方向，拥抱变化或者赌对不变”，分众将专心致志抓住“不变”，卡位人们不变的活动轨迹，实现广告触达。

这对于分众来说，是付出巨额学费才得来的宝贵经验。江南春在书中坦言，分众上市后也曾飘飘然，意图通过广泛投资，将分众从“中国最大的生活圈媒体”扩张成为“中国最大的数字化媒体集团”。在这个战略导向下，分众实施了大量的收购兼并。

最终，不仅收购来的东西成为包袱，连原有的战略和定位也被冲淡和稀释，直接导致企业核心竞争力的损伤。体现在资本市场，就是分众的市值从 86 亿美元下跌到 6 亿美元。

2009 年，江南春不计成本地抛售了这些斥巨资买来的包袱（损失超过 90%），重新回到擅长的四大渠道：写字楼、公寓楼、电影院、卖场。将分众重新定位于：成为全球最大的电梯媒体集团，掌控都市主流人群早上出门的第一个广告和晚上回家前最后一个广告，让消费者在没得选当中形成对品牌的记忆。

分众的强势

分众的强势，可以从客户、上游和对手三个角度去看。

一直以来，分众保持着大约年提价 15%的幅度，而客户数量和营业收入年年增长，足以证明分众在客户面前保持着一定的强势。而且，曾经以为会成为分众最强替代的互联网和移动互联网公司，正在变成分众最大的客户群体。2017 年互联网客户广告占分众营收的 23%，高居客户行业分类榜首。2018 年一季度电梯电视广告投放十大品牌里，80%来自移动互联网。

按照公司的表述，在资讯模式多元化碎片化、信息过载、选择过多的移动互联网时代，城市消费者面临过多选择。而分众传媒楼宇媒体和影院银幕广告媒体高频有效到达城市主流风向标人群，其媒体价值正在持续获得市场和客户的高度认知与认可。

这其实很容易理解，因为分众网络具备覆盖主流人群必经之路，在天然低干扰的优势环境下对受众进行高频推送这个特点，吸引了所有需要地面流量的品牌。

但是，为什么这些品牌不选择直接和上游物业或业委会，或者选择分众的竞争对手，例如新潮传媒、华语传媒、城市纵横等公司合作，而选择接受分众的涨价？

个人认为，这里面隐藏着一个被忽略的价值创造环节。简单的说，一个终端或者少量终端联网，价值并不大。当足够多的终端联合在一起，形成一个覆盖受众必经途径的网络后，它会发生一个跳跃式增值。这份增值由组网者建立，当然应该由组网者享受。也就是说，所有物业或电影院直接和广告主签约，给广告主创造的价值，会远小于分众提供的价值，除非有人能够将物业或电影院组织并协调起来，统一与广告主对接——但这就是分众！

由于分众的规模足够大，能够覆盖更多受众，每一个终端加入这张大网的时候，它产生的价值会远高于独立时产生的全部价值，也高于它加入一张小网的价值。正是因为这样，高毛利的分众，对客户产品或服务推广产生的价值，远高于物业和竞争对手。

正因为这样，所以分众在上游资源提供商面前，也是强势的，尤其是楼宇资源。楼宇资源的上游，是全国数以万计的物业公司（或小区业委会），每家拥有的电梯数量少，分布散，单独运营收益不足以覆盖成本——可参考新潮传媒，规模远大于任何物业或业委会，净利润依然为负。

依照分众披露媒体租赁成本以及拥有自营楼宇终端数量推测，单部电梯的租赁年费用在 2000-3000 元之间，周租金折合 40-60 元。可以想象，若客户需要在一周内投放一套价值数百万乃至数千万的广告，需要对接的物业和消耗的时间，是根本不可能完成的天文数字，这对于双方都是负价值的资源浪费。

过去三年，公司的营业收入从 2014 年末的 75 亿元增长到 2017 年末的 120 亿元，年化增长 17%；净利润从 24 亿元增长到 60 亿元，年化增长 36%；过去十年，营收从 25 亿元增长到 120 亿元，年化增长也是 17%，净利润从 8.5 亿元增长到 60 元亿，年化增长 21%。总体来说，这是每年稳定的提价叠加量增的共同结果。

综合考虑今后面临的终端扩张、售价提升、行业复苏、增值税率降低等正面因素，同时有对手贴身逼抢可能迫使成本提高、政府退税总量的逐步减少，以及新拓展区域盈利能力相对下降等负面因素，大略可按照过去十年营收增长速度估算未来几年的净利润增长，将分众三年后（2021 年）净利润规模估算为 100 亿。届时按照 25 倍市盈率的合理估值考虑，对应 2500 亿市值，相对当前约 1250 亿市值，有成长的空间。

两小两大风险点

分众的风险在于什么地方？

小风险两条：一是在和手机的竞争合作关系中，逐步落后，被手机屏打败。但一者概率较小，二者不大可能突变，会有财务数据显示出迹象的，归为小风险；

二是同行不惜成本抢占楼宇位置，降低刊例价，拉低利润率。比如半年报中就显示出来一点迹象。上半年，分众给客户的账期明显延长了。以过去十个季度期末应收账款占当期含税营收的比例来看，二季度突破去年三季度高点，创下比例新高。数据显示近乎全部客户都享受到了约 3 个月的极限账期，公司的解释是受报告期内宏观经济的影响，但我推测更多的是竞争对手的参与，从客户层面对分众形成的压力。好在只是在账期上略有影响，在广告价格上，分众依然保持着强势。

同时，竞争对手会推高成本一说，似乎也不是太大问题。本期毛利率相比上年同期还提升了一个百分点（从 70.8%上升至 71.81%），在营业收入增幅 26%的情况下，营业成本增幅不到 22%，证明公司有能力控制或转嫁上游成本负担。

因此，关于同行竞争暂时不用太过担心，核心原因有三，①同一个电视位置或海报，加入一个大网还是一个小网，价值本身会有高低区别，分众天然占优；②分众本身签约的优质楼宇到期时间参差不齐，竞

争对手很难集中力量打攻坚战形成客户所需要的覆盖；③分众本身资本雄厚，手握强大客户资源，真正进行价格战，分众最多是降低净利率，对手可能就是灭顶之灾。

至于大风险，也有两条：第一，广告管理政策上出现巨变，禁止电梯间及电梯内放置电视或海报，这是毁灭性打击。当然，概率极小，接近于零；

第二，管理层乱来。这有先例，公司曾被浑水狙击，核心问题就是公司高价收购资产，然后低价卖出或者减值注销。问题虽然没有被完全证实，最终以江南春及分众合计缴纳 5560 万美元和解告终。不过，目前公司所做的核心业务以外的投资，总额仅不到半年净利润，总体来说，风险尚处于可控状态。

市场恐惧的另一个因素是年底解禁股问题。到 2018 年 12 月 29 日，分众有约 77 亿股解禁，去掉江南春的 34 亿多股，还有约 43 亿股，基本上都是投资机构持股。

在我看来，很多优秀的上市公司，都存在大量低成本，甚至零成本、负成本的持股者，他们早已“解禁”，影响公司的投资价值和长期股价走势了吗？——没有。想明白这个问题后，就知道解禁压力其实是个伪命题。

年底解禁，持股机构可能卖出然后分掉现金清盘，也可能拿着现金去买入其他公司股票，或者可能继续持有分众。如果分众的企业价值低于市值，那自然是一解禁就夺路而逃；如果分众的企业价值高于市值，解禁后他们也可能不卖，或者要卖也会有一大堆资本张着大嘴等候。因此解禁可怕不可怕，取决于分众的内在价值，取决于分众股权与现金或其他公司股权的投资回报率比较。

（声明：本文仅代表作者个人观点；

作者声明：本人持有文中所提及的股票）

第453篇.　　2018.9.9-留言系统字数限制

唐书房　　2018-09-09

不好意思，大家在文章下面留下了很多精品评论，但受限于展示上限 100 条的系统规则，大量留言不能上墙，但我都一一看过🤝，谢谢大家，祝朋友们周末愉快🥂🌷



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！

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-09-10

今天是教师节，收到了很多祝福和打赏，不一一回复了，谢谢大家。为了对的起这些感谢，今日“加更”（YY 小说看多了的后遗症），将原本只准备分享当日交易截图附带的 140 字，扩充成一篇文章。

先说交易，再聊道理。今天，上周四卖出民生银行 H 股的钱到账了，早晨开盘后不久买入约 1%分众，成交均价 7.76 元，然后立刻再卖出几乎同等金额的民生 H 股，成交 5.5 港币。

这次不说老唐有“短线技术”了吧，基本上是准确地抄到日内顶。

至此，对分众的加仓计划顺利完成，接下来在千亿市值以上的波动就不换了。手头还有约 2%的民生 H 预备队，有望支援我家康儿（海康威视）。目前持仓比例为：茅台 39%-，腾讯 28%+，分众 9%+，洋河 7%-，古井 B6%+，海康 5%+，招商 H3%+，民生 H2%+，2018 年内收益**-10%+**。

不用看网络言论，也知道这几天网上“反思”特别多。除了反思杠杆爆仓的，反思不该来股市的，反思中国股市体制问题的，反思自己违背了市场趋势，反思为什么没有听从内心预感提前清仓的……之外，每每还有一类“反思”也很受追捧，那就是反思自己不应该相信价值投资。

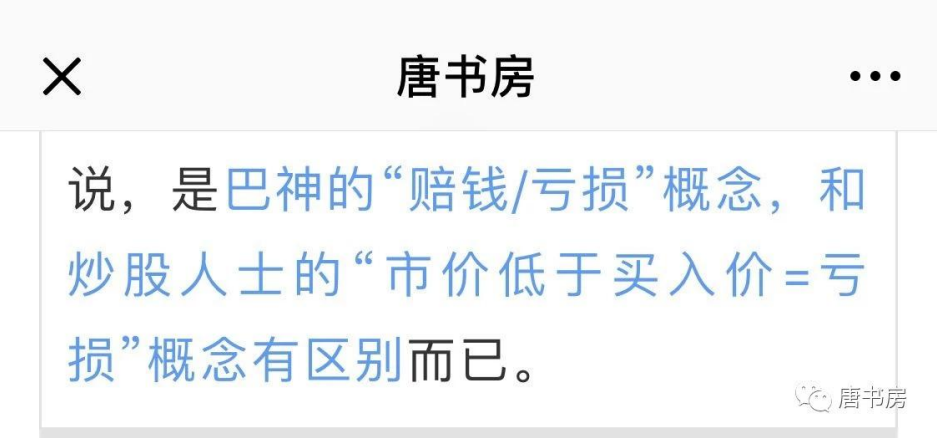
表述各有不同，但中心思想一般集中在“事实证明，价值投资照样让我赔钱，以后再也不信价值投资

了，或者至少不能一味地相信价值投资，该跑还是要跑”，言下之意，大致是一直以为做价值投资就可以不赔钱的，如今失望了。

这种误解可能来自沃伦.巴菲特讲过投资有两条规则：规则一，绝对不可以赔钱；规则二，千万别忘了规则一。

这两条规则，老唐早在 2016 年就发文“批判”过，并揭皮“骗纸”巴菲特几笔摆明赔钱违背规则的案例，原文可点击《如何才能不赔钱》了解。

读过这篇《如何才能不赔钱》，你会发现；



在巴菲特心中，盈利和亏损是酱紫的：

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。

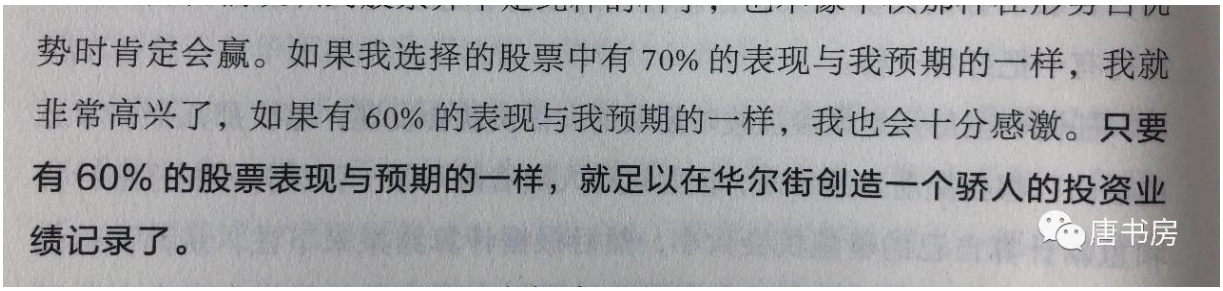
因此，他才够胆追求“不赔钱”，因为他始终坚持拿日产 100 张钞票的资产，去换日产 200 张钞票的资产，只要产出数量没有估算错误，盈利是在交易的一瞬间就已经产生，后面只是需要一些时间去拿回收获罢了。

即便在这样的概念下，不赔钱也只是一种期望，并非一种保证。是追求交换的一瞬间，用自己认为的低盈利能力资产交换自己认为的高盈利能力资产。

然而，Things change，people change，世事无常，即便如巴神，也不敢吹牛对产出数量的估算从不走眼。就在《如何才能不赔钱》文中，老唐还列出了即使按照巴神的亏损概念，也实实在在亏损过的案例。

对于这种情况，又如何面对呢？很简单，别做完美主义者，别期望自己在每一场战斗中都获取胜利。引用彼得.林奇的经验说：**只要有 60%的股票表现与预期的一样，就足以在华尔街创造一个骄人的投资业绩**

记录了。



欧文.费雪的巨著《利息理论》里有句名言，我很喜欢。它也曾被周其仁用来做一本书的书名：收入是一连串事件。

投资过程中，收入也是一连串事件。这一连串事件的轨迹和农民种田或人类制造下一代的行为基本一致，都是播下种子、耐心等待、收获成果，其中耐心等待是不可或缺的一环。

对投资而言，等待这一环，是区分大部分股市失败者和股市胜利者的决定性因素（谁没买过几只后来的牛股呢？）。

之所以如此，关键就在于这个等待并不是关进小黑屋四大皆空的平静等待，而是时时刻刻都附带着“流动性诅咒”

流动性诅咒

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。——沃伦.巴菲特

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：流动性诅咒。

出于对人性的理解，我丝毫不怀疑，如果过去20年里，北上广深的房地产市场如果也是每分钟报一次价格，敲敲键盘就可以买进卖出，那么，今天北上广深大部分房产，可能都已经归了从事按揭业务的银行所有。90%以上的房产投资者照样会亏的一塌糊涂，这就是流动性诅咒！

所以说，投资很简单，但并不容易。最大的不容易便是克服流动性诅咒。它需要我们的注意力离开报价盘，离远点儿，再离远点，去思考股票投资的本质是什么？要点是什么？

股票投资的本质就是我们以适当的价格进入一家能够不断赚取真金白银的企业做股东，假以时日，我们的财富值就会水涨船高。

就这么简单！全世界无数从小到大、从大到巨大的企业，无论是上市企业还是非上市企业，背后都有

无数的股东，他们一遍又一遍、一天又一天地演示着这个致富真理，一点儿也不神秘；

全世界也有着无数从大到小、从小到无的企业，无论是上市企业还是非上市企业，背后也有无数的股东，他们一遍又一遍、一天又一天地从反面论证着这个致富真理，并不因为有多少人交易他们的股票而发生改变！

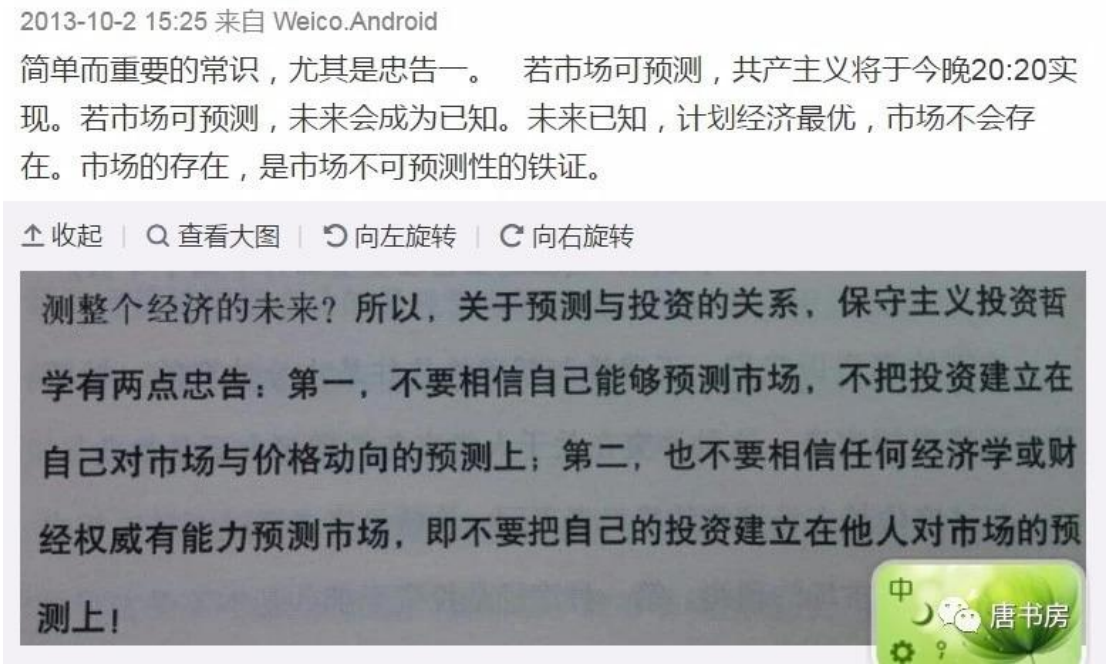
其中的要点是什么？如果将投资成果堆积在一张桌面上，那么支撑这个桌面的四条腿就是：**①股权是企业所有权凭证；②无情地利用市场先生的口袋，而不是跟随市场先生的报价；③坚持没有明显的便宜占，绝不与市场先生交易的安全边际原则；④坚持不理解的企业不参与的能力圈原则。**

那些确定能赚到钱的企业，一般长这样：

①具有较高的进入门槛；②维持现有盈利能力只需少量资本投入；③拥有可靠的客户群体；④具备较低的技术过时风险；⑤具有较大的行业发展空间；⑥能够带来诱人的自由现金流；⑦由利益一致且已经被历史证明有能力的管理团队管理。

拿着这样一份检查清单，找到少则几家、多则十几家这样的企业，这辈子你想不富是非常困难的。然而，由于市场是由千千万万拥有贪婪和恐惧情绪的参与者组成，即便你拥有这样企业，指望时时刻刻它们都有一个“公正合理”的报价，那也是不现实的。

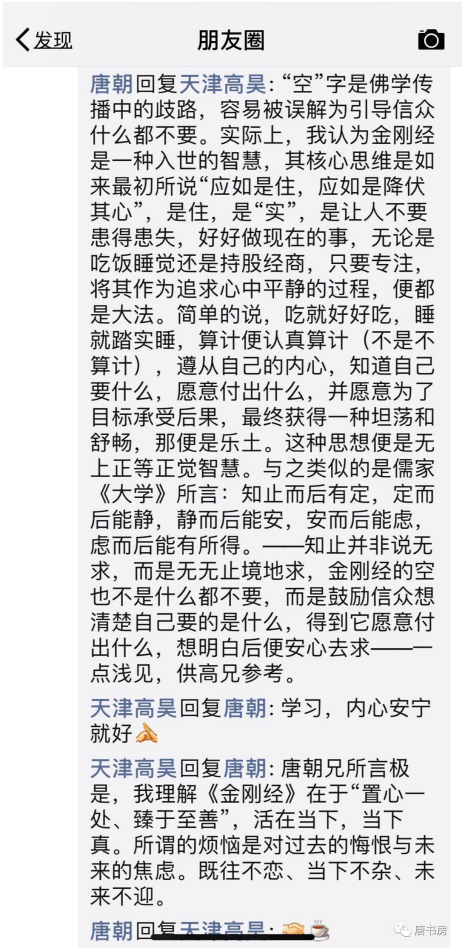
若市场可预测，未来会成为已知，未来已知，计划经济最优，市场不会存在。市场的存在，是市场不可预测性的铁证——这是老唐五年前写下的一段话，送给大家。



祝大家都能想明白你来市场准备赚什么钱，为之需要付出什么代价，然后与之对应的成果是你应得的，代价也就是你应该承受的。

想明白后淡然处之，此时股市便是乐土；反之，患得患失，既想要结果，又妄图规避代价，那股市便成了炼狱。

后记：很巧，今天早晨有位朋友，在朋友圈里发了一篇关于金刚经解读的文章，老唐一时兴起，掺和进去闲聊了一段。很奇妙，主题和老唐现在写的文章主题类似。征求朋友同意后，也截图送给大家。



祝天下所有传道授业解惑者身体健康、万事如意！

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？

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-09-12

今天，终于等到我家康儿。27 元加仓 1%+海康，然后马上卖出几乎同等金额民生 H，成交 5.36 港币。





目前持仓茅台 39%-，腾讯 28%+，分众 9%+，洋河 7%-，古井 B6%+，海康 6%-，招商 H3%+，民生 H1%+。2018 年内收益率-12%。

昨天下午，翻了翻记录。发现一个挺有趣的数据，可以拿出来聊个理念。

数据是老唐的市值波动。假如将老唐 2017 年 9 月 11 日收盘市值看作指数 1000；那么，2017 年末市值指数为 1320；本轮高点 1460 出现在在 2018 年 1 月 23 日；2018 年 9 月 11 日是 1180（如果以今天收盘市值计算的话，估计只有 1160 了）。

该数据已经去掉今年六七月份卖房新增资金的影响，也没有计算打新收益。是一个始终满仓、接近无交易的账户市值波动，其走势图如下：



从这张完全真实的市值走势图，老唐要表达以下几个问题：

①股市情绪转换之快，是很难想象的。站在今天这种状况下，你敢想象仅仅 2017 年 9 月 11 日至 2017 年 12 月 29 日，市值可以上升 32%吗？

②一年时间 18%的收益，其实是相当令自己满意的战绩，无论对比标杆是股票投资还是债类投资，都很令人满意了。尤其同期沪深 300 指数下跌 16%、上证指数下跌 21%、深证成指下跌 26%、创业板指下跌 26%的情况下；

③但是，看见从 1460 下跌至 1180 的过程，很多人会发出感叹：为什么没有在 1460 清仓，然后现在再买进来？哪怕买回同样的股票，也可以多捡回 24%的股票数量，为何要死死地坐着电梯上下呢？

④这种想法有两个死结：

A.为什么是 1460 清仓，不是 1459,1458,1457,1456……1001？

B.为什么是 1180 买入，不是 1181,1182,1183,1184,……1459？

⑤简单的说，支持你从 1000 走到 1460，2460，3460……的体系，会同样支持你从 1460 走到 1180，1080，980……，一体两面，All or Nothing，单边不卖。

强烈建议各位朋友别被市场波动搞坏情绪，此时其实是最适合思考上述④和⑤两条问题的时候，认真追问自己，一定会大有收获的。

以本杰明.格雷厄姆的《证券分析》出版为标志，在过去的 80 多年里，经过无数大师反反复复在全球范围内实证，尤其是在计算机和网络的时代，大量数据的回测和推演成为便利的工具以后，其**实投资领域里已经没有什么秘密，**主要原理和方法，已经让各类大师从正面反面论述完毕了。

然而，**不可否认的是，恐惧股市的人依然是大多数，在股市里赔钱的人依然是大多数。**

这种奇怪的现象曾经令很多人百思不得其解，比如彼得.林奇在他 1993 年出版的《战胜华尔街》一书里就这样写过：

我在上一本书《彼得.林奇的成功投资》中，曾试图一劳永逸地证明，把钱投资于股票的收益率要远远高于投资债券、大额定期存单或货币市场基金。

有些读者肯定是一边看书一边打了瞌睡，不然的话，为什么到现在全美国 90%的投资资金还是投在这些收益率远远低于股票的债券、大额定期存单或货币市场基金上呢？

那么多家庭本可以将大部分资产投资于收益率高得多的股票却不做；个人，乃至于整个国家的财富，未来本可以大幅增长却不能，这简直是一种灾难。

如果你想要自己的资产，未来比现在增值得更多，那么你应该把大部分资产投资到股票上，即使未来两三年甚至五年是大熊市，股市跌的让你后悔根本不应该买股票，你仍然应该把大部分资产投资到股票上。

只要你看看 20 世纪股市的回报水平，你就会明白为什么应该如此。整个 20 世纪期间几乎都是熊市，更不用说还有经济衰退，但结果仍然无可争议地表明最终股票都是大赢家，投资于股票或股票投资基金的收益率远远超过债券定期存单或货币市场基金。

• ……

的确，我们这些普通人根本没有办法提前预测出，究竟未来哪些年代会十分罕见地出现债券投资收益率高于股票，但是自 2 0 世纪 2 0 年代的统计数据表明，债券投资收益率很少超过股票。

在 1926~1989 年的 60 多年中，只有 30 年代债券投资收益率超过股票（70 年代二者基本持平），因此，那些专注于股票的投资者就拥有很大的优势：一直持有股票的投资者，就有 6:1 的机会能够比那些一直持有债券的投资者取得更高的收益率。

即使在那些罕见的债券收益率高于股票的年代，债券投资者所获得的超额收益率，也完全无法比得上在股票收益率高于债券的其他年代股票投资者获得的超额收益率。

比如 20 世纪 40 年代和 60 年代。在 1926～1969 年的整整 43 年间，投资 1000 美元到长期政府债券，最终能够增值到 160 万美元，而同样是 1000 美元投资到标准普尔 500 股票，最终会增值到 2550 万美元。

因此我总结出了第 2 条林奇投资法则：那些偏爱债券的投资人啊，你们可知道不投资股票错过的财富有多大。

彼得.林奇继续苦口婆心地劝告到：

每当我对目前的大局(big picture）感到忧虑和失望时，我就会努力让自己关注于“更大的大局”(even bigger picture)。如果你期望自己能够对股市保持信心的话，你就一定要了解“更大的大局”这个概念。

“更大的大局”是从更长更远的眼光来看股市。历史长期统计数据告诉我们，在过去 70 年里，股票平均每年投资收益率为 11%，比国库券、债券、定期存单高出一倍以上。尽管 20 世纪以来发生了各种大大小小的灾难，曾经有成千上万种理由预测世界末日将要来临，但是投资股票仍然要比投资债券的收益率高一倍以上。

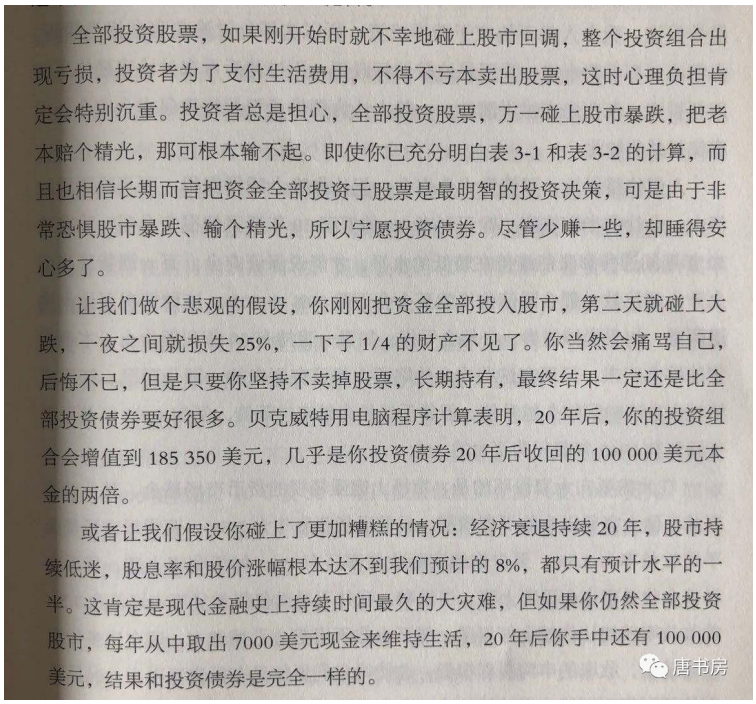
用这种大局观来看股市，坚定信心，长期投资股票，收益率肯定要高得多，而听信那些新闻评论员和经济咨询专家的悲观预言，相信经济衰退即将到来，吓得全部抛出股票而投资债券，收益率肯定要比坚定信心长期投资股票要低得多。

此外，在股票投资收益率战胜其他投资品种的这 70 年间，曾经发生过 40 次超过 10%的大跌。在这 40 次大跌中，有 13 次属于令人恐怖的暴跌，跌幅超过 33%，其中之一就是有史以来最大的暴跌——1929 年至 1933 年的股市大崩盘。

如果说，远离股市是由于投资者患上了一种股市大崩盘后的创伤综合征，那么为此付出的经济代价也太高了。

所有那些把钱投资于债券、货币市场、储蓄账户和定期存单以躲避下一次股市大崩盘的投资者，他们 60 年远离股市所错过的投资回报，再加上通货膨胀导致的货币贬值，所有这些由于拒绝投资股票而产生的财富损失，要比即使他们经历最严重的股市大崩盘造成的财富损失都要大得多。

甚至还请来了公司电脑数据专家做数据模拟，之后得出这样的结论：



全部投资股票，如果刚开始时就不幸地碰上股市回调，整个投资组合出现亏损，投资者为了支付生活费用，不得不亏本卖出股票，这时心理负担肯定会特别沉重。投资者总是担心，全部投资股票，万一碰上股市暴跌，把老本赔个精光，那可根本输不起。即使你已充分明白表 3-1 和表 3-2 的计算，而且也相信长期而言把资金全部投资于股票是最明智的投资决策，可是由于非常恐惧股市暴跌、输个精光，所以宁愿投资债券。尽管少赚一些，却睡得安心多了。

让我们做个悲观的假设，你刚刚把资金全部投入股市，第二天就碰上大跌，一夜之间就损失 25%，一下子 1/4 的财产不见了。你当然会痛骂自己，后悔不已，但是只要你坚持不卖掉股票，长期持有，最终结果一定还是比全部投资债券要好很多。贝克威特用电脑程序计算表明，20 年后，你的投资组合会增值到 185 350 美元，几乎是你投资债券 20 年后收回的 100 000 美元本金的两倍。

或者让我们假设你碰上了更加糟糕的情况：经济衰退持续 20 年，股市持续低迷，股息率和股价涨幅根本达不到我们预计的 8%，都只有预计水平的一半。这肯定是现代金融史上持续时间最久的大灾难，但如果你仍然全部投资股市，每年从中取出 7000 美元现金来维持生活，20 年后你手中还有 100 000 美元，结果和投资债券是完全一样的。

唐书房

这简直是掏肝掏肺了吧？

没用的，不管彼得林奇多么成功，不管他用的逻辑和事实多么的无可辩驳，这些道理白纸黑字写在书上 25 年，改变了多少人的思想？我没有数据，但猜测不乐观。绝大多数的市场参与者，依然会嘲讽那些

在股价回调时持股的人——比如此刻。

再引用一位大师告诉我们的实例。

沃顿商学院金融学教授杰里米.J.西格尔在他的经典巨著《股市长线法宝》的第一章第 2 页，讲述了一个倒霉鬼的故事：

1929 年 6 月，一位名叫萨缪尔.葛罗瑟的新闻记者采访了当时通用汽车公司的高级财务总监约翰.J.拉斯科布。访谈内容是关于普通人如何通过股票积累财富的。8 月，葛罗瑟将拉斯科布的访谈刊登在杂志上，文章题目叫《人人都能发财》。

在访谈里，拉斯科布说投资者只需要每个月定投 15 美元到美国股市，未来的 20 年里，投资者的财富有望稳步增长至 8 万美元。这样一种年化 24%的回报率是前所未有的。

1929 年 9 月 3 日，就在拉斯科布的观点发布几天之后，道琼斯指数创下了 381.17 点的历史新高。7 周之后，美国股市崩盘。34 个月之后，道琼斯指数只剩下 41.22 点。全球最大的几家公司市值蒸发了 89%，数百万投资者的毕生积蓄化为乌有，成千上万的融资客最终破产。美国经济进入历史上最严重的大萧条。

毫无疑问，拉斯科布的言论遭到了无情嘲讽和抨击。如果谁相信股市只涨不跌，或是对股市的巨大风险视而不见的话，那他简直就是无知和愚蠢的代表。印第安纳州的议员亚瑟.罗宾逊公开表示，说拉斯科布让普通民众在市场顶部买入股票，应该为股市崩盘承担责任。

63 年之后，《福布斯》杂志还专门撰文讽刺拉斯科布，《福布斯》说，某些人将股市视为财富积累的安全保障，而拉斯科布就是其中表现最恶劣的一个。

传统理论认为，拉斯科布的愚蠢建议体现了华尔街周期性翻烂的盲目狂热。但是，这种论断公平吗？当然不。即便你在市场的顶部实施这一投资计划，在股票上持续投资一直都是一种致胜策略。

如果一个投资者在 1929 年按照拉斯科布的建议构建长期定投组合，每个月坚持定投 15 美元到美股上。在计算该组合的投资收益时，你会发现，不到 4 年，该组合的收益将超过同样数目的资金投入到美国短期国债的收益。

到 1949 年，该组合的累计资金将达到 9000 美元，年化收益 7.86%，高出当时债券收益率两倍以上。

30 年后，这一投资组合增加至 6 万美元以上，年化收益也上涨到 12.72%。尽管没有拉斯科布预测得那么高，但这个组合的总收益率将超出同期同样资金的债券收益率的 8 倍以上，超出投资短期国债收益率的 9 倍以上。

那些从不购买股票，并以大崩盘为自己辩护的人，最终会发现，他们的收益将远远低于那些坚持投资于股票的投资者。

其实，不用看大师著作，只需要动用常识：中国股市是不是牛熊交替？正因为牛熊交替，哪怕是那些曾经赌咒发誓不再炒股的投机者们，也是过上几年就如同吸毒者复吸一样，揣着几年里积攒的财富兴冲冲给地又进来“捡钱”。这故事变过吗？没有。

牛熊转换是必然的，不管这是人类的情绪，经济的周期，还是所谓庄家的炒作，政府的阴谋。现在，是不是底，鬼晓得，但整体而言，现在肯定不是高位，只要没有被吓傻，应该都知道。

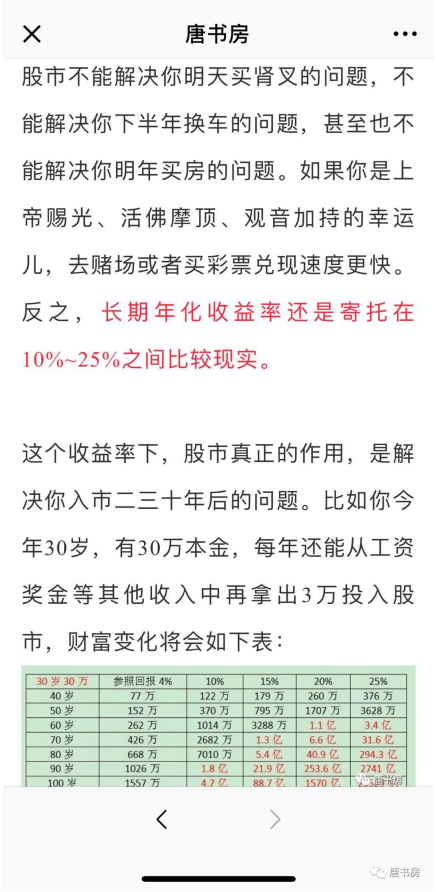
所以，对自己持有的公司，关心两点即可：第一，它会不会在下一轮市场火热期到来之前就已经退市或者破产了？第二，未来几年它的盈利水平会比现在糟吗？

如果两个答案都是 No，那就放好自己的小心肝，静静等待“更高的市盈率×更高或等于现在的净利润

=更高的股价”来临即可。对不？

如果不能确定上述两个问题的答案，别持现金，别买个股，拿现金去换指数基金。否则“那些偏爱债券的投资人啊，你们可知道不投资股票错过的财富有多大！”

在去年 12 月 19 日推送的《投资应该操心的核心问题》一文里，老唐写过这样一段告诫，今日看来应该体会更加深刻：



30岁 30 万	参照回报 4%	10%	15%	20%	25%
40 岁	77 万	122 万	179 万	260 万	376 万
50 岁	152 万	370 万	795 万	1707 万	3628 万
60 岁	262 万	1014 万	3288 万	1.1 亿	3.4 亿
70 岁	426 万	2682 万	1.3 亿	6.6 亿	31.6 亿
80 岁	668 万	7010 万	5.4 亿	40.9 亿	294.3 亿
90 岁	1026 万	1.8 亿	21.9 亿	253.6 亿	2741 亿
100 岁	1557 万	4.7 亿	88.7 亿	1570 亿	

顺告：此时此刻，千万别拿“熬和坚持”给自己催眠，你必须真的懂的：你拿在手上的优质股权，日复一日地给你印钞，简直比持有一大把钞票美妙多了——但是，你等着用来消费或归还欠款的钱除外。

第456篇.　　2018.9.14-当前持仓

唐书房　　2018-09-14

今日有事出门，破例提前播报。最后 1%仓位的民生 h，本计划安排给康儿的，可惜康儿不等我，已然脱离买价。而可爱的小分分还老实地趴着，干脆开盘 7.45 加给她。

当前持仓茅台 38%+，腾讯 30%-，分众 10%+，洋河 7%-，古井 b6%+，海康 6%+，招行 h3%+，年内收益 -10%。

这个组合基本满意，后面没有特别大的波动，主要工作就是吃喝玩乐等了——记录个人交易，记录思想轨迹，绝非荐股。老唐任何持股都可能暴跌，请勿冲动跟风

第457篇.　　2018.9.19-目前持股占比

唐书房　　2018-09-19

近几日有琐事耽误，没有码字，承蒙多位书房朋友发来问候，谢谢啦，老唐一切安好，勿念！

有交易发生，即便没有成文时间，我也会在收盘后随手推条短信息的。没有推送就意味着没有交易发生

目前持股占比为茅台 39%+，腾讯 28%-，分众 11%-，洋河 7%+，古井 B6%+，海康 6%-，招商 H3%+，2018 年内收益-6%。

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

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-09-22

前言：有事耽误，一周多没有推文，很多朋友都渴了。今天借着中秋大假推个重磅，祝各位这个中秋过得充实快乐！

文章很长，全文约 8500 字，为方便阅读和收藏，作为一篇推送，中间借用微信系统的插入广告分割。毫不谦虚的说，本文可能会改变很多人在投资市场的命运，其中或许也包括你。

阅读本文，可以节约你阅读《证券分析》和《聪明投资者》以及大量有关格雷厄姆投资思想的文献（包括但不限于下图所示），且其中有部分老唐的原创理解和再加工。请自觉将节省的时间留下，书钱打赏给老唐买月饼。



被称为投资者圣经《证券分析》一书，前半本书讲的是债券及优先股投资与计算。冗长的债类资产投资分析章节，让意图学习股票投资技巧的读者望而生畏，也因此，这本书历来是买的人多，读完的少。然而，格雷厄姆这种安排有它的历史必要性和深刻含义的。

在格雷厄姆进入证券行业的时代，从事证券分析这种职业的人还被称为“统计员”。那时候，华尔街的基本认识是“债券是投资者的首选，而股票则是投机者的出没之地”，当时主流言论是“绅士们都倾向

于债券。债券是为了收益，股票是为了差价”。

在格雷厄姆《证券分析》出版之前，市场畅销书籍里清清楚楚地写着“只有债券才被当做是投资，股票本质上是投机性的”——摘自 1931 年出版的《投资与投机》，作者劳伦斯.张伯伦。

也不奇怪。那时的华尔街不仅混乱，而且缺乏法律的规范。美国证券交易委员会 1934 年才成立——恰巧，《证券分析》首次公开出版也是 1934 年。在此之前，投资者想从公司获取信息还有种与虎谋皮的感觉。

公司对外只披露极其简单的财务报表——经常是一种四页纸对折的小册子，而且被公司管理层名单占据了大部分版面。为了防止外人窥探，一些家族企业会通过有意的会计技巧来隐藏公司资产和收益，而另一些公司则经常虚报各种数据以便使自己的公司看上去更强大。

即便如此，对于这种信息量极其缺乏的财务报表，大部分投资者也只能大费周章地去纽约证券交易所的图书馆查看。

这种情况下，从事证券分析行业的“统计员”们，天然地对公司财务报表数据信心不足。相反，谁在买卖这些公司股票才是最重要的研究对象。在内幕交易未被禁止的年代，投资者能够事先知道公司重组、并购或其他能够影响市场股价走势的内幕消息，才是赚大钱的可靠路径。

正如格雷厄姆所回忆的那样:“在老华尔街人看来，过分关注枯燥无味的统计数据是非常愚蠢的行为。”很多当时的华尔街大亨们的回忆录里，都承认为当时操纵市场是很平常的事，“三 M”——内幕 Mystery、操纵 Manipulation 和差价 Margins——才是指导市场运行的准则。

正是因为这些原因，那个时代的分析师们更多通过他们所接触到的各类信息，加上自己的直觉形成对市场的某种判断，并根据市场趋势来预测证券的未来价格走势，甚至会直接给出这样的“投资”建议:“从当前的价格水平及最新信息判断，这只股票很大可能会吸引投机者追捧，后市有望进一步走高。”

这种环境下，股票被普遍认为是一种投机，丝毫不奇怪，因为事实确实如此。投资者的兴趣主要是收入既丰厚又可靠的债券。

债券的市场价格波动很小，基本以已知的红利为基础。即使在市场波动较大的年份里，债券收益也不会有太大变化。如果投资者愿意，他完全可以不管价格变化，而只考虑其红利收入的稳定性和可靠性。

所以，从历史必要性来讲，格雷厄姆教授用大量篇幅讲解债券价值计算和投资方法，是时代所需。但这其实不是核心原因，真正的核心原因是格雷厄姆想要纠正“债券才是投资，股票只是投机”的市场主流思想，告诉他们：股票也是一种债券，只不过票面利率不固定而已。通过一套科学的方法，投资者可以寻找到安全性媲美债券，同时收益率却能比债券更高的股票作为投资对象。

在格雷厄姆看来，股票是一种特殊债券。二者的差异是在于债券每年利息多少、持续付息多少年，是提前约定的固定数字；而股票每年能够收到多少“利息”，取决于这家公司能够赚多少、能持续赚多少年、以及公司如何处理赚到的钱。它是一个不确定的波动数据，该数据可能高于甚至远远高于、也可能低于甚至远远低于债券约定的利息。然而，长期被投资者忽略的问题是，这种个体的不确定可以通过组合的方式对冲和规避。

在格雷厄姆后来发表的一篇题为《探寻证券分析的科学性》的文章里，这样阐述这种认识：

股票本质上可以看作价值被低估的一种债券，这一观点脱胎于个体的风险与总体或群体的风险之间存在着根本性的差异。

人们坚持认为投资股票带来的股息回报与收益应该远远高于债券投资的收益，因为投资个股所承担的损失风险要比单一债券投资所承担的损失风险高出许多。

但是从充分分散化投资的股票组合历史收益来看，事实并非如此，这是因为作为一个整体，股票具有明显的向上动力，或者说它们的长期趋势是看涨的。导致这一现象的根本原因是一国经济的稳步增长，公司将未分配利润用于稳定的再投资，以及 20 世纪以来通货膨胀率的不断走高。

格雷厄姆这种观点，后来被大量的学术研究所证明，其中比较权威也比较知名的研究成果，是沃顿商学院金融学教授杰里米.J.西格尔教授的经典著作《股市长线法宝》和伦敦商学院的研究成果《投资收益百年史》等。

在《股市长线法宝》（2015 年第五版）里，西格尔教授研究了美国从 1802 年~2012 年的全部数据后得出结论：1802 年的 1 美元，分别投资于股票、长期国债、短期国债、黄金，并将期间所得收益继续再投入，到 2012 年的终值和年化收益率如下表（单位美元）：

	股票	长期国债	短期国债	黄金	物价指数
组合终值	13480000	33922	5379	86.4	19.11
年化收益	8.09%	5.07%	4.16%	2.14%	1.41%

唐书房

扣除通胀后，年化收益率如下表（单位美元）：

	股票	长期国债	短期国债	黄金	美元
组合终值	704997	1778	281	4.52	0.05
年化收益	6.59%	3.61%	2.71%	0.72%	-1.41%

唐书房

在这个超过 200 年的时间跨度里，涉及到多次经济危机、货币危机、金融危机，经历多次局部战争和两次世界大战，期间持有货币的，被通货膨胀吞噬了 95%的购买力，而股票的收益率则远远高于长短期债券及黄金投资，最终终值差异大到令人惊讶。

这是不是美国的特例，会不会是因为美国的经济或政治制度导致股市存在着某种“幸存者偏差”呢？伦敦商学院埃尔罗伊.迪姆森教授、保罗.马什教授和伦敦股票价格数据中心主任迈克.斯丹顿发表了他们的研究成果《投资收益百年史》，结论如下图：

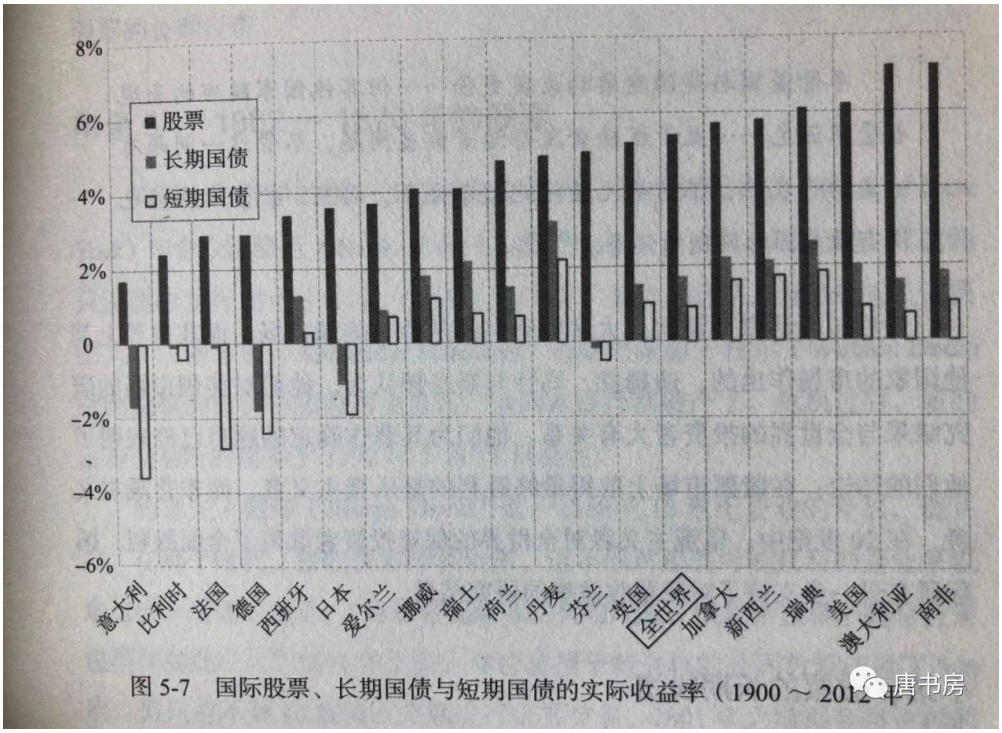


图 5-7　国际股票、长期国债与短期国债的实际收益率（1900～2012 年）

伦敦商学院的这份研究，涉及到四大洲 19 个能够获取数据的主要国家，涵盖时间段内经历过日俄战争、第一次世界大战、第二次世界大战、经济大萧条、朝鲜战争、古巴导弹危机、滞胀危机、石油危机、美元危机、冷战、美越战争、网络股泡沫等等世界政治经济重大危机，无论是国家样本还是时间段截取，都更具说服力。

尤其值得称道的一点，是这三位教授的研究中，涉及股票收益率研究时，考虑到了“幸存者偏差”，即股票指数不断选择剔除失败者、纳入胜利者导致的实际收益高估。从而使伦敦商学院得到的结论，在股票收益率计算上，普遍比以往的研究成果大幅下降。

例如在 1900~1954 年之间对英国股市收益率的研究成果上，过往的巴克莱银行/瑞士信贷第一波士顿银行权威结论是年化 9.7%的收益率，但伦敦商学院在考虑幸存者偏差等影响因素后，得出的结论是 6.2%的年化收益，降幅超过 1/3。

即便在这样苛刻的条件下，研究人员发现，**在所有主要国家，无一例外，股票的长期收益率均远远超过长短期债券投资**，且如果股票收益率低的国家，长期国债和短期国债收益率同样更低。平均来说，**股票相对于长期国债的收益溢价为 3.7%，相对于短期国债的收益溢价为 4.5%。**

绝大多数对于复利没有概念的朋友，估计很难想象这个收益溢价导致的终值差异究竟有多大。拿两个《投资收益百年史》里的数据感受一下：

这些国家中，收益差最大的澳大利亚，用 1 元本金，投资股票百年之后是 777249.7 元，而投资长期债券百年后是 252 元，投资短期债券是 80.7 元；

收益差最小的瑞士，1 元本金投资股票百年之后是 1136.7 元，而投资长期债券百年后是 73.2 元，投短期债券是 25.8 元。

为什么会在全球范围内，在跨度百年甚至两百年时间里，都能发现这种股票投资收益率明显高于债券的规律呢？

格雷厄姆解释的很清楚：“导致这一现象的根本原因是一国经济的稳步增长，公司将未分配利润用于稳定的再投资，以及 20 世纪以来通货膨胀率的不断走高。”

一个国家的经济的增长一般以 GDP 衡量。GDP 是“国内生产总值 Gross Domestic Product”的英文缩写，指一个国家或地区一年内（或其他周期，例如一个季度内）所生产出的全部最终产品和服务的交易价格总和。

正是这些产品和服务，提供了人们吃穿用住行以及社会扩大再生产所需。

人类的生存发展及其需求的不断增加，推动着 GDP 的持续增长。纵观人类发展史，特别是近现代史，可以清楚地做出判断，除了个别极端的短暂时期由于某些政治经济或宗教的极端情况导致人类文明和经济的倒退，其他时间里人类社会所创造的产品和服务是持续增长的。其背后的原因，是人口增长、土地等资产的自然产出、人类交换和分工的深化、知识的积累等因素。

产品和服务是人的产出，也由人或人的集合体分享。按照参与创造和分享 GDP 的主体区分，GDP 由四种主体创造和分享：一是中央政府和地方政府拿走的税费；二是参与 GDP 创造的个人所获收入；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。

很显然，在这个经济持续增长的过程中，一个国家内所有的企业作为一个总体，不仅能够分享利润，而且所分享的利润也是持续增长的——普遍而言，现代国家 GDP 约有 70%左右是由企业创造的。

企业是追求利润的经济主体，没有利润就没有企业长期存在的理由。同时，由于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手段达到的（可参看诺奖得主、新制度经济学鼻祖罗纳德.科斯的论文《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），因此，在现代经济中，企业的整体盈利能力是高于个人和中间组织的。

这样，我们就可以得出一个结论：投资于全部企业，回报增速会高于 GDP 名义增速（我们通常所听到的 GDP 数据，指实际 GDP。实际 GDP 可以简单理解为名义 GDP 扣减通胀）。

虽然上市公司并非全部都是优秀企业，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门槛的筛选，加上与便利的融资渠道及股市交易带来的相关广告效应，总体来说，上市公司的盈利能力高于全社会所有企业的平均水平。发达国家的历史数据证明了这一点，中国证券市场短短 20 多年的运行情况，也证明了这一点。

在 2015 年 11 月 30 日出版的中国基金报第 9 版上，刊登过一组中国股市从 1991 到 2014 年的扣除通胀后的实际回报率数据：1991 年到 2014 年，中国股票、黄金、人民币三大类资产的年化回报率分别为 11.2%（深市）、10.1%（沪市）、2.9%、-4.1%。

也就是说，从 1991 年投入中国股市的 1 元钱，23 年后，在深市能够变成 12.81 元，在沪市能够变成 10.05 元，投资黄金变成 1.97 元。如果持有人民币，则实际购买力大幅缩水成为 0.37 元。

用代表全部 A 股的万得全部 A 股指数来计算十年回报率，从上轮牛市初的 2007 年初计算至 2016 年底，中国股市整体年化回报率是 11.5%（若采用上轮熊市底 2008 年 10 月计算至 2018 年 9 月，年化回报约 11.6%，基本一致），远高于除核心城市房产以外的绝大多数投资品。

以上逻辑和数据展示了股票投资相比债券投资的明显优势。但是，格雷厄姆一再提醒读者注意，这种高收益率和不相上下的安全性，不是建立在对个体公司的判断上，而是建立在“总体或者群体”的基础上。

举例说，2001 年贵州茅台出让 26%股权上市融资约 20 亿元，上市至今 17 年内合计向股东分配现金红利超过 560 亿，其中 145 亿以上由购买这 26%股权的投资者获得（实际由于 2006 年我国实施全流通改革，

流通股股东享受非流通股东的现金和股份赠送，这 26%的投资者实际所获现金红利远大于 145 亿）。

如果当初这 20 亿由投资者借给贵州茅台（即购买贵州茅台发行的 20 亿债券），无论当时约定的利率水平如何，投资者所得本利之和，必将远远少于作为股东已获现金红利，更无法与未来可能继续获得的现金红利相比。从安全性的角度而言，借给贵州茅台的 20 亿债券，与投资 20 亿占贵州茅台 26%股份，安全性几乎没有分别，但收益率却有云泥之别。

然而，这仅仅是优秀的个体。如果投资者不是认购贵州茅台这样的优质企业股权，而是买下了类似金亚科技、保千里、浪莎股份、中弘股份、乐视网等类型的企业，将投资者看作一个整体，不仅高收益无从说起，连本金也大概率会损失惨重。

任何一次的本金大幅损失，对于投资者的打击都是灾难性的，也是格雷厄姆体系所不允许的。因此，格雷厄姆的投资体系里，分散组合投资是非常重要的前提。

就格雷厄姆本人而言，经常持有超过 75 只个股，他给普通人的建议，也是至少保持 30 只以上的个股投资。并且，这 30 或 75 只股票也不是随意选择的，而是应该选择股价明显低于内在价值的股票持有。格雷厄姆将买入价明显低于股票内在价值这种状况，定义了一个名词叫做“安全边际”。

股票除股价以外，还有一个与股价不完全同步的“内在价值”，这是格雷厄姆证券分析体系最大的贡献。所谓内在价值，是一个不确定的概念，大致等于公司作为非上市公司出售给私人产业投资者的价格。准确数字很难计算，但它可以有一个可估算范围。

内在价值来自股票代码背后所代表的公司。购买股票的人，所拥有的并不是一串代码，而是该企业部分所有权的有效法律凭证。股东不仅享有企业经营良好时的未来收益分配权，还享有企业经营不善破产清算时偿还债务后的剩余资产分配权，后者能够为股票的价值兜底，这个兜底价值可以模糊视作内在价值的下限。

在这个兜底价值以下买入股票，遇到最坏情况可以收回成本略有盈余，而结果若不是最坏情况，则可以获取丰厚的利润。

格雷厄姆喜欢将企业未来经营良好的预期看作/且仅仅看作一种额外的馈赠。他的整个分析体系，主要锚定与破产和清算有关的兜底价值。这种思维方式与格雷厄姆在 1930 年前后美国股市崩盘中的经历有着莫大的关系。

1929 年 9 月 3 日美国道琼斯指数创下 381.17 点高点后，两个月时间里暴跌 40%以上。跌势一直持续到 1932 年 7 月，最低跌至 41.22 点，跌幅超过 89%。25 年后的 1954 年，道琼斯指数才重新回到 381.17 点崩盘位置。

从 1929 年到 1932 年，美国国内有 101 家银行破产，109371 家企业及大量中产阶级和农户破产，近 1/4 的劳动人口失业。1932 年 9 月，全美有 3400　万成年男女和儿童，约占全国总人口的 28%无法维持生计(1100　万户农村人口未计在内)，200 万人四处流浪。

1930 年，也是作为基金经理的本杰明.格雷厄姆职业生涯最糟糕的一年，他打理的账户损失了 50%。尽管格雷厄姆和合伙人纽曼继续按季度支付 0.25%的红利，可是许多损失惨重、惊恐不安的投资者依然坚持撤资，格雷厄姆非常沮丧，已经准备放弃。幸亏合伙人的岳父注入一笔 7.5 万美元的资金，使基金存活下来。

正是这样的生存环境，使格雷厄姆的《证券分析》体系充斥着大萧条的烙印。他不仅建议投资者将资

本分散到至少 30 只股票以上，且每只股票的买入价格应低于有形账面净值的 2/3（有形账面净值=总资产-商誉、专利权等无形资产-全部负债）。

在格雷厄姆的眼里，只有这样的买入价格才可以保证即便这家上市公司破产清算，也可以在偿还全部负债后还有剩余资金足以归还股东的本金及产生少量收益。

实际上，由于资本天然的逐利本性，这些低于重置价值或者清算价值的公司股票，其市价经常会大幅上涨，绝大部分都无需真的等待清算。

即便如此，格雷厄姆还是建议至多将本金的 75%投入到股票投资（其余 25%以上购买美国国债），且至少分散到超过 30 家公司。30 家公司中，总有部分被市场错杀的公司可以给投资人带来额外的惊喜，创造满意的回报。

——由此你就理解了，部分依仗低 pe 低 pb 选股，却集中于一两家企业甚至杠杆持有一家企业，却号称走格雷厄姆价值投资道路的投资人，对格雷厄姆的误解得有多深啊！

可是，这样的出价怎么可能买到股票呢？

格雷厄姆用一个精妙的寓言解释了投资者在市场里的优势。他用一个拟人的“市场先生”来代表市场参与者群体永远不变的人性：贪婪和恐惧交替而来。他说：

投资者应该把市场行情想像成一位亲切的市场先生的报价，他是你私人生意中的合作伙伴。

市场先生从不失信，他每天定时出现并报出一个清晰的价格，然后由你决定是否按照这个价格买下他手中股份或者将你的股份卖给他。

虽然你们两人的生意可能存在某些稳定的经济特征，但市场先生的报价却是不可预测的。因为，这个可怜的家伙患有无法治愈的精神缺陷。

有时，他很高兴，只看到生意中有利的因素，他会制定很高的买卖价格，因为他担心你侵犯他的利益、夺走他的成果；

有时，他又很悲观，认为无论是生意还是世界等待人们的只有麻烦，他会制定很低的价格，因为他害怕你把自己的负担转嫁给他。

如果他的报价很低，你或许愿意买进；如果报价很高，你或许愿意将你的股份卖给他；又或者你也可以干脆对他的报价不予回应。

市场先生还有一个可爱的性格：他不在乎被你冷落。如果你今天对他的报价不感兴趣，他明天会再给你一个新的，交易与否完全由你决定。

很显然，他的狂躁抑郁症发作得越厉害，对你就越有利。

但是，你必须记住一个警告，否则无论做什么都是愚蠢的：市场先生只为你服务却不能指导你。对你有用的是他的钱包，而不是他的智慧。

如果他在某一天表现得特别愚蠢，你有权选择忽视他或利用他，但如果你受到他的影响，那将是一场灾难。

因为有被贪婪和恐惧所左右的市场先生存在，遵循格雷厄姆投资体系的投资者，得以用不到有形净资产 2/3 的低价买到股票，并在市场先生报价恢复正常的时候卖出去，收获利润。

坚持格雷厄姆原则的杰出投资者非常多，他们被称为“格雷厄姆和多德部落”，其中最杰出的代表是沃尔特.施洛斯。

这位仅有高中学历，最初是华尔街一家经纪公司办公室打杂跑腿的小伙儿，因为参加了纽约证券交易机构赞助的格雷厄姆夜校课程，学习并掌握了格雷厄姆的投资体系。

1946 年初，从第二次世界大战战场归来的施洛斯（1941 年底参军）获得了在格雷厄姆-纽曼基金公司工作的机会，九年半后他辞职开创自己的基金。

在施洛斯基金存续的 47 年投资生涯里，他严格遵守格雷厄姆投资原则，寻找被市场先生报错价的公司股票，获得了**47 年 5456 倍，年化 20.09%的惊人收益。**

47 年中，施洛斯几乎从不做企业调研，只是阅读和统计企业财报数据，寻找符合格雷厄姆投资要求的公司股票。买下他们，静静等待价值回归，然后卖出，继续寻找，周而复始。

支撑这惊人回报的背后，就是**伟大的《证券分析》三大原则：股票是企业部分所有权的凭证；无情地利用市场先生的报价；坚持买入时的安全边际原则。**

格雷厄姆大概是有一颗悲天悯人的心。尽管在赚钱方面很成功，但他最大的乐趣并不是赚到多少钱——金钱对于格雷厄姆而言，更像是一种记录成绩的方法（对巴菲特也是如此），而是如何帮助没什么天赋的普通人，也能通过证券市场获取满意的回报。

因此，实际上格雷厄姆《证券分析》体系一直建立在使用者没有什么商业能力的假设上，本质上还是一种统计学，一种叠加对价值投资基本原理理解和信赖的统计学，当然，还必须要有基本的财务报表阅读能力和足够的耐心。还记得吗？1954 年，道琼斯指数才突破 1929 年大崩溃的高点 381 点。1956 年，大约在道琼斯指数 400 点附近，62 岁的格雷厄姆宣布清算基金，退休。虽然期间经历了恐怖的大萧条，但格雷厄姆基金存续 33 年里年化回报率超过了 20%。

退休后的格雷厄姆没有远离市场，一边在大学校园从事投资思想传播，一边关注着股市的波动和发展。晚年，格雷厄姆回顾和总结自己毕生的经验后，甚至提出了一套毫无艺术空间、直接可以直接照猫画虎指导买卖的操作流程。

这套流程发布于 1976 年 9 月 20 日的一本杂志上面（次日，82 岁的格雷厄姆去世）。原文是以访谈形式发表的，老唐将其提炼后如下：

①找出所有 TTM 市盈率低于 X 倍的股票（TTM 市盈率=市值/最近四个季度公司净利润）；

②X=100/两倍的无风险收益率（例如无风险收益率为 4%，则 X=100/8==12.5）

③资产负债率＜50%（资产负债率=总负债/总资产）；

④选择至少 30 家以上，每家投入不超过总资本的 2.5%；

⑤剩余的 25%资金加上选股不足 30 家导致的剩余资金买入美国国债（假设当时市场只能选出 10 只符合标准的股票，则股票占比不超过 25%，国债占比 75%；如果一只也选不出来，国债占比 100%；能选出 50 只，国债占比 25%，每只个股投入总资金的 75%/50=1.5%。美国国债可以用任何无风险收益产品替代）

⑥任何一只个股上涨 50%以后，卖出，换入新的可选对象或国债；

⑦购买后的第二年年底前，该股涨幅不到 50%，卖掉，换入新的可选对象或国债，除非它依然符合买入标准。（即 2018 年 9 月买入的股票，到 2019 年 12 月 31 日涨幅不足 50%，也卖出）；

⑧如此周而复始。

格雷厄姆说：“这是一种以最少的工作量从普通股票中取得满意回报的安全方法。这种方法真好，简直让人难以置信。但我可以用 60 年的经验保证，它绝对经得起我的任何检验。”

按照格雷厄姆的预计，该方法长期而言能够获得超过 15%的收益率。

老唐说格雷厄姆投资体系本质是统计学，没错吧？还记得本杰明.格雷厄姆最早的工作岗位吗——统计员！这套方法可以说对商业能力毫无要求，只是要求你深刻理解本文里的“股票总体是长期上涨的”和“低估股票价格上升背后”一的原理即可。

那么，格雷厄姆方法的局限又在哪里呢？巴菲特对格雷厄姆体系做了哪些吸收和改革？老唐个人的简化估值法和这些吸收和改革之间是什么关系？老唐说自己的估值法就是简化到极点的未来现金流折现法，其中简化掉的过程和隐藏的数据假设是什么？我们且听下回分解。

文章已于 2018-09-22 修改

第459篇.　　2018.9.26-呆坐中

唐书房　　2018-09-26

两周前的今天，老唐推文说“股市情绪转换之快，是很难想象的”，市场迅速给我们强化了这一课。坦率说，我也没想到这么快年内浮亏就缩小为不到 1%，说不定下午就正负零了，谁知道呢😊。当前继续茅台 39%+，腾讯 27%-，分众 11%-，洋河 7%+，古井 B6%+，海康 6%-，招行 H3%+呆坐中…



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

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-09-27

前言：上一篇【重磅】简单粗暴，老唐一次说透格雷厄姆投资体系反响强烈，阅读人数约 3 万，有 1200 多人读后做了打赏。打赏人数创下了书房文章历史次高记录。

受此鼓励，老唐一鼓作气，又码出一篇长文，力求一文厘清巴菲特从格雷厄姆体系分叉的心路历程。希望能够帮助朋友们搞明白自己内心究竟想要的是什么，哪一种投资体系更适合自己学习。

就格雷厄姆创建的价值投资理念而言，到目前已经演化出两大主要理论体系，一类以格雷厄姆为代表，一类以格雷厄姆的弟子巴菲特为代表，后者是从前者分叉出来的。

老唐之所以用分叉，而没有用大部分资料所谓的“进化”，是想说这两种模式没有什么高下之分，只是不同人生观的体现。两条路都可以富，侧重点不同，取舍不同。

闲话不表，书归正传。

话说在格雷厄姆自己的投资生涯中，有一只无法用自己的体系清晰解释的投资对象，该股票的买入明显违背格雷厄姆投资体系标准，却造就了格雷厄姆投资生涯里最大的一笔获利。

如果仅仅去掉这一笔投资，格雷厄姆整个投资生涯的年化回报率会从超过 20%降低为只有约 17%。

或许就是从这个项目开始，格雷厄姆最看重的弟子沃伦.巴菲特的内心，已经悄悄埋下一颗对格雷厄姆体系怀疑的种子。这个项目叫政府雇员保险公司，简称 GEICO。

1948 年 GEICO 大股东因家庭原因考虑处置持股，派出两名代表到华尔街寻找接盘侠。经历多次失败后找到已经在华尔街很有名气的本杰明.格雷厄姆。

就在 1948 年初，格雷厄姆在纽约金融学院还对学生们讲：保险业对每个人都有利——管理层、代理商、顾客——除了股东。

他对保险公司的意见主要集中在两点：第一它不能实现足够多的回报率，投保人的保费最终会因为赔偿而所剩无几；第二，它支付的股利也不够多，这即降低了总收益，也给股东增添了压力。

然而，由于某种未知原因，格雷厄姆对收购 GEICO 公司 50%股权有一种本能的兴趣，虽然也有些惴惴不安。他曾告诉当时已经是雇员的沃尔特.施洛斯说：“沃尔特，万一这次收购效果不好，我们随时可以清算它收回投资”。

最终格雷厄姆-纽曼基金公司以 71.25 万美元的价格买下了 GEICO 公司 50%的股份。格雷厄姆-纽曼基金合伙人纽曼在 1993 年接受记者采访时，曾感叹投资中的运气因素实在太重要了。

之所以如此感叹，因为这次收购明显违背格雷厄姆一贯的投资原则：

首先，这次收购是按照公司账面净资产值作价的，明显违背格雷厄姆有形资产净值 2/3 的出价标准；

其次，最终财务报告显示资产少了 5 万美元（即公司净资产不是 71.25×2=142.5 万美元，而是 137.5 万美元），格雷厄姆经过一阵犹豫，还是以高于账面净资产的 71.25 万完成了交易；

其三，格雷厄姆-纽曼基金的这笔收购，占基金总资金约 20%~25%仓位，严重违背格雷厄姆自己的单只个股持仓上限；

最后，更严重的是，很明显格雷厄姆做决策时，连行业基本法规也没摸清楚。交易完成后才发现自己犯了一个大错误：早在 1940 年颁布的《投资公司法》就已经规定，投资公司拥有保险公司超过 10%股份是

违法的。

美国证券交易委员会（SEC）要求格雷厄姆-纽曼公司取消这次交易，把股份退给卖家。然而当格雷厄姆找到卖家协商时，卖家拒绝收回这些股票。还好，后来公司获准以一种可以避开税收的方法，将超额的GEICO股票分给基金持有人。搞笑的低级失误解决了，一段传奇诞生。

为什么说是传奇呢？如得神助，GEICO公司就在1949年开始了高速发展，开挂一般的成长速度。到1972年，GEICO成长为全美第五大汽车保险公司。

格雷厄姆承认对GEICO的收购违背自己的投资原则，但是也坚持认为其中不仅仅是幸运的因素。

1973年，在他的另一本传世巨著《聪明的投资者》第4版面世时，年迈的格雷厄姆亲自在书末补上一段后记，带有辩解味道地记录了这笔关于GEICO的这笔投资，原文如下：

在本书的第一版出现的那一年，两位合伙人有机会收购一家成长型企业一半的权益。出于某方面的原因，当时这个行业并不被华尔街看好，因此这笔交易被好几家重要的机构拒绝了。

但是，这两个人非常看好该公司的潜力。他们最看重的是，该公司的价格相对于其当期利润和资产价值而言并不算高。两位合伙人以自己手中大约五分之一的资金开展了并购，他们的利益与这笔新的业务密切相关，而这项业务兴旺起来了。

事实上，公司的极大成功使得其股价上涨到了最初购买时的200多倍。这种上涨幅度大大超过了利润的实际增长，而且几乎从一开始，股价似乎就显得过高——按两个合伙人自己的投资标准来看。

但是，由于他们认为这个公司从事的是某种程度上“离不开的业务”，因此，尽管价格暴涨，他们仍然持有该公司大量的股份。他们基金中的许多参与者都采用了同样的做法，而且通过持有该公司及其后来所设分支机构的股票，这些人都成了百万富翁。

出人意料的是，仅从这一笔投资决策中获取的利润，就大大超过了20年内在合伙的专业领域里广泛开展各种业务(通过大量调查、无止境的思考和无数次决策)所获得的其他所有利润。

这个故事对聪明的投资者有什么教育意义吗?一个明显的意义在于，华尔街存在着各种不同的赚钱和投资方式。

另一个不太明显的意义是，一次幸运的机会，或者说一次极其英明的决策(我们能将两者区分开吗?)所获得的结果，有可能超过一个熟悉业务的人一辈子的努力。

可是，在幸运或关键决策的背后，一般都必须存在着有准备和具备专业能力等条件。人们必须在打下足够的基础并获得足够的认可之后，这些机会之门才会向其敞开。人们必须具备一定的手段、判断力和勇气，才能去利用这些机会。

老唐相信这个买入决策绝非运气那么简单，但认真阅读格雷厄姆给出对这家“成长型企业”下重注的理由，不仅含糊而且既考虑到了“离不开的业务”——有点像后来巴菲特喜欢说的“护城河”，也考虑到了成长的因素会导致目前暂时的高价将回落为合理甚至低估。

然而，格雷厄姆一直对所谓成长是这样看的：“我认为那些所谓的成长股投资者或者一般的证券分析师，并不知道应该对成长股支付多少价钱，也不知道应该购买多少股票以获得期望的收益，更不知道股票价格会怎样变化。而这些都是基本的问题。这就是为什么我觉得无法应用成长股那套理论来获得合理的、可靠的收益。”

这桩公案，至今老唐没有在任何书籍上读到过合理的解释。不过，老唐自认可以给出合理解释，就在

本文里，待会儿说。

GEICO 的股票，沃伦.巴菲特也买了。

正因为知道无比崇敬的老师本杰明.格雷厄姆是 GEICO 的董事长，21 岁的巴菲特在 1951 年 1 月的一个周末摸到 GEICO 公司办公室。除了门卫，当天办公室只有一个人：时任投资主管（也有说是副总裁的）的戴维森（25 年后巴菲特再次入主 GEICO 后，聘请戴维森任了公司 CEO）。

经过长达四五个小时的“调研”后，巴菲特开始买进 GEICO 的股票，前后一共买入四次，最后一笔是 1951 年 9 月 26 日，累计买入 350 股，总投入 10282 美元。

——注意，这里又有一个异常，按照巴菲特自己历次解释，这笔钱大约占当时巴菲特全部身家的 50%~65%之间。这个格雷厄姆得意门生也违背着格雷厄姆个股仓位原则。原因为何，同样等一下解释。

第二年，在 GEICO 股价上涨接近 50%时，巴菲特清仓卖出收回了 15259 美元——还记得格雷厄姆的卖出准则吗？上升 50%卖出，如果第二年底前上升不足 50%也卖出。

所以，巴菲特卖出 GEICO 的决策，基本就是在伟大的格雷厄姆思想指导下做出的。但是，卖出后 GEICO 股价一直涨一直涨，巴菲特那颗聪明的大脑，是不是应该有一些质疑和反思呢？

老唐希望上面这段表述，不会引发格雷厄姆信徒的不满。老唐绝无诋毁格雷厄姆系统的意思，在我心中，格雷厄姆毫无疑问是最伟大的投资者之一。只是，正如我们如果不将卡尔.马视为不可质疑的神，而仅仅是视为一位伟大的经济学家，或许世界上会少很多悲剧。同样，格雷厄姆是伟大的投资家，但也不是不可质疑的神，他同样是会受情绪、运气、虚荣等人类弱点影响的个体。

不过，此时的 GEICO 事件，仅仅还只是一粒种子，生根发芽还要等待天意。从格雷厄姆大道上分叉的决定，并不容易做出，因为老师的教诲实在太值钱了，巴菲特每天都忙着从市场里捡钱——很多年以后，巴菲特反思自己很晚才改变，原因就是格雷厄姆投资体系效果实在太显著了。有多显著呢？我们可以捋一捋巴菲特转型之前的财富数据轨迹。

江湖有种谣传，以沃伦.巴菲特为例来说价值投资的钱都是老了以后在才赚到。老了以后赚钱有什么用呢？所以，必须要先投机快速富起来以后，再考虑价值投资。

这话以讹传讹已经达到无知的地步。我们可以用有据可查的数据，来看看行走在格雷厄姆光辉大道上的年轻巴菲特，财富是按照什么轨迹增长的。

巴菲特大学毕业时全部身家是 9800 美元，但这些钱不是靠股市投资积攒的，而是主要靠搞弹子球送报纸之类的经营积攒的。

按照巴菲特自己的说法，虽然 10 岁多就开始接触股票，但直到遇到《聪明的投资者》这本书前，巴菲特和今天的小散境界差不多，也就是看图表做技术分析，猜趋势打听消息，炒股业绩相当一般。

1950 年，巴菲特读到了人生最值钱的一本书《聪明的投资者》，顿悟投资之大道，并随后投身作者本杰明.格雷厄姆教授门下深造。

1951 年，巴菲特大学毕业，期望留在格雷厄姆公司无偿工作被拒（被拒原因是格雷厄姆希望把更多的工作岗位留给犹太人），回到老爹的股票经纪公司工作了 3 年，期间巴菲特严格按照格雷厄姆教诲从事投资，收益颇丰。

这三年里，巴菲特也不断和老师格雷厄姆通信，并将自己看好的股票分享给老师，同时寻求老师的认同。到 1954 年，格雷厄姆-纽曼基金终于答应给巴菲特一个职位。巴菲特连工资都没有问，立刻动手到纽

约报到。

当然，格雷厄姆没有亏待巴菲特，月薪 1000 美元，这在当时属于比较高的薪水，足够巴菲特在纽约郊区租一栋带花园的房子并养活已经怀孕的妻子了。很可惜，两年后格雷厄姆就宣布清盘退休了。26 岁的巴菲特回到家乡，一并带回来的是已经增值为 14 万美元的自有资金。

此时的 14 万美元大概有多少呢？巴菲特在 1958 年买了他一直居住到今天的住房，当时成交价是 3.15 万美元。2018 年，该地段同样的房子大约售价为 80 万美元左右（年化 5.54%）。

以这个价格推算，当时的 14 万美元至少超过今天的 355 万美元，折合人民币约 2400 万——不靠继承和赠予，在 26 岁时拥有 2400 万，如果这也不被视为有钱，那有钱的标准是不是也太高了？

实际上，就在巴菲特 26 岁准备开始自己的事业时，他已经非常清楚的知道自己未来会非常有钱，而且开始思考和担心以后的财富怎么处理。他害怕自己的财富过于庞大，让自己的孩子变成无所事事的纨绔。巴菲特非常烦躁地认为自己“可能找不到一种符合逻辑的处理这庞大金钱的方式。”

巴菲特当时写给一位朋友的信里有这么一段话：

目前这还不成问题，但是如果公司经营越来越红火的话，这种担心就会变成现实，我想了很久也没有得出什么结果。

我敢肯定自己不想给孩子们留下一大堆钱。除非等我岁数再大点，看看这些孩子是否已经成才再做决定。

不过，要留给他们多少钱，剩下的钱该怎么处理，这个问题真是让我大伤脑筋。

如果不了解巴菲特的人读到这段话，很可能觉得是装那个啥。但事实上，巴菲特只是因为清楚地知道投资的底层逻辑和未来必将到来的财富规模——等你彻底弄懂什么是投资，你也会知道自己必将富有，只是还需要你一边享受生活，一边等待它的来临，而已。

你我今天比巴菲特差，不差在他美你中，而是差在他 20 岁就明白了什么是投资，然后在正确的道路上已经坚定行走 68 年。而你我或者明白的比较晚、行走的时间还短，或者干脆到今天还没明白。

伴随着年龄的增长，这种幸福的烦恼无时无刻不缠着巴菲特。自巴菲特回到奥马哈开启自己合伙基金后，财富高速增长。其原因当然是令人满意的投资回报，叠加客户资金年收益超过 4%部分巴菲特抽成 25%的基金规则。

这回报有多令人满意呢？看下表。

时间	道琼斯收盘	涨跌幅	基金收益率	基金净值	客户净值
1956	480.61			1.00	1.00
1957	446.91	-7.0%	10.4%	1.10	1.09
1958	560.07	25.3%	40.9%	1.56	1.43
1959	664.38	18.6%	25.9%	1.96	1.73
1960	594.56	-10.5%	22.8%	2.40	2.04
1961	728.80	22.6%	45.9%	3.51	2.76
1962	646.41	-11.3%	13.9%	4.00	3.07
1963	751.91	16.3%	38.7%	5.54	4.00
1964	864.43	15.0%	27.8%	7.08	4.87
1965	947.60	9.6%	47.2%	10.43	6.64
1966	789.75	-16.7%	20.4%	12.56	7.73
1967	879.16	11.3%	36.0%	17.08	9.89
1968	983.34	11.8%	59.0%	27.15	14.37
1969/5	949.22	-3.5%	7.0%	29.05	15.26
1969	805.04	-15.2%			
1970	794.29	-1.3%			
1971	846.01	6.5%			
1972	1023.93	21.0%			
1973	806.52	-21.2%	巴菲特重回股市		
1974	603.02	-25.2%			
1975	856.34	42.0%			
1976/9/21	1014.79	18.5%	格雷厄姆逝世		唐书房

截止 1969 年 5 月清盘，巴菲特基金存续的 13 年间，获利超过 28 倍，年化回报 29.58%。（巧，彼得.林奇的职业生涯也是 13 年，年化回报 29%，略低于年轻巴菲特的 13 年战绩），基金客户在去掉给巴菲特的提成后，13 年 15 倍，年化回报 23.32%，相当惊人。

这种惊人的收益率，一方面带来本金的增值，另一方面也带来新资金的追捧。收益和分账两种原因的叠加，使得巴菲特在 34 岁时（1964 年），个人净资产已达 400 万美元；1969 年，39 岁的巴菲特解散合伙基金时，个人净资产已经高达 2500 万美元。

按照前面房价 5.54%的年化反折算，1969 年的 2500 万应该约等于今天 24 亿人民币。39 岁 24 亿，以后千万别再说“搞价值投资要很老后才会有钱”了。

为什么要扯巴菲特的财富值呢？因为这里面涉及到推动巴菲特从格雷厄姆体系分叉的驱动力。首先，在巴菲特创造巨额财富的过程中，政治经济环境正在发生变化。按照《巴菲特传》的介绍，巴菲特 10 岁多就开始接触股票的。如果我们以 1941 年道琼斯指数收盘点位 113.53 为起点，到 1969 年巴菲特合伙基金清盘为终点，将每年指数收盘点位连起来，走势如下图。



马后炮眼光看，从巴菲特和股票的第一次亲密接触开始，虽然期间经历了可怕的二战、朝鲜战争、美越战争以及几乎造成地球毁灭的古巴核导弹危机，但股市却实实在在是超级大牛市。

~~在巴菲特投资观成型的 18 年生涯里，美国股市大盘指数整体涨了 736%。什么概念呢？如果以 18 年前（2000 年）上证综合指数开盘点位 1368 点计算，相当于今天上证指数处在 11400 点以上的市场走势。~~

注：1951~1969，美股是从 235 到 949 点。

推动这个牛市产生的动力很多，但美元和黄金脱钩、导致美元进入法币时代，无疑是其中不容忽视的一股重要力量。

1944 年 7 月，在二战形势已经基本明朗之时，为推动资本主义世界战后经济的重建和发展，全球 44 个主要国家共同建立了以美元为核心的布雷顿森林体系，以推动全球自由贸易。

其要点就是将金本位的美元作为国际储备和结算工具，由美国政府承诺以当时 1 美元兑换 0.888671 克黄金的含金量标准对其他国家政府承兑，其他国家货币和美元之间实施上下波动幅度不超过 1%的固定汇率。

然而，由于这种体系天然存在悖论，一方面美元需要保持和黄金的对等比例以维护世界对美元币值的信心，另一方面国际贸易和结算的需要迫使美国大量发行美元到海外。加上美国先后陷入朝鲜战争、越南战争以及和苏联的冷战之中，财政的需要也使美元货币发行量不断扩大，最终导致兑换黄金承诺成为空谈。

比如 1960 年，美国黄金储备 178 亿美元，海外流动负债 210 亿美元，出现美元第一次危机；1968 年，因为美越战争的缘故，美国国际收支进一步恶化，黄金储备 121 亿美元，海外短期负债 331 亿美元，引发第二次美元危机；到 1971 年，美国黄金储备仅 102 亿美元，而海外流动负债超过 678 亿美元，兑换能力仅约 15%。最终，尼克松总统不得不于 1971 年 8 月 15 日宣布停止承担美元兑换黄金的义务。

这样一种市场环境下，金本位的美元开始变成仅靠国家暴力机构规定价值的法定货币，长期通货膨胀倾向昭然若揭。逐利资本从债类资产向更具抵抗通胀能力的股权资产转移的态势势不可当。

大量的资本涌入，加上电视广播报纸等信息渠道工具的快速发展，以及美国证券交易委员会成立后相关信息披露规则的设立，很显然，伴随着长牛的持续，符合格雷厄姆原则的投资对象正在大规模减少。

与之对应的，却是巴菲特手中资金不断增多，对投资对象的数量及单笔可投资额的要求都在持续增加中——1968 年巴菲特管理资金超过 1 亿美元。

这样的资金总量下，即便是大量分散到 100 个投资对象上去，每一个投资对象也是百万美元级别的投

资，稍不小心，巴菲特就必须成为那个推动价值实现的人，比如进入董事会、更替管理层，敦促出售资产或者解雇员工。这类经典案例，可以参考书房里的《经典烟头案例拆解》一文。

而且，巴菲特实际上并没有遵守格雷厄姆分散原则的意思，就在《经典烟头案例拆解》一文里介绍的两个案例里，巴菲特在其中一个地图公司砸进去 35%仓位，另一个风车公司也是砸进去 20%多仓位，并直接买成持股 80%的控股股东。

此时，我们来回想格雷厄姆在 GEICO 上的违背原则，以及巴菲特这几个案例中的高仓位，似乎是说一套做一套。但我认为中间只隔着一层薄薄的窗户纸，老唐来戳破它，各位看看是否合乎逻辑？

戳破很简单，格雷厄姆始终强调的分散原则，是格雷厄姆写给“普通”投资者的。他认为“普通”投资者不具备分析企业资产负债及未来发展状况的能力，所以应该通过大量分散来规避买错的风险。

但是，在他的内心，却默认自己不是普通投资者，是能力和知识远远超过普通投资者的高阶投资者。自己有能力看见成长，自己有能力偏集中（包括巴菲特也是如此）。只是这话政治不正确，无法直说罢了。

以后来巴菲特的话说，就是“当投资人并没有对任何产业有特别的熟悉，就应该分散持有许多公司的股份，同时将投入的时间拉长。如果你是一位稍具常识的投资者，能够了解企业的经营状况，并能够发现 5－10 家具有长期竞争优势的价格合理的公司，那么，传统的分散投资就毫无意义，那样做反而会损害你的投资成果并增加投资风险”。

这里面曲里拐弯的，就如同网络上自己炒股却建议别人销户，自己买个股却建议别人只投指数基金的人一样，内心的隐藏独白是：“个股是我这种聪明人干的，至于你那点智商水平，还是买点指数混混平均数就好，甚至干脆应该销户保命才对。”——哈哈，有没有这种感觉？

你看，老唐就比较厚道，从不认为研究公司是个什么需要天分才能干的事，经常分享的也是具体公司分析，鼓动的也是大家去做公司研究。就算是遇到新手，老唐一般也是建议：你可以先从指数基金开始，先保证赢，再学习公司分析以求大赢。

如同地图公司和风车公司案例一样，伴随着一个又一个成功的格雷厄姆式投资案例，巴菲特发现自己确实赚到钱了，但却陷入一种很不舒服的状态里：每次费心费力的研究，然后花费大量时间，处理公司资产，解雇公司员工，最终带走的除了金钱外，还有企业员工及相关利益人浓浓地憎恶——破产清算人走到哪儿都遭人讨厌，形象就是个吸血鬼、破坏者。

巴菲特极其反感别人把他叫做“破产清算人”。按照《滚雪球》记载，巴菲特说这段痛苦经历已经让他绝对不想再重复这种销售资产和解雇员工的工作，还曾发誓自己以后绝对不会再解雇员工。

巴菲特想做的事是什么？1993 年 10 月巴菲特接受福布斯采访时，巴菲特曾说过：“世界上对我影响最大的三个人是我的父亲、格雷厄姆和芒格。我的父亲教育我要么不做，要做就去做值得登上报纸头版的事情……”，而且，巴菲特早在 21 岁时，就曾经参加过一个收费的公开演讲培训班。你说他想做什么事？

很显然，巴菲特想做那些能够登上报纸头版，能够引起人们关注，能够让自己站在台上侃侃而谈的事情。

格雷厄姆体系做不到。格雷厄姆体系下的投资人生存状态是什么？看杰出代表沃尔特.施洛斯。1955 年带着 19 名客户委托的合计 10 万美元建立基金，连秘书也不请，自己一个人（18 年后，儿子的加入使公司人员增长一倍）窝在一个被巴菲特嘲笑为“壁橱”的小办公室里几十年。

几乎从不和上市公司管理层打交道，对推动公司价值实现也没什么兴趣。每日的工作就是读报表，核

对数据。投资极度分散，经常持股超过 100 只。

由于投资对象品种有限，施洛斯不发新基金，而且每年都把利润全部分给基金持有人，除非投资者主动要求继续投资。虽然回报率很不错，但最多的时候基金客户也就 92 人。

虽然一生累计获得了 5456 倍的总回报，算回报率很惊人（基金投资回报 20%，扣除提成后客户回报率 15%），但直到 2002 年清盘时，施洛斯基金规模最大值也就 1.3 亿美元——这实际上意味着期间很多资金都没有参与复利增长，因为就算只用 10 万起步资金，它的 5456 倍也该有 5 亿多美元。

与之对应的，比施洛斯晚一年多起步的巴菲特，同样以 10 万美元理财规模开始，到 2002 年，仅仅属于巴菲特个人的资产已经有 350 亿美元。完全不是一个数量级的。

因而，此时有至少三个问题需要巴菲特去思考和抉择：第一，时代变了，符合格雷厄姆标准的股票越来越少怎么办？第二，不想做被人讨厌的破产清算人，想得到公众喜欢怎么办？第三，自己是依靠可靠的收益率小富即安，还是要追求能够登上富人榜的财富值规模？

然而，直到巴菲特最烂的一笔投资产生，这个分叉才算真正开始。这笔最烂的投资就是购买伯克希尔（参看书房文章《巴菲特最糟糕的一次投资》上、中、下）。

这次投资，巴菲特坚持格雷厄姆投资原则，以远低于营运资本的价格买进来，以为捡了大便宜。

结果经历了卖资产、更换管理层、裁员等一番苦苦挣扎后，最终仍然以远远低于营运资本的价格卖出去。近于免费获得的机器，卖出去的时候也是免费，连运走它们的运费也不够。更惨痛的是，资本在一个烂泥潭里挣扎，所丧失的机会成本大到难以计算。巴菲特后来忏悔到：

在经过多次惨痛的教训之后，我们得到的结论是，所谓有“转机”的公司，最后鲜有成功的案例，所以与其把时间与精力花费在购买廉价的烂公司上，还不如以合理的价格投资一些体质好的企业——1979 年致股东信。

虽然在早期投资这样的股票确实让我获利颇丰，但在 1965 年投资伯克希尔后，我就开始发现这终究不是个理想的投资模式。

如果你以很低的价格买进一家公司的股票，因为股票市价的波动，应该有机会以不错的获利出手，虽然长期而言这家公司的经营结果可能很糟糕，我将这种投资方法称之为“烟蒂投资法”：在大街上捡到地下有一截还能抽一口的雪茄烟蒂，对于瘾君子而言，只是举手之劳。

然而，除非你是清算专家，否则买下这类公司实在是一种愚蠢的行为。

首先，看似便宜的价格可能最终根本不便宜。一家处境艰难的公司，解决一个难题后不久，便会冒出另一个难题。就像厨房里如果有蟑螂，就不可能只有一只。

其次，你先前得到的价差优势，很快地就会被企业的低回报所侵蚀。例如你用 800 万美元买下一家清算价值达 1000 万美元的公司，若你能马上把这家公司给处理掉，不管是出售或是清算都好，换算下来你的报酬可能会很可观。

但是如果这家公司最终是在十年之后才处理掉，即便收回 1000 万美元和每年有那么几个点的分红，那么这项投资也是非常令人失望的。相信我，时间是好公司的朋友，但却是烂公司的敌人。

或许你会认为这道理再简单不过了，不过我却不得不付出惨痛的代价才搞懂它。实际上，我付出了好几次代价。在买下伯克希尔不久后，我又买了巴尔的摩百货公司——霍克希尔德.科恩公司。

从账面资产看，我的这些收购价格拥有巨大的折扣，这些公司的员工也是一流的，而且这些交易还隐

藏有一些额外的利益，包含未记录在账面的房地产价格上涨价值和后进先出法会计原则导致的存货价值低估。我怎么会错过这样的机会呢？

哦……还好我走狗屎运，三年后，我又抓住一个机会以最初的买入价卖掉了它。在卖掉科恩公司的那一刻，我只有一个感想，就像一首乡村歌曲的歌词所述：我的老婆跟我最要好的朋友跑了，我是多么地怀念他！

这个经历给我上了一课，优秀的骑手只有在良马上才会出色的表现，在劣马上也会毫无作为。

无论是伯克希尔的纺织业务，还是霍克希尔德.科恩百货业务，都有能干而忠诚的管理层。同样的管理层在那些具有优秀经济特征的公司里，会取得优异的成绩。但是，如果他们是在流沙中奔跑，就不会有任何进展。——1989 年致股东信。

被巴菲特称为西海岸哲学家的查理.芒格，用自己做律师的经验告诉巴菲特：“律师这行有个固有的缺点，就是你喜欢与之共事的人通常不会卷入法律纠纷，而需要你帮助的人则通常是那些在品德方面有瑕疵的人”。“你不可能通过和烂人打交道做成一笔好生意”。

巴菲特经过深思，认为自己已经有大把金钱，没有必要为赚钱去勉强自己干不喜欢的事情，比如和垃圾人打交道，和时间赛跑去处理烂公司的资产存货，解雇人员，被人仇视等。自己想做的事情，是跳着踢踏舞上班，每天都和自己喜欢、信任和尊敬的人打交道，并同时得到别人的尊重和喜欢。

鱼与熊掌可否兼得呢？过自己喜欢的生活方式，是否能够照样赚钱？是。另一位大师的思想撕开了巴菲特的困惑，它就是菲利普.费雪。费雪以重视公司的产业前景、业务、管理及盈利增长能力，把公司的管理阶层必须诚实且具备充分的才能作为选股的前提而闻名。

格雷厄姆认为，投资组合应该多元化，如果只买入一只或两只股票也可能业绩很差，仅有安全边际并不能保证获利。而费雪则认为，人的精力有限，如果太过分散，势必买入许多了解不充分的公司股票，结果可能比集中还要危险。费雪指出，不要只顾持有很多股票，只有最好的股票才值得买。

格雷厄姆认为，如果一只股票买入后获利 50%应该卖掉，买入第二年末不能获利 50％也应该卖掉。而费雪认为，只有在三种情形下才考虑卖出：1.原始买入所犯下的错误情况越来越明显；2.公司营运每况愈下；3.发现另一家更好的公司。否则，卖出时机几乎永远不会到来。仅仅因为市场波动来决定卖出是荒谬的。

巴菲特分叉了。

尤其是经过和芒格一起收购喜诗糖果后，巴菲特发现买下显而易见的好业务并陪伴它成长，远比买个烂生意整日里想着怎么把它清理掉换些钱进来愉快的多

而且，只要你愿意去寻找好企业，你总会发现现实世界确实总有那么一些生意，他们简直就是“注定如此”，稍加学习你就能几乎确定地预料到它必然持续产生现金利润，而且完全不需要处理设备、清空存货，也不需要解雇员工，甚至往往还需要增加员工，增加薪水，多发奖金。

也总有些人，你几乎可以百分百确定他/她的能力就是会比行业对手更强，比如著名的 B 夫人。为什么不专投这些生意呢？为什么不和这些人建立长期的友谊呢？

巴菲特说：“在犯下一系列的错误之后，我终于学会了只与那些我喜欢、信任和尊敬的人做生意。正如我之前提到过的，这条原则本身或许并不能保证成功，一个二流的纺织厂或百货公司固然不会仅仅因为管理层是你想嫁女儿的人而变得繁荣昌盛。但是，股东如果能设法将自己与那些经济特征不错的公司及优

秀的管理层结合在一起，却能够成就奇迹。”

巴菲特清楚直白地承认过：**“如果我只学习格雷厄姆一个人的思想，就不会像今天这么富有。”** 原因很简单，格雷厄姆体系或许可以让收益“率”很高，但却会让自己生活的很狼狈，而且可管理资金规模受限，财富总值会大大缩小，满足不了巴菲特的报纸头条梦。

“我要选择适合我个性及我想要的方式度过一生。英国前首相丘吉尔先生曾说过：‘你塑造你的房子，然后，房子塑造你。’我知道何种方式是我所希望被塑造的”——沃伦.巴菲特。

那么，分叉后的巴菲特是看见好公司买下它，然后就创造了天文数字一般的财富吗？显然不是。

他建立了一套完全不同于格雷厄姆的估值体系用以指导自己的买卖。这套估值体系的奥秘是什么，老唐本人又在它的基础上做了一些什么简化和适合自己的改造。咱们继续且听下回分解。

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

原创： 永远好奇的唐朝 唐书房 2018-10-05

前言：朋友们好，国庆大假过的可愉快？眨眼大假结束，该收心开工啦！

本系列前两篇，第一篇【重磅】简单粗暴，老唐一次说透格雷厄姆投资体系 阅读量约 3.6 万，第二篇【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 阅读量 2.6 万，说明大概有近万人被**【万字长文】**四个字夯退了。

有人发信息请求老唐将单篇文章控制在 5000 字以内，还有人直接说“太长，读完已疯”。本篇为系列第三篇，很抱歉，还是没控制住，大约 7000 多字。下一篇是终结篇，计划周一推送。

典型的格雷厄姆式烟蒂股的估值方式，是寻找市值低于有形资产净值或者流动资产净值的股票，这方法清晰明白，可以直接录入数据在 excel 表格中精确计算。

不过，如果对格雷厄姆的认识仅限于此，那就狭隘了。格雷厄姆也并非只盯住烟蒂，对于优质企业，他也有自己的认识。

前面说过，在《聪明投资者》一书中，格雷厄姆曾建议普通投资者投资者同样可以在分散原则下，选择大型的、杰出的、资产负债率保守的、有良好股息发放记录的企业。

而且，对于这些企业，格雷厄姆给出的分散度建议，尺度有所放松，显示他也对此类企业具备某种信赖。这类企业他建议分散在 10 只以上，最多不超过 30 只（烟蒂投资分散度建议是最少 30 只）。

在对大型企业的思考中，格雷厄姆给出过自己清晰的估值建议，他说：

我认为道琼斯指数成分股或者标准普尔指数成分股的收益率至少应相当于 AAA 级债券收益率的 4/3 倍，这样与债券相比，才有一定的吸引力。

——摘自本杰明.格雷厄姆 1974 年发表于《金融分析师杂志》的文章《普通股投资的未来》。

这话是什么意思呢？就是说假设目前 AAA 级债券的收益率是 4.5%，则道琼斯指数成分股或者标准普尔指数成分股的收益率应该在 4/3×4.5%=6%以上，即市盈率低于 16.6 倍（100/6=16.6）属于合理位置。

格雷厄姆解释说“股票投资应比债券投资多要求至少 1/3 的收益，因为股票投资比债券投资麻烦得多。”

并且，格雷厄姆曾给出清晰的买点：

我设定的买点就是当前 AAA 级债券利率水平的两倍，同时市盈率倍数不超过 7~10 倍。

如果当前 AAA 级债券利率水平低于 5%，买入最高市盈率倍数设定为 10 倍；如果当前 AAA 级债券利率水平高于 7%，则买入最高市盈率倍数设定为 7 倍。”——摘自欧文.卡恩《本杰明.格雷厄姆：金融分析之父》。

这个买点为当前 AAA 级债券利率水平两倍的思考，源于格雷厄姆的一个研究结果，他说：

我发明了一种简单有效的方法来确定道·琼斯工业平均指数的中间价值，即，以 AAA 级债券利率的 2 倍为比例将十年平均盈利资本化。

这种方法假设，一组股票在过十年中的平均盈利可以成为确定其未来盈利的基础，但这种保守的估计会偏低。

它还假设，把 AAA 级债券的资本化比例提高一倍，可以适当抵销优质股票和债券之间存在的风险差异。

虽然人们或许会在理论上反对这种方法，但是它实际上已基本正确地反映出 1881 年以来工业普通股票平均的中间价值。——摘自珍妮特.洛尔的《格雷厄姆论价值投资》。

对于卖出股票的时点，格雷厄姆也毫不含糊地给出自己的看法：

作为一个粗浅的常识，投资者应该在主要指数（例如，道·琼斯指数和标准普尔指数）的收益率低于优质债券收益率时离开股票市场。——摘自珍妮特.洛尔的《格雷厄姆论价值投资》。

这种投资方法，实际上算是当前世界最流行的投资产品“宽基指数基金”的雏形了——所谓宽基指数，指类似沪深 300 指数，中证 500 指数、香港恒生指数、标普 500 指数等包含多个行业的指数，跟踪宽基指数的基金就称为宽基指数基金。与之对应的是行业指数基金，比如白酒业指数基金，军工业指数基金，银行业指数基金等。

将格雷厄姆的估值数据套用在宽基指数基金投资上，便可算是指数基金投资的加强版，与定时定额买入指数基金有异曲同工之妙，都可达到估值便宜时多买，估值昂贵是少买（或不买）的效果，从而获取比市场平均水平更高的投资回报。

相比格雷厄姆简单而清晰的价值计算方法和买卖原则，从免费烟蒂进化到陪伴伟大企业共同成长的巴菲特，所要面对的企业价值计算就要复杂多了，对能力的要求也更高。

师徒两人在是否对优秀企业进行深入研究的问题上，有着尖锐的冲突。格老始终思考的是“适合普通人的投资方法”，哪怕是针对大型的、杰出的企业，格雷厄姆也尽量用组合和分散去面对，而不是引导读者去深度研究企业。而巴菲特则寻找着适合自己的、可以百尺竿头更进一步的投资方法。

这种分歧，在《巴菲特传：一个美国资本家的成长》中有清晰地记载，原文写到：

大约是在政府雇员保险公司陷入困境的时候，本杰明.格雷厄姆让巴菲特和他合著《聪明的投资人》修订版。他俩通过写信互相联系，但是巴菲特发现自己和老师之间有一些根本性的分歧。

巴菲特希望在修订版中有一个章节专门论述何为“优秀企业”（例如喜诗糖果公司），而格雷厄姆认为这样的内容对于一般读者太过艰深了。

而且，格雷厄姆建议一个人投资于股票的资产占个人总资产的比例上限为 75%，而巴菲特更加激进，他认为如果某只股票价钱合适的话，他会押上全部家当。巴菲特执意坚持自己的观点，因此放弃了这本书合著者的身份。

关于巴菲特的进化，查理.芒格在《穷查理宝典》中这样写到：

我们起初是格雷厄姆的信徒，也取得了不错的成绩，但慢慢地，我们培养起了更好的眼光。

我们发现，有的股票虽然价格是其账面价值的两三倍，但仍然是非常便宜的，因为该公司的市场地位隐含着成长惯性，它的某个管理人员可能非常优秀，或者整个管理体系非常出色等。

一旦我们突破了格雷厄姆的局限性，用那些可能吓坏格雷厄姆的定量方法来寻找便宜的股票，我们就开始考虑那些更为优质的企业。

伯克希尔数千亿美元资产的大部分来自于这些更为优质的企业。

按照老唐的理解，巴菲特的进化主要体现在对格雷厄姆的“股权代表企业的一部分”原则做了细微调整：**从“股权代表企业（现有资产所有权）的一部分”，调整为“股权代表企业（未来收益索取权）的一部分”**。

在格雷厄姆体系里“股票代表企业（现有资产所有权）的一部分”，因此关注点是企业资产真实性和可变现价值。格雷厄姆体系之所以特别强调计算价值时要去掉商誉、无形资产，只计算净有形资产价值，甚至某些时候还要去掉固定资产和设备，只计算净流动资产。

其核心原因并非格雷厄姆认为商誉、无形资产不是资产，而是认为它们或者无法变现，或者变现非常困难——包括非通用设备及固定资产也是同理。

一旦将思路调整为“股权代表企业（未来收益索取权）的一部分”后，企业今天账面上拥有多少资产，就没那么重要了。重要的是企业靠什么赚钱，今后能够赚到多少钱，其中多少钱可以拿来供股东分配？思考的重心自然而然地从“现在拥有”转向“未来盈利”。

这两者的差异，可以用电影《功夫熊猫》里乌龟大师的一句台词完美解释，这句台词巧妙利用 present 既有“现在”的含义，也有“礼物”的含义，一语双关，令人拍案叫绝。

乌龟大师说：“Yesterday is a history, tomorrow is a mystery, but today is a gift, that is why it’s called the present——昨天已是历史，未来充满谜团，只有今天是天赐礼物，所以它被叫做现在（礼物）”。

是的，昨天是历史，今天是礼物，而未来则充满谜团。回顾历史和收下礼物都很简单，而看透谜团则需要能力。幸运的是，巴菲特不仅学习了菲利普.费雪的理论和逻辑，还遇到一位好朋友，用真实的投资实践给巴菲特演示合理价格买入好公司的成功之道。这位好朋友就是查理.芒格。

巴菲特 1957 年开始运作基金，1960 年认识芒格。芒格 1962 年也做了一个合伙基金。巴菲特的基金于 1969 年 5 月清盘，芒格的基金于 1975 年清盘。俩人在 1962~1969 年间重合，两种投资风格也有了比较的可能。

这八年二人的基金回报率如下：

年份	道琼斯	道琼斯涨跌	巴菲特基金收益率	芒格基金收益率
1962	646.41	-11.3%	13.9%	30.1%
1963	751.91	16.3%	38.7%	71.7%
1964	864.43	15.0%	27.8%	49.7%
1965	947.60	9.6%	47.2%	8.4%
1966	789.75	-16.7%	20.4%	12.4%
1967	879.16	11.3%	35.9%	56.2%
1968	983.34	11.8%	58.8%	40.4%
May-69	949.22	-3.5%	6.8%	
1969	805.4			28.3%
年化收益率			30.2%	35.[illegible]

而且，考虑到芒格使用的伴随优质企业成长的思维，完全没有经历巴菲特投资烟蒂企业伴随的处理资产、更换管理层、解雇员工等一系列烦心事，这对于烦透了“破产清算人”角色的巴菲特而言，具备显而易见的吸引力。

从基金成立开始，查理芒格的风格就是集中持有少数几只优质企业。在共存的八年里，虽然关注重点不同，但俩人的业绩都相当惊人，而芒格在八年里有五年超过巴菲特，年化收益率也比巴菲特高出 5.4%。

这 5.4%的差距，会导致 8 年跨度里，巴菲特将 1 万美元变成 8.25 万美元，而芒格将 1 万美元变成 11.46 万美元。

「要补充的是，芒格基金在 1973 和 1974 年股灾中——道琼斯指数从 1973 年初开盘 1023 点跌至 1974 年底 603 点——损失比较大，两年分别是-31.9%和-31.5%，最终导致 1975 年清算时，净值只有 12.56 元，即 1970~1975 年间累计只获利 9.6%，从而使芒格基金 14 年存续期年化回报率降低为 19.8%，大大低于巴菲特基金 13 年存续期内的 29.5%的回报率」

不想继续扮演破产清算人的角色，加上以直言不讳著称的芒格经常在耳边提醒“格雷厄姆教的很多东西很愚蠢，你该重新想想对老师那么尊敬是否有必要”，格雷厄姆烟蒂投资法渐渐无法让巴菲特满意，那些立足长远的投资才能让巴菲特兴奋。

那时的巴菲特就已经坦言：“尽管自己是一个格雷厄姆式的低价股猎手，但这些年凡是能真正让我产生激情的，都是那些更加注重品质的投资方案”。

进化水到渠成。巴菲特说：“芒格绝对是独一无二的，他用思想的力量，拓展了我的视野，让我以非同寻常的速度从猩猩进化为人类，否则我会比现在贫穷的多”。

进化的核心标志，是开始摆脱对账面资产的关注，转而寻找“经济商誉”。巴菲特后来在 1983 年致股东信里如此描述自己的转变：

我现在的想法与 35 年前相比，已经有了明显的改变。当时老师告诉我要注意有形资产、避开价值对其经济商誉依赖性很大的公司。这种偏见虽然在经营中很少出错，却让我犯了许多重大的选择性错误。

凯恩斯早就指出了这一问题，他说‘困难不在于要有新观念，而是如何摆脱旧观念的束缚’。我的摆脱进程之所以比较缓慢，部分原因在于我的老师所教导的东西一直让我感到非常有价值（未来也会如此）。

幸好，直接或间接的企业分析经验，使我现在特别倾向于那些拥有金额很大、可持续的经济商誉且对有形资产需求很小的企业。

在 1985 年致股东信里，巴菲特再一次阐述了经济商誉的价值，他说：

这三家公司（老唐注：指喜诗糖果、水牛城晚报和 B 夫人经营的家具店）运用少量增量资金便能大幅提高盈利能力，它很好地解释了经济商誉在通胀时期的巨大魅力。

这些公司身上所具有的的财务特质，使得我们可以将他们所得利润大大部分用在其他用途上。其他美国公司则很难做到这一点：为了大幅提高利润，绝大部分的美国公司需要投入大量的新资本。

平均来看，美国公司每创造 1 美元的税前利润大约需要投入 5 美元的新资本。如果套用在我们这个例子上，等于额外需要投入 3 亿多美元才能达到我们这三家公司目前的获利水准。

商誉是个会计名词，指一家企业收购另一家企业时，成交价超过被收购企业可辨认净资产公允价值的部分。巴菲特借用了这个词汇，创造了“经济商誉”这个概念，用来代表没有被记录在一家公司财务报表资产科目里，但却实实在在能够为企业带来利润的隐藏资产。

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。

这种经济商誉之所以宝贵，就在于他构成了一条仅靠金钱填不平的护城河。在资本逐利天性的驱使下，仅靠金钱就可以填平的护城河，一定会被金钱填平。拥有金钱无法购买的经济商誉，企业才有成为伟大企业的可能性。

这个经济商誉藏在哪里，该如何寻找呢？

其实巴菲特已经多次公开告诉我们寻找方法了，那就是顺着 ROE（净资产回报率）指标去寻找。他说：“我选择的公司都是净资产回报率超过 20%的企业”。

大部分投资者对于 ROE 指标的使用有误解，以为 ROE 很高的企业，账面资产有什么神秘之处，值得市场以很高的价格购买。

其实不然，当我们看见一家公司财务报表里用很少的净资产就创造了很高的利润（即 ROE 很高），它的含义并不是这家公司的账面资产有什么神奇之处，而是代表一定有些什么能带来收入的东西，没有被记录在财务报表上。

所以，ROE 指标实际上需要我们倒过来看：看到高 ROE，要去思考这家公司有什么资产没有记录在账面上？看到低 ROE，要去思考这家公司的什么资产已经损毁，却还没有从账面上抹去？

倒过来的意思，是首先要从逻辑上假设，由于资本无时无刻的逐利行为，当下所有资产的回报率实际是一致的，全部都是常数 N（否则会导致套利行为发生，直至达到一致或差异小于套利成本）——N 可以取值无风险收益率，例如国债、AAA 级债券收益率或者银行保本理财产品收益率等。

让我们列个小学数学方程式阐述它，那就是：

（净资产 A+经济商誉 G）×N＝净利润＝净资产 A×Roe

这个方程里，未知数只有一个 G，简化后可得一个关于 G 的等式：

G=（Roe/N-1）×A。

它表明经济商誉 G 和 Roe 之间的一个对应关系：Roe 越大，G 值越大；Roe 越小，G 值越小；当 Roe＜无风险收益率 N 时，G 值为负。

因此，巴菲特说首选 ROE 指标，意思是说 ROE 就像路标，指引他去发现那些具备高经济商誉+低有形资产的企业。

那么，是不是具有高经济商誉的公司，就是可以投资的对象呢？显然不是，具备某种经济商誉，和这种经济商誉是否能够继续存在，这涉及到对具体生意的理解问题。

于是在格雷厄姆投资体系三大原则“①股票是企业部分所有权的凭证；②无情地利用市场先生的报价；③坚持买入时的安全边际原则”基础上，一条新的投资原则顺利成章地演化出来，那就是“④能力圈原则”。

所谓能力圈原则，就是指将自己对企业估值和投资决策限定于自己能够理解的企业。通过这个原则，所有企业可以简单粗暴地划分为八类：

	明显低估	明显高估	基本合理	模糊不清
看得懂	①	②	③	④
看不懂	⑤	⑥	⑦	⑧

唐书房

这些企业如同一个一个的网球飞过来，而巴菲特和芒格则手持球拍，永远等待球进入①和②的甜蜜区才出手：①买入，②卖出。

股市的迷人之处在于，它从来不会因为你没有行动而惩罚你，你有绝对权力等到你最有把握的时候再出手击球。那么，什么是看得懂，什么是看不懂呢？

所谓看得懂，简单的说就是能够理解高 ROE 企业的生意模式和经济商誉的可持续性。换成通俗的表达就是：

①这家公司销售什么商品或服务获取利润？

②它的客户为何从它这里购买，而不选其他机构的商品或者服务？

③资本的天性是逐利。为什么其他资本没有提供更高性价比的商品或服务，抢占它的市场份额或利润空间？ ——更高性价比，即可以是同样质/数量+更低售价，也可以是同样售价+更高质/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”。这些护城河通常可能是差异化的产品或服务、更低的成本和售价、受法律保护的专利或秘不外漏的技术、更高的转换成本或者所占据的优越位置等等。

总之，总得有一样或几样东西，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绕过这条护城河，直接进入企业的城堡（争夺用户）呢？

也就是说，你是否能够确定或至少大概率确定，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？

能够逻辑清楚地回答这四个问题，就基本意味着看懂一家企业了，反之，则可以暂时归为看不懂的行

列，或者排除或者归为待学习对象。

能力圈原则的核心不在于投资者懂多少企业，而在于如果无法确定自己能够理解该企业，就坚决不去投资，哪怕为此将所有企业均排除在外。

如果排除了所有企业，那还投资什么呢？别忘了，老唐在前面已经谈过的：

普通投资者完全可以立足于先赢，而后再去求大赢。

首先立足长远，理解因为沪深 300 指数基金代表上市公司群体中相对优质的企业群体，所以沪深 300 指数基金的回报＞全部上市公司的平均回报＞全国所有企业的平均回报＞名义 GDP 增长率＞实际 GDP＞长短期债券回报＞现金及货币基金回报”的这个逻辑链，大胆投资沪深 300 指数基金（投资回报率高于债券时就是好时候，比如现在）。

在确保能够获取高于 GDP 增长速度回报的基础上，再去学习投资，通过学习资产配置和挖掘优质企业来进一步提升投资回报率。

看懂企业容易吗？当然不容易，所以巴菲特一直强调自己喜欢简单的、变量少的企业，他说：

投资者应当了解，你的投资成绩与奥运跳水比赛的计分方式并不相同，高难度并不能得到加分……我们偏爱那些变化不大的公司与产业。

我们寻找的是那些在未来 10 年或 20 年内能够保持竞争优势的公司。快速变化的产业环境或许可以提供赚大钱的机会，但却无法提供我们想要的确定性……我们宁愿要确定的好结果，也不要“有可能”的伟大结果。

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。比尔.盖茨是我遇到的最棒的商业奇才，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。

我们试着坚守在自认为了解的生意上，这表示它们必须简单易懂且具有稳定的特质。如果生意比较复杂且经常变来变去，就很难有足够的智慧去预测其未来现金流。

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。

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。

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。

……

好了，一路筛选下来，巴菲特找到那些“简单易懂的、具有我们能理解的经济商誉、且由德才兼备管

理层掌管”的企业，现在是不是可以立刻买入呢？

不，现在需要做的是估值。别忘了，好公司也需要一个合理的价格。巴菲特用什么方法对企业实施估值呢？老唐又如何在 A 股运用巴菲特的估值思想呢？我们且听下回分解——下回是终结篇了

第462篇.　　2018.10.7-提醒及新书

提醒：昨日（9.27）万字长文阅读数量只有正常阅读的一半左右，不知是推送时间不合适，还是文章太长吓倒人了，不过，该文重要，建议不要错过。

另，自 4 月初书房发文排除利亚德至今，该股已下跌近六成，但因排除后老唐未做进一步跟踪和研究，故对该股在此位置是否具有了投资价值，我也没有什么判断，无法回答相关提问。针对该股的提问，请不要再发来了，谢谢

好高兴，今天（10.2）终于把新书初稿搞定了，算是如期把去年挖的坑填平了，没食言。明年打死不给自己挖坑了。祝各位国庆大假玩的开心、耍的愉快

10 月 7 日，戊戌年八月二十八。宜补课、动土、嫁娶，忌赖床、抬杠、交易。明天推终结篇，前三篇（尤其是第三篇）还有很多朋友缺课哦！

系列第三篇：从格雷厄姆体系分叉后的巴菲特选股秘诀　　秘诀
https://mp.weixin.qq.com/s/Szin2G583nwBo22V1BLDNg

系列第二篇：巴菲特从格雷厄姆体系分叉的心路历程　　程
https://mp.weixin.qq.com/s/rbdbVkL12mrEpMbRT7aReQ

系列第一篇：简单粗暴，一文说透格雷厄姆投资体系　　体系
https://mp.weixin.qq.com/s/OhIBs_6GL-Ft9DUmLAlaKw

第463篇.　　2018.10.8-几句应景的闲聊

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-10-08

终结篇我放今天的第二篇推文里了，反正感兴趣的自会找去看，不感兴趣的，放头条也看不进去，我借头条扯几句闲话。

大概是中美冲突的加剧，以及大假期间别人家股市大跌的影响，今天股市不顾央行降准、财政部放风还要减税降费的利好，憋着股劲儿大跌一通。老唐一天之内市值损失接近 5%，大于大盘跌幅。记忆里好像是 2018 年市值下跌最大的一天吧！

9 月 26 日还发帖嘚瑟说年内缩小为不到-1%了，结果才几个交易日，2018 年的收益又快-8%了，哈哈，嘚瑟必被打脸定律？继续无交易，仍然持仓茅台 40%-，腾讯 26%+，分众 11%-，洋河 8%-，古井 B6%+，海康 5%+，招行 H3%+呆坐中……

年内波动其实也不算大，尤其是考虑到港币升值约 10%的因素后：

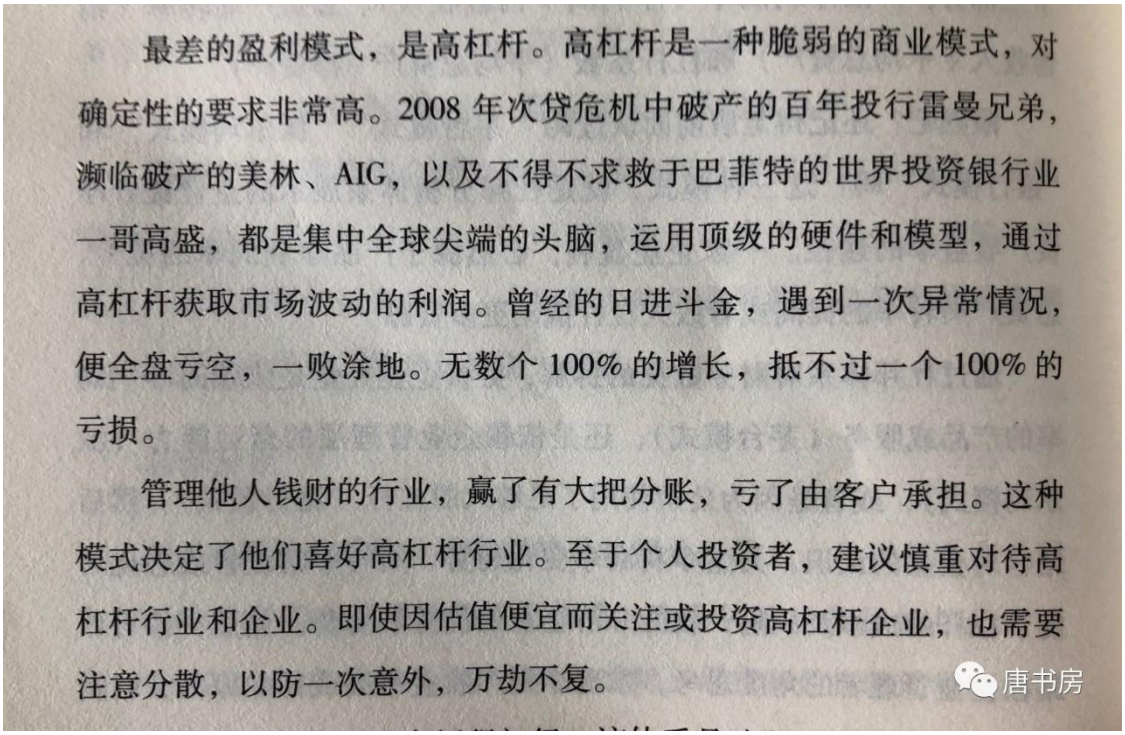


不过，今天对很多 A 股投资者而言，算是黑色星期一了。当然，看多了就不奇怪，老唐之所以一再跟各位朋友强调“远离杠杆”四个字比老唐的《手把手教你读财报》这本书更值钱，原因就是看多了这样的历史。

这其实不算够黑的，看看港仔和美帝股市，那黑色星期一才叫惊心动魄，看着数据就能想象背后有多少跳楼的杠杆客。

随便举一个吧：1987 年 10 月 19 日，美帝股市大盘道琼斯指数下跌 22.6%。指数下跌 22.6%，背后腰斩甚至腰斩再腰斩的个股必然大把。这种时候，就算你持有的个股是严重低估的印钞机，只要你是杠杆持有的，一样赔的精精光。后面就算翻 10 倍，翻 100 倍也跟你木有任何关系了。

不仅在《手把手教你读财报》的封面内页，老唐写下“远离杠杆”四字真言。而且在书内的 202 页，老唐还苦口婆心地写下这样一段话：



这是老唐二十多年前用全部身家买来的财富，借着这宝贵的大跌时刻，再次送给大家。

吃一堑长一智是好事儿，但更好的事情是“看老唐吃一堑，让自己长一智”学习、阅读和思考就是为了避免自己去付那一堑的费

注：当日上证综指下跌 100+点，跌幅 3.72%+。

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”

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-10-08

提醒：本文内容，是纯原创思考，是老唐压箱底的理解和经验。可能有些烧脑，没那么容易读

接着上一篇说。当巴菲特芒格找到那些“简单易懂的、具有我们能理解的经济商誉、且由德才兼备管理层掌管”的企业后，是不是可以买了呢？

不，现在需要做的是估值。别忘了，好公司也需要一个合理的价格。巴菲特用什么方法对企业实施估值？一定有很多朋友满怀期望的等待着巴菲特绝密的估值公式。很遗憾，接下来老唐要先奉上一碗浓浓的失望之汤。

巴菲特从来没有清晰地解释过他的估值方法，他只是说了原则。巴菲特说：

任何股票、债券或企业的价值，都取决于将资产剩余年限自由现金流以一个适当的利率加以折现后所得到的数值，它是评估某项生意或者某项投资是否具有吸引力的唯一合理方法。

对于任一项生意，如果我们能够计算出其未来一百年内的自由现金流，然后以一个合适的利率折现回现在，那么就可以得到一个代表内在价值的数字。这就像一个一百年后到期的债券，在债券的下面会有很

多的息票。

生意也存在“息票”，唯一的问题那些“息票”并不是像债券那样打印在其下面，而是需要依靠投资者去估算未来的生意会附带一个什么样的“息票”。

对于高科技类的生意，或具有类似属性的生意，会附带一个什么样的“息票”，我们基本没有概念。对于我们了解得比较深入的生意，我们试图将其息票“打印”出来。如果你想要计算内在价值，唯一可以依靠的就是自由现金流。

你要将现金投入到任意一项投资中，你的目的都是期望你投入的生意在此后能够为你带来更多的现金流入，而不是期望把它卖给别人获利。后者仅仅是谁战胜谁的游戏。

如果你是一个投资者，你的注意力集中在资产的表现上；如果你是一个投机者，你的注意力集中在价格会如何变化——这不是我们擅长的游戏。

自由现金流，指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。也就是企业每年的利润中可以分掉而不会影响企业经营的那部分现金。

折现是一个常见的金融概念，如果确定的年收益为10%，那么一年后的110万和今天的100万等价，两年后的121万和前两者等价，依次类推。这个110/110%及121/110%²的计算过程就叫做折现，10%就是折现率。

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）逐笔折现到今天。所有年份现金流的折现值加总，便是该企业的价值。

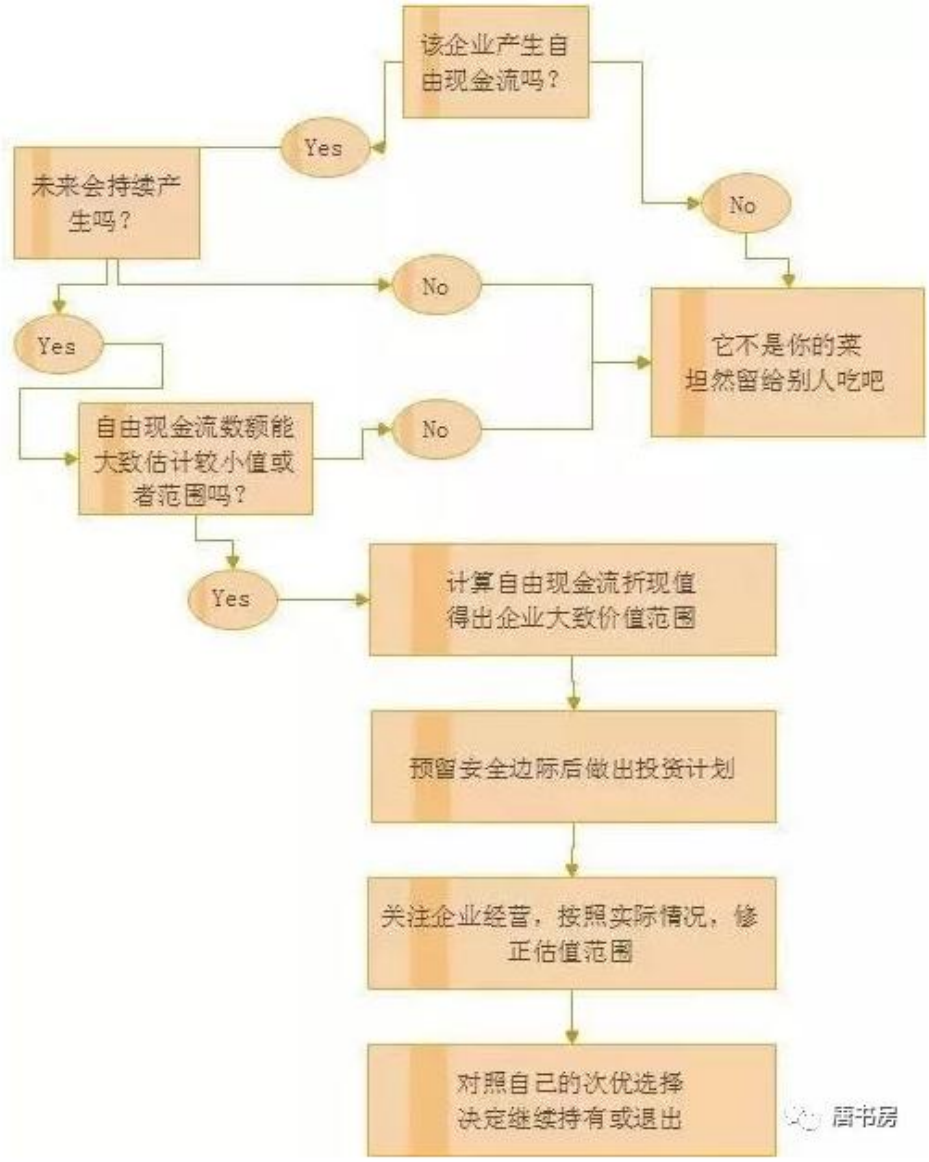
实践运用中，又有两段式自由现金流估值和三段式自由现金流估值的分法。

前者是将估值分为可准确预计的前段和大致估算的后段，前段一般采值三年或五年，逐年估算自由现金流数值。后段则直接采用公式“价值=自由现金流/（折现率-永续增长率）”计算。然后将前段和后段分别折现加总，得出企业内在价值。

三段式和两段式的分别，是将前段又分成高速增长期和低速增长期两部分，其他不变，依然是将三段分别折现加总，得出企业内在价值。

然而，老唐个人认为，**这些计算方法的可靠程度几乎为零**，它更像一种精确的错误。投资者只要调整企业每年自由现金流估算值、折现率和永续增长率三个变量中的一个、两个或全部，几乎可以得到想要的任何数据。

在老唐看来，**自由现金流折现法其实只是一种思考方法，它是筛选投资者能够理解的、产生大量自由现金的高确定性企业的工具**。这个筛选过程可以用一张流程图表示：



通过这个思路，我们可以去寻找和甄别那些可以持续产生现金利润，且未来不依赖大量增量资本投入也可持续产生现金利润，又属于我们能够理解的企业。至于精确计算的公式，建议还是忘了它吧！

全球私募巨头黑石集团的创始人彼得.彼得森说：“华尔街有句话老话，只要掌握小学二年级的数学，就可以在华尔街生存了”。复杂的公式，超小二要求了，忘掉最好！

在 2002 年股东大会上，有位提问者直接问巴菲特：“您平时使用什么估值指标？”巴菲特的回答是：

生意的合理估值水平与标准普尔 500 指数相比的优劣，取决于生意的净资产回报率和增量资本回报率。

我不会只盯类似像 PE 这样的估值指标看，我不认为 PE、PB、PS 这些指标能告诉你什么有价值的信息。

人们想要一个计算公式，但这并不容易。

想要对某门生意进行估值，你需要知道它从现在开始直到永远的自由现金流量，然后把它们以一个合理的折扣率折现回来。

金钱都是一样的，你需要评估的是这门生意的经济特质。

有没有一点小失望？老唐感同身受，因为我也曾经沉迷于寻找一个可以用来计算的估值公式，直到有一天突然想明白了原来巴菲特说的**“All cash is equal”就是他的估值大法。**

“All cash is equal”意思就是“金钱都是一样的，比较它们就是了”。

老唐用一张图来示意，下图外面那个圈是能力圈，圈里有个天平，**投资者就是随时将自己有意向的资产摆上天平，用手头现有的资产去参与比较，然后选择投资收益率明显较高的那种持有就可以了。**



这就需要投资者具备一种长期甚至是永恒的视角。长期或永恒视角，并不是指的我们一定要持股数十年以穿越牛熊，而是哪怕我们只是进行短到三五年的投资时限，也需要以一种永远放置财富的思想去对待。

对于绝大部分投资者，如果能理解投资是一件持续终身的事（不买股票，其实只是将体力或智力换来的财富投资了银行存款、理财产品、黄金、房产……），那就应该建立目标：以当前社会的财富水平而言，自己在股市赚到至少八九位数以前，主要还是扮演一个放置财富进股市的净买家身份，顶多是期间有过短暂的、不得已的离场。

市值是资产盈利能力的资本化，是资产盈利能力的市场交易价格，只要我们的资本始终放置在能力圈范围内盈利能力最强的资产上，获取更高的市值是必然的结果。市场长期是一台称重器，参与者的恐惧和贪婪可以影响短期投票，但不会影响长期称重，资本的逐利天性必将推动股价反应资产盈利能力的差异。

实际上，将价值投资等同于长期持股，是市场常见谬误。价值投资的本质是寻找由于市场先生的癫狂而产生的市价与内在价值之间的差异，正如格雷厄姆所言：**“市场就像一只钟摆，永远在短命的乐观（它使得股票过于昂贵）和不合理的悲观（它使得股票过于廉价）之间摆动。聪明的投资者则是现实主义者，他们向乐观主义者卖出股票，并从悲观主义者手中买入股票。”**

这钟摆左右摆动的时间，并无定数，有时长，有时短，但长短不是本质特征。从金钱的时间价值上说，同样是市价反应内在价值，即便是最彻底的价值投资者，内心也是期望着过程越短越好。

通过长期甚至是永恒的视角，我们需要忘记将资产变成现金的需求（以供消费），以这笔钱永远只是用来投资增值的思路去考虑问题。这也需要我们使用的投资资金在期限上具备一定的灵活性。

虽然永恒对于绝大多数投资者是做不到的，但至少要保证这笔资金不会在短期内被迫因某种原因必须变成现金——经验上说，这期限至少要有三到五年以上。这样我们可以有很大概率只在类现金资产回报率更高的时候，使用股票交换类现金资产。

一旦以这种长期或者永恒的视角看待投资，关注短期股价就失去了意义，因为我们并不需要抓住某个间不容发的关键时刻将投资品变成现金退出股市。

即便我们卖掉了某投资品，依然需要买入其他投资品，所以它依然只是一个比较的过程，只是不断在资产目标中权衡哪一种资产收益率明显较高的过程，根本不需要用哪一种资产短暂的市价表现来评判自己投资的胜或负。

投资者只是在“遇到”所持资产被市场明显高估时，换入其他资产罢了。

会遇到吗？一定会。

何时遇到？没人知道。

我们可以将盈利能力更高的资产，想象成一块更肥沃的农田。市场先生的收购出价如果不是“明显较高”——足以勾引你将农田变卖后所得资金投资无风险产品，也能获得等于或者高于农田产出即为明显较高——我们就安心种自己的地，安心收自己的粮便是。它的出价如果不是明显较高，就是噪音，不是评价你的投资成功或失败的标准——农田的产出是否如你所料，才是标准。

这样，我们要做的，只是在市场先生平静或者悲观时，依赖资产的高盈利能力获取高于市场平均回报水平的财富积累，这些积累或者继续以利滚利的方式做大我们的财富总值，或者在市场先生亢奋时，给我们交换来届时回报率“明显更高”的类现金资产。

何为“明显较高”，巴菲特也做过清楚解释：“如果国债收益率为 2%，那么收益率低于 4%的企业我们是不会投的”，这句话同样脱胎于格雷厄姆“股票买点为收益率高于无风险收益率两倍”的研究结果。

老唐理解它的含义还包含说估值是个区间，而且可能会错，所以若没有一倍以上空间，就算不上“明显”。没有明显空间就保持原样，6%、7%的预期收益率，不足以吸引投资者从 5%收益率产品上转换，预期 10%以上收益率的产品，才构成转换的吸引力。

当我们完全没有任何能力圈的时候，这个天平的一头就是类现金资产，比如目前回报率约 3.8%的货币基金。在我们理解前面谈过的股票回报来源的逻辑后，至少我们可以将当前市盈率约 11 倍（相当于投资回报率约 9.1%）的沪深 300 指数基金纳入比较，于是沪深 300 指数基金就可以登上天平的一端。期待三到五年内，沪深 300 成分股盈利不断提升的同时，市场先生同时推动沪深 300 指数基金投资回报率不断走低，给我们带来满意的回报。

比如未来三年时间里，假设 GDP 年增 6%，CPI 年增 2%，则名义 GDP 为 8%，保守假设沪深 300 成分股盈利增速与名义 GDP 增速同步，则三年后沪深 300 成分股利润总额提升 26%，若同时投资回报率从 9.1%下降到 6%（即市盈率从 11 上升至 16.7），投资者将产生 91%的回报（16.7×1.26/11×1=191%）。

若投资回报率继续高居 9%甚至更高怎么办呢？凉拌。继续拿着，一边坐看盈利增加，一边等待投资回报率向无风险利率靠拢。如同一位朋友的微信签名：做一件有价值的事情，一直做，然后等待时间的回报。

这期间，如果通过我们的研究学习，发现某种投资回报率明显高于沪深 300 指数基金的品种，换入新品种。同样，如果由于盈利下降或者市盈率上升的原因，导致沪深 300 指数基金或者某股票的回报率明显低于类现金资产了，那就换入类现金资产即可。

从这个思路考虑，自然就失去所谓半仓空仓等仓位概念了。类现金资产也是候选投资品，投资者只是永远在自己能够理解的候选投资品范围里，选择投资回报率明显较高的那个就好。

估值就这么简单，只是一个比较，比较不同资产之间的盈利能力。正如芒格在回答“您是怎么估值的”

时说：

估值没有一种固定的方法。有些东西，我们知道我们的能力不行，搞不懂，所以我们不碰。有些东西，是我们很熟悉的，我们愿意投资。

我们没有一套固定的规则，也没什么精确的公式。现在我们做的一些投资，我们只是知道，与其他机会比起来，这些机会稍微好那么一些。

我们只是知道，与其他机会比起来，这些机会稍微好那么一些。——这就是估值的全部。

更高的盈利能力，必将被逐利资本推高价格，这与你我是否想赚股价差完全无关。正如巴菲特在 1987 年股东信里引用的《财富》杂志研究成果：

1977 年到 1986 年间，每 1000 家企业中只有 25 家可以通过两项有关企业是否杰出的测试：①10 年内的平均净资产收益率达到 20%；②没有任何一年低于 15%。

这些生意上的超级明星同时也是股票市场的宠儿。在这 10 年里，25 家中有 24 家的股价表现超越了标普 500 指数。

在大师思想的照耀下，老唐个人将实战中的估值简化为一句话：**“三年后以 15~25 倍市盈率卖出能够赚 100%的位置就可以买入，高杠杆企业打七折。”**

这里有两个概念要解释。

①这里说的高杠杆企业，指有息负债超过总资产 70%的企业。有息负债就是需要企业支付利息的债务，通常出现在短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券、其他非流动负债科目。金融类公司通常还会有向央行借款、吸收存款及同业存放等科目。

②打七折的意思指对于高杠杆企业，要求三年后以 10.5 倍市盈率（简化为 10 倍）卖出就能赚 100%时，才会考虑买入。打折的原因是高杠杆企业更脆弱，对于宏观经济及意外情况更加敏感，所以需要更高的风险溢价作为补偿。

这种简化的估值法，同样需要首先确定三大前提：利润为真否？可持续否？维持当前盈利需要大量资本投入否？这是理解企业的范畴。不能回答这三个问题，属于看不懂的企业，无法谈论估值，直接淘汰。

在确定了这三大前提后，老唐的简化估值法实际上是两段式自由现金流折现法的极简版本，即：

第一步，估算最近三年企业所能产生的自由现金流。由于已经确定该企业利润为真，可持续，且持续不需要大量的资本投入，所以直接借用报表净利润近似替代自由现金流，即假设公司每年计提的折旧和摊销费用，足以支持企业维持当前盈利水平——再次强调，必须要确认企业能够满足三大前提才能使用如此替代法；

第二步，保守地将三年后的该企业视为等同于债券的资产。由于目前无风险收益率大致在 4%~5%区间，对应市盈率 20~25 倍。

或者也可以看作假设永续增长率等于无风险收益率，而要求回报率（折现率）为无风险收益率的两倍（两倍设置参照格雷厄姆的研究成果“把 AAA 级债券的资本化比例提高一倍，可以适当抵销优质股票和债券之间存在的风险差异。”）

对于某些确定性稍微差点儿，或者净利润可能并非全部是自由现金流的企业，做粗略的折扣调整，按照 15~20 倍市盈率计算（实际是模拟了市盈率不变，但自由现金流数额降低）。

最终得出三年后合理估值为 15~25 倍市盈率区间——所谓合理估值，指假设市场认同该资产相当于一

份债券的情况下给出的估值，或者假设该企业永续增长率等于无风险收益率，同时要求回报率两倍于无风险收益率的情况下给的估值。

这个合理估值的市盈率倍数，**不区别行业特性或企业历史市盈率数据**，它只受无风险收益率变动影响。不同的行业或企业，或许在自由现金流与净利润的比例关系上有不同，投资者需要做的是调整自由现金流估算值。

至于合理市盈率，别忘了 All cash is equal，没有哪个行业赚到的金钱比其他行业低贱或者高贵，它们赚到的自由现金流，对投资者只有数量多少差异，没有质地优劣差异。

实质上，符合前述三大前提的企业，几乎确定长期价值高于债券，将其等价于债券估算合理估值，或者在债券的基础上折扣计算合理估值，具备一定的保守因素。

——也有极少的案例，企业自由现金流可以预期长期高于报表净利润，老唐会将三年后的合理估值对应市盈率从 25 倍上调至 25~30 倍区间，以体现该企业明显优于债券的特点。但这种情况需要非常谨慎。截止目前为止，老唐仅对茅台和腾讯两家公司实施过这种上调。

第三步，即便如此，也要考虑有估算错误的可能——投资者一定有机会犯错的，我保证——给自己预留足够的安全边际。因此将两段估值折现加总后再给予 50%左右折扣，确定为买入价格。

实战中，为简单起见，大概地以前段自由现金流数额抵扣后段折现导致的减少部分，直接以第三年未折现估值的 50%做简易估算。这个买入价格，基本保证自己的估算即便出了偏差，也很难造成亏损。

这个简化估值法虽然没有使用自由现金流折现法的具体计算公式，但它和自由现金流折现法同样具备如下特点：

①都需要考虑三大前提，在确信目标企业符合三大前提的情况下，才可以使用。我们必须要坦率承认，大部分企业我们是无法估值的，无论对其计算出个什么数字，都是瞎蒙；

②从这个意义上说，这两种估值法与其说是“估值公式”，不如说是一种选股原则，是将大部分企业拒绝在股票池之外的工具；

③都使用了约 8%~10%的要求回报（折现率）和约 4%~5%的永续增长率假设。对于永续增长率难以确定超过无风险收益率的企业，实施排除。

④都坚持长期的思考方式，忽略受到各种短期因素影响的股价波动，以至少三年的时间长度和资金占用时间，去看待企业内在价值的变化；

⑤都认定自己会有估算错误，坚持安全边际要求，留下容错空间。

那么，估算出来以后，是不是就等待三年或更短时间内翻倍然后卖出呢？不是。别忘了，投资者应该用长期乃至永恒的视角看待投资。

买入后，老唐做的事情，就是每年（或有重大事件发生时）继续按照简化估值法对持有企业估值，然后与手边潜在的各种投资品种——不仅包括已持有企业、新涉及企业，也包括指数基金及债券、货基、理财等类现金资产——进行收益率比较。

如果无法看出某品种收益率明显更高，则持有不动；反之，则调换——若调换品种如果恰好是债券、货基、理财等类现金资产，看上去就像是日常我们所说的减仓卖出。

任何持股，只有一个结局，被其他更高收益率的投资对象替代。而替代的原因可能有两种，一种是价格上涨导致的收益率下降后被替换，一种是有证据证明之前的估值有错误而导致被替换。就这么持续，直

到永远。

至此，投资需要学习的两门课程“如何看待股价波动和如何估值”全部阐述完毕。

如果我们选择格雷厄姆所提供的两条道路——持有一篮子市值低于清算价值企业组合，或者持有一篮子投资回报率为无风险利率两倍以上的大型优质企业组合，以及以后者为基础延伸出的指数基金投资法，那么投资所需的知识储备到此已经足够。

老唐本人是强烈推荐投资者先从定时定额投资宽基指数基金开始，立足先赢，而后再根据自己的资金水平和兴趣爱好，决定是否更进一步，走巴菲特深入研究企业的道路。

如果准备走深入研究企业的道路，那么就还需要面对一个难题：如何看懂企业？这问题没有捷径，没有统一答案，如果有，那股市会是电脑模型的地盘，不会有我们的存身之地。

看懂企业需要我们针对一个一个行业，一个一个企业去逐个学习，它是投资者一生学无止境的课题，也是投资道路上最大的乐趣。只能一起携手前进，继续日拱一卒……**（本系列完）**

系列第一篇：简单粗暴，老唐一次说透格雷厄姆投资体系

系列第二篇：一文厘清巴菲特从格雷厄姆体系分叉的心路历程

系列第三篇：从格雷厄姆体系分叉后的巴菲特选股秘诀

第465篇.　2018.10.9-撒胡椒面

唐书房　2018-10-09

人品好，瞌睡来了有枕头。昨天还说没钱，今天一位朋友归还一笔陈年借款。麻雀虽小也是肉😎。看着谁都便宜，钱也不多，懒得细究，顺手撒了胡椒面，基本不影响持仓比例。继续持仓茅台 40%+，腾讯 26%-，分众 11%-，洋河 8%-，古 B6%+，海康 5%+，招行 H3%+，年内收益-8%。呆坐……



第466篇.　2018.10.10-持仓比例

唐书房　　2018-10-10

昨天还买了点儿洋河的，今天白酒就集体重创，这下不说老唐会短线了吧？按照大家意见，今日之后，谈及仓位比例时不带+-号了。40%就代表仓位比例是 39.5%~40.49%之间，其他类推。当前持股茅台 40%，腾讯 26%，分众 11%，洋河 8%，古井 B6%，海康 6%，招行 H4%，2018 年内收益-10%

第467篇.　　2018.10.11-番外篇：股价大跌，腾讯有问题吗？

原创：　陈兴杰　菁城子　2018-10-11

去年一整年，腾讯股价一飞冲天，年初 200 港元，一路飙升至最高的 475　港元，翻了一倍多。财报也很漂亮，各项数据跳着涨，每季度同比上涨 40%　以上。各大券商无一例外都给出「买入」评级，估价也非常乐观。德意志银行给的目标价是　666 港元，我不知道他们怎么算出来，也许是讨彩头吧。

谁也没想到，今年过了一月，腾讯股价开启一路下跌的模式。我的一位朋友春节前拿到一笔钱，想也没想，直接换成腾讯股票，挂在 450 元山顶上。另一位朋友，看股价跌到 400 元左右，觉得跌得差不多了，于是上车，买入二十几万元，眼睁睁看着股价往下滑。

前两天腾讯跌破 300 港元大关，我也想，差不多该停一停吧。腾讯公司已连续 20 天回购股票，给投资者信心，还能继续跌吗？想不到，腾讯又跌去十几点。昨晚美股暴跌，今天港股和 A 股也狂跌。腾讯股价一路跌至 265 元，令人瞠目结舌。相比高点，腾讯股价已跌去四成。去年下半年买入拿到现在的，坐了个过山车。



今年腾讯股价一路下跌

作为中国互联网企业的骄子，腾讯这一波史无前例的大跌，肯定有大环境原因。去年涨得凶，今年经济不好，市场回调很正常。不只腾讯，几乎所有互联网公司都在跌。相比高点，阿里巴巴跌掉三分之一，京东和微博腰斩，网易和百度跌得也很厉害。只不过腾讯是股王，是标杆，才如此惹人瞩目。

回想一年以前，市场上充满乐观欢快的情绪，真让人感慨。再看研究报告和股价预测，啼笑皆非。有些知识值得重谈，比如说：股价能不能预测，如果能够预测，能否准确到点数呢？

现实再次回答：做不到。股市是大量投资者参与竞价的场所，影响股价的场内外信息无数，一个人想凭借经验，准确判断股价，几乎不可能。即使预测准确，又有多少运气成分呢？事实上，即便是公司股东，对股价通常也无能为力。

今年 3 月，腾讯最大股东南非报业出售 1.9 亿股股票，套现上百亿美元，此后腾讯股价一路走低，很多人说，这不正说明大股东先知先觉吗？对此我不以为然。南非报业有能力操控股价，为何不选在最高点抛售呢？最近二十几天，腾讯连续出手回购，股价为何还是跌跌不休？

很多人看惯 A 股作庄操盘割韭菜，会高估股东的能力。事实上，A 股庄家也并非万能，而在成熟的市场，操纵股价更是非常困难，口碑良好的公司绝少这么干。马化腾经常减持股票，往往他一减持，股票不跌反涨，连他本人也无可奈何。老板无法预测股价走势，正好说明公司治理干净，管理者可靠，大股东没有在玩弄散户。

股价难预测，买股票看什么呢？巴菲特的方法：买股票就是买企业，选择好公司，等待它被低估，低价买入，再随它成长。企业在成长，市值会增长，股价自然就会涨。投资者享受股价上涨同时，往往还有可观的分红。对于好企业，如果不能判断股价是否低估，不妨买入并长期持有。短期高估，企业的成长也会抵消溢价，使钱不致于打水漂。

价值投资法让巴菲特变世界首富，让许多人赚到钱，是投资领域的「名门正派」。这套方法难就难在寻找好企业，即拥有市场竞争力，能源源不断为股东创造利润的好企业。

腾讯十几年高速成长，它所提供的优秀产品，数百倍的股票回报，都证明这是一家非常优秀的企业。没有人怀疑这一点。股价下跌四成，腾讯是否还具有强大的市场竞争力呢？

短期行情不敢判断，从长期看，我还是看好腾讯的。虽说盈利受限（比如游戏监管），这家公司仍是互联网行业的龙头。只要这一行还有钱赚，腾讯就要吃大份。股价大跌，腾讯的基本面并没有破。可预见时期内，腾讯仍是一家很赚钱、很有竞争力的企业。说说我看好它的理由吧。

首先，腾讯的护城河还很宽。不说 QQ 用户，只说 10 亿微信用户，体量巨大，就有无与伦比的竞争力。互联网用户来得快去得也快，微信的价值就在于，用户黏性特别强。社交产品一旦成气候，用户紧密联系，自己生产内容，用了一段时间就不舍得走。加上各种延伸服务，让人须臾不可离，这就对竞争对手形成天然壁垒。可以说，若有产品打败微信，绝不是同质软件，而是其他难以想象的东西。

微信体量巨大，社交做到无敌，人们使用它并习惯它，这本身就是一座金矿。很多人抱怨说，微信之后，腾讯再无惊喜。我的期待倒没那么高，微信是风口级产品，是移动互联网船票，可遇不可求。只要完善产品，做出让用户眼前一亮的功能，就是千亿市值规模。

朋友圈、公众号、微信支付，下一个是什么呢？我猜不出来。守着海量用户，我想腾讯有这样的创新能力。短期内没有灵感不要紧，现有功能完善，盈利点深挖，也能赚到足够多钱。腾讯护城河如此宽阔，这是中国互联网公司羡慕不已的事情。

其次，腾讯投资了大量互联网和新兴科技企业。本公司连同被投公司服务，差不多占中国互联网行业的半壁江山。用「基础服务商」形容「腾讯系」，应该没多少异议。只要中国经济在发展，互联网行业一定是引擎，腾讯和它的投资企业也会成长。

很多人诟病腾讯到处投资，正在「投行化」，丧失创造新产品的能力。对此我不太以为然，一家现金充裕的公司，用投资进入自己做不成的行业，是正常选择。还没有证据表明腾讯创新能力已经丧失。对买腾讯股票的人来说，腾讯在自有资产之外，还有大量资产并未入表，这只能证明公司的潜力。

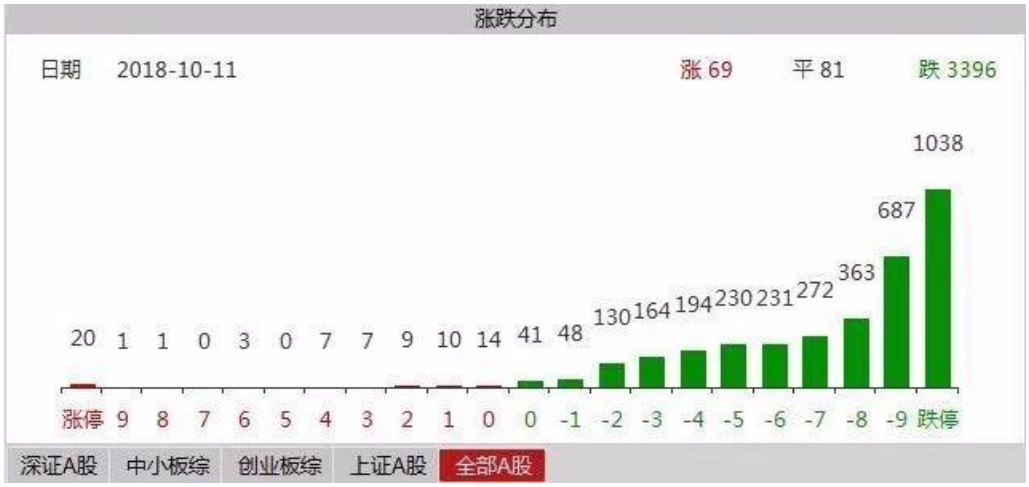
这就是我长期看好腾讯的理由。如果还有什么理由，可以加上我的个人印象。2017 年广州举办财富全球论坛，马化腾受邀参加，说了一段话。马老板说，腾讯公司的风格，是把所有业务放在一起，而不是玩财技，搞得上下左右，让别人看不懂。这是对投资人的尊重。腾讯做投资人也这样，尊重创业者地位，强调合作而非改造，其间利弊或有争议，但还是可以看出这家企业对投资人的友好。买股票当然要看公司管理者的品质。

当前情况，腾讯会继续跌吗，会跌多低，什么时候反弹，该不该买？关于这些，我没有答案。市场变幻莫测，行情激烈震荡，敢给具体结论的，在我看来都是骗子。我很少关心股价起伏，更多是关注公司。生活里随时可见的公司，你琢磨它，感受它，再通过股市印证知识，是一件非常有趣的事情。成长中最好的奖赏，除了金钱，还能有什么呢？

第468篇.　　2018.10.12-宝贵的熊市，宝贵的课堂

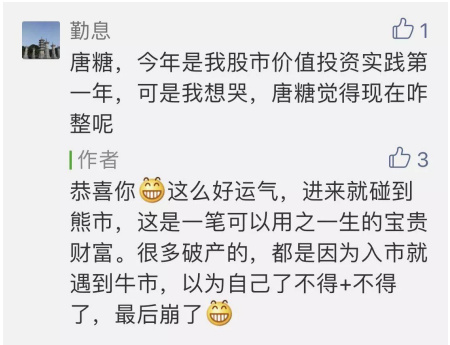
原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-10-12

今日大跌，千股跌停重现江湖，有点像 2015 年股灾的架势了。



好多人发信息要老唐推文定神。不过很可惜，周四的推文机会，早在半个多月前就被金主预定。这公众号一天只能推送一次的规则，憋的老唐啊，腮帮子比脸盆还大，硬是拖到晚上零点补上这碗鸡汤。

上篇文章，有位朋友留言说入市就遇到熊市，老唐回复恭喜你。



这真不是玩笑，二十多年里，看多了因为牛市里看别人赚钱而冲进股市的。开始买啥啥赚，错将运气当做能力，后来，后来，没有后来，后来没有了，啥也没有。

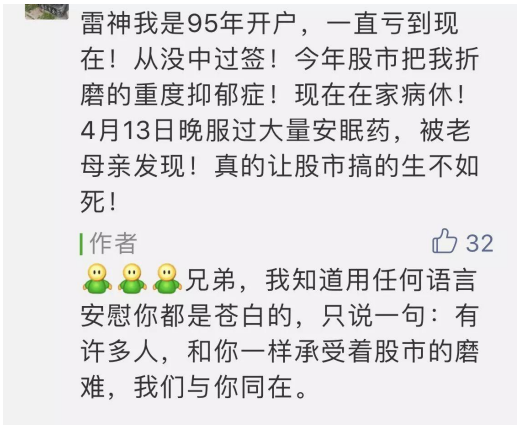
入市就遇到熊市，尤其是带着一笔小钱遇到熊市，简直是投资者一生最宝贵的财富。它能让你养成敬畏市场的基本理念。敬畏不是因为市场多伟大，而是知道短期内它是个行为无法预测的疯子。任何将盈利希望建立在正确预测疯子行为基础上，结果要么真疯，要么欲输临疯。

这几天，偶然遇到一个热帖，说成都一位叫雷立刚的财经作家，公开发下血誓：再买股票就剁手指，半年内再谈论股票就割舌头。

我对这位雷姓朋友有印象，是因为有一次中央二台《投资者说》栏目采访过他，在雪球播放过视频。当时看过他数次卖房，数次赔的精光的过程，感慨颇深，当时也留言聊过。此时就不给人伤口上撒盐了，无趣。

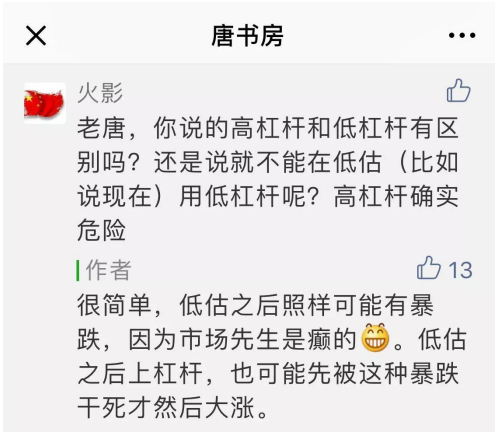
要说的是，好奇看了他的公众号下面的留言，瞠目结舌。下面的留言，展示的是一个我几乎遗忘的市场人群。恐怖，灰暗，无助，没有希望，没有未来，而且，更悲哀的是，我也没看出来这些人未来有什么改变的可能……

截一条置顶留言做代表，下面还有很多同样悲观绝望的类似留言



改变，从哪里来？**真正核心的东西就两条：一个是不要将股票当做赌博筹码，不要寄希望于自己能掏别人腰包；一个是牢记市场短期波动不可预测，永远不碰杠杆。**——记住这两点，你不可能不赚钱；反之，后面等待你的悲惨日子还多着呢！

正巧，书房上篇文章里，有位朋友提出过一个关于杠杆的好问题：

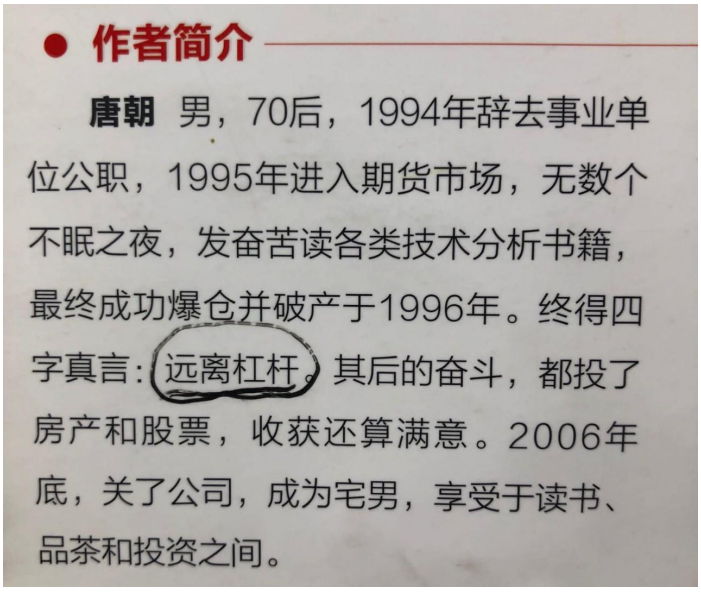


低估的时候，可不可以上点儿“低”杠杆？这可能是很多人内心都有的疑问，尤其是在已经满仓的情况下。

老唐答到“低估之后照样可能有暴跌，低估之后上杠杆同样可能先被暴跌干死然后才大涨”。这会儿看，当时顺口答的不完整。只回答了杠杆的问题，没有解决“低”杠杆问题。

我的观点是：拒绝在资本市场加杠杆就像守贞，最稳妥的办法是永远不踏出第一步。否则，有了第一次就会有第二次。

因为低杠杆赚钱的甜头会导致下一次低杠杆，一直到某次低杠杆错了，被迫变成高杠杆。高杠杆再重复，有甜头导致继续，直到某次（或者第一次就）归零。因此，再次奉上四字真言：



没有杠杆，只要企业经营正常，下跌能如何？三年之内，市值会不会有相比今日再腰斩？我不知道。但是————

只要股市还在（若股市被割了资本文主义尾巴，手持人民币或房产结局也差不多），保守的说：三五年内，我的市值一定有比今天高百分之三五十的时候——年化双倍于货基、理财等类现金资产收益率，是近于 100%确定的事（老唐白屏红字留在这里等验证）

——因为我旗下公司的核心竞争力在，管理人员的能力出众；因为无论股价涨跌，茅台每天净赚 1 亿白花花现银；无论股价涨跌，腾讯一天净赚超过 2 亿白花花现银……；也因为市场的悲观会被遗忘，乐观还会来临——这几乎和“凡人必有一死”那么确定。

对了，插一句无关的话：今天是茅台 2019 年度酿酒开工的第一天，开始下沙啦！无论股价怎么涨涨跌跌，这台将 5 斤粮食变成 1 斤茅台酒的神秘印钞机又吭哧吭哧开动了

无杠杆持有优秀的公司，下跌中哪怕你手中已没有一分现金，结局会是什么？只要短期内不会被迫卖出，无外乎是眼馋一下张三丢的钱包被 GRD 李四王五捡走（而不是被你捡走）罢了，于己毫发无损。

年初高点，我记得好像最高获利是大约 11%，今天变成亏损 15%，回撤已接近 2015 年股灾时的回撤。下图是当时在雪球的“老唐实盘”最大回撤截图



我要说的是，截止今天，在这个大盘指数不到 2600 点的时刻，不计新增资金，不计历年打新收益，相比上证指数 5178 点时（2015 年 6 月回撤前的最高点）的市值，老唐账面还有超过 58%利润——2017 年底市值×0.85%/5178 点时市值＞158%。

这期间活动在大家眼皮底下，没有施展什么抄底逃顶神功（没那能耐），也不是每只股票都看对（也没那能耐），更没有择时半仓空仓大类资产轮动（更没那能耐），但市场先生没亏待我。我喜欢市场先生，喜欢他撒娇，喜欢他发癫。

认真读过老唐在书房里多次重复过的股票利润来源，知道“只要持股企业真赚钱，自己就会赚真钱”背后的逻辑，眼前的大小波动，浮云尔。不需要挺住，不需要坚强，不需要雄起，只需要坐看花开花落云卷云舒，安静等待即可……

市场先生的出价，从来不可以作为评判自己对错的标准，公司的经营状态才是。比如，2018 年腾讯的报表利润若大幅低于 900 亿，股价哪怕在 1000 元，我也会重头再看一遍自己漏看了什么，并引以为戒。

反之，如果利润能有千亿，股价就是跌到 100 元，也不会让老唐认为自己错了，反而会想办法找盆找桶，顺带给市场先生上香表达谢意……

因为我知道，恐惧和贪婪是交替前来的，前面有多恐惧，后面就有多贪婪，反之亦然。他们的出价是排队供我收割的果实，而不是指导我评判公司经营的标准。

今日无交易，持仓茅台 40%，腾讯 25%，分众 11%，洋河 8%，古井 B6%，海康 6%，招行 H4%，年内收益 -15%。自 2014 年公开展示实盘至今，五年的收益率分别是 62%，13%，23%，62%，-15%（均是满仓，均不计新股收益），累计收益率 210%，1 元变 3.1 元，年化 25%。

这些收益是用同一套系统换来的。换来茅台数倍涨幅和拒不逃顶腾讯，是同一套系统。

逃掉腾讯下跌+逃掉茅台上涨，这样的组合，我可一点儿也不想要；抓住茅台上涨+逃掉腾讯下跌，这种不负如来不负卿的事儿，自认又没有能力做到。

顺便满足部分朋友的好奇心，特意查了腾讯的成本是：338.709 港币。搞不懂是怎么算出来的，反正券商系统里就这么显示的。

绝不是推荐大家抄我底，也不是推荐大家买某某股票，只是想开导开导某些朋友，不要在这种时候被恐惧和悲观打倒，也不要乐观到以为可以偷鸡摸走市场先生的底裤——世界没那么糟，也没那么好。始终

理性地使用能力圈内的天平去做衡量，这是财富增长的秘籍。一点儿也不难懂，但做到也不是容易的事。

希望总有部分读者，以后有机会看着账户，很满意地说一句：感谢老唐那些年的啰嗦，我终于做到了！

另外，熊市学习的人少（大部分人是赚钱后或者看别人赚钱后才有动力学习，学成半吊子时恰好接盘，可惜了了），终结篇——老唐二十多年股市心血的估值方法论，阅读量居然只有第一篇的不到四成

幸好依然有约 1.5 万人阅读，也有 615 人打赏（谢谢这 615 位朋友），不至于被打击的没信心码下去。其间也有很多朋友提出了一些对文内表达不理解的地方。别着急，冲着这 615 位朋友，老唐也要加写一篇针对估值篇难点的再阐述，统一答疑。尽量周末码出来，如果周末没空，下周内一定找时间码出来

1. 简单粗暴，老唐一次说透格雷厄姆投资体系
2. 一文厘清巴菲特从格雷厄姆体系分叉的心路历程
3. 从格雷厄姆体系分叉后的巴菲特选股秘诀
4. 不谈玄之又玄的“道”，老唐一文说清估值“术”

第469篇.　　2018.10.13-关于老唐估值法的十大疑惑集中解答

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-10-13

本文为上一篇《不谈玄之又玄的“道”，老唐一文说清估值“术”》一文的辅助材料，共计回答了 10 个概念和难点。由于要照顾最小白的读者，有些内容或许会过于简单。对你太简单的东西，跳过去就是了

1.经济商誉。

经济商誉不在财报上。只是巴菲特借用“商誉”这个会计名词，创造出来的一个新词。在第三篇里特意解释过的。

商誉是个会计名词，指一家企业收购另一家企业时，成交价超过被收购企业可辨认净资产公允价值的部分。

巴菲特借用了这个词汇，创造了“经济商誉”这个概念，用来代表没有被记录在一家公司财务报表资产科目里，但却实实在在能够为企业带来利润的隐藏资产。”

举个最简单的例子说，你开个面馆，账面记录的资产是房租装修锅碗瓢盆……，但你做出来的面就是好吃，顾客特别喜欢吃，那么你这个做面的手艺，就是面馆的经济商誉，是“不记录在企业资产负债表上，但却能够为企业带来利润的隐蔽资产”。

2.自由现金流。

自由现金流是个模糊的概念，它也不在财报上。财报上只有经营现金流、投资现金流和筹资现金流。

所谓自由现金流，指的是每年公司赚的利润里，如果拿出来分给股东，也不会影响公司现有盈利能力的钱（是不是真的分，和本问题无关）。

之所以对企业估值要用自由现金流概念，而不是用净利润概念，主要为了规避两种情况：

第一种情况，公司赚的是假钱。什么叫赚的是假钱呢，主要有两种情况，

①利润主要来自应收账款。也就是说商品或服务卖出去了，但没收到钱，只是赊账。按照会计规则可以产生报表净利润，但那只是个数字。

②利润靠变卖资产或者一些资产重估获得。这个容易理解，不解释。崽卖爷田有尽头，资产重估只见数字不见钱，这类情况下使用报表净利润就会高估企业价值。

第二种情况，虽然公司赚的钱是真金白银，但其商业模式需要不断投入资本才能继续。这种模式，芒格曾经很清楚的表达过，老唐直接抄了：

世界上有两种生意，第一种可以每年赚 12%的收益，到年底股东可以拿走所有利润；第二种也可以每年赚 12%，但是你不得不把赚来的钱重新投资，然后你指着所有的厂房设备对股东们说：“这就是你们的利润”。我恨第二种生意——查理.芒格。因此，自由现金流的数量，无法从财报上直接获得。只能在你理解公司售卖什么、如何获利、如何抵御竞争之后进行估算，不需要很准，但不能错的离谱。

对于我喜欢的公司，主要属于净利润为真，利润可持续，持续获取利润不以投入大量新资本为前提，所以我直接用报表净利润模拟自由现金流。

如果硬是要找个公式的话，可以用报表上的“经营现金流净额—购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”来保守模拟。之所以说是“保守”模拟，是因为“购建……的现金”金额实际上包括着部分公司为业务扩张的产生投入，这部分并不属于“维持原有获利能力所必须的投入”。

总之一句话，对于你能理解的公司，你必然能够估出一个大致的自由现金流数字。如果估不出来，就证明你尚未理解这家公司。

3.折现。

对于始终有少部分朋友理解不了折现这个概念，我很奇怪。自己觉得解释的非常清楚，原文说：

折现是一个常见的金融概念，如果确定的年收益为 10%，那么一年后的 110 万和今天的 100 万等价，两年后的 121 万和前两者等价，依次类推。这个 110/110%及 121/110%² 的计算过程就叫做折现，10%就是折现率。金钱是有时间价值的，今天的 100 万，比明年的 100 万值钱，是因为哪怕你把 100 万放进银行，若利率为 5%，那么明年的 105 万，才能等价于今天的 100 万。

100 万投资一套房子，10 年没涨没跌，你已经是巨亏，而不是自欺欺人的平手。因为 10 年后的 100 万，按照 5%利率考虑只等于今天的 61.4 万，代表你亏损 38.6%，这就是金钱的时间价值。

将未来企业每年赚到的钱，以某种利率折算成等于今天的多少钱，这个过程就是折现，使用的利率就叫折现率。很显然，这个折现率越高，未来同样数量的钱在今天的价值就越低。利率是 5%，十年后的 100 万等价于今天的 61.4 万。如果利率是 8%，十年后的 100 万，只等于今天的 46.3 万。

所以，在原文“巴菲特从来没有清晰地解释过他的估值方法，他只说了原则”后面引用的那一大段话，巴菲特要表达的意思是：如果你能清楚的知道一家企业 100 年内的自由现金流，那么企业价值是可以精确计算的。

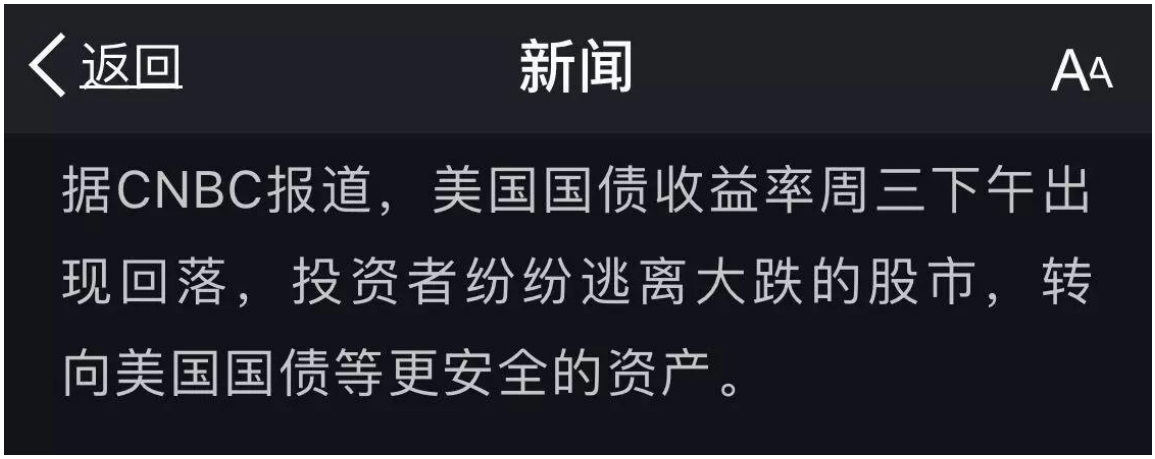
然而，除了上帝之外，没有人能够知道一家企业 100 年里每年的现金流，所以才需要估算。

正因为需要估算，所以你对行业和企业越有把握的企业，你估算的价值才越可能贴近真相（即便如此，它也只能是个范围）。反之，你越没有把握的企业，你估算的价值就越可能接近一个笑话。这也是巴菲特强调能力圈，并倾向于投资简单、变化少的企业的原因。

为什么是 100 年？100 年以后的钱就不要了吗？真的可以不要。如果你按一下计算器，会发现即便按照 5%的折现率计算，100 年后的 100 万只等价于今天的 7600 元（换个方向说，你今天口袋里的 7600 元，在 5%回报水平下会在 100 年后变成 100 万）。所以没啥计较价值，直接丢进安全边际拉倒。

4.投资收益率。

投资收益率这个概念，经常把很多朋友弄糊涂，不仅小白糊涂，很多资深人士也迷糊，所以不用害羞。比如我随手截一条昨天的新闻：



美国国债收益率回落，其实就是说美国国债市场交易价格上涨。

这话是这样来的：国债的票面利率是固定的，比如说美国财政部发行这期债券时，约定票面利率是2.5%，意味着财政部每年会给100元面值国债付利息2.5元，它不关心你是用多少钱买的。

这个国债上市交易后，价格会有波动。波动之后会怎么样呢？比如价格上涨到105元，那么花105元买下这份国债的人，可得到的利息依然是2.5元，投资收益率就从2.5/100=2.5%变成2.5/105=2.38%——国债价格上涨了，收益率回落了。

所以，你需要永远记住的是，说投资收益率下降，表达的意思是资产价格上涨。反之，投资收益率上升，表达的是资产价格下降。

这里还有一个问题，如果这人是12月30日花105元买的，也赚2.5元利息，一天赚2.38%，折合年化岂不是高上天？

别想美事。那些精明脑瓜早帮你想好了，债券交易实施的是净价交易、全价结算。啥意思呢？就是说大家成交的这个价格，不管是100元也好105元也罢，是不含利息的。系统帮交易双方结算的时候，并不按照成交价格结算，而是买家额外出一笔钱将本期（看债券约定的是多久付一次息，本期的意思就是从上次付息后至交易日止）财政部应付利息一并“买”过来。

在股市上，我们说投资收益率或者投资回报率的时候，指的是“公司净利润/市值，或者表达为每股净利润/股价”。那么你很容易就会注意到：这个公式和市盈率的计算公式是互为倒数的，“市盈率=市值/公司净利润，或者股价/每股净利润”。

市盈率=1/投资收益率，投资收益率=1/市盈率。因此，说“投资回报率上升”和说“市盈率下降”是一个意思。

5.公式“价值=自由现金流/（折现率-永续增长率）”是怎么来的，分母为什么是这个？

这个公式，就是笨笨的把每年现金流折现然后加总的一长串加法，合并简化后的结果。合并简化的过程写在数学教材里有好几页，你感兴趣可以自己演算或者百度。不想麻烦呢，相信数学家和金融家们不会在这么弱智的问题上，如此明显的错几十年就行了，记住它，完毕。

6.“生意的合理估值水平与标准普尔500指数相比的优劣，取决于生意的净资产回报率和增量资本回报率。”是什么意思？

这话的意思是说，如果一门生意的净资产回报率和增量资本回报率高于标普500指数成分股的平均水平，那么这家公司就比标普500指数更有投资价值。

净资产回报率，简称Roe，它的计算=净利润/净资产，A股所有企业的财报都会公布这个数据，我们直接采用报表数据就好，不用去自行计算。因为报表上用的“净资产”并不是简单直接用财报上的年终净资产数字，而是采用了加权法，更合理。

什么叫加权法呢？比如年初你有100万本金，期间没有增加或者减少本金，到年底算账赚了20万，如果要计算你的净资产回报率，究竟是20/100=20%呢，还是20/120=16.67%？

都不是，实际上因为赚赔的缘故，你每天使用的资本数量都发生了变化。理论上说准确的计算方法，是要把每天使用的资本加总后除以全年天数，来计算创造利润所使用的平均净资产。最不济，也要用（100+120）/2=110平均一下，得出20/110=18.18%。

现实中，企业期间可能还有资本变动（最常见的是增发新股），所以，企业财务和会计师事务所审计人员会对净资产进行加权计算。财报披露的Roe就是这个。很琐碎但不会错的简单计算，相信专业人士，直接采信就行。

公司现在的Roe是20%，但是如果再投下去一笔钱，是还能保持20%，甚至可以变成30%，还是只能带来10%回报率？这个就叫增量资本回报率，它的高低当然会影响企业的价值。

增量资本回报率是多少？企业新开投资项目预算时，都会向股东披露这个估算（金额太小的可能不披露），寻求股东大会批准实施。但这个估算能否相信？公司是预计低了还是高了？需要投资者自行判断。还是那句话，除非你理解这家企业，否则这个数据你是找不出来的。**7.无风险收益率哪里去找？**

网上找。一般看长期国债收益率，嫌麻烦的，直接去看银行保本理财产品的收益率，看货币基金收益率，看余额宝收益率，看微信零钱通收益率，然后在那个数字上加一点点即可。

不需要太准确——加一点点的原因，是上述机构拿着你的钱去投无风险收益产品，然后他们要赚一点点。同时这些都是灵活期限的，一般比市场无风险收益率略低一点点。所以你马马虎虎加一点就估算出无风险收益率了。

8.原文这段计算怎么理解：“期待三到五年内，沪深300成分股盈利不断提升的同时，市场先生同时推动沪深300指数基金投资回报率不断走低，给我们带来满意的回报。

比如未来三年时间里，假设GDP年增6%，CPI年增2%，则名义GDP为8%，保守假设沪深300成分股盈利增速与名义GDP增速同步，则三年后沪深300成分股利润总额提升26%，若同时投资回报率从9.1%下降到6%（即市盈率从11上升至16.7），投资者将产生91%的回报（16.7×1.26/11×1=191%）。

若投资回报率继续高居9%甚至更高怎么办呢？凉拌。继续拿着，一边坐看盈利增加，一边等待投资回报率向无风险利率靠拢。如同一位朋友的微信签名：做一件有价值的事情，一直做，然后等待时间的回报。”

首先，“沪深300成分股盈利提升”和“沪深300指数基金投资回报率不断走低”，是两件独立事件，没有因果关系。

前者说的是假设沪深300指数包含的300家公司（工行、茅台、长电、上汽等300家）的净利润总额在三年里提升26%，比如今年利润总额为单位1，每年增长8%，那么三年后的净利润就是1×108%×108%×108%=1.26。

后者说的是三年内，沪深300指数基金的投资回报率可能会从当前的9.1%，逐步向无风险收益率靠拢，比如三年内变成6%。前面说了，投资回报率走低就是指市盈率升高。投资回报率从9.1%跌至6%，意思是说沪深300的市盈率可能从当前的11倍，变成三年后的16.7倍。

在净利润从1增长为1.26，同时市盈率从11变成16.7的叠加效应下，市值会从11×1变成16.7×1.26，投资者就可以产生91%的回报。

然而，两者都是一种估算，前者由于GDP的不断增长，实现的可能较大。但后者因为是市场先生报价，它是疯的。或许三年后变成16.7，甚至30，也或许市盈率继续下降（即投资回报率持续走高），比如变成8倍（即投资回报率暴涨至12.5%）。所以，最后一段回答的就是这个情况怎么办："凉拌。继续拿着，一边坐看盈利增加，一边等待投资回报率向无风险利率靠拢"。

对于指数，由于统计样本大，其中单只企业的报表或高估净利润，或低估净利润，相互有一定的对冲效果，投资者没有必要（实际也没有能力）计算300家企业的自由现金流总和，一般直接看净利润即可。

9.原文这段话怎么理解：第二步，保守地将三年后的该企业视为等同于债券的资产。由于目前无风险收益率大致在4%~5%区间，对应市盈率20~25倍。或者也可以看作假设永续增长率等于无风险收益率，而要求回报率（折现率）为无风险收益率的两倍（两倍设置参照格雷厄姆的研究成果"把AAA级债券的资本化比例提高一倍，可以适当抵销优质股票和债券之间存在的风险差异。"）？

这两种情况表达的是同一个意思，一种是认为三年后的企业（注意，必须是符合三大前提的企业）等价于无风险收益产品，所以合理市盈率20~25倍（打五折构成买点）；

另一种是按照前面写的"价值=自由现金流/（折现率-永续增长率）"公式，分子用净利润替代（再次强调，符合三大前提的企业才能这样替代。不要再问老唐"市场上有很多市盈率低于七倍的股票，三年后利润就是不增长，15倍卖出也能赚一倍，老唐你为什么不买"这样的问题了）。

在永续增长等于无风险收益率的假设下，分母里的折现率设定为两倍的永续增长率=2×无风险收益率，因此"折现率-永续增长率=无风险收益率"。和前一种情况表达是同一个意思。

这种估值方法是否可靠，取决于三大前提看对没有，未来这企业是否能取得至少等于无风险收益率的永续增长——这又回到理解企业上去了。

10.这段话怎么理解："实战中，为简单起见，大概地以前段自由现金流数额抵扣后段折现导致的减少部分，直接以第三年未折现估值的50%做简易估算。"

前面说过，老唐的简易估值法，是两段式自由现金流折现法的简化版本。

假设一个企业符合三大前提，无风险收益率为4%，折现率为两倍无风险收益率，2018年可以用以模拟自由现金流的报表净利润基数为100，未来三年净利润分别为120,140,180，

按照两段式折现法的标准算法，这家企业今天的价值应该为：

120/104%+140/104%²+180/（8%-4%）/104%³

=115.4+129.4+4500/104%³

=245+4000

=4245

按照这个算法，如果我们预留50%安全边际，五折买入，买入点应该在4245/2=2123。实践中，我为口算方便，直接用三年后未折现过的180/（8%-4%）=4500（即180×25=4500）打五折得到4500/2=2250。

2250 对应两段式自由现金流折现法计算出来的数值 4245，相当于 53 折，比标准五折 2123 略高，这就是简化算法。

文中的“前段自由现金流数额”指的就是 120/104%+140/104%²=245，而“后段折现导致的减少部分”指的就是将第三年的 4500 折现为 4000 的差额 500。简化口算法，两者都忽略，大致相抵。实现了口算的五折达到精确 53 折的效果。

现在配合这篇答疑，再回头看估值篇，还有疑问吗？当然，如果你的疑问是“老唐，你教教我怎么计算企业三年后的净利润”，老唐只能送上天外飞仙小榔头无敌铁马流星锤一刀两断如意神剑外加弥勒幻影香港脚

合理估值=三年后净利润×（15~25），

买点=合理估值/2，

然后你问我三年后净利润怎么算？

唯一一个未知数，你也要公式。这要有公式的话，股市里一个活人都不会有，因为人脑快不过 AI，满天飞的只能是机器人方脑壳。方脑壳大战方脑壳，结局是股市消失，你我改行搬砖。

看懂企业，只能 Good good study day day up，日拱一卒不期而至。不读财报不学习，随口问问老唐就想坐在家里收钱，那谁，唐纳德.特朗普还在排号机前可怜巴巴地等着 10001 号呢！

1. 简单粗暴，老唐一次说透格雷厄姆投资体系
2. 一文厘清巴菲特从格雷厄姆体系分叉的心路历程
3. 从格雷厄姆体系分叉后的巴菲特选股秘诀
4. 不谈玄之又玄的“道”，老唐一文说清估值“术”

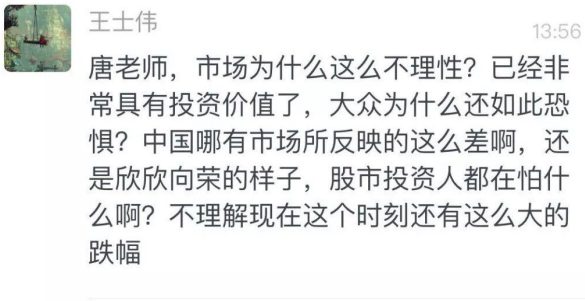
第470篇.　2018.10.16-股市的巴普洛夫训练

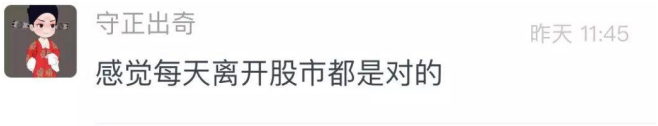
原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-10-16

股市继续下跌中，网络上关于爆仓的帖子似乎多起来了，我今天就撞上好几条，看后深表同情、爱莫能助……

书房里似乎还好。可能是受我一直念叨“远离杠杆”和“股市垃圾十之八九、多看一二”的影响吧，情绪整体上还算正面，完全没有许多网帖下面要死要活，骂股市，骂刘主席，骂体制，骂大 V，骂自己……的样子

当然，怀疑、动摇还是少不了。截两条比较有代表性的信息和大家聊聊：

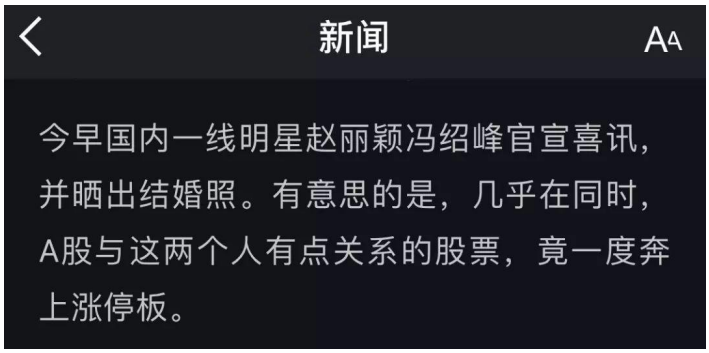




投资人怕什么？不理解为什么这个时刻还有这么大的跌幅？这样的问题，此时不少人问。

要说答案，老唐也不知道。恐惧本身就是恐惧的原因，暴跌本身就是暴跌的理由，这个道理老唐在 8 月 8 日发表的文章《低估之后的暴跌是怎么回事，应该如何面对？》里阐述过。

市场先生是疯的，疯子的行为是无法找理由解释的。正如今天下午两点弹出来的新闻



正常人如何能理解这个？我不能理解，也不去试图理解。

奥巴马当选，澳柯玛涨停；奥巴马下台，奥马电器跌停；王宝强被绿案开庭，宝胜股份宝硕股份大涨，红墙股份接近涨停；川普竞选大胜，川大智胜大涨；文章出轨，马伊利不哭，伊利股份大涨；安迪和包子在电视剧里收购红星发展，A 股红星发展连拉三个涨停……这些无厘头，我们看的还少吗？你非要找一个解释，那最终也只能进疯人院🤦。

问题是，还真有人靠这招赚到钱。还真是，确实有人在这些完全没有逻辑的游戏里赚到钱，还不少。白花花的现金那可是无差别的哦，all money is equal，放在这里有什么不对吗？这可以算是今天的作业🤔

咱们读中学的时候，都学过一个巴普洛夫实验。实验很简单，给狗狗吃肉时，狗狗会分泌大量口水。巴普洛夫每次喂狗前先摇铃再给肉，坚持一段时间后发现，只要一摇铃，不用给肉，狗狗照样分泌大量口水。这就是条件反射。

毫不客气的说，这些无厘头，包括第二张图片所说的“好像每天离开股市都是对的”，只不过是市场先生对你摇铃，“赚到钱”和“对的”就是那块肉。训练的时间久了，你不需要看到肉也会流口水。等你形成条件反射后，屠刀就举起了！😁

举一个陈年旧例：

中国股市庄股教科书亿安科技。老板罗成从最初坐庄之始就交代操盘手们：无论怎样拉抬，涨幅永远

控制在每天七八个百分点，绝不拉到涨停。这样可以规避因为三个连续涨停而需要向市场作出的说明。

亿安科技从 1999 年 10 月 25 日 26 元起，股价就像是被推土机推着，一分一分地往上涨。从开盘推到收盘，期间很少回调整理，更没有获利盘回吐。就是这样一天天、一分分地推升，一直推到 126 元。天天都涨，就是不涨停。

由于亿安科技一直在涨，在大约 70 个交易日子里从无下跌甚至洗盘迹象，因此，股民们对其趋之若鹜，几乎是举着钱排队入场。当时参与者纷纷回忆，在亿安冲破每股 100 元的时候，全国各个营业大厅里那都是爆发出雷鸣般的掌声。对于股民而言，那种感觉就像是银行每天发钱一样。

期间财富故事不断，其中很多人记忆深刻的是崩盘前一天：2000 年 2 月 16 日，媒体上宣传有个 65 岁的老太太，几块钱的时候买了 11800 股，现在变成了 300 多万。70 多个交易日，天天送钱，伸手就可以捡到。不伸手的，仿佛一个彻头彻尾的傻叉。

就在这个老太太故事的第二天，亿安科技股价冲到每股 126.31 元，达到了历史最高点。从 1999 年 10 月 25 日到 2000 年 2 月 17 日止，亿安科技连续上涨，涨幅 486%，几乎没有回撤。

骗子不断摇铃，不断给肉，似乎任何时间进去都是对的。后来嘛，任何有常识的人，都知道后来是大量家破人亡、妻离子散的故事，就像这几天到处流传的爆仓故事一样。

都是历史的重复，没有什么不一样。今天爆仓的，就是那些在骗子丢肉时，曾经“英明”地叼了一嘴就没再进去的赢家。唯一的区别是这次运气不好，进去刚好碰到骗子收网。同样，这次成功吃肉逃脱的，就是下一次挨打的后备军。

最近，市场训练的是“任何时候离开都是对的”！而老唐要告诉大家的是，做正确的事情才是对的。

什么是正确的事情，就是**永远只“无情地利用市场先生的报价”，永远盯着企业本身的盈利能力，永远不要在股市里加杠杆。**

当企业经营正常时，疯子们的巴普洛夫训练营不闻不问不参与，节省时间锻炼锻炼身体，读读闲书，追追肥皂剧，这些活动就是赚钱。天天都在赚，一日不少，只不过是一年一结的年薪制而已。

今天早上，杨天南兄给我分享他太极课的课前训练视频，我俩闲聊之间天南兄说，等这轮跌势结束后，我们应该写一篇《当熊市来临时，我们都在干啥》的文章来记录和整理。

老唐答复说：我写不出来。非要写，我的全文只会有一句话“和牛市时做同样的事情”🤦。

截止今天，老唐 2018 年内收益率-12%。持仓茅台 40%，腾讯 26%，分众 11%，洋河 8%，古井 B6%，海康 6%，招行 H3%，全是日日都有真金白银进账的印钞机，踏实舒坦 ing。唯一焦虑的是，今晚最后一集《如懿传》就追完了，后面闹剧荒😏😁

第471篇.　　2018.10.17-你值得被信任，就会被信任

唐书房　　2018-10-18

昨天的帖下有个留言，大致是说因为心仪股票估值很低，想把家里的钱拿来买入（补仓），但家人若不同意怎么办？这种问题此时多见，有不少朋友还因此而闹的家庭不和，算是熊市的另一种伤害。

老唐昨天在帖下的答复是：“如果你的体系经过考验，一直收益良好，你家人会信任你的。如果他们

不信任你，建议你不要动这种钱，多拿点耐心出来，证明自己。别急，人生很长，无需惊慌。”

由此想到很久前钉在墙上的一份零散资料，今天借机把它理出来，也分享给大家。这个资料关于巴菲特最早开始代客理财事业时，投资人是哪里来的。

1956 年格雷厄姆要退休，本想邀请巴菲特成为接手者，将“格雷厄姆—纽曼基金”变成“纽曼-巴菲特基金”，但巴菲特拒绝了。这拒绝背后涉及到三个投资案例，挺有意思，已经有了两种投资思想斗争的雏形。不过和本文主题无关，我们以后有机会再聊。

拒绝了现成的“巴菲特-纽曼基金”，巴菲特带着属于他自己的大约 14 万美金资产回到奥马哈（1950 年~1956 年，巴菲特把 9800 美金变成 14 万美金，里面也有不少故事，也只能以后抽空聊），开创自己的事业——成立巴菲特合伙基金。

在短短五年时间里，巴菲特先后建立了 11 家合伙基金，拥有了近百名投资人，管理资产约 720 万美元，规模超过了老师本来准备传给他的格雷厄姆-纽曼基金，并提前 5 年实现了他 11 岁时告诉同伴的梦想“我会在 35 岁时成为百万富翁”👍。

是哪些人这么信任他？我们来看看这些早期投资人的名单：

第一家合伙公司

1956 年 5 月 1 日，第一个合伙公司成立。合伙人一共 7 个：

①巴菲特的岳父投入 2.5 万美元，

②巴菲特的姐姐和姐夫合计投入 1 万美元，

③巴菲特的姑姑投入 3.5 万美元，

④巴菲特的大学室友查克.彼得森投入 0.5 万美元，

⑤大学室友查克的妈妈投入 2.5 万美元，

⑥巴菲特的发小、律师莫奈从岳母那儿借了 0.5 万美元投入，

⑦巴菲特本人投入 100 美元。

巴菲特自己的钱没有加入合伙公司，继续单独存在。巴菲特说，合伙公司的钱一旦投进去就不能轻易退出来，而他需要靠自己的钱每年赚不低于 1.2 万美元养家。

基金规则：巴菲特承诺保本，收益 4%以内，巴菲特收 25%，4%以上巴菲特收 50%。

1956 年底，律师莫奈退出，莫奈的份额由巴菲特岳父买下来。莫奈退出并不是不和巴菲特合伙，而是拿钱参与巴菲特自己的钱单独操作的项目：美洲国家火灾保险公司——巴菲特是个痛恨体力劳动的人，他不仅需要莫奈出钱，还需要莫奈去跑腿。

（这笔投资也很有意思，起于一个骗局。巴菲特的参与以我的眼光去看，也是带有明显的坑人色彩。案例以后有机会再聊）

最终这笔投资让巴菲特和莫奈赚了 10 万美元，两人平分了。这是律师莫奈人生赚到的第一笔大钱。借着这笔钱，莫奈在 1958 年 5 月 5 日投了 7 万美元单独成立了巴菲特的第六个合伙公司。

第二个合伙公司

第二个合伙公司的客户——物理学教授、某大学校长霍默.道奇——来自格雷厄姆的推荐。他本来是格雷厄姆纽曼公司的老客户。格雷厄姆关掉公司后，他问格雷厄姆，你公司关了，我的钱怎么办？格雷厄姆推荐了巴菲特。

于是教授驱车 1500 英里到奥马哈，见了巴菲特。1956 年 9 月 1 日，道奇教授给了巴菲特 12 万美元，单独设立了第二个合伙公司，巴菲特投入 100 美元，合伙公司收益 4%以上部分巴菲特分 25%。如果有亏损，最大限度只追溯巴菲特在这个合伙公司的资产。

道奇教授一生用投资巴菲特所赚来的财富做了很多慈善。1983 年去世，去世的时候身家数千万美元，并向一所大学捐赠了价值 2000 万美元的艺术品。

第三个合伙公司

巴菲特的父亲在国会做议员时的秘书。1956 年 10 月投入 5.5 万美元，巴菲特保本，收益超过 4%的部分提 50%。

第四个合伙公司

1957 年 6 月，第一个合伙公司的投资人，大学室友查克.彼得森的母亲单独投资 8.5 万美元，建立了第四个合伙公司。

第五个合伙公司

1957 年 8 月 5 日成立第五家合伙公司，是巴菲特家附近的一位著名医生，但其实巴菲特并不认识这位医生。

是巴菲特在格雷厄姆纽曼公司工作期间，认识了一位著名资金管理人，并给这位资金管理人留下了深刻的印象。资金管理人是这个奥马哈医生的病人，把他推荐给巴菲特。

巴菲特去医生家讲了一个多小时，医生其实没怎么听进去，但说巴菲特给他的感觉很像查理.芒格，所以投他 10 万美元。规则同样是保本，4%以上提取 25%。

1958 年 4 月底，巴菲特一家搬出租赁的小房子，搬进花费 3.15 万美元买的新房（就是现在住的房子）。

在巴菲特心中，此时的 3.15 万美元，就是未来的数百万乃至数千万美元，心痛啊！但巴菲特又知道讨好“领导”的重要性，只能忍着心痛买单  。

更心痛的是，老婆又大手大脚花了近半套房的钱（1.5 万美元）装修，“这几乎要了沃伦的命”。老婆买了奥马哈最早一批彩电，导致每个周六早晨，整个街区的小孩子都会挤在巴菲特家看动画片。同时，老婆大人还雇了一个黑人管家分担家务。

巴菲特也获得待遇提升，拥有了一间独立的小办公室，就在主卧外面。老婆给这个房间铺满美钞图案的墙纸，巴菲特很舒服地被他最爱的钞票包围着。

第六家合伙公司

1958 年 5 月 5 日成立，金额 7 万美元。合伙人巴菲特合伙公司的律师莫奈，莫奈是巴菲特发小，几岁时就在一起玩。这 7 万美元里大部分，是和巴菲特一起去搞美洲国家火灾保险公司股票赚来的。

后来格雷厄姆的堂妹夫妻、教巴菲特演讲课的老师、巴菲特开设的投资教学课的几位学生也陆续加入。

第七家合伙公司

1959 年 2 月，巴菲特大学室友查克.彼得森的老板及其朋友，投资了 5 万美元，成立了第七家合伙公司。

第八家合伙公司

1960 年 8 月 15 日，大学室友查克.彼得森家对门邻居（一位医生）及其同事共 12 人投入 11 万美元。

第九家合伙公司

奥马哈当地一个显赫家族投资的，金额不详。

第十家合伙公司

金额 25 万美元，合伙人是奥马哈城里最精美的服装店老板以及她的两个女儿和两个女婿。

1960 年，在良好业绩的诱惑下，现金潮水一般涌入巴菲特各个合伙公司，好几个合伙公司都吸收了新的成员。巴菲特已经不需要寻找资金了，资金自己找上门来。以前是巴菲特出去找钱，现在是人们带着钱来求他。甚至有投资人根本不来奥马哈，直接寄来支票要求入伙。

第十一家合伙公司（最后一家）

1961 年 5 月 16 日，律师莫奈的朋友霍兰德夫妇。金额不详，只知道 1997 年这对夫妇建立的慈善基金有 2610 万美元资产，其中 2210 万美元是伯克希尔的股票。

1961 年中，巴菲特征得投资人同意，将所有合伙基金提成规则全部统一为超过 6%以上的部分提成 25%。

1962 年 1 月 1 日，巴菲特把所有合伙公司合并，成立“巴菲特有限合伙公司”。这次，巴菲特把自己的大部分钱也投入了新公司。这一天，合伙公司净资产 717.85 万美元，其中巴菲特自有资金 102.5 万美元，占比约 14%，持有大约 40 只股票。

此时，他那墙上贴满“美钞”的小书房已经堆积不下各种年报资料了，巴菲特从家中走出来，在基威特大厦租了一间办公室，并雇佣了第一个雇员比尔.斯科特。比尔在巴菲特旗下工作至 1993 年退休。今天，伯克希尔总部依然在这栋楼里，区别只是现在租下的是半层楼。

依照 1998 年 8 月 16 日的《奥马哈世界先驱者报》报道，截止 1998 年奥马哈城内至少有 120 多个家庭和个人的资本净值高于 1 亿美元。这些人晚年的主要工作就是慈善，为各种他们所关心的项目捐款。

大家看了这份资料，不知道有没有发现，**巴菲特获得信任的过程，其实和搞传销的差不多，从亲戚朋友开始，然后一个影响一个，最终资金蜂拥而来。**这个过程的难点在哪里？在最初的信任，是良好的业绩。

巴菲特最早如何让岳父、姐姐姐夫、姑妈、室友、发小信任的？

那是从几岁就执迷于赚钱的性格；

那是从十多岁就能长年坚持每天早上四五点挨门挨户送报纸的毅力；

那是从读中学就知道花 25 美元买台二手弹子机放在理发店里和老板五五分账，一周就能净赚 25 美元，而后再持续滚动的智慧；

那是获得知名投资专家本杰明.格雷厄姆称赞，并意图传以衣钵的背书；

那是二十五六岁就拥有十多万美元财富的底气；

那是在奥马哈开设投资课，能用逻辑解释清楚获利必然性的一堂堂授课；

那是一张一张股票买来后如预想般获利的发财经历；

那是……

这都是证明自己、换取信任不可或缺的一部分。不经历风雨，不会有彩虹。获取家人的信任，不是事到临头口吐莲花，它包括你每一天看什么书，做什么事，怎么对待老爹老妈，怎么和老婆相处，孩子调皮捣蛋你怎么教育……这些都会在某一天变成你是否被人信任的隐蔽论据。

套用我之前文章用过的一句话“收入是一连串事件”，**获取信任也是一连串事件，**决定你加仓资金是否被同意的，绝不是在那一刻你和家人交流的内容，而是你**数年甚至数十年展现给他们的思维和行动模式。**

人生很长，不必惊慌。投资路上没有什么机不可失、时不再来的紧要时刻，也不需要抢在一时孤注一

掷。**你我都首先要让自己值得信任，然后你就会得到信任。**在这个法庭上，你所说所做的一切，都是呈堂证供，而时间是最公正的法官——请注意，现在退后三步，老唐要开始喟瑟啦：

正如经历过《利亚德印象》《老板电器》《生人勿近雅戈尔》之后，当时那些痛骂老唐的持有者，今天就算再骂，一般也会不知不觉地调整成："老唐这人，水平确实不错，但人品不好，心术不正"——为什么？**时间是一把无情的刻刀，能够雕琢最顽固的头脑。不仅能够雕琢悲观与乐观，也能雕琢怀疑与信任。**

人生很长，不必惊慌

第472篇.　　2018.10.18-领会精髓，学会自制鸡汤

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-10-18

鸡汤也不能期望老唐天天熬，喝多了，会产生抗体。

实在饥渴，就在书房里翻翻陈年老坛，回味唐朝！

我觉着吧，关键是领会精髓，学会自制鸡汤

另外，请不要找老唐谈什么对康美药业、东阿阿胶之类股票的看法。

作为一名原教旨主义中医药黑，我对它们几乎一无所知，没有任何看法

第473篇.　　2018.10.18-番外篇：2500点失守，意味着什么？（节选）

原创：　秦小明　秦小明　2018-10-18

所以接下来会怎么样，2500 点是市场的底部吗？

是不是底，谁也不知道。底部都是事后方知的事情。

但从这一轮股市下跌反映的深层问题来看，目前说股市到底可能仍然显得乐观了些。什么时候会是市场的底部呢？信心开始重新起来的时候。信心什么时候可以起来，取决于根本性问题方向性问题的一些实质利好。这些问题是什么，这里就不多说哈，老读者应该都懂。

但有一点要明确，救是救不出信心的。

还有人说，市场跌到极度悲观的时候，就该是底部了。现在都 2500 以下了，还能更差吗？估值都靠近历史低位了，还能再低吗？

很多散户炒股的逻辑就是，"都跌了这么多了，该涨了"。这样的逻辑其实是个简单的均值回归，非常朴素，单用它用来指导投资，是完全要不得的。做过商品期货的同学，一定对此有深刻认知。估值的高低，同样也只是一个相对的指标，逻辑上推不出估值到了历史低位就不会再跌了。逻辑上，没有最低，只有更低。

一切都要回到根源上去寻找答案。即，那些决定公司盈利经济基本面的根本性因素，那些影响金融条件变化的约束条件，以及市场情绪变化的逻辑。这些层面的因素，我们看到了明显改善的预期，真正的底部才可能到来。

然而，没有人有能力可以预测这些因素什么时候能改善。因此，没有人能预测什么时候是市场的底部。亦因此，现在讨论底部究竟在哪里，画了一堆漂亮的估值对比图，意义不大。

倒是另外一个问题更值得大家思考：

从宏观大类资产的角度来看，中国股市今年以来的表现和商品市场，对经济的预判是完全不同的。尽管商品市场受到行政因素的影响（环保限产等），但终究也要往基本面收敛（主导股市的最重要的因素）。

股市跌了那么多，商品似乎并没有怎么跌，这是否意味着商品市场存在千载难逢的做空机会？以及，更为大众地，股市跌了这么多，是否对房价的走势会有某些值得借鉴的启示？

商品、股市、楼市，这些和一国宏观经济都息息相关的大类资产，真的可以走出完全独立的行情来吗？如果对这个问题作深入思考，可能就会对当前的房价有着与过去十年全然不同的理解。

第474篇.　　2018.10.19-财富

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-10-19

早上正喝茶呢，突然连续收到海康和分众当日跌幅超过 5%的弹出提醒。虽然手头已经没桶，但天降黄金雨，不接点好像实在觉着对不起人民的好意。

权衡了一分钟，还是老办法，用预留家庭开支作为过桥资金，分别买入海康和分众各约 0.5%仓位，然后抛出约 1%仓位的招商银行 H 股。





看着我的小昭，也挺心痛的，这个时候卖什么股都心痛！不过呢，地主家也没有余粮啦，只好拿小昭顶账。当前持仓茅台 40%，腾讯 26%，分众 11%，洋河 8%，古井 B6%，海康 6%，招行 H2%，年内收益-11%。

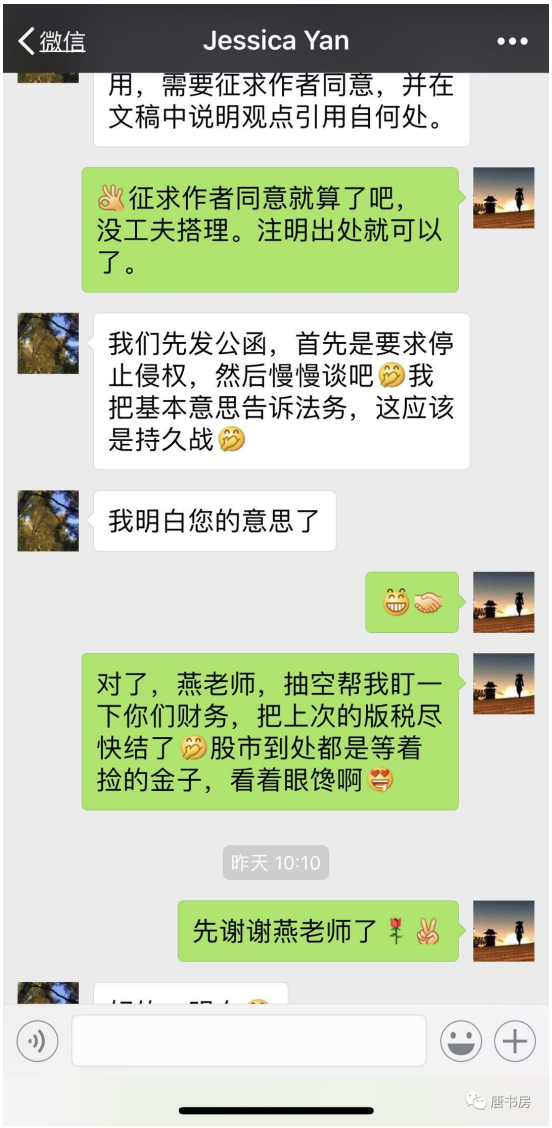
这几天，跌的酸爽，大盘指数居然探到 2450 以下去了。用“居然”一词，很明显说明是出乎老唐意料之外的。不过，我的市值比上周四大盘刚跌破 2600 点的时候，还增加了四个多百分点。看来最近一周拖累指数下跌的，不是老唐的下属公司。

市场先生杀起跌来，那是一贯拿出强行送钱的态度，不要就翻脸。如果投资者树立了正确的投资观，待在这样的股市，想不挣钱，实在太难。

有网络公开记录的五年里，老唐满仓伴随着每一次暴跌，投资的个股屈指可数，年换手率极低。五年的收益分别为 62%，13%，23%，62%，-11%（均是满仓，均不计新股收益），五年内 100 元变 325 元，年化收益 26.5%。

这次暴跌，老唐不仅在场，而且还在六七月份卖掉一套叠拼，增资入市。在这恐怖的暴跌时刻记录下来，将来不是又可以截屏嘚瑟了咩

唯一着急的是桶不够用。你看，老唐昨天都已经拉下脸皮催版税了，麻雀虽小也是肉，老唐捡钱，不嫌桶小。



这是自己的交易记录，绝非荐股，请独立思考，不要被老唐误导。因为无论我大 A 还是其他国家和地

区的股市，疯起来你根本无法想象的。

没有对“市场先生”寓言的深刻理解，即便面对同一家公司，哪怕全部账本和银行账户都摊在桌子上，不同的人也可能得到完全不同的盈亏结果。

说市场疯起来无法想象，到底有多疯？老唐拿几个数据出来吓吓你：

1987 年 10 月 19 日，美国道琼斯指数当天暴跌 22.6%，香港恒生指数跟跌 11.1%。恐怖吧，大盘指数哦，背后的个股，请自行脑补。

更恐怖的是，香港股市停盘 4 天，政府各种手段救市，四天后（10 月 26 日）开盘，当天从 3362.39 点下跌 1120.70 个点至 2241.69 点收盘，日跌幅 33.33%。嚯嚯！刺激吧？

再说个夸张的个案，巴菲特早年代客理财的交易记录里，常有买入不到 1 倍市盈率股票的记录。所以，如果你盯着接盘侠的口袋，就千万不要用市盈率才三倍五倍给自己壮胆，接盘侠说不准正在等 3 倍市盈率变成 1 倍后，才提着口袋过来收尸呢。

我大 A 由于涨跌停板制度的存在，当然不可能一天之内走出这样的走势，但我大 A 走法可能更考验人。

恰好昨天看到有人做过一个统计，说截止 10 月 18 日，相比历史高点，股市一共 3553 只股票，有 83 只股票跌幅超过 90%，1018 只股票跌幅超过 80%，2125 只股票跌幅超过 70%；3150 只股票跌幅超过 50%。

3150/3553=88.66%。看着这堆数据，是不是能更深刻感悟老唐分享过的座右铭：“多看一二”？

世间不如意事十之八九，多看一二；

股市垃圾公司十之八九，多看一二。

日拱一卒　　多看一二

老唐的闲适人生，浓缩起来好像就这八个字。持续暴跌后，谈公司分析其实意义不大，说缺点像恐慌，说优点像壮胆（这些应该在涨跌之前分析透），就把这八个字送给大家吧！

本轮暴跌，无论你是负责捡钱的，还是负责送钱的，希望都能记录下此刻的心情和决策过程，它会是你未来无可替代的私人财富，营养超过一切鸡汤

后记：本文是上午换仓完毕就随手写好的，只等收盘填上仓位和收益数据即可推送。可笑的是，下午一点多，又收到洋河涨幅超过 5%的弹出提醒。这市场先生的悲与欢，变化的可真是快！也正因为看多了这些，所以，现在遇到预测大盘指数的、预测股价趋势的，老唐通常一笑了之：嗯，你对

第475篇.　　2018.10.20-聊聊2200亿的海康

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-10-20

书房老朋友们都知道，海康是去年 4 月底书房朋友们投票点杀的。老唐那时正在自驾游，在宁波住下躲避五一大假的人群。期间首次阅读海康财报，并写成《王者海康》四篇合计 1.3 万字（向书房发送“海康”即可提取海康历史分析文章），发表于 2017 年 5 月 1 日。第二天开盘，老唐买入 1%+的观察仓。其后，海康飙升，于 11 月突破 40 元。由于后面的价格买不下手，老唐就一直拿着观察仓呆坐。

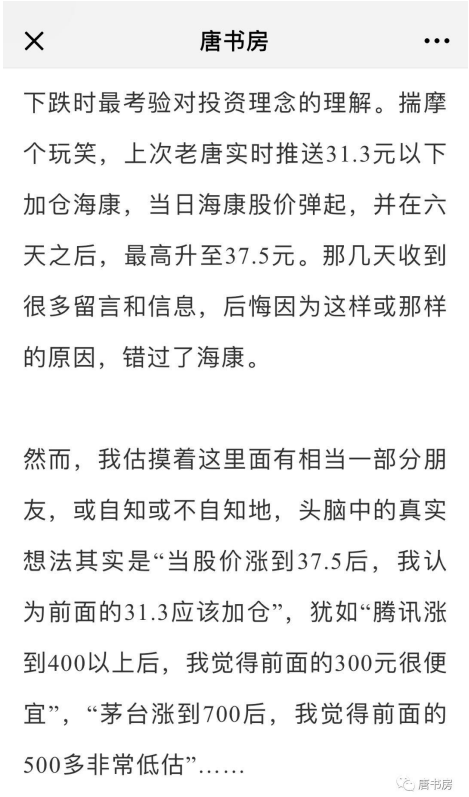
幸亏市场先生给面子，从高点 44 又跌回来了。终于在今年 7 月 6 日于 31.26 增加了 3%+的仓位；期间还断断续续利用分红及新增资金买入过少量，数量不详，价格应该在 35~38 元范围；然后就是近期的 27

元加了 1%+；以及昨天 22.94 加的约 0.5%仓位，目前海康占比 6%出头。

回顾去年 5 月 2 日，上证指数 3147 开盘，海康 23.07 开盘（复权价）。其后一路飙升。

那时的心情，只能用至尊宝的经典台词来形容：*曾经有一家好公司摆在我的面前，我买入太少，等到它飙升后才后悔莫及，世间最痛苦的事莫过于此。如果上天给我重来一次的机会，我……STOP！*上天真的给你重来一次的机会：一年半后的昨天，大盘跌破 2500 点，海康再次爆出 23 元的价格。

上天给你重来一次，你会怎么做？——当然是躲在一边发抖：跌势未止，保持观望！哈哈哈，对不对？别不好意思，绝大多数市场参与者其实都是这样的。正如老唐在三个月前发的文章里这样揣摩的



此时又到去年五一那天的价格了。请大家忽略过去一年半的走势，认真思考一个问题：今日之海康，相比去年五一，是更强还是更弱了？

列个表对比一下今年 3 季度和去年五一（2017 年 1 季度）公司财务数据（单位亿元）：

	去年 1 季报	今年 3 季报	增加	增幅
总资产	427	549	122	28.6%
净资产①	258	333	75	29.1%
账上现金①	162	183	21	13.0%
TTM 收入②	337	480	143	42.4%
TTM 净利②	77.6	106.6	29	37.4%

备注：①这是经历过两次现金分红合计 83 亿后的数据（37+46=83）；
②TTM 收入和净利指最近四个季度，去年 1 季度+2016 二三四季度 vs 今年前三季度+去年四季度。

唐书房

单从财务数据看，今日之海康比去年五一的海康更强壮，更值钱，这个应该没有异议。那么，除了已经展示的财务因素之外，公司的核心竞争力优势有削弱吗？

在去年的《王者海康②》里，老唐列举了海康的五大竞争优势：

优势一：业内最强研发能力；

优势二：对行业和本土市场的深度理解；

优势三：金手铐锁定的人才的体制优势；

优势四：业内覆盖面最广的营销体系；

优势五：全球最大安防企业带来的规模优势。

这五个优势，今天有变化吗？我没看出来。

今年前三季度公司投入的研发费用高达 30.77 亿，毛估估全年会有 40 亿——注意，这全部是作为费用在利润表里扣除过的。老二大华的三季报还没有发，但根据上半年的 8.6 亿研发费用推测，全年不会超过 20 亿。

科研虽然有个体上的偶然，但从整体上来说，就是拼人才拼资本。海康的营收规模支撑了海康每年都可以投下去比对手更多的研发费用，从而大概率保持甚至拉大技术领先优势。

作为全球第一大安防企业，在国内市场占据压倒性优势。以 2016 年营收数据看，海康市场份额约 58%，第二名大华占 25%，其他所有企业瓜分剩下的 17%。

长期领先的业务规模，也给海康积累了大量的数据和对行业的理解。在所谓 ABC 时代（AI+Big date+Cloud），客户需求和数据积累变的越来越重要。在安防领域，我不认为其他竞争者——无论是阿里、华为还是商汤、旷视，能够对海康构成重大威胁。

当然，竞争是必然的，就如同很多朋友喜欢问我新潮参与竞争会不会对分众造成压力一样，我一般抄 711 创始人铃木敏文的一段话回答：

人们总是习惯性地以为市场上的竞争对手越少越对自己有利，但是，一旦没有了竞争对手，事业往往会止步不前。

以零售行业为例，如果一家店铺的周围没有任何同业竞争者，那么顾客可能只是由于受到交通上的限制，无奈地进店消费。

久而久之，店铺经营者将变得得过且过，产生麻痹懈怠的情绪，失去对产品和服务进行变革创新的动力。

从目前的巨头阿里和华为来看，阿里侧重于智能城市大脑，在云处理方面技术领先。在终端方面，采用和海康大华等安防企业合作的模式，不构成直接竞争；

华为的优势是自研海思芯片，更侧重的是物联网数据，安防只是其中较小的组成部分，不是华为的主打领域。且华为对安防相关案例和数据积累较少，在与海康的竞争中并不占据优势。

几乎我们能看见的所有市场，都是在竞争之下做大的，没有竞争的市场，很难有大发展。所以，我不认为这些参与者——无论是大块头如阿里华为，或者是小块头如商汤旷视——的进入，对海康构成挤压。

事实上，大块头们对这个行业虎视眈眈，可能正好说明行业的需求旺盛，距离天花板还很远。

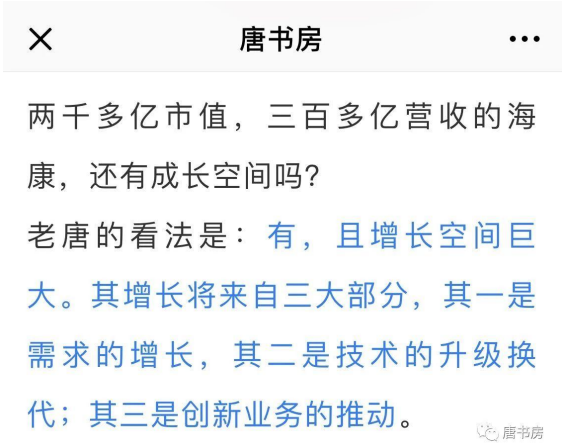
从体制的角度上说，海康的国有背景，在安防领域本来就占据优势。在中美冲突的外部环境下，完全可以预料国内的 2G（To Government）业务会对国有背景更加友好。而 2G 恰好是安防行业的核心业务（2B 和 2C 正在崛起）；

从利益角度说，海康的管理层及核心员工持有至少超过 21 亿股以上的公司股份，当前市值约 500 亿

（高点市值约 1000 亿），是和股东休戚相关、利益一致的团队，这一点和洋河很类似。

这个团队一直以来就是国内安防行业的领先者。他们此刻正在加大软硬件投入，本期财报固定资产、在建资产和无形资产，相比年初增加了 12 亿，相比半年报增加了 5 亿，说明这些在市场滚打几十年的人正满怀憧憬地看好行业未来需求（（参看 7 月 22 日老唐发的《海康中报及最新估值》一文）。

与那些大喊到天花板的行业评论家相比，该信谁？老唐再傻也知道押宝以胡扬忠为首的管理团队啦！优势没有弱化。至于增长，还是截《王者海康③》的表述



市场需求，从客户的角度来说，可分为 2G、2B 和 2C；从市场区域分，可分为一线城市、二三线城市和国际市场；从技术角度说，分为看得清和看得懂。

目前比较成熟的是 2G、一线和看得清；未来的增长则是 2G、2B 和 2C 并举、二三线城市开发、以及从看得清向看得懂升级。

2G 方面，除了传统的交通、司法、平安城市、金融、文教卫等行业需求，近期增量主要就看雪亮工程。雪亮工程是以城市、乡镇和农村三级综合治理为服务目的的安防体系。

虽然经过多年高速发展，但我国视频监控数量和发达国家比，还有巨大差距，无论是城市还是乡村。

以千人拥有摄像头数量最多的北京举例，北京现在是千人 59 台，相当于美国平均水平的 60%。广大二三线城市更低，千人拥有数量都在 10 台以下，相当于美国平均水平的 10%不到。乡镇及村一级则近于零（数据来自中泰证券研究所）。

2018 年中央一号文件《中共中央国务院关于实施乡村振兴战略的意见》明确提出，到 2020 年基本实现“全域覆盖、全网共享、全时可用、全程可控”的公共安全视频监控体系。这是 2G 业务未来的主要增量。

不过，依照中报业绩说明会上董秘介绍的情况，2018 年由于宏观经济收紧，对政府雪亮工程进度产生一定的影响。政府的部分零散小单采购也被雪亮工程吸收，甚至有地方将原本准备做的公安、交通、城管等项目也打包进雪亮工程，导致项目变大，落地速度变慢，对公司短期营收产生一定的影响。这个影响，三季度应该还在。

至于 2B 和 2C，比如无人超市、零售远程管理、楼宇及住宅防盗监控等，市场规模目前还小，正在培育期。这是从需求角度说增长。

从技术角度说，现有所有系统都有技术升级需求，只是受限于财政支付能力；从创新角度说，海康的

萤石网络、海康机器人、海康汽车技术、海康微影以及海康存储的业务，发展都还不错。萤石上半年增速近 6 成，其他创新业务增速 147%（三季报数据简单，没有明细披露）。

就三季度财报数据来说，前三季度营收增幅 21.9%，净利润增幅 20%。第三季度同比增速略低，营收增长 14.6%，净利润增幅 13.5%。毛利率基本持平。

从数据上看，第三季度的销售费用、管理费用和研发费用占营收比例都在提高，去年同期占比分别是 10.9%、2.3%和 7.4%，今年第三季度提升为 11.8%、2.9%和 9%。

如果按照去年同期的比例，今年第三季度 129.3 亿营收对应的上述三项费用总和应该为 26.6 亿，实际投入 30.6 亿。相当于企业在财务费用上增加的收入（主要是汇兑收益），全部作为渠道、人员、管理和研发费用增量投下去，最终使净利润率保持稳定（今年三季度净利率=32.4/129.3=25%，去年同期净利率=28.5/112.8=25%）。

从应收账款观察，本期应收数据 201.7 亿，还原成营业收入不含增值税口径数据≈201.7/1.16=174 亿，相对于过去四个季度的营业收入而言（今年前三季度 338+去年第四季度 142），占比 174/480=36.3%。

用去年同期同样数据计算，去年三季度应收账款余额 183.4 亿，还原后≈183.4/1.17=157 亿，相对于过去四个季度营收收入而言（去年前三季度 277+2016 年 4 季度 108），占比 157/385=40.8%。

应收占过去四个季度营业收入的比例，从 40.8%降低为 36.3%，显示回款情况良好。从现金流量表的销售商品或者服务受到的现金数量来看，今年前三季度 338 亿营业收入收到 360 亿现金，相比去年同期 277 亿营业收入收到现金 270 亿而言，略有提高，佐证着这一点。

不过，最新修改的这个会计披露表格，把应收票据和应收账款混在一起披露，是个倒退。各种分析软件自动采集数据的，一不小心就要掉坑里。如果票据是商业票据，混在一起还好。可如果是银行承兑汇票，这么混，完全是乱来。银行承兑汇票性质和现金差不多，和应收账款完全不是一个属性。

如果去掉应收票据，只看应收账款数据。则上面的计算变成：今年是 182/1.16=157， 157/480=32.7%，去年同期是：147/1.17=126， 126/385=32.6%，几乎无变动。

这样看，公司只是从以前付银行票据的人手上得到了现金（是对方直接支付现金，还是公司收到票据后去做了贴现？三季报不披露，年报会有），应收账款占营收比例，实际是保持稳定。两种结论不一致时，保守起见，采信较为不利的一种，当做回款情况无变化。

股东人数从半年报的 150262 户，变成三季报的 182216 户，典型的大户出走、散户接盘。这也是散户的常见毛病，10 元涨到 20 元嫌贵，但涨到 30 元后跌回 25 就觉着便宜了。市场炒家经常利用这种心理锚定效应吸引散户。作为投资者，应对之策就是心中要有价值锚，绝不用历史价格作为判定高或者低的标尺。

前十大股东里，最大的卖家是深港通投资者，卖出约 0.7 亿股，还有 9.6 亿股；其次是中信证券卖出 0.32 亿股，还有 0.57 亿股。UBS AG（欧洲最大的金融控股集团：瑞银集团）增持 460 万股，三季末持股 7750 万股。其他七大股东未买卖。

当下笼罩着海康的阴影，主要是中美贸易战的走向。这种宏大命题，非我所长，没什么研究。大致猜测严重程度分两级：较轻的一种是海康无法进入美国市场，较重的一种是全面封杀芯片对华出口。

前者影响不大，毕竟美国市场在海康的营收里占比不过约 6%；后者就比较难说了，对国内的影响，我个人认为即便禁售也不会大。因为真要恶化到全面禁售，中国的安防市场会更加支持国内企业（哪怕他们用的是技术落后一两代的芯片），而不会转向拥有领先芯片的外国企业。但在除美国以外的其他国际市场

上，会导致海康处于不利地位（海外业务目前占海康营业收入的约 30%）。

会不会演化到那一步，我也不知。就个人拍脑袋而言，我不信中美两国会走到这么恶劣的状态，或许真如一些某些砖家所言，11 月大选就是双方握手言和、同时声称己方胜利的好时候？

对于海康的估值，老唐简单粗暴：预计 2021 年净利润 200 亿，以 2018 年净利润为基数，未来三年保持约 22%增长，可以达到 200 亿。以 25 倍合理市盈率计算，5000 亿为合理估值。当下市值 2200 亿，满足三年一倍空间有余；

若未来三年增速降低为 15%，则 2021 年净利润约为 165 亿，25 倍市盈率对应市值 4100 亿，年化收益约 23%；若未来三年净利润增速降低为 10%，2021 年净利润约 140 亿，25 倍市盈率对应 3500 亿市值，年化收益约 16%；若未来三年净利润增速低于 10%，归为投资失败——以上均未计算年度分红。

请注意，**老唐码字是记录自己的思考过程，老唐只求真，不包对。**

如果你要抄作业，请先提醒自己：**老唐的七只持股里，有三只都处于“套牢”状态（腾讯、分众、海康），错误率高达 3/7=43%；**

关于买点也请记住：**老唐最高买过 423 的腾讯，10.38 的分众，38+的海康，**老唐从来没有判断股价底部的绝世神功哦

第476篇.　　2018.10.21-为何用25倍pe来估算海康的合理价值

唐书房　　2018-10-21

昨天文章下，有几十条留言是问老唐为何用 25 倍 pe 来估算海康的合理价值，老唐一律没回答。

因为这问题早在下面两篇文章里阐述清楚了，带着疑问重读，记忆会更深刻

《老唐一文说清估值术》https://mp.weixin.qq.com/s/AyXcxdfJ1EJ4d-1uqg3TNQ

《老唐估值法十大疑问解答》https://mp.weixin.qq.com/s/0dEKPHfnCf1iFNO9bUZzIw

第477篇.　　2018.10.23-恐怖和应对恐怖

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-10-23

昨天和今天两天波动，完全可以用冰火二重天来形容。上周五我的年内收益-11%，昨天收盘变成不到-8%，今天又接近-14%了，成为仅次上上周四（-15%）的年内收益率第二低位。这上下晃悠的幅度快赶上蹦蹦床了。

对于很多朋友，尤其是带杠杆的朋友，那真是



刚好，周五卖出招行 H 的款，今天到账。顺手在跌停板上买成洋河，同时卖出 1%仓位的招行 H 归还家用资金。





当前持仓茅台 39%，腾讯 26%，分众 12%，洋河 9%，古井 B6%，海康 6%，招行 H1%，年内收益-14%

入市时间短的朋友，也正好借机感受一下市场情绪的变幻无常，顺带也可从周末、昨天、今天三天的市场评论里，看到很多“铁口神断”的滑稽戏表演。

看他们如何悲观失望，如何乐观亢奋，又如何面对迎头一棒，最终还要想办法把原来的看空或者看多的说辞圆过来，更可气的是，明天又会如何……，今天应该怎么说，明天才不会打脸？这行也不容易。

只要你没有沉迷其中，只是做冷眼旁观，那么这种观摩也可以起到“看别人吃一堑，让自己长一智”的效果。

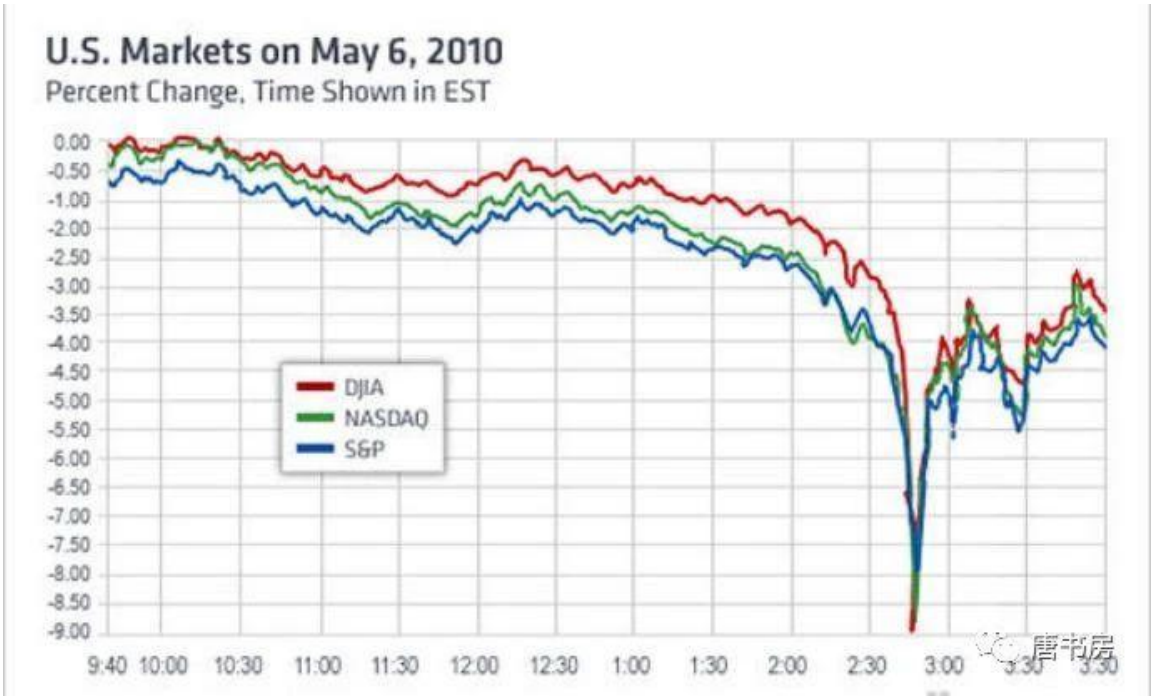
企业没什么好说的，三个交易日内，我持仓的企业没有发生什么变化，变化的只是市场参与者的情绪。

实际上，如果昨天跌 1.5%，今天再跌 1.5%，估计绝大多数人都不会有什么特别的感觉。但昨天的暴涨和今天的暴跌结合起来，结局虽然一样，但很多宝宝已经被吓死甚至被坑死了。想想，为什么呢？

对了，说句题外话：昨天下午的海康三季报业绩说明会实录（自己找，别跟老唐要。网络搜索信息的基本功，每个投资者都应具备），内容很丰富，值得一看。我认真看了，也做过笔记，总体来说，没有出乎老唐周末文章的范围，可以判断四季度经营情况会比三季度乐观一些。

话说这几天在看一本讲人工智能的书，名叫《生命 3.0》（书很不错，写的挺吓人、挺引发思考的），书中谈及人工智能在证券行业里的应用时，举了一个例子：说某交易商的计算机自动交易系统假设问题，导致 2010 年 5 月 6 日下午，宝洁（P&G）、通用电气(GE)、埃森哲(Accenture)等知名公司的股价在 1 美分到 10 万美元之间摇摆，引发市场恐慌，导致美国股市出现日内闪崩。

老唐去查了资料，当日美国股市三大指数（道琼斯，纳斯达克，sp500）波动如下图：



这次闪崩给华尔街造成了上万亿美元的损失，成千上万的交易被事后取消，市场一片乱象。这个事儿呢，最终可能涉及犯罪，但这不是老唐引用这个例子要讨论的话题。

老唐想借机继续阐述**投资最重要的两个问题之一：如何面对市场价格波动？**

我们可以做一个头脑风暴：如果将这十分钟由于计算机交易系统引发的错误波动搞成慢镜头，拉长成三五年，它实际上和我们平时讨论的“市场先生”没什么区别。市场先生日常就是这么运作的。

比如说宝洁公司，在闪崩之前股价大约 60 美元。因为老唐没研究过宝洁，但可以肯定即便把宝洁公司作为一家非上市公司看待，它一定有个属于它的内在价值，毕竟它拥有潘婷、海飞丝、飘柔、沙宣、舒肤佳、玉兰油、帮宝适、汰渍、碧浪等多个知名品牌，每天服务千家万户，时刻都在产生真金白银的利润。

它一定有个公允价格存在。你要是摸出三五千万去要求买下宝洁，铁定会被当做神经病赶出去。

由于我没研究过宝洁，现在就随口假设它每股的公允价值是 60 美元上下 50%，即 30~90 美元范围内。现在，我们假设你在 20 美元买进，接着股价下跌到 16 美元，你 20 美元买入的决定错了吗？对这个问题的回答，就是投资者和投机者之间的根本区别。

投资者认为，20 美元买入没错。因为最保守的假设下，公司也至少值 30 美元以上。因此，**伴随股价的下跌，投资风险越来越小，投资价值越来越大。当市场定价错误的时候，就是给我们送钱。除了我们动手捡钱的时刻之外的其他时刻，报价无意义。**这个原则就叫“市场先生的出价，只是供我们利用的”。

投机者则认为，16 美元的股价摆在那儿，无论你怎么狡辩，怎么自我欺骗，账上的金钱是实实在在地少了 20%，所以，20 美元买入的行为显然错了。这就叫作“在市场先生的指导下行动”。

那么，16 美元时你怎么做？很显然，对于投资者来说，如果认为 16 美元的它，性价比明显高于其他投资品（包括现金），则继续用其他投资品交换 16 美元的宝洁。如果手头已经全部是宝洁，就当这段波动不存在，继续忙活自己其他的事儿，静待疯子恢复正常甚至疯到另一个方向去。

对于投机者来说，权衡的问题就是“割肉还是加仓”？这不仅取决于此人手头是否还有资金，也取决于对未来“宝洁股票价格”走势的判断。于是最终行动有可能和投资者表现一样（加仓或者不动），也可能做了投资者或其他持相反观点投机者的对手盘。

假设股价继续跌，继续出现 12 美元的股价，看上去所有在 16 美元以任何理由卖出的人，都赚到了金钱。这时，对于 16 美元认为它有投资价值的投资者而言，势必不断形成理念和公司认知确认性的拷问。

其中部分怀疑了，动摇了，认赔出场——或许是信念动摇，也或许是调低了估值。后者常常会在未来，比如 10 美元，8 美元重新入场。

另外一部分投资者继续持有，甚至因为它的投资价值更大，风险更小，而更多地将其他投资品换入该股。

投机者同样。在每一个成交价位上，都代表不断有人认赔和抄底，形成交易。**后来**

10 美元……

8 美元……

5 美元……

2 美元……

1 美元……

0.5 美元……

0.1 美元……

0.01 美元……

不断重复上面的故事，不断拷问投资者的信念和对该企业的估值，也不断调戏投机者的抄底，不断训练他们任何时候割肉都是对的，任何时候做空都是赚钱……

伴随着时间的推移，原来推动大家恐惧和逃避的因素一个个被证伪（或计算出后果）；伴随着股价的下跌，投资回报率甚至是股息率越来越高（企业净利润/市值=投资回报率，年度现金分红总额/市值=股息率），越来越多的贪婪结队前来，资本的逐利天性战胜了莫名的恐惧，市场反转了。

然后故事又倒过来，从 0.01 开始，一直到 90 美元以上，不断强化任何时候买入都是对的，任何时候卖出都是错的。

对于和我一样的投资者而言，最高估值 90 美元，我能坚持不出手的最高价是 150 美元，一般会在 120~150 美元之间出清，占够自己所认为的便宜后离场。对于走格雷厄姆路线的朋友，若最高估值 90 美元，可能在 80 美元以下就出清了。

150 美元之后，依然有人以 160,190,500,2000……100000 价格继续交易，继续有人发财。对我而言他们是另一个世界的人，和今天买或卖中弘、海润、长生、全通、华信、保千里……的人一样，在我眼里完全不存在。

无论他们赚了 1 万倍，还是亏了 99%，都是他们的事，丝毫不影响我拿着 150 美元继续去复制：“找一个最保守估值 30~90，目前股价低于 20 的公司买入，然后等到 120~150 卖掉它”的盈利途径。

当然，价值 60±50%，然后跌到 0.01 美元的事情，只能在快镜头里发生。如果将时间放慢，资本的逐利天性有足够的时间反应，参与抢购的资金会不断入场，从而阻止了它的进一步下跌，导致底部不会那么变态。

这就和拍卖台一样，你说茅台 1 元我肯定要，另一个人会说 2 元我就要……一直越过某个大家都能看出是显而易见的便宜价格之后，分歧才可能发生，成交价才能够出现。

坦率说，别看现在吹的杠杠滴，可真要有持股从 60 跌到 0.01 美元的事情慢腾腾地出现，我估计一样会被杀死。估摸着 20 美元买了，到 10 美元以下，就开始怀疑自己看漏了企业的什么，即便不造成错误的行动，也很难敢继续下手买入了。

这种考验，无论是否情愿，都是每个投资者要面对的——因为“市场先生是疯的”。即便是段永平获利 100 多倍的经典战役网易，买入均价 1 美元左右，最低跌到过 0.48 美元。创维，买入均价约 1 港币，最低跌至 0.29 港币。

因为市场先生是疯的，这种考验无法躲避，这是投资者必须做好的准备。但坦诚的说，幅度过大的考验，我也不喜欢（老唐是不是老实过头了）因此，为了防备这种可能性或许只有 0.000001%的事件杀伤自己，不管自己怎么确定企业价值，我依然坚持要求自己做好三件事情：

1）**说过万遍的“远离杠杆”。杠杆就是将自己的生命交给疯子掌管，并寄希望疯子的行为没有那么疯。**比如 2010 年 5 月 6 日杠杆持有宝洁、通用汽车等公司股票的杠杆买家，无论你的杠杆多么小，你都可能触发券商交易系统的自动平仓，导致股票清空。

哪怕几分钟后，股票又恢复正常态，那已经和你无关了——当然，这个极端事件中，监管者最终宣布了部分交易无效。如果没有呢，如果不是 0.01，而是乌龙指或者就是某个人意图坑自己所管理的账户，委托的“正常”的“变态价格”（例如 10,6）呢？

2）**永远不将全部资金放在一只个股上，永远给“自己可能会犯错”留下容错空间，以防因为过度自信而导致灾难性后果。**

对于仓位上限，我个人是直接教条照搬巴神思考的结果，单只股票最高买入仓位 40%。巴神在 1965 年股东信里专门写过他对分散和集中的看法，他说：

如果一项投资满足以下两个条件，我可能将基金资产的 40%投资于该项目上:①依据的事实和推理的过程正确概率非常高；②因各种因素变化导致投资内在价值大幅波动的概率非常低。。

3）**尽可能选择简单的企业**。简单的企业，不仅利于自己可靠的获得确定性研究结果，也**利于市场其他资本在企业低估时较为迅速地发现投资价值**，从而使市价回归企业内在价值的速度相对较快，使我可以在承受较短时间压力的情况下，获得投资收益。

相反，过于复杂的企业，可能因为外部资本的理解和确定所需时间较长，导致不利因素出现后的恐慌状态持续时间较长，对投资者持股心理构成压力——当然，绝世高手可以不考虑这个。

简单的企业，价值回归相对较快，这一点很少有人谈论过。估摸着高手们都觉着这么说会显得自己胆小或者不正宗吧！老唐暴露自己胆儿小，嚯嚯，让你失望了咩？

第478篇.　　2018.10.24-投资股票的时机

唐书房　　2018-10-24

今日无鸡汤。价值投资不是“刀枪不入”的义和团口诀。从来没有任何投资大师说过，皈依了价值投资，股票就不会下跌。那些声称某某股大跌打了谁谁脸的人，只是在晒自己短视的斗鸡眼和无知的二皮脸，晓得伐？

就算对买入条件要求严苛到变态的祖师爷，谈及买入时机的时候，也是这样表述的：

“我们并不认为投资者非要等到市场价格最低时才去购买，因为这可能要等很长时间，很有可能造成收入损失，并且也有可能错失投资机会。总体上讲，投资者较好的办法是只要有钱投资于股票，就不要推迟购买——除非市场整体估值水平已经高的超出合理估值标准所能解释的范围。”by《聪明的投资者》第八章。

第479篇.　　2018.8.2-实盘交易记录

唐书房　　2018-10-25

【有事外出，提前发布】清掉最后 1%招行 H，将资金洒向腾分洋海四只个股。目前持仓茅台 40%，腾讯 27%，分众 12%，洋河 9%，海康 7%，古井 B6%，年内收益近-18%，创新低。知道很多朋友会追问为何卖掉某某某，别急，等我有空，我汇总个过去一年里卖出个股的缘由给大家😜✌







第480篇.　　2018.10.26-我被价值投资坑了？

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-10-26

最近市场有很多“我被价值投资坑了”的言论，有些是标题党碰瓷（犹如本文），有些倒还真是后悔了。

抛开那些满仓满融单只个股，然后将黑锅扣在“价值投资”头上的哗众取宠帖外，还真有些“反思”是有一定代表性，值得“反反思”的。有不少哀叹被坑的人，主要惊讶的是“**价值投资还不是一样会亏!!!**”，这种哀叹表达了某种或某几种认识上的落差，比如：

①以为只要买入某些公认的绩优股，股价很难出现大幅下跌，结果大白马跌起来一点儿不比垃圾股弱；

②以为分散买入一堆低 pe 低 pb 股票，市值就不可能出现大幅下挫，结果照样抵不过市场整体下跌；

③以为长期投资就一定能够获得良好的回报，结果拿了好几个“月”，反而跌更多，甚至比以前短炒跑得快时亏的更多；

④以为是金子就一定发光，结果从罕见投资价值，极端罕见投资价值，百年难得一遇投资价值，一直到三千年一开花、五千年一结果的投资价值，市场其他人还是拿白眼怼你。价值不仅迟到，而且赤裸裸地缺席了……

看着这些误解，也就理解了为什么不用担心“等大家都懂价值投资以后，价值投资就不容易赚到钱了”。因为“真懂”价值投资的人，绝对比我们以为的少很多很多，而且预计未来也很难改变。

以格雷厄姆和巴菲特为主要代表的价值投资体系（碰瓷的不算），反复讲了几十年，其实基石就三条：股票代表企业的一部分、无情地利用市场先生的差价、坚持买入时的安全边际原则。

股票代表企业的一部分，企业有价值，所以股票有价值。每股价值=企业价值/股份总额；

市场先生不是一个人，而是由一群乌合之众组成，他们的行为是无法预测的，任何可能都有。所以，**市场先生的出价只能（等他出价后）无情地利用，不能（在他出价前）预测（并根据预测采取行动）**。

也就是说，市场报价只有两种状况时需要关注：①市场先生低价抛售，而你刚好有能力买；②市场先生高价抢购，而你刚好准备卖——其他时候，都是噪音。能否持续赚钱，就取决于你是否能够屏蔽噪音；

我们到股市，就是占市场先生便宜的，所以必须要明显有便宜占（收益率至少是无风险收益率的两倍以上），才可以采取行动。这样可以保证自己对的时候多赚，错的时候少亏，从而战胜市场。

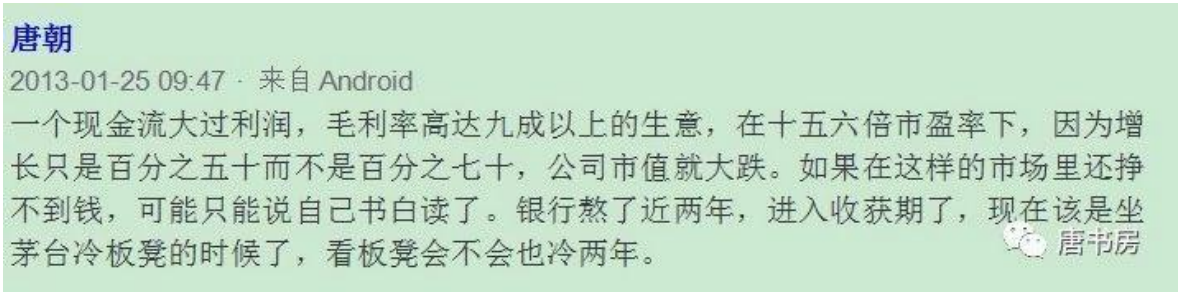
就这么环环相扣的三条，逻辑清楚，榜样也实实在在地展示了几十年——无论外国中国，通过这种投资方式获得财务自由甚至登上富豪榜的人数不胜数，然而：

我们能看到的是，只有当市场先生向上癫的时候，“信奉”价值投资才成为潮流。似乎不给自己打上价值投资的标签，就无法见人一样。甚至连一些高杠杆加衍生品投机的赌博人士，和从事日内抢帽子交易的交易员，也自我标榜为“价值投资者”。

当市场先生向下癫的时候，人们就发现，背再多口诀也抵挡不住股价下跌，市场先生六亲不认的。那些给自己贴上标签的人，又纷纷撕下标签，重新捡起那些从来没有任何可信证据和逻辑证明过的头肩顶、颈线、破位、下跌趋势、止损……，甚至心中大悔“悔不该喝了那谁谁谁的鸡汤。要是早跑掉的话，今天捡回来，省不少钱，太 tm 后悔了”!!!。

别惊奇，这就是市场常态。**价值投资体系长期有效就在于它经常无效**。因为**市场先生会无厘头癫狂（包括上癫和下癫）本就是价值投资的核心要素**，非要寻找一个市场先生按照你的想法行动的“价值投资”，那只能是寻求一个正方形的圆，注定失望。

举个例子，早在 2013-01-25 日茅台大跌之日，老唐曾在雪球发帖说：“一个现金流大过利润，毛利率高达九成以上的生意，在十五六倍市盈率下，因为增长只是百分之五十而不是百分之七十，公司市值就大跌。如果在这样的市场里还挣不到钱，可能只能说自己书白读了。”（感谢书房读者@梓涵爹地　对老唐雪球帖的拷贝整理）



后来怎么样呢？打开走势图你会发现，从 2013 年 1 月 25 当日最低价（186.1 元，若复权计算相当于 135.4 元）计算，茅台继续下跌了 36.6%（注意：之前已经下跌了约 30%），持续下跌时间近一年（注意：之前已经下跌了超过半年），一直跌到 2014 年 1 月 8 日（118.01 元，若复权计算为 88.68 元）才正式到底。

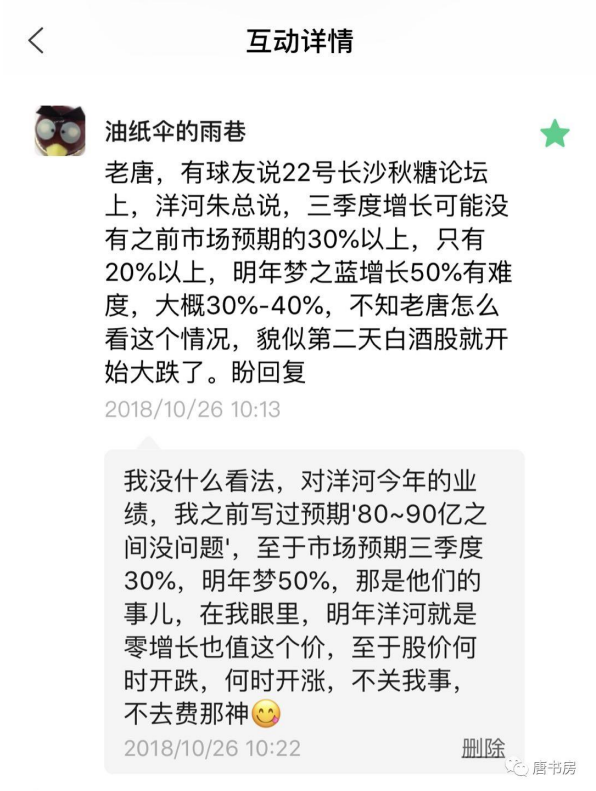
然后 4 年 9 倍，直到 2018 年 6 月 12 日创下 803.5 的近期顶。

很显然，如果我们此刻可以复盘从 2013 年 1 月 25 日到 2014 年 1 月 8 日之间所有讨论的话，很显然，必定和今天一样，充满着各类后悔，各类对价值投资的鄙视和唾骂，各种“被价值投资坑了”之声一点不弱于今天。

这一年里对茅台的买入错了吗？此时回头看当然没有，向下承担了最高 36%的压力，向上享受了超过 500%利润。只要脑袋里没有灌入大量一氧化二氢，再骄傲的人也会承认这是一笔相当精彩的投资决策。

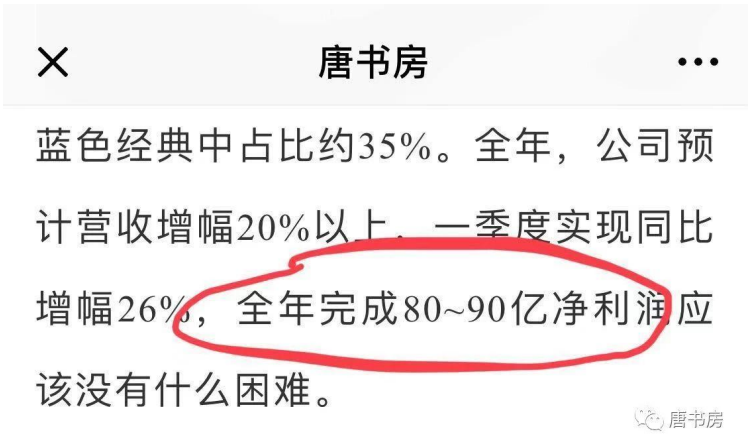
然而，当时呢？当时自然是坏消息满天飞，各种恐惧，各种担心，各种嘲笑，就和今天的洋河一样。上面那段话，今天可以一模一样的套在洋河头上。

就在今天早上，有书房朋友留言提问：



这又是一个“增长不会是 30%，而可能是 20%”引发的大跌。老唐再次重复“**这么好的市场里赚不到钱，只能说书白读了**”，但此时此景，有必要补上一句：**但若因为公司经营好就期望股价只涨不跌，书没白读，但读给二傻了**

对于洋河，我的预计上半年就写在书房里：



不到 1500 亿市值（今天最低大概 1450 亿市值），一年稳赚八九十亿以上，全部是真金白银，几乎没有应收账款；

存货只会增值不会贬值（因为按照生产成本计入账册的，只有出厂价的不到三成，基酒会随着存放时间延长而增值）；

品牌口碑形象良好；由被事实证明优秀、且身家和股东捆在一起的管理层管理，且生产的成瘾性消费品……

这样的企业，你需要担心它没有增长，需要担心它没人要吗？我不担心。

明年零增长也不影响小洋印出八九十亿现钞，更何况只不过是“50%有难度，只能有 30%~40%”。

但是，洋河股价会跌吗？鬼晓得，反正老唐不知道。价值 100 的东西，60 我买了，不超过 120 我是不考虑出售的。至于隔壁二傻是不是继续以 50,40,30,20 出售，这和过段时间二傻又以 120,150 甚至 500 来抢购一样，是它的天赋傻权。

投资者怎么能奢望二傻“只”按照你设计的路径疯呢？那叫听话，不叫疯。自家宝宝都不见得“听你话”，况市场先生乎？

老唐经常说“自己的持股上涨或下跌 30%，我一点儿也不觉得奇怪”。没跌时，听这样的话，大部分脑袋里的小人没反应，顶多就是嗯嗯两声。现在结合股价实际走势现场教学，记忆会更深刻一些。

我记得洋河我最高买过 110 左右？（抱歉，准确数字没印象了），到此时跌多少？也就 13%；今年内洋河总共跌多少？大概不到 15%；从最高点 147.13 计算，又跌了多少？也就大概 35%。

在一个指数年内下跌超过 21%，高点（3587）最大回落超过 32%的市场环境下，一个五年五倍有余的企业（2014 开盘 25.6，复权价）跌个 13%，15%，35%，有什么令人惊讶的，这不就是市场先生常态吗？**惊讶，只能说明对市场之疯认识不够，除此之外没有其他理由。**

记得昨天还有个提问，问的是“如果茅台跌到 10 倍市盈率，老唐会不会割肉？”估计是关注老唐比较晚，不知道老唐已经不厌其烦地在书房灌输一种观念，那就是“如果茅台跌到 0.0001 倍市盈率，老唐会成为世界首富”的理念。

能理解这句话的，不会提出这样的问题。不能理解的人，只会将所有的耐心和金玉良言，视为“鸭子死了，嘴巴梆硬”。无解，这只能等时间这把刻刀来慢慢雕琢。

最后，听说最近要严打自媒体荐股？看来老唐以后的文章，但凡涉及到个股，都要标红加粗写上一句话：

“本文为个人思考记录，充满了主观偏见。本文涉及的任何个股，都有腰斩或翻倍的风险，请千万不要以本文为依据做出任何买入或卖出的决策。”

这样表述如何，可以回避荐股嫌疑不？反正在投资领域里，如果让我光说道理和理念，不谈个股和实战，老唐宁愿关了书房，回家看书

第481篇.　　2018.10.28-茅台洋河古井三季报简评

唐书房　　2018-10-28

一　　有

切　　疑

正　　请

常　　问

“本文为个人思考记录，充满了主观偏见。本文涉及的任何个股，都有腰斩或翻倍的风险，请千万不要以本文为依据做出任何买入或卖出的决策。”

唐书房

第482篇.　　2018.10.29-对卖出股票的思考

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-10-29

本职业挖坑师不小心挖了好几个坑，得抓紧时间一个个的填。今天先填关于卖出股票的思考过程。

填坑前，先记录一下今天的交易。今天主要仓位白酒股跌停，然而很可惜的是，没钱了。想法比钱多，这是穷人的悲哀，估计混到百亿级，才能遇到钱比想法多的尴尬境界吧

面对诱人的跌停，勉强从生活费里挤了一点，茅台洋河各加几百股。不过，其中一个账户是开盘前委托的，洋河没买到跌停板价。



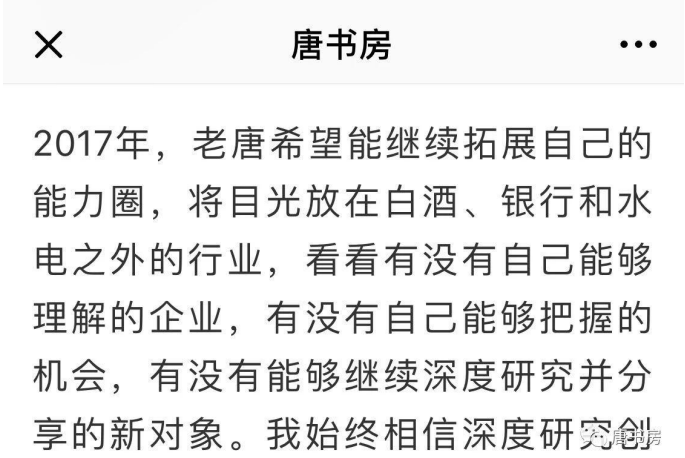


目前持仓茅台 39%，腾讯 27%，分众 12%，洋河 8%，海康 7%，古井 B6%，2018 年内收益-24%。2014 年公开披露实盘至今，收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-24%（均不计新股收益，均满仓），年化收益率降为 22.78%。

至于白酒企业的基本面嘛，市场先生和我分歧巨大，目前他声音大。

交易披露完毕，现在来说今年所卖出的股票是怎么思考的。——注意，这只是老唐个人基于自身知识局限的决策过程回顾，并非对相关股票的评判。

2017 年，老唐持仓个股数量大幅增加。原因在《老唐的 2016》这篇总结里写过



所以，到 2017 年底写总结时，《老唐的 2017》一文记录的持仓个股及仓位为：茅台 40%，国投 15%，腾讯 13%，民生 H6%，招行 H5%，洋河 5%，信立泰 5%，双汇 4%，海康 2%，古井 B2%，张裕 B1%，粤高速 B1%。

相对于目前的持仓，中间是清掉了国投、民生 H、招行 H，信立泰、双汇、张裕 B、粤高速 B，增加了分众传媒。下面就一个个说说清掉的原因。

先说国投电力。

国投电力大约是在 2014 年 4 元到 7 元之间陆陆续续介入的，持有过程中，鉴于国投电力和川投能源核心资产同是雅砻江水电公司这一事实，在两家公司之间估值差异明显时来回搬过砖，具体获利数字不详。

经过一趟国投 15 元（对应川投 32）电梯后，大约在均价 7 元出头清掉了。

这是一笔失败的投资，收益率估计顶多也就银行理财水平，但老唐不是因为收益率低而将其归为失败投资的。评为失败的核心原因在之前的文章里写过，主要有二，一是对煤电联动政策的估计不足，二是对水电对外输送的阻力估计不足。

简单的说，就是第一没有预计到国务院的煤电联动政策，在煤价下跌时有效，等煤价上涨时就失效了；第二没有预计到东部省份为了本省的利益，宁愿保住亏损的本地火电、甚至在火电产能过剩的情况下投资新建火电厂，也不愿意接受西部地区输送过来更便宜、更环保的水电。

当我认识到这个判断与事实不符，且未来没有把握判断出这两点会否发生改变时，国投电力基本就扮演了急救包角色，只要有心仪对象，就减仓国投提供资金，直至最终清仓。**再说银行股，民生，招商**。

这两只股票我是 2011 年介入的，大体上民生应该有三倍的回报，招商略低，可能接近三倍。民生回报高于招商，是因为在 A 股 9~10 元之间卖出过大约一半，在民生推出员工期权是大约 6 元多又买回来（除权前价格）。后来在民生 A 溢价 25%~40%之间换成民生 H，持有至清仓。

招行大约是在 A 股 14~10 元之间介入的，在招行 A 溢价 5%的时候，换成招行 H，直至清仓。两只股的 AH 互换，民生略占小便宜，招行吃亏了，总体下来应该是没占到便宜——都是记忆中的数字，不一定准确，但因为交易次数有限，出入应该不大。

大家都知道，老唐写过一本关于银行股财报的书，叫做《手把手教你读财报 2—18 节课看透银行业》，因此，减仓直至清仓银行股，多少有些网络言论压力，决定并不容易做。

不过，相比网络言论，老唐更在乎的是自己的市值，更在乎的是知行合一的真实，更在乎的是日拱一卒的不断进步。所以，当我对事物看法改变时，我没打算一定要保持和某种标准形象，也不介意别人说“老唐变了”。

金融企业比较复杂，这是老唐在《手 2》里也阐述过的，所以我在书中提出的对银行股的估值方法有两种：

一是采用合理估值=1.15 倍真实净资产（即新建一个银行的初期投入及相关费用），拿这个合理估值去和市值对比，用以理解市场对银行坏账率高低的判断，然后若发现市场对银行坏账率的估计有“显著”错误，就是买入时机（见《手 2》253~254 页）；

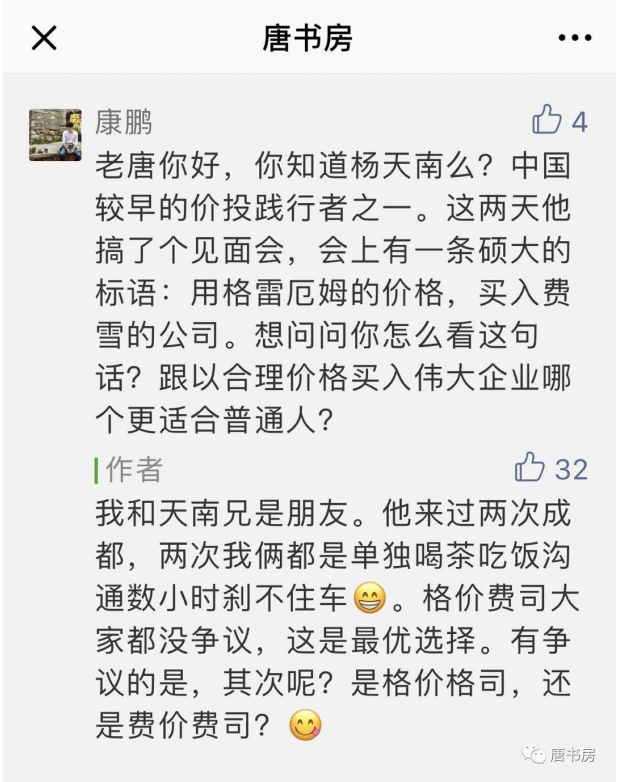
二是仅将银行分红金额视为模糊的自由现金流来计算估值，即假设每年利润中不分红的部分全部丧失（见《手 2》254~258 页）

在我的体系里，金融股是唯一使用 pb（pb=市值/账面净资产）估值的企业类型，主要原因是金融股绝大部分资产（比例近于全部）是使用公允价值（可理解为市价）计入账册的，金融股的主业与资产市价波动相关，企业价值也就和资产市价有了密不可分的关系。

依照我的 pb 估值，有心仪目标时减仓甚至清仓招行应该很容易理解。当其他目标低估时，小招还处于合理估值之上的范围（1.4~1.7 倍市净率），是天然的减仓对象。

至于民生银行，则是我的投资思想在低估和优质之间，越来越倾向于后者的演变过程。

正好，昨天有位朋友在文章下面留言说到杨天南兄见面会上的一个标语“用格雷厄姆的价格，买入费雪的公司”，问我怎么看？



对于“用格雷厄姆的价格（极度低估的价格），买入费雪的公司（优秀的公司）”这个观点，在价值投资群体，除了对具体公司量化时究竟什么价格才算是极度低估之外，纯理念方面好像没有什么争议。

难点在于，当没有遇到这个最优选择的时候，譬如：当费雪的公司是费雪价时，你怎么做？①是继续持有货币等待，②是转而选择格雷厄姆价格买下格雷厄姆公司，还是③以费雪价买下来。

如果是①，最大的风险是错过，长期持有收益率约 4%的类货币资产；

如果是②，可能最终发现自己的钱不知不觉间，都以格雷厄姆的价格买入了格雷厄姆的公司，成为标准的烟蒂股投资者；

如果③，代价就是要承受波动，且如果当费雪公司出现格雷厄姆价格的时候，已经眼巴巴地没钱买了。

我现在已经确定自己走在“以费雪价格买进费雪公司”的道路上，至于这些公司再出现格雷厄姆价格时，有没有能力再捡，佛系随缘。

这倒不是说鄙视烟蒂投资（想想施洛斯 47 年 20%的高回报率），而是性格上就不喜欢通过和垃圾人或者垃圾公司打交道获利，也不喜欢需要不断寻找新对象（有点像廉价甚至免费的一夜情？）的生活方式，不想为了金钱去承受这些不愉快。

另外，也或许是我关注范围不够，在中国 A 股市场上，截止目前我尚没有发现任何依照格雷厄姆体系投资的公募或私募基金有良好回报记录的——我说的良好，只要保持年化 15%以上都算。谁知道？可以在留言，我去观摩学习

离开银行股，还有一个原因，就是上周前老唐在《恐怖和应对恐怖》一文里分享的准则：

尽可能选择简单的企业。因为简单的企业，不仅利于自己可靠地获得研究结果，也利于市场其他资本在企业低估时较为迅速地发现投资价值，从而使市价回归企业内在价值的速度相对较快，是我们可以在承受较短时间压力的情况下，获得投资收益。

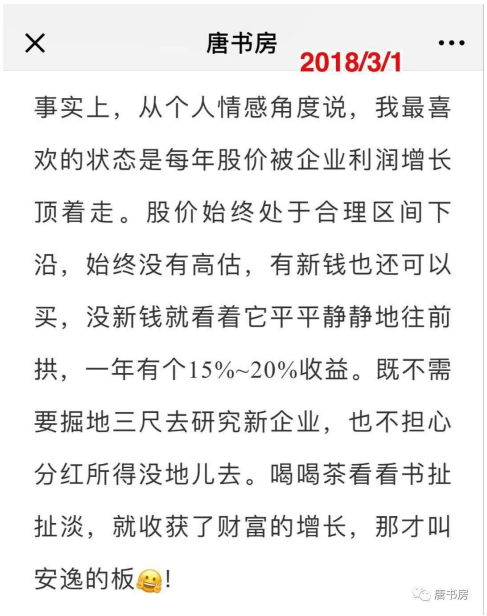
犹如今天惊慌失措的茅台，我相信今日仓皇逃遁或者在外围观的资本很快就会发现，即便是让大家严

重失望的2018年三季度，单季度营收和盈利居然都超过茅台自己上一个景气巅峰2011全年的营收和盈利，也就是说，今天的茅台印钞马力和2011年的茅台完全不是一个等级，历史并不能作为今日的估值参考。一旦市场回过神，价值回归也有可能同样惊慌失措地出现

与此相比，银行的经营状况，与政治及宏观政策关系更为紧密，它的真实价值，需要有无数假设成立，永远是要靠估算，即便是央行行长和银行总会计师，也一样要靠估。且只要银行不宣布破产清算，这个估算值永远也无法被证实和证伪。

正因为此，银行股的市值波动受市场情绪影响更大，持续时间也更长。这个更大和更长，不仅仅指低估程度和被发现是低估所需时间，同样也包括高估程度和被发现是高估所需时间。也就是说，银行股相对于其他简单的企业而言，可能活动在高估和低估区间时间更长，且高估和低估区相对更宽的一种类型。

作为我自己，我越来越发现，我喜欢的公司和股价之间的关系，如同今年三月这篇文章里阐述的：



比如今日暴跌的茅台，如果盖住中间的晃荡，真可谓平淡无奇。股价随公司盈利能力的增长而被动上涨：

2016年的10月29日茅台股价是317元，对应2016年每股净利润13.31元，折合市盈率23.8倍；2018年10月29日茅台股价是549元，对应2018年每股净利润（按26元估算），市盈率约21倍。

市盈率略有下降，投资者在没有占到市场情绪便宜的情况下，年化收益率也有31.6%（317×131.6%×131.6%=549），安逸的板。

市场的本质其实就是这么走的，只不过外面蒙了一层317—803—549的画皮，于是引发无数悲观乐观、亢奋激动、崇拜嘲笑……对股也对人。

等2020年10月29日茅台股价950元，继续年化31.6%，继续安逸的板时（**请注意，本处数字纯属虚构，如有雷同属于虾扯蛋**），你会发现它带来的变化是“有些人收获了财富，有些人收获了教训，有些人收获了年龄”，而不变的依然是悲观乐观、亢奋激动、崇拜嘲笑……。

信立泰和双汇。

这俩股票，都是在前期深圳持股数量太少，为配置打新市值选择的（今年大约有2/3市值是A股，截止目前，三个账户累计中签11只，略少于去年。新股收益均未计入投资收益率里）。

搜了记录，信立泰是 2016 年 1 月 28 日买过 1%，复权价格应该在 22 左右，后期在 2017 年 3 月，大约 30 元附近追加过约 1%（没搜到这条交易记录，但数字应该大体不差），最终在今年 8 月 17 日 30.33 元清仓。

这个的清仓很容易理解，就是以打新市值为目的，后来经过一段时间的学习，发现自己的能力实在无法覆盖医药股的研究，很多最新资料都是英文的，我读不了，因此就不打算继续投资医药个股。加上海康和分众的加入使手头有了深圳市值，因此清仓。

双汇是 2016 年 4 月 8 日买的，当时的买入价是 20.24 元，经过几次分红后，复权价大约是 16.6 元左右。2018 年 8 月 20 日 21.98 元清仓的。

这个清仓理由同上，买入双汇及后期对双汇的分析，我的观点一直是“双汇在同行里没有对手，企业很难变糟，但究竟能变多好，我做不出来预测”。这种情况下，从高股息托底的角度考虑，作为新股门票买入。

同样原因，后来海康洋河和分众满足了深圳打新市值需求，看不出来未来会变多好的双汇，就被我清掉了。

最后说两个 B 股：张裕 B、粤高速 B。

B 股问题，一句话就可以说清楚：央行对外汇管控太严，购买 B 股所需的港币出不去。当我对更熟悉更有投资价值的古井 B 产生购买欲望时，这俩就成为了卖出对象。

以上是老唐对过去一年里清仓股票的思考逻辑。请注意：本文表达的并非“我思考的是对的”，而是告诉你“我是这么想的，这么决策的”，这种思考，对错应该都有参考价值吧？。

永远没有清晰观点的人，永远不错。老唐喜欢对的明白、错的清楚，所以观点永远清晰（有些人将其称为“偏激、极端”），希望不会因此而被扣上看空某某股的帽子

第483篇.　　2018.10.30-压力

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-10-30

市场先生是疯的，但很多人希望它只疯到刚好可以被利用，而不疯到会伤人的地步，这当然注定是要失望的。这几天的暴跌，再一次感受到老唐四字真言“远离杠杆”的救命价值了吧？这种大幅下跌之后的继续暴跌，对心理的杀伤力相当巨大。

面对波动应该如何如何，说时容易做时难。譬如茅台，看老唐 1 月份的文章截图：



当时恐怕绝大多数人都觉着 600 很难，500 一定上车，300 绝无可能。市场先生疯到 600，不少人窃喜加仓。但疯到 500，恐惧就占了上风，放大所有负面因素，怀疑一切成了当下的思维模式。

要是真疯到 300，呵呵，不敢想象——估计届时老唐已经被喷死，喷老唐的人不会记得**老唐从来没有预测过股价会涨还是会跌，历来只是分享“我认为合理价值是多少，若到某价格我会怎么做”！**

其实茅台的经营都是明牌，2017 是明牌，2018 是明牌，2019 也是明牌。2019 年集团必过千亿，股份公司以外的部分力争做到 10%，所以股份公司含税口径销售收入就是不低于 900 亿，折算成营业收入就是不低于 900/1.16=776 亿，按照 48%归母净利率估算，2019 年净利润就是不低于 372 亿元。

一年赚 372 亿以上的真金白银，我心中的合理价值不低于 9300 亿。但**市场先生出价多少，我不预测，也没有能力预测。不能供我利用的出价，不闻不问，投资其实就这么简单。**

同样，关于分众三季报，所有的内容请直接点击 8 月 29 日的→《分众中报简评》，一切都没发生变化，包括文中预测的“明年一季度会看到资源扩张带来的增长”，唯一略出意料的是我原以为全年净利会在 66 亿左右，即四季度持平，结果预告的是 58~62 亿。

按照公司披露，四季度营业收入依然有增长，但营业成本增长更快，说明三四季度依然有大量新铺资源投入使用（刚投入是免费使用，计成本不计收入）。老唐还是中报观点，短期是竞争压力，长期是公司核心竞争力优势进一步增强（最近有多处资料反馈说，已经有新铺资源点位单开系统对广告主收费了）。

至于估值，年净利 60 亿左右，市值不到 900 亿，还想怎地？（老唐的持仓成本约 1270 亿，但再次强调“老唐的交易决策从来不考虑持仓成本”）不说“深奥”的估值原理，干脆说点儿炒股人士容易听懂的。

①不管是茅台还是分众，三年内会不会破产退市？

②三年内的年净利润能不能维持与今年持平及以上水准？

③三年内中国股市有没有可能走牛，导致它们某时达到 25~30 倍市盈率？

④对应 25~30 倍市盈率价格与当前市值的差值，回报率是否高于你变成现金后买入银行理财的回报？

如果上述四个问题你答不出来，你买入就是错的。就算这次侥幸赚了，下次还会还给市场，正确的选择永远是离开市场或者直接上指数基金。

如果四个问题的答案都是 yes，恐慌什么呢？仅仅因为“期间可能出现更低成交价”？

至于有杠杆可能被强平或者其他原因急等钱用的，那就无可奈何了，没人能帮你，只能下次再背“闲

钱投资、远离杠杆”口诀。

插一段相关话题：上篇文章里谈到老唐对银行股的思考和估值方法，有人大惊失色，说老唐在市场重压之下，开始改变估值体系转而投机了，并表示对老唐的鄙视。真是让人又好气又好笑。

那段估值原文印在 2017 年 1 月 1 日出版的《手 2》253 到 254 页，而且标明是引用的“2015 年 11 月~2016 年 3 月老唐的雪球原帖”。

如果你认为那种估值方式是投机，我不在意。但要抨击老唐投机，也请抨击老唐 2015 年末的思想就是投机，不要歪曲成在今天的市场压力之下，如何如何……

之所以插这段话，是担心有人将①②③④扭曲成“说到底，老唐还不是要等牛市变现”。请记住，老唐不懂牛市熊市，也不关心牛市熊市，上面的表述是为了方便牛熊市思维的朋友理解。

当然，此时断章取义歪曲解释的落井下石之辈少不了，而且很显然这些人默默潜水于书房。反正老唐不可能永远正确，只要说话，被喷就是难免的。

甚至不说话，照样还是能被喷，比如老唐彻底离开某球已整整 4 个月，昨天还有人截图给我，是某球上兴高采烈踩老唐的帖，点赞的、添油加柴的吃瓜群众一大堆

对这些，老唐无可奈何，只能再次提醒：无论是点评老唐水平低的，还是诬陷老唐荐股吹票骗打赏的，或者鄙视老唐卖书发广告的，都请**不要转给我，不要截给我。**

老唐的分享，是帮人救人还是坑人害人，各位朋友自己心中评价。觉得有益留下，认为无益闪人，老唐没强迫谁关注书房。至于关注书房有收益还是造成损失，是由你的关注点造成的，老唐不做背锅侠

此时，将心比心，很容易体会大师们成功背后隐藏的不易。不知道大家还记得不，之前我曾经分享过查理.芒格的投资记录，在 1973 和 1974 年连续两年大亏，收益率分别为-31.9%和-31.5%，而且更关键的是，是代客理财，别人的钱。

今年老唐的市值回撤超过 2015 年股灾熔断，成为过去 10 年里最大回撤。而假如目前-26%的成绩保持到年底的话，老唐今年将迎来自 2008 年之后最大幅度的年度亏损（当然也是最大金额的）。

但是，老唐没有用别人一毛钱，所有的钱都是老唐自己的，绝大部分是老唐用在书房分享的这套投资体系赚来的。就这，压力也不小，可想而知查理.芒格这个一贯自信、一贯将名声看的比什么都重要的人，当时的压力有多大。

查理.芒格经历的压力，没有文字记录，孤独地留在了老人心中。但沃伦.巴菲特，这个今日集万众仰慕于一身的人，却在成为公众人物以后，经历过一场被文字记录下来的压力，可供我们学习和借鉴。

1999 年，巴菲特的伯克希尔股价腰斩。与之对应的，是巴菲特的投资连连失手，占比约 36%的第一重仓股可口可乐出现食品安全问题，持股市值从高点的 175 亿美元暴跌到 87.5 美元，也是腰斩。

新收购的通用再保险，似乎专为嘲笑巴菲特付出的 220 亿美元而来，收购第一年就创下亏损记录，直接造成 15 亿美元损失——收购时净资产总共才 82 亿美元。其后也如同中邪一般，持续亏损到 2003 年才开始盈利。

（这次收购背后其实藏着巴菲特一次奸诈的减持，只不过差点聪明反被聪明误。以后有机会再聊——我滴神也，老唐不小心又挖一个新坑）

到 2001 年,巴菲特甚至打破了 1956 年至 2000 年连续 44 年无亏损的投资记录,在 1999 年 0.5%和 2001 年 6.5%的低回报之后，2001 年首次出现年度亏损。

而那时的市场正是科技股的风口，从 1998 到 2001 年，可以说只要投科技股的，赚钱跟捡没什么区别。1999 年当年纳斯达克大盘指数就上涨 86%，十倍甚至百倍股多如牛毛。

今天大家普亏的情况下，用自己的钱投资依然压力山大。可想而知，在大家普赚的时候，拿别人钱投资的巴菲特，身上的压力恐怕不是平方立方可以描述的，我估摸着少说也得来个五次方——摸着胸口想，若今日大盘年度涨幅 86%，你投的基金收益 0.5%，你会如何想？如果是亏损，你又如何评价基金经理？

巴菲特的历史是“从不失手的股神”，踩曾经的神，带来的快感当然比踩个普通人过瘾千百倍。所以包括《华尔街日报》、《纽约日报》、《科技投资人杂志》、《巴伦周刊》在内的主流报纸杂志以及网络论坛，充满了嘲弄巴菲特的报道：

巴菲特需要开拓自己的第二产业了！

巴菲特已经是过去式啦！

巴菲特，你究竟怎么了？

巴菲特欺骗股东，编造谎言低价骗取股东购买股票！

巴菲特住院，病情危急……

巴菲特是堕落天使，落后的排名让同行替他感到羞耻！

巴菲特应该向股东道歉！

人人都通过科技股赚钱，只有顽固而吝啬的巴菲特不在其中，他的股票已经下跌了 48%！

谢天谢地，我的钱不是由巴菲特管理！

……

上述言论面熟吗，人性发生过改变吗？

市场舆论重压之下，2000 年 3 月 11 日，巴菲特在当年的致股东信里，因投资失败给自己打分为 D，但仍不承认避开科技股是错误，并同时宣布伯克希尔将回购公司股票……

其实巴菲特也不是我们想象的那么坚强，在这些重压下，他真的病了。2000 年 4 月肾结石发作进了医院接受手术（恰好证实了之前巴菲特病情危急的谣言）。

巴菲特后来回忆这段经历说：“浑身插满管子——我讨厌那样。那是人们衰老时才会遇到的问题。”

好在，或许是天佑巴菲特吧，该来的总要来的，不管是迟到还是早到。就在巴菲特住院的时候，科技股泡沫破灭，纳斯达克大跳水。曾经嘲弄巴菲特的那些人，许多已经走在排队上天台的光辉大道上，巴菲特总算走出了舆论压力危机。

想起范美女的那句话了：欲戴王冠，必承其重。

欲戴王冠，必承其重。享受一个投资体系的潜在回报，就要承受这个投资体系带来的压力。永远能在合适的时间里选择适合市场风格的投资体系，那是/且只能是/骗子说+傻子信的永动机。

欲戴王冠，必承其重。我们看得见的是荣光，看不见的是背后的压力，没有谁随随便便成功。**投资，确实很简单，但真的不容易！简单的是逻辑和道理，不容易的是股价波动下的人性变化**。今天，你对此的感触有没有加深一点点呢

第484篇.　　2018.11.1-散打巴菲特01

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-11-01

几家企业基本面被我说来说去，连我自己都烦了，不如抽空填坑。

回忆挖下的几个坑，好像都与巴菲特有关，干脆就统一叫“散打巴菲特”系列吧（散打是流行于川渝地区的一种地方评书，类似于单人脱口秀）。会写几篇，我也不知道，随性随缘。今天聊格雷厄姆退休时想让巴菲特接班，巴菲特为什么拒绝的事儿。

话说在格雷厄姆经营“格雷厄姆纽曼基金公司”的时候，巴菲特是格雷厄姆最器重的弟子。不过，所谓“最”，其实比较对象只有一个，那就是沃尔特.施洛斯。

巴菲特是 1954 年 8 月 1 日到格雷厄姆纽曼基金公司上班的，当时全公司共计八名员工：格雷厄姆、纽曼父子、两个女秘书、一个会计、施洛斯、巴菲特。你看这公司员工名单，三个老板，两个女秘书，一个会计。公司的苦活累活由谁负责，那不是明摆着嘛！

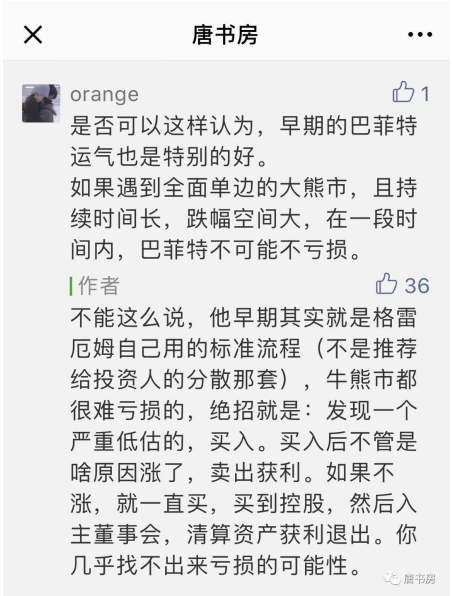
对，没错，大师兄施洛斯，小师弟巴菲特，这俩在公司的角色就是黄浦江苦力 1 号和黄浦江苦力 2 号。

俩苦力每天窝在办公室，将全美股份公司年报合集来个二一添作五，然后从腰间摸出计算器和纸笔，埋头阅读和计算。发现符合要求的公司就汇报给格总，由格总拍板买还是不买——脑补一下这场景就是：两盏昏黄的台灯下，巴菲特和施洛斯用无边头发萧萧下，双眼昏花，铸造着公司财富的飞黄腾达。

符合要求的公司长什么样呢？格总的标准很清楚，就是找售价低于公司有形资产净值 2/3（有形资产净值=总资产-商誉、专利权等无形资产-总负债），甚至低于净流动资产的 2/3（净流动资产=总资产-总负债-固定资产及商誉专利等无形资产）的企业。

而且，市值要小。关于市值要小这点要求及相关操作技巧，中文世界里，似乎很少有图书和投资者谈到，原因不明。甚至少到偶尔令老唐怀疑是刻意隐瞒——也或许是我阅读面太窄的原因？

为什么要强调市值小呢？之前书房有篇文章下面，一位朋友问：早期的巴菲特一直赚钱，是不是因为运气好？如果遇到单边大熊市，怎么可能不亏损呢！



老唐答复如上。

公司市值小，售价低于净流动资产 2/3，这样的目标在格雷厄姆这套组合拳下，你简直完全想不出怎么样才能亏钱。你看

①发现一家售价低于公司净流动资产 2/3 的小企业股票，买进；

②买进后就两条路，涨 or 不涨；

③不管因为什么原因涨了，卖出获利（之前讲过，通常这个涨幅，格雷厄姆的目标是 50%，或第二年底有涨但涨幅不到 50%）；

④不涨甚至继续下跌，窃喜偷笑，继续买入更多；⑤买进更多后还是两条路，涨 or 不涨；

⑥涨，重复 3；不涨继续买；

⑦最终结局三种：A 获利 50%走掉了；B 第二年底涨幅不到 50%也获利走掉了；C 买后从来没涨过，一直买成足够推荐董事的重要股东甚至控股股东；

⑧如果 C，则推动公司抛售资产，实施大额现金分红，拿回本利，再将股票卖出算白捡；

⑨完整操作结束。

从形式上讲，有点类似恶意收购者的“绿票讹诈”。绿票讹诈 Greenmail，由 Green（美帝民间对美元的俚称）和 blackmail（讹诈函）两个词合并演绎出来的。

指的是单个或一组投资者大量购买目标公司股票，其主要目的是迫使目标公司溢价回购上述股票。出于不愿被收购的考虑，目标公司最终支付溢价实施定向回购，类似交赎金。

这样的小企业，格雷厄姆可以摸着口袋里的钞票说，“不涨我就清算你，最终涨与不涨我都要赚钱”。

事实上，格雷厄姆甚至有底气说，“我建立投资决策的依据是财务报表，如果我最终进入董事会要求抛售资产时，发现报表有假，我也能通过对造假者的个人诉讼，保证我的投资会赚钱”。

所以，格雷厄姆及其追随者长期保持着优良成绩，即与大萧条后普遍存在的对股票的恐惧和厌恶心理有关，也与格雷厄姆清晰的投资体系及后手准备有关。

以后来巴菲特操作自己的早期基金时的手段推测，巴菲特是完整吃透了格雷厄姆这套组合拳的。

至于施洛斯，真正是半部论语治天下，将老师思想里的低估分散这个法宝运用到极致，照样赚大钱（我倒是觉得投资领域的研究者，一直低估了施洛斯。原因以后说）。

格雷厄姆和纽曼当时非常器重巴菲特。这种器重在《滚雪球》里是这样表述的：

还不到 18 个月，本杰明.格雷厄姆和杰里.纽曼都开始把沃伦当作潜在的合伙人对待，那意味着会有一些家庭聚会。

1955 年年中，甚至坏脾气的杰里.纽曼也邀请了巴菲特夫妇到他位于纽约路易斯伯洛的豪宅参加夫妇俩认为的“野餐”。

苏珊（老唐注：巴菲特的老婆）穿着适合坐大篷车的轻便衣服出席，到了那里才发现其他女士都穿着裙子，戴着珍珠项链。尽管他们看着就像是一对乡巴佬，可穿着上的失礼并没有对沃伦的地位造成影响。

沃尔特.施洛斯没有被邀请参加这样的场合，他已经被归为熟练雇员一类，永远不可能升为合伙人。一向对人不那么友好的杰里.纽曼更加怠慢、轻视施洛斯，于是，已婚且有两个年幼孩子的施洛斯决定自己干。

然而，最终巴菲特拒绝了格雷厄姆的衣钵，选择回奥马哈自己干。这是为什么呢？老唐选三个真实案例供大家观摩。**第一个就是之前聊过的 GEICO。**自从大学生沃伦.巴菲特被时任 GEICO 投资总监的洛里默.戴维森实施四个多小时的洗脑之后，年轻的巴菲特彻底理解了保险公司的核心秘诀。

那就是用低利率甚至负利率将别人的钱“忽悠”到自己手上，然后发挥自己在投资行业的优势，最终赚来的投资利润完全不用分给金主，比搞私募拿提成还要技高一筹。

可以看的出来，戴维森阐述问题口才一流（这人其实也有故事，而且故事对投资者的启示价值不低。又一个坑……），巴菲特也确实彻底听懂了，所以才有了自 1967 年收购国民保险公司至今，巴菲特在保险领域的不断扩张，直至成为全世界最大的保险帝国。

之前一篇文章里说过，格雷厄姆通过投资 GEICO 保险，获取的净利润数额超过格雷厄姆一生所有其他投资的利润总和。但很遗憾，这个案例实际无法运用格雷厄姆一贯坚持的投资原则来解释。

据我猜测，以巴菲特那么聪明的头脑，当时不可能不对老师知行不一心生质疑，只是或许由于对格雷厄姆的无限崇拜，暂时压制了这种疑虑。

其次，还有两个案例也可以让我们看到，虽然原则还是格雷厄姆的寻找市价和价值差的原则，但其实在格雷厄姆手下打工初期，巴菲特已经不自觉地偏离恩师的轨道。这俩案例一个是**可可豆公司**，一个是**公交车公司**。

关于巴菲特的可可豆套利，大部分资料只是语焉不详的介绍有家公司宣布用可可豆作为支付，回购公司股票，而这中间有价差。于是巴菲特忙着买进股票交换可可豆，然后卖出可可豆，再用卖出所得的资金继续买入可可豆公司股票，周而复始，大赚一笔。

但实际上，这笔交易的起源和过程比这个要复杂的多。而且在这次交易里，作为职员的巴菲特拒绝听从导师兼老板的意见，坚持用自己的钱为自己大赚了一笔。事儿大致是这样的：

就在巴菲特入职后不久，有一家巧克力片制造公司由于大股东兼老板的个人原因寻求出售，找到格雷厄姆纽曼基金公司。但格雷厄姆和老板之间价格没谈拢，收购没达成。

在洽谈中，这家公司老板谈到他面临的一个机会和一个两难选择。机会是市场可可豆价格突然飙升，已经从不久前的 5 美分/磅涨到 50 美分/磅，而公司库房里正好有之前低价购入的大量可可豆存货。

二难选择是：

①这些可可豆是用来生产巧克力片的，它的销售对象是巧克力饼干厂商。出于长期合作的关系以及产品体系的稳定，公司无法因为短期可可豆价格暴涨而对巧克力片大幅提价，所以可可豆飙升的暴利有可能成为镜中花水中月；

②如果公司直接将可可豆原料卖出，确实会大赚一笔，但必然面临巨额所得税问题。当时美国的企业所得税率相当高，按照数额的不同，大约介于 33%~46%之间。这就意味着出售可可豆的利润，会有很大部分被税务局拿走。

公司老板和格雷厄姆没有谈成交易，转而找到另一位投资人。这位投资人在美国税法中找到一个漏洞，可以解决这个问题。

这个漏洞大概是，如果公司缩小经营范围，将退出业务对应的部分库存用来回购公司股份，可以不用纳税（还记得书房的经典烟蒂股剖析文章吗？巴菲特 1958 年在收购地图公司时，照猫画虎用了这招，省下一百多万美金税款）。

这位投资人买下股份，成为公司控股股东。同时宣布公司关闭可可油业务的经营，只保留巧克力片等其他业务。在财务上，将 1300 万磅可可豆归为可可油业务的库存，用来回购股份。

新老板想拥有更多公司股票份额，于是提供了一个有明显价差的回购方案，以推动股东出售股票给公司。

方案是：股东可用市价 34 美元的股票，来公司交换 80 磅市价为 45 美分/磅的可可豆（80×0.45=36

美元）——注意，兑换的是可可豆提货凭证，也叫仓单。仓单可以直接出售，所以并不需要真的背一口袋一口袋的豆子走。

很显然，这可以套利。买下股票，交换仓单。卖出仓单，拿着现金再买股票，再换仓单，周而复始，每股有 2 美元的差价。但是这也藏着一个风险：如果拿到仓单后，可可豆价格暴跌怎么办？

聪明的格雷厄姆设计了一个对冲交易，买进多少价值的股票，就按照能兑换的可可豆数量在期货市场抛出等量期货空单，付出少许手续费锁定差价，即可保证豆价涨跌都赚钱。

于是，这事儿变成了捡钱，直接成本就是一张张的地铁票，格雷厄姆把它交给巴菲特去操作。巴菲特一边给公司跑腿，一边在地铁上思考，他发现了一系列问题：

①公司存货远不止 1300 万磅，大部分依然作为主营业务巧克力片的原料存在。如果按照存货总量/股份总额×可可豆市价计算，价值远超 36 美元；

②每一股被回购注销的股票，都相当于将这一股自带的多余可可豆白送给剩下的股东。越多人换豆子，剩余股东拥有的豆子越多；

③公司股票的价值并不只是可可豆。股东拥有的还有公司厂房、设备、应收账款和其他业务经营收入；

④新老板正通过回购，不断扩大自己在公司的持股份额。此时卖出股票或拿股票换豆子是站在新老板的对立面，买进股票是进了新老板的战壕；

⑤新老板在是否收购该公司的问题上，已经展示了比格雷厄姆更聪明的眼光（嘘，这句话不能被老板听见了）。

于是巴菲特认为买下公司股票后不换豆子，傻傻持有才是更有利的做法。格雷厄姆不同意这种观点，格总说承担价格下跌风险那是投机者干的事儿。

于是巴菲特一边给公司赚差价，一边拿自己的钱累计买进 222 股公司股票——伴随着可可豆市价波动，股价也随之有波动，据老唐计算和推测，巴菲特的 222 股买入均价不超过 26.5 美元。

后来的结果很简单，“正如巴菲特所料”，市场资本逐步发现这一秘密，股价飙升到 85 美元。24 岁的巴菲特买进的 222 股，为自己带来约 1.3 万美元的巨额利润。

如果他按照老师的招式操作，222 股可以赚 444 美元。即便滚动操作，获利也相当有限——因为资本市场永恒的规律就是：一旦无风险套利空间被发现，蜂拥而至的资本很快就会抹平差价。

这是可可豆一战，下面看公交车之战。

这家公交车公司拥有 116 辆公交车和一座小型游乐园。公司账上有 80 万美元的国库券，几十万美元现金以及约 9.6 万美元的预收账款（卖出去的公交车月票年票），单纯给这些资产毛估估算 100 万美元，对应公司不到 1.7 万股的总股本，每股价值约 60 美元，当时股价在 30~35 美元波动。

这种低价吸引下，格雷厄姆纽曼公司和巴菲特个人都有买公交车公司股票。但巴菲特还想更进一步，他想和公交车公司管理层聊聊，或许能够影响他们做“某种”正确的事（你懂的）。

但是，格总坚决反对这种行为。在格雷厄姆看来，这是一种获取内幕消息的欺骗行为，哪怕不违法也不能做。投资者应该将自己定位为一个外部人，和公司管理层保持距离。有问题可以公开询问，不能私下接触，否则对其他投资者不公平。

巴菲特不以为然，背着老师在一个周末去了公交车公司，和公司管理层进行了亲切友好的沟通。

就在巴菲特准备告别离开的时候，公司老总顺口说了一句：“我们一直考虑给股东一次特别资本回报”。

巴菲特意识到，公司是打算将多余的钱分给股东，接话到：“哦，那很好啊！”

老总好为人师地加了句解释：“你知道吗，州法律有规定，如果你要这么干，只能按照面值的倍数干”。

巴菲特心中一紧，意识到公司股票面值是 25 美元，这代表每股可能要分红 25 美元：“好啊，这是一个美好的开端”。

老总继续说：“我们打算用两倍。”

此时，恐怕连站在 63 年时空之后的你，也能感受到巴菲特心中的狂喜“一股 50 美元分红，目前股价 35~40 美元。这意味着买一股股票，公司不仅会把全部款项补给你，还会额外多给 10~15 美元，而且你将继续拥有没有分完的国库券、现金和公交车、游乐园……”。

结果，结果当然很简单，巴菲特尽最大可能，搜罗公司股票，最终公司分红 50 美元/股，巴菲特赚到了有生以来最大的一笔钱：投入本金翻了一倍多，获利超过 2 万美元。

不仅是沃伦.巴菲特，包括整个巴菲特家族的历史上，在这之前从来没人能够靠一笔生意赚 2 万美元。1955 年，这是一般人年收入的好几倍，而巴菲特为此只花了几周时间。

这三个投资案例，都是在巴菲特是格雷厄姆铁粉的时候发生的。**GEICO 案例是对格雷厄姆知行不一的疑惑；可可豆是对格雷厄姆对风险认识的不以为然；而公交车公司，则是运用了格雷厄姆所不齿的手段，获取了巨额利润。**

这么巨大的分歧下，巴菲特拒绝格雷厄姆接班人的大旗，转而决定自己开枝散叶，老唐觉得是理所应当的事情。至于巴菲特当时摆出来的“不喜欢纽约”，恐怕还是当做借口看待比较靠谱。

1956 年，巴菲特对导师 Say　No，带着他的 14 万美元（也有资料说是 17.4 万美元，老唐采信较保守的数据）回到了奥马哈，开始属于他的封神之路……

后记：

与本系列的相关资料主要来自伯克希尔历年财报，以及下列图书《巴菲特致股东信》、《滚雪球：巴菲特和他的财富人生》、《巴菲特传：一个美国资本家的成长》、《聪明投资者》、《投资圣经》、《巴菲特投资案例集》、《巴菲特的估值逻辑》、《跳着踢踏舞去上班》、《巴菲特的估值逻辑》、《资本帝国：巴菲特和芒格的伯克希尔》、《查理.芒格传》、《穷查理宝典》……等，感谢上述图书的作者，后面的系列文章不再一一重复资料来源。另外，请大家注意，本系列夹杂有许多老唐个人的合理推测和猜想，不可作为严谨史料对待。

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

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-11-04

上篇《散打巴菲特 01》阅读量和打赏率均创新低，显示大量读者对不含代码的理论文章不感兴趣。尽管如此，老唐还是会把已经刨下的坑含泪填了，就算为了喜欢的那一小部分朋友，同时尽力约束自己不刨同类新坑就是了。本文较长，超过 8400 字，分为两部分：第一部分施洛斯的投资生涯，第二部分施洛斯的投资体系和进化。

第一部分　施洛斯的投资生涯

沃尔特.施洛斯在投资界被誉为最纯粹的格雷厄姆价值投资体系传人，然而他最早对股市的了解，却来自一个纯正的内幕交易者。世事真是有趣！

施洛斯出生于 1916 年。大概在他两岁左右，他妈妈的一个闺蜜嫁了人。结婚后没多久，闺蜜老公从自己的叔叔那儿得到一个关于墨西哥石油公司的小道消息。

当时买股票是可以上 20 倍杠杆的（正因为此，1929 年股市崩盘时才会那么惨烈），闺蜜老公倾尽所有买了墨西哥石油公司的股票。

结果小道消息准确，大赚一笔。赚钱后，干脆在纽约交易所买了一个交易席位，同时还在乡下买了一个 160 英亩的大农场（1 英亩≈6.07 亩）。

施洛斯小时候很喜欢到这个叔叔家农场玩，也非常仰慕叔叔和阿姨的生活方式。耳濡目染，对华尔街也就有了兴趣。

1934 年，18 岁的施洛斯高中毕业，跑去华尔街找工作。最先去的是所罗门兄弟公司，对，就是后来巴菲特做过董事长的那家。不过，没有被录用。

后来在另一家券商找到工作——这家券商最终被雷曼兄弟收购。施洛斯在上世纪九十年代曾以低于净资产的 15 美元买入过雷曼兄弟股票，清空在 35 美元。清空后雷曼涨到 130 多美元。当然，再后来，雷曼在 2008 年次贷危机里破产。

施洛斯最初的工作是跑单员，每周工资 15 美元。工作职责就是每天把当日公司在交易所卖出去的证券票据送到买家那儿，再把买入的证券票据拿回来。

——当时的股票交易，并不是今天我们看到的大家都坐在网络的另一端，互相对敲数字达成买卖，而是一张张的纸质票据。股份的交易需要通过经纪人去寻找股东完成买进，或者股东通过经纪人去寻找买家接手。

干了一个月跑单员，施洛斯被调到出纳部。出纳部当时被称为笼子，大概是为了避免有人偷股票，所以四面都可以被看见。

施洛斯描述自己的工作时说：“他们把我安排在笼子里。每天公司合伙人看着箱子，我们在里面将所有的股票全部数一遍。这在今天很难想象。我在那里工作了 7 年。”

工作期间，施洛斯参加了纽交所赞助的夜校课程，由格雷厄姆主讲的证券分析。1936 入学到 1939 年毕业，这段跟随格雷厄姆学习的经历，奠定了施洛斯一生成就的基础。

1941 年 12 月 7 日，震惊世界的珍珠港事件爆发，第二天施洛斯应征入伍，被派到越南。当时德国正在猛攻苏联，美国担心支援苏联的海运通道最终会被德国封锁，所以计划在越南建立卡车组装厂，然后开辟一条陆上通道，将战争物资和给养通过伊朗转运苏联。施洛斯去的就是那儿。

结果等施洛斯他们把物资给养运到伊朗北部的时候，苏联在斯大林格勒成功阻挡了德国人的步伐。施洛斯就在伊朗晃悠了一阵后，回到美国，进入陆军通讯兵部队学通讯。之后，施洛斯在华盛顿特区担任译电员，一直到二战结束，以上尉身份退役。1946 年进入格雷厄姆纽曼基金公司工作。

当时的经纪人组织为了互通信息，会印刷一些卖出报价和买入报价的粉红色广告单寄送——就和早期北京慧聪公司统计各个商店想卖啥，想买啥，然后汇编成《慧聪商情广告》一样。有买卖意向的人，通过经纪人多次往返（人工或者电话）的讨价还价，达成新的成交价。

在没有网络的时代，大多数股票常常数周不发生报价变化。格雷厄姆雇佣施洛斯和巴菲特就是阅读《标准普尔手册》、《穆迪手册》这类图书——类似上交所深交所每年出版一次的公司年报合集，对照小粉单报价来寻找目标公司。

正如《散打巴菲特 01》里所说，施洛斯的天资和巴菲特差距较大，格雷厄姆和纽曼都看重巴菲特，轻视施洛斯。

而且，格雷厄姆那时已经对股市提不起来什么兴趣了，有意向清盘退休——一旦你发现股市捡钱完全不用动脑，只是做些统计然后等着收钱就可以了，你或许也会没啥兴趣，尤其是你头脑敏锐兴趣广泛兜里又不缺钱时。

于是施洛斯打算自己干，当时有 19 名客户愿意将资金交给施洛斯管理，施洛斯就这样辞职并建立了自己的起步基金——19 名客户，10 万美金。施洛斯辞职后，格雷厄姆招了另外一名学生叫汤姆.拉普的顶替施洛斯的岗位。

汤姆.拉普也是退伍兵。退役后做了海滩巡逻员，偶然试听格雷厄姆的夜校讲座后入迷，干脆报考了哥伦比亚商学院，成为格雷厄姆的学生，并最终获得 MBA 学位。此时汤姆.拉普接替了施洛斯的工作，和巴菲特搭档。

施洛斯创业场所，是一个被巴菲特戏称为“壁橱”的地方。实际上，是租的布朗股票经纪公司办公室的一角。

价投们的世界很小，巴菲特合伙公司的股票交易也是委托给布朗公司做的，因为这家公司收费便宜而且口风很紧。巴菲特这样形容他施洛斯的工作环境和成绩：

（进入布朗公司）感觉就像进入了一家地板上铺着黑白相间瓷砖的老式理发店。

靠左的一个小办公室里坐着公司秘书和办公室经理，右边是交易室，再过去是一个租出去的小隔间，水冷却器和衣帽架几乎占了一半的空间——作用类似于某种壁橱——沃尔特 .施洛斯就坐在那张磨损的办公桌前经营着他的合伙公司。

通过坚持格雷厄姆的投资方法，自离开格雷厄姆纽曼公司以来，他的年化投资回报率超过 20%。他用股票交易佣金代替现金，支付本该给布朗公司的房租。不过他的交易很少，所以在房租上他占了大便宜。

他将其他开销缩减到不能再缩：订阅《价值线》，一些纸和笔，地铁代币，就再没有其他的了。

1973 年，施洛斯的儿子加入了公司，公司员工人数增长 100%，加上也挣钱了。施洛斯才搬出壁橱，然后——在布朗公司租了间稍微大点的办公室——这是心一横，吃面要加蛋的节奏。

父子俩在这个只有一张办公桌，一部电话机的房间里工作了一辈子。

施洛斯一辈子没有用过电脑。他看报纸了解股价，靠经纪公司的二手《价值线》杂志选股，选到合适的股票后，向公司索要纸质年报来阅读。后来他儿子订购了《价值线》的付费数据，这才结束了看二手杂志的岁月。

再说一遍，价投们的世界很小。接替施洛斯岗位的汤姆.拉普后来和租给施洛斯壁橱的经纪公司老板父子俩中的某人合伙成立公司（具体是爹还是儿，老唐也没搞清楚），干上和巴菲特施洛斯同样的代客理财工作。

1984 年，巴菲特在著名演讲《格雷厄姆多德的超级投资者部落》里披露了汤姆.拉普公司的投资回报水平：1968 年到 1983 年，16 年时间的年复合收益率为 19.2%，同期标普 500 指数年化 7%。Btw：拉普有钱后买下了早期他做巡逻员时每天巡视的那片海滩。

施洛斯和巴菲特同样以管理别人的 10 万美金起步，施洛斯比巴菲特早开始约两年。从 1956 年开始到 1973 年合计 17 年，施洛斯的年化收益约 17%，到 1973 年儿子加入的时候，施洛斯父子管理的资金总额约

400 万美元。

巴菲特成就就大得多了，早在 1969 年巴菲特清盘合伙公司的时候，属于巴菲特个人的财富已经有 2650 万美元。

到 1973 年，巴菲特手中已经控股一家纺织品企业伯克希尔，至少四家保险公司（国民保险、康哈斯塔保险、国民火灾及海事险公司、家乡保险公司），一家著名的糖果制造公司（喜诗糖果），一家优质城市商业银行（伊利诺斯州国民银行，该州第二大城市最大的银行），一家类似城市信用社的互助储蓄机构（威斯科金融公司），一家服装连锁机构（多元零售旗下），一家金融投资类公司（蓝筹印花公司），一份影响力不小的报纸（太阳新闻报，获普利策奖，美国职业记者协会奖等多份奖项），以及华盛顿邮报超过 5%股份和其他一些传媒或广告公司的股票……，当年伯克希尔公司的营业利润是 1193 万美元。

此时的巴菲特已经登上美国经济的舞台，最大的助力是亚当.史密斯（作者乔治.古德曼的笔名，不是 1776 年出版《国富论》的经济学鼻祖亚当.史密斯）1972 年出版的畅销书《超级金钱》（销售过百万册），以及《华盛顿邮报》的老板凯瑟琳.格雷厄姆。

通过与凯瑟琳成为好友，巴菲特开始出入由美国总统、外国领导人、各国大使、政府高官、国会议员、大律师等知名人物构成的社交场所。

格雷厄姆和巴菲特有个共性，都喜欢成为焦点人物，喜欢滔滔不绝地布道，愿意分享自己的智慧并享受听众崇拜的眼神。施洛斯不一样，施洛斯说自己永远不会公开持股，因为自己寻找股票很辛苦，不希望别人不劳而获。

他说，在格雷厄姆纽曼工作的时候，有次接到一个陌生电话，是来感谢格雷厄姆的。那人说“没别的事儿，我就是打个电话过来感谢一下你们公司。你们每半年公开一次持股明细，我跟着买，赚了不少钱。谢谢你们。”施洛斯对此感到很不舒服。

施洛斯见诸报端的公开资料很少。从有限的资料可以看得出，他是位相对内向，性格平和的人，耐得住寂寞，更偏向于回避问题而不是面对和解决问题。让他去入主董事会，和人争吵、斗智斗勇，并最终主导资产抛售，施洛斯是宁死也不愿意去过那样的生活。

举个例子，施洛斯曾经买过一个军工股，买入价大约 2 美元。这家公司大股东持股 80%，当时公司每股营运资金约 10 美元，大股东提出要约收购（类似现在的私有化退市），出价 7 美元，施洛斯反对。有个律师朋友愿意免费帮施洛斯起诉这个大股东，阻止他 7 美元收购。官司赢了。

后来这个大股东通过施洛斯的一个朋友传话，说要去法院告施洛斯敲诈或者骚扰什么的。施洛斯认为就为 10 万美元股票（施洛斯没说清楚究竟是 5 万股，还是 1.4 万股。我估摸是 1.4 万股），还要惹官司，太麻烦了，就认怂按照 7 美元价格卖给大股东。卖出后不久，市场军工股大涨。

施洛斯就是这样一个人，不想惹麻烦，不喜欢和人打交道，尤其是和小人。

而巴菲特的性格，很难接受被人坑。他若真是踩到屎，也会试图运用自己的智慧和能力，最终点屎成金。

通过在地图公司、风车公司、伯克希尔、水牛城晚报、所罗门兄弟……等案例上，我们都能看到这种性格。所以，他走上和施洛斯完全不同的道路，或许也是天性的作用。

施洛斯父子都不喜欢抛头露面，一般不接受记者采访，公开接受媒体采访一般都是熟人关系软磨硬泡实在赖不过去，才勉强对付一下。

1988 年 72 岁的施洛斯接受采访时，还半开玩笑半认真的问记者：“我真的不理解你们采访我干嘛，不会留着以后敲诈我吧？”。

施洛斯的一生，实施的是格雷厄姆的半部宝典，扮演的是格雷厄姆描述的消极投资者角色，更像一个“统计员”。

他深刻理解格雷厄姆的教诲“烟蒂必然是肮脏的，花时间去检验每一个烟蒂的成色是没有必要的。只要通过分散法则，保证这些烟蒂大多数都还能免费地吸一口就好”。

通过低估和分散，淡然接受“踩到屎是必不可少的成本”（犹如老唐将坐电梯视为必不可少的成本一样）。踩到屎，没关系，不生气，认赔就是了，只要总体下来，免费吸一口的战果大于踩屎的损失就好。

没有什么成功是无需代价的，施洛斯的选择，需要面对的是寂寞、琐碎、无情。按照施洛斯自己的描述，自己就是个弯腰捡破烂的驼背，投资极度分散，永远和枯燥的报表数据打交道，所有的工作就是缩在一个“壁橱”里按计算器。

他几乎从来不去公司调研，甚至也不参加股东大会，除非股东大会就在自己办公室的 20 个街区以内。

施洛斯说：“我赞成格雷厄姆的观点，他从不和管理层交流，他认为一切都在数字里。投资者和管理层交流，可能受到管理层的影响甚至误导。不过，沃伦可以，沃伦分析能力很强，而且不会被情绪左右。就算对方说的再好听，戏演的再好，沃伦也可以冷静分析实际情况。这是他的长处，我觉着我没有这个能力。”

施洛斯还说：“彼得.林奇一年走访几百家公司，他选的股票也很优秀。但是要让我那样做，我做不了，几年内就会把我累死。”

老唐觉着，这也是一种能力圈，是识别自己能力的能力圈。从这个意义上说，施洛斯同样是真正的大师，是能力圈原则的忠实拥趸，是自我认知的典范，他将格雷厄姆提出的原则在另一个方向上进化到极致。

尤其是在收益率持续几十年超越市场的现实下，依然坚持认为自己所做就是最简单的、任何人都可以做到的一些统计工作，完全没有飘飘然的自我膨胀。这种自我认识和约束能力，其实恐怕也是一种非常伟大的能力。

施洛斯很佩服巴菲特，和巴菲特的关系非常好，甚至有点大哥宠着耍赖小弟弟的感觉。比如巴菲特看上的公司，经常会拉施洛斯一起买入。等到巴菲特准备控股并进入董事会的时候，他会出一个价，要大师兄卖给他，哪怕大师兄并不愿意。

对话通常是这样的：

“沃尔特，我想买你的某某股票”

“哦，我不想卖给你，你知道的，这家公司不错，我想继续拿着”

“你看，我为这个主意做了所有的工作。我现在想要你的股票。”

“好吧，如果你真的想要，就拿走吧”。再比如，在巴菲特经历风车公司打击后，对烟蒂股心灰意冷时（参看《经典烟蒂股案例拆解》），巴菲特就给施洛斯打电话，说要把手头持有的 5 个烟蒂股打包一起卖给施洛斯。

施洛斯问巴菲特：“好啊，你想要什么价？”

巴菲特说：“就以现在的市价。”

施洛斯说：“好的，我买了。”

就这样，施洛斯打包买下了巴菲特手上的五只烟蒂股。施洛斯后来说：“我没有说「等我查一下市价是多少」，我信任沃伦。如果我说「我出九折」，沃伦就会说「算了吧，当我没说」。”

当然，这五只股票后来的表现都非常好，施洛斯赚了不少钱。最好玩的是，其中有一只叫商业置地的公司，施洛斯拿了 35 年。当年巴菲特按照 14 美元/股卖给施洛斯的，到 1998 年公司宣布回购，回购价格 553 美元/股。

不过，施洛斯挺不喜欢巴菲特到处布道价值投资理念的，他觉着这样让越来越多的人参与抢食，钱就越来越难赚了——同理可得，施洛斯及其门徒肯定也不喜欢唐书房的存在。

1985 年施洛斯接受记者访问时公开抱怨巴菲特：“现在买入股票越来越难了，这方面，沃伦帮了倒忙。他整天 balabala，搞得谁都知道价值投资了，有很多人嘴上不说，暗地里也偷偷这么搞，所以找标的是越来越难了。”

从 1997 年起，施洛斯父子基本上在市场上找不到什么新的可投对象了，于是不再接受新资金。封闭运行到 2002 年（就是逐步卖掉手头的股票）后清盘退休。

施洛斯的全部投资生涯持续 47 年，年化投资收益率 20.09%（47 年 5456 倍），扣费后客户年化收益率 15.25%（施洛斯不收管理费，提年度全部利润的 25%）。退休后，施洛斯继续管理着自己的几百万美元投资组合，直至 2012 年 2 月 19 日去世，享年 96 岁。

第二部分　施洛斯的投资体系及进化

A.选股标准

早期的施洛斯选股标准很简单，就是老师传授的购买市值低于有形资产净值 2/3（有形资产净值=总资产-商誉、专利权等无形资产-总负债），甚至低于净流动资产的 2/3（净流动资产=总资产-总负债-固定资产及商誉专利等无形资产）的企业。

随着市场的变化和信息科技的进步，以及类似沃伦这样的大嘴 balabala，符合格雷厄姆标准的股票越来越难找。这种情况下，施洛斯也在不断改变。施洛斯这么阐述他的改变：

从 1960 年起，低于净营运资金的股票就找不到了，除了 1974 年市场最底部的短暂时期。低于净营运资金的股票没有了，我们开始关注净资产。

我们寻找股价为净资产 1/2 的股票；如果没有，我们就找净资产 2/3 的；现在我们找股价等于净资产的。

除非特殊情况或者有经济特许权，否则我不会以高于净资产的价格购买股票。”

施洛斯从关注净营运资金 2/3 的纯格式标准，逐步随着市场变化调整为关注净资产。不过，和净营运资金直接看数字不同，关注净资产，要多一道分析净资产质量的工序，要分析净资产包含些什么，变现能力怎么样。

经济特许权概念，是施洛斯从巴菲特那儿学来的。他曾经这样举过一个实例：

“1960 年左右，我们持有新蕾这只股票。当时股价 20 美元，每股有 33 元营运资金，公司有大量库存。我找到他们的财务主管，询问库存情况。

在交谈的过程中财务主管透露‘公司的广告费平摊下来，每股大概 100 美元’，是的，报表资产里不会有这笔广告费的（施洛斯的意思是：已支付的广告费是费用，不体现在资产里，但它产生长期价值）。

卡夫也一样，象菲力奶油奶酪、奇妙沙拉酱，你花多少钱都替代不了，他们有自己的利基。

要是有人想和卡夫抢生意，那可不容易。虽然每股净资产只有 20 美元，但公司每股可是花掉了 106 美元广告费的。

净资产和资产只是一部分，公司还有品牌、商誉，或者用沃伦的话说，叫经济特许权。”

这是施洛斯的进化。不过和巴菲特不同，巴菲特可以五倍 pb 购买可口可乐，甚至会在公司净资产为负值（pb 无限大）的时候投资吉列，施洛斯保守的多。他说自己“不管是什么股票，我绝对不会以两倍净资产的价格买入，这是原则”。

有时候，实在找不到便宜货，施洛斯会调整标准，购买市场中相对便宜的股票。例如他 1985 年接受媒体访问的时候举的例子：

谷物加工国际公司，一家消费股，人们发现了它的价值，所以想便宜买进就很难。

它每股净资产大约 27 美元，每股盈利 4 美元，分红 2.2 美元，股价 40 美元，市盈率 10 倍。

现在你不可能按照这个市值重建一个谷物加工厂，我觉着可以看到 55~60 美元。

这门生意很稳定，不会有太大变化，它产品确实不错。但股价基本没有涨过，我觉着最大可能也就亏损 10%，所以我也买了。

它向下的可能比较小，我买了之后就当把钱存在这里了，如果市场崩盘了，它可能跌幅很小，届时我可以卖出它换入其他股票。”

施洛斯选股不区分大公司小公司，只要是便宜就行。不过，出于个人道德观原因，施洛斯不买烟草股。

B.关于现金

和市面传言的所谓“纯粹格派”股债平衡那套不同，公认的纯粹格派代表沃尔特.施洛斯的仓位管理很简单，就是永远满仓持股。

在 1985 年接受记者访问的时候，施洛斯说：

我从来不持有现金，我总是满仓投资。这可能好，可能不好。和持币等待相比，我觉着满仓投资更踏实。

我常年仓位都是接近 100%，最少的时候也是 90%仓位，那还是股票崩盘前。

拉长时间看，股票的表现一般优于债券。在证券市场真正取得成功的大部分人都认为，他们没有能力知道何时进入和离开市场，所以他们几乎始终留在市场里。我没有听说过谁靠投资债券发家的。

我们只关注超值的股票，不太关注市场怎么走。你或许会问‘既然你认为市场估值过高，你为什么还要持有 90%仓位的股票’，我们的答案是，我们持有的股票估值不是太高。

当然，市场下跌时，我们的持股也跟着跌了。不过，要是我们清仓了，我们就错过了当年又上涨 26%的机会。

我们留在市场里，但不预测市场会怎么样，这样我们会做得更好。放在现在也一样，我现在觉得市场后继乏力了，我不知道后面会发生什么，但我持有股票比持有现金睡的安稳。

在 2008 年的一次访问里，记者问施洛斯：“您是 100%投资股票，还是分散在股票和债券上？”

施洛斯回答到：

我愿意持有股票。通货膨胀会影响所有的债券，到最后，也就是收回本金外加一点点利息。你看，很少有人靠持有债权发家的。可能有人继承了债券，但不是通过债券赚的钱。

股票可以让你发家，只要你体系正确，你就会很成功。我认为股票适合年轻人。建议你们关注股票，

而不是债券。债券是属于老年人的。

这些道理，也是老唐讲过 N 遍的，都很直白，不用解释。

C 关于仓位和持股周期

施洛斯说：

单只个股，我最少会投入 1 万美元，一般不超过 5%就足够了，最多我也可能投入 10%~15%仓位。

我持股少则六七十只，多则一百多只，但一般规模最大的 20 只会占到总仓位的 60%左右。

施洛斯每年的平均换手率大概 25%左右，也就是说平均持股周期约 4 年。这也是为什么施洛斯父子 1997 年就封闭基金，但 2002 年才清盘的原因，手头的股票需要四五年时间清空。

D 关于卖出

施洛斯每年都把涨上去的股票卖了，再找便宜的买。他的卖出方法一般是在上涨时分批卖出，并坦然接受卖出后可能飙升的无情事实。

施洛斯人生里买入的第一支股票叫“标准煤气电力公司”，股价 15 美元，施洛斯买了 10 股。期间施洛斯买进卖出好几次，赚了些小钱，不过这只股票最后涨到 200 多美元。

施洛斯还自曝大约在 10~11 美元间买过浪琴手表，涨到 20 美元时卖了，后来涨到 200 美元；9 美元买过克拉克石油，27 美元卖掉了，后来涨到 260 美元；15 美元买进雷曼，到 35 清空了，后来涨到 130 多……等等案例。

施洛斯为此自嘲说：“格雷厄姆的方法就这样，赚不到大钱。格雷厄姆只追求翻倍，最多翻倍就卖掉了”。

施洛斯也经历过十倍股。比如他刚刚自立门户的时候，买过一只股票叫富恩斯兄弟手套公司。最早介入价是 2.5 美元，后来陆续还有买入，总量不知，但施洛斯说买入量非常大，按照他的风格说非常大，估计可能有 10%~15%仓位范围。后来涨了不少，就一直卖，大概到 23 美元左右清空了。不过，这只股票继续涨，再也没有给机会买回来。

E 施洛斯的思考清单

施洛斯说，我永远寻找价格被打压的股票。找到后我会思考：

股价为什么被打压？

价格低于净资产吗？

净资产当中包含商誉吗？

过去十年股价的表现怎么样？

过去十年里股票的最高价是多少？

过去十年最低价是多少？（施洛斯喜欢在过去数年的最低价附近买入）

公司有没有现金流？

有没有净利润？

负债水平如何？

所在的行业怎么样？

利润率如何？

竞争对手是个什么状况？

公司是不是不如竞争对手？

下跌风险多大？

上涨潜力有多大？

内部人持有多少股票？

股息率多少？

股市整体是否处在历史高位？

F 施洛斯投资的动力

1988 年，记者说他为什么这么大年纪了还要继续从事投资，施洛斯说：

首先，我喜欢和埃德温（施洛斯的儿子）一起工作；

其次，这个工作可以让我开动脑筋。

最后，我可以帮助我的合伙人。许多合伙人不是很有钱，我能让五六十个人过上更好的日子，我很高兴，而且我还能从中赚到钱，我觉着很好玩。

只是希望这个游戏不要变得太难。如果太难了，我们就金盆洗手退休不干了。

施洛斯的投资思想和操作体系大致就是这样。怎么样，本文对你有帮助吗？

第486篇.　　2018.11.7-散打巴菲特03——关于公交车案例的几个疑问

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-11-07

在《散打巴菲特 01》发出后，有不少朋友针对公交车公司案例提出好些困惑，大体集中在以下三个问题上：

①巴菲特这么做算不算内幕交易？

②每股含类现金资产有 60 美元，公交车游乐园白送，为何股价还能在 30 美元而没有引发抢购？

③管理层做出每股分红 50 美元的决定，这使购买股票变成包赚的事儿，为何管理层自己不去买？

挺有意思的问题。今天，咱们就聊它。

关于巴菲特是否属于内幕交易的问题。

这地，老唐也没办法洗。只能说不违背当时的法律，以现在的眼光看确实有很大嫌疑。

但看待历史事实要考虑当时的历史条件，正如老唐之前写过的，当时的市场环境就是如此，整个市场对 3M 熟视无睹（内幕 Mystery、操纵 Manipulation、差价 Margins）。

这事儿有点类似苏东坡纳妾算不算重婚，咱就别追究了！

相对而言，格雷厄姆的自我约束要高于法律。早期他也做过要求公司给股东分掉流动资产的事，但格雷厄姆的选择是以股东身份参加股东大会，公开向管理层提出要求，并请求记录在案，而不是类似巴菲特这种拜访管理层友好“闲聊”。

关于明显便宜的股票为何没人买的问题。

主要是两个原因，一个是信息获取不易，一个是敢买的基本都亏死了。

信息问题，前面说过，在没有网络，电视也非常少的年代里，大家获取公司资料的地方非常少，主要渠道就是阅读《穆迪手册》、《标普手册》、《全美报价书》这种每半年或一年出版一次的、只有密密麻麻数字的超厚合订本。

发现有符合要求的公司后，再跑去穆迪公司、标普公司或者证券交易委员会查阅原始资料。这工作又枯燥又麻烦，很少有人愿意花力气去做。

譬如巴菲特经常去穆迪公司或标准普尔公司（世界三大评级机构中的两家）翻资料，他这么描述当时的场景：

我是唯一一个会在那儿出现的人，他们甚至从来不问我是不是客户。在那里，我可以找到四五十年前的文件。

他们没有复印机，所以我得坐在那儿潦草地记下所有小的注释，这个数字，那个数字。

他们有一个图书馆，可是你不能自己挑选，必须请里面的人帮忙。于是我就说那些公司的名字——泽西抵押公司、银行家商业公司，以前从来没有人这么要求过。

他们把相关内容找出来，我就坐在那儿记笔记。

「敢买的都亏死了」不是一句笑谈。就好比今天我们可以感叹 2013 年 1200 亿的茅台，为什么当时的人们傻坐不买。或者过几年等分众 2500 亿 3000 亿的时候，感叹 900 亿为什么不买。

道理是一样的，事后看非常确定的事情，当时有些人没发现，有些人发现了，但已经被锁死动不了。2013 年看好茅台未来的人，已经在 2000 亿，1900 亿，1800 亿，1700 亿，1600 亿，1500 亿，拼进全力杀进去，并且每一次杀进去的后果都是错的，都是被人嘲笑的。甚至其中有些人已经在低估之后的再低估位置借钱进入，导致爆仓了。

而无论在低估、再低估还是变态低估时，选择围观或者割肉的人，都已经被证明是正确的，此时不买才是正常态。

同样道理，看好分众未来的人，可能在 1300 亿，1200 亿，1100 亿，1000 亿多次买进去，结果每一次都被股价走势证明是错的，买早了。那么 900 亿不买，奇怪吗？

不奇怪，手中有现金的人，要么是不看好的，要么在等 800 亿，700 亿，600 亿……。只有等它市值 2500 亿 3000 亿的时候，我们再回头来看时，才会觉得那时好奇怪。

“本文为个人思考记录，充满了主观偏见。本文涉及的任何个股，都有腰斩或翻倍的风险，请千万不要以本文为依据做出任何买入或卖出的决策。”

唐书房

大萧条之后的情况就是如此。别人的例子不举，就直接说祖师爷格雷厄姆吧！

格雷厄姆以保守闻名，在 1929 年股市崩盘之前，管理的资金总额约 250 万美元。

当时格雷厄姆的主要手法是套利，比如发现价差，买进可转换优先股或可转债，同时以几乎同等价位卖出普通股（市场定价错误），从中套利。

或者 A 公司市值低于 A 公司持有 B 公司股票市值时，而 A 公司其他资产还有颇大价值，此时买进 A 卖出 B。如此之类的。

当时格雷厄姆大约同时持有 450 万多头仓位和 250 万空头仓位。1929 年，股市暴跌，格雷厄姆的空头仓位获取了丰厚的利润。然而此时，即便在格雷厄姆如此苛刻和保守的人眼中，手头的可转换优先股和可转债的价格也“实在太低了”，所以格雷厄姆就选择继续持有。

最终导致：1929 年，格雷厄姆管理的资金亏损 20%。

这些股票低估后，经过格雷厄姆的坚定持有，后来反转了吗？——很不幸，故事不是酱紫的。格雷厄姆 1930 年-50.5%，1931 年 -16%，1932 年 -3%。

到 1932 年夏天，股市大盘跌的只剩下 42 点（1929 年高点是 381），相当于上证指数从今年高点 3587，一直跌到 2021 年的不到 400 点。你有没有一身冷汗？

2018 年才跌了不到一年，已经有很多人认为股市就是个坑人的地方，散户不可能赚到钱，什么理论都不管用，早割早超生 balabalaba……

那么，你可以想象，经过严谨分析，无比自信的格雷厄姆，连亏四年，而且是拿着崇拜和相信他的粉丝的钱去亏的——我们试着脑补，如果老唐年初发私募，一群铁粉拿钱认购，然后今年亏损 20%，然后明年再亏 50%，后年，算了，我估计不会有后年

——强调一下：这只是个换位体验，**老唐以前没有、以后也不会有发行基金代客理财的打算。**

这跌法，铁粉也受不了啊。亏损叠加失去信心的客户撤资，到 1933 年初，格雷厄姆管理资金总额剩下 37.5 万美元，期间只有一个人追加投资：合伙人纽曼的岳父（一家棉纺厂的老板），追加了 5 万美元投资。

对了，前不久有人转来文章说格雷厄姆在大萧条中破产，那是未经考证的道听途说。最惨的时候，格雷厄姆管理的基金还有 37.5 万美元，没破产。只是压力确实大，毕竟 1933 年 40 岁的格雷厄姆已经是华尔街知名大 V，这么亏法确实对不起人民对不起党。

经过市场反复进行巴普洛夫训练，看见明显便宜的股票你会伸手吗？我敢肯定，99.9999%的人或者不敢，或者会抱着再等等的态度。所以有便宜没人占，真不稀奇的。这是人性！

更何况，在那时的绝大多数人眼中，股票这事儿跟赌马或其他博彩业也没有什么区别，都是正经人眼中不正经人干的事儿。

按照格雷厄姆回忆录披露，早期的纽约证券交易所还真的为某些赌博活动提供服务，比如下注总统候选人谁赢谁输。格雷厄姆早期在投行工作的时候，就负责过公司的“总统竞选博彩部”，负责保管赌客的赌金和赌约。

所以“每股含类现金资产有 60 美元，公交车游乐园白送，股价 30 美元”是早期格雷厄姆及其弟子们发财时期的常态，不需要奇怪。巴菲特早期还通过穆迪手册发现过一家公司，比这更低估。

这家位于堪萨斯州斯科特堡，名叫“西部保险”的公司，当年每股收益 20 美元，股价 16 美元。巴菲特在斯科特堡报纸上登广告求购，最终投入自己约一半的身家，也让很多朋友一起买了。最后什么价位卖掉的，没有资料披露，但肯定是大赚一笔。

顺带补充一下，1933 年市场终于复苏了，格雷厄姆当年赚了 50%。年底，格雷厄姆铁粉主动要求修改分账合同，以避免按照原来的合同（高水位法，即挣钱弥补客户全部损失后的利润才能提成），会导致格雷厄姆在赚到三倍以前免费打工——客户恐怕是怕格雷厄姆撂担子。

1933 年之前格雷厄姆的分账规则是：①6%以内不分账；②6%~20%的利润部分抽 20%；③20%~30%间的

部分抽 30%；④50%以上的部分抽一半。

新合同：1933 年之前的盈亏归零，从 1933 年起，格雷厄姆直接分账所有利润的 20%。

只有一个客户不愿意接受新合同，就是格雷厄姆的小舅子。不过，到 1935 年底，格雷厄姆就把前几年的损失全部挣回来了，后来格雷厄姆坚持按照老合同继续收小舅子的分成。

最后一个问题，当管理层决定每股分红 50 美元，而股价在 30~35 时，为什么他们自己不买？

这个疑问的提出，主要是因为大部分朋友从初次接触股市起，就是通过敲键盘交易的，头脑中以为股票买卖天然如此。

其实不是。在格雷厄姆时代，股票交易主要是一张张的纸质票据。上一篇谈到施洛斯第一份工，就是传递股票和债券票据的跑单员。

很巧，格雷厄姆最初到华尔街，也是干的这个工作。而且据格雷厄姆观察，这个票据传送环节漏洞颇多，但很奇怪，居然很少发生事故。

格雷厄姆这样描述他看到的情景：

对于当时金融业中处理大资金时那种漫不经心的态度，我深感震惊。

当支票检验完毕并准备归还时，窗口的职员会大叫一声“纽伯格”或“康特德”或其他公司的名字。

跑单员马上走近窗口，说：“纽伯格的支票”，然后这张可能价值 50 万美元的纸头便交给了他，也不需要来人提供任何身份证明。

更令人吃惊的是他们对股票票证的草率处理。

当我正准备离开电梯给客户送股票票证时，另一名跑单员会跑过来对我说：“你是去萨托利斯公司吧？”“是的”。“那就请你帮我把这些股票捎给他们，多谢了”。

接着他便把一捆股票票证塞到我手中，转身便跑开了。

然而奇怪的是，尽管这些做法看上去很荒唐，但在支票和证券处理中却很少发生差错。

这是交易环节。但这个环节不是最难的，最难的是当你想买某某股票时，你得先找到那位持股股东。

一般股份公司有股东登记地址，每年按照股东登记的地址将红利支票寄过去。但其他时候，在没有网络、电话还是奢侈品的时代，想和股东联系或者交易，是挺困难的事儿。

你不仅要想办法找到散落在各地的股东，然后你还得知道他是不是愿意卖出股票。比如公交车股票，巴菲特就是通过在报纸上登广告寻找卖家的。

这些养尊处优的管理层往往本身就是大股东或大股东委派的人，你让他们甩火腿去找某个持股小贩甚至泥腿子，他们常常不屑于。

当然，有些案例中，管理层确实会这么干——比如 1956 年，巴菲特和律师朋友莫奈赚了 10 万美元的那笔交易。这是在《你值得被信任，就会被信任》一文里刨下的坑，今天顺带一起将它填了。

话说巴菲特第一家合伙公司有个出资人是他的发小：律师莫奈，后来莫奈退出合伙公司。退出的原因，是巴菲特找他合伙单独操作一只股票。巴菲特负责出绝大部分资金和主意，莫奈负责跑腿动嘴，最终利润平分。

这家公司叫“美洲国家火灾保险公司”，公司的设立起于一个骗局。大约是 1919 年，几个骗子雇佣了一群人，用这个印刷精美但一文不值的股票交换内布拉斯加州的农民手中的一战债券。无知的农民上当了。

世事峰回路转。奥马哈一个很有名气的保险经纪人威廉.哈曼森，在不知情的情况下，被骗到这个公司挂名做当地负责人。

后来哈曼森发现这只是一个用来诈骗的空壳公司，但哈曼森没有一走了之，而是通过自己的努力，逐渐将这个公司变成一个真正的保险公司。

到五十年代，经过哈曼森父子的努力，这家公司已经成为一家不错的小型保险公司。1955 年公司净利润 58 万美元，股本 2 万股，每股收益 29 美元。

哈曼森家族很早就将股东名单交给一个经纪商，以每股 30 美元的价格去农村收购。对于农民来说，几十年前上当受骗的一张破纸头，今天还有冤大头愿意出 30 美元现金买，当然是大好事。

到巴菲特通过《穆迪手册》发现这家公司的时候，哈曼森家族已经持股约 70%，还有约 6000 股散落在广大的农村里。

巴菲特也想买，可是公司根本不可能给他股东名册。巴菲特找了很久，一股也没有买到。后来巴菲特又翻阅了不少历史资料，查到当年骗子们的主要销售区域。

这时候，巴菲特知道自己一个人干不了，这才拉莫奈入伙。主要工作就是带着一卷一卷的现金，开车去那些曾经被诈骗过的区域，和当地农民一起喝茶、喝酒、聊天，旁敲侧击打听 30 多年前谁或者谁的爷、谁的爹曾经上过这种当——这个过程还要避免被哈德森家族及其代理人发现。

就这样，第一年里，巴菲特和莫奈以 35 美元的价格收购到 5 股。但无论怎么保密，纸终究包不住火，农民们也慢慢发现有人收购这个，他们开始要求涨价。

最终，巴菲特最高出价到 100 美元——这是个有魔力的数字，对于农民来说，终于回本，当年买一战债券的本钱，今天又全部回来了。犹如今天久套的股票，一旦回本，就会有很多人争相恐后地卖出去，就好像他们买进股票的主要目的就是为了拿回自己的本钱一样。

巴菲特和莫奈大约在均价 75 美元/股合计弄到了 2000 股。并最终以约 125 美元/股的价格卖出去，获利 10 万美元，俩人平分。莫奈将这笔钱又交给巴菲特管理，这才有了巴菲特的第 6 个合伙公司。

这就是当时一些小公司股票的交易真实场景。这种情况下，大股东或者管理层不去购买，或者购买的数量不够多导致巴菲特这类人有糖吃，你理解了吗？

后记：

①巴菲特相关系列，以后可以向书房发送“巴菲特”提取目录。

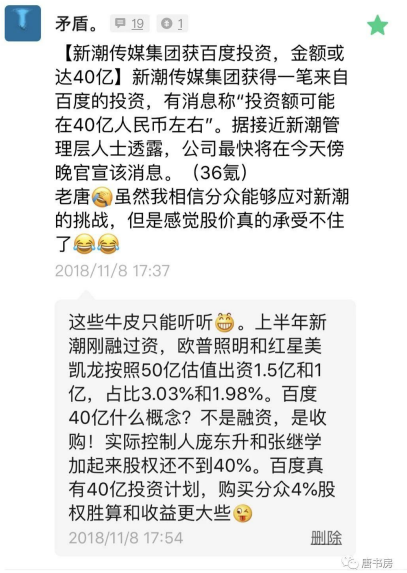
②老唐没有披露交易，就是无交易，不用追问。当前继续持股茅台 38%，腾讯 29%，分众 11%，洋河 9%，海康 8%，古井 B6%，2018 年内收益-18%。

第487篇.　　2018.11.9-聊聊新潮传媒

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-11-09

昨天天气不错，阳光明媚，陪着我家领导出门看红枫赏银杏，晃悠一天。下午回来看见留言区里有朋友说百度 40 亿入股新潮，当即就回应说，不可能。

后来，发现信息里问的人更多，索性将答复截图做了自动回复，只要信息含“新潮”关键词，自动触发回复。



临睡前，又见有新闻说，实际是按照 120 亿估值，百度领投 12 亿，闻名投资跟投 3 亿，合计注资 15 亿。这数量级差不多。

股价下跌的时候，什么消息都被理解为负面，如同股价上涨的时候，什么消息都可以被理解为正面一样。

以今天股价的走势看，很明显将其理解为负面消息的人更多。但多数人就是对的吗？如果多数人是对的，老唐今天应该奔波在上班的路上，而不是闲居 12 年。

市场就是这样。简单说个大师的例子：巴菲特赚过几百倍的《华盛顿邮报》，是 1973 年买的。买的时候，公司总市值 8000 万美元。

按照巴菲特当时的说法“任何一个业内人士，都可以经过最简单的口算，知道华盛顿邮报如果卖出，价格至少在 4 亿美元左右。然而，伴随着股票价格的下跌，市场人士认为风险越来越大了，而不是相反”。

于是股神累计动用了 1062.8 万美元买进《华盛顿邮报》股票（1973 年伯克希尔净资产总计 6856 万美元）。

为了避免让公司以为他是意图控股产业，还特意将投票权全权委托给实际控制人的儿子，并写下保证，未经实际控制人同意，绝不继续购买公司股票。

这样做，证明巴菲特进入之初就是为了做“财务投资者”，从股票上赚钱的。

股神当然是英明的。买进之后，华盛顿邮报的股价——继续暴跌了 25%。一直到 1976 年，股价一直低于巴菲特的购买价，按照我们习惯的说法，巴菲特“套”了三年多。

巴菲特 1973 年致股东信里写到：

“今年，我们的投资出现**巨额账面亏损**，你们可以从财报上看到这一点。尽管如此，我们相信我们买入股票的价格大幅低于这些股票的内在价值。虽然年底出现了巨额账面亏损，但我们认为我们的投资组合将在长期内获得令人满意的回报。”

巴菲特错了吗，跌到 6000 万美元再买或者等 1976 年再买是不是更英明呢？留给各位自己思考。

说新潮。

新潮传媒创始人张继学，是老乡，苏东坡的老家四川眉山人。很早我就是他的用户，订阅过《新潮》周刊。

张继学是 1996 年创业的，在乐山搞了个乐山今日传媒，代理乐山电视台的广告。

2004 年在成都创立《新潮》生活周刊，是一本八卦和导购相结合的周刊。两张 A4 纸那么大的开本，薄薄的、花花绿绿的，很多美女图，年轻的老唐很喜欢翻看。

后来纸媒不行了。2008 年张继学二次创业，创办新潮网，运营腾讯广告和移动 DSP 流量平台（类似弹窗广告、开屏广告、插屏广告等等）。

这个也没搞头。2013 年，张继学三次创业，创立新潮传媒，主打社区电梯广告。

第一大投资人是庞升东，之前上市公司 2345 的实际控制人。包括后来给新潮投资的其他上市公司，类似欧普照明、顾家家居、红星美凯龙等，都是庞升东的朋友圈。

庞升东是浙江人，头脑很灵活，半辈子创业无数。按照他自己的介绍，自己的第一桶金来自 99 年建立了的个人网站。

第一个网站叫“女人的奥秘”，主打性爱内容，靠垃圾邮件推广，靠网站的展示广告挣美国公司的钱；第二个是和后来的 hao123、2345 一样的导航网站“中文网络谁最酷”；第三个是股票论坛“必赢证券”；第四个是“站长之家”。

2001 年初，由于纳斯达克网络泡沫破裂，几个网站广告不好卖了。庞升东在“必赢证券（后来改名至诚证券）”建立收费炒股咨询版块，将几个网站没人要的广告全部导流到必赢。

搞了两个月，发现韭菜茂盛，干脆于 2001 年 4 月 17 日辞职，专职搞必赢。2001~2004 年就这样赚了几百万。

再后来，因股市行情一直走熊，收费咨询越来越不好混，庞升东拿着这笔钱去炒房（事实上，2005 年开始股市走出大牛市了），大赚一笔（数额他自己没说）。

再后来又乱七八糟搞了一大堆项目，很杂，都没赚到什么钱。直到 2007 年搞出 51.com 后，庞升东才算真正在互联网江湖扬名立万了。这在去年八月的《散打投资 10》里介绍过。

51 全面拷贝 QQ 空间，并明确公司的战略“只要腾讯出什么新花样，51 一定要在一个月内跟上”。

庞升东三管齐下：一边大肆到腾讯挖人；一边通过外挂“彩虹 QQ”拦截 QQ 用户资料；一边利用农村包围城市战略，以二三四线城市为主，逐个网吧实施地面占领，推广 51 社区。

这事儿，庞升东大获成功，51 成为和 QQ 齐名且市场占有率差不多的著名网络社区，两家活跃用户均过亿。

期间 51 连续获得红杉资本、intel 资本、红点创投、SIG、史玉柱等多人巨额投资，眼看就要成为中国互联网史上第一个攻破 QQ 基础社交帝国的侵略者。

很可惜，蛋糕要出炉了，团队内讧。产品部门与市场部门冲突不断，技术团队负责人张剑锋宣布因病退出，此时 QQ 趁机通过起诉彩虹外挂非法，起诉跳槽员工违反竞业禁止协议等手段打击 51。

内外交困之下，51.com 来也匆匆，去也匆匆，到 2011 年，用户数萎缩为百万以下，基本算是退出互联网江湖了。

之后就是创立 2345，然后借壳海隆软件实现上市，再转手卖掉控制权的故事。正在进行时，资料丰富，感兴趣的自己找，老唐不聊（你懂的）。

继续说新潮。

虽然张继学在今年 4 月拿到成都市政府高新产业基金投资时，就已经对记者说过“新潮传媒的融资总

额超过 60 亿元”，但按照新潮公司自己的披露，公司累计融资过四次：

①天使轮 6000 万。投资人未披露，但根据公司股权结构推测，应该是庞升东个人或者以庞升东为主的几个人加上现在的管理层个人出资；

②2017 年底到 2018 年初，庞升东及其朋友圈，按照 50 亿估值陆续投了 10 亿；

③2018 年 4 月，成都市政府高新产业基金按照 20 亿美元估值水平投了 20 亿 RMB；

④昨天，百度及闻名投资按照 120 亿估值投了 15 亿。

如果上述数字没有水分（互联网企业融资数据含水量高是常态），新潮累计拿到了约 45 亿融资。45 亿，接近分众今年前三季度的纯利润数据（48 亿）。

这次融资，估值 120 亿，相比 4 月的 20 亿美元估值，是不惜打脸成都市高新产业基金，降低估值水平融资。推测新潮应该是手紧了，前面的融资烧的差不多了。

以这个烧钱速度，老唐估摸着应该还可以坚持半年左右吧。届时要么继续融资，要么就准备卖身了。庞升东曾经分享过他为何投资新潮的理由，一共四条：

第一，这是一个冷门的大生意。分众传媒 2017 年税后净利润 60 多亿，民营企业能做到 60 多亿其实很难得；

冷门意味着该领域没有太多聪明人和优秀团队。除了分众传媒以外，过去 12 年该领域没有第二家公司融资额度能超过 1 亿。

这个市场非常冷门，不适合创业者，也没有受到资本市场的关注。早期我们融资的过程非常困难，市场小，很多机构一听会跟分众去竞争，不太敢投资。

第二，分众传媒企业虽然巨大，但是分众的垄断没有技术门槛。它不是一个技术垄断的公司，只有资金门槛和运营门槛。

第三，打破垄断对于行业中的物业公司、广告主来说都是好事情。

第四，新潮传媒找到一个区别于分众传媒的新位置。

我不同意庞升东的“分众只有资金门槛和运营门槛”观，但我同意他“新潮传媒找到一个区别于分众的新位置”看法。在我看来，新潮和分众的服务对象，其实只是有少量交集，并没有替代功能。

新潮主打的是社区，分众主打的是写字楼；新潮主要服务的是小企业，分众主要服务的是大企业；新潮是低毛利率铺生意，分众是高毛利率收钱。

过去三年，2016 年新潮传媒营收 7142 万，亏损 7765 万；2017 年营收 2 亿，亏损 1 亿多；至于 2018 年，张继学 2018 年 4 月 9 日在成都市政府高新产业基金投资发布时说过“新潮 2018 年的营收目标是 15 亿元”。

同期分众的营收分别是：102 亿、120 亿、约 150 亿，净利润分别是 44 亿、60 亿、约 60 亿，其实完全不是一个数量级的对手。所以你也很容易看到，市场上关于新潮对分众冲击的媒体言论，全部发自新潮一方，分众一方几乎没有提及过。

这就好像如果你发起和巴菲特的炒股大战，只要巴菲特回应，不管他如何回应（哪怕表示鄙视），也不管炒股结果如何，你都已经是赢家（所以他老人家也不会回应这种无聊的挑战）

实际上，分众创始人江南春算是业界公认的广告行业专家，电梯广告这个行业历来也没缺过对手，但至今为止，没有像样的对手产生。规模和净利润差额这么大的新潮，号称要挑战分众，我想江南春心中是

不屑的。

我记得曾经看过一份资料，说分众战略上大致有个标准：对于同行业在分众营收 5%以下的公司 ，分众传媒不会打击，因为没有实际意义。

分众传媒董事会认为必须让参与投资的股东钞票烧完，切实形成无法挽回的损失才行，否则还会有后续公司不断涌入尝试。

这种杀鸡骇猴的心思，老唐无从判定真假，但如果让我站在江南春的位置上，我也会这么做。今年分众加快对二三线城市及社区的点位布局，以及实验中小企业自动投放系统，其实就是将战火引到敌国土地上去燃烧。

YY 一下：如果我是江南春，我不会打的太狠，譬如直接拿出三五十亿现金和对方对轰。那不仅哄抬了业主或物业的心理价位，还会断了对手的梦想。

就是要给对手留下希望，让钞票一点一点填进去，让成功就在对手鼻子尖晃悠，直到所有挑战分众的钱都化成灰烬。说不定最后还能来个 1 折大收购，穿上雷锋们做好的嫁衣裳——注意，本段表述，纯属 YY，如有雷同，实属巧合。

百度入股新潮也好，阿里入股分众也罢，在我眼里，恰好证明了电梯广告巨大的潜在价值。插张央视调查公司的权威数据图，一看就懂



无论过去宏观经济好，还是最近在某团队折腾下变的不好，广告行业衰落的是谁——被手机干掉的媒体；兴旺的是谁——手机和不受手机影响的媒体。

如果不能理解电梯和影院媒体广告和其他传统广告类型的本质区别，就无法理解上面这个增速图。需要理解的，去看 6 月份书房文章《梳理分众传媒》下篇。

老唐做个常识性的对比：

百度入股的新潮，非上市公司，2018 年目标营收 15 亿，估计最终数据大约在 10~15 亿之间，利润为负，估值 120 亿；

分众传媒，上市公司，2018 年营收约为此数字的 10 倍以上（前三季度 109 亿，三季度单季约 38 亿），净利润约 60 亿，目前估值约 850 亿。

财务投资谁划算，自己算。当然，这丝毫不妨碍分众股价继续下跌，就好比价值至少 4 亿的华盛顿邮报，哪怕是巴菲特买了，也不妨碍它从 8000 万跌到 6000 万一样。

汇报一下：老唐购买的分众已经“套牢”1/3 了。故，以上表述完全可能是鸭子死了嘴硬、骗点击的

鸡汤、或是自己给自己壮胆的口哨……这些视角没什么讨论价值，留给伟大的时间去判断即可。

再次感叹幸亏老唐是用自己的钱投资，不需要说服别人，也不需要给别人交待。否则以老唐轻度强迫症性格，头发估计已经掉成秃瓢了

今天写这篇，是原以为今天分众会跌停，我打算把 10 月 29 日加的几百股茅台拿来换跌停的分众。反正要披露交易，就一并扯点儿啥吧，结果居然没跌停，成功错过，但文章反正已经写出来了，就推给大家喽……

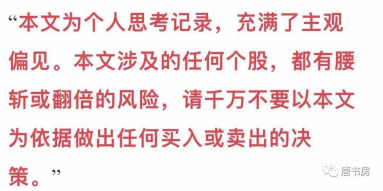
再次证明市场先生之博大精深，不是老唐这种死脑筋可以猜透的。

非常开心过去一年多里，市场能够如此大幅波动，让我有机会将资金逐步从水电和银行转移到新看中的腾讯、分众和海康上，并建立了基本满意的仓位。估计之后的两三年，又可以偷懒睡大觉等着收钱了。

感谢市场先生，感谢恐慌，让我再次享受到 2011 年被无人问津的银行股套牢，2013 年被越跌越猛的茅台套牢的感觉

最近股市跌的连一贯坚强的唐书房读者也开始大幅掉队。上月底，书房文章阅读量还在三万七八徘徊，本月三篇阅读量分别跌至 2.2 万，1.4 万，1.6 万，看上去已经有一大半人失去戳开公众号的劲头了

一路跌，一路掉队，和长征差不多。不知道剩下的 1.5 万朋友里面，会有多少人走到财富自由的那天呢？不预测，携手前进吧。



截止今天，老唐持股茅台 39%、腾讯 29%、分众 10%、洋河 9%、海康 8%、古井 B6%，2018 年内收益-20%。在公开披露仓位的过去五年，收益分别为 62%，13%，23%，62%，-20%（均不计新股收益），年化收益 23.9%。

第488篇.　　2018.11.10-老唐推荐的投资类书单

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-11-10

好些朋友双十一要买书，找老唐要投资类书单，老唐对照自己的书架，临时挑选部分精品书籍推荐给大家。

链接我就不给了，发挥伟大的双十一精神，哪家电商便宜就去哪家薅吧！

推荐分为四部分：①巴菲特相关，②格雷厄姆相关，③其他投资家，④财务与估值。

老唐不保证自己的眼光，但可以保证下面每本书，都是我自己读过（有些不止一遍），且认为是精品的书籍。

每个部分内，包括每一行内，均有先后排名，靠前的就是老唐优先推荐，各位可根据自己的预算挑选。

第一部分　　巴菲特相关

沃伦.巴菲特是投资理论集大成者，不世出的奇才。学习投资，直接阅读和学习巴菲特生平及投资理念，是最节约时间和金钱的大道。

1）传记生平类：《巴菲特传：一个美国资本家的成长》罗杰.洛温斯坦、《滚雪球》爱丽丝.施罗德、《投资圣经：巴菲特的真实故事》安迪.吉尔帕特里克；

2）《巴菲特致股东的信》杨天南译本、《穿过迷雾》任俊杰；

3）《巴菲特的估值逻辑》　陆晔飞；

4）《巴菲特之道》　杨天南译本；

5）《资本帝国：巴菲特和芒格的伯克希尔》叶允平；

6）《巴菲特的高收益投资策略》　吉瓦.拉码斯拉米；

7）《跳着踢踏舞去上班》卡罗尔.卢米斯。

第二部分　　本杰明.格雷厄姆相关

1）《聪明的投资者》本杰明.格雷厄姆；

2）《华尔街教父回忆录》本杰明.格雷厄姆；

3）《证券分析》本杰明.格雷厄姆——先别急着买。出版社在巴曙松译本的基础上，邀请部分国内投资人给每章增加了导读，新版本快面世了。其中第四章导读是老唐写的，建议等这个版本；

4）《格雷厄姆精解证券分析》本杰明.格雷厄姆；

5）《格雷厄姆论价值投资》珍妮特.洛尔。

第三部分　　其他投资者

1）《投资收益百年史》伦敦商学院版；

2）《股市长线法宝》、《投资者的未来》杰里米.西格尔。可以二选一，核心思想基本一致；

3）《查理.芒格传》珍妮特.洛尔；

4）《穷查理宝典》查理.芒格；

5）《查理芒格的智慧：投资的格栅理论》罗伯特.哈格斯特朗；

6）《股市真规则》帕特.多尔西；

7）《安全边际》塞斯.卡拉曼　——无正版，淘宝翻印本；

8）《施洛斯访谈集》——无正版，淘宝翻印本，雪球@ranran 译；

9）《什么是价值投资》劳伦斯.柯明汉姆；

10）彼得.林奇三卷《彼得.林奇教你理财》、《彼得林奇的成功投资》、《战胜华尔街》，第一本特别入门，小白用户可以选择。若计较金钱，可以只选其他两本；

11）《乱世华尔街》渔阳；

12）《戴维斯王朝》杨天南译本；

13）《赌金者：长期资本管理公司的升腾与陨落》；

14）《机构投资的创新之路》、《不落俗套的成功》大卫.斯文森，核心就是放弃所有择时的幻想，坚持尽可能多地配置没有相关性（或相关性尽可能小）的权益性资产，如果能接受这个理念，不读也可；

15）《投资的护城河》希瑟.布里林特；

16）《股市进阶之道》李杰；

17）《您厉害，您赚的多》方三文；

18）《投资中最简单的事》、《投资中不简单的事》邱国鹭等；

19）《投资最重要的事》霍华德.马克斯；

20）《价值投资》詹姆斯.蒙迪尔；

21）《怎样选择成长股》菲利普.费雪——要有思想准备，翻译水平不咋地。

第四部分　　财务与估值

1）《玩转财报》约翰.特雷西——纯小白入门；

2）《手把手教你读财报》唐朝——投资者视角看财报；

3）《亚洲财务黑洞》陈竞辉——财务欺诈手法；

4）《企业会计准则详解与实务》企业会计准则编审委员会　——进阶读物；

5）《估值难点、解决方案及相关案例》达摩.达兰；

6）《学会估值，轻松投资》达摩.达兰——上面那本的简化版。

第489篇.　　2018.11.13-散打巴菲特04——一次奸诈的曲线减持

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-11-13

继续填坑，今天聊巴菲特一次奸诈的减持案例。

1988 年，在可口可乐股价下跌到诱人时，巴菲特开始偷偷买进。为避免股价因为自己的买入而上涨，也为避免被市场发现，巴菲特安排经纪公司大约按照每天市场成交量的 30%左右买。

平均每天买入了约 16 万股，前后合计花了七八个月时间，共计买下 2335 万股，投入 10.24 亿美元（当时伯克希尔公司净资产约 34 亿美元），买入均价 43.85 美元/股。其中 1988 年买进 1417 万股（当时可口可乐总股本 3.6 亿股），买进均价 41.85 美元。可口可乐 1988 年净利润 10.4 亿，净资产 33.5 亿。41.85 美元的买价，对应当年市盈率约 14.5 倍，市净率 4.5 倍。

1988 年年底，可口可乐股价收于 44.6 美元。

1989 年巴菲特继续买进合计 918 万股，买进均价 46.95 美元。对应静态市盈率约 17 倍，市净率 5 倍出头。

其实巴菲特还有意继续买入的，只是因为他的买入行为被市场人士发现了。巴菲特对门邻居，可口可乐首席运营官（二把手）唐纳德.基奥就直接打电话问巴菲特“是不是你在买我们公司股票？”。

不知道是资本逐利还是因为巴菲特买入导致的价值发现，总之，可口可乐股价大涨，良好的买入机会也就没了。

到 1989 年底，股价已经涨到 77.25 美元，巴菲特持有的 2335 万股，市值约 18 亿，相比买入成本上升超过 75%。

1990 年和 1992 年，公司两次 10 送 10，巴菲特持股数变成 9340 万股。1994 年巴菲特大概是强迫症发作，买进 660 万股凑整 1 亿。

这 660 万股买入均价约 41.65 美元（大约是 1988 年买价的 4 倍），总花费约 2.75 亿。加上之前投入

的 10.24　亿元，总投入 12.99 亿美元。

1994 年底股价 51.5 美元，持股市值 51.5 亿。当年每股收益约 2 美元，市盈率约 25 倍出头。

把钱放在好公司身上，呆坐就可以挣钱。Time　flies，可口可乐净利润由 1988 年的 10.4 亿，增长到 1997 年的 41.3 亿；市盈率也从巴菲特买进时约 15~17 倍，上升到约 40 倍，公司市值达到 1648 亿。

巴菲特的持股市值上升到 133.38 亿美元，期间还拿到的现金分红约 6 亿美元（可口可乐每年利润的 30%~40%分给股东）。一个典型的戴维斯双击，漂亮！

截止此刻这是一笔完美符合巴菲特投资理念、且没有任何逻辑争议的投资：①高 Roe 企业（1988 年 Roe 超过 30%），②净利润全是真金白银，③维持当前盈利能力不需要大量资本投入；④预计未来很难变糟，⑤买入市盈率 15~17 倍——买进持有。

这套动作，我估摸着今天书房里能有很大一部分朋友若是穿越到 1988 年，也能毫无难度地作出来（我不敢说大部分，只敢说“有很大一部分”）。

以历史比，它有点像 2013 年的茅台。当时茅台①Roe 超过 40%，②净利润全是真金白银，③维持当下盈利能力不需要投入大量资本；④预计未来很难变糟，⑤在 15~17 倍市盈率买入。

15~17 倍市盈率对应约 2000 亿市值（2012 年 133 亿净利润，2013 年 151 亿净利润），股价约 180~190 之间（总股本 10.38 亿股）买入——段永平就是这个价位进来的，老唐在这个价位也增持了。

但是我大 A 股比美帝市场更适合价值投资。2013 年 A 股市场给出的茅台机会，可比巴菲特面对的可口可乐好多了。茅台并没有在 2000 亿止跌，而是继续大幅下挫，最低还跌到过 1250 亿。

市场先生强行送钱，持续时间整整 1 年。期间老唐不断把其他股票上的仓位搬到茅台上，当然，免不了被网友嘲笑，和今天的腾讯分众差不多。

之后四五年，茅台从 1250 亿一直升到今年初的 1 万亿，期间现金分红率介于 30%~50%间，略优于可口可乐。

到今年初万亿时，以 2017 年 271 亿净利润计算，市盈率 37 倍，也很像 1997 年 40 倍的可口可乐。

如果以现实来比，它像今天的分众。今天分众①Roe 超过 65%，②净利润基本可以确认为真金白银（比茅台略差，不是预收款，而是回收记录良好的应收账款），③维持当前盈利能力不需要投入大量资本；④未来很难变糟；⑤15~17 倍市盈率对应位置在 900~1000 亿。

未来会不会再演戴维斯双击，身处其中的现场直播，只能留待时间给出答案。**风险警告：股价只可利用，不可预测。分众完全有可能象 2013 年的茅台一样，从 15~17 倍市盈率位置再跌 40%。**

然而，**到达 40 倍以后怎么处理，这问题开始有难度和分歧了。**即便是老唐 2017 年 10 月 28 日书房文章里分享的表格，也是这样写的

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

唐书房

看表格：40 倍市盈率，市值万亿，股价 800，可持可减。两可状态。实际上，我选择了持，并没有减。那么，巴菲特遇到这种情况会怎么处理呢？

其实当时如果减持，决定挺容易做的。当时有很多“利空”：1997 年 10 月，连续 16 年担任可口可乐董事会主席兼 CEO 的郭思达因肺癌去世，享年 65 岁。新董事长兼 CEO 上台后麻烦不断。

加上就在郭思达去世的那个月里，最大的竞争对手百事可乐架构重组，剥离必胜客、肯德基等餐饮部分成立百胜餐饮集团，留下百事可乐专注可乐经营，竞争力大涨，市场份额激增。

同时，可口可乐比利时市场出现食品安全问题，大批人员饮用可口可乐后出现头晕、恶心、胃痛的症状（灌装厂原料污染造成的）。比利时、法国、挪威、卢森堡等多国相继禁售可口可乐。股价大跌。

这种情况下，将心比心，如果是我，可能就减持甚至清掉了。巴菲特没有，他和唐纳德.基奥及另一位董事艾伦，合谋推动了一场“政变”，在 1999 年 12 月改选了公司董事长。

然而，我们现在已经知道了，巴菲特这个决定被市场人士讽刺挖苦很多年，至今依然被归为巴菲特的一次失败的决定，因为其后他持有的可口可乐股票市值波动如下图：



很显然，1 股没卖的巴菲特，持股市值在 2005 年，相比 1997 年底下跌了整整 40%（2005 年底持股市值 80.62 亿），直到 2011 年才重新回到 133.38 亿上方。

也就是说，自 1997~2011，整整 14 年时间巴菲特的可口可乐处于“回撤”状态（除了平均每年约 1 亿美元的分红）。请想象从 2018 到 2032 年，茅台股价一直在 800 元以下波动的话，800 元没有卖出的某 V 将面临的舆论。

那么，巴菲特当时为什么不卖呢？老唐曾经捋过巴菲特在那段时间的投资经历，推测有两个原因导致巴菲特做出如此决定。

第一，是资本城公司操作经历的影响。巴菲特在资本城这家公司上，做过“波段”，操作过程大致如下：

①1978 年，巴菲特大约以 24.68 美元/股的价格买进了约 25 万股资本城公司，1980 年以 43 美元清仓；

②1985 年 172.5 美元/股买进 300 万股。注意，股价相比 1980 年清仓价涨了好几倍；

③1986 年，巴菲特在致股东信里信誓旦旦地将其列为和《华盛顿邮报》、GEICO 保险并列的三大永远不卖的股票投资；

④1993 年食言，以相当于 630 元的价格卖掉了 1/3（实际是股票已经一拆十，当时以 63 美元价格卖掉了 1000 万股）；

④结果 1994 年底，股价收于 85.25 美元。注意，相比 1993 年 63 美元的卖出价，又涨了 1/3；

⑤1995 年资本城被迪士尼换股收购，股价在 1994 年底股价的基础上又涨了约 50%，达到 127 美元/股。曾经 63 美元卖出的 1000 股，少赚了 6.4 亿美元（1995 年，不计算未出售股票的浮动盈利，整个伯克希尔集团的报表净利润一共 7.25 亿美元）；

⑥1997 年至 1999 年间，巴菲特正在不断减持换来的迪士尼股票，（1999 年清仓），期间因“永远不卖”变成清仓且卖出价过早而被大范围嘲笑和打脸。

而正好，巴菲特对可口可乐也曾做过同样的表述。

在 1991 年致股东信里，巴菲特写到：“可口可乐和吉列可以说是世界上最好的两家公司，我们预期未来几年他们的利润还会以惊人的速度增长，我们的持股价值也会以等比例的程度增长。”

在当年股东大会上，巴菲特对广大股东说：**“我们有四只股票死了都不卖，华盛顿邮报，大都会公司，可口可乐，GEICO 保险。和我们的全资子公司一样，这些股票就算得到远超我们认可的价值的报价，我们也不会出售”**。

一共四个死了都不卖的股票，已经卖错一个大都会，且给不出解释（巴菲特只是自我调侃了一下“看起来似乎应该给我找一个指定监护人了”），此时再卖另一个，恐怕再说死了也不卖谁谁，没人信了。

巴菲特确实没卖过 1 股可口可乐。虽然伴随伯克希尔源源不断的资金流入，股票总值越来越高，但直到 2011 年，可口可乐始终是伯克希尔第一大仓位，占比 18.2%；2012 年才被富国银行挤到第二，占比 16.5%；截止今天，不计期间分红，持股市值超过 200 亿美元，位列伯克希尔第四大持仓。

至于**第二个原因，可能就是当时市场整体高估**，所有的股票都贵，包括伯克希尔本身在内都贵。如果将可口可乐卖出，**很难找到投资品放置高达 134 亿美元的巨额资金**，除非是债券。

但是，以巴菲特的风险观看，持有哪怕是偏高估的可口可乐股票，“风险”也比债券小多了。**对风险的不同定义，是巴菲特投资体系有别于其他投资体系（包括施洛斯的烟蒂股体系）的核心区别。**

在其他投资体系（不管是技术的、指数的或是烟蒂的），一般认为股价大幅波动（主要指向下波动）构成投资的风险。及时止损、追随趋势、控制回撤、股债平衡、分散投资、资产配置等多种投资思想都是基于这种认识出炉的。

而在巴菲特和芒格的思想体系里，所谓**风险，“指一项投资在其预计的持有期间内所收到的税后收入加总（包括出售股份所得），是否能够让投资者维持原有的购买力，并得到合理的利息回报。”**——1993

年致股东信。

老唐中翻中，简单粗暴地按照我的理解来说说这个风险定义：

一项投资的回报，来源于你预计持有的时间段里收到的红利，加上最终以保守估计的合理市盈率位置出售股票所得。

这笔投资是否有风险，取决于这个回报水平是否明显超过无风险利率+通货膨胀。

在这种风险的理解下，**投资风险大小与两个因素直接相关：一个是预计持有时间的长短，一个是你对公司盈利及分红估计与真实情况的接近程度。**

预计持有时间短的，红利几乎可以忽略，回报主要来源于出售股票所得。在预计较短的持有时间里，股价是否会达到保守估计的价位，完全是随机因素，风险就是 50%，纯赌博——注：**保守估计价位在老唐体系里很简单，它=类似自由现金的部分净利润×无风险利率对应的市盈率。**

而预计持有时间较长，考虑贪婪和恐惧交替而来的不变人性，加上资本的逐利天性，股价到达“保守估计的价位”的概率，伴随持有时间的延长而增加。长到一定时间，这个概率是 100%。

在西格尔教授对 1871 年~2012 年美国股债数据的研究中，股票回报优于短期债券的概率，以 1 年滚动计算是 66.9%，以 3 年滚动计算是 73.3%，以 5 年滚动计算是 74.6%……以 20 年滚动计算是 99.3%，以 30 年滚动计算是 100%。

注：所谓 3 年滚动，就是分别以 1871~1873；1872~1874；1873~1875……2010~2012 建立统计区间比较回报率。其他时间段同理。

从巴菲特预计的长期视角来看，可口可乐股票优于债券是 100%确定事情。事实也是如此，巴菲特自 1989 至今 30 年时间，经老唐估算至少收到现金分红 50 亿美元以上，目前持股市值 200 亿美元，回报近 20 倍，远超债券回报。

但是，巴菲特面对市场整体高估，真的毫不动心吗？恐怕不是。巴菲特这人的名言是“人生有很多事情比赚钱更重要，其中一件就是赚更多的钱。”看见钱不捡，自己会觉得是罪恶。

他只不过用了另一种手段去捡这笔钱。不过，好险，差点搬起石头砸了自己的脚。

1997 年底，伯克希尔的股票投资共计 362.48 亿美元（市值口径），其中可口可乐为第一大持股，市值 133.38 亿美元，占比 36.8%。当时整体市场高估，不仅可口可乐高估，伯克希尔的股票也高估。

聪明的巴菲特，设计了一个利用市场高估、曲线出货，并顺带满足伯克希尔战略的手段，可谓一石三鸟。

巴菲特瞄上了美国最大的再保险公司——通用再保险公司（下称通用再保），通过用伯克希尔发行新股交换通用再保股票的形式，完成对通用再保的整体收购。

巴菲特首先发行伯克希尔新股和通用再保大股东换股，其中通用再保股票按照当时股价 220.25 美元打 71 折计算。

对于通用再保的其他中小股东，有权按照 270.5 美元/股的作价换成伯克希尔公司的股票，或者兑换成等额现金。——这是常见的市场收购手段，今天 A 股也有很多企业运用。

这样算下来，总体收购价格大约相当于 220 亿美元。不过很可惜（这话背后应该加个奸笑表情），等

通用再保的股东们投票支持走完程序，可以兑换伯克希尔股票或者领钱时，高估的市场已经做出反应，股价下跌了。

股东们实际只能兑换到大约价值 160 亿美元的伯克希尔股票或者等额现金——这是巴菲特的第一只鸟，用 160 亿实现了对通用再保的收购。

通用再保是美国最大的再保险公司，交易达成时通用再保手头拥有大约 220 亿美元的投资资产（其中客户浮存金约 150 亿），其中大部分以股票形式存在。

当收购通用再保确定后，巴菲特以最快的速度将股票全部抛售，通通换成债券。“当合并案敲定后，我们立刻要求公司抛售所有的股票，通用再保马上将手上超过 250 种股票出手，为此还缴了 9.35 亿美元的税。”——致股东信 1998 年。

巴菲特通过这样的手段，调整伯克希尔手中股票和债券的仓位占比，变相实现对伯克希尔、可口可乐以及当时伯克希尔持有的所有股票，通通在市场高位减持总量的约 22%（这次收购中，发行的伯克希尔新股数量）。

到 1999 年底，伯克希尔公司股价下跌了约 30%，从签约时的 80900 美元/股，跌到 56100 美元/股。同期可口可乐公司股票也跌了约 1/3——这是巴菲特的第二只鸟。

不仅如此，收购通用再保还给巴菲特带来了大量他最喜欢的浮存金：1998 年伯克希尔披露的浮存金构成里，通用再保 149.09 亿美元，GEICO 保险 31.25 亿美元，伯克希尔旗下其他保险公司 47.2 亿美元，合计 227.54 亿。

由收购通用再保带来的浮存金，是原伯克希尔公司浮存金的 190%——这是巴菲特的第三只鸟。

如果事情到此为止，这就是一件完美的操作。不过，很可惜，或许巴菲特给了“曲线减持”这个目的过多权重，影响了他对通用再保的判断。

收购完成后，通用再保连续亏损，逼迫巴菲特罕见地在年报中点名批评通用再保管理团队，并最终请来新 CEO 及其团队。即便如此，通用再保直到 2003 年才开始盈利。

这案例也再次展示了巴菲特“就算踩到屎，也要运用自己的能力点屎成金”的性格

关于通用再保的收购和后续情况，在 2017/12/10 书房文章《对保险股的思考 04》里详细阐述过，感兴趣的朋友可以重读（向书房发送“保险”可以收到关于保险股思考合集目录），这里不再重复。

让老唐用巴菲特的忏悔结束本文吧：

通用再保在我们 1998 年并购以后，一直是伯克希尔的问题小孩。更惨的是，他还是一个重达 400 磅的巨无霸小孩，所以他的负面效应对于我们的整体表现极为重大。不过多亏了 Joe 和 Tad 卓越的工作，这终于成为了过去式（通用再保终于在 2003 年一季度开始盈利）——2003 年致股东信

过去几十年，通用再保一直是保险行业的顶尖品牌，人人都羡慕它的保险技巧和纪律。不幸的是，1998 年我收购它的时候，这些技巧和纪律已经不在了，而我居然完全忽视了这一点。——2007 年致股东信

可口可乐曾经被荒谬的高估过，但你们不能因此责怪可口可乐的 CEO。你们可以责备我，因为我没有在 50 倍市盈率时卖掉它。我期待今后 10 年一直持有它——2006 年股东大会交流时巴菲特说。

经过这个案例，等你遇到自己的持股略偏高估的时候，你会选择卖还是不卖？

不要问老唐标准答案，我也没有。我只能说取决于届时我的次优选择有多吸引我。就好比 800 元的茅台是持是减，要取决于我当时卖了究竟能买到些什么我能理解的东西。

“本文为个人思考记录，充满了主观偏见。本文涉及的任何个股，都有腰斩或翻倍的风险，请千万不要以本文为依据做出任何买入或卖出的决策。”

盾书房

文末再补三个小资料：

①可口可乐的首席运营官唐纳德.基奥，也是奥马哈人，而且他家就在巴菲特家正对面约 100 米。在巴菲特早期搞合伙基金的时候，曾经找过唐纳德.基奥，希望他投 1 万美元，被基奥无情地拒绝了

②1998 年，可口可乐公司用高于 40 倍市盈率回购股票，巴菲特表示认同，证明当时巴菲特对可口可乐未来的盈利水平增长有着相当乐观的估计。

不过很可惜，巴神照样犯错（这也证明了投资成功并不需要每次都判断正确），直到 2003 年，可口可乐公司净利润水平才超越 1997 年水平。

巴菲特在股东大会上说“可口可乐公司用高于其每股收益 40 倍的价格回购股份，我认同这个作法。当然，我更愿意他们以 15 倍市盈率的价格回购”。

③说到回购，老唐之前文章里说巴菲特甚至会投资净资产为负值的吉列。有朋友问，净资产为负怎么还有投资价值？这事儿又涉及到滥用 pb 指标估值的荒谬，借着可口可乐回购的事儿聊聊。

比如 1997 年可口可乐公司净资产 73 美元，公司市值 1648 亿美元，年净利润 41.3 亿，年底股价 66.7 元（总股本 24.7 亿股）。我手边没有公司资产负债表，就简单粗暴假设公司有类现金资产 50 亿，此时若公司贷款 40 亿，然后动用留下 15 亿作为营运所需流动资金，动用 75 亿资金回购公司股份。

假设回购均价 75 美元，回购 1 亿股注销。那么此时公司净资产就是-2 亿，pb 无穷大。这家公司的盈利能力改变了吗？没有。

假设其他条件不变，公司多了 40 亿贷款，假设贷款利率 4%，所得税率 33%，会增加 1.6 亿税前支出，减少 1.07 亿净利润。每股净利润反而由 1.67 美元（41.3/24.7）提升至 1.70 美元（(41.3-1.07）/23.7）。

或者干脆用分众传媒举例。

2018 年三季度末分众净资产 135 亿。资产科目里有货币资产 37 亿，应收账款 54 亿，可供出售金融资产 28 亿，其他应收和理财大约 10 亿，合计约 130 亿类现金资产。

假设公司今天居然把应收全部收回了，同时把可供出售金融资产也以当前价格卖掉，合计回笼 130 亿资金，再向银行贷款 30 亿（约半年净利润），留下 25 亿作为日常运营资金，135 亿用以回购股票然后注销。

假设回购平均价格 6.75 元，可回购 20 亿股。那么公司净资产就会从当前的约 135 亿变成 0，pb 无穷大。但是，分众的盈利能力和企业竞争力因为净资产从 135 亿变成 0 而改变了吗？基本没有，甚至因为收回全部应收而变的略强大了。

公司每年因 30 亿贷款而增加约 1.8 亿的利息支出（假设贷款利息为 6%），减少公司净利润约 1.5 亿。但总股本从 147 亿变成 127 亿，每股净利润还会从原来的 0.41（60/147）提升为 0.46（(60-1.5）/127）。

然而，这个使企业盈利能力几乎没有变化的财务处理，如果用 pb 估值法去看待，就会看见 pb 从 6 倍飙升为无穷大，估值瞬间高上天。

（本系列文章，可以向书房发送“巴菲特”提取目录）

这些阅读量远远落后的文章，每一篇的价值都比某某公司季报分析高出 10 倍

散打巴菲特 01：01：https://mp.weixin.qq.com/s/hUTYb3IAdL3BbAZlreguNA

散打巴菲特 02：02：https://mp.weixin.qq.com/s/8y3fuW1EZtZofLI1qyJqeg

散打巴菲特 03：03：https://mp.weixin.qq.com/s/uIzFQrCnW_iOBO6_-ZCECA

散打巴菲特 04：04：https://mp.weixin.qq.com/s/nTK23KeJsGRiObLHuTretg

（编者注：看到这些我就更加放心了）

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

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-11-18

上篇太烧脑，今天来篇轻松的故事。故事的主人公是一个被严重低估的人物。

可以这么说，没有他，巴菲特的投资道路可能完全不同，巴菲特的影响力不会有今天这么大，“价值投资”四个字也不会成为一个连投机者也喜欢贴的标签。

他是巴菲特的偶像兼导师——洛里默.戴维森，伯克希尔的庞大保险帝国萌芽于他的教导。这不是老唐牵强附会，是巴菲特亲口说的：

自从我认识戴维森后，他就一直是我崇拜的偶像之一，而戴维森也从来没有让我失望过。

大家必须知道，如果没有戴维森在 1951 年那个寒冷的星期六给予我 4 个多小时慷慨分享，伯克希尔绝对不会有今天的成就。

对于 GEICO 来说，戴维森是带领公司高速成长的巨人。对我个人来说，他是我的偶像，亦师亦友。很显然，要是没有他，我个人的一生可能要完全改变。

戴维森出生于 1902 年，小时候学习成绩一般，但目标清晰，大概中学的时候，就清晰的知道自己的圣地是华尔街，目标是做一名债券推销员。

1924 年，22 岁的戴维森如愿以偿，到他心中的圣地，从事他从小就梦想的工作——和业绩挂钩的推销工作，总是从来不缺岗位的。不好找的工作，总是那些坐在遮风避雨的办公大楼里听别人吩咐、不用自己动脑的工作，似乎古今中外皆是如此。

戴维森工作很努力，推销债券也很赚钱，年佣金提成能达到 10 万美金。还记得吗？施洛斯 1934 年当跑单员周薪才 15 美元，巴菲特 1954 年到格雷厄姆纽曼基金公司上班，格雷厄姆慷慨地给他年薪 1.2 万美元的高标准。

戴维森攒了一些钱，加上华尔街诱惑也多，一段时间后，戴维森也开始透支做股票（前面介绍施洛斯妈妈闺蜜老公的内幕交易时说过，那时的华尔街支付定金买股票是常态）。

1929 年 7 月——注意这个时间——戴维森认为美国无线电公司的股价严重高估，于是他做空美国无线电。很不幸，高估变成更高估，股价在戴维森做空后，继续大涨，戴维森爆仓了。

上篇文章下面，有位朋友提问说，巴菲特为什么不做空？老唐说，下一篇文章回答你，就是准备拿这个例子来阐述。

在股市里生存，永远要记住“市场先生是疯的，它的出价只能利用，无法预测”。在低点如此，低估之后照样有可能暴跌；高点也是如此，高估之后照样有可能暴涨。

一个疯子把一张百元大钞叫价 50 元卖出时，你可以轻松地占疯子的便宜。但很可能疯子继续从腰间再摸出一张百元大钞，喊价 20 元出售。这行为丝毫不意外，因为他是疯子啊，无论他喊 20 还是喊 200，都是疯子的正常行为。

所以“某某股票为什么会跌啊？”这种毫无意义的问题，希望书房里越来越少。

所以，老唐一再强调“远离杠杆”，当你用借来的钱交易，且金主以疯子的出价为标准衡量风险时，你就是把脖子伸给了手握铡刀的疯子，并希望他不会砍下来。

如果他不砍，你获利。如果他砍，你爆仓。这个和估值毫无关系，和投资毫无关系，就是赤裸裸地赌博。

当然，与投资对象市场报价无关，仅仅与个人现金流时间跨度有关的借贷，例如消费贷、房贷、企业经营贷款等不再此列。巴菲特 18 岁时，还让老爸担保在奥马哈银行贷款 5000 美元从事套利活动呢！

关于做空。巴菲特也不是没干过，股神也是人，普通人踩过的坑，他也没少踩。只不过善于思考的头脑，会在错误之后，仔细分析自身原因，推敲行为背后的逻辑，这样，踩到的坑才会越来越少。

有些人踩坑之后也总结，总结的结果就是责任主要在政府、在证监会、在某媒体、在某大 v……这种人，必然还会不断踩坑。可以这么说，只要你的亏损是别人的责任，你就无法摆脱亏损。直至两种情况下结束：①你没本钱了，②亏损的责任全在自己了。

在 1980 年股东大会上，巴菲特这么回复关于为何不做空的提问：

多年来,我们曾做空过一些股票,而且有时候也进行对冲。我们曾发现过一些规模巨大的公司诈骗行为,*而且我们的判断一般都是正确的。*

很不幸，判断诈骗行为能维持多久，能走多远，很难。假如市价高估 10 倍的股票，进一步上涨到高估 100 倍，不管最终结局如何，在 10 倍虚高时做空它,你会把肠子悔青的。

做空挣钱很不容易。判断高价股票注定会走向灾难并不难，但想依靠这个认识来挣钱太难了。

在 2002 年的股东大会上，巴菲特再次说起这个话题，他说：

这么多年来，我和查理曾经在大约 100 只个股上达成一致意见，认为可以做空。假如我们真的出手了，那么纵然我们判断都正确,我们照样已经输成了穷光蛋。

泡沫是人类本性造成的。没有人知道泡沫何时破灭,或者在破灭前能涨多高。

本·格雷厄姆的做空也不成功。他的配对交易成功率很高，不过，寥寥无几的失败，让他损失惨重。

我也有惨痛的回忆,在 1954 年,我做空了一只股票。我对这只股未来 10 年走势的判断对得不能再对，可是对这只股票 10 周内的走势判断却错得不能再错。这 10 周是我卖空的时间段，结果我的净价值惨遭蒸发。

做空很难。你只能小额下注，不能把全部身家都投进去。所以，即便对了也只是捡点儿小钱。

这是本文的前**两个经验是：远离杠杆，不要做空。**都是大白话，不用老唐再中翻中。接着说戴维森。
广告

戴维森爆仓的案例简直是巴菲特这段话的经典注解。就在戴维森爆仓后不久，1929 年 10 月美国股市崩盘了——之前介绍过，最惨时大盘下跌了 89%。

这个时候，戴维森已经顾不上自己爆仓的事儿。为了控制和处理他的客户一个接一个的频临爆仓，精疲力尽的戴维森和同事经常熬夜到凌晨，逐个催缴保证金。

刚开始，客户们收到催缴通知时，会最快速度增加保证金，以保证自己不被斩仓。然而，**方向错了，越努力越悲伤，**每一次追加之后，戴维森的客户都会有一半左右爆仓。

当你陷入泥潭的时候，挣扎只会使你越陷越深（成都方言读作：约翰.约森）。一笔逻辑错误的投资，沿着错误的方向前进时，拯救不如放弃。

放弃可以规避历史成本的干扰，重新展开思考：假如我现在一分钱仓位都没有，我是愿意买入这只股票，或是有其他更好的投资对象？我是愿意在这个价位买进，或是现在太贵了？

本文的**第三个经验是：陷入泥潭，不要急着挣扎，放弃历史成本干扰，按照一笔新交易重新思考。**

销售债券经常要去拜访各类不认识的金主（今天也一样，似乎行业内有术语叫“陌 call”），戴维森就在这个过程中认识了 GEICO 公司两位创始人。

很显然，戴维森给两位创始人留下了良好的印象。因为



当他们需要处置他们的持股时，他们将这笔生意交给了戴维森。戴维森通过自己认识的律师大卫·克里格帮忙找买家。戴维森和克里格就是上图红圈里说的“两名代表”。

戴维森和克里格在其他公司经历了几次碰壁后，找到了格雷厄姆-纽曼投资公司，格雷厄姆对此比较感兴趣。戴维森和克里格最终成功说服格雷厄姆买下了 GEICO50%股份，格雷厄姆出任 GEICO 董事长，原创始人古会计继续担任 CEO。

戴维森在这个过程中，深刻理解了 GEICO 的核心竞争力：

只向美国政府雇员和军人直销车险。因为美国政府雇员和军人相对约束较多，更为遵纪守法，更有承担责任的能力，收入稳定地址稳定，圈子稳定而紧密，也更倾向于快速迅捷地处理车险事宜，较少纠纷。

这样，赔付较低、人员费用较低，保单就可以定较低的价格。低价可以吸引到口碑传颂，从而带来更多新客户，如此良性循环。

借助保险先收保费，后发生赔付的经营特性，公司可以留存大量负利率的浮存金——全体客户作为一个整体，存钱在 GEICO，然后倒贴保管费给 GEICO。公司可以利用这笔资金从事投资，获利全部归自己。

戴维森认为这个事业比自己从事的债券推销更有前途，估计还有戴维森自己也喜欢做投资的原因，遂申请加入 GEICO，从事投资管理工作。

很显然，戴维森不仅给古德曼留下了良好的印象，给格雷厄姆的感觉也不错，董事长和 CEO 都同意了。戴维森入职 GEICO——也有资料说是古德曼主动邀请戴维森的。不管怎么说，总之说明戴维森在这个过程中给客户留下了良好的印象。

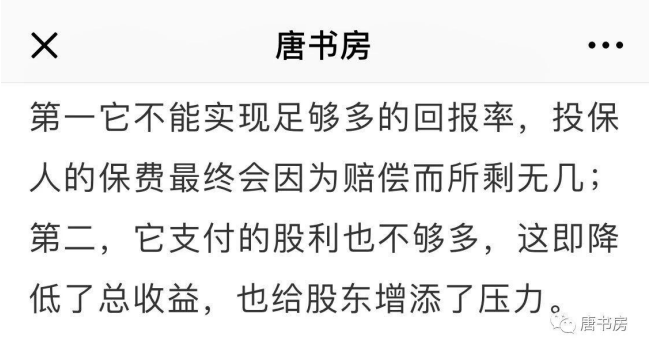
本文的**第四个经验是：认真对待你每一个客户，说不定他/她就是支持你人生飞跃的助力器。**

戴维森工作很努力，一个佐证就是 1951 年 1 月的那个星期六早上，沃伦.巴菲特坐着火车冒冒失失地找上门，大门紧锁。巴菲特不断敲门，直到门卫出来应答，当时公司里除了门卫，就只有戴维森一个人在工作。

戴维森本来想着花上五分钟礼貌的接待一下董事长的学生，然后打发他走就好。然而，很快他就发现这个年轻人是做过功课的，提出的问题都是优秀的证券分析师才能提出来的问题，比如公司的性质，公司的竞争优势在哪儿，业务模式是什么，增长潜力在何处等等。

戴维森不知不觉地忘记了时间，连午饭都没吃，一口气从上午十一点左右，一直聊到下午三四点钟。在那里，巴菲特彻底地弄懂了保险业的奥秘，满意离开了。

严格的说，此时，作为董事长的格雷厄姆对保险业的理解，可能也远远及不上巴菲特和戴维森。因为当时格雷厄姆对保险业的主要观点还是



格雷厄姆并没有看见“保费所剩无几”的价值，如果 100 元保费能剩 1 元，就意味着借入 100 元资金，免费用一年，年底只用归还 99 元。自己虽然只剩 1 元，但期间用 100 元资本投资，所获利润全部归自己。

格雷厄姆也没有看见，企业利润是否变成股利支付给股东，并不是核心。企业拿着这些利润继续扩大再生产带来的投资回报率高低才是核心。

因此，说巴菲特对保险的理解，主要来自戴维森，这话毫不夸张。

本文**第五点经验：向别人请教问题，自己要提前做功课。认真思考过的问题，更有可能获得高质量的答案**，类似空泛的“某某股怎么看？”的问题，一般是浪费彼此的生命。

1958 年，不断学习+非常努力的戴维森，走上了 GEICO 董事长的职位。公司在他的带领下继续公司走向辉煌，并在 1970 年成为全美第五大汽车保险公司。1970 年戴维森退休。新的管理层更注重企业规模排名，加上股市走牛，投资回报率提升。公司降低保单价格吸引资金，同时首次将蓝领工人和 21 岁以下驾驶员人群纳入投保范围。这两个战略性的转变，导致公司在不断变大的同时，也走向了亏损和崩溃边缘。

保单定价错误，加上通货膨胀的加剧（使实际发生的修车费用和医疗费用，比定价时预计的要高）以及 1973 年的股灾，投资端和负债端遭受双重打击。到 1976 年，公司已经频临破产，股票跌幅超过 95%。

当时公司最大的股东是时任美国驻瑞士大使，后来享誉世界的保险业投资专家谢尔比.戴维斯（参看天南译本的《戴维斯王朝》），戴维斯损失惨重。

股东里的名人还有后来全球最大的保险巨头 AIG（美国国际集团，2008 年次贷危机中破产了）董事会主席汉克.格林伯格，证券分析之父本杰明.格雷厄姆、《证券分析》的另一个作者多德教授、以及本文主人公洛里默.戴维森等人。

这些人显然都没有从报表或者董事会会议上发现公司要崩溃的势头，所以他们的投资岌岌可危。最可悲的是 GEICO 创始人古会计的儿子，小古因为用 GEICO 的股票抵押借款，在这次暴跌中，跳楼自杀了。

让我们重温保险业资深人士沃伦.巴菲特的名言：**保险行业很容易受欺诈和自大狂的伤害。保险行业是你给别人一张纸，别人给你很多钱。这诱惑不容易抵抗。**

其实早在 1971 年，格雷厄姆计划不再担任 GEICO 董事时，纽曼就想推荐巴菲特接替格雷厄姆的董事席位，但因为巴菲特已经拥有其他保险公司（还记得吗？巴菲特 1967 年买下国民保险公司），美国证券交易委员会出面制止，这才作罢。

不知道如果当时巴菲特在 GEICO 董事会，能否改变小古的命运？可惜，人生没有如果，我们也无从知道。

这里我觉着至少有三个经验教训可以参考：

①当企业放弃自己的核心竞争力，走向单纯的规模扩张时，往往需要投资者提高警惕；②保险企业负债及投资，建立在太多假设之下，即便是业内人士也很难从财务报表里看出变化，还需要结合企业文化和产品进一步观察；③远离杠杆。

股东们实在咽不下这口气，以欺诈罪起诉公司管理层。起诉结果不知，但在股东们的努力之下，公司迎来了新的 CEO 约翰.J.伯恩。

43 岁的伯恩是旅行者保险公司资深高管，因为在最近一次人事竞争中，没有当选旅行者保险 CEO，一时冲动辞职了，正好闲着。

GEICO 董事会临时主席大肆吹捧伯恩，说你如果接管 GEICO，可以避免一场全国性危机，否则整个美国的经济都可能陷入危险之中。这种伟大的使命感打动了伯恩，1976 年 5 月伯恩出任公司 CEO。

其后不久，在巴菲特的要求下，在《华盛顿邮报》总裁、美国最有权势的女人，美国新闻界第一夫人凯瑟琳.格雷厄姆的安排下（格雷厄姆是个常见的姓，与本杰明.格雷厄姆无关），在已经退休的洛里默.戴维森的推动下，巴菲特与伯恩在凯瑟琳的别墅里彻夜长谈。

然后巴菲特开始大力买入 GEICO。他第一时间投入 410 万美元，以 3.18 美元的均价买进了 1294308 股，其后不断增加投资。

在 1976~1980 年间，巴菲特共计投入 4700 万美元，购买 720 万股，均价为 6.67 美元/股，大约占公司总股本的 49%。截止 1980 年，这些股份市值 1.05 亿美元，是巴菲特投资组合中的最大持股。

到 1995 年，这些股票的市值攀升至约 23 亿美元。然后巴菲特另外支付约 23 亿美元现金，将其他约 50%股份全部收购，GEICO 退市成为伯克希尔全资子公司——相关决策过程可以参看书房《对保险股的思考 02》一文。

这个伯恩是保险业真正的大牛人。后来的 GEICO（以及之后伯恩去掌管的白山保险集团）一直是伯克希尔王冠上最璀璨的明珠。

GEICO 及白山以零利率甚至负利率，给伯克希尔带来数以百亿计的现金，直到今天依然如此。

几十年里，巴菲特几乎每年年报里都会死命夸他，毫不夸张的说，伯恩和 GEICO 是巴菲特在福布斯排行榜登顶过程中最重要的助推器。

伯恩一家都是牛人。上个世纪末，伯恩的儿子马克.伯恩创立了一个合伙制的对冲基金，名叫“价值资本”，类似《赌金者》里爆掉的长期资本，主投全球范围内的固定收益产品及其衍生品，大约使用约 30~35 倍杠杆投资。

这样一个产品，居然获得伯克希尔 6 亿美元的投资（占该基金募集总额的 95%），用巴菲特的投资哲学完全解释不通。我猜想只能用对伯恩家族能力的信任来解释，因为伯恩父子自己投了不少钱在里面。

伯恩还有一个儿子叫帕特里克.伯恩，也是牛气冲天的人物。今年 56 岁，是美国电商巨头 overstock 的创始人、CEO，精通汉语，出版过汉译英的老子《道德经》，还是个职业拳击手。

2015 年，帕特里克创建区块链公司 tzero，前不久刚接受中国创投“金沙江资本 GSR Capital”2.7 亿美元的投资，是区块链行业内有史以来规模最大的单笔投资。

对了，沃尔特.施洛斯在格雷厄姆买进 GEICO 后被监管机构强迫卖出时，认购了 3000 美元的 GEICO 股票，价格基本上就是格雷厄姆买入的成本价。

后来在儿子埃德温和女儿出生时（时间应该在 1948~1956 年之间。施洛斯离开格雷厄姆纽曼公司时，已经儿女双全），没钱用，分两次将 GEICO 清仓抛售了。埃德温戏称自己来到世间的代价很大，所以现在拼命工作，要把这笔钱给老爹挣回来。

洛里默.戴维森于 1999 年去世，享年 97 岁。（向书房发送“巴菲特”可以提取本系列文章目录）

文章已于 2018-11-18 修改

第491篇.　　2018.11.20-老唐伪名言

唐书房　　2018-11-20

股价一跌，又有些摇摆不定的朋友来问是不是应该先避开，待市场稳定后再入市？关于投机、关于择时，是股市永恒的话题，老唐也给不了终极答案，还是谁的钱谁做主吧

老唐搏命现编一句伪名言奉上，子曾经曰过：“投机没有什么不好，它让我们有机会在有限的人生里，经历数次甚至数十次绝境逢生、白手起家、重上人生巅峰的跌宕故事。与之相比，那些一生富一次的老家伙们，只能看着钱堆慢慢扩大，简直就像没有活过一样，实在太无趣了!”

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

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-11-21

我试着将一个故事拆成两次连载。

你别急着下结论，读完感受一下。

文末附有投票选项，供你表达意见

写了好些大神，都是男的，今儿咱们说一位女神。

要说巴菲特一生做过的投资里，哪一件回报最高，老唐觉着必须首推《华盛顿邮报》。当然，这不是单纯从金钱角度评价，虽然投资邮报也确实赚了过百倍的大钱。金钱收获并不是这笔投资最大的回报，附带的影响才是。

通过对华盛顿邮报的投资，巴菲特成为邮报实际控制人凯瑟琳.格雷厄姆的导师兼密友，并从此进入美国政治上流社会圈，与美国历任总统、外国元首、王室成员、参众两院议员、政府高官、大企业主席、华尔街投行 CEO、大律师大记者大明星……一起成为“美国最有权势的女人”、“华盛顿及美国新闻界挚爱的第一夫人”社交流水席上的座上宾。

这个小县城的土财主，从此登上了美国政治经济的中心舞台，也由此产生了无数的新机会。

别的不说，1976 年上任的 GEICO 保险新 CEO 伯恩和巴菲特的会面，就是由凯瑟琳安排的，在这以前，伯恩根本不知道巴菲特是何方神圣。正是伯恩和巴菲特在凯瑟琳家里的促膝长谈，驱动了巴菲特最终对 GEICO 的收购。

GEICO 迄今为止也是巴菲特旗下最重要的企业，几十年来，给巴菲特带来数以百亿计的负利率浮存金。仅从这个角度来说，凯瑟琳就功不可没。

那么，这位凯瑟琳到底是个什么人呢？为什么又被称为“美国最有权势的女人”呢？今天咱们就聊她。

说凯瑟琳，必须从凯瑟琳的爹和凯瑟琳的老公说起。

凯瑟琳的爹——尤金.迈耶，是个大牛人，非常有钱。有钱到什么程度，举两个例子说：①1910 年，凯瑟琳的爹和妈结婚，俩人是坐的私人列车到全美晃悠度蜜月的；

②凯瑟琳的爹投资的一家车身制造公司卖给了通用汽车公司，她爹选择接受现金而不是通用的股票。如果她爹选择接受股票，那么尤金.迈耶就是通用汽车公司最大的股东。

尤金.迈耶早在 1904 年就已经在华尔街开创了以自己名字命名的投资银行，而且是全华尔街最早设立市场研究部的投行，其理念就是与最优秀的人合作、购入熟悉的证券、持有他们——多领先的投资观啊！

到 1915 年，尤金.迈耶的身家已经在 4000 万到 6000 万美元之间了。这一年，后来被称为证券分析之父的本杰明.格雷厄姆还是个债券统计员，一个月能挣 100 美元出头的“高薪”。

凯瑟琳小时候在华盛顿的家，不是套三也不是套五，是套 40——套 40 的意思是这套房子有 40 个房间。家里有十几个佣人，还有司机以及多名负责照顾马匹的弼马温。

乡下有巨大无比的别墅，坐落于尤金买下的 700 英亩（1 英亩≈6.07 亩）大农场之中，雇有十几个照顾花园的工人和十几个照顾农场的工人。

凯瑟琳的爹先后在七位总统手下获得各类任命和高级政府职务，先后任职于美国联邦战时工业委员会、美国联邦战时储蓄委员会；是美国联邦战时金融公司主席——这个战时金融公司在他的管理下运行良好并取得了相当辉煌的成就；

担任过 1930~1933 年的美联储主席（后因和罗斯福总统政见不合而主动辞职）；一手创建了在拯救美国经济中起至关重要作用的美国复兴金融公司并担任首任主席。顺带说一声，早在 1913 年，凯瑟琳的爹就是纽约证券交易管理委员会委员了。

在一些类似《货币战争》的阴谋论书籍里，尤金.迈耶被描述为第一次世界大战时期美国经济的“三人领导小组成员”，暗地里却代表罗斯柴尔德家族对美国实施控制。这虽然这是无稽之谈，但却可以让人侧面感受到尤金.迈耶当时的地位和影响力。

而凯瑟琳的娘则美艳惊人。美艳程度可以用一件事证明：1908 年，凯瑟琳她爹初次遇到凯瑟琳她娘，就是在一家美术馆门口听到两个刚出来的男人评论说：“里面有个美女也在参观展览，但她本人比墙上挂的任何艺术品都漂亮”。

尤金.迈耶听了这么一耳朵，跑进去看美女，结果立刻坠入爱河（见色起意的一种高雅表述方式）。

后来嘛，简单的说，一靠人品，二靠钞票砸倒了美女，正所谓有钱人终成眷属，1910 年俩人结了婚，婚后共生三女一男，凯瑟琳出生于 1917 年，上有一姐一哥，下有一妹。

凯瑟琳她娘并不是花瓶。美人儿当时是《纽约太阳报》的自由撰稿人，接受过大学教育，是美国最早的女记者之一。对中国文化、艺术、音乐和文学都抱有浓厚的兴趣，1911 年到 1913 年在哥伦比亚大学修中文，和本杰明.格雷厄姆是校友，不过不在一个系，相互并不认识。

美女混迹艺术圈，且具备一定的影响力。1923 年，身为富婆的她出版过一本专著，叫《中国绘画：李龙眠的思想与艺术思考》——谁是李龙眠？

北宋时期闻名天下的大画家李公麟，号龙眠居士，桐城画派代表人物，其白描绘画当世第一，与王安石、苏东坡、苏澈、黄庭坚、米芾等大家关系密切。苏东坡曾这样跨过李龙眠画的马：“龙眠胸中有千驷，不唯画肉兼画骨。”

在苏东坡和黄庭坚的诗集里，有不少关于李公麟的诗。另外，正是龙眠居士画的东坡像，触发苏子挥毫写下了那首著名的人生总结诗“心似已灰之木，身如不系之舟。闻汝平生功业，黄州惠州儋州”。

1933 年 6 月，尤金.迈耶收购了创办于 1877 年、当时发行量在首都垫底的《华盛顿邮报》。原本尤金在 1929 年就出价 500 万美元意图收购，但原主不乐意卖。结果原主能力不足外加大萧条冲击，到 1933 年报纸快倒闭了，走上拍卖台。

尤金.迈耶最终出价 82.5 万美元赢得竞拍。看上去便宜了很多，不过由于当时邮报的颓势，尤金收购后又投入几百万美元才开始盈利。此时凯瑟琳正在读高三，准备“高考”。

因为老爹的资历和地位，凯瑟琳从小到大的社交圈子里，就充斥着各种官二代，前任或现任总统的子女或孙子孙女，某某部长家孩子，欧洲王室公主王子王后，金融家企业家大明星大作家大律师大记者家孩子什么的。

凯瑟琳和后来的丈夫菲利普.格雷厄姆（昵称菲尔）相遇的场景，基本上是潘金莲遇上西门庆的翻版，唯一的区别是这个金莲未嫁——再强调一下，格雷厄姆只是个常见的姓，与本杰明.格雷厄姆没有任何关系。

1939 年秋季的某个晚上，凯瑟琳去一个朋友的公寓里参加 party，期间掀开窗子向外张望，突然纱窗掉了，砸在一群也是来参加 party 的朋友头上，其中一个就是比凯瑟琳大 2 岁的菲尔。

那一瞬间，凯瑟琳带着惊讶的歉意看着下面，西门庆，哦，不，菲尔抬头准备发怒，怒气却在目光抵达肇事者脸蛋时烟消云散，这就是金童玉女初相逢的故事。

当时菲尔是来找他女朋友的，女朋友和凯瑟琳认识。后来菲尔和女朋友分手，又和凯瑟琳的一个闺蜜交往，再后来才轮到凯瑟琳。

菲尔既不是官二代也不是富二代，家里虽然不穷但比起凯瑟琳的家庭，那还是差距大大滴。菲尔的父亲后来甚至还因为觉着凯瑟琳家实在是“富的令人发指”（原话）而不同意菲尔和凯瑟琳的婚姻。

但菲尔不仅英俊帅气，而且聪明睿智。当时就读于哈佛法学院，是《哈佛法律评论》杂志社的编辑兼社长，并担任着美国最高法院某大法官的助理。

1940 年 6 月 5 日，他俩结婚了，凯瑟琳.迈耶成了凯瑟琳.格雷厄姆。婚后两人靠自己的工资独立生活，凯瑟琳做撰稿人，菲尔做了一阵大法官助理，后来为财政部总法律顾问助理工作。

（菲尔有个同父异母的弟弟，当时三岁。长大后，在 1979 至 1987 年任美国佛罗里达州州长）

1942 年 7 月，菲尔参军了。很巧，和沃尔特.施洛斯一样，菲尔也是去接受通讯培训。菲尔以优异成绩毕业，成为一名陆军少尉和通讯官，之后到华盛顿情报部门工作。

考虑到比菲尔小 1 岁的施洛斯同期也在华盛顿特区担任译电员，他们很可能打过交道，不过没有资料证明他们认识。

在尤金.迈耶的苦心经营下，《华盛顿邮报》于 1942 年开始盈利。报纸发行量相比收购时增长了 160%，声誉也越来越好。

1941 年《时代周刊》曾刊登文章说：“华盛顿邮报是首都地区唯一一份高水平报纸……已经成为全国性的重要报刊，美国国会的必读品，是一份品格高洁、独立的媒体，是行业的积极力量。”考虑到这是竞争对手夸的，可信度应该相当高。

1944 年 10 月，菲尔被调到菲律宾，在盟军西南太平洋战区空军司令乔治.肯尼将军手下工作，直到二战结束。

肯尼将军对菲尔的工作应该很满意，因为后来肯尼将军写了本回忆录，送给菲尔的那本上写着：“致菲尔.格雷厄姆，我拥有的唯一真正有智慧的情报官”。

战争结束后，在老丈人游说和邀请下（老头有个儿子，但他喜欢医学，不喜欢媒体），菲尔进入报社担任老丈人的副手，学习经营报纸，做好成为接班人的准备。

1946 年 6 月，杜鲁门总统邀请尤金.迈耶担任世界银行的第一任行长，尤金接受了。年仅 31 岁的菲尔顺理成章地成为了《华盛顿邮报》的掌门人。

老爹把邮报有投票权的 A 类股票合计 5000 股中的 70%给了菲尔，30%给了凯瑟琳，其余孩子则得到现金补偿。另外将当时价值数十万美元的无投票权 B 类股票赠送给了 711 位报社员工、独立发行商及慈善基金。报社员工每人 4 股至 20 股不等。

真是个善良而慷慨的资本家——1971 年，凯瑟琳带领邮报上市时，每股拆为 60 股，发行价 26 美元，老爹早期送出去的 1 股在上市时价值 1560 美元。到凯瑟琳 1993 年退休时，这 1 股的价值 138840 美元，拿最少的 4 股员工，也有超过 55 万美元财富了。

从此，《华盛顿邮报》进入菲尔时代。1948 年，菲尔主导收购了哥伦比亚广播公司 55%的股份，又收购了两家电视台，相继进入广播和电视领域。1954 年，收购了竞争对手《时代先驱报》。到 1955 年，邮报成为首都最大的报纸，独占市场约 50%份额。

1959 年 7 月，尤金.迈耶病逝，享年 84 岁。

借由报纸的影响力，热爱政治、个人能力超群的菲尔与历任总统、参众两院议员等各类政治人物的关系更加紧密，并成为力促肯尼迪和约翰逊搭档，最终赢得总统竞选的核心力量之一。

（菲尔的丈母娘还担任着“肯尼迪与约翰逊全国选民委员会”副主席）

在肯尼迪执政近三年时间里，菲尔对总统内阁多位成员和政府机构重要职位的人事任命，以及白宫大量政治经济事务产生过重要影响。

后面的事情，对美国历史略有了解的朋友应该知道，肯尼迪 1961 年 1 月就任总统，1963 年 11 月 22 日遭枪击身亡，副总统林登.约翰逊接任总统。

约翰逊接任后干得不错。在 1964 年总统竞选中，他赢得 50 个州里 44 个州的选票，又做了一届总统至 1969 年退休，1973 年去世。

肯尼迪总统的亲弟弟、参议员鲍比.肯尼迪，1968 年作为候选人竞选总统。在占据领先优势并大有希望入主白宫时，于 1968 年 6 月 5 日遭遇不幸。和哥哥一样，被枪手暗杀

1961 年 3 月，华盛顿邮报以 898.5 万美元的价格收购了《新闻周刊》，1962 年 8 月收购了《艺术新闻》，10 月菲尔接受肯尼迪总统的邀请，创办半政府机构半企业性质的美国通讯卫星公司，并出任集团主席。

菲尔选定了四星上将、即将卸任欧洲盟军总司令的诺斯塔德将军出任通讯卫星公司董事长。同时，菲尔还是美国乃至世界最著名的智库兰德公司理事会成员。

菲尔的影响力越来越大，凯瑟琳的社交 party 也越来越热闹。然而，凡夫俗子的狗血故事没有放过这对金童玉女：1962 年圣诞前夕，凯瑟琳无意间发现了菲尔和女秘书的恋情，两人关系开始走向紧张。菲尔意图收购凯瑟琳所持报社股份，两人一度闹上法庭，准备离婚。

1963 年 6 月，菲尔和小三分手，重新回归家庭。不久后确诊“躁狂抑郁症”，8 月 3 日在自己的农场里开枪自杀。

46 岁的凯瑟琳，这个一直以来被父亲和丈夫耀眼光辉掩盖、忙碌着生娃养娃、流连于上流社会女性庸俗社交圈的家庭妇女，在没正经上过一天班的情况下，被迫走上历史舞台。于 1963 年 9 月 20 日出任华盛顿邮报总裁，开始了她传奇的一生。凯瑟琳这个已经养了四个娃的家庭妇女，是如何一步步成长为美国最有权势的女人，她和巴菲特之间又发生了些什么故事？只见老唐从腰间掏出小木枪，啪啪啪啪打出四个大字：请看下集……

试过一次短文，你感觉：

ps：文章是设好的定时推送，方便朋友们在路上当小说看。有想法您先写留言，等我睡醒再来上墙

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）

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-11-23

书接上回，话说凯瑟琳的老公开枪自杀后，一直以来被父亲和丈夫耀眼光辉掩盖、忙碌着生娃养娃，并流连于上流女性庸俗社交圈的中年家庭妇女凯瑟琳，迫不得已登上历史舞台，于 1963 年 9 月 20 日出任华盛顿邮报总裁，时年 46 岁。

作为美国 500 强企业里唯一的一名女性总裁，凯瑟琳面对的是一个普遍认为女性应该作为男人的辅助存在的文化氛围。起初，凯瑟琳也只是以守住家业、等待儿子唐纳德.格雷厄姆长大接班的心态上台。不过，很快凯瑟琳就发现自己即低估了遗传基因，也低估了后天努力。

虽然起初她看不懂企业财务报表，听不懂经济金融名词，但这不妨碍她日拱一卒不断学习的同时（据

巴菲特说，凯瑟琳办公桌边贴着一张纸条，写着“左边资产，右边负债”），重建父亲和丈夫的人脉关系网——包括和约翰逊总统的亲密关系，并以坚持新闻中立的全新态度，在摸索中将华盛顿邮报带向更大的成功。

1971 年 6 月，凯瑟琳带领华盛顿邮报上市，拥有公司 2/3 投票权的 A 类股，大部分由凯瑟琳持有，剩余部分由凯瑟琳的四个孩子持有。数量为 A 类股 5 倍、但只拥有公司 1/3 投票权的 B 类股，由凯瑟琳的哥哥、员工基金及公众股东持有。

在邮报上市路演期，地方小报《奥马哈太阳报》的老板沃伦.巴菲特和查理.芒格，想游说凯瑟琳共同收购一家叫《纽约客》的杂志。

在 5 月底某个大雨滂沱的日子，巴菲特和芒格两个人飞到华盛顿，淋的落汤鸡一样去邮报总部大楼拜见通过中间人预约好的凯瑟琳。

凯瑟琳对《纽约客》不感兴趣，这次仅仅持续了约 20 分钟的会面，双方都没有给对方留下什么深刻印象。

就在巴菲特和芒格告辞约两周后，凯瑟琳人生中最辉煌的两件事之一来到了。

1971 年 3 月,美国国内反对美越战争的运动如火如荼。当时新闻界领头羊《纽约时报》得到一份五角大楼的绝密档案，是前国防部长撰写的对越政策报告。

它揭示了政府从一开始就在欺骗公众，并残忍地在明知胜利无望的情况下，用谎言送美国年轻人上前线送死，为了避免承认政府决策失误而持续把美国引入无底深渊。

6 月 13 日,《纽约时报》刊登了该文件的第一部分，引发国内反越战大游行。美国政府以泄露国家机密，会导致国家和军队产生无法挽救的严重损失为名，起诉《纽约时报》。

6 月 15 日，联邦法院下达禁令，禁止《纽约时报》继续刊登该文件。这是有史以来美国法官第一次禁止报纸刊载报道，引发了公众对宪法的巨大争议。

《华盛顿邮报》总编辑认为这一消息很有价值，决定插手五角大楼文件。通过不懈努力，1971 年 6 月 16 日，邮报一位编辑搞到了这批文件。

距离开动印刷机只有不到 7 个小时，7 位记者和编辑挤在总编家里，整理凌乱的、没有页码的约 4000 页文件，并从中找到相互佐证、构成严密证据的事实，然后选择新闻视角。印刷工人则严阵以待，做好一切准备。

但这些不是最重要的，最重要的事情是凯瑟琳如何抉择。这一天，正巧是凯瑟琳 54 岁生日，是否接力《纽约时报》，继续曝光这些文件，成了摆在凯瑟琳面前一道生死攸关的问题。

如果顶着法庭对《纽约时报》的禁止令刊登，可能被视为挑战法律和藐视法庭，凯瑟琳可能会因间谍罪入狱——尼克松政府和五角大楼认为这些信息的泄露对于美国及美军可能形成无法挽回的生命和财产损失。

同时，这份文件的泄露，将严重损毁一直和凯瑟琳夫妇保持良好个人关系的前两任总统以及前任国防部长等人及其家族的声誉。伤害朋友是凯瑟琳所不愿意做的。

再加上，公司正在上市敏感期，股票还没有开始发售。如果被告上法庭或者被禁止发行，公司就会受到毁灭性打击。因为和券商签订的承销合同里，有条款约定“如果承销期间公司被指控有罪，承销商有权退回股票，取消承销合同。”

但如果不刊登，就违背了邮报一贯坚持的向美国人民报道事实真相的办报宗旨，与 IPO 招股说明书中“致力于成为维护社会和国家利益的报纸”相抵触，会让政府干涉新闻自由的行为得逞，让政府得以在国家机密的保护下用谎言治理民众。

如果新闻不履行监督职责，没有力量再可以监督政府了。退让，会让读者及报社员工失望，并导致整个新闻行业的信誉遭受毁灭性打击。

刊登，失去的可能是公司、是报纸、是朋友、是上市。不登，失去的是报纸的信誉，是美国人民的言论和出版自由，是宪法的尊严，是对政府的监督权。

何去何从？一大群平时并没有真正把凯瑟琳放在老板位置上的男人，此刻全部盯着她。凯瑟琳在哆嗦和颤抖中作出人生最重要的决策：奶奶个熊，发！

她在回忆录里写到：“我惊慌失措，又忐忑不安，深吸一口气说到‘Go ahead，go ahead，go ahead. Let’s go. Let’s publish!’然后就匆忙挂断了电话”

就这样，邮报接力连载了这份文件。政府立刻起诉了邮报及相关人员，6 月 18 日晚上 8 点 5 分，偏向邮报立场的法官格赛尔拒绝支持政府的诉求。

政府提交上诉，凌晨 1 点 20 分，上诉法庭推翻格赛尔法官判决，禁止邮报继续刊登。但鉴于当晚邮报已经在街上散发数千份新报纸，上诉法庭同意禁令不适用于当晚的报纸。这样，格赛尔法官成功给邮报多争取到一天。

政府和邮报的官司一直打到最高法院。6 月 30 日下午两点半，举世瞩目中，最高法院 9 名大法官 6:3 判定政府败诉，《华盛顿邮报》及《纽约时报》有权继续刊发这些文件。

经此一役，《华盛顿邮报》从一份地方性报纸，一跃成为和《纽约时报》齐名的全国性顶级大报。

这是凯瑟琳和白宫及尼克松总统的第一次剧烈冲突，但却不是最厉害的一次。很快，第二次冲突来临，并直接导致了尼克松总统下台。

凯瑟琳也因此被冠以“世界最有权势的女人”的称号，她成了当时一个不朽的传奇——用勇气与智慧扳倒美国总统的女人。更重要的是，她对自由与正义的追求赢得了美国人民的尊敬，使新闻业的形象大放异彩。

那就是发生在 1972 年 6 月的水门事件。民主党全国总部水门大厦发生了一桩盗窃案，绝大部分媒体只是当做不入流的社会花边新闻报道，而邮报的编辑却抽丝剥茧，发现这不是贼，是尼克松政府派去的人，试图在民主党总部安装窃听器，破坏民主党的竞选活动。

事件被挖掘出来以后，尼克松政府从多个角度给邮报施压，其中最有名的就是司法部长在电话里亲口说的：**“这篇报道要是被刊登的话，凯瑟琳.格雷厄姆的奶头会被送进大型绞肉机！”** 。

在这种恐怖气氛中，面对白宫的巨大压力，凯瑟琳迎难而上，将司法部长的原话刊登在第二天的报纸上。全世界都惊呆了 。

美国各大新闻媒体被唤醒，白宫的丑闻被不断挖掘出来：窃听竞选对手、窃听白宫工作人员、窃听记者、作伪证……等等。

舆论的洪流，最终推动美国参众两院提议并通过两个提案：成立专门的委员会调查水门事件及总统大选中的其他舞弊行为的提案，启动对尼克松总统弹劾调查的提案。

「小知识：美国国会分参众两院。众议院按照人口多寡选举议员，全国一共 435 名议员，负责提出各类提案；参议院不分大小州，每州 2 名议员，共计 100 名，有权通过或者否决众议院的提案，但不能修改；参议院通过的提案，才能提交总统，总统有权同意或否决」

奇迹发生了，这个国家用完全民主的方式撤换在职总统，而这一切所依据的法律和程序，居然是在两个世纪以前写好的。

这一系列事件，导致副总统及尼克松总统先后辞职，尼克松成为美国历史上首位因丑闻而辞职的总统。与此事件有关的数名白宫官员锒铛入狱。

事后，凯瑟琳一个朋友送她一个金的微型绞肉机，另一个朋友送了一个微型金乳房，凯瑟琳偶然会把它们串在一起，作为项链吊坠挂在胸前。

1973 年，华盛顿邮报因为水门事件的报道，获得新闻界最高荣誉“普利策奖”。

然而，每一份荣耀背后都有沉甸甸的代价。早在 1973 年春，凯瑟琳和尼克松总统斗的不亦乐乎的时候，白宫借邮报下属四家电视台中的两家经营许可证即将到期需重新申领为契机，向凯瑟琳发起攻击。

这个挑战可能威胁到华盛顿邮报一半的经营利润，所以股价也开始暴跌，从高点 38 美元/股，一直跌到 16 美元/股。

当当当，当当当，沃伦.巴菲特闪亮登场。他前后一共投入 1063 万美元，买进邮报 B 股总数的 12%，约总股本（A 股+B 股）的 10%，成为仅次于凯瑟琳及其子女之后的第二大股东，然后——套了三年多。

套了三年多的原因，是这笔许可证官司前后打了两年半，邮报支付了超过 100 万美元的诉讼费，经营利润也大受影响。

这是其他投资类书籍里不曾给你谈到的。大部分书籍只会说，华盛顿邮报价值不低于 4 亿美元，却在市场上以 8000 万美元总市值出售而无人问津，似乎巴菲特只是伸手过去捡钱，其他人都是傻蛋。

市场不傻，虽然偶尔会发疯。低价的出现一般都伴随着某些重大利空，犹如贸易战于海康，新潮于分众，三聚氰胺于伊利，塑化剂于茅台……投资者如果意图获取企业经营增长之外的超额收益，必须要在利空袭来时冷静、理性的思考，判断各种可能性的概率大小，影响多寡，然后做出自己的选择，并承受这种选择带来的结果。

虽然买进后就套了三年多，但这些股票到 1983 年市值就达到 1.37 亿美元，年化回报率 29.1%。考虑期间现金分红的话，回报率超过 30%。这是市场给予巴菲特在利空肆虐时坚持理性思考的奖学金。

凯瑟琳本人对巴菲特的到来评价甚高，在她的自传里写到：

好运再次降临到我的头上，沃伦.巴菲特买进了我们公司的股票，成为了股东，进而开启了我人生中的崭新阶段。

沃伦的到来，不仅使我步入新的学习历程，还开启了远超实际控制人和大股东关系的友谊开端。

于我而言,幸运之处在于沃伦如今更多地出现在我身边,他不仅不是威胁，还成了一位好友兼意义非凡的顾问。

在如此多令我忧心的事务上,沃伦增加了我的信心,开拓了我的眼界。

沃伦源源不断地寄给我许多包含宝贵建议的备忘录,还不时提醒我注意那些我不曾察觉到的问题。

起初,我并没有意识到拥有这样的良师益友多么值得庆幸,但却愈发依赖于他的建议,喜爱这种状态。

实际上,他正在教授我思考商业问题的基本方法,而这恰恰是我期望已久的。

沃伦对我总是很有耐心，尤其是考虑到随着时间的推移,我开始每天给他打两三次电话寻求建议：下至我生活中最琐碎的小事,上至公司的重大决策。

尽管如此,他始终和蔼可亲、幽默风趣、乐于助人。而且,他总是等在那里。

巴菲特用最真诚的态度教授凯瑟琳和凯瑟琳的儿子唐纳德.格雷厄姆（比巴菲特小 15 岁）财务报表阅读和相关商业知识，并不断肯定她们的进步和努力。

凯瑟琳和唐从巴菲特这里收获颇多。按照凯瑟琳的说法“沃伦是一位伟大的导师”，唐.格雷厄姆也夸“沃伦是世界上第一聪明的人”。

查理.芒格也很喜欢和凯瑟琳的接触，因为每次凯瑟琳向芒格讨教有关投资的事宜时，都会煞有介事地记笔记，好像拜倒在博学多识的教授脚下的女学生一样（凯瑟琳比芒格大 7 岁）。

查理很享受这种感觉，他觉着自己说的东西一定非常精彩和重要，要不这个美国最有权力的女人，怎么会像个学生一样记录呢！

芒格有一次给凯瑟琳写信，无情地践踏了自己最好的朋友　　，芒格写到：“你把我带回了 30 多年以前，使我像汤姆.索亚对贝基.撒切尔一样，并且我猜想对于我俩来说，沃伦真是个大傻子。”（贝基.撒切尔是马克吐温小说《汤姆.索亚历险记》里汤姆.索亚喜欢的女孩）

说个八卦：凯瑟琳不仅给巴菲特带来庞大的人脉网，也调教巴菲特的衣着打扮以及上流社会礼仪。这个过程中，巴菲特的老婆苏珊高度怀疑两人有私情，为此和巴菲特闹的很不愉快。

也是在这个期间，苏珊开始尝试做歌手，并和自己的网球教练来往密切。苏珊有次写了封信给凯瑟琳，信中同意凯瑟琳和巴菲特之间的“那种”关系，弄的凯瑟琳非常惊讶。从这封信推测，苏珊这时应该已经出轨，所以才“同意”巴菲特出轨——老唐瞎猜的

1977 年巴菲特夫妻俩分居，苏珊把自己结识的一个咖啡馆女招待撮合给巴菲特，然后和网球教练搬去旧金山双宿双飞——不过，巴菲特夫妻没有离婚，他们在公开场合还是夫妻身份，且苏珊一切开支仍由巴菲特买单。

私下里巴菲特、苏珊和女招待三个人关系很好，两个女人甚至会一起出席伯克希尔股东大会，坐在台下看他们共同的男人妙语连珠。苏珊去世两年后，巴菲特才和女招待结婚（2006 年）——按照巴菲特和苏珊的说法，他俩始终都非常相爱。晕死，请恕老唐愚笨，理解不了这种爱情

没有证据证明凯瑟琳和巴菲特之间真有男女之情。毕竟凯瑟琳比巴菲特大 13 岁，作为美国最有权力的富婆兼资深美女，凯瑟琳身边从来不缺追求者。巴菲特虽然已是身家 7200 万美元的富翁，但在商业之外的领域，在凯瑟琳眼里简直土的冒鼻涕泡泡

适度八卦，言归正传。

在凯瑟琳的领导下，在巴菲特的辅助下，华盛顿邮报发展良好，1980 年，凯瑟琳成为美国报纸发行人协会主席。

凯瑟琳的人生是丰富的，在报纸运营走上正轨后，她还亲自出马，去采访过罗马尼亚 GCD 独裁领袖尼古拉.齐奥塞斯库，采访沙特王室、埃及总统、伊朗国王、利比亚独裁者卡扎菲、苏联领导人戈尔巴乔夫、约旦国王、厄瓜多尔总统……等其他记者根本见不到的传奇人物

1991 年，唐纳德.格雷厄姆接班。1993 年，76 岁的凯瑟琳正式退出公司管理。

从 1971 年华盛顿邮报上市，到 1993 年凯瑟琳退休，22 年期间，凯瑟琳带给股东的年化回报是 22.3%，把 sp500 指数（7.4%）和同行业绩（12.4%）远远甩在后面。

22.3%的回报率意味着，在 1971 年邮报上市时买入 1 万美元的股票，到 1993 年值 89 万美元，而如果购入 1 万美元的 sp500 指数基金，22 年后只能得到 4.8 万美元。

退休后的凯瑟琳专注于完成《我的历史：凯瑟琳.格雷厄姆自传》。该书 1997 年出版，1998 年获得普利策奖，是一本相当精彩、相当具有可读性的传记，本文有大量素材来自该书。

现在最新的中文版是这本：

「上一篇留言里，有朋友推荐汤姆.汉克斯主演的电影《华盛顿邮报》，演的邮报在五角大楼文件泄密前后的事儿。我前天晚上下载来看了，不错，值得一看　　」

2001 年 7 月 17 日，凯瑟琳与巴菲特一起参加一年一度的美国商界精英大聚会——太阳谷年会期间，摔了一跤，经抢救无效后逝世，享年 84 岁。

美国（小）布什总统发表声明高度评价并哀悼了凯瑟琳.格雷厄姆。他说：美国首都华盛顿及整个国家现在都对丧失**“华盛顿及美国新闻界挚爱的第一夫人”**而深感哀痛。

凯瑟琳传奇的一生，让老唐有两点感慨：其一，永远不要低估自己的能量。不给自己拼一次的机会，我们可能永远都不知道自己究竟有多能干；其二，不要惧怕未知。只要真的需要，只要日拱一卒，没什么拿不下的知识

凯瑟琳的离世，对巴菲特打击相当大。巴菲特一直认为自己应该陪着凯瑟琳，那样她就不会摔倒。这种悲痛，在巴菲特官方传记《滚雪球》里这样描述：

巴菲特独自飞回内布拉斯加。除了睡觉之外，他每一分钟都用来忙碌：读财务报告、《金融时报》、《纽约时报》、《华尔街日报》，看 CNBC 的电视节目，接电话。晚上不工作的时候他就打桥牌，有时也在线浏览新闻，再有就是玩电脑直升机游戏。

一周后，他在一次电话里痛哭流涕，泣不成声，哽咽得上气不接下气，悲伤的情感如洪水决堤般喷涌而出……

2013 年，唐纳德.格雷厄姆将《华盛顿邮报》报社分拆，卖给亚马逊公司 CEO 贝索斯，并将原华盛顿邮报公司更名为格雷厄姆控股公司。

巴菲特 1973 年投入 1063 万美元买入的公司股票，2013 年市价约 12 亿美元，不计期间红利增值超过 111 倍。如果巴菲特将其卖出，大致要缴纳超过 4 亿美元的税收。

但巴菲特再次利用早年可可豆的经验，节约了这笔税收。简单的说，就是格雷厄姆控股公司将旗下的三块资产合计价值约 10.9 亿美元，剥离出来单独成立一家公司。

这三块资产是：①格雷厄姆控股公司持有伯克希尔公司的股票，市价约 4.6 亿美元；②一个电视台，价值约 3.6 亿美元；③2.7 亿美元现金。

然后用这家新公司 100%的股权作为对价，支付给巴菲特以回购他持有约 12 亿美元股票——熟悉的配方，记忆中的味道：公司不再从事可可油业务，用对应库存可可豆回购股票，无需纳税。

这招光在书房里就使三回了，知识就是美元啊！

至此，这段持股 40 年的传奇落下帷幕。

第494篇.　　2018.11.27-再聊分众传媒

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-11-27

早上起来，看见有人昨晚发来一篇名为《分众传媒的利润魔方》的文章，作者是证券市场周刊记者杨现华老师，文中谈及到分众传媒财报的一些可疑之处。老唐看了，除一个细节问题之外，其他问题可以归为误解。

杨老师的问题分为四部分，老唐一个个回答。

问题①2017 年营业成本增幅与披露资源增幅不匹配，怀疑故意做低 2017 年营业成本，为股东减持保驾护航。

杨老师的论据是：

2016 年电视媒体增加 3.6 万个，框架媒体增加 7.4 万个，银幕增加 3500 个，媒体租赁成本增加 4.1 亿；

2017 年电视媒体增加 2.4 万个，框架媒体增加 5.3 万块，银幕增加 1680 块，媒体租赁成本却只增加 1.9 亿。且 2017 年正值新潮扩张期，有理由相信单个点位租金应该被抬高。

杨老师由此推测，分众财报有意做低了 2017 年营业成本，增加了利润，怀疑为 2017 年的股东减持护航。

老唐的解释：

按照上述数量，2017 年增加的各类媒体数量分别是 2016 年增加额的 67%，72%，48%，那么媒体租赁成本增加额少于 2016 年的增加额，是正常的。

这个问题财报里阐述的很清楚，杨老师可能错过了。

2016 年财报 21 页说：

楼宇媒体中，框架平面媒体的租金成本上涨约占整个楼宇媒体租赁成本上涨的 90%。框架平面媒体的资源数量从 2015 年末的约 108.4 万块增至 2016 年末的约 115.8 万块，媒体资源数量上涨 6.83%，租赁成本较上年增加了约 11,765.9 万元。

2016 年框架平面媒体资源的增长主要是来自于北上广深一线城市，版位数量从 2015 年末的 31.6 万块增加到 2016 年末的 35.9 万块，增幅 13.7%。

影院媒体签约覆盖的影院数量从 2015 年末的 1000 家影院、接近 6500 个银幕，继续增至 2016 年末的超过 1530 家影院、超过 10000 块银幕，因此，影院媒体的租赁成本上升 58.89%，达 28,154.1 万元。

而关于 2017 年，则可以翻开 2017 年财报 19 页：

2017 年媒体资源数量的增加主要是来自于媒体采购单价较低的电梯海报媒体，而相对单价较高的电梯电视媒体资源数量相对增加不多，主要是一线城市新一代互动屏媒体设备的更新换代。

晶视影院媒体除了少数影院需要配置多屏高清投影仪外，不需要额外的放映设备。因此，整体资本性开支不大……

从 2016 年的披露数据我们可以算出来，即使是一线城市为主的框架平面媒体，年租赁成本仅约 1590 元/年（11765.9/（115.8-108.4）=1590 元），而电影屏幕的租赁成本则高达约 8 万/年（28154/0.35=8）。

因此，2017 年银幕增幅仅增加 1650 块，只有 2016 年新增 3500 块的 48%。2017 年新增资源主要是单

价便宜的电梯海报，电视媒体比较少。这种情况下，媒体租赁成本增加额约 2016 年增加额的 47%，是合理无瑕疵的。

至于新潮的竞争应该抬高分众的成本，杨老师理解错了。新潮 2017 年的扩张，主要集中在分众没有涉及的社区电梯，2017 年和分众产生的竞争可以忽略。

问题②，杨老师看到分众映前广告的毛利率远高于竞争对手，认为不正常。

老唐的解释：这个不难理解，一块屏幕租赁成本是固定的，大家都差不多，但能签下来多少客户，签下来哪类客户，和企业能力有关。略有差异，就能造成毛利率的巨大差异。

映前广告是时效性很强的资源，有点像宾馆房间，并不能存储使用。一夜的成本基本固定，当夜租出去和没有租出去，毛利率差别巨大；以不同的折扣价格租出去，毛利率差别同样巨大。

分众作为国内顶级的传媒公司，客户群体多，资源配置能力强，造成毛利率的差别恰好是分众的加分项。

在这个问题里，杨老师还提到一点：分众财报和金逸影视、上海电影财报里各自披露的采购数字，有百万级别的差异。原文说：

2014 年，金逸影视是分众传媒第 4 大供应商，采购金额为 3240 万元。

在金逸影视招股书列出的公司 2014 年广告收入前十名客户中，上海分众晶视广告有限公司贡献了 2557 万元，是金逸影视的第二大广告客户，占比达到了 23.8%。

而这家公司正是分众传媒设立的全资子公司，除这家公司外，金逸影视的主要客户名单中再无与分众传媒相关的公司。

这也就意味着，分众传媒披露的采购金额与金逸影视公布的收入数额相差近 700 万元，这样的情况同样出现在上海电影（601595.SH）招股书中。

根据招股书，2013-2014 年，上海电影分别从上海分众晶视广告有限公司获得了 3188 万元和 3259 万元的收入。分众传媒重组书显示，同期公司从上海电影的全资子公司-上海影城有限公司的采购额分别为 2619 万元和 3493 万元。

相比分众百亿级别营收，数十亿级别净利润而言，这个数百万的数据实在太小，加上杨老师的原文里有明显的逻辑漏洞，老唐就没去细查数据，直接说说这个逻辑漏洞吧。

杨老师的推理是这样的：①分众传媒说从金逸影视公司购买了 3240 万，②但金逸影视披露的前 10 大客户里，只有一家分众传媒的全资子公司上海分众，采购额只有 2557 万元，差额 700 万，③所以分众传媒财报不可信。

——看见漏洞了吗？分众传媒并不是只有上海分众一家子公司。很显然，分众传媒还有其他地区的子公司采购了几百万，因金额小没有进入金逸影视披露的前 10 大客户名单。就这么简单。

上海电影例子，杨老师又把关系反过来搞了一遍：①上海电影说收到分众 3188 万元；②分众自己却说从上海电影全资子公司上海影城采购了 2619 万元，③所以——没法所以，杨老师的意思是说上海电影造假，收到了天上掉下来的 569 万元，说是分众给的，分众却说自己没给？

——其实逻辑还是很简单，上海电影说自己收到了分众 3188 万，分众说自己给了上海电影下属公司上海影城 2619 万，那合理推测就是分众还从上海电影其他子公司采购了 569 万。

问题③，杨老师发现，分众有上百家子公司，但只有其中几家的盈利额就超过了公司总和，而且这几

家公司净利润很高却没有收入或者收入很少。

老唐的解释：因为这几家子公司是控股类公司，其主要业务就是持有各地经营实体的股权，所以才只有净利润没有收入。

也正因为此，其他子公司的净利润已经含在这几家里面，不能由此推理出其他上百家子公司都是亏损的。这和川投能源净利润总是远大于营业收入，是因为持有雅砻江水电公司股权的例子，是一样的。

倒是杨老师发现有一家经营情况良好的子公司“上海分众德峰广告传播有限公司”于 2017 年 2 月注销了。老唐特意查了财报，发现 2017 年财报 163 页有披露，同期还注销了其他几个城市的子公司，但我过去还真没注意这个细节。

8）上海分众德峰广告传播有限公司于 2017 年 2 月 15 日经上海市崇明区市场监督管理局准予注销。

9）广州福克广告有限公司于 2017 年 2 月 28 日经广州市天河区工商行政管理局准予注销。

10）沈阳聚众目标广告传媒有限公司于 2017 年 9 月 27 日经沈阳市沈河区市场监督　　管理局准予注销。

11）青岛目标广告有限公司 2017 年 12 月 25 日经青岛市市南区市场监督管理局准予注…

唐书房

猜测是公司架构调整、分区管理范围调整或者是因为某种税收优惠政策……造成的。谁有空，致电或者去互动平台咨询一下公司。

④关于政府补贴和税收的问题。

杨老师说分众收到了大量政府补贴，而向政府支付的税收却没有显著增加。

老唐的解释：这个问题是杨老师对补贴类型缺乏了解。分众的政府补助，并不是地方政府为了帮助本地企业保壳或者改善业绩，而给予的施舍型补贴。

分众收到的政府补助，主要来源于上海长宁财政、成都财政、宁波财政、广东财政几处，补助依据是因为政府招商引资时，和分众签的招商合同：分众只要在该地区设立公司经营，地方财政将把该本地公司每年给当地缴纳的所得税和营业税中，属于地方分账部分按照一定的比例返还给分众公司——注意，是分众缴纳的税收中，地方政府分账部分，中央应得的分账是不能动的。

以成都市为例，成都高新区和分众公司在 2011 年签署合同：

分众在成都高新区设立分众文化传播有限公司，注册资本 1 个亿，承诺实际经营期限不低于　10　年。

自分众文化传播有限公司运营年度起 5　年内，企业所得税地方留成部分的　100%返还给企业（目前企业所得税地方留成比例为纳税额的　23.4%），

营业税地方留成部分的　90%返还给企业（目前营业税地方留成比例为纳税额的 58.5%）。

因此，逻辑实际上很简单，政府补助多，说明公司经营收入多，净利润多，纳税多，因此返还部分就多。而为什么税收增幅和净利润增幅比例不同，原因就是所得税和营业税地方所得部分返还给公司。

既然聊起这话题，老唐再顺便多扯几句吧。

以下这几点思考是之前写好的，一直想等出版社给我结算版税加仓后作为交易记录的一部分推送的，结果至今钱也没到手今天一起推给大家算了。

当前市场对分众关注度颇高，争议和分歧都不小。就负面思考而言，大致集中在以下几点：

①年底天量解禁的威胁；

②应收账款激增的风险；

③5G 时代手机信号改善的冲击；

④新潮+百度等对手竞争的压力。

其中①和②，老唐在 8 月 29 日的《分众中报简评》里阐述过，③和④其实在 6 月 11 日的《梳理分众传媒》下篇和 11 月 9 日的《聊聊新潮传媒》里也谈过。

在股价不断下跌过程中，书房大部分朋友关心的问题，来回其实都还是这几个。老唐觉着①和②已经说透，但③和④还可以稍加阐述。

今天我们抛开财务数据，从定性的角度轮廓性地谈谈关于分众核心竞争力里部分很少被人谈到的问题。

先申明：老唐持有分众，“建仓成本”在 1270 亿市值位置（相当于约 8.65 元/股），目前市值约 860 亿，“套牢”约 32%，仓位占比约 10%。

从 1270 亿跌至 860 亿，大致是 21 倍市盈率下跌到 14 倍市盈率（均以 2018 年估计净利润）的过程。这个过程中，我没有发现企业与 21 倍市盈率时有什么变化，也不认为此时需要总结什么。

在我看来，它和段永平 180 元买茅台，然后跌至最低 118 元；或者 1 美元买网易，最低跌至 0.48 美元（后来在 120~140 美元之间卖出），没有什么本质区别。

低估之后的继续下跌，是完全正常和普通的事情，不需要总结，不需要惊讶。甚至我认为仅仅因为股价朝不利方向变化，就进行“深刻反思”和“回顾总结”的投资者，是不合格的投资者。

这是背景。交待这个背景，是再一次提醒阅读本文的朋友，**老唐从来没有预测股价的能力，老唐的投资决策也从来不依赖抄底。**

我会因为假设三年后市值达到合理估值位置（真实利润×20~25 倍 pe）能带来 100%收益而决定买入。至于持有期间会跌多少，三年后股价究竟会不会到达合理估值水平，基本不在我的考虑范围内。

——如果你借鉴了老唐的买入，请不要忽略背后的逻辑，并学会用至少三年以上的眼光来评价一笔投资。如果你是抱着短炒一把的态度进入的，那请学着为自己的判断承担责任，不要把锅甩给老唐或其他分享者。

闲话不表，书归正传，简单说说有关③和④的相关疑问。

以分众为代表的电梯广告，这些年在传统媒体持续萎缩的情况下，能够无惧移动互联网的冲击而逐步做大，甚至吸引阿里、百度、京东等互联网巨头也开始试探性涉足，根本原因在于电梯媒体有如下几个特点：

1.必经路径。

在移动互联网时代，人的注意力高度分散，但凡有什么东西，是用户“一定会看”的东西，它就必然有巨大的价值。绝大部分移动互联网应用费尽移山心力，或生产内容，或提供便利工具，无外乎也就是吸引人们待在其中或注意到它。

电梯，天然具备这个特点。它本身就是一个便利运输工具，是用户必经的出入口。分众（或同行）不生产内容，也不制造工具，它们本质上是向第三方购买了乘客的闲置注意力，然后再组合打包后出售。

2.分众的电梯以一二线城市的写字楼为主。

写字楼代表着以下几个特点：

a.覆盖人群以高收入人群为主，是最具有购买力的人群；

b.使用电梯的人并不是业主。他们对于梯内梯外的电视或者框架是否应该存在，没有发言权，也没有动力去干涉；

c.写字楼普遍容积率高，人均使用面积远远小于家庭，每部电梯服务的人群远大于社区电梯；

d.使用电梯的时间集中，人流主要集中在上下班的短暂高峰期内。

这和社区电梯是有差别的。社区电梯覆盖人群是家庭，其中包括低收入甚至零收入的老人和孩子；社区电梯的使用者是业主，对电梯具备主人公意识，对电梯媒体产生的收入有关心的动力；每部电梯覆盖人口较少；使用时间相对零散。

3.不利于手机的使用。

因为写字楼人群密集，且集中在上下班时间段使用电梯。所以，电梯里的人群不仅因为拥挤，不方便使用手机，其中部分人还会因为隐私或保密原因，有避免在电梯使用手机的意图。这个特性并不是电梯里有或者没有手机信号可以改变的。

和拥挤的人群一起待在狭窄的空间里，盯着别人，尴尬。瞅瞅电梯里的广告，总比抬头看顶或者低头看后脑勺好，看电梯广告因此而变成一件相对有趣的事，广告此时难得的成为用户内心放弃抗拒的“内容”。没有了抵触和讨厌的情绪，广告内容更容易被用户接受。

我们必须要明白一个基本问题：广告是个反人性的东西。大家喜欢看的都是内容，没人喜欢广告。然而，所有的商业内容供应，都是有成本的。要想长期供应内容，必须有人付费，要么由用户支付（会员制及其各种变形），要么由广告商替用户支付。

所以我们看电视剧，会有广告——虽然理智告诉我们，没有广告我们只能看电视机，而不是电视剧。但是情感上我们还是会讨厌广告，会尽可能避开它（例如付费购买避开权，或趁广告时间干别的）；看报纸会有广告；看手机新闻会有广告；刷朋友圈会有广告……道理都是一样的。

唐书房开设 26 个月，发表原创文章三百多篇，大家都挺高兴的。但一周一篇广告，却几乎每次都能招来抗议甚至谩骂信息。不奇怪，这是不可逆转的人性。

能理解这个，才会发现梯内广告的可贵。它基本算是所有广告形式中，罕有的、用户不抱抵触心理的“内容”，用户潜意识里甚至会感叹“幸亏这还有个广告可以看”!

4.可利用时间短。

由于科技的进步，目前电梯运行速度都很快。尤其是高档写字楼，无论在电梯外等的时间还是电梯里待的时间，都很短暂。如同江南春所说“我们就靠这两分钟不到的时间赚钱”。

如果时间稍长，人们很可能选择摸出手机，找到自己喜欢的内容，静心阅读。正因为短，摸出手机还没刷到想看的内容，已经需要要进/出电梯了。正因为时间短，才有了电梯媒体的生存空间。可以预见的是，这个时间随着科技的发展，只会越来越短，而不是相反。

5.大型网络的价值飞跃。

老唐在 6 月 11 日的文章里写过：“简单的说，一个终端或者少量终端联网，价值并不大。只有当足够多的终端联合在一起，形成一个覆盖受众必经途径的网络后，终端会发生一个跳跃式增值。”

这个增值的道理，用电话网络去对比最容易明白，单个或者少量终端价值不大，只有网络达到一定的规模后，价值才发生突变，使其远远大于单体价值的总和。

分众的媒体点位，主要集中在一二线城市写字楼。这些点位的租赁合同，部分有排他协议，部分没有

排他协议。合同时间期限大部分在 1~3 年时间，到期时间犬牙交错。这种状况是在价值最大化、成本最小化的不断博弈逐步形成的。

只要不是“足够多的点位”在“同一时间”集体脱网，其他人就无法形成能够覆盖必经途径的、足够规模的网络，无法对广告客户产生足够的价值，无法对分众形成竞争威胁。

从这个意义上说，新潮主打社区电梯，和分众形成错位竞争是明智的。实际上，无论是覆盖人群还是客户群体，二者的差异很大，并不构成直接竞争，所谓竞争压力被人为夸大了。

由于同行的示范和推动，分众目前也在增加对社区电梯的投入。社区电梯的价值，由于覆盖人群特征及密集度的问题，无疑是低于写字楼电梯价值的。

所以，分众进军社区电梯，有点类似茅台公司搞系列酒：相比茅台酒而言，系列酒的生产无疑会拉低毛利率和净利率。但系列酒本身和茅台酒消费群体不同，系列酒的生产并不影响茅台酒的销售，并同样能给企业带来可观的利润。

6.作为广告公司本身的积淀和能力。

广告这行业，并不是拥有足够多的屏幕或者海报然后收钱就行。那样的话，长虹、康佳、熊猫、乐视才该是最大的广告商：他们能够生产数量近于无限、成本全国最低的屏幕。

在哪里布置资源，如何组合，销售给谁，怎么销售，如何能让客户的广告产生最大价值，如何维护与客户的长期合作等等，门道挺多的，并不是扛着一堆钞票砸出去就成的事儿。

这方面，分众的历史成绩以及和对手交手的记录，证明了江南春及其团队还不错。另外，江南春这人正值壮年，业务很聚焦，人很拼，数百亿身家的人了，基本每周都能看到他到处跑，到处演讲，到处去拉业务，签合同。

在我看来，分众拥有不错的商业模式+能力不错、利益和股东一致的大股东兼管理层，而且看上去目前管理层还挺努力。这样的生意，我在 1270 亿曾喜欢它，今天 860 亿当然更喜欢它，如果有人愿意 430 亿出售，我会特别喜欢它。

本文为个人思考记录，充满主观偏见。本文所涉及的任何个股，都有腰斩或翻倍的风险，请千万不要以本文为依据做出买入或卖出决策。

本月无交易。截止 11 月 27 日上午收盘，持仓茅台 38%、腾讯 30%、分众 10%、洋河 9%、海康 7%、古 B6%，年内收益-19%。自 2014 年公开披露实盘以来，年收益分别为 62%、13%、23%、62%、-19%（均满仓，均不含新股收益），年化回报率 24.2%。

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

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-11-29

巴菲特学过卡耐基的课程，他知道和人相处时赞美的力量，所以我们经常能看见他夸赞各类人等，贬低别人的时候很少。

但是，巴菲特曾经两次在他的致股东信里嘲笑过一位华人基金经理，其中有一次甚至是直接指名道姓。1962 上半年，巴菲特的合伙基金亏损 7.5%（不是全年，全年最终是盈利 13.9%）。

那个时期，巴菲特是每半年给合伙人写一封信汇报情况的。在上半年的致股东信里，巴菲特为了提醒合伙人们**不要以短期表现来看待投资**，他写了这么一段话：

上半年那些所谓的成长型基金受到了更为严重的打击。几乎无一例外,这些基金的下跌幅度都超过了道琼斯指数跌幅。

虽然过去几年，三只最大的“成长型”基金（现在看来,名称上加引号是非常合适的）富达资本基金、普南成长基金、惠灵顿权益基金取得了非常好的业绩，但今年上半年他们的平均业绩仅为-32.3%。

只是由于在 1959-1961 年的突出表现,它们至今的总体业绩才好于平均水平。当然,或许它们未来还会超越平均水平。

讽刺的是，正是因为这些基金早期优异的业绩导致大量的新投资者加入，因此只有早期少数的投资者享受了前几年的美妙时光，而大部分的投资者都承受了今年的沉重打击。

*这一实例进一步证实了我的观点:**要恰当地衡量投资业绩,必须经历一个完整的市场周期(包括一个牛市和一个熊市)**。大家现在或许比 6 个月前更能理解这一点。*

拿共同基金与巴菲特合伙基金进行比较，并不是因为我们的投资方式或者投资组合与它们相似，而是因这些共同基金反映了掌管着大约 200 亿美元的专业高薪投资管理人士的平均水准。

这段话里所嘲笑的「富达资本」来头巨大，他的管理人是当时被称为华尔街金融魔术师的 Gerald.Tsai 杰拉德.蔡——蔡至勇。这个蔡至勇有多牛，我们待会儿再说，先看巴菲特另一次直接黑蔡至勇的话。

1968 年，是巴菲特自 1957 年代客理财以来，收益率最高的一年。当年收益率高达 58.8%，而且是在当年道琼斯指数涨幅仅 7.7%的情况下做到的。

这个成绩，是巴菲特从 1957 年至 2017 年长达 60 年投资生涯里，仅有的两次收益率超过 50%的年份之一，仅次于 1976 年的 59.3%，而 1976 年道琼斯指数涨幅是 10.9%。

因此，巴菲特可能也是有点飘，罕见地用尖酸刻薄的文字鄙视了当时如日中天、管理着约 5 亿美元资金的蔡至勇。

巴菲特在 1968 年致股东信里写到：

一些所谓的成长型基金，似乎应该改名“不成长基金”。在投资风格激进的基金中，杰拉德.蔡的曼哈顿基金最负盛名，但他 1968 年收益率为负的 6.9%。

那么，这个蔡至勇究竟是什么人，到底有多牛，为何会引发未来股神的冷嘲热讽呢？咱们往下看。

蔡至勇的爹早年就读于美国密歇根大学，毕业后进福特汽车公司当推销员。因为业绩出色，逐步提升，最后被派回上海做福特在华总代理。1929 年 3 月 10 日，蔡至勇出生于上海，比巴菲特大一岁多。

蔡至勇在上海生活到 1947 年，然后到美国读书。由于大家都知道的原因，蔡家于 1949 年举家迁往美国——提一句，那时没有什么移民法，能买得起船票，天下任你行。

泰坦尼克的男主杰克就是靠赌博赢来的船票踏上了不归路；巴菲特多次表扬的 B 夫人一家，也是从俄罗斯走西伯利亚—东北—天津—日本—西雅图，完成移民美国的伟大壮举的。

蔡至勇在波士顿大学获得经济学硕士，毕业后加入一家纺织厂工作。工作期间，蔡至勇发现自己非常喜欢股市投资，他说：

我喜欢股市。在股市，我感觉作为外国人没有竞争劣势，但在其他地方可能有。

如果你以 40 美元购买通用汽车的股票，而它涨到 50 美　元，不管你是中国人、韩国人还是佛教徒都不会有什么不同。

所以蔡至勇只在纺织厂工作了约一年，就想方设法进入了华尔街一家证券公司。在那儿工作一年后，于 1952 年跳槽富达基金公司任证券研究员。

当时的富达基金，投资风格主要侧重于分散购买高分红股票，获取相对稳定的回报。蔡至勇认为投资这种股票永远也富不了，基金定位于这种风格，是和银行存款抢低风险承受力的客户，价值不大。

他认为基金应该定位于选择那些有巨大增长潜力的股票，并集中投资。这种观点得到富达基金老板的儿子内德.约翰逊的高度认同，加上做研究员期间，蔡至勇也确实挖掘出来一些明星股。

于是，1958 年，29 岁的蔡至勇如愿以偿发行了基金——富达资本基金，成为基金经理。

蔡至勇将掌管的资金集中在几只当时被普遍认为过于投机和冒险、不适合基金投资的股票（比如宝丽来、施乐、利顿工业）等，然后采用大笔买卖、快进快出、波段炒作的趋势投资法操作。

开始，他只是寻找市场热点，跟踪股票趋势。后来慢慢出名了，只要有消息说他买了什么行业或什么股票，市场上就会出现追随者，蔡至勇逐步成了趋势的创造者之一。

据说蔡至勇擅长图表分析，能够敏锐地发现和跟踪趋势的变化，并及早介入。为此，后来被称为“伟大的趋势投资大师”的威廉.欧奈尔，曾带着自己的书去求教过蔡至勇——威廉.欧奈尔，《笑傲股市》的作者。目前市场主流的图表分析技法，基本都来自他。

当时蔡至勇是著名基金经理，欧奈尔是刚出道的新人，这个求教之说应该基本属实。后来欧奈尔和蔡至勇一直是兴趣相投的朋友，欧奈尔自己创业做投资顾问公司，签下的第一个客户就是蔡至勇。

在蔡至勇的管理下，富达资本每年的换手率都超过 100%。1959，1960，1961 年，富达资本投资收益率都超过了 50%（同期道琼斯指数涨幅为 20%，-6.2%，22.4%。巴菲特的投资业绩分别为 25.9%，22.8%，45.9%）。

正如巴菲特所嘲讽的，1962 年上半年富达资本不但没有延续年收益 50%的辉煌，反而亏损了 6.9%。

但是蔡至勇在亏损之后继续重注买入，并成功搭上股市强劲反弹的东风，到年底继续延续了年收益超过 50%的神话，狠狠回报了巴菲特一耳光——当然，那时的蔡至勇眼里根本没有巴菲特这种不入流的小瘪三，耳光都懒得给。

1963 年到 1965 年，蔡至勇神话延续，成为华尔街的传奇，被称为来自东方的华尔街金融魔术师（有木有想起那句洗脑的广告词：来自东方的神奇树叶）。只要是杰拉德.蔡染指的股票，立刻就能获得追捧——有点类似前些年我大 A 的王亚伟。

这样，蔡至勇开始具备某种自我实现的能力，股票上涨和蔡至勇买入之间互为动力。他看中的股票一般都能迅速飞涨，他抛弃的股票一般都会迅速下跌。他的买入或卖出行为就能让一家公司在几小时内发生数以亿计的市值变动。

良好的业绩吸引了大量投资者，富达资本基金总值几年内迅速上升到 10 亿美元，成为美国当时最大的证券投资基金——巴菲特 1961 年底管理的资金总额为 720 万美元，1965 年底资金总额为 3700 万美元。

蔡至勇的基金当时有多吸引人，他的晚辈彼得·林奇在《战胜华尔街》一书里这样描述：

连我的母亲,一个只有少量积蓄的寡妇,也被这阵基金狂热所影响，在一个晚上做兼职基金推销员的学

校教师的劝说下购买了富达资本基金。

让她感兴趣的是，这只基金是一个中国人管理的，她相信东方人的头脑非常聪明。

这位中国人就是蔡至勇（ Gerald Tsai），他和管理富达趋势基金的内德·约翰逊并称为那个时代基金经理中的绝代双骄。

——彼得.林奇生于 1944 年，1969 年入职富达基金公司，而蔡至勇在 1963 年就已经是富达基金公司仅次于掌舵人老约翰逊的第二大股东兼公司二把手。

1965 年，老约翰逊计划退休，蔡至勇卷入富达基金接班人的斗争中。最终老约翰逊的儿子内德.约翰逊接班。蔡至勇将富达基金股权以 220 万美元价格卖出后走人。

内德.约翰逊就是上面刚说过的富达趋势基金经理，也是后来由彼得.林奇管理的麦哲伦基金的首任基金经理（最初叫富达国际基金，1965 年 3 月 31 日更名为麦哲伦基金）。

——彼得.林奇 1977 年从内德手上接过麦哲伦管理权，创下 13 年年化 29%的传奇业绩后，于 1990 年退休。

退出富达基金公司的蔡至勇，开始筹划建立自己的基金管理公司并募集资金成立自己的基金——曼哈顿基金。

由于来自东方的金融魔术师辉煌的历史记录，曼哈顿基金迅速募集到 2.47 亿美元的资金——当时巴菲特管理的资金总量 3700 万美元，正处于购买优质公司的思想萌芽期，忙着买进因遭遇色拉油丑闻而暴跌的美国运通公司股票。

1966 年 2 月 15 日，曼哈顿基金运行。蔡至勇在第五大道租下豪华办公室，并精心装备了交易室和信息中心，配备最先进的报价机，挂上他持仓股票的点线图和其他各种技术指标。

公司有三名雇员全职维护数百种股票的价格、比率、震荡幅度及相关指数等信息。从价格上涨和下跌的震荡分析，到各种政府债券的图表，以及道琼斯指数的 25、60 和 150 日的移动平均线图等等……

按公司分析师的说法：“我们什么都有。哪怕你一年可能只需要用到一次某张图表，当你需要的时候，你一定能在这里找到。”就在蔡至勇志得意满的时候，巴菲特生平第一次发现自己找不到可以买的股票了。

他史无前例地将新收到的 680 万美元闲置，并建立了 700 万美元的空头头寸来作为已有投资组合的保护。

沽空的股票主要是美国铝业公司、蒙哥马利-沃特公司、卡特彼勒拖拉机公司以及旅行者保险公司（还记得吗，后来拯救 GEICO 的伯恩所在的公司）——不过，根据后来巴菲特的反思，这些空单可能也没吃到啥肉

这一次命运没有眷顾魔术师，哪怕魔术师已经将自己武装成钢铁侠。就在蔡至勇信心爆棚的时候，他已经带领崇拜者踏上了一条通向深渊的路……虽然 1966~1967 年业绩令人失望，但凭借以往良好的回报记录，资金还是潮水般的涌入。到 1968 年，曼哈顿基金管理规模超过 5 亿美元。

然而，股市自 1932 年大萧条 41.22 低点，持续至 1968 年 994.65 点的长牛，悄悄地接近尾声。蔡至勇的魔力消失的一干二净，1966 和 1967 年具体盈亏多少，老唐没查到数据，1968 年亏损 6.9%。

这时候，蔡至勇神奇的另一面出现了，他在 1968 年把基金管理公司以 2700 万美元的价格卖给 CAN 金融公司，并得到 CAN 公司一个高级职位，继续负责管理曼哈顿基金。

然后，大约一年时间，这只基金亏损超过 90%，蔡至勇神话在华尔街破灭。其后的四年，基金年年缩

水，蔡至勇声名扫地，彻底臭大街了。1973 年蔡至勇离开 CAN 基金公司。

别以为亏损 90%以上这种事情，只发生在美帝或港仔市场。就在前几天，老唐还看见有人转发最近一年收益率从-90.82%到-94.46%的四只 A 股私募基金净值，吓死个银！

就在蔡至勇收获 2700 万美金的巨额财富后不久，1969 年 5 月，巴菲特宣布解散他的基金。这期间，同样有很多人意图出资购买这个记录良好的基金公司，巴菲特拒绝了

巴菲特将伯克希尔、蓝筹印花以及多元零售三家公司股票留下，其他股票全部抛出。并将上述三家公司股票标出合理价格，所有合伙人可以任选全现金、全股票或者都来一点。大家选剩下的，就是巴菲特的

巴菲特说：“要是有好的投资机会，我愿意 1970 年甚至 1971 年继续管理合伙公司。不是我不想接着做，而是我不想以惨淡业绩谢幕。可惜，我看不到任何希望，看不到任何机会，我没有办法把最后一年的业绩做好。**我不想拿你们的钱碰运气。**”

对于合伙人的投资，巴菲特给出自己真诚的建议：首先建议所有合伙人将资金全部用于购买免税债券。巴菲特认为，就目前的股市估值水平，通过投资几乎无风险的免税债券，就可以获得差不多的回报。

他承诺，愿意为任何一位需要购买债券的合伙人，免费设计合适的债券组合。但如果合伙人希望继续投资股票，他推荐同在格雷厄姆班上学习的同学比尔.鲁安。

比尔.鲁安同期也有代客理财，年化业绩和巴菲特差不多，只是波动比巴菲特大。巴菲特很清楚推荐资金管理人是吃力不讨好的事情，他说：

将来比尔业绩好，我也得不到什么好处。但是比尔业绩不好，我一定会被骂。只是我不想看着部分不懂投资的人，被那些能说会道的推销员引诱，所以我必须做点什么。

这大概可以看到巴菲特和蔡至勇的人品差异吧。两个人年龄接近，都在代客理财的过程中，赚到近 3000 万美金的财富。差异在于一个通过给客户赚钱来获取财富，一个靠出售客户的信任获取了财富。

也正因为此，两个人后来的发展完全反过来了，巴菲特远远超越蔡至勇，这让我想起前几天书房有位朋友的留言“善良也会产生复利”。

当然，蔡至勇有资本在手+头脑聪明，后来混的也不差。1973 年创办了蔡氏股票经纪公司，做大后卖掉。

然后又涉足保险业，最终将控制的保险公司以 1 亿美元的对价卖给美国罐头公司，并出任罐头公司副总裁。

随着罐头公司总裁退休，蔡至勇升任总裁，并将公司改名为 Primerica。该公司是道琼斯工业指数成分股，蔡至勇由此成为美国历史上第一位担任道琼斯成分股 CEO 的华人。

后来公司与商业信用公司合并，成为今天花旗集团的一部分。

本世纪，蔡至勇再一次成为媒体焦点，却是因为一个八卦新闻：2006 年，77 岁的的蔡至勇和小布什总统弟弟的前妻莎朗订婚，2008 年也不知是男方还是女方要求取消婚约（蔡至勇一生共结过四次婚，都离了）。

取消婚约时，蔡至勇要求莎朗归还之前赠予的一枚价值约 20 万美元的钻戒，莎朗不同意归还。于是蔡至勇一纸诉状将莎朗告上法庭，官司闹的沸沸扬扬，最终拖到 2008 年蔡至勇去世（享年 79 岁），不了了之。

对了，巴菲特介绍给合伙人的比尔.鲁安，1970 年接手资金后，连续五年跑输大盘，其中 1973 和 1974

年还分别亏损了 24%和 15.7%，到 1974 年末净值只有 0.845 元了（即五年总计亏损 15.5%），连累巴菲特陪着挨了不少骂。

好在后八年争气，最终 1970~1984 年间年化收益率 18.2%，远超同期 sp500 指数年化 10%的回报率，总算没给巴菲特和格雷厄姆丢脸。

不过呢，可以想象，这些投资人中，或许也有第四或第五年忍无可忍，大骂一通巴傻叉鲁骗子甩手离去的——替人管钱这种事儿，不好干啊，绝对是拿头发换钱的生意

听老唐扯完故事，咱们思考一个问题吧！

现在我们知道蔡至勇连续五年超过 50%的高回报，但未来几年却亏损超 90%；而鲁安连续五年低回报，未来 9 年却赚了 8 倍多。

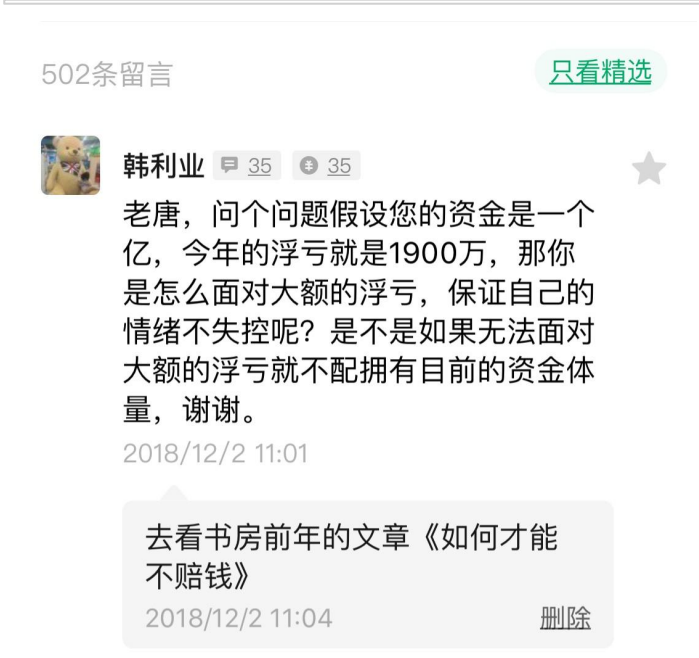
老唐的问题是：假如你准备投基金，也面对这样两位基金经理的历史成绩，在不知道未来的情况下，你能做出正确选择吗？如果能，你是如何做出决策的？

第496篇.　2018.12.2-真传一句话，假诵万卷经——老唐也会写短文

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-12-02

这两天，有点鼠标手的迹象，本打算停用几天键盘鼠标的，可刚刚看到一位朋友的提问，突然觉着有必要码个超级短文，聊聊投资盈亏及心理压力的问题。

这位朋友提问如图



先申明，老唐没有一个亿，也没有浮亏 1900 万，不过今年内回吐出几百个还是有的。几百也好，1900 也罢，背后道理是一致，借着这个问题聊一句真经。在前年的《如何才能不赔钱》一文里，老唐谈过这个

话题。今天之所以想重复说，是觉着经过一年大跌，可能朋友们理解起来更深刻一些。

巴菲特在2013年致股东信里，用买农地的真实案例阐述过投资真谛。真正想清楚这个例子，投资体系就成了。

例子大约是这样的：

1986年，巴菲特投资28万美元买了一块400英亩的农地。巴菲特自己对农业一窍不通，他只是从喜欢农业的大儿子口中，知道了玉米和大豆的产量，还有对应的运营成本。

根据这些数据，巴菲特大致估算出28万美元买下农场，年净收益约有10%。同时，未来产量还可能提高，农作物的价格还会有一定幅度的上涨。

巴菲特解释说：

我并不需要有特别的知识来判断此时是不是农地价格的底部。而且可以肯定，未来一定会有糟糕的年份，农作物的价格或者产量都可能偶尔地令我失望，但那又怎样呢？一样会有一些好的异常的年份。

现在，28年过去了，农地年利润翻了三倍，农地价格是我当初买价的五倍。我依然对农场一窍不通，而且，直到最近，我才第二次去过这个农场。

这个例子很简短，但非常传神。什么是投资？老唐**中翻中**：

①你买入时关注的是产出，每年这块地带给你的回报有至少10%，比你拿着一笔“钱”的回报率高，所以你选择买地——**这叫估值**。

②你的投资盈利还是亏损，取决于农地的产出，不取决于同样地块在其他人手里的买卖价格——**这叫如何面对市场波动。**

隔壁查尔斯.张三脑袋进水了，14万美元卖出同样大小的农场，并不代表你亏损了。你没有拿着28万等张三脑袋进水，很正常，因为你不是铁口神断，不能掐指算出查尔斯脑袋要进水。

要去后悔这个，不如去后悔个更大的，比如没有算出来最新的六合彩头奖号码，或者没有在1美元的时候买它几千个比特币什么的。

③有些朋友纠结于农地每年的收获可以颗粒归仓，而股票利润只分很小一部分（比如净利润的30%拿来分红）。

实际上，如果你将每年农地收获的70%都卖掉拿去买新农场，就和只得到30%分红的股票一样了。70%粮食拿去买地，农场的价值和投资回报率就缩小了吗？——**这叫如何看待企业扩大再生产。**

④投资需要关心的就两件事：第一，农地产出是否持续令人满意；第二，拿70%粮食去买新农地时，有没有买贵。股票也是如此：第一，企业经营收益是否持续令人满意；第二，新投资的预计回报率如何。其他，没了——**这叫投资聚焦点。**

⑤很少有你花28万买下一块农地，很快就有人出价128万的事儿。因为买地时大家都不傻，知道考虑产出性价比。但股票市场有个巨大的优势：有傻子。真的有完全不考虑产出性价比的傻子，而且不是口炮傻，是带着钱包的。

这些傻子高兴了，真拿出128万甚至256万来买你那块地，这时你发现128万存银行可以得到128×4%=5.12万，远高于每年2.8万的农地净收入，好像挺划算的。这时可以考虑是否将地卖给傻子了——**这叫高估怎么办。**

⑥那要傻子们不够傻，最多只肯出价70万呢？70万存银行（假设你没有其他投资途径），只能拿70

×4%=2.8 万，和农地收入一样，没便宜占。那怎么办呢？很简单，让不够傻的傻子一边待着去！——**这叫合理区间怎么办。**

⑦只要你不是借的钱，不会被迫出售农地，浮亏在哪里，压力在哪里？从买下的那一瞬间开始，你就只有两种选择：A.持有农地，获取高于无风险收益率的回报，**赚**，B.傻子出价实在太高，满足傻子。拿钱去存银行，获取比持有农地还高回报水平，**更赚——这叫第一绝不亏损，第二不要忘了第一条。**

什么时候会有压力？你本来就是打算买下地找个傻子，高价卖给他。后来发现你的前任也是这么想的，而且前任好像是最后一个成功做到的——那时你就有压力了。

不衡量投资性价比，不关心资产产出，只操心有没有傻子，傻子什么时候来？甚至拿去套傻子的本金也是借的，或者是准备下个月娶傻媳妇要用的钱……当然有压力，应该有压力，必须有压力，酱紫的还能没压力，天理何在？

那么，投资者真的只有赚和更赚两种情况吗？也没那么容易，至少你还可能遇到：A.买进农地时计算失误，发现农地产出没有估计的高，收益还不如把本钱存银行呢！B.你买的时候好好的，结果买进后，农地盐碱化了，产出大幅下降。

那怎么办呢？凉拌。股神也不能保证百发百中，一样有错的时候。只能通过不断学习，每次都抛开对傻子的幻想，专注于研究地的产出（研究地，比研究傻子容易多了），让错误机会越来越少，让单次错误造成的损失越来越小。不断重复，最后成神——**这叫投资很简单，但并不容易。**

真传一句话，假诵万卷经。投资的真谛，说来说去就六个字：

别瞅傻子，瞅地！

读过本文，你下次再看到呼喊“投资需要坚持、守股如守寡、价值投资需要信念、熬过熊市等待牛市、底部底部抄大底……”口号的“价值投资者”，应该明白那是「投机内核驱动的伪夹头」。

本文应该获得打赏

第497篇.　　2018.12.6-鸡汤一小碗

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-12-06

近几日手指和手腕不太舒服，歇歇。

书房墙上还有十来篇文章的主题钉着，只能等等再码。留的手指在，不怕没文章。

今天股市大跌，又有不少朋友来书房讨鸡汤那就简单熬一碗吧！

一年 52 周，每周涨半个百分点，年化收益率是 30%，这是地球头号股神也无法持续达到的水准。

反过来说，我们应该认识到，期望每周涨半个点已经是高不可攀的要求，更别说天天涨 1%，乃至更多了。

明白了这一点，也就明白了股价涨涨跌跌、交替而来是必然的、唯一的形态，没什么奇怪的，也没什么值得研究的。

譬如看今天，是酱紫，似乎惨不忍睹



可是回看过去一周，又好像牛市澎湃！



再看今年以来，却又发现它真是狗熊一只，中等个头。



所以，**是牛是熊，和你看它的时间长短有关**。

老唐过去说自己每天看盘 5 分钟。有了手机的“屏幕使用时间”统计功能后，发现吹牛了。

实际看盘时间大约是每天 16 分钟。当然，包括阅读它弹出来的某些新闻和公告的时间。



本周继续无交易，依然持有茅台 39%，腾讯 29%，分众 10%，洋河 9%，海康 7%，古井 B6%，2018 年内收益-16%。

自 2014 年公开披露实盘至今，收益分别为 62%，13%，23%，62%，-16%（均不计算新股收益，均满仓），单位净值由 100 升值为 307，获利 207%，年化收益 25.15%。

股价每天涨涨跌跌，但凡跌下去的时候，一定有人大喊：“某某股会是老唐的滑铁卢”，茅台，腾讯、海康、分众都经历过。

最近一段时间，前三者从底部涨了一些，声音似乎微弱了。质疑声音主要集中在“老唐要栽在分众上”

不用把这种怀疑转发给老唐，**我相信他们一定会有某次说对**。我也认同老唐任何时候在任何个股上都可能栽跟斗。

老不栽跟斗也不对。早栽晚栽早晚要栽，晚栽不如早栽。对伐啦？

预计近期应该有笔小钱到手，届时可能会增持分众传媒，力争让跟斗栽的再大一点。看到这句分享时，请一定注意以下提示：

本文为个人思考记录，充满主观偏见。本文所涉及的任何个股，都有腰斩或翻倍的风险，请千万不要以本文为依据做出买入或卖出决策。

还有，关于今天分众传媒被调出富时中国 A50 指数一事，不用惊讶。

那指数是按照市值排名选的，每季度调整一次。深沪市值前 50 名入选，入选后市值跌至 60 名以外就

调出去，涨回前 50 名就再加回来

第498篇.　　2018.12.9-散打巴菲特09——巴菲特的可学与不可学

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-12-09

在老唐心中，从有据可查的数据开始，巴菲特的投资生涯可以分为四个阶段：1.代客理财阶段：1957~1969 年，年化回报 29.58%；

2.烟蒂投资为主的伯克希尔阶段：1965~1971 年，年化回报 16.88%；

3.优质企业为主的伯克希尔阶段：1972~1999 年，年化回报 26.72%；4.受限阶段：2000~2017，年化回报 10.01%。

其中前两个阶段有五年并存期。

这四个阶段是依据什么划分的，哪个阶段的是我们需要学习的，哪个阶段不值得学习？让老唐从巴菲特自己提供的投资回报数据表说起。

下图截自伯克希尔 2017 年财报：

Berkshire's Performance vs. the S&P 500

Year	Annual Percentage Change in Per-Share Book Value of Berkshire	in Per-Share Market Value of Berkshire	in S&P 500 with Dividends Included
1965	23.8	49.5	10.0
1966	20.3	(3.4)	(11.7)
1967	11.0	13.3	30.9
1968	19.0	77.8	11.0
1969	16.2	19.4	(8.4)
1970	12.0	(4.6)	3.9
1971	16.4	80.5	14.6
1972	21.7	8.1	18.9
1973	4.7	(2.5)	(14.8)
1974	5.5	(48.7)	(26.4)
1975	21.9	2.5	37.2
1976	59.3	129.3	23.6
1977	31.9	46.8	(7.4)
1978	24.0	14.5	6.4
1979	35.7	102.5	18.2
1980	19.3	32.8	32.3
1981	31.4	31.8	(5.0)
1982	40.0	38.4	21.4
1983	32.3	69.0	22.4
1984	13.6	(2.7)	6.1
1985	48.2	93.7	31.6
1986	26.1	14.2	18.6
1987	19.5	4.6	5.1
1988	20.1	59.3	16.6
1989	44.4	84.6	31.7
1990	7.4	(23.1)	(3.1)
1991	39.6	35.6	30.5
1992	20.3	29.8	7.6
1993	14.3	38.9	10.1
1994	13.9	25.0	1.3
1995	43.1	57.4	37.6
1996	31.8	6.2	23.0
1997	34.1	34.9	33.4
1998	48.3	52.2	28.6
1999	0.5	(19.9)	21.0
2000	6.5	26.6	(9.1)
2001	(6.2)	6.5	(11.9)
2002	10.0	(3.8)	(22.1)
2003	21.0	15.8	28.7
2004	10.5	4.3	10.9
2005	6.4	0.8	4.9
2006	18.4	24.1	15.8
2007	11.0	28.7	5.5
2008	(9.6)	(31.8)	(37.0)
2009	19.8	2.7	26.5
2010	13.0	21.4	15.1
2011	4.6	(4.7)	2.1
2012	14.4	16.8	16.0
2013	18.2	32.7	32.4
2014	8.3	27.0	13.7
2015	6.4	(12.5)	1.4
2016	10.7	23.4	12.0
2017	23.0	21.9	21.8
Compounded Annual Gain – 1965-2017	19.1%	20.9%	9.9%
Overall Gain – 1964-2017	1,088,029%	2,404,748%	15,508%

不知道书房里有没有英文比老唐还渣的朋友？

就当有吧，老唐还是做个注释：

①数据加括号代表负值；

②底部两行分别为年化回报和总回报；

③右边三列数据，分别为伯克希尔账面净资产年度增长率、伯克希尔公司股票价格年度涨跌幅、sp500指数年度回报（含分红）。

先看最后一列。

观察历年年报披露的该数据，我们能够发现，在长达 53 年时间里，直接投资大盘指数 SP500，年化回报率就在 9%~10%之间。虽然期间经历过多次股灾，多次大牛市，但指数长期回报率非常稳定，变化很小。

这背后的原因，老唐在之前的《股市获利的逻辑和路径》等多篇文章里已经写过，不再赘述。这里只

重复结论：

①股权长期投资收益率“一定”高于债券及其他类现金资产。

②普通投资者即便是看不懂任何企业，也可以从投资沪深 300 指数基金开始，立足先赢，而后再求大赢。

③除非指数回报率低于现金（即指数市盈率高于无风险回报率的倒数），否则持有现金及债类资产就是一种错误。

别小看 9.9%的回报。

假设你今年 25 岁，手头可投资资金量仅有 5 万元，如果在未来 35 年里，平均每个月你从工资奖金里省出 3000 元投入，到你 60 岁退休时，你投入的资金累计有 131 万。

在年化 9.9%的回报率下，60 岁时财富值为 1132 万，增值超过 1000 万；而同样的投入，如果你购买的是收益率为 4%的理财产品，60 岁时财富值仅有 291 万元。

其次，我们看前面两列的年化数据。

过去 53 年，伯克希尔账面净资产年化增长率 19.1%，股价年化增长 20.9%。期间，股价有过一年翻倍的年份，也有过接近腰斩的年份，但长期回报率居然和公司账面净资产增长率差不多。

巴菲特多次强调过的：1965 年的伯克希尔内在价值远低于报表净资产（主要是纺织设备及固定资产价值低于可变现值），而现在伯克希尔的内在价值远大于账面净资产”（主要原因是商誉、长期持股公司成本记账等原因）。

如果考虑这一点，我们会发现，在合理假设下，**股价涨幅和企业内在价值增长几乎完全一致**。

在《巴菲特最糟糕的一次投资》一文里，老唐介绍过巴菲特介入伯克希尔时，伯克希尔账面净资产值是 2214 万美元。

巴菲特在市值 660 万美元位置开始买进，并最终和当时公司老总洗玻璃达成协议，准备按照 1290 万美元市值价格卖给洗玻璃总。

从这个行为我们可以推断，当时伯克希尔公司的内在价值应该略高于 1290 万（否则洗总不会买，而烟蒂股投资者的特点就是在股价接近内在价值时卖掉它）。

我们假设 1290 万成交价为内在价值的 8 折，即内在价值为 1550 万，约为账面净资产 2214 万的 70%。

2017 年的内在价值可以看作账面资产的 1.5 倍——虽然账面资产和内在价值的具体差距巴菲特没有明确说过，但巴菲特不仅正式披露过，也实施过“在股价低于账面净值 120%时伯克希尔会实施股票回购”。

这至少说明账面净资产×120%的价格，相比伯克希尔的内在价值依然有折扣，所以才值得巴菲特出手回购。假设我们认为巴菲特的回购价是内在价值的 8 折，意味着“**内在价值**=回购价格/80%=（账面净资产×120%）/80%**=账面净资产×150%**”。

这样算来，1965 年的 0.7 元，到 2017 年变成 10880.29×1.5=16320.44 元，53 年获利 23315 倍，年化回报率 20.89%，和股价过去 53 年波动几乎一模一样。这就是股价围绕内在价值波动，其长期投资价值来源于企业增长的最好例证。

然而，上述认知不是本文要说的重点，本文的重点想找出巴菲特在不同阶段的不同回报，并分析其原因，最终找到最值得我们学习的投资理念和方法。

让我们把注意力放在伯克希尔账面净资产值波动的那列数据上。

我们都知道，从投资主体的角度来划分，巴菲特的投资生涯可以分为两个阶段：一个是 1957~1969 年的合伙基金阶段，另一个是 1965 年至今的伯克希尔阶段，其中 1965~1969 年有重叠。

如果从投资理念的角度划分，又可**以 1972 年 1 月 3 日巴菲特收购喜诗糖果为界，划分为烟蒂投资为主阶段和以优质企业为主阶段**。

在巴菲特烟蒂股为主的阶段，合伙基金 1957~1969 年化回报是 29.58%（见《巴菲特从格雷厄姆体系分叉的心路历程》），

伯克希尔 1965~1971 年回报分别为 23.80%、20.30%、11.00%、19.00%、16.20%、12.00%、16.40%，从 1 元增值为 2.98 元，年化回报 16.88%。

1972 年 1 月 3 日，巴菲特支付 2500 万美元收购喜诗糖果，是巴菲特自己多次承认的“从烟蒂投资进化为优质企业投资的标志”。

1972 年至今，喜诗糖果给伯克希尔贡献了至少 20 亿以上的现金。这 20 亿以上的现金又因为同样的投资理念，购买更多优质企业的股权，产生蛋生鸡鸡生蛋的几何增长，其真实回报率已经大到无法计算。

如果以 1972 年为起点计算，我们会发现 46 年来，伯克希尔账面净值从 2.98 变成 10880.29，年化回报 19.52%。

假如 1972 年之后，巴菲特的年化回报依然是 1965~1971 年烟蒂股为主阶段的 16.88%，则 2017 年末终值仅为 3892.83 元，约为 10880.29 的 36%。

不仅如此，实际上巴菲特 1972 年至今的投资，还能以 2000 年为界划分为两个阶段，第一阶段是 1972~1999，第二阶段是 2000 年至今。

1972~1999 的 28 年间，伯克希尔账面净值增长 654 倍，**年化增长 26.06%，公司股价年化收益率 26.72%**（1 元变成 757.45 元），这是伯克希尔投资历史上最肥美的阶段。

这期间，实际上伯克希尔还经历了两次系统性重创，正好居于一头一尾：1973~1974 年美国股市大股灾；1998~1999 年科网泡沫，伯克希尔远离科技股的理念，导致有史以来最差回报，巴菲特被“骂”到住院（见《压力》一文）。

而且，**1972~1999 年 28 年无亏损记录，同时，伯克希尔投资史上共计 13 个年收益超过 30%的年份，全部落在 1972~1999 年期间。**

1965~1971 年间最高年度收益 23.8%，无亏损记录；2000~2017 年最高年度收益 23%，并产生伯克希尔仅有的两次亏损记录，分别为 2001 年-6.2%和 2008 年的-9.6%。

2000 年发生了什么，导致股神最近 18 年收益不佳（年化 10.01%），老唐认为主要原因有两点。

其一是 2000 年之后，因为伯克希尔手头的**钱实在太多**，可选投资对象偏少，巴菲特开始以保守姿态将金钱配置在一些资本密集的低回报企业上。

其中最具代表性的投资就在约 55 亿美元投资中美洲能源、220 亿美元收购伯灵顿北方铁路公司以及 43 亿投资卡夫食品等项目上。

中美洲能源和北伯灵顿铁路，共同特色就是需要的资本投入很大，仅凭折旧根本无法支持资本支出，公司的利润需要继续做固定资产投资，甚至还需要持续融资再投入。

同时，它们的定价和利润受到联邦政府和州政府的严格管制，政府通过价格管制，允许它适当获利，但不允许获取过高利润。

这类企业的利润，严重取决于监管机构的态度。比如对于提供电力和天然气的中美洲能源公司，就有一些州规定，如果公司利润超过 12%，不仅不允许涨价，还要将超过部分反馈给消费者。至于涨价，那必须要证明公司的净利润率跌到某比例（比如 9%）以下才行。

引用巴菲特自己的说法，购买这些公司，一方面是赌美国经济的继续上行，另一方面也是为了赢得美国政府和人民的信任。它展示了伯克希尔愿意承担更多社会责任，同时，也是对监管机构投出的信任票，相信监管机构会让伯克希尔获取合理的回报。

中美洲能源公司是伯克希尔董事会一名董事沃尔特.斯科特介绍的，巴菲特非常相信这个人。相信到什么程度呢？

截至 2002 年，伯克希尔公司董事会一共七名董事，巴菲特夫妻及长子占据三个席位，查理.芒格及他的律师事务所合伙人占据两个席位，伯克希尔创始人家族、巴菲特入主前的老董事长马尔科姆.菜丝占据一个席位。

最后一个席位就是这人——美国第三级通讯股份公司（做光纤网络通信的上市公司，纽交所代码：LVLT）董事长沃尔特.斯科特。这份董事名单里，斯科特可以说是唯一一个“外人”，足见巴菲特对斯科特的信任程度。

「2003 年纽交所强制规定上市公司独董必须占多数，伯克希尔才陆续引入比尔.盖茨（微软董事长，巴菲特密友），汤姆.墨菲（大都会公司董事长，巴菲特密友），唐纳德.基奥（可口可乐总裁，巴菲特对门邻居）等人做董事」。

巴菲特甚至还因为斯科特而做过一笔亲口承认超出能力圈的投资。

那是在纳斯达克网络股泡沫破灭的股灾期间，斯科特控股的第三级通讯公司股价从 130 美元跌至不到 3 美元，市值从高峰的 440 亿美元跌至不足 10 亿美元，濒临破产。而巴菲特却在 2002 年 7 月 9 日宣布投资 1 亿美元购买美国第三级通讯公司的长期债券和可转债。

市场大为惊讶，巴菲特则很直白的承认：“有时候，你会在你的能力圈之外进行投资。**第三级通讯公司就是我在能力圈之外的投资**，我是把赌注压在人的身上,我觉得我非常了解这个人。”

说起来，伯灵顿北方铁路这家公司也和巴菲特有缘。格雷厄姆的《聪明投资者》书末附录里推荐了一家铁路公司，当时股价 17 美元，每股收益 10 美元。

被推荐的这家公司叫北太平洋铁路公司，它就是如今的伯灵顿北方铁路公司的资产主体。

巴菲特读到《聪明投资者》的时候，这家公司市值 4000 万美元。到 2010 年，巴菲特花了 220 亿美元买下它。巴菲特也由此在 2013 年年报里说：

我不记得买《聪明的投资者》花了多少钱。不管是多少，它都证明了本的格言“价格是你付出的数字，价值是你收获的东西”。

在我所有的投资中，买这本书应该是回报率最高的一笔（我的两本结婚证除外）。

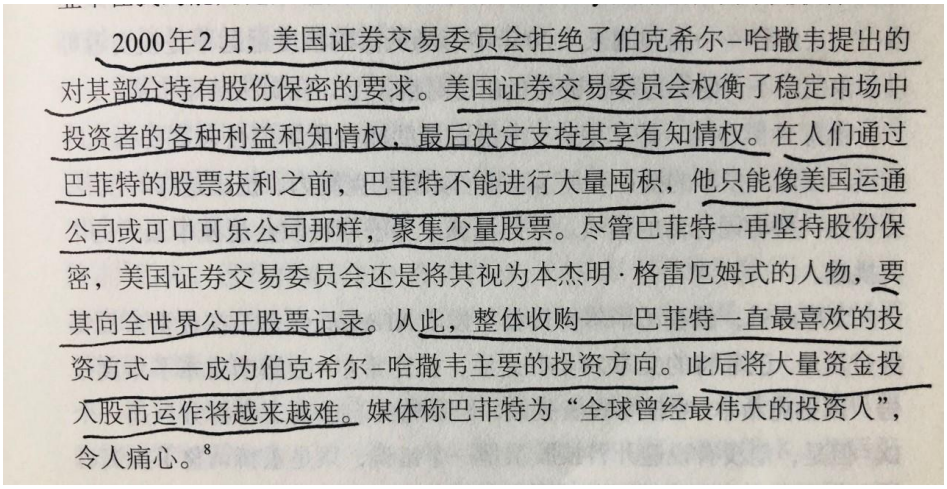
至于糟糕的卡夫食品案例，芒格在 2009 年威斯克金融公司（芒格任董事长的一家上市公司，由伯克希尔控股）年度股东大会上，则直接对股东承认：

由于我们的钱实在太多了，所以我们买了卡夫食品。我们现在只能接受较低的回报，这要比我们 10 年前的回报预期低得多。这是竞争越来越激烈的现实世界的一个自然而然的结果。

这种投资方式，显然不是我们需要学习的。以老唐的看法，在你我的资产达到 11 位数之前，这种技

术只是屠龙术，学来也无处可用。

这是一方面的原因，还有一个原因，老唐直接上《滚雪球》截图：



2000年2月，美国证券交易委员会拒绝了伯克希尔-哈撒韦提出的对其部分持有股份保密的要求。美国证券交易委员会权衡了稳定市场中投资者的各种利益和知情权，最后决定支持其享有知情权。在人们通过巴菲特的股票获利之前，巴菲特不能进行大量囤积，他只能像美国运通公司或可口可乐公司那样，聚集少量股票。尽管巴菲特一再坚持股份保密，美国证券交易委员会还是将其视为本杰明·格雷厄姆式的人物，要其向全世界公开股票记录。从此，整体收购——巴菲特一直最喜欢的投资方式——成为伯克希尔-哈撒韦主要的投资方向。此后将大量资金投入股市运作将越来越难。媒体称巴菲特为“全球曾经最伟大的投资人”，令人痛心。[8]

丧失对购买目标的保密特权，导致巴菲特无法持续以满意价格购买到足够多的目标股票。而高达数千亿美元的资产总值，导致小额投资根本没有意义。

两种因素叠加之下，巴菲特只能转向**要么整体收购目标公司**（上市或非上市）；**要么一次性买够**目标公司股份，且目标公司必须是**流通市值足够大、日成交足够活跃的股票**（例如富国银行、美国银行、苹果公司、IBM等）；要么干脆**将资金配置在一些回报虽然偏低，但可以容纳足够多资金的产业上。**

这样的结果，就是回报率大幅下降。这就是老唐认为过去18年巴菲特低回报的原因。这一时期的投资风格，我们完全没有必要学习。

那么，前面的三个阶段里，哪些又是可以学习的，哪些是需要摒弃的呢？

在书房之前的文章里描述过，**巴菲特早期的投资风格，主要分为三种类型：低估、套利和控制。**

低估类投资，施洛斯将其运用到极致：分散投资烟蒂股，待其上涨后卖出获利，重复。

而巴菲特则全面学习了格雷厄姆手法，买进烟蒂股后如果不涨，就持续买到入主董事会甚至控股地位，最终推动公司价值实现，获利退出。

套利则是施洛斯和巴菲特共同拥有的手段，只是机会不确定，时有时无。

烟蒂类投资，从接触《聪明投资者》算起，到巴菲特将烟蒂股打包卖给施洛斯结束，期间除了地图公司、风车公司、美国运通和伯克希尔公司之外的其他项目，都算烟蒂。

桑伯恩地图公司、邓普斯特风车公司以及伯克希尔公司，则是低估不涨买成控股的代表案例。

「美国运通是优质企业思想的萌芽，可惜只持有两年左右就卖掉了，说明当时体系核心还是烟蒂。1991年，巴菲特才第二次将目光放在美国运通上，并作为优质企业买进，持有至今」

对于我们普通投资者而言，**低估不涨就买成控股，在当前的资金量和市场信息环境下，已经几乎没有实现的可能**。因此，如果想学习前期巴菲特高回报期的手法，学巴菲特不如学施洛斯。

关于施洛斯的低估分散投资手法和技巧，老唐在《巴菲特配角演义之施洛斯传奇》里详细介绍过，有兴趣的朋友翻回去看。

于是，**巴菲特投资生涯里，真正值得我们学习的，就剩下1972年~1999年阶段了。**

这期间，巴菲特所选择的投资对象，所依据的投资逻辑，以及相关案例都是值得我们深度研究的好榜样。

其中，既有**因为商业模式注定赚钱**的优秀公司，例如喜诗、可口可乐、吉列、华盛顿邮报、美国运通（二次介入时的运通）等（最近介入的苹果，可能也属于此类投资），也有**因为管理人员能力超群而介入**的，例如内布拉斯加家具公司、大都会公司、波仙珠宝等。

（对于巴菲特持续购买数十家保险公司，我偏向于将其看作是巴菲特“借钱”的手段，可不归入投资中）

最后总结，可靠的投资模式就三种：①烟蒂、②指数、③优质。

①烟蒂投资法，学习沃尔特.施洛斯，寻找市场低估投资对象，分散一篮子持有。无需能力圈，有耐心做 excel 表格就行，要点是淡定对待踩屎，淡定对待卖出大涨，淡定对待别人的股大涨。

不要说没有用武之地，前不久老唐还看见过统计，说截至 2018 年双 11，沪深两市破净股有 372 只，这就是施洛斯功夫的地盘。

当然，在牛市一段时间后，确实可能很长时间都找不到投资对象。且最终你必将在年龄很大，资金很多的时候，发现该方法真的没有用武之地了。

也没啥啊，届时可以转指数投资。或者干脆等到方法无效后，就退出投资领域，转而去享受生活，也挺好。

巴菲特在 1984 年《格雷厄姆和多德部落的超级投资者》演讲里提过里克.格林，就是这么一位主儿。

里克.格林，芒格的朋友，和巴菲特同龄。1965~1983 年设立合伙基金，累计赚 222 倍，年化 32.86%。然后离开投资界，忙着去全世界干自己想干的事儿，顺带换老婆、生宝宝（63 岁还生了一个儿子）。

芒格曾经感叹过：“与里克相比，我们（这些每天忙着赚钱的人）真的是疯了!”

②指数投资法，这个没有秘诀，一句话就可以概括，**定时定额投资宽基指数**。资产不过千万之前，投沪深 300 指数基金足够了（510300 或 510310），最多再记一句“**沪深 300 市盈率高于无风险利率倒数阶段暂停投资**”就可以了。

抱定一个目标，指数基金就是你的存钱罐，你的任务就是把消费剩余丢进去，十年检查一次足够。别糟蹋时间糟蹋金钱再去学这学那了，研究更多的行业指数，研究指数增强、网格加仓……，都不值得费神。

有那闲工夫，不如研究研究怎么把工作干的更好，让老板早点给你升职加薪，让猎头早点注意到你的飒爽英姿，或者哄哄老婆（老公）开心也比研究这些价值大。

遇到大熊心理恐慌，或者大牛群情激动时，把老唐的《价值投资实战手册》翻出来，美美地回味一遍「指数基金包赚」的鸡汤，然后该干嘛干嘛！——广告，赤裸裸的广告

③剩下的就是对研究公司有兴趣的，一辈子能找到十来家优质公司就足够你成富翁了。这当中不仅有赚钱的乐趣，还能发现自己越来越懂商业，越来越能理解商业社会的运作规律，能够和不同行业从业者深入地聊下去。

更关键的是，一生学无止境，乐趣无穷，永远也不会觉得时间需要打发，永远都是充实满足的。

这种模式的要点嘛，上篇文章已经说过，就六个字**“别瞅傻子，瞅地”**。这种模式的主要问题，是可能会将资金投资在自己以为懂了，实际却没懂的公司上。

解决方法也简单：适度分散，保持学习，绝不单压一只个股，绝不讳病忌医，stay foolish stay hungry!（向书房发送“巴菲特”可提取本系列目录）。

第499篇.　　2018.12.12-继续买入900亿市值的分众

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-12-12

今儿勤快，一大早在被窝里就申报买入分众，结果买中开盘价 6.18，全天最高。谁说的早起的鸟儿有食吃？事实再次证明，多睡懒觉才是赚钱的诀窍

目前持仓茅台 37%，腾讯 30%，分众 12%，洋河 8%，海康 7%，古井 B5%，2018 年内收益-15%。

自 2014 年公开披露实盘至今，收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-15%（均不计新股收益，均满仓）。

2014 年初的 1 元，变成此刻的 3.1 元（1×162%×113%×123%×162%×85%=3.1），年化收益率 25.4%。

每次老唐说到收益率时，基本都有人会问收益率怎么计算，以前我记得写过一次，但似乎说的不够清楚，今天再啰嗦一次吧！

如果一年内没有资金进出，收益率计算当然很简单，年底市值和年初市值一比，收益率就出来了。但如果期间不断有资金出入的情况下，怎么才能计算出能够正确衡量收益水平的投资收益率呢？

基金业应该有高大上的资金加权公式去计算年度收益率。老唐土八路，而且资金变动的次数很少，所以做法简单粗暴，直接从逻辑上搞定它，假设钱是从期初就进来的。比如：

假设元旦那天总市值为 100，年中某日市值为 115 时（获利 15%），新增资金 10。此时，将新增资金量记录为 10/115%=8.7，期初基准调整为 100+8.7=108.7。

之后随时用账户实时市值与期初基准 108.7 去比较就是实时收益率。简单吧？

下跌时增加资金也同样。假设市值 115 时增加资金 10 之后，总市值又下跌到 90，收益率为（90-108.7）/108.7=-17.2%。

此时又有新资金 25 加入，那么记录期初增加资金量 25/82.8%=30.2，将期初基准调整为 108.7+30.2=138.9。

此时的市值为 90+25=115，收益率为（115-138.9）/138.9=-17.2%

资金撤出同样处理。如果你在获利 10%的时候撤出资金 20，那么将期初资金基数减少 20/110%=18.18；如果你在收益率为-15%时撤出资金 10，将期初资金基数减少 10/85%=11.76。以此类推……

这是计算收益率。通过这个计算方法，可以看到**投资收益率和资金的增加或减少毫无关系。无论在任何位置追加或者撤离资金，均不改变收益率。**

知道了这点，就不会冒出“某某人收益率高，是因为不断有资金补仓的缘故”这样的黄腔了。

要注意的是，杠杆资金的使用是会扭曲收益率的，所以杠杆带来的获利和亏损，也要同样做上述处理——当然，**老唐是不用杠杆的**。

比如，你期初本金 100，获利 15%后，按照 8%利率融资 50。要想记录正确的收益率，必须同样增加期初基准 50/115%=43.5。此时市值 115+50，收益率（165-143.5）/143.5=15%。

如果市值从 165 上涨到 250，收益率变成（250-143.5）/143.5=74.2%。

此时，如果你卖出融资仓位，归还了借款和利息（假设是 8%借入三个月，利息总额 1），你撤出资金数额为 51。

要想记录正确的收益率，必须记录减少 51/174.2=29.3，期初基准变为 143.5-29.3=114.2。

此时市值为 250-51=199，获利总金额是 99 元，但收益率不是 99%，而是（199-114.2）/114.2=74.2%。

杠杆亏损也同样记录，达到的目的是允许杠杆改变盈利和亏损的金额，但不允许杠杆扭曲投资收益率。

通常使用杠杆的投资者，会有意无意地将注意力集中在“自有资金回报率”上，假装杠杆带来的盈利和亏损，是自有资金的产物。

老唐认为，这数字对投资者而言没有关注价值。只要敢加上足够大的杠杆，任何小小的波动，都可能导致自有资金回报率出现巨大变化。

这数据只能代表鲁莽、赌性、运气或勇气值，不能代表投资能力，不看也罢——部分高确定性的套利行为所利用的杠杆除外。

收益率是记录和衡量投资水平的数据，无论是自有资金、借贷资金，无论资金量是 10 万、100 万还是 100 亿，通过这样处理后，都可以放在一起比较。

至于年度盈利金额或者亏损金额，我一般不关心，觉着它似乎和阿 Q 的“我祖上先前也是阔过的”非常类似，看它不如直接看账户实时市值。

但如果你喜欢记录的话，也不碍事儿，单独记个最简单的流水账，小学一年级数学，也浪费不了几分钟。

分众的优劣势就不再重复了。盯优势和盯劣势，谁对谁错，就让时间这个法官去裁决好了，不会很久的。**注意　注意　注意**

老唐晓得，这种交易记录，阅读量一定高，但或许你错过的这些才是真宝：

①散打巴菲特 01——巴菲特为何拒绝接格雷厄姆的班儿

②散打巴菲特 02——巴菲特配角演义之沃尔特.施洛斯

③散打巴菲特 03——关于公交车案例的几个疑问

④散打巴菲特 04——一次奸诈的曲线减持

⑤散打巴菲特 05——巴菲特配角演义之洛里默.戴维森

⑥散打巴菲特 06——巴菲特配角演义之凯瑟琳传奇

⑦散打巴菲特 07——巴菲特配角演义之凯瑟琳传奇（续）

⑧散打巴菲特 08——巴菲特配角演义之股神嘲笑过的华人基金经理

⑨散打巴菲特 09——巴菲特的可学与不可学

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

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-12-15

布法罗市(因为 Buffalo 指水牛，所以也有翻译为水牛城的)，纽约州第二大城市，位于美国和加拿大交界处，著名尼亚加拉瀑布边上，距离加拿大重镇多伦多约 90 分钟车程。

因为大瀑布下的建设大型水电站的便利，布法罗电价便宜，所以这里聚集了一大堆高耗能企业，以钢厂居多。在上世纪 70 年代，当地有两家报纸：《布法罗晚报》和《布法罗快讯》——很多资料将后者翻译成《信使快报》、《信使快讯》，我喜欢《布法罗快讯》这个翻译。

《布法罗快讯》由著名作家马克.吐温于 1870 年创立。对，就是那个写《百万英镑》、《汤姆.索亚历

险记》等小说，曾因说出“有些议员是狗娘养的”而「道歉」，改口说“有些议员不是狗娘养的”妙语的马克.吐温。

马克吐温早期曾经参与银矿股票投机，暴富过。暴富之后放弃新闻记者兼作家这份很有前途的职业，“退休”并过上了奢华的生活。

按照他自己的描述：“我住在最好的酒店里，在最引人注目的地方展示我昂贵的衣服，经常出入歌剧院……我最终变成了一个举止轻浮的人”。

不过，和几乎所有的投机遭遇一样，泡沫终有破裂时，马克吐温赔的一塌糊涂，到了身无分文的地步。他后来回忆道：“我，一个兴高采烈的傻子，一直以来花钱如流水……现在我统计自己所有的债务，并还掉它们以后，我发现自己只剩下 50 美元。”

由于这段经历，马克吐温后来总结了一个著名的经验，分享给炒股人士，他说：“十月是炒股最危险的月份，其它危险的月份有七月、一月、九月、四月、十一月、五月、三月、六月、十二月、八月和二月。”

不过，虽然教训深刻，投机带来的快感却和吸毒一样难以摆脱。后来，马克.吐温还是多次参与风险投资及投机活动，欠过很多债。

这些债务，成为马克.吐温的创作动力，一部又一部的经典著作诞生了（炒股不行就写书致富，看样子老唐也有这个趋势）。所以，也幸亏他炒股破产，否则，世上只是多个举止轻浮的暴发户，却少了位嬉怒笑骂皆成文章的传世作家。

《布法罗晚报》和《布法罗快讯》自 1914 年起就达成一致，前者出周一到周六的晚报，后者出一周七天的早报——没有查到有资料说双方签订过相关合同，估计这个「一致」，应该表述为「默契」更为合适。

然而，伴随经济的发展，收入的提高，消闲时间的增加，周日报纸的发行量越来越大，广告商也更加侧重于投放周日广告。

没有周日版的《布法罗晚报》陷入不利地位。再加上掌控报纸几十年的老东家，于 1974 年去世，于是家族后人准备卖掉报社。

在 1976 年圣诞节前几天的一个 Party 上，一位报业经纪人代表陷入困境的布法罗晚报，开价 4000 万美元，想把报纸卖给华盛顿邮报。

凯瑟琳当时正因为华盛顿邮报强大的工会力量而头痛不已，看见工会力量更加强大的布法罗晚报，心悸不已，直接拒绝了。

那段时间，正是巴菲特夫人和网球教练出轨，巴菲特没日没夜地泡在凯瑟琳家的时候（见散打巴菲特 06 和 07）。当天也在这个 Party 上的巴菲特，知道这个消息后有点动心。

此时，巴菲特手头已经有一家报纸：《奥马哈太阳报》——有些资料翻译为《太阳谷新闻》或《奥马哈太阳谷报》。

巴菲特对报纸的兴趣，萌芽于青少年时期送报纸积累第一桶金的记忆，但真正在头脑中滋长，还是受卡罗尔.卢米斯的影响。

卡罗尔，《财富》杂志的撰稿人，就是之前老唐给大家推荐过的书籍《跳着踢踏舞去上班》的作者。她是巴菲特密友，是几十年来伯克希尔致股东信的御用编辑。

卡罗尔的老公约翰.卢米斯是个股票经纪人，在上世纪六十年代去巴菲特办公室拉业务，先卡罗尔一

步认识了巴菲特。但卡罗尔不是经过老公介绍，而是因为采访比尔.鲁安，经鲁安牵线认识的巴菲特。

巴菲特和卡罗尔很谈得来，她对新闻的理解深深影响着巴菲特，俩人开始密集通信。很快，巴菲特就说“除了查理，卡罗尔迅速成为我最好的朋友”——查理指查理.芒格。

这份友谊一直持续到今天。我们现在看到的巴菲特致股东信，依然是由卡罗尔最终修改定稿的。

60 年代后期，巴菲特对新闻的兴趣已经非常浓厚了，曾在 1968 年试图收购一份娱乐性报纸，没有成功。就在这时，很意外的，巴菲特夫人苏珊的一个朋友找上门来，说要将自己的报纸卖给巴菲特。

这人叫斯坦.利普斯，比巴菲特大三岁，奥马哈本地人，和上次说过巴菲特董事会里的董事、第三极通讯公司董事长沃尔特.斯科特是一墙之隔的邻居（真邪门，奥马哈这个小地方咋这么多神人？）

斯坦是《奥马哈太阳报》发行人及最大股东。这份报纸是斯坦从老岳父那儿继承来的。它不是当地主流报纸，主要刊登当地最大报纸《奥马哈先驱报》不登的警情通报、权贵丑闻、社区新闻、八卦花边之类的文章。

斯坦热爱爵士乐，由此和同样热爱爵士乐的巴菲特夫人苏珊相识，共同推动成立了奥马哈爵士乐团，俩人的关系后来发展到大概类似闺蜜那种类型（注意，斯坦是男的）。经苏珊介绍，斯坦认识了巴菲特。

1968 年，有条新公路规划要穿过《奥马哈太阳报》报社大楼，斯坦需要筹集一笔钱建设新大楼，就这样找到了对新闻业感兴趣的巴菲特。

不知道俩人怎么谈的，反正 1969 年 1 月 1 日，斯坦将报纸以 125 万美元的价格卖给巴菲特，当时大概年利润是 10 万美元左右。收购后，依然由斯坦全权经营管理。

125 万投资，年利润约 10 万，回报率 8%，非常一般。但鉴于巴菲特 1969 年已经找不到投资目标，账上闲钱很多，加上自己又喜欢新闻业，收购就这样发生了。并为此破例收了斯坦的钱，让他成为巴菲特合伙基金清算前的最后一个合伙人——还记得吗？巴菲特 1969 年 5 月宣布基金清盘。

斯坦在报业经营上很有能力，《奥马哈太阳报》经营情况相当不错，还曾经因为揭露儿童城丑闻获得了普利策奖。正是这个过程，让巴菲特对报纸的兴趣更加浓厚了。

回过头说《布法罗晚报》。1977 年 1 月 8 日，巴菲特和芒格与晚报股东达成一致，以 3250 万美元的价格，收购了布法罗晚报——《滚雪球》说是 3550 万美元买的，此处采信年报数据。

晚报 1976 年税前利润约 170 万美元。以巴菲特和芒格的习惯，这个相当于税前利润 19 倍的出价，是非常乐观了，估计也受了《奥马哈太阳报》良好业绩的影响。

市面上大部分资料有个以讹传讹的说法，说这笔投资花了巴菲特近半身家，是重注。错的！

巴菲特当时个人身家的确只有约 7000 万美元，但是购买《布法罗晚报》并不是掏巴菲特个人腰包，而是通过伯克希尔持股 65%的子公司蓝筹印花公司出资购买的，伯克希尔本身也不是巴菲特的全资子公司。

经过两层架构的间接撬动，当然不能再以巴菲特个人身家做分母计算。

实际上，当时整个伯克希尔控制资产规模已经有 5 亿美元左右，主要包括国民赔偿保险、伊利诺斯国民银行、喜诗糖果、威斯克金融、蓝筹印花、多元零售、盖克保险以及持有的华盛顿邮报、大都会等公司的股票。

对《布法罗晚报》的 3250 万美元投资，的确是**截至当时巴菲特最大手笔的投资**，但不能算成压上近半身家。

收购完成后，巴菲特不仅亲自出面和晚报新闻纸供应商砍价（年节约采购成本超过百万美元），还决

定发行周日版，和《布法罗快讯》争夺周日市场。

巴菲特的计划是连续 5 周免费赠送周日版给用户。5 周促销期过后，定价 30 美分销售——布法罗快讯周日版价格是 50 美分。

就在巴菲特规划的周日版首发日的前半个月，《布法罗快讯》发动了一场声势浩大的公关战，每天在快讯头版刊登文章，将巴菲特塑造成一个入侵的冷血垄断者，通过抢夺他人的工作岗位为自己谋利，而快讯则是一个为保护自己工作岗位而奋战的小老百姓。

在一个以工人群体为主的钢铁城市里，这种角度引发了大量读者的共鸣。

不仅如此，布法罗快讯直接向法庭起诉晚报，控告晚报实施掠夺性定价、不公平竞争，目的是迫使布法罗快讯破产，从而垄断市场。芒格从洛杉矶招来他的律师搭档们全面应战。

很遗憾，对手抓住了巴菲特一个软肋。有一份旧《华尔街日报》，刊登过一篇文章，上面引用过巴菲特和芒格的共同好友戈特斯曼的一段话：“沃伦·巴菲特喜欢拥有一家具有垄断或市场主导地位的报纸，就像拥有一座不受约束的桥梁收费站一样，然后他可以随心所欲地抬高价格，想要多高就设定多高。”

巴菲特、芒格和戈特斯曼共同设立的多元零售公司，是伯克希尔体系的重要收购平台，巴菲特持股 80%，芒格和戈特斯曼各持 10%，由此足见戈特斯曼和巴芒二人的关系亲密程度。

虽然巴菲特在法庭上努力辩解，但戈特斯曼这段话实在太过形象，在法庭和布法罗人民的脑海里活灵活现地勾勒出一副车匪路霸的恐怖形象。而且，很巧，巴菲特还真的拥有一个收费桥梁约 1/4 的股份。

经过一段艰苦的诉讼，最终法庭没有禁止晚报出周日版，但禁止晚报赠送免费报纸，禁止打折销售，对晚报周日版的广告版面面积也设置了限定条件。

同时，不允许晚报对快讯发表诽谤性言论。更恼火的是，要求晚报用户每周都要填一份表格，明确表明自己需要续订《布法罗晚报》。

随后《布法罗快讯》在头版大肆报道了自己的胜利，快讯的员工也“热心地”承担着监督晚报是否落实法庭判决的工作。

很快，他们就发现了部分用户没有填表格照样也能收到报纸，遂向法庭提交证据。法官认为布法罗晚报藐视法庭，官司持续……

这种情况下，广告商纷纷倒向《布法罗快讯》，晚报周日版广告收入仅有快讯的 1/4 左右，晚报出现高达 140 万美元的巨额亏损。

在巴菲特的投资历史中，从来没有以这么快的速度，亏损过这么多钱。亏损的压力，苏珊的出轨，法庭和舆论对巴菲特人品的质疑，多重压力之下，巴菲特濒临崩溃。

巴菲特官方传记《滚雪球》里这样描述（双引号内为《滚雪球》作者引用的巴菲特自述）：

巴菲特在彻夜难眠和泪流满面中思考着苏珊离去的变故……为了分散注意力，从个人痛苦中解脱出来，他像一个金甲虫一样围绕着卡罗尔、阿斯特丽德*（老唐注：就是苏珊介绍给巴菲特的女招待）*和凯瑟琳，在纽约、奥马哈和华盛顿之间飞来飞去。

1978 年 7 月，“我们正在凯瑟琳家中打桥牌，法官的判决结果传来了。我把它给查理，让他读读。他说‘嘿，文笔不错啊’。我快要疯了，我才不管它文笔好不好，我要接受并忍受所有这些限制，根本没有心情去欣赏什么文笔。”

芒格和奥尔森计划上诉，而巴菲特不想再和法官斗争下去……巴菲特被击垮了，他根本不想再和法官

对峙了，他宁愿让 3550 万美元打水漂。……巴菲特迫切希望和律师了结一切，不再宣誓作证、接受传讯以及跟法官斗法。

“我不想上诉，我只是感觉到这会是一场旷日持久的战斗，并且还会激怒法官。一旦激怒了他，他会强制我们执行禁令，我们的损失会更大，而《信使快报》就会立即发起猛烈的攻击，那样只会不断扩大它的影响力。我声称，我们不上诉，因为过个一年半载我们无论如何都会失败停刊的。而罗恩和查理告诉我，我错了。而我也确实错了。”

最终，芒格说服了巴菲特，开始上诉。

其实芒格这个时候也非常艰难，他刚刚经历了一场失败的白内障手术，导致左眼眼球被摘除，安装了一个玻璃义眼。而且，更悲惨的是，右眼也有失明危险。

芒格告诉巴菲特自己不想活了。他十分害怕再经受一次这样的折磨，同时可能面临失明的威胁，他决定不再对右眼的白内障做切除手术，只采用保守治疗。芒格老先生就这样戴着一副厚厚的白内障专用眼镜，靠一只独眼至今度过了近 40 年。

在芒格和律师朋友的鼓励下，巴菲特寻求上诉的同时，恳请老朋友、《奥马哈太阳报》总裁斯坦到布法罗帮忙。正好期间斯坦的婚姻也出了问题（和苏珊同病相怜，经常一起坐在公园的长凳子上互吐苦水），准备自己搬去旧金山居住。

巴菲特请求斯坦到布法罗工作，斯坦不喜欢布法罗这个城市的气候，不想去，巴菲特转而请求他每个月过去坐镇一周。最终，斯坦无法硬起心肠让巴菲特失望，勉为其难答应了。

即便是斯坦到位，随后的几年，两家报纸也是比赛割肉，共同赔本经营，就看谁能坚持到对方死掉。

下表是老唐从伯克希尔年报里统计的布法罗晚报公司年度税前利润，单位万美元。

年度	1978	1979	1980	1981	1982
税前利润	-291.3	-461.7	-280.5	-121.7	-121.5

1979 年 4 月，查理和他的律师朋友们取得重大胜利，美国上诉法庭推翻早前对晚报的相关禁令。1980 年，斯坦搬去布法罗，全职工作。

虽然期间又经历了几次工会罢工，导致《布法罗晚报》几乎倒闭关门，但凭借巴菲特置之于死地而后生的谈判能力，加上斯坦的管理和创意，尤其是斯坦创办了随报纸附送的《住宅快讯》，吸引了当地几乎所有地产商的广告，晚报逐渐出现转机，亏损额显著下降。不过，即便此时，巴菲特和芒格也对这次收购持深深的悲观看法。芒格在 1981 年蓝筹印花公司财报的董事长致股东部分写到：

如果没有布法罗晚报和它现在所背负的赤字，我们现在应该有 7000 万美元的其他资产，每年的利润超过 1000 万美元。

不管未来在布法罗发生什么事情，我们几乎可以百分之百的肯定，要是我们没有进行这次收购，我们的经济情况会好很多。

然而，后来发生的事实证明，收购或许是个错误，但芒格的“百分之一百肯定”是个更大的错误。

1982 年，《布法罗快讯》撑不住了，宣布停刊。《布法罗晚报》更名为《布法罗新闻》，一周七天同时发行日报和晚报。就此，进入印钞阶段。

1983 年盈利额 1935 万美元，一举将历年亏损全部赚回来。加上 1988 年美国和加拿大签署自由贸易协

定，边境城市布法罗的经济活跃，《布法罗新闻》开始日进斗金。

下表是 1982 年之后历年税前利润，单位万美元。

年度	税前利润	年度	税前利润
1983	1935	1992	4786
1984	2733	1993	5096
1985	2992	1994	5420
1986	3474	1995	4680
1987	3941	1996	5040
1988	4223	1997	5590
1989	4605	1998	5300
1990	4395	1999	5500
1991	3711	2000 之后	不再单独披露

备注：2000 年之后，由于伯克希尔规模日益庞大，布法罗晚报的盈利水平归入“other”，不再单独披露。1983 年财报，巴菲特开始将布法罗晚报单列阐述。1984 年利润激增的同时，巴菲特在财报里“自信地”阐述了他对报纸的理解，他写到：

一份垄断的报纸带来的经济效益非常之好，简直就是商界中人梦寐以求的。

在一般行业，人们相信良好盈利来自于完美的产品，可是好的理论在不好的事实面前不起作用。

当第一流的报纸盈利丰厚时，第三流的报纸盈利同样的好，甚至还要超过第一流的报纸，只要报纸在他们的区域处在垄断地位。

一旦报纸处于垄断地位，那么就是报纸本身，而不是市场来决定报纸的好坏。无论好与坏，它都将继续盈利。

1985 年，巴菲特在财报里将布法罗晚报和 B 夫人家具商场、喜诗糖果一起并列为伯克希尔三大主要事业；

1986 年，适逢美国税改，企业所得税从先前的 46%降低为 34%，布法罗晚报净利润激增，巴菲特在 1986 年的财报里写到“**即使有人出再高的价格，我也不会卖出布法罗晚报和喜诗糖果**”；

1987 年，巴菲特首次将包括布法罗晚报在内的七笔收购命名为“伯克希尔的七圣徒”。

巴菲特对报纸的这种乐观看法，一直持续到互联网普及之后。1999 年 9 月，布法罗晚报开始设立网站，发行网络版。

即便考虑到网络冲击，报纸的生存环境发生了重大改变，后来巴菲特依然陆陆续续买下一些地方小报，并获得不错的收益。

布法罗晚报大量盈利的同时，由于自身所需投资极少，因而给伯克希尔贡献了大量自由现金，供巴菲特去收购其他优质公司。譬如 1999 年，税前利润 5500 万，但布法罗晚报公司净资产仅约 3000 万美元，净资产收益率（Roe）高到变态。

从这个案例里，我们可以看到，巴菲特也不是神，不要将他的所有行为奉为金科玉律，进行美化和吹捧。其实有些成功里面确实有很大运气成分，比如本例，这没有什么不好意思的。

正如也曾有人鄙视老唐说，不就是运气好买了个茅台嘛。老唐笑笑说，运气好也是一种竞争力。

运气更喜欢光临有准备的心灵。有知识储备，才看得见机会，否则即便运气从脑后刮过，你也只能感受到一阵阴风。

当时若不是芒格鼓励，真按照巴菲特的想法放弃上诉，投降认输。总投入约 4000 万（投资 3250 万，1978 和 1979 年又亏损 700 多万），就算变卖报社能收回来 2000 万（这可能已经是极度乐观的数字了），净损失的 2000 万美元。

按照巴菲特历史年化 20%左右的水平考虑，至今 39 年，伯克希尔净资产应该少约 250 亿美元。

股神巴菲特尚且如此，我们普通投资者更加**没有必要强求每次都对**。正如书房里经常有人问我：

万一某某 Roe 大幅下降怎么办？

万一对手不惜血本打价格战怎么办？

万一地震将酒库震倒怎么办？

万一政府大幅提升消费税率怎么办？

万一美帝封死对华出口怎么办？

万一中美对抗升级怎么办？

万一美股调整引发新一轮股灾怎么办？

万一……

怎么办？凉拌。

为什么我们的股票投资，至少要求有两倍的无风险收益率水平才值得下注，那就是我们为承担风险索要的对价。

投资者要关注的是万 9999 的概率，同时做好接受万 1 来临所造成损失的心理和财力准备。永远在已有的信息和思考下做出决策，对于无法预测的风险，坦然承受，只要成功的超额收益，能够弥补失败的潜在损失就好

记得老唐曾在某篇文章下面给谁回复一句话，大意说：赌场老板从来不是靠把把通杀来获利的，而是靠长期站在 52%vs48%胜率的 52 那面成为赢家的。说的就是这个意思。

万无一失的投资，只配获得不足 4%的收益（这就是为什么它叫做无风险收益率的原因），倒是没有回撤，没有波动，但也没有意义。

实际上，在市场待久了就会发现，**越是事后看优秀的投资，当时都是恐怖的、危险的、可怕的、充满负面信息的。**

坚持在符合逻辑的投资体系下重复行动，思考和判断自己的决策过程是否步步都有依据，而不是去担心结果会对还是会错。

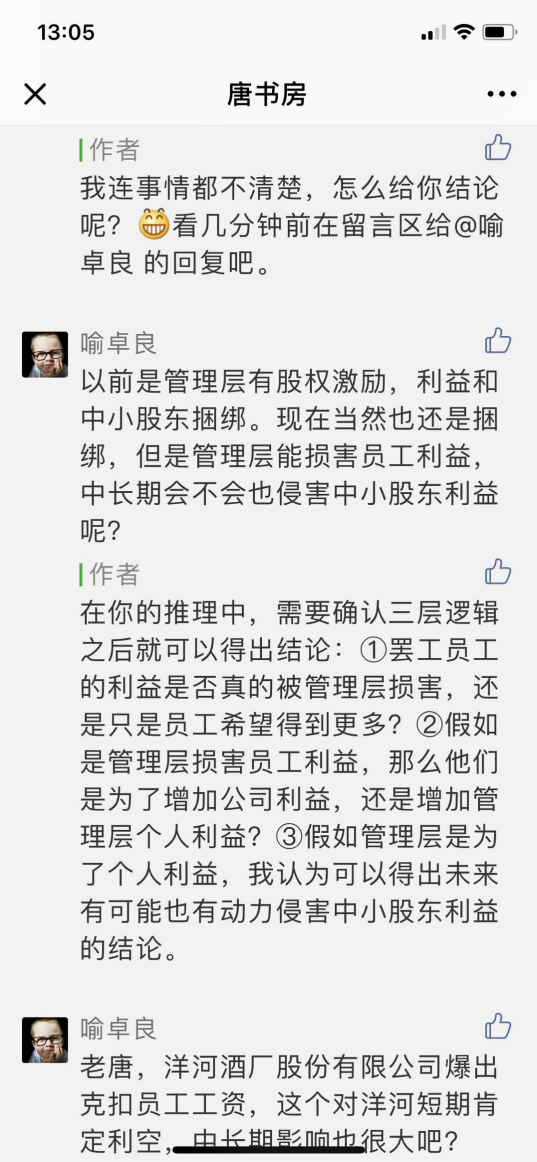
做就是了，结果交给时间。**纠结于绝对不错，是一种病，会导致投资动作走形的心病。**结果，只是做正确事情的附带回报；财富，也只是思考的副产品。

周末愉快

第501篇.　　2018.12.16-洋河罢工

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-12-16

关于洋河罢工一事，询问的人太多，目前我也不了解事实真相，无法给出评价🤝



第502篇.　2018.12.17-再聊聊投资收益率背后的逻辑

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-12-17

上周三谈了投资收益率计算问题，表示困惑的朋友挺多，今天再补几句吧！已经弄懂的朋友，将就一下不懂的，别嫌老唐啰嗦

对于大部分人而言，内心真正关注的问题是“我今年赚了或亏了多少钱？”这种事儿，就别搞那么复杂，直接**用年底市值减去总投入**拉倒，别去较真什么“率”！

所谓投资收益率，只针对有长期观察自己或他人投资能力需求的人，它主要**解决的是期间资金进出带来的收益率扭曲**问题。

老唐前面说的简单方法，就是当**有资金进出时，用新增资金/（1+实时收益率），然后将结果添加到期初资金**上就可以了。

任何时候想知道收益率，用“**实时市值/修改过的期初资金值-1**”，就可口算出来。最多动用到普通计算器，无需 excel 或其他什么高大上工具，胜在方便。

这个方法的实质，和基金利用份额计算收益率是一样的。

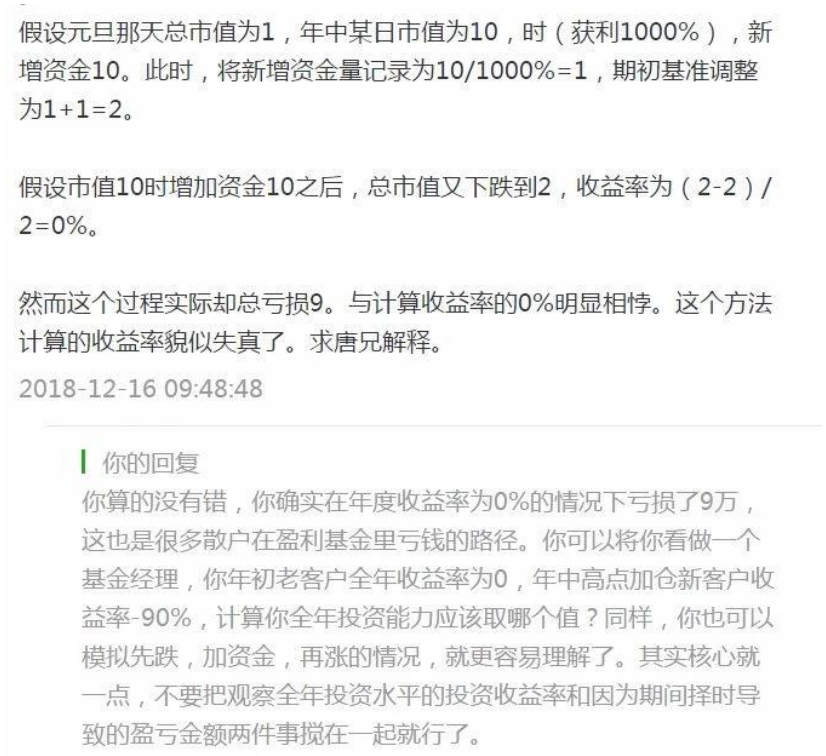
然而有不少朋友提出质疑。我选一份比较有代表性的，拷贝如下：

假设元旦那天总市值为 1，年中某日市值为 10 时（获利 1000%），新增资金 10。此时，将新增资金量记录为 10/1000%=1，期初基准调整为 1+1=2。

假设市值 10 时增加资金 10 之后，总市值又下跌到 2，收益率为（2-2）/2=0%。然而这个过程实际却总亏损 9，与计算收益率的 0%明显相悖。这个方法计算的收益率貌似失真了。求唐兄解释。 老唐的回复：

你算的没错，你确实在年度收益率为 0%的情况下亏损了 9，这也是很多散户在盈利基金里亏钱的路径。你可以将你看做一个基金经理，年初老客户全年收益率为 0，年中高点加仓新客户收益率-90%，计算你全年投资能力应该取哪个值？同样，你也可以模拟先跌、加资金、再涨的情况，就更容易理解了。

其实核心就一点，**不要把观察全年投资水平的投资收益率，和因为期间择时导致的盈亏金额两件事搅在一起**就行了。



我模拟一个比较吻合 2018 年市场波动的状态来说明：假如元旦资金为 1000 万，期间一次性增加投入 250 万。

假设目前账户市值为 1060 万，准确亏损金额为 1250-1060=190 万，普通投资者一般算作 -190/1250=-15.2%。按照老唐说的方法，我们模拟 250 万分别在期初资金收益率为 10%，0%，-10%，-20%时入市，就会发现投资收益率会变，具体如下表：

序号	期初	增资时市值	增资后市值	终值	增资后涨幅	收益率
①	1000	1100	1350	1060	-21.5%	-13.6%
②	1000	1000	1250	1060	-15.2%	-15.2%
③	1000	900	1150	1060	-7.8%	-17%
④	1000	800	1050	1060	0.95%	-19.2%

①1060/（1000+250/1.1）-1=**-13.6%**；

②1060/（1000+250/1.0）-1=**-15.2%**；

③1060/（1000+250/0.9）-1=**-17%**；

③1060/（1000+250/0.8）-1=**-19.2%**。

四种情况下，总计亏损额 190 万里，应该分摊给 250 万新增资金承担的部分分别是：

①-21.5%×250=-53.75 万；

②-15.2%×250=-38 万；

③-7.8%×250=-19.5 万；

④0.95%×250=2.38 万。

因此，如果没有中间 250 万追加，则期初 1000 万的亏损分别是：

①190-53.75=136.25，**-13.6%；**

②190-38=152，**-15.2**%；

③190-19.5=170.5，**-17%；**

④190+2.38=192.38，**-19.2%**。

这就是表格中投资收益率的来源及其背后的原理。

虽然追加投入额相同，最终亏损总额也相同，但因为追加位置不同，追加后市场走势不同，因而对全年收益率的影响也不同。

计算**投资收益率**的目的，就是想知道去掉资金变动影响后的收益，它**并不和盈亏总额直接挂钩——这是会导致大部分朋友糊涂的地方。**

而且，你会发现一个和直觉相反的结论：**同样的总投入，同样的终值，加仓位置越低，这种方法计算出来的投资收益率越差**。

其原因是加仓位置越低，终值里就有更多资金是由后期投入及其盈亏。若终值相同，实际上意味着期初资金的收益率越低。这才是有观察价值的合理计算方法。

拿我自己来说，今年年内增加的资金，主要来自年中卖出一套叠拼，于六七八月分三次收到款项（首付，过户，按揭放款），增持位置主要在收益率为 5%至-10%之间，后期另有少量资金大约加在-15%位置附近。

「叠拼，成都本地叫法，指一跃二，前后带花园，但有地无天，头上有另一家人的房子」

目前持仓茅台 37%，腾讯 29%，分众 13%，洋河 8%，海康 7%，古井 B5%，年内收益-15%。但如果直接用“实际亏损金额/（年初数+增加额）”，结果大约落在-12%至-13%之间——均不计新股收益。

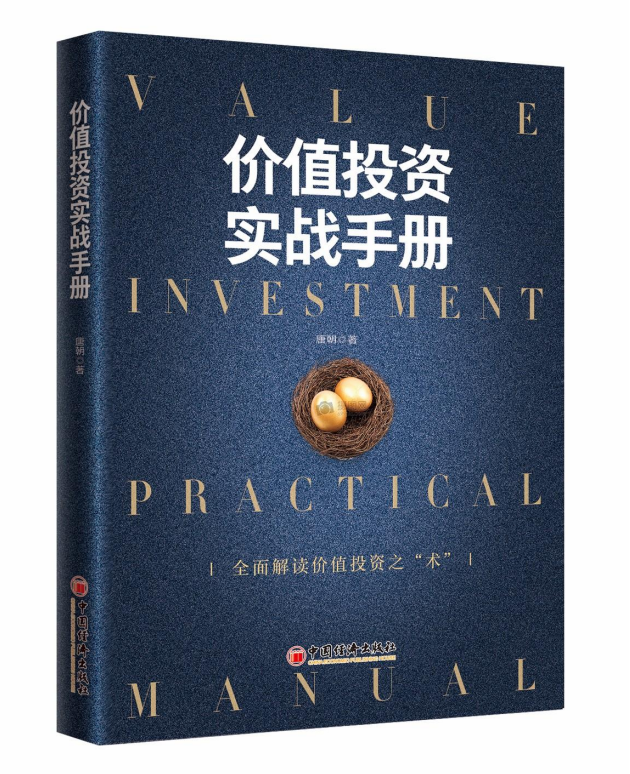
不知道这次还有没有仍然困惑的？不管有没有，到此打住。实在看不懂的，就放过自己吧

距离年底还有 10 个交易日，年内翻红的几率越来越小，看样子今年要以负收益告终了？

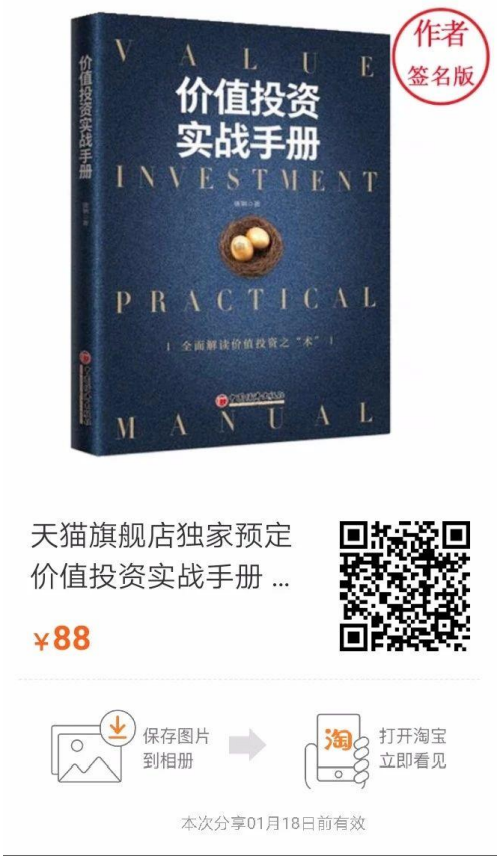
第503篇.　　2018.12.19-新书面世，签名书可以预定啦！

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-12-19

第一部分　　新书简介



这不是一本必须购买的书，但确定要买的朋友，可以保存下面图片，然后打开淘宝或天猫 APP 即可。下单后再来看本文也行。



书中几乎所有内容都已经在书房发表过，从经济的角度看，完全可以不用再花钱——说几乎，是因为有两页纸的内容没在书房发表过。

拿到书后，看谁能最快找到这两页新内容，看它是否也能带给你醍醐灌顶、恍然大悟的体验。强调一句：即便是这两页内容，在新书面世后，我同样会在书房发出来的。

按照价值投资集大成者沃伦.巴菲特的阐述，假如由他在商学院开设投资专业课，他只会讲授两门课程：①如何面对股价波动，②如何估算内在价值。

这本书将“如何估算内在价值”分成了理论阐述和案例讲解，因此**全书由三大章节构成，分别为：如何面对股价波动、如何估算内在价值、企业财报分析和估值实战案例。**

不过，老唐自信这是一本物超所值的书。任何读者从中得到的收获，都将数十倍、数百倍，甚至数万倍于书价。

书的前两章完整地阐述了老唐个人对投资的全部理解，其主要框架来自以本杰明.格雷厄姆及沃伦.巴菲特为代表的投资大师们数十年的无私分享。

老唐的贡献主要是按照自己二十多年来的实践、理解和思考，以打破砂锅问到底的精神，**用最简单粗暴、通俗易懂的语言，将大师的思想体系转化**为任何具有初中文化水平的读者都能阅读和理解的文字。

老唐不敢说自己水平有多高，但能确保这是一个**可以复制的投资体系**，整个系统里**没有依赖「感觉」的诀窍，没有需要你去「悟」的玄学。**

过去，这部分内容分散在唐书房过百篇文章、数十万字中，有很多朋友曾自己动手复制整理、打印成册，但总体来说还是太过零碎，有些内容重复次数太多，有些内容阐述的又不够深入。

这次，老唐**作了完整的梳理，去掉重复的，补上不够深入的，基本算重写一次。**

这两章将构成一套逻辑清晰、可直接应用于实战的理论框架。力争让读过这两章的朋友，彻底明白价

值投资**必然获利背后的逻辑及所需的条件，学会对企业估值的方法，并最终完全扭转对股价波动的恐惧**，进入安心收钱的境界。

老唐一贯认为所谓“知易行难”，其实是没有“真知”。**真知，行不难**。我认为这两章内容会让很多朋友进入“真知”状态。

前两章理论部分读过以后，影响投资的无数未知数最终将缩减为一个：理解目标企业。本书第三章就由多个展示如何理解目标企业的实战案例组成，是前两章理论的应用示范。

案例主要选自过去两年发表在唐书房的数十份企业财报分析（仅有三篇更早的，因完整性需要而入选）。其中有不少企业，是应唐书房读者“点杀”而做出的分析，很好地展示了老唐初次接触一家企业时，如何从财报入手展开分析的过程，适合作为朋友们的入门参考。

限于书籍篇幅，有大量案例，尤其原属于迅速排除投资对象的“财报浅印象”系列没有收录，幸好，它们一直存在于书房，可随时翻阅。

可以放心的是，本书收录案例的选择标准绝非“对的收录、错的删除”，也没有对原文论据及结论做任何事后修改。

案例部分和原文的主要区别，是精简了原文里不相关的内容，修改了部分不适合印成铅字的网络表达。所有案例均原汁原味地保留着当时的思考，并附上发表日期，方便大家结合事后的市场变化对照观摩。

在投资领域里，大量的专业人士似乎都有个习惯，喜欢将理论用高深莫测、含糊其辞的语言表达出来，并间或夹杂一些希腊字母，比如α、β、γ、σ等以示专业，对于企业分析也很少直接给出具体估值数字和买卖结论。这种模糊不清的文章，永远不会错。

老唐不追求永远不错。**我追求对的清楚、错的明白。**所以我喜欢将复杂理论，用最简单的日常语言清晰表达出来（朋友们将这种特色命名为“**中翻中**”），并喜欢对企业给出明确的估值数据。

正因为此，所以必须强调一句：受老唐个人水平所限，本书涉及的企业分析，不可避免地有错误。希望读者在阅读过程中保持高度警惕，分析方法可以参考，但请勿直接引用结论指导个人投资。切切！

总体上说，本书**最大特色**一句话可以概括：

阐述价值投资之“道”的书籍太多太多，而分享价值投资之“术”的，在我的阅读范围里，这本书可能是唯一的。

第二部分　　签名书预定

第一批印刷的书籍，仅用于签名书，满足书房的朋友们。这批书籍是**精装版**，以后当当、京东、亚马逊、新华书店等渠道里出售的是普通版。

这批精装版的印刷，由于要单独申请书号，单独排版印刷，出版社利润低于普通版，所以不太有动力，是老唐用某些让步换来的待遇。

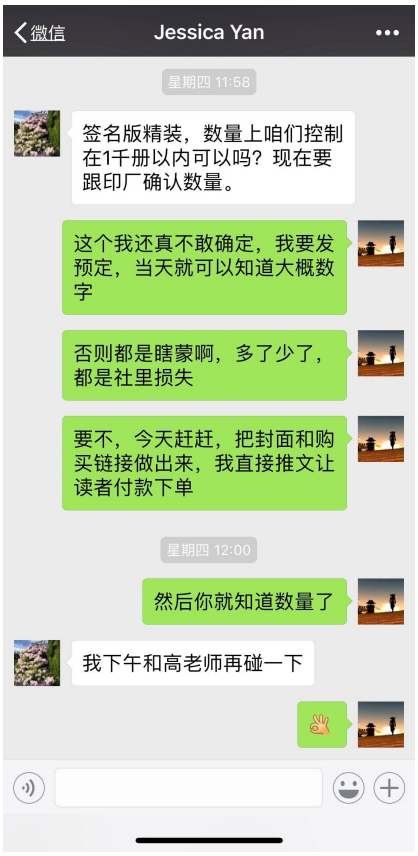
精装版将按照预定量印刷，**一旦开始印刷，就不会再有更多签名版了。**出版社答应的是**按照一周内的预定量印刷**，但保险起见，建议需要的朋友**最好立刻下单。**

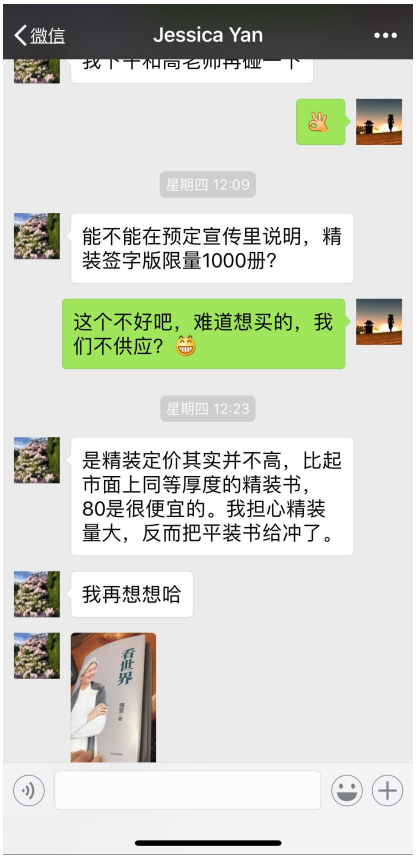
精装版分为两种：**签章版和签名版**。

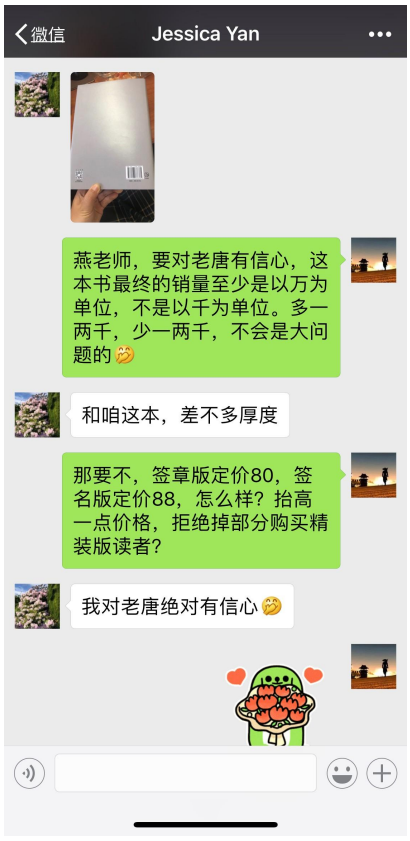
签章版，就是精装书加老唐“日拱一卒”的大红方章，专供即想要精装书，又不喜欢老唐一笔烂字的朋友。

签名版，老唐会写上一句话，签名并加盖“日拱一卒”章。

期初准备两种都定价 80 的，但最终商议结果，**签章版 80，签名版 88。**请体谅，8 元钱就当额外打赏老唐了







（聊天记录分享，已获燕老师同意）

预定数量不大的话，估计印出来后会寄到成都，我签名签章后寄回北京，由出版社天猫店寄给大家。定量大，老唐就飞一趟北京去签。

请一定注意：新书签名活动仅此一次。老唐平时没有精力搞签名售书，所以请需要的朋友，**立刻下单。**

购买签章版，请保存下图，然后打开淘宝或天猫 APP。

马化腾系统和马云系统无法直接跳转。如果你搞不定图片，请到淘宝或天猫搜“中国经济出版社天猫旗舰店”，然后店内搜“价值投资实战手册”。或者用浏览器打开文末“阅读原文”链接也行。

这本书和《手把手教你读财报》是最好的搭档，基本算是理念、技术、工具，全部齐活。

顺带说一声，本书不计划出版电子版。喜欢看电子版的朋友，只好辛苦一下直接在书房翻阅，或者下载书房历史文章合集导入 kindle 阅读。

谢谢大家，没有大家的持续鼓励和支持，这本书可能根本不会诞生

文字_2018-12-20

唐书房 *2018-12-20*

很抱歉的通知：因《价值投资实战手册》签名版预定量远超预计数量，为老唐手腕着想，签名版预定活动宣布结束。目前签章版购买通道仍保留

已经下单的朋友，将于元月中旬收到图书，无需后续操作，安心等待即可。感谢大家一直以来的支持和鼓励，谢谢大家

第504篇.　　2018.12.21-你问我答帖

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-12-21

为答谢大家为一本内容已免费公开过的书买单，并创纪录地把签名书搞到 3200 多本，实在给老唐长面子。今天开个帖，专门回复大家的问题。

时间原则上安排两个小时，从三点到五点，肿么样？问题随便提，老唐在**不涉及个人隐私**的问题里，挑**会答的**答（若问题涉及腾讯，请尽量在四点收盘后再提，谢谢）

注意几点：

①提问本身尽量简短，最好一次只问一个问题。问题太长，很容易在我还没读完题，就被新提问挤到后面去了；

②最好不要提需要我去翻财报原文才能回答的问题。时间来不及，这种问题只能直接跳过；

③已经上墙的重复问题，我就不答了。所以刷新看看墙上的问答是有必要的。

如果你的提问和回答没有上墙，不要奇怪。公众号文章下面只允许显示 100 条精选留言，所以一定会有很多提问显示不出来的，比如上一篇文章下面留言就有 1596 条，其中 1496 条都无法上墙。

如果你的提问上墙后又被摘下来了，也请不要奇怪。不时有我认为更有质量的留言上来，我会从墙上摘一些腾位置

提问之前，我重申持股仓位，请**警惕**老唐对持有个股可能抱有的**乐观立场：**截止此刻，老唐持有**茅台 37%、腾讯 31%、分众 12%、洋河 8%、海康 7%、古井 B5%**，2018 年内收益**-18%**。

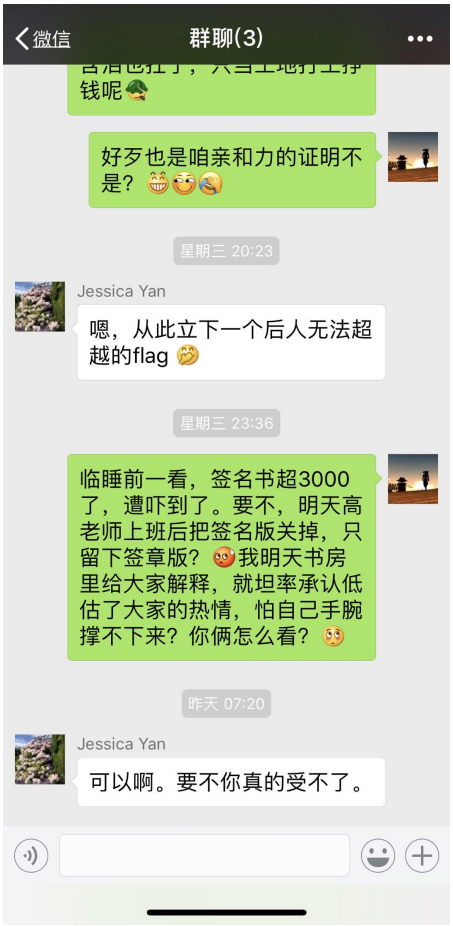
自 2014 年公开披露持仓至今，各年收益为 62%,13%,23%,62%,-18%，正好五年三倍，年化收益 24.5%（均不含新股收益）。

进书房晚的朋友，若是对历史持仓和收益感兴趣，可以根据《三年三倍的　背后（上）》和《三年三倍的背后（下）》一文翻阅旧文。

请注意，这上下篇里的三倍，是从 2014 年 11 月 25 日#老唐实盘#组合建立之日到 2017 年 11 月 24 日。今天文中谈到五年三倍，是从 2014 年 1 月 1 日至今，都是三倍，纯属巧合。

再次感谢朋友们对《价值投资实战手册》的支持。起初，燕老师预测说，如果签名版数量没限制可能会超 3000，甚至可能逼近 5000，老唐还不信，认为应该不会超过 2000 人。结果……





重要声明：老唐分享自己的思考，坦率回答提问，但并不保证看法绝对正确。

如果你决定参考老唐的意见，请懂得承担责任，**对错都是你的选择**。不要对了就自己选准了人，错了就“老唐是个骗子”，谢谢

第505篇.　　2018.12.22-问答集（上）

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-12-22

1.辛苦老唐！　提个建议，能不能把老唐问答过的问题，没有在下面显示的，明天截图再发一篇文章这么有质量的问答，大家不看到就浪费了

2018-12-21　23:43:17

你的回复

确有此意。整理后的文章，将你的提议放在第一条，作为缘起

2.老唐你如何看待通过历史市盈率极值（历史百分位）判断指数基金买入价值？

2018-12-21 18:46:00

你的回复

长期看基本靠谱，不过在无风险收益率发生较大变化的时候，估值中枢及极值还是要做适当调整。

3.据说江南春此人非常吝啬，连员工福利都是拿广告去换。哈哈哈，是千真万确的事，因为我就跟分众分公司置换过

2018-12-21 18:38:03

你的回复

如果不涉及机密的话，可否分享一下是那什么福利交换的广告，大致兑换标准是什么？谢谢

4.请问老唐，当年净利润确定的情况下，如何评估一个企业当前合理市盈率是多少？

2018-12-21 17:58:27

你的回复

大部分研究机构，会根据企业类型给予不同的市盈率，这本质上是统计历史数据的结果，逻辑上不可靠。在我的体系中，合理市盈率与企业类型无关，只与无风险收益率高低有关。但企业净利润质量高低和企业类型有关，有些企业净利润≈自由现金，有些企业净利润远高于自由现金。对估值来说，自由现金才有价值。

5.我喜欢买周期性的股票，比如一个公司今年亏损了 300 万，和这个公司赚了 300 万的估值水平就隔了可能几倍，您怎么看我这种方法

2018-12-21 17:28:44

你的回复

如果能准确预计企业周期变化，同时发现市价没有反应这种预期，这种方法应该能够赚到钱。不过我估计这俩条件挺难的。

6.关于分众传媒，我有一个思考，是不是傻子都能经营的公司，假如江总离开是不是估值就应该打大折

2018-12-21 17:08:26

你的回复

我认为江南春本人构成分众价值的一部分，如果他离开，分众的企业价值确实会打折。

7.老唐从来不在持仓前几位的股票之间换仓，仅新钱进人选股进入或清仓轻仓股进入主要重点股，许

多网友多次或正面或侧面提问老唐为何不减仓某股买跌幅很大的另某股，老唐仅表述理念不曾明确正面回复，还请老唐能展述一下。如为何现在不减小茅加分众呢。

2018-12-21 17:07:15

你的回复

如果没有“明显”的便宜占，我尽量避免卖出股票。

8.老唐，你会定投创业板（159915）指数基金吗？

2018-12-21 17:05:02

你的回复

不会

9.想问一下老唐，两个公司估值都一样，一个今年业绩预期三年高增长但是没有明显护城河，另一个护城河强大行业空间也很大但是今年经营是低谷，你更愿意买哪个股票，为什么?谢谢！

2018-12-21 17:04:02

你的回复

没理解你说的“估值都一样”是什么含义。如果意思是两个企业内在价值相同，那买哪个都是一回事。如果你表达的意思是市盈率相同，我会买后者。

10.请教唐叔叔，未来三年到2021年，茅台，洋河股份和分众传媒净利润年复合增长率各是多少？真心谢谢您了！敬请回复

2018-12-21 17:03:51

你的回复

我的毛估估：2021年，茅台净利润550亿，洋河150亿，分众90亿，上下波动不超过10%。

11.老唐：请问打新股有什么窍门?

2018-12-21 17:02:20

你的回复

坚持打

12.掐点问一个问题，面对分析企业的时候如何去看待有些公司历史以来业绩增速都很好，未来也有足够大的市场。可是往往在关注到的时候业绩突然放缓，却不知道这里面的原因，该如何面对这一不确定性？估值是否应该下调？

2018-12-21 17:00:05

你的回复

不知道原因，可以不做估值，不触碰它即可。如果估值考虑了增长因素，那么理解企业应该作为估值的前提条件。

13.老唐：问一下很私人的建议，我入市也有十多年了，以前看过很多书，也做过很多研究，但是都是偏技术方面的，今年走进你的书房，认同价值投资，但是今年也亏损，昨天办好了退休，周围人都建议我开启一份新工作，我是想如果能三年翻一翻，我真心不想工作了，我想学习投资，当然我会把更多的时间投入到学中医中去，你觉得可行不？

2018-12-21 16:59:05

你的回复

我的看法，投资并不需要专职的。

14.唐老师 根据您的个人经验 到底是房产投资还是股票投资收益高？谢谢

2018-12-21 16:58:21

你的回复

股票

15.茅台系列酒业季的提升是否会抢占洋河等的业绩空间，造成通吃的情况？

2018-12-21 16:56:30

你的回复

严格的来说，是100家左右的头部酒企，抢占其余近3万家小企业的市场空间。

16.唐老师，分众筹码一直分散，是不是要表现股价会比较耗时?

2018-12-21 16:55:37

你的回复

我不关注筹码。

17.其他的我都能理解，要判断企业未来几年的净利润，这种能力怎么锻炼

2018-12-21 16:53:35

你的回复

书房里上百篇的企业分析文章，都在一个个地演示着答案。

18.老唐，诚心请教，市净率指标一般都怎么看，有什么意义？

2018-12-21 16:52:51

你的回复

除了金融企业之外的其他企业，我不看这个指标。

19.老唐，好久没说宋城了啊，宋城假如估值调整到了单纯线下景区业务的净利润未来三年翻倍，老唐您会买吗？宋城不断复制的景区演艺业务，当前在你眼中还有什么瑕疵吗？

2018-12-21 16:52:07

你的回复

可能会，暂时还没有。

20.唐老师，当一个股票从大幅盈利到最后亏损，您是如何克服这种下跌过程的心里影响的，谢谢。

2018-12-21 16:51:25

你的回复

真的明白「股价下跌降低短期收益，提升长期收益；股价上涨提升短期收益，降低长期收益」这个逻辑关系。

21.老唐，我有两个账户，一个华泰，一个平安，华泰投入约 20 万，平安约 2 万。为什么两个账户打新额度是一样的？(感觉像是有一个汇总账户)

2018-12-21 16:51:17

你的回复

同一个身份证下，额度共享。你一次只能用任意一个账户打新，另一个打了也是白打。

22.唐老师，您凭什么确信在短短几天或几月时间内就看懂分众传媒和海康威视？”能力圈”就这么容易建立？？

2018-12-21 16:51:11

你的回复

有些企业，我看很多年也看不懂。

23.老唐：自 2014 年公开披露持仓至今，各年收益为 62%,13%,23%,62%,-18%，正好五年三倍，年化收益 24.5%。这 24.5%是怎么算出来来的呢？

2018-12-21 16:50:52

你的回复

用任何复利计算器，输入期初 1，期末 3，年期 5，然后就可以计算出来了。如果你用的是苹果手机，打开计算器，将手机横过来，输入 3，按那个开方键，再按 5，按=，就出来了。

24.有没代为理财收管理费的打算

2018-12-21 16:49:30

你的回复

没有

25.美股近期下行趋势很明显。港股以往都跟随。您看未来港股和 A 股有走出独立行情的可能吗？

2018-12-21 16:47:22

你的回复

不知道，我不预测行情，也不依赖行情做投资决策。

26.请问老唐在舍弃短线炒股后，刚开始转入长线价值投资，遇到回撤大、跑输指数时，是否怀疑过自己能力?是怎么熬过来的？

2018-12-21 16:47:04

你的回复

好像没有，等我真的理解原理和逻辑之后，回撤没压力。

27.唐叔对茅台发展系列酒的看法是怎样的？谢谢

2018-12-21 16:46:13

你的回复

非常好。而且发展路子和我几年前写的文章几乎一致，暗暗得意。

28.老唐茅台腐败的问题会导致出厂价不涨零售价涨的情况吗？

2018-12-21 16:46:09

你的回复

出厂价不涨，零售价涨的情况很有可能出现，但不见得和腐败问题有关。

29.你对体育服饰有兴趣吗？李宁，安踏？

2018-12-21 16:45:45

你的回复

没有

30.价值投资实战手册里面如果能附加上每篇文章后的精彩留言就更好了。

很多留言也很有价值

2018-12-21 16:44:55

你的回复

篇幅所限，很多东西都无法收录。

31.老唐，30 岁的人了受不了体制内的种种出来做进注册会计师事务所或者做投资这块还有人要吗？

2018-12-21 16:44:48

你的回复

有没有人要，重要的是能力，不是年龄。特朗普那么大年纪了，美国政府还是收留了他。

32.老唐请问你除了公开的财报和参加股东大会外还靠什么来获取企业信息？券商的研报你看吗？有

哪家研报比较好或者研报 APP 推荐一下吗？

2018-12-21 16:43:59

你的回复

我有过一篇文章，专门写过老唐常用的信息渠道和工具，你可以书房里搜。

33.请问指数基金如何估值？只能对比历史 PE 和 PB 吗？

2018-12-21 16:42:32

你的回复

和无风险收益率比较。

34.唐叔，请教。巴菲特用保险资金做投资，巧妙的利用了资金上的时间差，这种情况算不算使用杠杆呢？为什么？还是说本身我的理解有误，谢谢

2018-12-21 16:42:20

你的回复

算

35.老唐，阿里和腾讯都在国内有稳固的护城河，有稳健的自由现金流，国外又有广阔的业务空间，如云业务某些国外布局还领先于腾讯，怎么简单评价阿里，如同同时持有茅台洋河，没有买阿里的主要原因是什么啊，估值、能力圈还是其他？

2018-12-21 16:42:03

你的回复

看不懂英文财报+不喜欢马云此人

36.老唐给这个机会我问两个问题，1、茅台生肖酒和精品酒按照那个配额加大投放量，预计可以增厚利润多少？这两样酒的配比提升会是一个持续的事情吗，也就是说库存基酒是否支持这两种酒每年提高份额？2、在经济下行的大环境下，茅台和洋河哪个更能抵御这种波动？谢谢，再多问一个，洋河工资的事情是不是说明劳资关系有改善空间，还是资本就应该这样？

2018-12-21 16:41:59

你的回复

1.目前还是偶发事件，2.我觉着还是茅台吧，3.还有改善空间。

37.老唐您说过当年您破产后远走他乡后来创立了自己的公司，最后财务自由时关闭公司专职投资。请问如果您的孩子想创业然后关闭公司专职投资的话，您觉得临界点应该是什么？达到什么标准您才建议他关闭公司？毕竟公司正常盈利每年也是一大笔收入。这个问题特别想听您的想法，您就当对自己孩子说的，不用担心误导他人。真心求教

2018-12-21 16:41:45

你的回复

简单的说，就是俩字：兴趣。在已经解决了温饱问题后，兴趣是第一重要的，我认为人来到这个世间，并不是为了最大化财富，而是活的开心愉快。所以，孩子愿意试，我都会支持的。

38.老唐，你说在你看来你的买入价格下跌30%以内是正常的。如今你的分众买入价已经下跌超过30%了，你是怎么面对的。望分享

2018-12-21 16:40:49

你的回复

若自己认为企业质地没有变的情况下，股价下跌会让我兴奋和开心。我尽量压抑住这种开心，以免引起别人的反感。

39.请问老唐，分众大额回购，并不注销而是给股东做股权激励，这是否有侵吞中小股东利益（公司账上现金）的嫌疑？

2018-12-21 16:39:31

你的回复

回购和股权激励要分开看。回购本身是增加股东收益的事儿，但回购后作为股权激励时，是否损害股东利益，还需要知道方案后再观察。不过，据说江南春此人非常吝啬，连员工福利都是拿广告去换，我估摸着他损害股东（他就是最大股东）利益的概率偏小。

40.请问老唐如果未来茅台在经营上出现风险的话可能会在那几个方面出问题？

2018-12-21 16:34:46

你的回复

钱太多，管理层求规模，乱投乱花，可能是最大的隐患。

41.我记得前两天老唐6.18加仓分众，是不是看前两天明显跑赢大盘心里一激动就加仓了？或许可以再等等的。

2018-12-21 16:34:25

你的回复

你错了。前两天6.18加仓，是因为刚好收到一笔钱，和什么跑赢大盘一毛钱关系都木有

42.巴菲特后期思想“合理价格买入优秀公司”，合理价格买这样安全边际不是很低吗，为什么不以低估价格买入？这句话应该怎样理解？

2018-12-21 16:34:08

你的回复

低估当然更好，差异在于没到低估的时候怎么办？

43.老唐，你未公开的多年投资股票里，平均年化收益多少？

2018-12-21 16:33:38

你的回复

五年之前没有记录，资金出出入入的，算不清楚。而且没有公开记录，我说了也没有任何价值。告诉你翻了十倍，又能如何呢？

44.老唐好，请问关于分众传媒 A1A2 套餐价格和新增的广告主的信息老唐一般在哪里查看。自己找到的几个价格差别还不小，不知道哪个靠谱

2018-12-21 16:33:38

你的回复

冒充客户直接联系公司准备投放广告，就可以得到套餐价格。

45.老唐，作为一名价值投资者，你认为自己未来在投资方面出现的最坏结果是什么？

2018-12-21 16:33:03

你的回复

钱太多，被吃大户？

46.老唐，明知时间是优质企业的朋友，烂企业的敌人，但还是经不住便宜的诱惑，如何破？

2018-12-21 16:32:52

你的回复

说明依然不是明知道

47.老唐对一个朝九晚五的上班族在投资方面有何建议

2018-12-21 16:31:06

你的回复

努力工作，让公司离开你转速会变慢。

48.唐老，您好，中国平安和茅台是机构扎堆最多的两只票，看好平安的投资人认为平安是典型的好行业+好公司+好价格，但老唐您并未持有，请问您未投的主要原因/观点是什么，谢谢。

2018-12-21 16:28:25

你的回复

可以向书房发送关键词“保险”提取答案。

49.老唐是不是依靠写书和消费粉丝赚钱的？

2018-12-21 16:27:46

你的回复

我回答你是或者不是，不重要。重要的是你应该用自己的大脑做出判断。

50.唐老师，公众号运营、出书、股市投资这三个您的收入来源中，如果必需放弃两个，只能保留一个收入来源，从收益最大化的角度衡量，您会选择保留那一项收入来源？以您目前的投资水平，如果将您的所有资产全部清零，并且只能靠投资股市赚钱，您认为需要多少本金，您的投资收益可以维持您目前的正常生活必需开销？

2018-12-21 16:27:45

你的回复

当然是投资了。老唐2006年底失业，2015年以前没出过书，2016年9月前没有唐书房，我不都好好活着咩？清零哪还有本金呢，如果你想问的是多少本金才可以考虑职业投资，我可以告诉你我的看法：投资体系经得住逻辑推敲，然后拥有至少20倍家庭年支出的本金，应该可以考虑主动失业。

51.老唐，技术指标能不能理解为大众一种心理预期呢？比如今年大盘跌的很厉害，茅台洋河估值相对其他跌了很多的要高，却扛着一直没跌，在茅台不倒熊市不止的市场叫嚣下，茅台洋河引发一波所谓的杀估值。孔子说，君子不立危墙之下。我的问题是，价值投资能不能结合一下的市场冷热和大众心理？

2018-12-21 16:27:35

你的回复

我个人做不到。而且仅仅不结合的收益已经使我很满意了，我无意再给它加一个什么未知秘诀。

52.我也凑热闹。价值投资过程中，谁都不敢保证百分之百正确。那么如何避免因为失误损失过大，陷入泥沼呢？还是集中和分散的关系？

2018-12-21 16:27:01

你的回复

嗯，深入研究，适度分散，接受错误，不断重复。

53.老唐，我2015年5月进入股市，经历三次股灾不断加仓投入100万(90万是借我弟弟的),截止今天还有50万市值，现在65%的潞安环能亏损35%,15%的陕西煤业亏损13%,20%的中国平安亏损6%,请问我应该怎样处理才能尽快还上弟弟的钱呢？

2018-12-21 16:26:17

你的回复

很抱歉，回答不了这样的问题。投资在我看来只有一种靠谱的方法（至少我只会一种靠谱方法），市场并不因为任何人急着用钱就特别照顾一下。

54.关于分众传媒的坏账计提：应收账款截止到最新的Q3财报，飙升到51.89亿元,相比2016年年底翻了2.5倍。公司Q3财报里是这样解释的：“应收票据及应收账款较2018年年初增加226,846.0万元，上升73.4%。2018年以来，受宏观经济形势影响，公司核心客户普遍回款周期普遍放慢。截至本报告期末，

公司已计提的坏账准备占应收账款余额的比例超过 15%，公司认为计提的坏账准备是谨慎且充分的”。个人觉得这个 15%的坏账计提比例，疑点重重，不排除公司恶意降低计提比例，从而提高应收账户的余额，来弥补净利润的不足。

分析如下,参考 2016 年年报里的坏账计提披露，比例为 27%，到 2017 年的年报时，坏账计提比例调整为 21.78%。到 2018 年的 Q3 时，坏账计提比例到了 15%。坏账计提比例降低，说明客户的信用变好、回款质量更高了，但是如 Q3 财报所述，宏观经济不好，导致应收账款增加。并且它的客户中间有一些是 P2P 互联网金融，最近暴雷的那么多，怎么可能导致坏账计提比例降低，应该是应收账款增加，并且坏账计提比例稳定或者上调才符合实际形势。

非常感谢赐教。

2018-12-21　16:24:04

你的回复

分众的应收账款计提比例一直没有变。你计算的计提比例只是因为不同账期的应收账款金额变动造成的。

55.唐老好对自己目前情况看不到能翻身的希望，未来 3 年唯一能想到的方法就是股市，这个时间想加点杠杆，想听听您的意见

2018-12-21　16:23:48

你的回复

大部分杯具都是这么形成的。

56.唐掌门，茅台，洋河，泸州老窖，这三只股

结合现在的价格

让您选择，选购哪个？

2018-12-21　16:20:37

你的回复

茅台，洋河。

57.老唐，从来不到上市公司去调研，开股东会吗？

2018-12-21　16:20:33

你的回复

不

58.翻完所以问答，老唐一年读这么多书，堪比长了腿的图书馆。进入社会读过的加起来不急两掌之数，以前放任自流过，现在想多读书，想问问有什么可以进入高质量的阅读状态的方法或者你有什么好建

议?

2018-12-21 16:20:19

你的回复

别考虑什么方法，重要的是拿起有兴趣的书来读。

59.老唐抛弃民生银行的逻辑是？

2018-12-21 16:20:11

你的回复

之前写过文章，详细解释了每一只卖出股票的理由，翻回去看。

60.唐老师，记得您观察过消费股伊利，伊利算奶业龙头，为什么放弃了

2018-12-21 16:19:40

你的回复

当时好像是管理层搞一个什么类似毒丸计划，导致我放弃的。

（问题共计 171 条，其余部分在今日同时推送的中篇和下篇里）

第506篇. 2018.11.22-问答集（中）

原创： 永远好奇的唐朝 唐书房 2018-12-22

61.老师，您的股票“持仓成本是最高价 x103%”，这句话怎么理解？谢谢

2018-12-21 16:19:24

你的回复

你所放弃的才是你的成本，你本来有机会卖出去然后拿去理财，而你放弃了，那就是你的成本。

62.唐叔，问你个问题，请问双汇怎么看，买了一年多了，一直没动。

2018-12-21 16:19:16

你的回复

书房有双汇文章，观点一直没有变：双汇很难变糟，但究竟能变多好，我也预测不出来。

63.老唐：腾讯控股子公司腾讯音乐 IPO 上市，不改变控制权。稀释股份募资来的钱只提高公允价值，合并报表利润表依然按盈利比例计。 那合并报表净资产会因 IPO 募资增加吗?子公司 IPO 怎么影响合并报表?

2018-12-21 16:19:11

你的回复

在书房搜关键词“视同处置”

64.老巴说投资就是写报告。您写的报告从内容分几块，能介绍下吗？

2018-12-21 16:18:08

你的回复

所有的研究就是寻找：企业赚不赚钱，为什么很赚钱，为什么别人不进来和它竞争从而让它的收益率向无风险收益靠拢，未来还能如此吗？

65.如果以买入持有 3 年来看，洋河与茅台哪个更有投资价值？

2018-12-21 16:18:01

你的回复

差不多。

66.唐老师，现在企业生存不易，您认为最大的症结在哪里呢？谢谢

2018-12-21 16:18:00

你的回复

我觉着还好吧，现在企业的生存环境并不比前几年差。

67.公司存在投资人关切的影响业绩的事项，但公司电话也打不通，也不表态，怎么办？

2018-12-21 16:15:52

你的回复

如果你确认自己想尽办法都联系不上公司了，建议先跑为敬。

68.老唐，问你一个小问题，怎么用世界本来的样子看这个世界，而不用自己眼里面看到的？

2018-12-21 16:14:38

你的回复

世界没有本来样子

69.老唐，这个月底你会发布今年的投资总结吗？

2018-12-21 16:13:59

你的回复

应该会吧，我有写总结的习惯，但不保证是月底，也可能是下月初

70.老唐，用价投思路选股后，留有部分资金（如%10）做短线波段，是否可行，如果可行，你不这么做的原因是？耗费时间吗？

2018-12-21 16:12:54

你的回复

我对送钱给别人没有什么兴趣，不如去看一会儿手撕鬼子

71.老唐怎么看待，林园提出的，未来二三十年医药股的市场，确定性最高？

2018-12-21 16:12:30

你的回复

我不太懂医药，但医药的确定性高我也同意。所以我刚刚买了点点医药指数基金，并准备后期的散碎银子，在没有好目标的时候，也买成医药指数基金，作为持股仓位的补充。

72.老唐，我是一名投资新手加魔都 IT 新人，买过一段时间的指数基金，但是后来发现研究个股更有意思。自己打算 3 年之后买房，现在用我和未来老婆的钱买入了一些优质的股票(分众传媒、格力电器、中国平安等)，你觉得 3 年之后翻倍的概率大吗？

2018-12-21 16:12:18

你的回复

分众的概率应该大，后两者我没研究，不好给结论

73.老唐能否推荐个沪深 300 指数基金？可靠，然后手续费便宜

2018-12-21 16:12:14

你的回复

510310

74.如果有新资金买入准备白酒股的话，不考虑外汇额度，茅台，洋河，古井贡 b 目前哪个更值得买入

2018-12-21 16:11:38

你的回复

古 B 可能更低估些。

75.老唐，怎么算读透一本书？如何培养读书兴趣

2018-12-21 16:11:18

你的回复

我不关心读透与否，有兴趣就看，没兴趣就丢一边。喜欢的内容，自然就会多看。

76.老唐，简单粗暴的问一句，解禁后能否加杠杆搞分众？

2018-12-21 16:11:10

你的回复

老唐四字真言“远离杠杆”。

77.您对分众预期持有期限是多久？有没有担心过电梯广告的政策点杀？

2018-12-21 16:09:43

你的回复

没有预期持股期限。不清楚你说的点杀是什么，略有点担心梯内视频的电路安全问题，其他的没发现什么政策风险。

78.老唐，请问你每隔多长时间需要对持有的股票更新估值？依据什么需要重新估值？如果重新估值后觉得某持股高估但当前股价大幅低于你的成本价，会割肉吗？

2018-12-21 16:09:32

你的回复

重大事件发生时，或者年报出来时。会，我没有成本概念，任何时候的买卖行为都不考虑买入成本。

79.这篇互动文章真好，那老唐我问一下：你的分众传媒成本价是多少了？盼回复谢谢哈

2018-12-21 16:09:25

你的回复

8.1

80.十年后，分众传媒的净利润？

2018-12-21 16:08:55

你的回复

三四年后的百亿吧，再远我也没操心。

81.想请问老唐，您推荐大家买沪深 300 指数基金，那为什么不推荐指数增强基金？看样子市面上的指数增强基金很多都跑赢指数，是不是这类型基金有什么隐患?

2018-12-21 16:07:28

你的回复

增强和指数基金其实是一对悖论，投指数的原因就是因为不相信基金经理的操作。

82.如果认为价值投资就坚持低估买入高估卖出，价格投机就坚持亏损兑现盈利挂起，这两种从概率上长期来看都有正回报优势，那两个一起来但严格遵守系统各自的规则，虽然人格分离但都能看懂都想试行不行？

2018-12-21 16:05:25

你的回复

不同意你的“都有正回报优势”的判断，同时不认为你真的可以做到“两个一起来但严格遵守系统各自的规则”。所以，想试当然可以，你的钱你做主，但我认为这样做几乎 100%概率赔钱。

83.老唐，如果一个股票跌的多，你是否会清仓一直股票去换入跌的多的性价比更好的？自己今天清仓了持有的兴业银行，换入了分众传媒。

2018-12-21 16:04:46

你的回复

我从来不以跌的多少来衡量股票的投入。完全忘掉历史涨跌幅，衡量它的内在价值，如果能看出来某一个明显偏高，就动手换，否则就不动。

84.我翻了一遍老唐雪球上几乎所有的帖子，看得眼睛花了，也看到了你关于老白干报表的质疑。请问你还有什么原因不看好老白干呢？记得段永平曾经看好老白干的。谢谢！

2018-12-21 16:03:19

你的回复

我记得当时我写的那篇文章题目好像就叫「硕鼠」？如果没有记错题目的话，答案已经给了。

85.老唐，积累到多少资本可以开始跟你过这么逍遥的生活？

2018-12-21 16:02:30

你的回复

我认为买银行理财的收益可以维持至少一年（最好是两年）的家庭开支，这个资本量就可以支撑良好心态的失业状态。

86.不知老唐是否有印象，洋河《2013 年财报》中有一段对于其他应付款中的融资租赁的说明“其他应付款期末余额中应付上海誉镕融资租赁款 0.66 亿。2013 年 11 月 26 日洋河与上海誉镕融资租赁签订的《融资租赁合同（回租）》”说明中说，洋河把租赁物转让给上海誉镕融资租赁，转让价为 2.3 亿，租赁期间届满时，如果承租人已履行完毕所有租金和其他应付款支付义务，则承租人有权以支付名义货价 1 元方式留购租赁物。

2013 年 12 月 13 日洋河将账面价值为 0.53 亿的 48*100T 酒罐等以 0.53 亿转让给上海誉镕融资租赁，并收到转让价款 0.53 亿。

上海誉镕融资租赁再以 0.66 亿租给洋河 12 个月。

后续的财报及百度都没有找到这笔融资租赁的详细情况。

问题：设备转让给了融资租赁公司（0.53 亿），又租回支付了 0.66 亿租金。1 年时间设备没变，但白白损失了 0.11 亿，是否损害了公司利益？洋河为什么做此操作？

2018-12-21 16:01:12

你的回复

看《手把手教你读财报》51 页最后一个自然段。

87.现在有人价值投资的方式就是芒格那套，选择好股坐下，不太在乎是否买入价格。即便并非便宜或者不太贵就算合理价格，然后讲合理价格买入优秀公司股权之类巴菲特的话，但是我看即便是巴菲特也不在 15 倍以上买股票。老唐认同这类价值投资理念吗？那安全边际还重要吗？

2018-12-21 15:59:37

你的回复

我在乎买入价格。不过，巴菲特不买 15 倍市盈率以上股票是错的。安全边际很重要很重要。

88.老唐对于中国平安，您是不看好，还是觉得看不懂？

2018-12-21 15:59:25

你的回复

不懂。

89.老唐，您不上班，一般一天时间安排怎么规划的？

2018-12-21 15:59:11

你的回复

睡觉约 9~10 小时，运动相关约 4 小时，吃饭喝茶约 1 小时，看弱智剧和 YY 小说约 2 小时，刷手机看各类文章约 2 小时，公众号里混 1 小时，剩下的时间读书码字。

90.老唐，大学毕业刚出来工作的，应该怎么处理工作与投资的关系？

2018-12-21 15:59:09

你的回复

认真工作，有余钱投指数基金 510300 或 510310

91.请问五粮液对比洋河如何？老唐为何不持有五粮液？

2018-12-21 15:58:54

你的回复

写过。发送五粮液，翻看过去的文章即可。

92.请问老唐怎么断了动用杠杆的念头，对于已经加了杠杆账户亏损的情况下，如果有新的现金流，当股票跌到了很想加仓的价位，是否也应该首先考虑卸掉杠杆呢，而不是继续买进呢

2018-12-21 15:58:52

你的回复

我建议首先卸掉杠杆。

93.老唐，书中提到当年您破过产，那么我想问您当时是如何调整自己，又是如何确定自己是适合价值投资之路而不是别的路呢？

2018-12-21 15:58:42

你的回复

谈不上调整，没钱就要去挣钱，否则吃啥。各种道路耗尽移山心力，最终都碰壁了

94.老唐，我打赏这么少还老问问题，你能忍么？

2018-12-21　15:56:48

你的回复

其实有过一次打赏，在书房都已经算是2%不到的高端人群了。

95.看到第一个问题对最近一些担忧“国运”的问题有点想法，老唐看看对不对，有人口的地方就有需求，有需求就会通过生产创造生产力来等价交换他人的生产力来满足需求，人口不间断，需求就不间断，生产也就不间断，历史上乱世人灭了一茬，太平时节休养生息，之后人口恢复，又开始新的一轮生产力发展，周而复始此而轮回，这时候担忧国运是否有些多余呢？着眼于企业比较务实一些，无战争状态下15亿人口的衣食住行需求就已经是庞大的生产力发动机了，至于优化生产结构无非是追求更高效的生产力范畴，我的这种看法是否有问题呢，会不会过于激进？

2018-12-21　15:56:03

你的回复

没问题，我也差不多看法。

96.请问老唐　季报不需要审计　是否意味着　收入利润等重要指标　公司可以随意作以操纵股价谢谢

2018-12-21　15:50:54

你的回复

理论上，是的。

97.老唐，茅台19年原来是相对困难的一年，但又有年份酒和系列酒这个调节工具。想问下，19年你觉得茅台净利润如何？

2018-12-21　15:50:50

你的回复

保芳书记刚说了，20%应该增长应该能做得到。

98.如何看待持仓个股距估值目标已不远，但没涨到估值就扭头一路下跌，从正收益变成负收益过程？（假设估值目标500~600亿，买入时300亿，涨到400亿就掉头向下跌倒200亿）。

2018-12-21　15:50:01

你的回复

我以前写过“坐电梯是价投的法定待遇“，这种情况非常常见。我的作法是只要确认自己估值靠谱，就继续拿着，若还有钱就继续买。

99.腾讯和网易之外的游戏公司是否有投资价值？

2018-12-21 15:49:01

你的回复

当然有，主要看你对企业的理解和市场给出的价格。

100.近期券商股不管是 pb 还是 pe 都已经在历史较低的位置，就选了一只盈利较好市值较大的股票做配置，最近跌了有快 10%了，券商股弹性大，不知道继续下跌自己能不能撑得住，请老唐给点意见，是不是市场下跌中不适合买券商股？自己应该及时止损吗？

2018-12-21 15:48:59

你的回复

不懂什么叫弹性。任何股票下跌的时候都比上涨的时候更适合买入，除非你是为了击鼓传花。击鼓传花的话，我的意见是任何时候任何个股都不适合买入。

101.如果写作事业的收入超过投资收益，老唐有可能放下投资，专注写作么？

2018-12-21 15:48:58

你的回复

不会。我会两样都做，这两件事又不会互相妨碍

102.老唐对以后的市场怎么看？个人看法是肯定往成熟方向走，最优质的一批票会在市场波动中不断的抬升底部，但是我总感觉似乎获利空间有限，更多的是时间换空间，本人前六年大概十二倍收益，以后得放低预期了吧，毕竟很难想象 20pe 的银保，30pe 的白马（市场愿意给高溢价的除外）

2018-12-21 15:48:51

你的回复

市场，永远就那样，持续向右波动。至于放低收益预期，我觉得是对的，也是必要的。

103.科创板开通后，如果蚂蚁金服上市了，并且估值合适，老唐是否会酌情买一点，还是会坚持原则，不买上市不足五年的股票？

2018-12-21 15:48:39

你的回复

不会买。第一我会坚持原则，第二蚂蚁金服并不在我的理解范围内。

104.19 年还有点杀吗？挖坑不？

2018-12-21 15:48:24

你的回复

暂时不知，我没规划，都是随性

105.老唐是如何提高自己的写作能力的？

2018-12-21 15:48:08

你的回复

想清楚问题，然后表达出来。就这么简单，我其实并没有什么写作能力，都是最简单的表达。

106.请教老唐：茅台、五粮液、洋河的梦之蓝、泸州老窖的国窖 1573 除了品牌的差异，在酒的品质上区别大吗？排除个人喜好可以分出高下吗？

2018-12-21 15:47:52

你的回复

还是挺大的。茅台和后三者不是一个香型，不好排。后三者中我个人最喜欢 1573

107.老唐您好，消费类公司您选择白酒股居多，您认为调味品，佐餐类公司今后会成为你的关注行业吗？

2018-12-21 15:47:30

你的回复

我有关注，只是一直比较贵，也研究的不够透，没找到下手机会。

108.老唐，请问下如何看待复星医药目前的估值？

2018-12-21 15:47:22

你的回复

不太懂医药行业，无法做出估值。

109.老唐对于估值方法的论述很赞，简答明了也好操作就一点疑问，老唐“一刀切”的市盈率估值，很直观也好操作，但强如老唐，不会不懂“因城施策”的方法（根据板块和个股的 historical PE band 来锚定），我猜老唐用“一刀切”是因为好用，而且有些时候“因城施策”的结果确实也差不齐，毕竟模糊的正确远胜过精确的错误

但是我的看法，老唐的“一刀切”往往会高估，如果个人投资者没有老唐这样高超的分析能力和价投的正统理念，很容易买高（好的龙头股给 25 倍，放 3 年看，赚钱是有信心的，只是赚多少，但是看看 historical band 再结合个股历史背景就很清楚，3 年后给海康，给分众 25x，是太高了）

很理解老唐一刀切的用法，但是会造成大家以后估值凡事一刀切的惯性，即便好用，咱也得给大家分享分享“因城施策”不是，以老唐的思维和文风，大家肯定能掌握得好的，酱紫大家不就阔以左右逢源啦，是不是？哈哈，想听听对此的看法

2018-12-21 15:45:24

你的回复

不会。我认为你说的因城施策，逻辑上说不通，只是根据历史股价表现的统计数据做出的虚假估值，本质是盯着傻子，而不是盯着地。不同行业的企业，可以根据行业特色调整报表净利润数据对自由现金的代表能力。至于合理市盈率水平，我的取值只有一个：“无风险收益率的倒数”。

110.老唐，您好！我现在买股票是买低市盈率（15 以内），低市净率（1 以下）的股票，在市场低谷的时候买，比如现在。然后在大盘四五十倍的市盈率卖出，一年操作一二次。这方法可行吗？谢谢！另外想问您一下，我是个医生，有必要利用业余时间再读一个金融专业学士、硕士吗？对投资股票水平会有大幅的提升吗？非常感谢！

2018-12-21　15:45:11

你的回复

可以看散打巴菲特之施洛斯，你的做法，施洛斯已经探索和运用了几十年了，参考参考他的，或许有帮助。至于后者，求职除外，单纯从投资角度说，我觉得似乎没有多大意义。

111.手财内容很多都能背出来，但是到财报分析时还是会不知所措，请教老唐，是知识储备不够还是学习方法思维逻辑就不对？

2018-12-21　15:44:34

你的回复

是实践不够。懂的游泳的各种姿势，对游泳确有帮助，但要想会游，游的好，还是要下水浸泡。你要做的是拿起一份份财报去读。

112.股票下跌会赚更多的前提是必须在下跌时能持续购买股票吗？如果没有后续资金购买更低股价的股票，是否就谈不上赚更多？谢谢！

2018-12-21　15:44:34

你的回复

对，如果你的股票从来不分红，而你又没有任何资金来源，那么股票下跌你并不会赚到更多。

113.老唐，我始终有个疑问，大盘顶背离，波段抄作，蛮有效，为什么芒格，巴菲特大师叫我们长期持有？我眼睁睁看净值下跌，今年满仓迎大跌

2018-12-21　15:43:31

你的回复

因为大师们都知道那些所谓“蛮有效”的东西，都是错觉。

114.老唐，巴菲特几十年投资，只有两年收益是负的，是怎么做到的？简直是神人

2018-12-21　15:42:33

你的回复

主要原因是他有大量的非上市子公司，每年还会产生经营利润。

115.书房的文章基本都看了，但是当你持有的股票回撤较大且基本面开始出现一些不确定性时，应该怎么办？

2018-12-21　15:41:47

你的回复

忘掉成本，重新估值，上秤比较，选择更确定、收益率更高的资产。

116.老唐，你取得一定成功，获得大家认可后，会不会膨胀？如何让自己避免膨胀？

2018-12-21　15:41:33

你的回复

有可能。多读书，知道这点儿所谓的成功在这个世界狗屁都不算。

117.老唐，已看完手 1，还有没有一些系统的关于财报的书推荐一下？谢谢

2018-12-21　15:41:21

你的回复

看完手 1 后直接读企业财报效果更好。

118.问一下老唐，美元不加息了是不是好股票的春天就来了

2018-12-21　15:41:04

你的回复

美元加息或者降息，好公司和烂公司都是有涨有跌。

119.如果分众传媒继续下跌至 5 元左右的话，老唐会提高持仓比例吗？如果会，最高提高到多少百分比？同时会降低哪只股票的持仓比例？我是想知道老唐觉得 5 块的分众传媒会比哪些持仓更优秀？

2018-12-21　15:41:01

你的回复

从来不想这些问题。只在有钱的时候，看看哪个更划算。

120.老唐如何看中药类股票，比如片仔癀？

2018-12-21　15:40:37

你的回复

老唐是原教旨主义中医黑。

第507篇.　　2018.11.2-问答集（下）

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-12-22

121.老唐，目前洋河市值算低估吗？

2018-12-21　15:40:26

你的回复

略低估。

122.对于海康威视这种高科技公司来说，可以定性肯定海康每年都会有一定增长，但是如何能较为准确定量估算具体每年利润呢

2018-12-21 15:40:07

你的回复

无法较为准确地定量估算具体每年的利润。

123.老唐，知道你是价值投资的忠实拥护者，会不会多多少少也参考一下市场交易的数据？个人感觉市场越来越不公开透明了，因有些交易数据已经不公开了，比如

1.上交所 Topview 赢富数据每日公布的分类账户统计数据，买卖盘分档统计数据，交易席位统计数据，从 2009 年 1 月 1 日起停止更新。

2.中国证券登记结算有限公司之前每月公布的“期末持有 A 股投资者”数量，“期间参与交易 A 股投资者”数量，“持仓投资者占比”（%）于 2017 年 2 月份停止更新

3.中国证券投资者保护基金每月公布的交易结算资金（银证转账数据）于 2017 年 6 月停止更新

2018-12-21 15:39:18

你的回复

偶尔在媒体上遇见了，也会当做谈资看看。投资中不会看这些东东。

124.老唐是如何提高自己的影响力和运营自己的公众号的，如果我们要增加业余收入该从哪些方面入手？

2018-12-21 15:37:50

你的回复

如果我告诉你我从来没有想过“提高自己的影响力”和“运营公众号”这两件事，你相信吗？

125.请问老唐，您腾讯综合成本价多少？

2018-12-21 15:36:20

你的回复

338

126.老唐，问个投资之外的问题，您长期伏案工作，用电脑和手机，颈椎肩周手腕等有慢性伤痛吗？如果存在，您是怎么治疗和康复的。现在，您还坚持跑步吗？每周跑多少公里。游泳每天坚持吗？游多长时间？

2018-12-21 15:36:10

你的回复

没有伤痛。今年跑步很少，每周大约四到五次游泳，每天陪我家领导散步 9 公里左右。

127.老唐，请问一般应对日常开支及不时之需，留有的现金类资产会覆盖多久的支出为妥？不知你本人是怎么分配的？1-3 年内要用的钱也会投入股票市场吗？

2018-12-21　15:32:30

你的回复

我一般保持至少一年的家庭开支，买成银行一天的滚动理财产品。

128.老唐，请教一下:老巴把剥壳虾公司改为投资工司，公众的钱不再直交给老巴，而拿去买剥壳虾的股票，疑惑的是:1、之后的老巴每年都有大量的新进资金全都来自于保险浮存金么？2、他岂不是再也收不到客户的盈利提成了？

2018-12-21　15:30:55

你的回复

1.有浮存金，也有已经投资企业的盈利或分红；2.确实如此。巴菲特相当于在富了以后，牺牲了巨大的个人收益，换来资金的稳定性并完全隔离了客户的噪音。——基金时期，客户心态不好，需要鸡汤或者卖股退钱；伯克希尔时期，客户心态不好，要么忍要么滚。

129.关于分众

问题一：从美股退市回归，管理层给自己大幅提薪，从 100 多万的年薪一下提到 600 多万，管理层是否存在道德瑕疵？

问题二：分众的商业模式，虽然以目前的情况看有壁垒，而且还不低，但如果有人拿着 500 亿甚至 1000 亿出来抢生意，分众还能否从容应对，虽然签约有时间差，但物业公司的忠诚度感觉不会很高，续签的话物业公司难道不是谁给钱多跟谁签？

本人目前仅持有少量观察仓。

2018-12-21　15:29:52

你的回复

1.随着公司规模增加，管理层该不该加薪？站在良性视角，凭什么不加薪要求别人多干活？站在恶意视角，确实道德不够高尚。我持良性视角；2.如果有人拿 1000 亿抢生意，分众一定大受影响，甚至崩溃。不过，有 300 亿就可以做分众第一大股东了，买下它成功更快。

130.老唐好，我一直认为自己一个价值投资者，是您的唐书房把我变成了一个真正的价值投资者，在这里我的认知得到了升华和坚定。问您一个不合时宜的问题，熊市我觉得没啥不好过的，能买便宜货，实在没钱了就装死。但是牛市一直是我比较害怕的，特别是持有的股票市盈率较高，应该卖了，可是我又不想卖，您觉得股票市盈率高位，用 50ETF 期权做套保可不可解决此问题，当然我说的牛市指的是像 5，6 千点的时候，老唐在 5000 点的时候是不是也没卖股票？

2018-12-21　15:28:26

你的回复

我不会做套保，我会直接卖出股票，不过不看大盘点位，而是看自己持有的股票是否高估。如果在自己能力圈里找不到合理和低估的股票，那就买 30 倍左右市盈率，分红率 100%，预期未来无增长的股票 511880。

131.如果把投资入门算作一个周期的话，您觉得一个正常人多少年能开悟？是否认为投资与个人禀赋有关系？

2018-12-21　15:28:15

你的回复

这个没有时间规定，有些人几分钟就懂了，有些人一生都在“炒股”。

132.请问老唐：分众和客户的结算模式是“在客户广告发布完成 30 天后向客户开具发票，开票后给予客户 30-60 天的付款信用期“　这是从哪里获得信息？有人回答是财报，我已经翻过　15 年到 18 年的财报，没有看到啊？

2018-12-21　15:27:25

你的回复

借壳上市说明书里——补充：全称《七喜控股股份有限公司重大资产置换并发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》

133.您为什么不做指数定投？

2018-12-21　15:26:39

你的回复

因为我认为我可以取得比指数定投更好的收益，同时我也有时间和兴趣研究公司。

134.在熊市中，看着起起伏伏，心里不免有些波澜，想着固定的熟悉的股能不能盈利就出，跌了又买？我晓得你总告诫我们不能贪心，要看长远。可没有钱补仓，心里苦，想做波段。唐老师，骂骂我也是乐意听的

2018-12-21　15:26:36

你的回复

如果波段的目的是娱乐，亏了也无所谓的话，做做也无妨。

135.老唐，你入市后做过短线吗？是什么样的契机让你改为长线的。

2018-12-21　15:26:11

你的回复

各种线都做过。所有的死法我几乎都死过，最终只有这条路能通。

136.看到自己看好的，质地也不错的公司最近大幅回调，又没有子弹了，老唐是怎样一种心理状态，

该怎么办

2018-12-21 15:26:01

你的回复

不管

137.诚心求问老唐，对于各类投资、财务类的书，包括您推荐的很多书，我都已经读了有接近百本了，对这些理论和实践成果很感兴趣。但实际说自己对某个行业，其实并没有太强的掌握，很多想法和理念，都建立在这些所谓投资的“术”上面，让我真正去说某个行业的逻辑，或者其中的个股，我完全没有头绪，没有建立所谓的能力圈。我很想知道，该如何突破现状，如何下手去做，达到一个初阶的券商行业研究员的水平。谢谢唐老师！

不好意思唐老师我再补充一下问题，我是想知道，我现在入手应该是从一个感兴趣行业的具体公司的研报，公司招股说明书，或是年报什么的拿起来就读，还是应该怎么由浅入深了解一个行业和公司，逐渐成长起来？

2018-12-21 15:24:55

你的回复

你的问题其实是一回事，读公司财报研报就是了解行业和公司。

138.看了很多帖子，可能很多人抄老唐的作业都有买分众，而这家公司最近的表现也实在令人怀疑自己是不是不知道一些公司的坏消息。老唐，现在的分众真的适合持有不动吗？

2018-12-21 15:24:40

你的回复

我会持有，至于你，只能自己决定。

139.请问老唐，分众对四季度的预报，是不是意味着今年新增加的媒体点位产生利润最快要明年才能体现？面临的竞争和经济不景气情况下，听说分众明年不提高广告费，对未来三年分众的增长率有无新看法？

2018-12-21 15:22:57

你的回复

是。我没听说，无新看法。

140.今年股市堪比股灾，您觉得是什么原因造成的？

2018-12-21 15:22:45

你的回复

岁岁年年都一样，股市从来就是这样涨涨跌跌的。原因嘛，如果需要找，每年都可以找出 52615615515 种涨或者跌的原因。

141.上班忙工作，下班忙着做家务带娃，都是要到十二点半才能睡觉，周末也停不下来，没有时间学习，老唐有好的建议吗？补充下，坐地铁一般在看雪球或者微信文章，做饭的时候一般在听书，总是感觉时间不够用，没法完整的看书。

2018-12-21 15:22:37

你的回复

大家最初都是这么过来的。好容易有点空闲时间，是用来消磨还是用来日拱一卒，几年后差别就出来了。别着急。

142.老唐有群吗？想加一个

2018-12-21 15:21:51

你的回复

没有

143.唐老师好 您看好成都未来发展和生活舒适度吗？ 作个四川人在上海学医，快毕业了纠结要不要回家

2018-12-21 15:21:22

你的回复

我给我儿子的建议是毕业后就留在上海，不要回成都。成都适合生活，上海更适合奋斗。

144.假如茅台等高于 50 倍 pe 后您会继续持有还是卖出？

2018-12-21 15:17:50

你的回复

很早就分享过，会卖出。

145.老唐依然看好洋河在 2023 年前超越五粮液吗？营业额或净利润方面。

2018-12-21 15:17:38

你的回复

依然看好，但由于白酒市场环境变好，实现超越所需的时间可能会比我预想的要长。

146.分众 2016 年财报，P32 主要子公司对公司净利润影响达 10%以上的参股公司情况。8 间子公司合计净利润怎么会 112 亿左右?有些子公司净利润比营业收入还高，是因为费用计入母公司吗？

2018-12-21 15:17:31

你的回复

不是，那些子公司是控股公司。就和川投净利润比营收高很多道理是一样的。

147.老唐，有没有想过把您的《手把手教你读财报》量化成一个财报分析模型，输入代码即可评分？

2018-12-21 15:17:25

你的回复

没有，我不认为这样做有用。

148.老唐怎么看待涨停板，半路板，低吸，做 t，波段，价值投机，龙头战法，连板战法，消息套利等等诸如此类的在真正的价值投资者眼里显得另类的交易方法？

2018-12-21 15:17:07

你的回复

垃圾。

149.貌似我刚买完签章版就停止了

问：分众观察了很久，感觉有庄在里面，老唐怎么看？

2018-12-21 15:14:41

你的回复

我不认识庄，不过中国股市历史上的名庄，结局大多是跳楼、破产、逃亡、监狱，少量改行写书算命混饭吃，极少数皈依了价值投资。你关注他们想作甚？

150.我也有每天固定阅读的习惯。但最近眼睛不行，请教您，是如何保护自己眼睛同时兼顾阅读大量资料？

2018-12-21 15:14:34

你的回复

多读纸质书，eink 电纸书，少看手机和电脑屏。

151.老唐，面对市场大跌，你会觉得自己有哪些失误的地方吗？假如，现在分众基本面突然恶化（比如国家政策制约电梯媒体发展），请问您如何选择卖出时间点？

2018-12-21 15:13:16

你的回复

目前还没有觉得有。和投资决策一样，我没有什么卖出观，只有换入另一种收益率更高的资产观。

152.如果现在是空仓状态,来了 100 万现金,老唐会如何分配?

2018-12-21 15:13:12

你的回复

现有六只股票大致平均的撒下去

153.一直关注唐书房，从雪球到微信，知道是已公开的书还是买了，穷查理宝典就读了好多遍，老唐

的书也值得多次读。

芒格说个年轻人可以买成长性高的小盘股，在大 A 和港股，是否存在这种成长性小盘股呢？虽然知道老唐都是关注研究大市值股票。

2018-12-21　15:13:11

你的回复

这句话不像芒格说的，我不太给“盘”什么权重，实际上我更倾向于规模较大的企业。

154.读了手 1 和各种张老师肖老师的书，看到财报，还是麻爪，怎么办唐师？

2018-12-21　15:13:03

你的回复

从《生人勿近诞生记》开始，一份份读，没有什么捷径。

155.茅台为什么可以长期提价

2018-12-21　15:12:56

你的回复

因为被越来越多的人需要

156.老唐完全不看宏观，但是长期收益跑下来也非常不错。　那市场上这么多经济学家，每天都出现各种言论，最后发现并没有对投资收益起到多大作用。　老唐如何看待宏观与个人投资者投资的关系？有关于这方面的书么？还是不看，权当作噪音？

2018-12-21　15:12:29

你的回复

这问题巴神很早就写过了：“不要浪费你的时间和精力去分析什么经济形势，不要浪费你的时间和精力去看每日股票的涨跌。你为它们花的时间越多，你就越容易陷入思想的混乱并难以自拔”——沃伦.巴菲特

157.老唐，我知道你对国学持否定观点。但是我觉得国学里的儒家，法家，墨家，纵横家等有些思想还是挺好挺客观的。

这个问题我曾在雪球上问过黄总，他说国学中有很多糟粕，精华不多，为了避免被糟粕所害，所以不建议看国学。老唐，具体您怎么看

2018-12-21　15:11:41

你的回复

国学究竟是个什么定义？这个概念不界定清楚，大家鸡同鸭讲。三从四德，君臣夫纲自然是糟粕，但我很喜欢唐诗宋词元曲，也读过《大学》,《中庸》、《论语》、《道德经》、《金刚经》、《般若波罗密多心经》……这些算不算国学？

158.老唐 5 年三倍，是不是绝大多数是茅台贡献的

2018-12-21 15:11:00

你的回复

对。茅台过去五年涨了六倍，其他持仓股负责拖住茅台的后腿。

159.老唐，减税大背景下市场时不时提出增加烟草白酒消费税补财政缺声音，老唐怎么看？做好坏的打算假如白酒加税，必然增加消费成本减少企业利润，如何应对？

2018-12-21 15:09:23

你的回复

可能性有，但具体影响究竟会影响厂家还是经销商或者消费者，还要看方案才能判断。

160.你觉得这么人推崇老唐原因是什么？是不是很多人或觉得自己能够一定程度上复制老唐的成功（持仓）而大获其利？个人觉得更大的可能是老唐的成功是不可以复制的，你觉得呢？

2018-12-21 15:09:16

你的回复

我觉着是“真”。应该是。我认为可以复制。

161.年轻人(资产没多少累积)应该放精力在投资上吗？还是努力去提高自己的现金流

2018-12-21 15:09:12

你的回复

应该努力提高自己的现金流，并同时将消费剩余先放置在指数基金上。

162.我无比认同您的投资方式，只是面对股价暴跌始终不能像您一样淡定，就是想不通为什么基本面极佳的公司被短暂抛弃，而且没钱加仓了

2018-12-21 15:09:03

你的回复

因为市场先生是乌合之众

163.想问下老唐，茅台的库存储藏一般是在山洞或者地窖吗？有没有损毁的可能？另外，老酒库存的实际价值甚至达到千亿级，会不会有价无市少有人购买？

2018-12-21 15:08:53

你的回复

不是，在楼房里。有损毁的可能。这个倒不会，茅台的基酒是无价之宝，无数同行辗转反侧求之不得。

164.为什么买了茅台且占比这么高，还要买洋河和古井贡？只是为了分散而分散吗？

2018-12-21 15:07:09

你的回复

因为浓香酒是中国第一大白酒品类，其中也会有印钞机。

165.茅台集团明年千亿销售目标，股份公司占比是 90%左右吗？900 亿*44%利润率，明年业绩估测 400 亿左右偏差大吗？

2018-12-21　15:06:25

你的回复

900 亿是含税销售额，要除以 1.16

166.一些公司的少数股东损益近年为负是为什么，比如片仔癀，少数股东权益在增长，损益却在亏损，并呈扩大趋势。

2018-12-21　15:03:57

你的回复

记得前几年我写乐视网把戏的时候写过，很简单的，就是一些有非全资子公司亏损。

167.老唐最近银行股的大跌怎么看，如果有枪　指着你要买一只银行股，你会选哪一只？

2018-12-21　15:03:54

你的回复

招行或者工商。

168.老唐如何看待年轻人喝白酒比例比较低的情况？

2018-12-21　15:03:36

你的回复

几百年来都是如此，未来也会如此。

169.100 年前买股票都要登报才能买。分红又是怎么送到股东手里的？

2018-12-21　15:03:13

你的回复

寄送支票

170.老师，你好，你对我们国家的货币政策怎么看待，今年的货币政策是不是出了问题？对于我国货币政策并不是合理的，而是高度紧缩的看法，您怎么认为？

2018-12-21　15:03:06

你的回复

宏观太复杂，永远在偏左之后纠正和偏右之后再纠正之间摇摆，从长期视角看，关注意义不大。我相信周、易、李的货币观都比我的高明。

171.目前市场担心国运出现大拐点，而您不这么看。请问您看好我国国运的理由是什么？

2018-12-21　15:02:42

你的回复

理由是互联网的存在以及世界范围内的资本融合，这个门打开就不可能关上，否则掌权者者自己都会反对自己。

第508篇.　　2018.12.25-去掉你的成本心魔

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-12-25

周五连续俩小时高强度回复问题，拉伤肩背部肌肉了。这几天又是盲人按摩，又是远离电脑的，好歹基本恢复。

今天上午，好像股市又大跌，不少呼叫鸡汤的又来了，刚接受过盲人按摩的心理按摩师老唐，带伤上岗，磨磨叽叽敲出本文，来聊聊这些朋友的成本心魔。

很多朋友心中都有个成本心魔，最常见的反应是：老唐，你分众成本多少，老唐你腾讯成本多少，老唐你海康成本多少……今天还有问“老唐，巴菲特的苹果是不是套的死死的？”——我还真不知道怎么回答这问题。

这些朋友，你要说他们关心的是买入成本吧，其实还很少有人关心老唐分众第一笔买入是 10.38 元，目前接近腰斩。这些朋友似乎真正好奇和关心的问题可能是：“经过你不断低位买入，最终摊低后的成本是多少？”

我不是说这些朋友有恶意，我也不觉着问我套住了多少就是恶意。我去年到今年新覆盖的三只股票，目前都是“套住”的。对我而言，没觉着这有什么不好意思的。

老唐不装股神，成为所谓大 V 也是大家逼的，不是我所欲。老唐一贯认为自己就是闲散投资者一枚。至于看客认为水平高也罢，低也罢，对我毫无影响。

我左右都是一套太祖长拳到底，赢亏都是它带来的。收益高或者低，都只是一时的波浪，不影响前进的方向。正所谓“**心中有了估值锚，红也逍遥，绿也逍遥，耐心等待创新高**”。

趁现在都套住的时候，倒是个谈成本心魔的好时机，至少不会被说“老唐站着说话不腰疼”，“老唐你没被套过，你不懂”……对不？

为了坦率说清楚成本心魔问题，避免部分朋友认为老唐是回避问题、顾左右而言其它，我先按照通常的理解模式，交待自己的“成本”。

分众最低买入价 6.18，最高买入价 10.38，摊低后的买入成本约 8.1；

腾讯最低买入价 197.3，最高买入价 423，摊低（摊高？）后的买入成本约 338；

海康最低买入价约 23，最高买入价好像是 38，摊低（摊高？）后的买入成本约 30 元。

有公开披露的过去五年里，曾经非常少量或短暂持有过的股票，例如双汇、信立泰、泸州老窖、粤高速 B、张裕 B、长安 B 等，谈赚赔意义不大。这几只里，好像张裕 B 是微亏卖掉，其它都是小赚离场，总

体对收益的影响几乎可以忽略。

除开腾讯、分众、海康以及上面这些微量持仓，老唐过去五年里拿过的股票实际上就三类：白酒、银行、水电。

白酒至今还在，茅台过去五年赚了 5 倍多，洋河目前赚了不到一倍，古井 B 买入一年多，基本持平，赚个汇率；

银行已清空，大约获利两倍左右离开的；

水电白忙一场，坐了电梯，上上下下晃悠接近 5 年，写过文章一大堆，然而并没有什么用，最终认错离场，大致也就是个银行理财收益。

茅台之外的所有个股承担了拖后腿的重任，所以五年总收益也就三倍。这正应了芒格那话，如果去掉我们最优秀的几笔投资，我们的收益将非常平庸（大意）。老唐也是如此，正如某些朋友猜测的一样，如果删掉茅台，基本上就是个非常平庸的组合——至少截至今天是这样的。

交待完毕，证明老唐不是为了回避话题，然后咱们说心魔问题。

首先应该知道，股市并不认识你我。它并不知道，也并不在乎你究竟是 10 元买的，还是 5 元买的。无论你是 5 元买，还是 10 元买的，均不能导致股票未来涨速快或慢一点，涨幅高或低一点。这点没有争议吧？

其次，你 10 元买入 1 万股分众，股价跌到 8 元你加仓两万股，然后股价再跌到 6 元，你的亏损是扩大了还是缩小了？毫无疑问，不加仓亏 4 万，加仓亏 8 万。对不？

有很大一部分朋友 8 元加仓的原因，是因为他们认为，通过 8 元加仓 2 万股，成本摊低到 8.67 元，只要股市反弹一点点，就解套了。而如果不加的话，要涨很多才解套。所以，加仓能让解套更快一点。

然而，你我来到股市，是为了解套的吗？显然不是，你是为赚钱而来。只是当你买入的股票下跌后，你忘记初心，转而降低标准，寻求解套去了。

可是，即便涨到 8.7，也明明是 8 元买入的 2 万股赚了 14000 元，10 元买入的 1 万股，亏着 13000 元啊！也就是说，你第二次投入 16 万赚了 14000 元，实现了你的“解套”大计。

那么，为什么你一定要在分众上面赚回这 14000 元呢，如果在其他股票或股市以外赚到这 14000 元，难道是假钞吗？不是，无论你在哪里赚到钱，都是由央行担保的人民币，没有高低贵贱差别。

因此，理智的行动是：**当我有 16 万元新钱的时候，我要寻找我能理解的投资对象中，最有把握、最看好的那一个，以寻求更确定或更多地获取回报。**此时分众只是备选可投对象中普通的一员。

如果你要买入分众，应该将你 10 元时买入分众的所有原因拿出来核对一遍，看有没有发生变化？如果期间有变化，这些变化有没有导致公司价值降低超过 20%？

事实上，我个人觉着，**有新资金的时候，对于套住的股票，应该特意给一点负面评价、扣点评分才对，而不是优先**。为何这么说呢？因为我们 10 元买入后跌到 8 元，背后可能有两种原因：一是市场无厘头的波动，二是自己可能看漏了什么。

因此，除非你非常确定下跌的唯一原因就是市场无厘头波动，否则就应该为这个“有可能是自己看漏了什么”的因素，额外多加一份小心。而不是相反，将它放在优先增持地位。

更严重的是，一旦你以摊薄成本寻求解套的思想考虑问题，有新钱的时候，其他机会你会视而不见，甚至风险也会被你忽视。

你会忘记新钱和旧钱明明是两笔不相关的钱，新钱入市也是需要评估性价比和风险的。你可能莫名其妙地以 10 元时做过的评估，来决定自己现在的买入，从而误导自己进入有可能已经发生变化的坑里。

这还不是最严重的，最严重的是你心中老想着解套，想的久了，就成了执念。真等解套那天来临，你或许真的就跑掉了——别不信，市场这样的人太多，套住好几年，咬牙坚持。解套赚一毛，撒腿就跑。这种人怎么可能赚到钱呢？“股”生基本就徘徊在解套和入套之间。

推到尽想，我认为这种**摊薄成本寻求解套的内心，其实是急迫地向自己或他人证明“我没错!”，是一种极度自卑、迫切需要获取外来肯定的心理疾病。**

对这些朋友的内心来说，赚一分钱和亏一分钱，是有天壤之别的。为了实现赚 1 分的目的，哪怕冒着亏 5 元的风险也在所不惜。至于赚 10 块和赚 8 块的区别，反而没啥感觉。

这种完全不考虑投入产出比的思考逻辑，又怎么可能赚到钱呢？

类似的一心追求“我没错”的心理疾病还有很多，比较常见的有：

1.哪里跌倒就要在哪里爬起来，无论个股有没有前途，只要是我在它身上亏过钱的，就一定要在它身上赚回来；

2.对持仓股进行高抛低吸，遇到踩对的交易就赶紧落袋为安，如果错了就继续扛着。10 元买进，8 元加仓，涨到 8.1 元，自我欺骗卖出了 8 元买入的那笔，获利 0.1 元，浮亏 1.9 元。坚决不承认是亏损 1.9 元，浮盈 0.1 元；

3.当股价下跌到自己预想的低位之外，导致资金已经使用完毕时，就融资加杠杆，总之，一定要和市场斗，不能认输；

4.讨厌一切看空的分析，认为这些人是黑嘴，他们的乱喷会导致自己本来的对，变成错；

5.寻求抄某人的底，以获得我比某人聪明的良好感觉；

6.不确认绝对底部，坚决不买入，不能容忍任何浮亏发生；

7.套牢 5 元 10 元都不怕，但对浮盈减少会非常紧张，尤其是浮盈即将归零的时候，心跳严重加速；

……

仔细想想自己有没有这些心魔。

我个人建议大家可以选择以下任何一种成本观：

①所有持股成本都是买入后经历过的最高价×103%；

②所有持股成本都是实时市价；

③所有持股成本都是 0。

忘掉那些“我没错”，**你没有必要向任何人辩白你的投资对错。辩白也没有用，真正能为你的能力背书的，只有你的长期回报率**。

三年五年稳定翻上一倍，账户市值就足以让你自信。这种自信，发自内心，不用侧漏，也会被人感知到的

这是不是说浮亏后就不能加仓呢？当然不是。老唐不也一路增加分众持仓吗？

重要的是，你要尽量保证你的买卖决策是独立作出的，不受已有持仓获利或者亏损的影响，永远在每一笔决策时：



怎么样，读过本文以后，可否不再追问：“老唐，你某某股成本多少？”“老师，我某某股成本 15，现在应该怎么办？”

第509篇.　　2018.12.28-老唐的2018

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2018-12-28

回顾 2018 年，发现这是特别精彩和充实的一年。想说的内容很多，但考虑到书房大多数朋友关心的领域，还是先说投资吧！

先交待收益情况，再谈相关思考。

收益方面。**2018 年，投资收益-17.8%**，是公开披露持仓五年里，唯一一次年度亏损，也导致年化收益率从去年的 38.2%降至 24.5%。

因为期间有过增资，所以今年的亏损金额，接近 2014 年初的账户总市值。典型的**本金亏光了，只剩利润**。

过去五年收益及持仓变动如下表（均不计新股收益）：

时间	收益率	净值	沪深 300	年底持仓
2014	62%	1.62	51.7%	茅台 46%、民生 23%、招行 23%、川投 8%
2015	13%	1.83	5.6%	茅台、民生 H、招行 H、川投、洋河（注 1）
2016	23%	2.25	-11.3%	茅台、民 H、招 H、国投、洋河、信立泰、双汇（注 2）
2017	62%	3.65	21.8%	茅台 40%、国投 15%、腾讯 13%、民 H6%、招 H5%、洋河 5%、信立泰 5%、双汇 4%、海康 2%、古井 B2%、张裕 B1%、粤高速 B1%
2018	-18%	2.99	-25.3%	茅台 38%、腾讯 30%、分众 11%、洋河 8%、 海康 7%、古井 B5%

注 1：前四年的总结分别名为《感恩 2014》、《表怕，年终总结有老唐垫底》、《老唐的 2016》、《老唐的

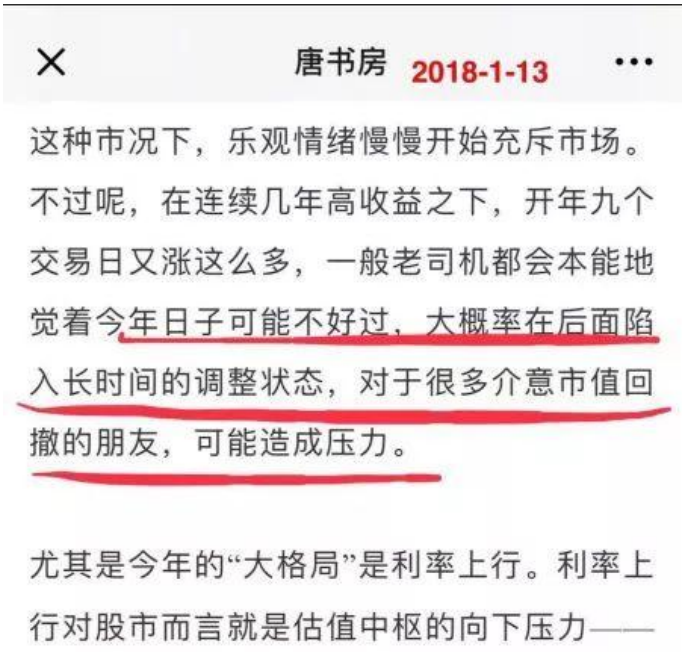
2017》。因唐书房建立于 2016 年 9 月初，故后两篇直接点击文章名即可阅读，前两篇只能下载《老唐雪球旧帖》阅读。

注 2：因 2014 年底建立了可以实时记录持仓变动的雪球组合“老唐实盘”，导致 2015 年和 2016 年总结里，没有记载个股比例。2018 年 6 月 27 日，老唐停掉了“老唐实盘”组合（见《关于早上清仓实盘组合的说明》一文），当时的具体比例已经无法查询。

总体来说，就自己的投资而言，今年**令人满意**。在有新钱进入的时候，适逢股市下跌，舒舒服服加仓的同时，还成功将仓位集中到了自认比较有确定性的少数几家企业上。

老唐斗胆预计：未来几年不仅收益会比较好，而且还基本不用再去挖掘什么新企业。就这么几家，可以葛优瘫很久。

“正如我所料”（先别扔鸡蛋）今年市场的日子不好过。1 月 13 日的《九连阳之后的冷思考》一文里，老唐这样写：



注：点击上面的文章名，或者向书房发送“九连阳”均可阅读原文。

然而，请注意：上面这段**纯属瞎蒙**。以“正如我所料”开头的文章，多半出于自觉或不自觉的骗子和傻子之手。

包括你、也包括老唐在内的无数市场参与者，一年里对股市、对经济、对个股价格走势都有无数种或清晰或朦胧的看法和判断，其中**大约会有 50%左右是对的。**

而人类的大脑有种神奇的特异功能，会搞自我欺骗，让自己更容易记住正确观点，并有意无意地遗忘错误观点。大概是为了加厚我们的脸皮，好让我们作为基因载体坚持活下去吧！

老唐的投资体系，绝对不会以对未来宏观经济、股市大盘或者个股价格走势的看法为依据，做出买或卖的决策。即不会以别人的上述看法为依据，也不会以自己的上述看法为依据。

同时，我个人认为，以上述看法为投资决策依据的人里，大约有 0.001%的人是天才，剩下的一半是幸运儿，一半是傻蛋儿。

对此我没有新观点，再次推送彼得.林奇的经验给大家：

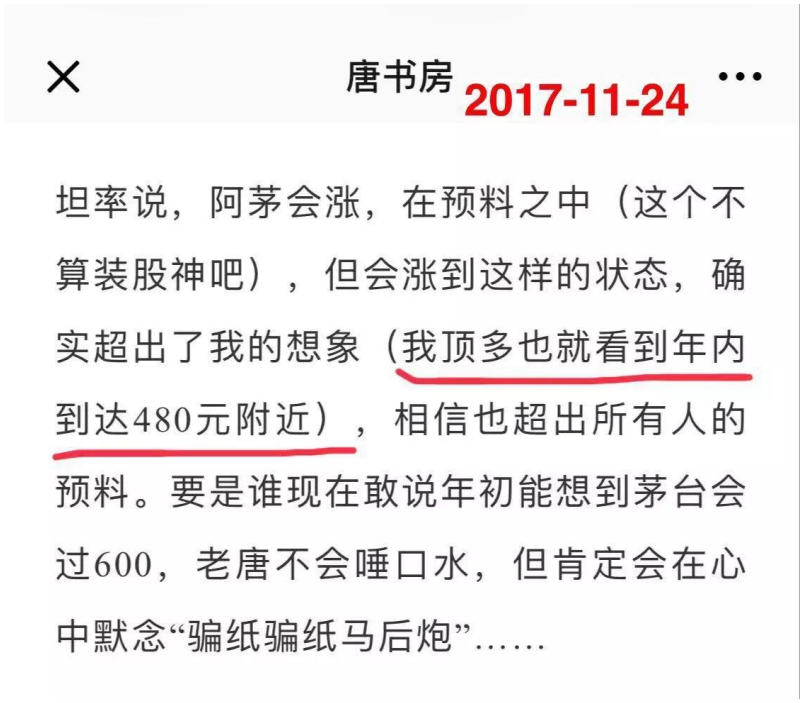
*在听到有人预测市场走势的时候，最重要的技巧不是静静聆听，而是打起呼噜睡大觉。**投资的窍门不是要学会相信自己内心的感觉，而是要约束自己不去理会内心的感觉**。只要公司的基本面没有什么根本的变化，就一直持有你手中的股票——彼得.林奇。*

还是那六个字“**别瞅傻子，瞅地！**”。

但今年也有不满意的地方。你猜猜是什么？

不，不是市值回撤，这个对我而言，没有任何影响。**市值的回撤，不过是朝三暮四和朝四暮三的区别而已。**

比如拿茅台来说，去年 11 月 24 日，我就这样写过



作为去年和今年乃至明年都持有茅台的人，我完全看不出来以下两种情况有什么区别：

①股价从 2017 年初的 324 元，涨到 800 元，再回到现在的 590 元；

②股价从 2017 年初的 324 元，涨 48%到 480 元，今年再涨 23%到 590 元。

有什么区别呢？没区别。——当然，说完全没区别也不对，还是小有区别。它就是：老唐 691，652，549 的三次微量加仓成功被“套”。或许等它跑过 700 之后，再说“完全没区别”才够坦然。

今年**不满意的是分众传媒**，但我估计你会猜错老唐是对什么不满意。

不信你先停在插入广告处，拿张纸出来，写出你认为老唐会反思的不满意先……

我的不满意，在于对书房读者的影响。

今年因老唐买入分众而跟随买入的人不少，截止目前，显而易见的**给很多人带来的或大或小的亏损**，这个过程让我不满意。

注意，我并不是认为看错分众了。截止此刻，对于分众的分析，老唐没有观点改变，完全是死鸭子嘴硬的顽固分子。

老唐认错的标准是对企业经营情况的预判出了严重偏差，它与股价腰斩还是翻倍没有关系。

我的不满意，在于无论我怎么表述，都无法让部分读者真的明白：老唐的买入并不代表股价会涨。

很不幸，截止目前为止，分众传媒好像是记忆里唯一一只自从我买后就没涨过的股票。从首次买入至今近半年的时间里，几乎每次买入后，股价很快就会加速下滑。这和同样是“套”住的腾讯和海康，情形完全不同。

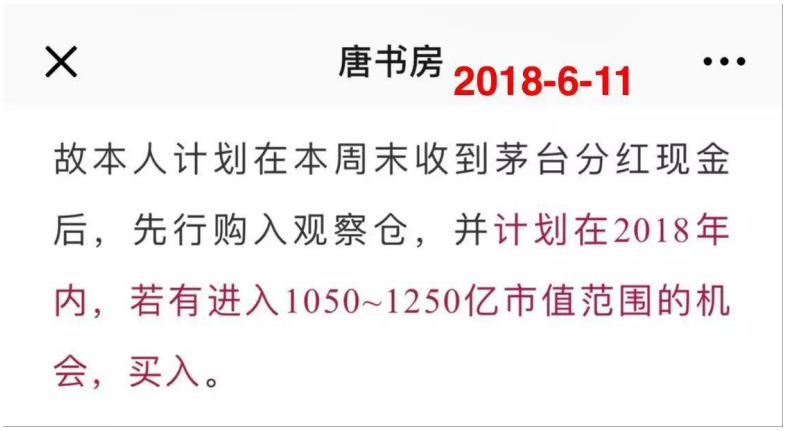
腾讯我是 2017 年 1 月 197.3 港币买入的，买入就是大底，接着就是波澜壮阔的翻倍行情，期间我也不断追高加仓（能够做出追高加仓的举动，是自认 2017 年投资思想最大的进步），一直到今年 3 月 476 港币以后才展开回调。

同样，海康威视我是 2017 年 5 月第一个交易日开盘买入的（复权价大约 23 元），买入就是大底，接着就是波澜壮阔的接近翻倍行情，直到今年 3 月 44 元后才开始出现回调。

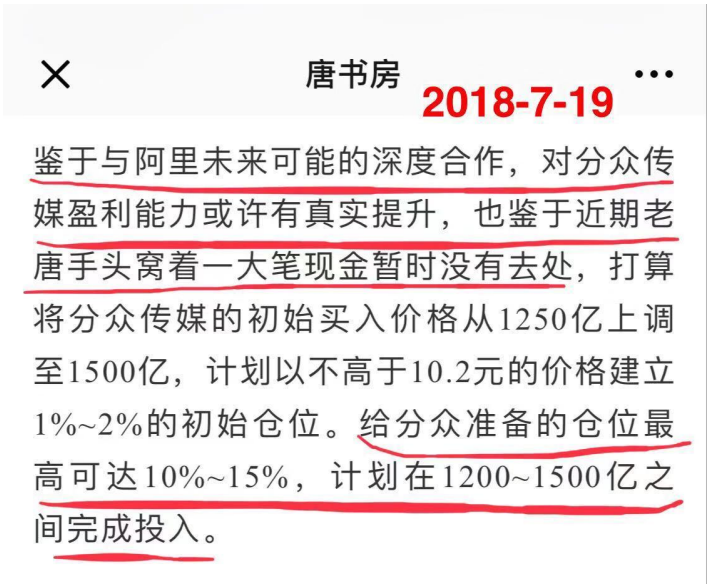
或许是受这些历史记忆的影响，加上老唐内心完全没有将股价波动视为风险的思维习惯，所以**在风险提示上做的或许仍然不够。**

老唐为此对在分众上产生较大亏损的朋友，**表达自己的歉意**推测上，或多或少总有部分，**是受老唐的乐观情绪和买入行为暗示的影响**

回顾起初，老唐对分众买入计划是 1050~1250 亿市值。



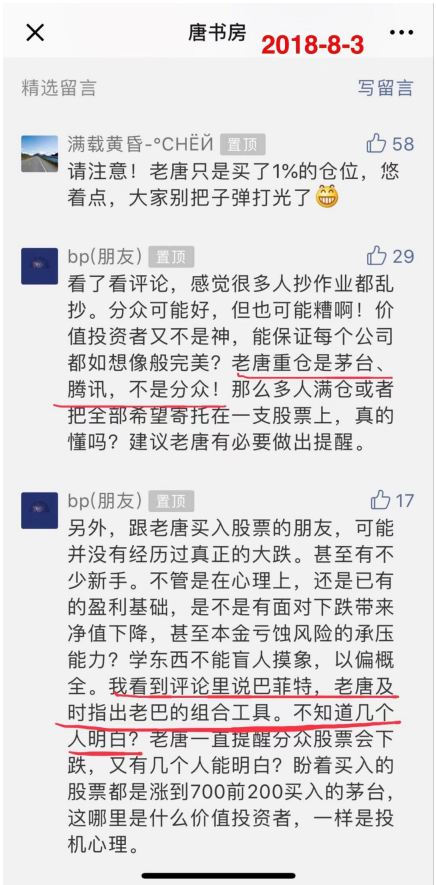
然后，因为阿里巴巴的加入，以及老唐本人收到一笔卖房款，在找不到更合适的目标情况下，调高了分众的买入区间。计划在 1200~1500 亿之间完成 10%~15%的建仓。



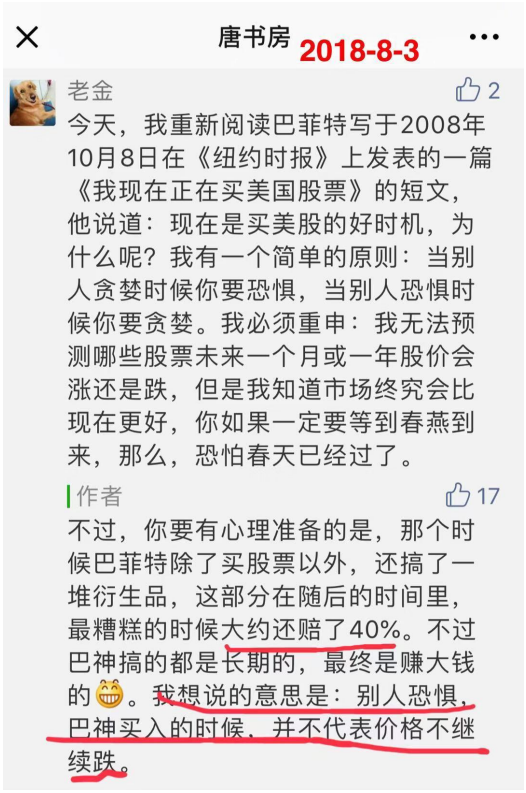
最终，**我在 1190 亿市值位置建成接近 15%的仓位**（由于比其他股跌的更多，目前占比缩水成 11%出头了）。

在《今天，买入了分众传媒》一文下面，我 10 多年的线下老友 bp 兄，感受到了我对风险提示的不足，不仅和我微信沟通，还特意留言提醒。

经过 bp 兄提醒，我将留言置顶于文章下方作为弥补：



Bp 兄留言里提到的巴菲特组合工具，指的是文章下面老唐对另一位朋友的留言答复：



老唐特意提醒“**巴神买入，并不代表价格不继续跌**”，更何况老唐这种小喽啰呢！

在分众市值跌至 1000 亿之前，我其实没有什么压力，因为这位置本就是我给分众计划的买入位置。

但当它继续下挫到 900 亿、800 亿时，坦率说，我自己的持仓没压力，但**在书房发言，真的有压力。每句话，都要犹豫一下。**

甚至有一次，有位读者留言指责我，说我的分析误导人。我说我的文章都提示了「文中个股有出现腰斩的可能」，请独立思考，不要以文章结论为决策依据。

这位读者义正言辞地回复我说：**“你分析的那么合乎逻辑，说服力那么强，补个会腰斩的声明有用吗？”**

老唐非常尴尬，很客气的问：“我们不绕弯子，您直说，**我究竟要怎么做，您才会觉得我算是尽到了提醒义务**。或者说，假如是您，您会如何做？”然后这位闪人了，不回复我了。

这就是网络现实，压力就来自于此。

很多人内心似乎有个推理：**“你粉丝多，你是大 V，所以你只能说对，不能说错。**你说错了，就是误导粉丝，坑害粉丝。就是骗子，就是托。”这样下去，可能不会有人敢继续分享对企业的看法。

老唐知道自己**绝对没有能力只说对的**。如果我有能力保证 100%正确，我拟考虑把文章标价 8 亿，先付款后阅读。

你一定要我写不合乎逻辑，没有说服力的文章，很抱歉，老唐还真写不出来。

如果只能含糊其辞，说些高抛低吸、注意风险、待行情明朗时再入场、如果不破 2500 就上试 2600、支撑位阻力位趋势线……之类的鬼话，对不起，老唐宁愿关了书房，隐身网络，也没兴趣侮辱我心中的方块字。

所以，再次提醒大家：唐书房只是老唐整理思维的地方，自己怎么想的就会怎么说，这个随性而自私

的家伙从来没想过要为你的钱包负责。**为你的钱包负责的，只能是你**

老唐的特点，就是对的清楚、错的明白。

如果你不假思索地采信老唐的结论做出买或者卖的决策，对错都是你的选择，不要甩锅给老唐；

如果你是认真思考过后采信了老唐的结论，那么请轻轻接下老唐甩出的锅，并记住它已经属于你了。

比如，目前老唐的持股仓位及未来目标，我清楚地记录在此：

持股公司	持股仓位	2018 年度涨跌幅	老唐认为 2021 年的合理估值
贵州茅台	38%	-14.2%	15000 亿±10%
腾讯控股	30%	-18.9%	55000 亿±10%
分众传媒	11%	-54.9%	2200 亿±10%
洋河股份	8%	-16.1%	3500 亿±10%
海康威视	7%	-33.2%	4000 亿±10%
古井贡 B	5%	-4.1%	500 亿±10%

注：以港币计价的腾讯控股和古井贡 B，涨跌幅已还原为人民币。2017 年底港币汇率 0.83，2018 年底港币汇率 0.88。

期间，如果企业基本面没有大的变化，**上述合理估值的 5 折以下就是我的买入区，上述合理估值的 150%以上就是我的卖出区。**

有的时候，有现金到手，可能会在没有达到买入区时实施买入。但一般不会在没有进入卖出区之前卖出，除非发现了更诱人的目标，或者突然有意外需要现金的时候。

我的思考成果白纸黑字写下来，免费放在这儿，不解释，不鼓吹，**三年时间其实很快**。

本文为个人思考记录，充满主观偏见。本文所涉及的任何个股，都有腰斩或翻倍的风险，请千万不要以本文为依据做出买入或卖出决策。

今年股市大盘跌幅超过 25%，可能大家的收益都不怎么样。但相比市场大量清盘的基金，大量爆仓的投机者，我揣摩书房朋友们的平均状态应该比市场平均状态好一些。

投资是一生的事情，一年的波动不算什么，也不重要。熊市过后会有牛市，这和冬天过后会有春天一样确定。

唯一需要我们审视的是：我们掌控的地，产出如何？**只要土地产出无恙，市值或迟或早会连本带利甚至加倍还你。**



投资说完，再记录一下今年的其他大事：

1）父亲去世。

三月初，老父亲突然去世，享年 87 岁。无疾而终，一切正常的情况下，晚上睡下去，早上就没醒来，非常安详。

也正是因为处理老父亲身后事，导致书稿拖延——原计划上半年整理完毕，拖到 10 月 2 日才交稿。

2）儿子考研。

时间真的好快，写《致即将踏入大学校园的儿子》一文的感觉，似乎还在昨天，居然这又考研了。

上周末刚考完，成绩还不知道。也不知道能不能考上，天灵灵地灵灵各路神仙显神灵，但愿一次过，不用再搞一年　　。

3）卖房。

去年夏天开始装修，今年春节搬了新家。年中将住了十年的叠拼卖掉。

卖房和加仓是无关联的两件事，即便不加仓，这套房子我也会卖掉。

2017 年到 2018 年初，成都房价涨的太吓人，买房的人动辄排出几公里长队，我实在无法理解这种疯狂，就勉为其难增加一套市场供给吧！

好人好报，正好赶在成交旺盛的时候卖掉。我收定金后一周左右，风向就变了，量价双跌。

不过呢，六七八月分三次收到的房款，驰援股市后也跌了不少，好歹算为救市贡献了微薄的力量。会不会继续好人好报，明年年底总结再看！

4）新书。

完成了《价值投资实战手册》的整理出版工作。

感谢 4804 位朋友的支持和鼓励。新书面世通知出来后，半天时间里有 3304 名朋友支持签名版，一周时间内有整整 1500 名朋友支持签章版。

谢谢大家，你们的认可是老唐码字的最大动力。书已经开始印刷，预计元月中旬可以发出。

参考书房两位朋友提出的建议，经出版社和印厂沟通，最终决定将需要签名的那页纸寄给我，我签后寄回印厂，他们再装订。**老唐不用飞北京了**，谢谢@老林　谢谢@建设

平装版面世的准确时间，我暂时还没收到消息。一旦确定，我会第一时间在书房发通知的，请等待平装版的朋友稍安勿躁。

5）码文。

2018 年，老唐在唐书房**发表原创文章 126 篇**。按照一年 365 天计算，平均不到 3 天一篇原创。

考虑到老唐绝大部分原创文章的长度，我只能和你一样，对老唐的创作能力和码字速度表示惊讶。

不可思议！大概只能推给**「日拱一卒」四个字的威力，太过令人震惊了……**

感谢书房朋友们不间断地鼓励、表扬甚至付出金钱的赞赏，是你们推动着老唐一天一天往前拱

感谢我家领导日复一日把我们的小家安排的妥妥当当。套用一句军事术语“打仗就是打后勤”，没有领导的操劳，就没有老唐的心无旁骛，领导辛苦了

6）运动。

今年搬新家后，小区有室内恒温游泳馆。将原本的跑步替换为游泳，大约平均每周 4 次的样子，每次一个小时。不下雨，空气质量不是污染的情况下，每天陪我家领导河边散步 2 小时，距离约 9 公里。

不过很可惜，受制于穿肠酒肉，体重基本没降，依然在 83kg 左右浮动，最低跌破过 80kg，最高上过 85kg——身高 175cm

7）阅读。

没具体统计过今年读过的书，大致觉得不错的有：

《跳着踢踏舞去上班》卡罗尔.卢米斯；

《巴菲特的估值逻辑》陆晔飞；

《资本帝国：巴菲特和芒格的伯克希尔》叶允平；

《巴菲特致股东信投资原则篇》杰里米.米勒；

《经济学讲义》薛兆丰；

《漫步华尔街第 11 版》伯顿.马尔基尔；

《戴维斯王朝》杨天南译本；

《沸腾的岁月》约翰.布鲁克斯；

《黑石的选择》彼得.彼得森；

《抢占心智》江南春；

《参与感》黎万强；

《小米战地笔记》；

《凯瑟琳自传》凯瑟琳.格雷厄姆；

《可口可乐传》马克.彭德格拉司特；

因为答应湛庐文化为新版的《证券分析》写份导读，又读了一遍《证券分析》和《聪明投资者》。

这版巴曙松等人翻译的《证券分析》，由高毅投资董事长邱国鹭先生，《福布斯》中文版前总编、现任第一财经 CEO 周建工先生，还有老唐，三人各做一篇中文导读。

前两位都是大咖，老唐作为胆大皮厚的小蚂蚁忝列其中。目前该书已经面世。

写《散打巴菲特》系列的过程中，选择性重读了伯克希尔历年财报以及书架上部分旧书的部分章节，包括《滚雪球》、《巴菲特传》、《巴菲特之道》、《华尔街第一个华人大亨》、《巴菲特也会错》、《巴菲特阴谋》、《巴菲特的幕后智囊团》、《投资大师巴菲特的管理奥秘》、《投资圣经》、《格雷厄姆传》、《华尔街教父格雷厄姆》、《格雷厄姆文集》、《聪明投资者》、《施洛斯文集》、《彼得.林奇三本套装》等。

另外，还追更三本不错的网络 YY 小说：《民国谍影》寻青藤、《正道潜龙》伪戒、《重生完美时代》公子不歌。

老唐的 2018 大致就是如此了。你的 2018 有哪些精彩，可否一起分享？

文字_2018-12-29

唐书房 *2018-12-29*

安慰一下大家：最新消息，2018 年公募基金业绩榜单出炉，股票型基金全军覆没，无一基金获得正收益,平均收益为-25.55%☺

看了这个数据，是不是突然发现心里好受点儿了？周末愉快

第510篇.　　2018.11.2-捉住那只金螳螂

今天，是芒格老先生 95 岁生日🎂。老唐心中最伟大的成功，便是如同这位老人一样，活到 95 岁，还能一周读 20 本书🙉😄

话说活到 95 和一周读 20 本书，哪件更容易做到呢？😳好像都不易。与之相比，学习老人家积累财富的速度，似乎还容易些，对不？😊新年快乐♪٩(´ω`)ﻭ♪



https://wx.m.tv.sohu.com/v/dXMvMjk5MjExMDg3LzEwNDkzMTY1NS5zaHRtbA==.html?v=3&__=1546325965045&from=singlemessage&channeled=1211110004

——视频在此，供书房的学员复制链接，谢谢老唐的新年分享！

第511篇.　　2019.1.3-分众的核心投资逻辑

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2019-01-03

以下 10 张图，我认为代表了分众的核心投资逻辑。

认真理解了这 10 张图，就基本看懂了分众。




中国广告市场发展格局中的各细分媒体的发展动态(2016年)
2016年各个媒介形式广告刊例花费同比变化
-3.8%
-41.4%
-29.4%
2.9%
-3.1%
-14.5%
22.4%
24.1%
44.8%
18.5%
电视
报纸
杂志
电台
传统户外
交通类视频
电梯电视
电梯海报
影院视频
互联网
-6.0%
数据来源：CTR媒介智讯


中国广告市场发展格局中的各细分媒体的发展动态(2017年)
2017年各个媒介形式广告刊例花费同比变化
1.7%
-32.5%
-18.9%
6.9%
-1.0%
-1.0%
20.4%
18.8%
25.5%
12.4%
电视
报纸
杂志
电台
交通类视频
电梯电视
电梯海报
影院视频
互联网
+0.2%
数据来源：CTR媒介智讯


媒体环境的改变：信息粉尘化的时代来临
主流人群逐渐疏离电视
互联网上资讯太多且消费者忽略广告


微信、微博、新闻客户端占据主流受众更多的时长
用户是在看内容，应该做内容做公关做话题


视频有众多选择，必须赌对
主流用户看热剧主要买会员一次看完免除广告


影院视频广告、电梯广告
（电梯海报、电梯电视）的关注度最高
广告关注度-总体
主动观避
30
主动观看
21
选择性观看
49
■主动观看 ■选择性观看 ■主动观避
影院视频广告
电梯海报广告
电梯电视广告
互联网广告
家中电视广告
候车亭广告
地铁广告
公交广告
数据来源：尼尔森《2017年中国广告关注度研究》
手机干扰成为影响广告关注度的最大因素
看广告时受到手机干扰的比例
83%
公交广告
78%
候车亭广告
69%
地铁广告
55%
互联网广告
49%
电视广告
30%
电梯电视广告
18%
电梯海报广告
11%
影院视频广告


中国5大研究公司2018年联合调研结果
分众电梯媒体日覆盖总人口
310,798,394
Ipsos
nielsen·ccdata
ctr
SINOMONITOR
新生代市场监测机构
CODC


商务楼分众是第二位14.5倍，是第三位9.2倍
公寓楼分众是第二位4.6倍，是第三位12倍
Top100商务楼和公寓楼资源中
分众楼宇品质占据绝对优势
商务楼电梯人流量是公寓楼电梯人流量的15倍
商务楼
公寓楼
347,899
23,985
37,802
2,287,411
493,540
190,509
第二位
第三位
第二位
第三位
类型 分众独占 第二位独占 第三位独占 并存
一线城市商务楼 82% 0% 0% 4%
二线城市商务楼 69% 1% 0% 6%
一线城市公寓楼 75% 1% 1% 7%
二线城市公寓楼 74% 1% 0% 8%



然而，老唐必须再次强调：**公司经营如何和股价会如何，短期内完全是不搭界的事情**。

如果你认为老唐是“鼓吹”分众（或者意图鼓吹其他股票），请你**以最快的速度离开唐书房**，以避免钱包受损。

至于号称「股价腰斩、打脸唐朝」的人，烦请不要再来暴露蠢到死的无知了，老唐实在没有耐心和精力搞再教育。

可以做个提示：你可以等分众传媒年度净利润腰斩以后过来打脸，那时候老唐端好小板凳听你讲课

针对股价大跌，我觉着昨天在帖子下面做的一个回复，似乎还有点价值，转送给大家思考：

刚刚过完 95 岁生日的查理.芒格，早期代客理财的时候，在 1973 和 1974 年曾有过连续两年超过 30%的年度亏损。当时芒格的主力持仓是 61%仓位的蓝筹印花（蓝筹印花的主要资产就是著名的喜诗糖果），23%仓位是封闭基金新美基金。

蓝筹印花，芒格买入价是 7.5 美元，1973 年初价格是 15.37 美元，到 1974 年底跌成 5.25 美元。

新美基金是芒格 1972 年底收购的一个封闭式基金，收购价是 9.22 美元/股，略低于净资产。芒格控股后清空了原基金经理买下的股票，重新开始投资。到 1974 年底，净值 9.28 美元，但市价已经跌到 3.75 美元。

那时，打脸芒格的人无数。而且芒格代客理财的钱，基本来自同事、亲戚、朋友，压力可想而知。

芒格自己就举过一个例子，有个倒霉的合伙人，1973 年初投入了 35 万美元，1974 年底崩溃失望了，死活要赎回。芒格自认是个是说服人的专家，结果也无法说服这位合伙人。退吧，亏损近 19 万退出。

新美基金运行到 1986 年，清算时每股得到 100 美元。从 1974 到 1986 年，12 年年化收益 31.5%。蓝

筹印花到 2000 年折合股价 3700 美元，26 年 700 倍，年化收益 28.6%。

那么，问题来了：**9.22 和 7.5 的买入价，错了没？芒格怎么那么蠢，为何不懂的先卖出，等到 1974 年的 3.75 和 5.25 时再买？**

说句题外话，昨天还看到一位上海的基金经理离世，年仅 46 岁（和老唐同龄），看新闻说他管理的产品累计亏损 74%，2018 年度亏损 65%。

不知离世和产品运行有没有关系，但**股市带来的压力我想可能至少是因素之一。**

这种压力，也是巴菲特和芒格最终选择采用伯克希尔公司作为投资平台，而放弃合伙基金形式的主要原因。

他们放弃了投资利润提成，转而拿每年 10 万美金的固定工资。以伯克希尔的投资记录，如果按照超过 6%的部分提 25%，巴菲特和芒格为之放弃的财富，可能远大于目前的身家——我没去算，估的，但应该不会错。

价投多长寿，绝对与不瞅傻子有关，天天盯着股价，涨了狂喜，跌了愤怒，什么身板也架不住折腾

看芒格目前的状态，有可能挑战蓝筹印花股东、巴菲特的挚友、闻名世界的先锋基金创始人菲利普.卡特雷，这老先生 1998 年 5 月去世的，享年 101 岁。

卡特雷 1928 年创立先锋基金，直到 1983 年退休以前，一直亲自管理，创造了 55 年 800 倍的回报（年化 13%）。

据说这老人家直到去世前一天，都还头脑清晰地在分析股票，服——先锋基金已经上市，现在的管理人是菲利普.卡特雷的儿子，在中国也有不少投资。

别瞅傻子，心平气和的瞅地！哪怕最终收益和瞅傻子的人一样，你已经大赚了生命、健康和家庭（更何况……呵呵），你说对不对？

以上图片精选自@岚姐姐　的分享，谢谢@岚姐姐

另外：昨天的图片分享，只是一个买了几万元分众的截图。留言里至少有过百数学家，用各种不同的公式和思路计算老唐的身家，无趣的很，删掉了。

别想多了，删除不是腾讯干的，也没有什么特殊含义

第512篇.　　2019.1.9-来了，来了

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2019-01-09

这次把签名的瘾过够了！

4 号下午开始，一直到 7 号傍晚，大约花费 30 多个小时，签完 3500 份。老唐当即累瘫。

换来的好消息是，**精装版明天就可以出印厂。估计本周末会陆续发货**，大家很快就可以拿到新书了

除了签名，老唐在每本书上都随机写了一句话，内容分别是：

1）多看一二

2）真知，行不难

3）财富是思考的副产品

三句话签的数量，大体可能差不多。条件所限，只能随机发货。三句都是老唐最喜欢的格言，希望大家也喜欢。

还有不到 10 本签的“日拱一卒，不期而至”。后来考虑到盖着“日拱一卒”章，意思有些重复，就没再签这句话。

有两份忙中出错，把日期签错了，一份签成「2018.1.6」，一份签成「2019.6.1」。本想撤掉，后来觉着错版也是个乐趣。

收到日期错版的两位朋友，收到后找我晒错版图，老唐额外送一套手财和手银的签名书给二位。

精装签名版和签章版都已绝版，不用再问。

鉴于老唐写到脖子僵硬、肩膀发酸、手腕红肿的可怜样，请收到书的朋友吐槽老唐字时，多使用**“也算不上特别丑”，“只能算普丑”，“比较励志”，“老唐的字使我信心大增”**……等策略性言论，谢谢

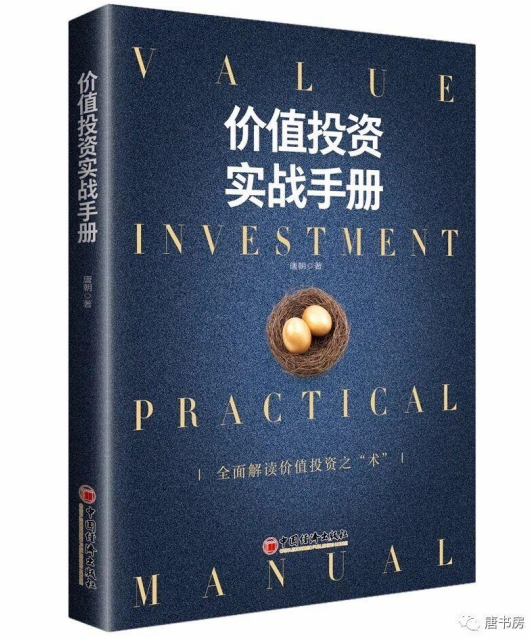
平装版今天也开始发售，京东、当当、亚马逊、天猫都有了。

各位可直接到你习惯买书的地方**搜“价值投资实战手册”下单——京东的**购买链接，我附在本文末的**阅读原文**上，其他电商请朋友们自己搜。

别忘了比价。电商羊毛都是美帝股民奉送的，不薅，对不起价投称号

平装版不限量，但首印是 2 万册。**首印如果断货，后面接着是春节，或许会拖的时间稍长**。如果准备春节假期里看，建议**立刻下单**。现在下单的平装版，应该也是**周末发货**。

下面还是为新朋友简介一下《价值投资实战手册》内容。



这不是一本必须购买的书。书中几乎所有内容都已经在书房发表过，从经济的角度看，完全可以不用再花钱。

如果非要给**花这四五十元钱找个理由**，那可能就是**节约你阅读唐书房三百多篇原创文章的时间，同时也算爱惜眼睛的代价。**

按照价值投资集大成者沃伦.巴菲特的阐述，假如由他在商学院开设投资专业课，他只会讲授两门课程：①如何面对股价波动，②如何估算内在价值。

这本书将“如何估算内在价值”分成了理论阐述和案例讲解，因此**全书由三大章节构成，分别为：如**

何面对股价波动、如何估算内在价值、企业财报分析和估值实战案例。

不过，老唐自信这是一本物超所值的书。任何读者从中得到的收获，都将数十倍、数百倍，甚至数万倍于书价。

书的**前两章完整地阐述了老唐个人对投资的全部理解**，其主要框架来自以本杰明.格雷厄姆及沃伦.巴菲特为代表的投资大师们数十年的无私分享。

老唐的贡献主要是按照自己二十多年来的实践、理解和思考，以打破砂锅问到底的精神，用最简单粗暴、通俗易懂的语言，将大师的思想体系转化为任何具有初中文化水平的读者都能阅读和理解的文字。

老唐不敢说自己水平有多高，但能确保这是一个**可以复制的投资体系**，整个系统里没有依赖「感觉」的诀窍，没有需要你去「悟」的玄学。

过去，这部分内容分散在唐书房过百篇文章、数十万字中，有很多朋友曾自己动手复制整理、打印成册，但总体来说还是太过零碎，有些内容重复次数太多，有些内容阐述的又不够深入。

这次，老唐**作了完整的梳理，去掉重复的，补上不够深入的，基本算重写一次**。

这两章将**构成一套逻辑清晰、可直接应用于实战的理论框架**。力争让读过这两章的朋友，彻底明白价值投资必然获利背后的逻辑及所需的条件，学会对企业估值的方法，并最终完全扭转对股价波动的恐惧，进入安心收钱的境界。

老唐一贯认为所谓“知易行难”，其实是没有“真知”。**真知，行不难**。我认为这两章内容会让很多朋友进入“真知”状态。

前两章理论部分读过以后，影响投资的无数未知数最终将缩减为一个：理解目标企业。本书第三章就由多个展示如何理解目标企业的实战案例组成，是前两章理论的应用示范。

案例主要选自过去两年发表在唐书房的数十份企业财报分析（仅有三篇更早的，因完整性需要而入选）。

其中有不少企业，是应唐书房读者“点杀”而做出的分析，很好地展示了老唐初次接触一家企业时，如何从财报入手展开分析的过程，适合作为朋友们的入门参考。

可以放心的是，本书收录案例的选择标准绝非“对的收录、错的删除”，也没有对原文论据及结论做任何事后修改。

案例部分和原文的主要区别，是精简了原文里不相关的内容，修改了部分不适合印成铅字的网络表达。所有案例均原汁原味地保留着当时的思考，并附上发表日期，方便大家结合事后的市场变化对照观摩。

在投资领域里，大量的专业人士似乎都有个习惯，喜欢将理论用高深莫测、含糊其辞的语言表达出来，并间或夹杂一些希腊字母，比如α、β、γ、σ等以示专业，对于企业分析也很少直接给出具体估值数字和买卖结论。这种模糊不清的文章，永远不会错。

老唐不追求永远不错。我追求**对的清楚、错的明白**。所以我喜欢将复杂理论，用最简单的日常语言清晰表达出来（朋友们将这种特色命名为**“中翻中”**），并喜欢对企业给出明确的估值数据。

正因为此，所以必须强调一句：受老唐个人水平所限，本书涉及的企业分析，不可避免地有错误。希望读者在阅读过程中保持高度警惕，分析方法可以参考，但请勿直接引用结论指导个人投资。切切！

总体上说，本书最大特色一句话可以概括：**阐述价值投资之“道”的书籍太多太多，而分享价值投资之“术”的，老唐目力所及，这本书可能是唯一的。**

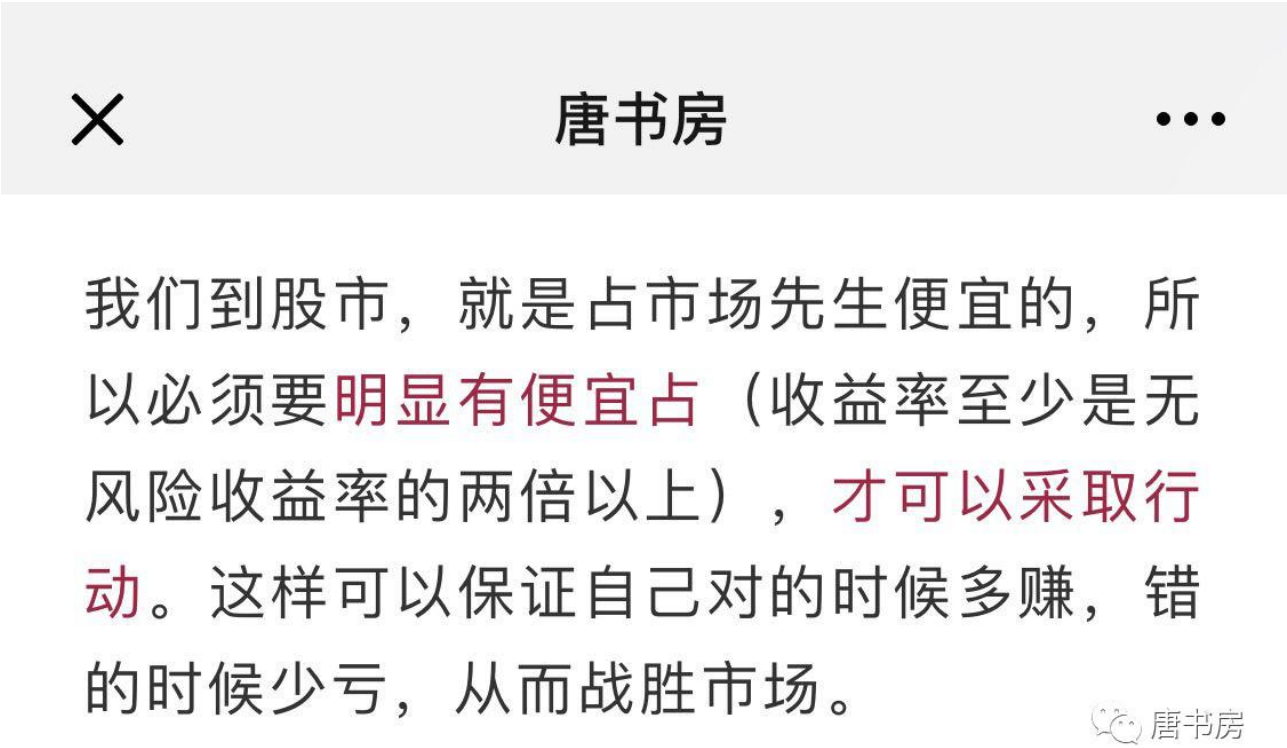
第513篇.　　2019.1.12-时间越短，痛苦越大、快感越小

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2019-01-12

以前的文章里，老唐多次谈到格雷厄姆有个经验「**股票的买点为收益率高于无风险收益率的两倍**」，同样，巴菲特也延续了这个经验，解释过「**如果国债收益率为 2%，那么收益率低于 4%的企业我们是不会投的**」。

这句话的意思应该非常清晰，不需要解释。不过，担心部分朋友逻辑不过关，还是多叮咛一句：**投资领域里，不存在“只要……就……”的圣杯**，千万不要将这句话误解为「“只要”收益率高于无风险收益率的两倍，“就”可以买。」，它应该理解为一种排除规则，即「当收益率低于无风险收益率的两倍时，不值得买」。

同样，老唐自己也多次阐述过，投资有一个重要原则：**市场先生的出价只可利用，不可预测。我们需要坚持「必须有明显的便宜占才与市场先生发生交易」的原则。**



这里多次提到一个数据：两倍以上。这个两倍以上到底是一种经验的归纳，还是有科学或者逻辑的支持呢？从格雷厄姆本人的阐述来看，是一种经验的归纳，是对历史的统计。巴菲特也只是继承和延续了老师的经验。

然而，很巧，这事儿还真有人做过实证研究，而且实证结果和格雷厄姆的经验一致。

不仅如此，研究者还借此获得了 2002 年的诺贝尔经济学奖，此人就是美国普林斯顿大学的丹尼尔.卡尼曼教授。

卡尼曼教授其实不是一位经济学家，而是一位心理学家，在大学也是教心理学的。心理学研究的是人类的大脑如何工作。

卡尼曼教授获得诺贝尔经济学奖的原因，是他将心理学的研究融入经济学，从而解释了人类在不确定条件下如何作出判断。

1979 年，卡尼曼教授发表了一篇论文，题目叫《预期理论：风险条件下的决策分析》，该文后来成为经济学权威杂志《计量经济学》上引用率最高的文章。

论文内容繁琐，数据和实验也很多，老唐没读过，估计也读不懂，咱们直接跳过去说结论。

结论就是卡尼曼教授及其伙伴用大量的实验和数据，证明了人类的大脑有一种损失厌恶的特性。

简单的说，就是挣一块钱带来的快乐，并不能抵消损失一块钱的痛苦。他们的研究结论是，**挣 1.5~2.5 元的快乐才足以抵消亏损 1 元的痛苦，这种心理特征叫做“损失趋避”**。

正因为此，在股票收益率为债券收益率 1.5~2.5 倍的时候，在普通市场参与者的大脑中，它们才是等价的，才是可以互相交换的。

理性的投资者则正好利用这一点，在对股票做保守估计下的收益率也能超过债券收益率两倍之上时，完成对方眼中的等价交换，从而获得实际的金钱收益。

顺手荐个书：丹尼尔.卡尼曼写过一本很有名的书籍，叫《思考，快与慢》，该书谈到人类大脑思考有两套系统。大致和霍华德.马克斯的《投资最重要的事》一书阐述的第二层思维很相像，感兴趣的朋友可以薅一本。

思考，快与慢

作者：[美]丹尼尔·卡尼曼

这个现象，其实另一位诺奖得主，名气更大的保罗.萨缪尔森很早就注意到了。只不过萨缪尔森只刨了一个坑，深挖工作由另一位后生完成，该名后生最终还因此获得 2017 年的诺贝尔经济学奖，他是芝加哥大学布斯商学院教授理查德.泰勒。

保罗.萨缪尔森是史上第一位获得诺贝尔经济学奖的美国人，1970 年得奖的。

萨缪尔森的大名，但凡接触过经济学的应该都是如雷贯耳，号称经济学最后一个通才，凯恩斯主义之集大成者他 1948 年发表的《经济学》，是全世界最畅销的经济学教科书，翻译成几十种语言，在全球销售上千万册。

估摸着书房里有不少朋友读大学的时候，就读过萨缪尔森的教材——老唐没读过，多年前自己啃经济学的时候，啃的是曼昆《经济学原理》

萨缪尔森这人也好玩，虽然本人讲授的是有效市场理论，但自己的钱却在巴菲特入主伯克希尔不久后就买成伯克希尔的股票，一直持有到 2009 年去世，而且据说就单持这一只股票。

查理.芒格曾毫无客气地吐槽萨缪尔森：

萨缪尔森的教科书里写的是有效市场理论。说股票的价值就是它的交易价格，没有人能打败股市，对所有号称可以打败股市的投资专家都持怀疑态度，balabala，**自己却早早地把钱交给巴菲特。通过成为伯克希尔的股东，萨缪尔森对冲了他的有效市场理论，顺便还发了大财**（大意）

芒格的意思是，如果巴菲特成功，萨缪尔森发大财；如果巴菲特失败，萨缪尔森可以宣扬其有效市场理论得到有力的证明。

萨缪尔森的有效市场理论，最终由芝加哥大学商学院尤金.法码教授发扬光大，并因此而获得 2013 年的诺贝尔经济学奖——Cow，本文诺奖满天飞，好像拿个诺奖跟吃个荷包蛋似的，老唐宣布，绝对不是故意的

虽然该理论被巴菲特鄙视为「**如果市场总是有效的，我只能沿街乞讨**」，也被索罗斯嘲笑过「**现行的有效市场假说理论——所谓的理性选择理论实际上已经破产**」，但这丝毫不妨碍该理论成为现代投资组合理论的基石，尤金.法码也因此被称为“现代金融之父”。

回头说让理查德.泰勒教授获诺奖的坑。萨缪尔森挖的是一个什么坑呢？萨缪尔森说，1963 年，他曾询问一位同事：“现在有一个 50%的机会赢 200 元，有 50%的机会输 100 元的赌局，你是否愿意参与？”同事犹豫了一阵，说如果可以玩 100 次，那就愿意赌。

五五开的概率，赢就赢 200，输就输 100，很明显是个占便宜的赌局，为什么同事还要犹豫？为什么可以玩 100 次，同事就愿意玩。1 次和 100 次之间有什么区别？

泰勒及其团队顺着卡尼曼的研究结论和萨缪尔森坑继续深挖。依然是实验和数据跳过，咱们直接说结论：**泰勒教授发现人类大脑不仅将赚 2 元等价于亏 1 元，而且面对结果的时间越短，痛苦成分越大**。

在萨缪尔森坑里，单次游戏一拍两散立刻现出结果，而 100 次游戏，结果需要较长时间才能知道。因此前者的痛苦程度（若有）远大于后者。

最终，泰勒教授团队推导出一个投资领域的结论（别问我推导过程，老唐没读过原论文，估计也读不懂）：**投资者持有一项资产的时间越长，同样亏损额带来的痛苦度越小，损失趋避对投资决策的干扰度越小。前提是不要用每天的波动去衡量回报。**

换句话说，**导致股票收益率高于债券收益率的原因有两个：一个是损失趋避，一个是频繁查看结果。**借用近视这个医学名词，泰勒教授创造了一个新的心理学名词：**“短视性损失趋避”**。

短视性损失趋避就是市场先生之所以乱出价的原因，它也是理性投资者获取市场博弈收益的来源——不仅包括价值投资者，也包括其他克服了“短视性损失趋避”的赢家。

简单的说，就是因为损失趋避心理的干扰，以及不断用最近的市价波动来衡量回报（短视性），市场先生愿意在「①确定赢 1 元，②80%可能性赢 2.5 元，20%可能性一无所获」两个选项中选①。

而理性投资者通过克服损失趋避心理，克服使用短期波动衡量回报的习惯，干掉短视性损失趋避，站在市场先生对面去选择②，从而获得博弈收益。

那么，至少要以多长时间的结果来衡量，投资者才可以规避短视性损失趋避，从而理性地衡量盈利和亏损呢？　泰勒及其团队测试了回报、标准差以及股票在 1 小时、1 天、1 年、10 年和 100 年时间里获得正回报的可能性，最终他们得到一个效用函数：**效用=股价上升的可能性—2×股价下跌的可能性。**股票历史回报结果的研究显示，**持有股票 1 年以上，其效用函数才为正值**。

注意：效用函数为正值，不是说你是盈利的。它的意思是说，持有期不足 1 年，赚 2 元的快乐抵消不了亏损 1 元的痛苦。它代表的含义是你衡量投资回报结果的期限越长，越能够避免短视性损失趋避心理造成干扰。

理解了这个，你就理解了各大论坛上为何有那么多因为股价的下跌，或者只是因为涨的不如其他股票

而骂娘、而痛苦、而愤怒的各色人等，因为按照上述研究结果，**衡量投资胜败的时间越短，同样亏损额带来的痛苦程度越大，同样盈利额带来的快感越小。**

老唐由此联想到：由于科技的发展，人们查看股价的便利度越来越高，这个“短视”已经从过去的以天为单位，缩短为现在的以小时甚至分、秒为单位，因此，我们实际上还可以推导出一个无法验证的结论：**今天的炒股人士比十年前或者几十年前的炒股者更痛苦。**

至于持有股票时间长短和获利（注意，这个获利说的是客观的金钱数字，前面的效用说的是感受）之间的关系，杰里米.J.西格尔教授在其经典著作《股市长线法宝》里分享过他的研究成果：

经过对 1871 年到 2012 年超过 140 年的时间跨度里股市数据的统计研究表明，**如果以 1 年为投资周期，股票投资回报率在 66.9%的时间里优于短期国债，在 61.3%的时间里优于长期国债。**

伴随着投资时间的加长，这个比例越来越大，数据如下表：

持有期限	股票表现优于长债的比例	股票表现优于短债的比例
1 年	61.3%	66.9%
2 年	64.1%	70.4%
3 年	68.7%	73.3%
5 年	69.0%	74.6%
10 年	78.2%	83.8%
20 年	95.8%	99.3%
30 年	99.3%	100%

唐书房

综合上述二者结论，我们可以这么说，**以越长的时间跨度去衡量你的投资结果，你不仅获利的概率更高，而且同样的获利额带来的快感也越强。**这才叫一举两得、一箭双雕、一石二鸟，某人为何跳着踢踏舞上班，书房气氛为何这么欢乐，大概也可以从这里得到解释吧。哈哈

我对行为金融学领域一直不太感冒。这套短视性损失趋避理论，咱们权且一听，姑且一乐，顶着诺奖的帽子，总还是有些道理吧！

不管是否认同这套理论，但它也是鼓励我们**以更长的时间跨度考虑投资，至少可以让我们更少考虑市场情绪（鬼晓得一年后市场先生究竟是激动呢，还是沮丧呢），达到少瞅傻子的目的**，也算是有百利而无一害。你说对不？

周　末　愉　快

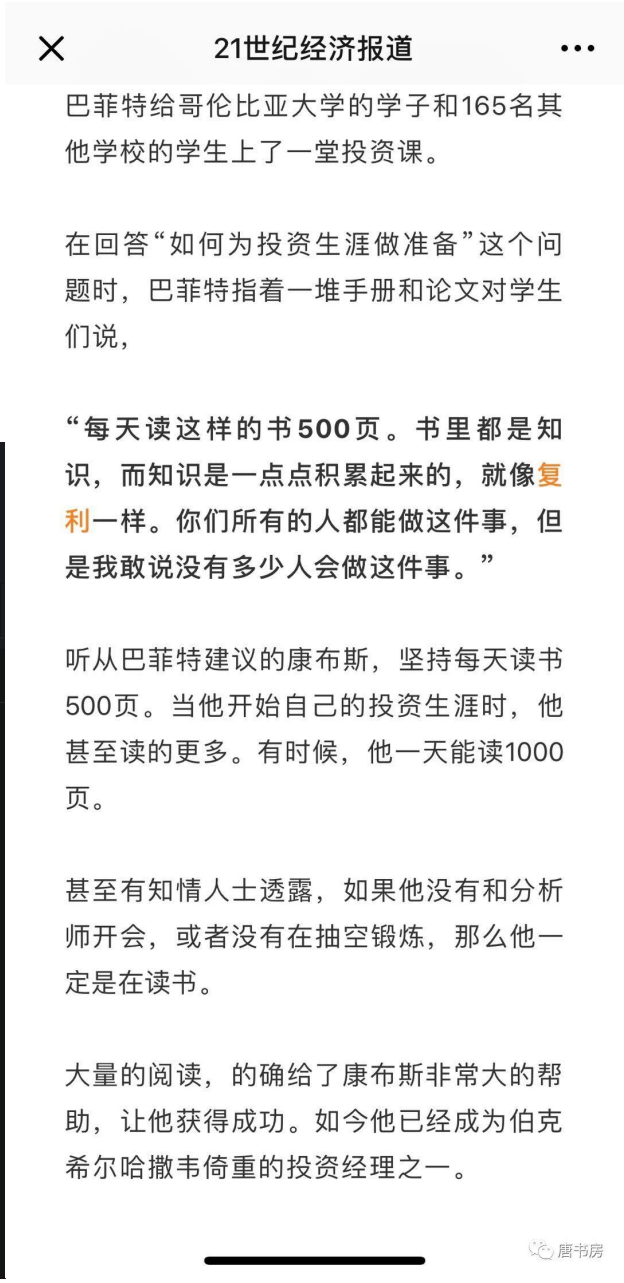
第514篇.　　2019.1.14-分众大跌，止痛片来了

唐书房　　2019-01-14

正好今天分众大跌，有些炒家又痛苦起来了😄。截个图，它不就是周六文章观点的最好论据咩？仅仅放长为两周时间看，你也会少很多痛苦😋。

另一张图是刚看到的文章，我没考证真实性，但道理不错：投资成功一点不难。每天读 500 页，投资领域里没啥你搞不定的，哪怕你最初读的东西是错的😝





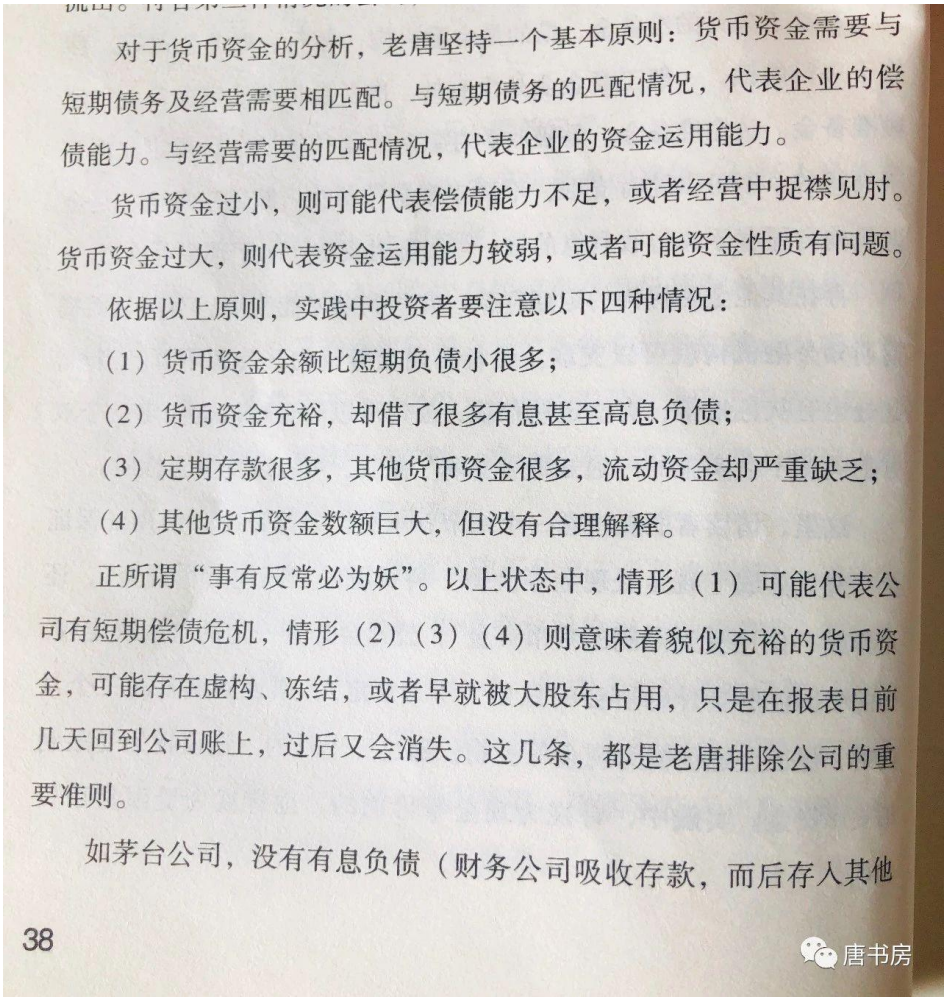
第515篇.　　2019.1.16-排雷的实战现场

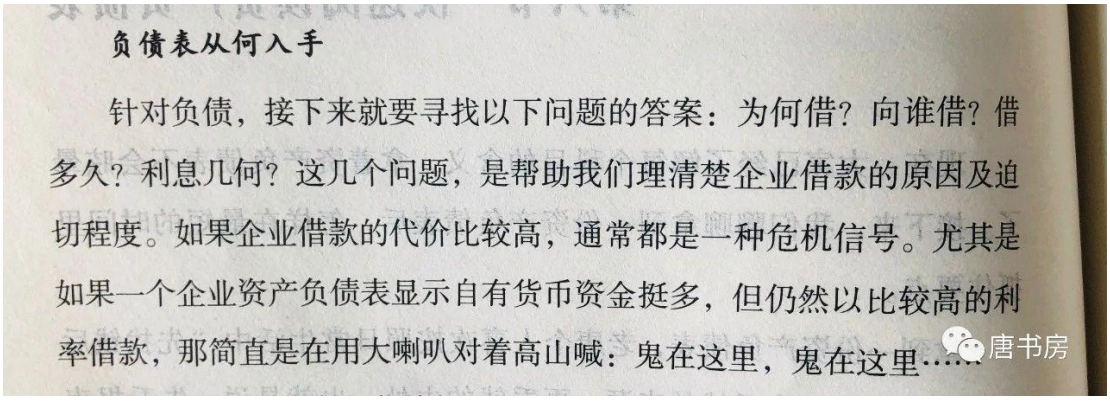
原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2019-01-16

刚才看到书房有位朋友，提问有关康得新爆雷的事。恰好因为前几天也有人问过，所以有点印象，马上让这位朋友翻《手把手教你读财报》第 38 页和第 112 页。



38 页和 112 页的内容是什么呢？我上照片，省的大家翻书





你下载一份 2017 年康得新公司财报，对照这两页纸，很容易就能发现：

①公司存在“货币资金充裕，却借了很多有息甚至高息负债”的情况。

2017 年资产负债表，其他科目略过，仅货币资金和银行理财就分别有 185 亿和 8.5 亿（财报的其他流动资产科目里），合计 193 亿；

同时公司借了有息负债约 140 亿——短期借款、长期借款、应付债券、一年内到期的非流动负债、其他流动负债科目。

也就是说，假如公司不借这些债务，账面上还能够有超过 193-140=53 亿现金支持企业运营。那它为什么要借钱呢？

②然后，你再看一眼财务费用里的利息收入和利息支出。

42、财务费用

项目	本期发生额
利息支出	577,163,834.87
减：利息收入	167,339,650.31

唐书房

利息支出 5.77 亿，和 140 亿借款余额大体吻合。

考虑到期初 2017 年初负债总额只有 90 亿，按照简单加权毛估估，公司借款利率并不低：5.77/[（140+90）*50%]=5%。

利息收入呢？1.67 亿，相对 180 亿银行存款（期初 154 亿）而言，利率约 1%。这一存一借，相当于公司为此糟蹋了约 4 亿真金白银。疑点是不是非常大？

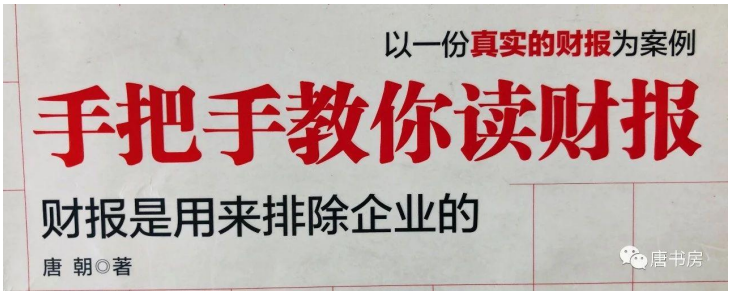
从大存大贷的行为，以及存款收益超低两个现象，很容易推理出**「貌似充裕的货币资金，可能存在虚构、冻结，或者早就被大股东占用，只是在报表日前几天回到公司账上，过后又会消失」的**情况。

这算不算「拿着大喇叭对着高山喊：鬼在这里，鬼在这里……」，至于你能不能听见，那就不是财报的问题，而是理性和知识的范畴了。

③然而，这么明显的纰漏，为何踩雷的那么多，甚至包括很多基金和机构。他们不会看财报吗，他们不做调研吗？

这又要回到几个基本常识上去说了！

第一条常识就是：



这几个疑点，就能证明康得新造假吗？我没研究过康得新这家企业。这几点也只是已经知道它爆雷，专门去看了下它的现金和负债情况。

要想断定公司造假，仅凭这几条是不够的，还需要更多证据。然而，投资不是法庭判案，**我不认为投**

资者有找出真相的义务，我们只需要坚持“疑罪从有”原则即可。

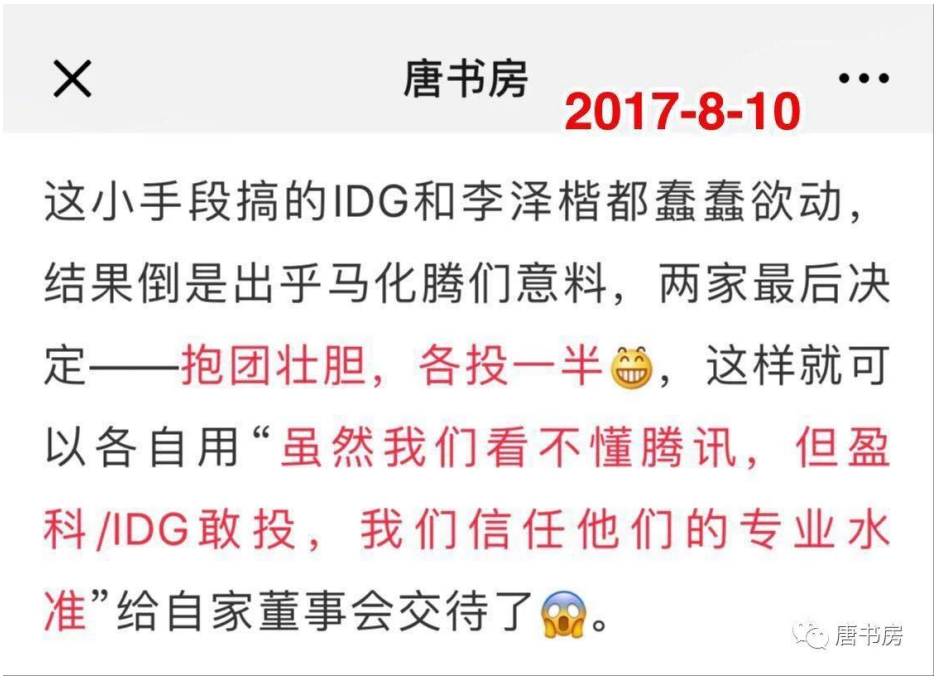
宁可错杀一千，也不放过一个，这个原则在投资领域绝对适用。毕竟我们自己本金有限，市场那么多企业，为什么要和有疑的企业捆绑在一起呢？**有疑，排除它，财报就是用来排除企业的。**

第二条常识就是，不要迷信任何专家或者机构——括弧，包括某书房 V，括弧完。

这意思是说专家水平不行吗？还真不是，这种小儿科的把戏，绝大多数略有常识的人都能看出来。

但是机构和专业人士，非常可能会有种误区，就是：某教授都看过了，某知名私募都进去了，难道他们会犯这么弱智的错误吗？

会，真会。因为教授和知名私募也是这么想的。正如 2017 年 8 月 10 日书房文章里谈到腾讯投资时所举的这个例子



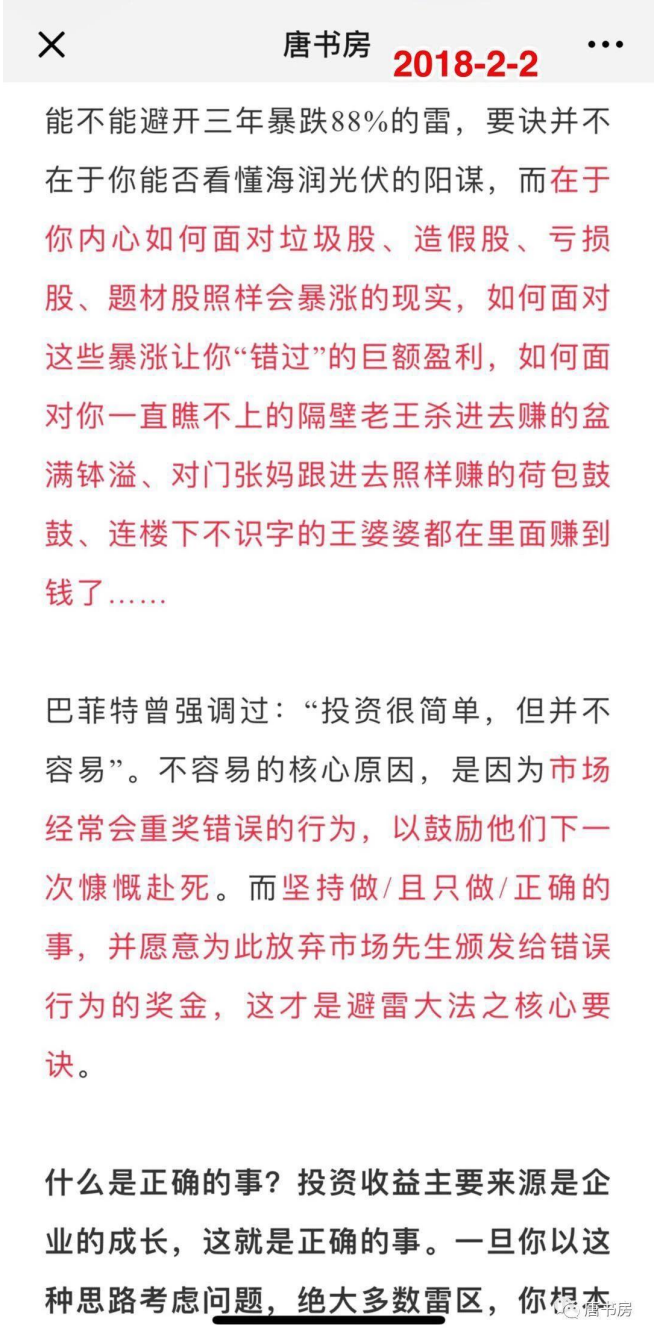
某甲：“虽然我们看不懂，但某乙敢投，我们信任他们的专业水准”某乙：“虽然我们看不懂，但某甲敢投，我们信任他们的专业水准”

嗯，**这种彼此信任依赖，互相挖坑的事儿，在机构抱团的投资领域里多了去了。**

那些愿意冒跨省风险，大喊一声皇帝没有穿衣服的人，要么手上没有话筒；要么如下图：



第三条常识就是



简单的说，就是不要因为股价上涨而将疑罪从无。**不要因为市场先生重奖错误的行为，就模仿错误、慷慨赴死。慷慨赴死不一定马上死，但迟早会死一次，一定不要假设自己是上帝的宠儿。**



在这个局里，**6 元买进去，26 元跑出来的人，是你心中的高手吗？你会学习吗？**这就是我 2015 年 3 月写的梨花诗《来，一起做梦》里的“二娃婆娘的抱鸡婆之问”——梨花诗收录在书房的《散打投资 9》，没看过的可点击左边题目阅读。

文末说句题外话：最近几天，陆陆续续有不少朋友收到《价值投资实战手册》新书了，想必也会有很多朋友写读后感。

不管你是在博客、微博、雪球、公众号、头条号、论坛等任何地方写了你的心得体会，**欢迎将链接发在书房任意文章的留言区里。**

不要发消息，每天至少有几百条关键词消息提取书房旧文，你的消息大概率被淹没；也**不要发邮件**，轻度强迫症患者，不想随时被邮件提醒轰炸

如果有写的较好，思考较深入的文章，老唐想**选择部分转发于唐书房**（注意：留言区发链接视为授权书房转发），**供朋友们讨论参考**。

但凡被我转发过的文章作者，都可以在以下两项小心意里任选一项：①获得手 1 和手 2 签名书一套；②添加老唐私人微信。谢谢大家一贯的支持和肯定

第516篇.　　2019.1.18-股市垃圾十之八九，多看一二

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2019-01-18

今天，我也收到出版社寄来的几本精装版《价值投资实战手册》。借机配上一点小礼物，给几位私人朋友当做新年礼物寄出，这新书的事儿就算忙完了。

这两天闲下来，打算接着写散打巴菲特系列之配角演义芒格篇。不过想来想去，要写的内容有点多，

怕一起头就刹不住车，影响大家读新书。

再加上离过年一共就两周啦，长文索性推到过完年再动手，反正最近大家有书读（多么完美的偷懒理由）

今天闲扯一点感触。

吃早饭的时候，收到一条弹出新闻，说昨天暴跌 80%多的某某港股，今天暴涨 80%。饭桌上随口和领导打趣，说昨天暴跌 80%，今天暴涨 80%，回本了。

老唐阴暗地以为作为财经纯白的领导，会被这脑筋急转弯导入坑中。没想到领导的智慧根本不是本喽啰可以妄加猜测的。在抛来一个亲切的卫生球后，领导说：“肯定亏惨喽！”



港股里从来不缺乏同类走势。有些甚至更惨，暴跌下去就没有以后了



正写着本文，叮咚，又收到一条新闻推送：港股 08232.HK 闪崩，跌幅 70%，创历史新低。

看看这些股票的图形，会发觉爱民如子证监会搞个涨跌停制度，至少可以让恐慌暂时隔离，给舆论留出辨别真假消息的时间，给投资者留出思考和判断的时间，也不能说全无用处。

又看了一眼自己的持股，嘿嘿，好像可以顺手小喟瑟一下：



今年，除开年第一个交易日 5.01 元买了 9 万元的分众传媒以外，没有其他交易。两周半时间，市值不声不响地居然涨了近 12%。去年全年的“损失”，悄咪咪爬回来一多半啦！

而此时上证指数才 2600 点，沪深 300 指数的市盈率才 11 倍，仍然属于偏低估的安全区域里。展望未来……

甚至，连老唐认错出局的国投电力，也有书房朋友发来消息和留言，不知不觉 8.4 啦，比我的出局价高出约 20%了。

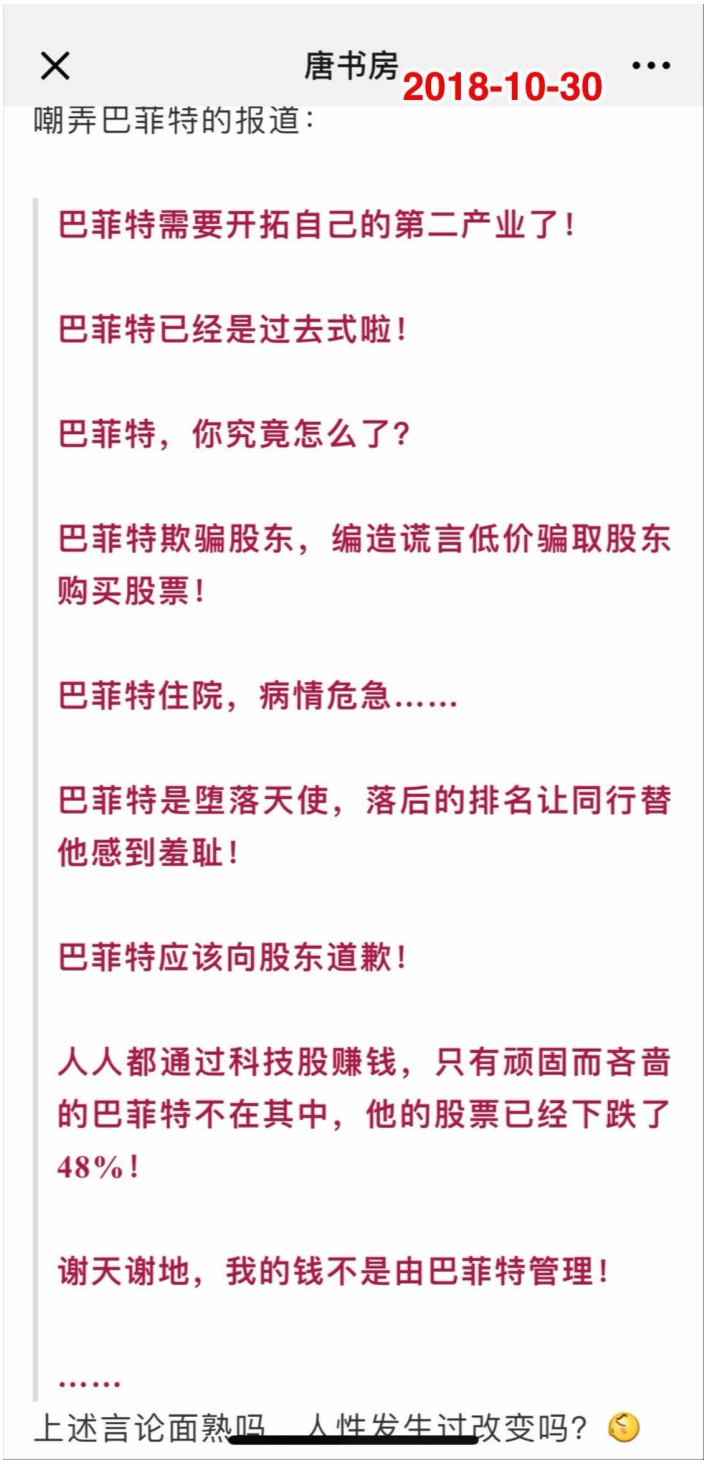


至于“卖飞了，痒痒吗？”你猜，你猜，你猜猜猜！猜不出来，可以回看[《对卖出股票的思考》]……

由此想到，半年多没去混的某社区里，估计最近骂老唐的声音应该大大减小了！市场大部分参与者的口腔与大脑，基本是被股价操纵的，因为他们没有能力和耐心去思考企业价值和投资逻辑。最简单最过瘾

的方法，就是涨了捧，跌了骂！

这类行为，中外都一样。不要以为类似巴菲特这种神级人物，就是饱受尊敬、不被攻击的。老唐之前的文章《压力》里，曾写过巴菲特在 1998 年被各类报刊嘲弄的盛况。



然而，比起论坛键盘侠们，报刊已经算是客气的了。2008 年，巴菲特创下个人投资历史上最大亏损-9.6%，当年伯克希尔股价年度跌幅也因此达到-31.8%。论坛上的口水，可比报纸不堪入目多了。

比如 2009 年 8 月 4 日，路透社发表专栏文章，题目叫《巴菲特的背叛》，文章主要内容可以概括为：「巴菲特的神话都是虚构的，他的财富主要来自纳税人。如果不是政府出资营救他的企业，巴菲特大部分投资都会打水漂」。

以下是讨论区部分留言摘抄，让我们感受一次洋喷子的火力：

巴菲特的脸皮之厚令人自愧不如！

叛徒，口是心非的巴菲特！

巴菲特和麦道夫有什么区别呢？

巴菲特用别人的钱，收购别人的股份，榨取他人的血汗。华尔街这种贪婪的、想赚快钱的寄生虫和杂种实在太多了！

美国的资本家们，去死吧！

巴菲特和其他下贱的华尔街骗子一起钻进了阴沟！

不用担心，巴菲特已经破产而且丢进了脸面，他会遭报应的！

牛市结束了，现在和气的巴菲特叔叔也撕破伪装开始行动了，他会写下一段黑暗历史的！

巴菲特是不是一个又大又肥的伪君子呢？

巴菲特已经失去了可信赖性，他上了高盛的贼船，真可耻！

巴菲特不是圣人，不是先知，只是一个两面派的老黄鼠狼，靠自己的名声和地位用不正当的手段牟利！

是时候揭露巴菲特了。他可以接触最机密的信息，还把纳税人的钱亏掉 30%。我没有内部消息，也没有超级电脑，我还赚了 10%呢！

巴菲特这个老混蛋骗子已经操纵国会通过了救助计划，这个婊子养的是最大的骗子，利用每一个机会让自己出名。

巴菲特是一个大伪君子，从腐败的政府项目中赚钱，大家别忘了多年前他还在房利美里大赚一笔。每一笔财富背后都是一笔大罪行！

巴菲特只是剥削借贷和信任体系的骗子市场里的一个小齿轮！

巴菲特只是一个操盘手，他买通愚蠢的政客，操纵政府资金获取暴利！

巴菲特就是一个傀儡，芒格才是幕后的大老板！

……

（摘自乔光宇编译的《双面巴菲特》

当一个人用股价而不是企业经营情况来评判投资决策时候，任何分享者都无法躲避被骂的命运，因为道理非常简单，没有人能永远猜对股价的波动。

这个时候，挨骂的人不一定是错的（也不一定是对的），但**骂人的人却一定是错的。因为他/她掌握着一把错误的尺子，跟随着错误的导航仪，可以肯定的说“或迟或早会掉进市场某个毁灭性的坑里”**。

有时候，看到这种拿着错误标尺的人，难免生恻隐之心，多嘴去劝几句。直到某次我劝解某人，某人却发帖说要砍我（还是杀我，或是约架？忘记了），后来就尽量戒了这种嗜好。

也正因为此，我个人觉着，自己分享一点知识，解剖几家公司，只能算雕虫小技。如果书房多少还算有点价值，我觉着**最大的价值是我不断强化以及身体力行的“日拱一卒”和“多看一二”。**

“日拱一卒，不期而至”，让我们注意自身能力的不断提高，让我们从长期的视角看待投资甚至看待人生，让我们知道复利的威力，让我们知道“慢慢来，反而比较快”。树立这几种认知，在老唐看来，比踩中十倍股重要多了！

“多看一二”，完整表达应该是“人生不如意事，十之八九，多看一二”。这个观念，如果没有看过《散打投资 4》的人，可能不一定能深刻理解。

正好因为很多人收到的签名书上，签的是“多看一二”，询问意思的人不少。我把前年发的解释重推一遍吧！

多看一二，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，也不过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？

所以，从大道上讲，“股市挣钱真的不难。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……”——摘自 2017 年 8 月文章《散打投资 9》

回避那些十之八九（注意，老唐没说开头的某港股是垃圾。我对该股一无所知，没有能力评价），**多看一二，就算偶尔买贵或买错了，时间也会给你改正错误的机会的，这是投资者踏实生活的核心基石**，这是不是比牛股代码重要多了？

祝大家和好人交友，天天日拱一卒

与优质企业为伴，时时多看一二

另外，说两件小事：

其一：当当网已经有《价值投资实战手册》平装版**现货**，部分显示预售的地区，明后天也就送到当地仓库了。今天**当当做活动**，本书列为**重磅新书，单本包邮**。

目前，该书已名列当当**投资类新书销量榜第 1 名**。



链接我放在**文末的阅读原文**，还没顾上买的朋友，可以点过去下单。

其二，昨天有位朋友反映，自己定的签名版，却收到签章版。如果有其他朋友遇到同类情况，或者定了签章版却发现没盖章，老唐先在这里代出版社为工作不细心道歉，望见谅！

如果遇到，麻烦您直接告知天猫店的客服，她会负责妥善处理。通过书房反馈给我也可以，但我要找出版社，出版社找天猫店负责人，天猫店负责人最后还是落实到客服。几道弯下来，反而更慢！谢谢

点火之后　置顶

老唐，你的新作实战手册已经收到，读了一百多页了。我有个问题向你请教。114 页有个举例计算自由现金流的例子，你说无风险收益率为 4%，折算率为两倍无风险收益率，但是为什么下面算式中参与计算的是 104%？折算率不应该是 8%吗？参与计算的不应该是 108%吗？我看的比较认真，你上篇帖子给你留了言，没有回复。希望你能看下我说的内容，如果我的理解错了，还请提点一下我，多谢啦！

作者

第一，104%是对的，理由我以后抽空说。第二，先别纠结它，无论 108 还是 104，那段意思一点儿不变，差异也就在毛估估范围内。往后读吧

第517篇.　　2019.1.19-先锋的创始人答疑

1 月 16 日，指数基金之父，先锋领航集团创始人、多次被沃伦.巴菲特点赞并推荐的投资界名人约翰.伯格老先生离世，享年 89 岁（其实按中国人的算法，应该说 90 岁，老先生 1929 年出生）；

因为恰好 1 月 3 日书房文章里提及过巴菲特有位好友叫菲利普.卡特雷，是先锋基金的创始人，已经于 1998 年 5 月离世，享年 101 岁。导致部分朋友发信息来问老唐：究竟谁才是先锋的创始人？

老唐统一做个解释：这是中文翻译的锅。菲利普.卡特雷（也有翻译为菲利普.凯特瑞的）创立的基金叫 Pioneer，中文意思先驱、先锋、拓荒者，是一个主动管理基金，创立于 1928 年；

而约翰.伯格创立的基金叫 Vanguard，中文意思也是先驱、前卫、先锋等，通常翻译为先锋领航集团，创立于 1974 年，是美国指数基金领域的三大巨头之一。

我曾见过有资料说约翰.伯格的公司是从卡特雷的公司演化出来的。但该份中文资料来源不太可信，而老唐英文又很渣，没有考证过英文资料，个人倾向于认为两者之间没有任何股权或继承关系。

大致就是这样的，周末愉快！

第518篇.　　2019.1.20-《价值投资实战手册》读书笔记——坏坏的状元2014

坏坏的状元 2014　唐书房　2019-01-20

还有些朋友还没收到书呢，已经有五位朋友发来读书笔记，分别来自@郭恒在　@龙思宇　@坏坏的状元 2014　@大卫　@琦辉。而且几位快枪手水平都相当不错，很明显看见有“输出倒逼输入”的痕迹。

或许还有其他朋友也发过链接，因留言太多被老唐错过了，还望见谅。欢迎大家继续将自己的读书笔记链接留在书房最新文章下面。

今天选发@坏坏的状元 2014　的笔记供朋友们参考。不知道会不会太早剧透，影响大家读书的乐趣？

如果认为应该晚点发的朋友占多数，后面的优秀笔记我就先存着，春节后再发——投票截止明晚八点

请@坏坏的状元 2014　在留言区留下收货地址和电话（如果选择手 1 和手 2 签名书），或者留下你的微信号（如果选择老唐做微信好友）。

放心，隐私资料不上墙，谢谢！

图下为原文：



《价值投资实战手册》读后感

老唐的新书出来，便迫不及待的花了两天时间读完，尽管书中大部分内容都读过，但再次读过之后，仍然获益匪浅，推荐所有热爱投资的朋友人手一本。

第一章，如何面对股价波动

由于本人是做债券投资相关工作，所以对老唐所写的这一章内容有种一拍即合的感觉。

因为债券市场中的报价都是用到期收益率而不是价格（结算的时候按照价格进行结算）。

假设一只债券，面值 100 元，3 年到期，每年票息为 5%，则未来 3 年现金流分别为 5 元，5 元，105 元。如果价格为 100 元买入，则到期收益率 R 为 5%，$5/(1+R)+5/(1+r)^2+105/(1+R)^3=100$。

如果价格下跌 20%，未来现金流不变，仍为 5 元，5 元和 105 元，那么持有到期的收益率，则用肉眼都可以看出是大于 5%的。

因此，对于债券，价格上涨，债券的到期收益率下降，价格下跌，到期收益率上升。

当股价下跌的时候，公司的经营情况没有变化（依靠股权融资，外延式并购的除外，因为股价下跌会减少股权融资的能力，进而降低未来购买业绩的能力），未来产生的现金流没有变化，对于产生同样的未来现金流的企业，价格下跌的情况下，相当于到期收益率是提高的。

翻译成老唐内心的独白就是，我的初始买入价是三年一倍的收益率，即 26%左右到期收益率，如果被套 50%，则该股票的投资收益率则变为三年四倍，到期收益率为 41.4%的到期收益率，这个时候如果还有钱买入，或者持有的其他股票收益率明显小于该只股票，从低收益率换到高收益率，将会是一件很开心的事情。

就像当你发现一款 12%固定收益的理财，风险和货币基金一样，那么把钱从余额宝取出来去购买他只会让我们更加开心，但前提是，自己对企业的理解和估值要有足够的信心，这是长线持有，无惧波动的核心，也正是老唐常说的那句话，真知，行不难。

这个真知，个人认为达到这个境界要经历很多，不断修炼，真正要知道的，不仅仅是股权类资产收益率最高，市场先生和安全边际等这些理论，还包括对公司未来经营和发展的深刻认知，相信很多人都卡在对公司的业绩并没有像老唐一样谙熟于胸。如果真的对公司业绩了如指掌，那么真的就是看市场先生在送钱了。

本章中，最大的收获，便是如何面对铁公鸡？这部分也是之前书房文章没有提到的内容，也是一直以

来本人的一个困惑。

之前自己也曾思考过，在股价下跌后，一方面可以通过复利再投资，获取超额收益，另一方面，公司可以选择回购，在低于内在价值时回购股份，是比分红还要有利于股东的方式，这都是股价可以回归合理估值的动力而不依赖于接盘侠的出现。

然而对不分红，不回购的企业理解还不够，这部分老唐的补充，也让我瞬间有种通透的感觉。

留存的利润，相当于公司新增加的净资产，公司第二年的 ROE 不仅是过去净资产的回报，同样是没有分给股东，而在公司账面上新增加的净资产的收益率，且比通过红利再投资还要划算，因为复利再投资通常还要以高于 1 倍 PB 来购买公司的股权。

因此，只要公司未来的资本回报率仍然显著高于社会平均回报率，尽管有利润没有分配到股东手上，留存的利润将会创造出更大的回报，这也是巴菲特所说的，从长期投资的角度看，投资的回报率近似于 ROE，原理就在这里。

第二章，如何估算内在价值

在我的理解中，书中多次提到的估值方法的三大前提格外重要。也正是这些前提，保证了公司的股票，可以抽象成一只票息永续增长的类债券资产，在 All money is equal 的理念下，可以在股票、类现金等资产进行横向比较，以便于永远满仓持有当下回报最高的资产。

另外在经济商誉的公式中，我也有新的收获，在老唐书中列出经济商誉的公式，G=（ROE/N-1）×A 中，G 和 A 呈线性变化，而 ROE 相当于留存净资产的放大器，ROE 越高，留存利润导致的净资产增加，会使得经济商誉倍增，由于经济商誉的增加最终也会反应在公司的市值里，因此，公司每 100 元利润的留存，都在未来创造了超过 100 元的市值。

或者从另外一个角度，假设 A 公司 ROE 为 20%，净资产 100 万，那么利润则为 20 万。B 公司 ROE 为 10%，利润如果和 A 公司一样，那么则 B 公司账目净资产为 200 万，因此我们可以得出，A 公司拥有 200 万减去 100 万等于 100 万的经济商誉，没有记录在账面。

假设未来，两家公司利润翻倍，都变为 40 万，ROE 不变。那么 A 公司需要拥有 200 万净资产，B 公司需要 400 万净资产，A 公司经济商誉扩大为 200 万。在不增发的情况下，由于净资产的增加依赖于利润的留存，A 公司在留存 100 万情况下，利润翻倍，B 公司在留存 200 万情况下，利润翻倍。

假设市场给 A，B 公司同样 PE=20 倍估值，则 A,B 公司市值都为 800 万，但是 A 公司的股东，多得到了 100 万的分红，相当于两家公司初始利润的 5 倍。这也可以印证，自由现金流和老唐市盈率估值方法中，利润的增加是否依赖资本再投入的前提，是极其重要的，长期投资下来，对投资者的回报影响很大。

因此，对于目前 A 股市场，环保类、PPP 工程类企业的商业模式，是可以直接排除在外的。

能力圈原则中提出的四大问题，有助于我们去理解和思考企业的护城河究竟在哪里，当企业的护城河存在并且可以长期持续，那么公司的 ROE 也必将持续优秀。

关于看懂一家企业的四个问题，是一个非常好用的工具，第三章的案例中，作者也都从各个方面给出了展示。

第三章，企业分析案例

很感谢老唐每一篇，都能够从各种各样的角度去分析企业，让人看得眼花缭乱。

雅戈尔展示了对多元化企业分拆估值，其中各项细节的挖掘很受启发。

利亚德和海康威视一正一反两个案例中，对企业技术优势分别从高管履历，同行对比，业内评测甚至机器设备价值等几个方面的剖析，不禁令我肃然起敬。

长安汽车中净资产的挖掘，和对该企业的竞争能力的剖析，深入浅出。

白酒行业是过去自己看老唐文章最多的，关于茅台的系列文章早已单独建立文件夹，不断研习，也正是老唐过往的一系列白酒企业的分析，刷新了我对企业深度研究的认知。

对生产流程和工艺的信手拈来，对公司产品产量和业绩的推算，对各家酒企的横向对比，尤其通过银行承兑汇票细节中去探知各家酒厂对渠道的控制能力等，都令人大开眼界。也不由地联想到在书房中《如何早知道》一文中，格林斯潘对美方军费开支的估算。

案例中可以看出作者对每一家企业的历史都进行了大量的研究，也让我进一步认识到，对企业历史的研究中可以得出很大的收获，优秀的大概率会一如既往的优秀，侵犯股东利益的，大概率还会继续。

不管宏观经济及行业景气度如何，总会有企业能够继续保持优秀，进一步壮大。借用查理芒格的一句话，宏观是我们必须接受的，微观才是我们可以有所作为的。

在老唐的投资体系中，一般会选择上市 3-5 年之后的企业来进行研究，就好比我们作为导师，选择一个优秀的学生继续培养。

企业过去的业绩只是相当于过去这个学生所取得的分数，但更重要的不是这个分数，而是分数背后的东西。股东的诚信，及财务报表的真实，客观和谨慎，相当于这个学生的考试并没有舞弊。

企业管理层过往所体现出的营销能力，创新能力，对市场的前景的预判等，就相当于这个孩子的与人相处的能力，探究精神，学习能力等。无论企业还是学生，如果这些优秀的品质过去一直存在，那么未来他仍然会很大的概率继续优秀。

从这些案例中的体会，觉得投资者所应该具备的素质

1.见微知著的能力，在茅台 17 年三季度供给量的增加进而推测出基酒储存策略的变动，今年 12 月当茅台公布明年投放 3.1 万吨的时候，茅台股价飙涨，其实老唐早已在一年以前就预见到了变动，这一切都源于对茅台过往的深入研究。

2.理性客观，不受自己内心的感觉和个人喜好。记得书房的一次留言中，老唐坦言自己喜爱国窖 1573，但在泸州老窖的分析当中，指出了公司的护城河以及经营中存在的各项问题，足够理性客观，并却最终投资了综合能力更加优秀的茅台，洋河和古井贡。

3.批判性思维，对公司年报的中，核心优势，经营状况等各项表述均，都自己去求证，所依靠的都是数据，逻辑及常识。印象最深刻的便是对利亚德技术优势的判断，对茅台产量的挖掘，都令我肃然起敬

4.永远从经营者的角度思考，每一项资产的动态变化背后的原因，如果我是企业的 CEO，这样做是否理性等等

最后，感谢老唐一直以来的分享，让我在短短时间内，从一个股市小白迅速成长，感恩这个市场，一直不断给我们机会，不断学习进步，不断积累财富。

日拱一卒，不期而至。

第519篇.　　2019.1.22-《价值投资实战手册》答疑

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2019-01-22

新书到手这几天，自己翻看了一遍，也收到很多朋友的反馈。最开心的是，大家普遍觉得虽然内容几乎都读过，但串在一起还是觉得特别通透舒畅。相比零零碎碎读文章而言，有种一次打通、不做无用功的感受。

截止目前为止，尚未收到任何一位朋友的负面评价。老唐非常满意，没让大家花冤枉钱。

另一件开心的事情，是这本书截止目前还没有发现错别字，这要特别感谢燕丽丽老师及其团队的辛苦工作。

合计大约有十几位朋友发来自己的挑错，但只有@米勒锅　挑出的一处漏字是正确的，在 29 页第一行的「GDP」后面应该增加「增长率」三个字，谢谢@米勒锅。

其他的朋友们，挑出的以下“别”字，其实都是对的。我大概解释一下：

①书中几处用到「切切」，并非「切记」的笔误。切切，是我经常使用的词汇，可以视为「切记切记」的简写；

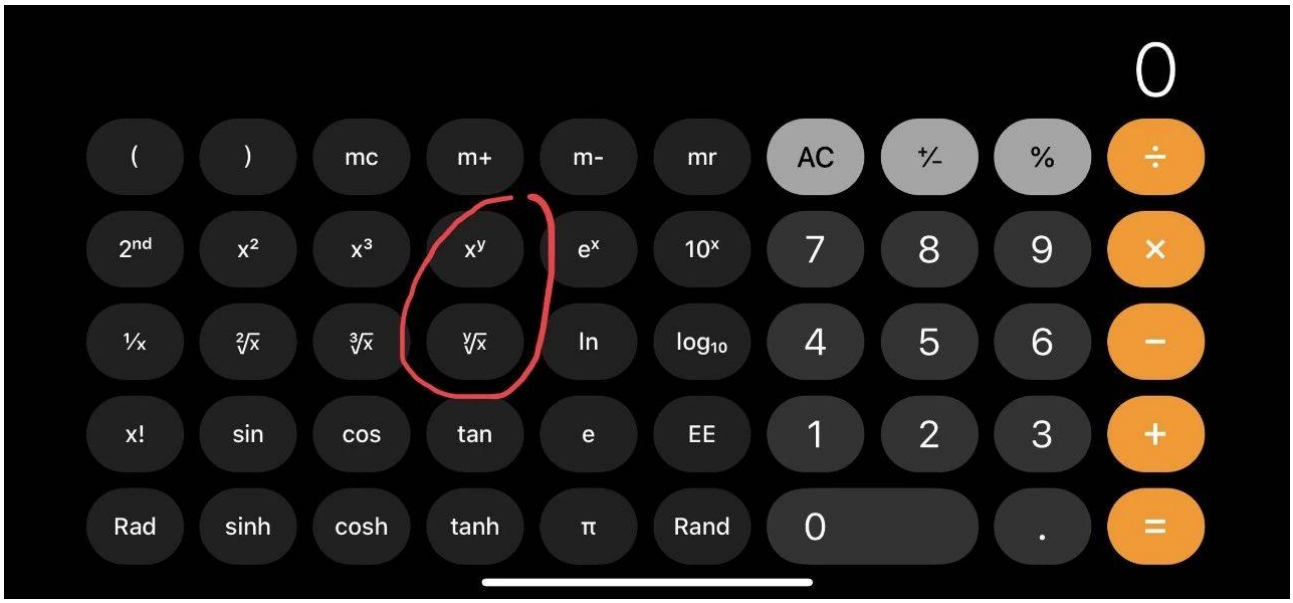
②自序最后一行的「同好」，不是「同行、同学」的笔误。同好，指具有相同爱好的人；

③14 页表 1-4 的 6.59%是正确的，这个数字并不是表 1-3 的 8.09%-1.41%得出的，而是用 1802~2012 年间 1 元变 704997 元计算出来的年化收益率。直接减，微小的四舍五入，在长达 211 年里，会产生不小的扭曲。

说到这个问题，书房里可能有很多朋友不会计算复利，或者没有方便的工具去计算复利，这里顺带简单科普一下。

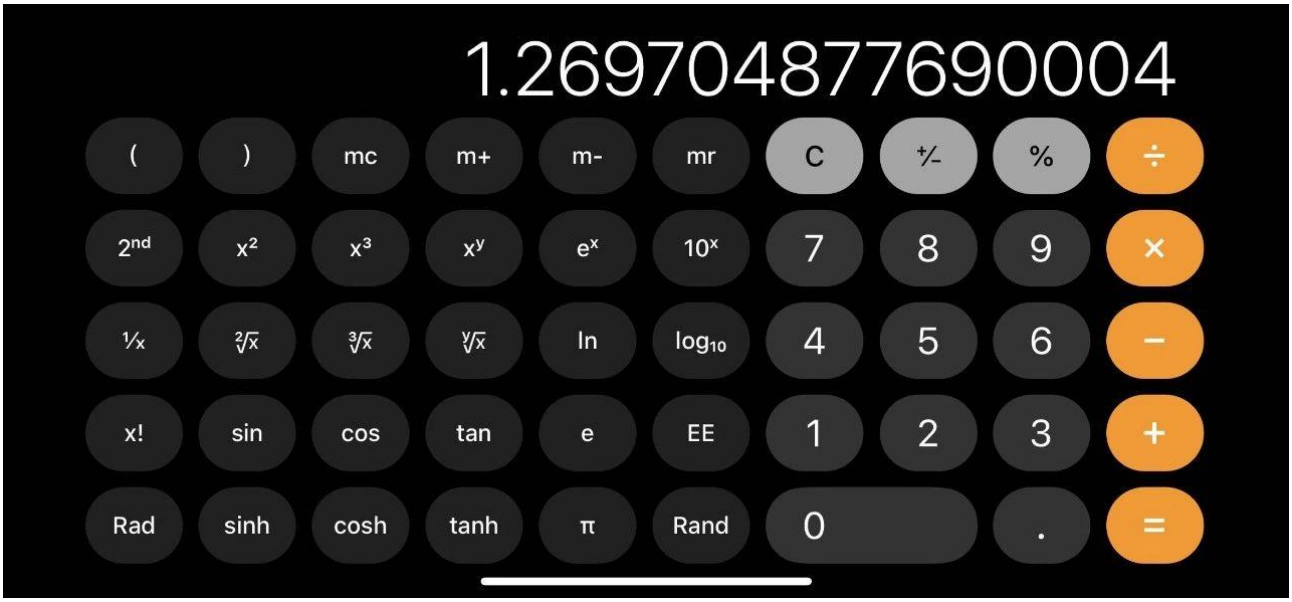
最简单的办法，就是使用手机自带的科学计算器。不知道是不是所有手机自带的计算器都是科学计算器，反正苹果是，我家领导用的安卓机 vivo 也是。

打开你的手机计算器，将屏幕横过来，计算器变成下面这样。



我圈起来的两个符号就是我们计算复利相关经常要用到的符号。因为我不知道怎么输出那两个符号（瀑布汗），为后面行文方便，我将上面那个称呼为“乘方符”，下面那个称呼为“开方符”。

当我们已知投资终值，计算年化收益率时，比如，初始本金为单位 1，合计 5 年时间，账户变成 3.3，求年化收益率是多少？我们在计算器上依次输入「3.3，开方符，5，=」结果就出来了。



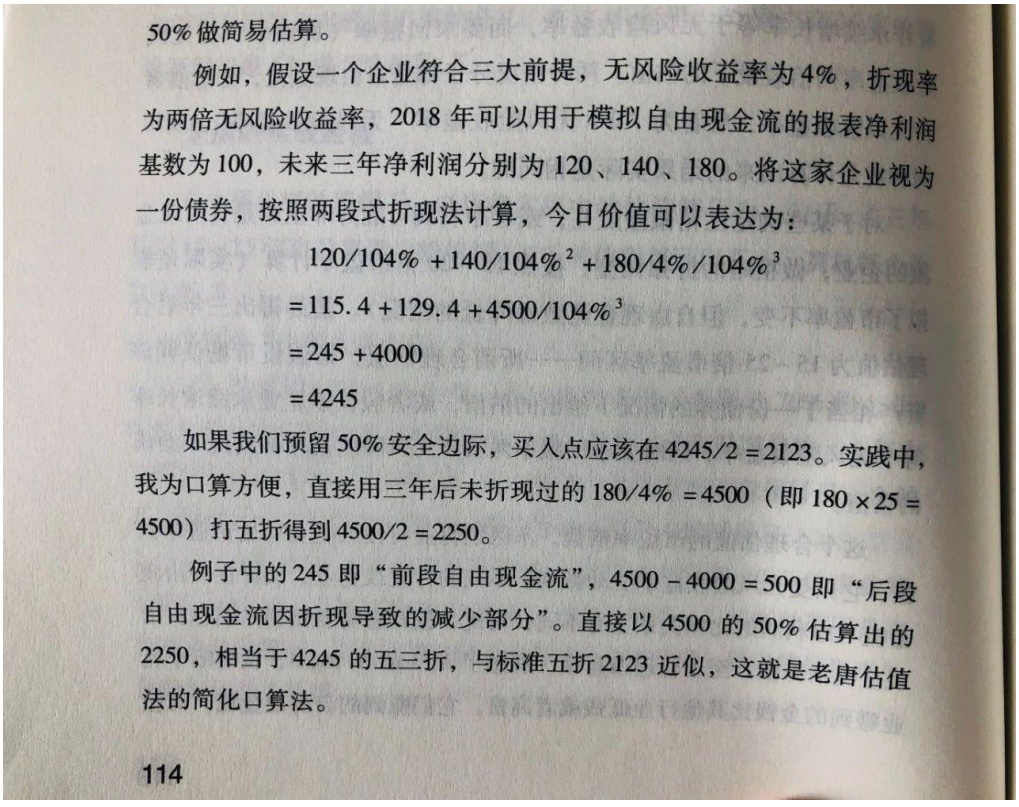
这个数字表示年化收益率为 26.97%。

那么，如果我们已经知道年化收益率和时间，求最终账户总值是多少呢？譬如，还是上面这个案例，已知某账户年化收益率 26.97%，求五年后账户总值是多少，只需要依次按下「1.2697，乘方符，5，=」，结果是 3.2999366。

这就是最简单的投资收益率相关计算。如果涉及到可变本金，例如每期新增多少本金，就稍微复杂一点，我不知道手机自带计算器是否可以计算。这时候，需要下载可变本金计算器 APP，安卓上有个叫「理财算算看」的 APP 挺好用，苹果系统我暂时没发现特别顺手的。

回到问题本身，这个 6.59%，就是「704997，开方符，211，=」的结果，其他数字同理。

④在 114 页，有关老唐口算估值法背后的逻辑部分，有几位朋友询问为何这里折现率不用 8%，而使用的是 4%。原文截图如下



50% 做简易估算。

例如，假设一个企业符合三大前提，无风险收益率为 4%，折现率为两倍无风险收益率，2018 年可以用于模拟自由现金流的报表净利润基数为 100，未来三年净利润分别为 120、140、180。将这家企业视为一份债券，按照两段式折现法计算，今日价值可以表达为：

$$120/104\% + 140/104\%^2 + 180/4\%/104\%^3$$
$$= 115.4 + 129.4 + 4500/104\%^3$$
$$= 245 + 4000$$
$$= 4245$$

如果我们预留 50% 安全边际，买入点应该在 4245/2 = 2123。实践中，我为口算方便，直接用三年后未折现过的 180/4% = 4500（即 180 × 25 = 4500）打五折得到 4500/2 = 2250。

例子中的 245 即“前段自由现金流”，4500 − 4000 = 500 即“后段自由现金流因折现导致的减少部分”。直接以 4500 的 50% 估算出的 2250，相当于 4245 的五三折，与标准五折 2123 近似，这就是老唐估值法的简化口算法。

114

这段计算，主要是让朋友们理解：老唐的简化口算法和两段式现金流折现法背后的逻辑是一致的，简化口算法相当于两段式自由现金流折现法的极简版本。

这个简化口算法相当于包含着以下假设的两段式自由现金流折现法：

A.企业性质符合三大前提；

B.已预测出前三年的自由现金流为120,140,180；

C.企业永续增长率为无风险收益率；

D.要求折现率为双倍无风险收益率；

E.自由现金流折现值的5到6折是具有安全边际的买入位置。

在这些假设条件下，企业第三年的价值=180/4%=4500。它也可以写作180/（8%-4%）=4500——这个在113页的“第二步”有解释。

至于为什么企业永续价值=自由现金流/（折现率-永续增长率）=180/（8%-4%），感兴趣的自己去翻永续年金公式推导过程。教科书写出来有几页，是从“生命期内每年的自由现金流折现加总”这个最简单的加法，合并得出的。不愿意较真翻教科书的，记住就好了

然后，将这三笔数值，按照等价于无风险收益产品实施折现，即得到“120/104%+140/104%²+4500/104%³=4245”。

这里之所以使用无风险收益率折现，是为了便于和同等现金做比较。至于风险补偿，通过后面在4245的基础上打53折（即对4500打5折）形成买入价来满足。

我没有用108%来对前三年折现，是为了避免逻辑上提出两次风险补偿要求：高折现率要求一次+打5折买入又要求一次。

至于有些朋友说的应该用108%，变成120/108%+140/108%²+4500/108%³=3803，我没有反对意见。

这样的话，我口算出来的买入价4500/2=2250，约等于3803的6折。5折6折，只是一个量上的小调整，不影响背后的原理。

⑤其他一些没有代表性的个别误解，我已经在留言里直接回复，不在这里一一解释。

⑥有位朋友提出一个建议，他说，15页第6行的“但伦敦商学院在考虑幸存者偏差……」的「考虑」两个字，不如直接改成「剔除」更容易理解一些。我觉着这个建议挺好，更直白，意思更清晰。下次加印的时候，我会把这个词改过来。很遗憾，我当时忘记记录提出建议者的ID了，只能在这说声谢谢

⑦上篇笔记里的投票，有9%的朋友选择不看，62%的朋友选择想看，28%的朋友选择随意，看来多数朋友还是想观摩别人的理解。

最近几天，陆续又有十多位朋友发来自己的心得体会，都很棒。今日次篇附上其中一份，来自@CJ年年，请大家参考。也请作者留收货地址或者微信号

第520篇.　　2019.1.22-《价值投资实战手册》读书笔记2——@CJ年年

CJ年年　唐书房　2019-01-22

就像巴菲特在伯克希尔总部办公室的墙上没有挂哥伦比亚大学的毕业证书，而是挂着价值100美元的戴尔卡内基演讲课程毕业证一样，这本《手册》虽然不贵重，里面的内容也早已熟知，但于我而言却价值

千金。毕竟当初就是跟随着唐书房的一篇篇文章步入价值投资的大门，成为巴神堂新来的小喽啰。

不太满意封面的宣传语——“全面解读价值投资之‘术’”。老唐说市面上讲投资之“道”的书太多，这本书就重点放在投资的“术”。其实市面上大多数的投资书籍讲的都是“歪道”，要么把股市弄的高大上，什么“活下来就是赢家”、“卑微地向市场要点钱”；要么把自己包装得高大上，什么“跑赢大盘 XX”。

而这本书的前两章从股票的本质含义出发、配合简单易懂的农场、饭馆之类的案例，深入浅出地将价值投资的获利逻辑娓娓道来，你为什么不用担心下跌，你为什么必然能赚钱。

相比需要大量阅读、持续学习的投资之术，以大多数 A 股散户朋友对股市与投资的了解程度，其实更需要这部分的内容树立价值投资的理念，理解何时买、何时卖，此后哪怕只简单搭配沪深 300 指数基金，也足以跑赢绝大多数投资者，获取长期 10%~15%的投资收益。

我相信读懂了这本书或泡久了唐书房的人，都会对股市里癫狂的众生相产生一种荒谬感：

不理解那些股价一跌就破口大骂的人，投资的成败在于企业，市场只是一个跟着情绪走的报价工具，我们不需要靠股价上涨来获取收益，下跌反而会获得更大的利润；

不理解那些自觉看透 A 股是个投机赌博市场，蔑视巴菲特与价值投资的人，投机氛围越浓，明明给了价值投资者越大的机会——更低的价格获取好股权的机会，更高价格抛去好股权的机会，反而获取更高的收益。A 股的历史亦证明了这点，遗憾你永远叫不醒一个装睡的人，更叫不过来所有装睡的人；

不理解那些集体转发 A 股十年不涨坑害投资者的人，A 股的编制规则缺陷、新股计入指数规则缺陷就不说了，市场从泡沫走向低估，导致指数十年没有变化在世界上是多么平常的一件事？拉开道指百年走势，自己数数十年原地踏步的有几次？且十年没涨，影响到 A 股长期 10%的收益了吗？指数十年不涨，茅台们又涨了多少？对于价投者来说，别说股市十年不涨，关门十年都没有影响；

更不理解那些痛骂监管层鼓励新企业上市与亏损企业退市的投资人，菜市场里的菜都不新鲜了，不是期盼着上一些新菜好菜，而是希望把进货渠道封了让顾客只能在烂菜叶里挑拣。这最终并不能推高烂菜叶的价格，只会让这个市场渐渐的彻底无人光顾；

……

这不是一种高人一等的优越，更像是种知己难寻的无奈。希望随着《手册》的上市，这种无奈会慢慢变少。

道说完了，也聊聊术。

老唐的财务功底大家都清楚，《手把手教你读财报》在唐书房应该是人手一册了，应该都知道“财报是用来排除企业的”这句名言。

被排除的企业，往往是有一些财务数据上的疑点，或是财务合理但与我们的常识不符合。但是没有被排除的企业并不意味着就“入选”了，在我们确定投资对象的时候，还需要对企业以及行业大量的分析、思考与探索。

这里我们将“王者海康”的分析文进行拆解，分析一下这篇“分析”，看看老唐在把现金配置给这家企业前，为它设置了多少关卡。

1. 分析企业的轮廓，根据财报简介基本了解企业的产品与服务是什么，应用于哪些领域；

2. 围绕技术能力和技术信任两个门槛，得出海康的五大竞争优势；

2.1 业内最强的研发能力：科技型企业，研发自然是重中之重。

2.1.1　从历史角度出发，海康的前身注定这里人才云集；

2.1.2　查找 2016 全球安防企业排名，海康位列榜首；

2.1.3　根据财报列举海康上市至今的逐年研发投入，与行业第二的大华做比较，海康大幅领先

2.1.4　海康拥有国内最大的研发队伍——9366 名，占员工总数 46.8%（2016 年）

以上为依据，得出“除极个别偶然现象外，该领域最领先的技术理所当然地会出自海康”的结论，并引用董秘的一个回答作附加依据（已生产出某些竞争对手尚未具备能力生产的产品）

2.2　对行业与本土市场的深度理解

2.2.1　分析公司作为安防企业龙头，通过在公安、交通、司法、文教卫、金融等各行业大量真是项目的建设、维护与升级过程的参与，获得各个细分市场、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。”这是一种“长时间、多维度的积累，并随着用户需求不断迭代而深入细化，这是无法直接复制也很难获得的”

2.2.2　根据财报列举项目营收与渠道营收在国内外市场的比例（国内 70%项目，30%渠道；国外虽然深耕多年增长迅速，但项目贡献依然只有 20%，渠道贡献 80%），与上文互为依据。

这一段的前半部分是老唐根据行业特性和企业市场地位做出的合理推理，后半部分是财报数据，根据渠道与项目在国内外不同的营收比例与前文的推理互相佐证，最终得出“一方面说明伴随着海外经验的积累，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”的结论。

2.3　金手铐锁定人才的体制优势

2.3.1　控股股东龚虹嘉对经营团队与核心人员的多次大笔股权转让；

2.3.2　公司多年来的股权激励计划，累计已有 5000 多人获得了公司股权。

此节根据财报与公告分析了海康的大股东与管理层对人才的慷慨，人力资源是企业的核心竞争优势之一。

2.4　“大”。根据财报对海康的规模介绍（35 家分公司和以分公司为基点向下延申的 200 多个联络处；境外建立了 28 个销售公司，覆盖全球 100 多个国家个地区），得出海康拥有业内覆盖最广最深的营销体系。

2.5　“大”带来的规模效应。免费的口碑、更高的研发与广告投入等，强者恒强的逻辑。

3.　分析海康在几千亿市值、行业龙头的体量下成长空间如何？

结论：有，而且巨大。

论据：

3.1　需求

通过身边的事例（电子眼、监控、抓拍），国际政治形势（脱欧、“美国优先”、法国大选、恐怖袭击、穆斯林问题），国内的智慧城市政策带来的安防需求，得出“人类对于人身及自身财产安全的需求几乎是无限的，受限的仅仅是支付能力”的结论。

随后列举数据支持：“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 平均水平增长。”，“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”。

3.2　技术升级

从安防的技术变革趋势：“看得见”à“看得清”à“看得懂”，推导出海康依然有很大的成长空间。

另外依据产品特点“安防设备大部分安装于室外，日晒雨淋的，且处于上时间持续运行状态下，一般寿命也就三五年”，得出“不差钱”的政府机构更新换代的需求也大。

3.3　创新业务带来的需求增长

介绍了员工创办海康入股的几项新业务与新产品，“发展得好，可能给海康拓展出新的增长空间；发展不好，对海康也没什么影响”

4.　分析海康的财务数据

财务全景表，列出上市历年以来的营收、营收同比增速、净利、净利同比增速、ROE、现金分红，财务情况优秀。

两点担心：

一是在账上 200 多亿现金类资产的情况下为何还要产生有息借款 47 亿？（主要是长期借款和应付债券）

二是公司 2016 年财报披露的享受 15%所得税率高新技术企业资格，16 年底到期，是否续期成功？

最后，出于海康的确定性，老唐放宽买入标准，以三年后 20 倍市盈率卖出能有 100%收益入手。

总结一下，这篇老唐版研报，开头是对公司产品和所在行业的基础了解，结尾是对公司财务报表的把关，中间两大节的思考是做出买入决策的关键。

第一个思考是发现公司的竞争优势，也就是护城河所在，出发点有研发投入优势、对行业极深的理解程度、对人才的锁定、规模优势；

第二个思考是发现公司的增长点，确保有可靠的经济前景，思路主要有产品迭代、产品替换、产品创新。

另外，在对财务的分析上，可知公司上市以来保持了高额分红，大股东与管理层对人才和中小股东都很慷慨；在最后设置买入标准时也设置了安全边际。

可以说这一篇《王者海康》基本囊括了巴菲特投资企业时注重的“四把尺”全部标准：经济前景、能力圈、安全边际与品格优质的管理层。论点扎实，逻辑合理，信息来源多样（根据老唐透露，从早上起床到午夜，除了吃喝拉撒基本都在搜集资料记录笔记），堪称我们做企业分析的范本。

这样一本书，教你最纯正的价值投资理论，手把手用多个《王者海康》这样的案例教你如何做具体的企业分析，“道”也讲了，“术”也讲了，搭配《手财》排除掉问题企业，学会之后，财富真的不过是副产品。

（全文完）

PS：点击左下角「阅读原文」，可直接在微博与@CJ 年年　讨论交流。

第521篇.　　2019.1.25-《价值投资实战手册》读书笔记3——朱广林

朱广林　唐书房　2019-01-25

《价值投资实战手册》阅读思考

18 号上午，收到快递的短信通知，随即去了快递箱取来了老唐的新书《价值投资实战手册》。

当天一直到下午 4 点，没有做别的事，一口气把前面两章看完，后面的案例分析大部分自己都打印并认真研读过，翻翻就过去了。倒是短短的《后记》反复看了几遍。

我认为这篇《后记》非常重要，其重要性至少应该和前面并列。《后记》结束的一句话是：祝朋友们早日建立属于自己的投资体系，实现心中的梦想。

老唐在这本书中展现出来的投资体系，我简单概括一下，就是“二要和三不要”，“二要”就是要正确看待市场波动和正确估算企业价值，“三不要”就是不要杠杆、不要短投和不要期望过高。

这五个方面形成一个体系，是否完整现在的我还没有能力评价。它们各自独立又互相联系甚至互为因果，经常见诸报道的事例表明，某一个方面的重大缺陷都有可能导致整个投资的失败。

就像我们的身体，是一个完整的系统，每一个器官都很重要。心脏出问题了，是病人；肠胃出问题了，是病人；肝胆出问题了，是病人；大脑出问题了，更是病人。

严重的单个器官疾病，也会导致人的死亡。即使在死亡的时候，别的器官和组织都很完好，也不能挽回整个系统的崩溃。

投资也是这样的一个系统，在市场处于极端的情况下，部分的缺陷也会导致整体的崩溃。

恰恰不巧的是，由无数看不见的交易者组成的股票市场，是好消息和坏消息的放大器，经常处于极端状态。就像书上说的那样，市场是一个钟摆，不停地从一个极端走向另一个极端，每一次都不愿在中间长时间停留。

作为普通的投资者，如果能够做到老唐在这本书里提出的这五个方面，我想是能够在市场里生存并获取合理的回报的。这里的合理有一个客观的标准，就是参考世界级的投资大师们的过往业绩。

那么，怎么才能做到呢？在我收到的签名版的书上，老唐盖上的一个印和写上的一句话，是给出了回答的。

下面是我的一些理解，也许不一定完全符合老唐的原意，但是又有什么关系呢?

出色的作品在诞生以后，作品自身就具有了生命，其生命力能够超越创作个体时间和空间的限制。不同的人在不同的时期和不同的环境下，会作出不同的解读，有些解读可能是作者在创作时也没有想到的。

“二要”属于知识的范畴，是巴神嘴里的作为决策基础的稳妥的知识体系，是能够主动学习的，老唐的印上说“日拱一卒”，持续努力和进步，日积月累是能够取得突破的。只是需要我们克服生来懒惰这样一个弱点。

“三不要”需要我们克服人性的另一个弱点：贪婪。在巴神嘴里是属于对自我情绪的约束，是别人帮不上忙的。老唐写的一句话是“真知，行不难”。对“真知”，我的理解不仅要知道规则，还要知道规则后面的东西，是知道真相和知道真理，知道以后才能约束自己不做傻事。

关于真理，英国广播公司采访罗素，请他对一千年以后的人们说几句话。罗素说，不管你在研究事物，还是在思考观点，你只需问自己，事实是什么，以及这些事实所证实的真理是什么。真理不是自己的想法，也不是名人名言，它就是单纯的一种存在，是事物发生发展的客观规律。

在股市中学习投资，我认为首先要知道的股市真相就是：世界顶级投资大师们的长期年化收益率在15%-25%的区间。我们对投资回报的合理期望也应该落在这个区间。

可是回想我们踏进股市大门的最初原因，恐怕都是以为股市能够短期获取暴利。股市里每天那么多涨

停板，都是钱啊。

我见过一个对股市极度痴迷的老股民，非常勤奋，每天都买证券分析类的报纸，仔细研究。2015 年的时候感觉牛市来了，卖掉上海仅有的一套住房，期望大赚。

可是，随后在股市中还是没有赚到钱，房价翻倍的机会倒是实实在在的错失了。现在 60 多岁了，一个人单身在外租房生活，实在是令人可叹可惜。

所以，老唐建议我们将股市投资视为长期放置消费剩余的一种手段，避免耽误职场或事业的发展。这种建议是非常中肯的。

杨天南在其译本《巴菲特之道》的序言里也说：如果你是一个有进取心的人，那么创富的最佳路径，是潜心做自己喜欢的事，最终将自己的企业上市。

我们要知道的另一个股市真相是，股市和其他行业一样有自身的运行规律，对成功的投资者也有各方面的要求。我们自身的知识阅历性格禀赋和素养是否跟股市运行规律契合，或者契合的程度有多大。

在股市中获取收益，对我们自身的要求比感觉的要高很多倍，绝不是唱着歌敲敲键盘就可以做到的。格雷厄姆在《聪明的投资者》在开始的部分就指出:在华尔街，就像在其他任何地方一样，并没有一条可靠和简单的致富之路。

成功的投资者，善于把自己的想法写下来，用写作来进行深入思考和分析，其中出书的也很多，老唐就是其中的代表之一。老唐写一篇文章，跟水淌的一样，哗哗的就来了。和老唐一样，我也中专毕业，还比老唐大两岁，可是我写一篇读书笔记，憋屈几天才能出来，自己还感觉拿不上台面。

巴菲特的儿子霍华德希望拥有一座农场，后来在他老妈的帮助下让他爸出钱买了一个。霍华德邀请父亲察看农作物的长势并欣赏田园风光，巴菲特却呆在办公室里查看霍华德的账簿。

农场主霍华德看到郁郁葱葱生长旺盛的庄稼，内心充满喜悦；巴菲特阅读满是数据的账簿报表，津津有味。我们想一下，如果让巴菲特经营农场，让霍华德做投资，结果会怎么样？

人跟人不一样，正确评估自己很重要。

我想，在认清市场认清自己以后，老唐的关于控制贪婪之心进行自我约束的三条忠告是更容易做到的，投资之路也能走得更加的平稳和长远。

老唐注：这几天收到的读书笔记大约有五六十份了，大部分笔记都写的相当认真和用心无论是否被推荐到书房，我想这些做过笔记的朋友，都已经有了自己的收获。

不知大家注意到没有，我选刊的这几篇笔记，都有个共同特色：不是总结归纳《价值投资实战手册》究竟写了些什么，而是侧重从书中某个或某些观点和案例，结合自己的经验或思考去谈体会的。

在我看来，归纳总结本书写了什么内容，更像文案工作，是每个人花时间花精力都可以做到的，也是每位拿起书的读者必然要经历的。因此，虽然这种归纳和总结也有价值，但对于其他读者而言，更多的是一种重复，或一种剧透。

而那些个体的、独特的思考，会对书房其他读者产生启发。它的要点不在于长短，也不在于是否“鼓吹”了老唐和老唐的书，而在于是否能够提供即与本书内容相关、却是其他读者没经历过或没想到的东西，这样的分享，对读者会更有价值。因此，我更侧重选择发表这一类笔记。

请作者留下收货地址或微信号，谢谢

今日次条抽奖

第522篇.　　2019.1.27-春节前的最后一次推送

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2019-01-27

老唐给书房的朋友们拜年啦！.来自唐书房 00:0001:55

准备停更两三周过年，老唐趁今天推文，再聊几个大家关注的问题。

首先，我本月除第一天 5.01 买入分众之外，无其他交易。当前持仓茅台 39%，腾讯 29%，分众 12%，洋河 8%，海康 7%，古井 B5%，2019 年内收益 11%。



「注：由于人民币升值的原因，腾讯和古井 B 的市值增加小于股价年内涨幅，因此总收益仅为 11%+」。

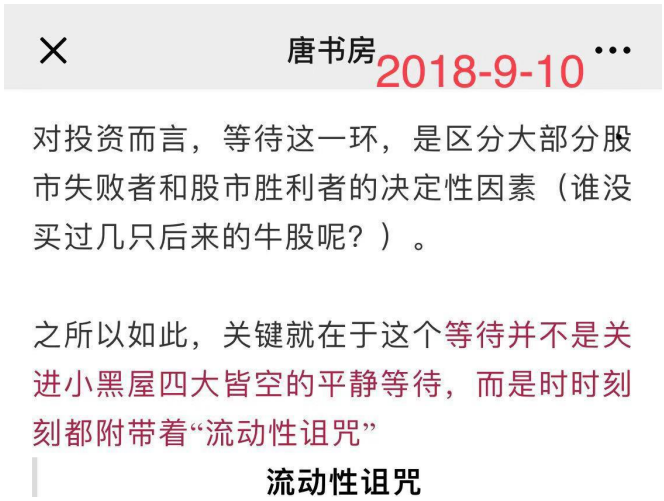
自 2014 年公开披露持仓至今，收益分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，11%（均不含新股收益）。若 2014 年初净值为 1，则当前净值为 3.32。

关于我所持股票的估值和买卖点，我已经在去年总结《老唐的 2018》中清楚地写过：



此处不再赘述

需要提醒某些朋友。正如老唐在去年 9 月的《懂得很多投资理论，却依然做不好投资，万恶的根源原来是它》一文里阐述过的，等待是投资的一个难点，难就难在“流动性诅咒”



有些朋友，天天都想做点什么，老觉着面对上蹿下跳的股市，总不能傻乎乎地呆坐着吧！老话不是说“勤能补拙”嘛，所以我要勤，勤劳致富，哦耶

要么应该去找几只新的投资标的，最好是别人没注意过的黑马；要么应该对自己的持股提出新的看法，新的估值；要么想获得掌控一切的感觉，市场但凡发生点儿什么，都要去探究为什么、会如何……

老唐棒喝一声：这都是病，可以导致亏损的病。属于中了流动性诅咒降头的明显特征。

实际上，一位投资人，一年半载的能遇到一只值得关注的目标，三

两年里能理解一家新公司，就属于很不错的成就了，足够支持你大踏步行走在通往财务自由的道路上。

投资者的多数时间，是赏花赏月赏秋香，读书读报读人性。这些看似与投资无关的东西，才是真正帮助提升投资能力和财富数值的法宝。

别盯着它。股市并不 care 你，你盯不盯它，它都是持续向右波动。别想着天天找黑马，别天天问为何涨为何跌，别关注换主席换书记有何影响……都是歧路。省下这些精力，逗逗老婆/老公开心，收益高出 1000 倍

接着解答三个问题：

①今晨有位朋友在《抽奖现场》留言区咨询一个问题，原文如下：

老唐，非常冒昧的咨询一个今天看到的关于茅台的问题：根据茅台公司近期的公开数据，茅台股份营收 750 亿，净利润 340 亿元，净利率 45.33%；集团营收 859 亿元，净利润 396 亿元，净利率 46.1%；如果扣除股份公司，集团其他公司营收 109 亿元，净利润 56 亿元，净利率 51.37%。这样一比，茅台酒的净利润率还不如集团公司的其他酒，为什么？

老唐在被窝里顺手答了。估计这个问题，很多茅台投资者都会关心，拷贝过来吧！括号里为老唐此时新补充的。

老唐答：茅台集团除股份公司之外的主要盈利来源有四块，习酒，技开公司，保健酒，电商公司，前三家营收大约是 56，25，11 亿，净利润率远低于茅台酒，合计不会超过 35 亿，因此，所谓“茅台酒净利润率还不如集团公司其他酒”的推理是错误的。

（老唐注：实际上，我估计前三家净利应该在 30 亿以下。系列酒的净利润率是远低于茅台酒的，比如主要生产白金酒和茅台不老酒的保健酒公司，2018 年营收 11 亿，净利润只有 1.63 亿）

这组数据的正确推理结果是：要么股份公司盈利最终超过预告数据 340 亿，要么就是股份公司只占 25%股份的茅台电商公司 2018 年净利润特别好。

（老唐注：电商盈利的大头必然是茅台酒的网络销售带来的。股份公司的股份占比，相比实际贡献，老唐个人认为是偏低了。这也算是集团公司除 5%销售公司股份之外，另外一条从股份公司获利的通道。不过，电商公司因为要统筹整个集团的产品销售，必然是集团控股，这个没什么好说的。就算有争议，也不过是股份公司这个第二大股东比例或许应该略多一点。是小节，看在系列酒发展的超乎我想象的好，我打算原谅集团那帮人了）

②在《价值投资实战手册》111 页，有不少朋友说看不懂括号里那个（16.7×1.26/11×1=191%）计算。

起初，我解释了几遍。昨晚突然反应过来，可能是老唐小学三年级的数学四则混合运算没学好，上面这个公式的标准写法应该是：（16.7×1.26）/（11×1）=191%

瀑布汗。这次看懂了吗？好比将 2018 年沪深 300 成分股公司净利润加总看成 1，当前市盈率 11，则目前的市值就是分母（11×1）。

假设未来三年增速为 8%，则 2021 年净利润为 1×108%×108%×108%=1.26，若届时市盈率能变成 16.7，则 2021 年市值就是分子 16.7×1.26=21.04。21.04/11=191%，获利 91%。

小唐当学习四则混合运算的时候，绝对忙着扯前排女同学的辫子，走神了。

③提三处《价值投资实战手册》里可能引起阅读障碍的笔误。

A. 第 184 页表 3-6 第一行现金，后面的数字 225，应该是 255；

B. 第 126 页图 3-1 标题里面多了“雅戈尔”三个字，同时纵轴坐标 10%和 20%之间的 25%，应该是

15%；

C.　第 182 页小标题上面第四行的“股息率”应该为“分红率”。

其他还有几处不影响阅读的标点、别字、多字、漏字，就略过了。谢谢所有帮着校对的朋友们，谢谢你们的细心。

另外，最近几天发来的读书笔记比较多，今天选登三篇，作为年前最后一次笔记推送。截止今天没有发给老唐的读书笔记，请暂时不要再发，留待年后吧

今天的三篇里面，@谁是罗　笔记第二部分「跳出“多少钱”的陷阱」，我认为有思考深度；@洪摩观沧海　和@慢慢赚钱的唐　则各自提供了普通投资者踏进股市最容易走上的那些弯路，挺有参考价值的。

正如老唐以前说过的，「吃一堑、长一智」只能算笨笨。真正的聪明人是「看别人吃一堑，让自己长一智」。他们几位已经把宝贵的「堑」展示出来了，都是些价值万金的「堑」，别错过！

为方便大家和笔记作者直接交流，我把文章链接笔记末尾的「阅读原文」上。希望和三位作者直接交流的，可以点击阅读原文跳转过去。

谢谢三位作者的分享，请将你们的收货地址（若选择签名书）或微信号（若选择加好友）写在留言区。

最后，再次送上梁静茹的老歌《慢慢来，比较快》。让我们一起在新年里慢慢来，日拱一卒、不期而至！新春快乐，咱们年后见

慢慢来比较快梁静茹-情歌没有告诉你

文章已于 2019-01-27 修改

第523篇.　2019.1.27-《价值投资实战手册》读书笔记4——谁是罗

谁是罗　唐书房　2019-01-27

老唐新书《价值投资实战手册》读后

收到老唐签名版新书《价值投资实战手册》已有几日，本来是准备过两天出去休假的时候带上，一边阳光沙滩一边慢慢品读的。没想到一撕开膜，看到老唐飘逸的书法“真知，行不难”，瞬间感觉像通电了一样，身体里某个地方亮了起来。

我一直模模糊糊在摸索的“确定性”、“下重注”似乎一下有了非常漂亮、简洁的答案！再一翻到序言，字数不多，其中老唐写到“所谓知易行难，其实是没有真知。真知，行不难。”　我加入书房较晚，印象里还是第一次看到这句话。这下彻底亮堂了。对！就是真知！

真知了，就不再犹豫。真知了，就心底坦荡。真知了，就敢下重注！冥冥中已经强烈感觉这本书太值了，才读到序言就已经有听君一席话、胜读十年书的感觉。而后老唐紧接着又写到“我自信这两章内容会让很多朋友进入真知的状态”。好嘛，这下电流加强了，彻底被吸住，手不释卷，花了一天一夜读完。

书中很多内容在书房已经看过，读来即觉亲切又时常闪现处“原来如此”的激灵。心中暗自感叹，都说经典每读一次都有新的收获，而老唐的文字居然也不动声色的达到了这个水平，可见老唐功力之深厚。

读完放下之后，为尽可能避免“贤者时间”的影响，特地歇了一天才来写这篇心得。

一、真知和下重注

我自己经历了两轮牛熊，大起大落也算经历过，各种理念、方法也都略知一二。随着年龄的不断增长，越发感觉做什么都要合自己的性格，合自己的秉性，才能长久。而这两年以来归根结底自己一直在摸索的就是“下重注”。我感觉自己的精力有限，天女散花似的路子不适合我，把鸡蛋放到很多不同的篮子里也不适合我。

我读索罗斯的时候发现，一个很好的交易机会出现的时候，只有索罗斯敢下他手下基金经理五倍的重注。索罗斯的屡次成功，不仅因为他看对了，更因为他下注了，下重注了。看对和下重注之间，差距就是真知。

再读老巴的时候，老巴经常买完股票就被套，而且一套就是好几年。但老巴不仅不慌，还敢不断持续的继续买进。表面上看来是以为老巴和我们散户一样，在进行“补仓摊平成本”。实际上老巴是“真知”，真知，而敢下重注！

区别只是在于，索罗斯对交易和人性有“真知”，而老巴对企业价值有“真知”。对于普通投资者来说，获取索罗斯的真知有极高的资质和门槛，而获取老巴的真知确是实实在在可以模仿和实操的。

对于如何获取老巴的真知，老唐新书里已经简洁漂亮的给出了答案，我自知多写一句都是废话，有疑问多读几遍即可。更重要的是，这是一个长期的工作，真知力只有在长期的研究中不断积累提高。

二、跳出“多少钱”的陷阱

我很长时间都以为投资的目的是赚钱，可能还有许多投资者和我一样。于是我们经常谈论的是这股赚了多少钱，今年赚了多少钱。

这套语言潜意识下的体系是什么呢？是我要拿到这个钱，我可能要拿去旅游/买辆好车/换个好房，可能要拿去再投资另一个股票/项目，再赚更多的钱。这样周而复始下去最终是什么呢，是我可以过好日子，死前留给子孙一大笔钱。然后呢？然后就是子孙的事了，希望他们不要败光家产吧。

现在看来，这是典型的乞丐以为皇帝用金饭碗要饭的思维局限。

老唐说老巴的估值大法，最核心就是一句话：All cash is equal. 可能老巴/老唐是钱太多了才悟出了这个道理。将所有的资产都摆上天平，随时进行比较即可。总是留下收益率更高的，替代掉收益率更低的。

这样问题从投资赚多少钱一下变成了在任意时间到底持有什么样的资产。而由于是任意时间，则投资本身就变成了一件持续终身的伴随状态，而不是一次又一次的行为。这个思维确定之后，顿时有种一览众山小的感觉。

其实不仅投资如此，放大到整个人生、世界皆是如此。股票涨涨跌跌、人生起起落落、世界风云变幻。人生，就是不断的将你的健康、家庭、朋友、权力、金钱、房产等等一切，放在你总体财富的天平上进行比较。

一生在做的就是不断留下你认为更大的财富、替换掉更小的财富，从而换得总财富的不断增加。而对于已经到达食物链顶端的阶层，不管潮起潮落，追求的底线就是在整个社会的相对排名不往后掉即可。

我暗自以为，老巴也这么想。哪怕就是来个大萧条，每个人都缩水 90%，我也还是金字塔尖的那个人。而经历漫长的几十年，今天老巴所获得的财富，一方面是世界/美国整体向好，水涨船高。而另一方面老巴总是选择超越了平均回报的资产，额外还获得了加速度。

我以为这是道，是老巴投资的道。认清了这个道，不只是投资的受益，整个人生的视野也开阔了起来。

而在这个道指导之下的具体的术，是老唐新书的重点，花费了很多笔墨和丰富的案例予以详尽说来。

三、未来可能在哪

其实以老巴的路子一直做下去也还能做很久，至少对我自己而言就以老唐为榜样也还有很长的路要走，不过既然想到了也一并现拙，供老唐审阅。

几位投资大师的理念都有着鲜明的历史进程原因。例如格雷厄姆的时代背景里是大萧条和美国股市大崩盘，因此他特别能捡便宜。可以用远低于净有形资产甚至净流动资产的价格买到股票，然后等市场恢复正常的时候卖出赚钱，不断的重复这一过程即可。

而老巴的投资生涯伴随着战后世界经济的全面向好和美国经济的蓬勃发展，利用经济商誉发现好的企业，以合理估值买入，然后伴随好的企业一起成长。

我相信会有越来越多的投资者接受并认可老巴的价值投资理念，因而会出现老唐所说的抬高股价，降低你的投资回报的情况出现。以分众为例，阿里入股之后，老唐并没有按照原计划的合理估值介入，而是以更高的价格介入，实打实的降低了投资回报。

或许未来某一天，将可能出现无叉可下的局面，好标的都没有好价格。当然，我们仍然可以按照终身投资的理念，伴随好标的一起成长即可。但对于新入场的投资者怎么办，对于新的现金怎么办。所有那些好看懂，几十年不变的生意的企业，都不便宜了怎么办？

一方面还是只能不断扩大自己的能力圈，提高自己的分析判断能力。连老巴也是从不碰高科技股变成苹果的高龄股东，终身学习是实践终身投资的前提条件。另一方面我相信我们身处的国家和时代还给了我们充足的机会，老巴价投这碗饭还能吃很久。

但我也模模糊糊地感觉到，在这样的历史进程下，一定还会出现更新一代的价投大师。而站在巨人的肩膀上，又有老唐这样的引路人，书房里出现这样的概率将明显高于平均概率。

感谢老唐毫无保留的分享，大大缩短了我自我摸索的过程，感恩老唐营造的书房交流的氛围，每一次打开公众号都有新的收获。

真知，行不难！祝老唐日拱一卒，更上层楼！

第524篇.　　2019.1.27-《价值投资实战手册》读书笔记5——洪摩观沧海

洪摩观沧海　唐书房　2019-01-27

《价值投资实战手册》观后感

老唐的书这是读的第三本，前两本都是更专业一些的工具书（我可以说是会计书吗？），虽然经过了老唐的中翻中，但想熟练运用也非易事。说来惭愧，一年多下来只粗略看了两份财报（暴汗），这个是不合格的，哈哈，这样的“徒弟”估计老唐是不会认可的。

言归正传，第三本书虽然是简化版的公众号内容，但是连起来读确实和分割开来读效果和收获不一样。特别是对于入市不深的投资者。

说到这里不禁感慨颇多，就像老唐说过的，在股市或者期市里每一种可以破产的办法都试过了，我又何尝不是。看书、逛论坛、研究指标，废寝忘食，心无旁骛，每每都有一种发现武功秘籍的欣喜，最后终究会发现这个秘籍时灵时不灵，或者说灵的时候也不是秘籍的功劳，至于是谁的功劳可能只有天知道，

占豪书中的“术”，时寒冰书中的“道”，蜡烛线战法，股市操练大全，天涯股市论坛“沪深 A 股狙击手”，“冷眼看骨市”，“西子情深”，“温连墉”等等一批人的或“道”或“术”，我都认真做过笔记也亲身实践过，结果依然和之前说的一样，灵不灵看运气，可能是运气一直不好，也可能是自身资质太差。

书读了十几本，论坛逛了几年，时间精力付出的比读高中都多，收获却实在寥寥。吐槽了这么多，我想表达的是：在一个新的领域，早日找到一个正确的领路人或者正确的方法，真的是太重要了!!!

在一个新的领域，早日找到一个正确的领路人或者正确的方法，真的是太重要了!!!

在一个新的领域，早日找到一个正确的领路人或者正确的方法，真的是太重要了!!!

老唐分享的说方法也好说体系也罢，对我来说是最合适的，我相信对于绝大多数普通投资者甚至是以投资为生的都是最合适的。

为什么这么说呢？因为它解决了我在市场中摸爬滚打了九年也没完全想明白的问题，实践了九年也没领域透彻的难题。

如巴老所言，投资很简单。简单到我认为只有三个问题：第一　为什么要投资股票，第二　选择什么样的股票进行投资，第三　投资后遇到各种情况的处理。这三个问题在老唐的书中都有很好的答案。

为什么投的问题好解决，老唐通过数据说明了股票比其他投资品种收益高，时间拉的越长确定性越高，收益差距也越大。当然很多人来股市凑热闹的原因可能是因为主观上觉的股市来钱快，自己足够聪明，结果往往最后是来买单的，反正我是连续买了五年单。

老唐的书重点在解决第二个问题上，选择什么样的股票进行投资。我想说的是到股市来的都或多或少都自己选过股，也有自己选股的思路和方法。

什么 PE，PB，自下而上，自上而下，赌业绩反转，赌重组，黑科技强政策新消费的选股思路（此处没有贬低和否定任何选股策略的意思），这些方法可能有些人用的得心应手，但并不适合绝大多数的普通投资者。

这么些年，买卖过的股票没有 1000 支，也有 500 支，这就是我作为一个普通投资者的真实经历，如果早点认识老唐（应该说是早点发现老唐的踪影），这个买卖数量至少可以缩减到十分之一，说不定百分之一也有可能。

90%的股票其实都可以迅速排除：盈利是否为真，是否长年稳定盈利，盈利能力能否有效保持甚至强化，这个盈利能力是不是靠钱就可以堆出来的，这几个问题想清楚就不会拍脑袋乱买公司了。

巴老说的只找一尺高的栏杆，不要试图翻越七尺高的栏杆，道理虽浅显，实践却异常艰难，君不见曾经叱咤风云的公募一哥亚伟哥曾经多么擅长翻越七尺栏杆，然而曾经的神话并没有带到私募。

我个人曾经也蒙到过两次重组，一个是顺丰借壳鼎泰新材，11 连板，开板就卖了，回头看还是卖的比较低的价格，一个是贝瑞和康借壳天兴仪表（天兴还是老唐老乡）多少个板我忘记了。

这两个是成功的投资吗？当时是很得意的，现在回头看我却不以为然，因为盈亏同源，蒙对了一个两个，就会想着继续蒙，加大仓位蒙，加大投入蒙，结果却再也蒙不对了，这不是现实版的守株待兔吗？果然 18 年壳股腰斩都算温柔的。

扯的比较远了。既然已经扯远了，索性就随意扯吧。

个人连续亏损了五年，痛定思痛，也反思亏损的原因。总结了几条：第一　因为能力有限不能确定理

想标的，就会产生买白酒不买茅台，买钢铁不买宝钢，买水泥不买海螺，买家电不买格力美的，买地产不买万科，

第二　即使确定了标的也不知道后续如何应对，简单的计划比如翻倍清仓其实是相当主观的，这样就会发生买到了 120 的茅台 150 就清仓了，15 年股灾买到了 20 多的平安 30 不到就清仓了。

第三　心态不够好，没有耐心。再好的标的，两个月不涨，或者说买入后下跌了就动摇了，否定了买入前的逻辑。

第四　以买入价为绝对水位，忘记了看地，一直关注的是“傻子”，却没注意自己也是其中一员，地变肥沃了也毫无察觉，地都变沙漠了也一无所知。往往小赚大亏。如何选出茅台，怎么才能 200 买的茅台，跌倒 120 不悲观害怕涨到 800 不清仓，实战手册都有，看了自然懂。也是老唐真正想传授的。

最后，提醒一点。有两句话我觉得最适合股票市场，“聪明反被聪明误”，“淹死的都是会水的”。实战手册中的方法足够在股市安身立命，最好不要添加自己的小聪明在里边，很可能适得其反。

在股市最容易跑偏，跑偏几年还能绕回来的还好，跑偏了绕不回来的比比皆是。我就是那个跑偏了好多年才绕回来的“傻子”。

哈哈哈，最后，预祝老唐和同好们春节快乐，猪年财旺，2019 年收益率都是三位数起步。

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

慢慢赚钱的唐　唐书房　2019-01-27

保留对未知的敬畏

-读唐朝新书《价值投资实战手册》

今天在唐书房又看到了一篇读书笔记，心里有点痒痒，就上来写几句话。与唐朝同年同姓同城，对投资有专注兴趣，其他就不知道还有什么相同的。

新书上的大部分内容在唐书房都看过，目前看第二遍算是复习。新书逻辑上更加体系化，对于新人建立正确的投资价值观应该很有帮助，恨自己不是 20 年前读到此书。

自己的投资价值观近 20 年有一个逐步变化的过程，属于明白比较晚的类型。老唐分享的内容对于自己价值观渐变有重大影响，感谢老唐对我认知能力提升的帮助。

自己曾经算是金融从业人员。西财毕业后就进了证券公司，初期在营业部工作当股评师，每天看看 K 线，听听消息就指点江山。当时工作还是做得挺认真的，现在想起来有点可笑，完全是胡说八道，和现在每天做股评的专业人员差不多。

做股评做久了，自己炒股票并没有赚到钱，其实证券公司很多人照样买房子，自己的大钱是不会炒股的，认为市场就是赌场，没有消息只有亏钱的命。

自欺欺人的工作干久了厌恶自己，开始寻找一些投资银行的工作机会，投行工作一般认为高大上，容易赚到钱，后来的职业发展基本遵循这个路线。

做了几年投行业务后，发现上市公司烂货太多，股东、高管自己都不敢持有公司股票，确实不能投资股市。在接触唐朝以前，看唐朝的书之前，自己对于股票投资的认识经过下面几个阶段。

1997 年-2002 年，认为炒股赚钱靠消息、靠庄家的阶段。那个时候大学刚毕业进入证券公司，自己什

么也不懂，看证券公司的老员工每天看 k 线听消息，在股市里面杀进杀出。认为这个就是股市正道，就是常态，所以很用心的看各种技术分析图形，收集各家股评。

当时没有互联网没有雪球，炒股高手没有现在的全国影响力，一般是区域影响力，通过开办培训班、本地纸媒建立名声。当时也许有人明白得早，走在投资的正确道路上，但是没有网络分享看不到。

印象比较深的是庄股横行，专业人士叫股票为筹码，分析重点是技术图形、消息综合得出的庄家意图，庄家是决定股票涨落的关键因素，其他都不重要。这几年下来自己并没有在股市赚到钱。

形成的基本认知是分析技术图形有用，理由在于图形后面反映了庄家意图，知道了庄家意图就晓得底牌就可以跟庄炒股票，赚钱就是一定的。

后来自己发现并没有能力、资源获得庄家信息，所以逐渐远离股票市场。认为股票市场对于我等散户来说是赚不到钱的，股票市场就是个赌场，散户没有赚钱机会。

2003 年—2010 年，接触价值投资，不信国内市场适合这个方法，可以靠价值投资赚钱。这个阶段自己的主要的精力用在投行业务上，打工赚钱，没有花精力做投资。主要的原因和前面的认知有高度关系。

既然股市赚钱靠庄家，如果没有准确的庄家消息，作为散户你就是鱼肉，人为刀俎，长期在市场上混早晚被消灭。基本没有参与交易，期间错过了 06、07 年的大行情。当然也躲过了之前 02-05 的大跌，08 年的大跌。

这段时间也读了一些投资类的书，学习了价值投资理论，毕竟自己也感兴趣。基本认识是国家法治水平不同，市场治理水平不一样，美股股市你可以投资，中国市场只能投机，国外的投资经验不能应用于中国市场，巴菲特来中国投资依然是一个“遭”字。

还有一个关键问题是，价值投资中的估值方法——自由现金流折现，太复杂没有操作性，就是一套合理理论神秘莫测，实践中无法运用，可能是大师故弄玄虚的障眼法。也许有一个终极公式没有告诉我等凡人，试想有一个赚钱秘籍岂能轻易示人，不是关门弟子能传给你？

2011 年-2013 年，在雪球上找到自己认可的人学习，重新建立对投资的认知体系。记得大概 2010 年左右雪球这个平台出现了。当时自己很兴奋，在雪球上关注了 100 多人，经过时间的积累选择自己认可的，投资逻辑能理解的人深入学习。

当时自己也看到了唐朝，但是以前接触烂公司的影响太深，对个股投资并没有信心。基本认识还是上市公司的高管对公司都不一定能清楚认识，我们这些外人对公司经营没法做到正确理解。

继续学习国外的投资书籍，做好准备，期待中国市场环境发生变化，适合价值投资，一个很理想化的想法。还有就是估值仍然是艺术，没有操作性，没有估值的价值投资怎么做呢？

2014-2016 年，在这个阶段，投资变成刚需，学习指数投资。随着年龄的增加，工薪收入的重要性下降，管理家庭存量资金成为重要任务，投资能力成为刚需，必须学习。

在雪球上认可 ETF**世界的指数投资高人，就跟着他继续学习，建立指数投资的资产组合。指数投资的逻辑清晰明白，指数不会死亡，长期指数向上，估值参考历史国际，确定性高。

由于自己认知上接纳了指数投资的理论、策略、方法，不仅仅是抄高人的作业，所以有能力克服指数的价格波动，能够做到正确面对波动，涨跌不喜不悲，情绪管理有很大进步。

除了股票指数投资外，投资组合中还加入了债券基金，甚至包括了高人示范组合中没有的香港 REITS 产品。投资的信心恢复了，唐朝新书中也认可了这种先做指数投资的方法，所谓先赢后求大赢，对自己的

思考是一种印证。

2016 年至今，开始相信个股可以投资，建立股票组合提高收益率。在指数投资的基础上开始重新阅读唐朝的一些文章，然后跟踪唐书房的文章认真学习，与原来阅读过的境外投资书籍对照，逐步接受了唐朝个股投资的逻辑体系。

唐朝讲的两点对我帮助大。一个是泸州老窖的股价模拟持续下跌的案例，说明股票投资不需要接盘侠，摆脱投资就是低买高卖的执着。另一个是自创的三年翻倍买入的估值方法，解决了自由现金流折现方法实际运用问题。

卖出方面也有收获，不再痴迷于逃顶，而是资产收益率的比较，建立动态资产组合。目前除了参照唐朝持有的股票，本人还持有东阿阿胶、香港交易所两只股票一共八只个股。

我自己的理解，唐朝的重仓其实是两只股票，分别是 A 股市场和港股市场的股王茅台和腾讯。两只股王的仓位占了 2/3 其余四只股票一共 1/3，茅台和腾讯的表现决定了这个组合的表现。

如果同学是抄作业的态度，就把股票、仓位一起抄了，不要只抄股票不抄仓位，个股投资确定性是不同的。

未来，预计会继续保持指数和股票投资两个体系都做，可能随着公司研究的深入会增加股票投资比例，但不会放弃指数投资。唐朝投资的理论、估值体系已经比较完备，以后需要落地的是公司研究的准确性，如何看透公司未来的发展。

唐朝的分享让我重新对股票投资有信心，认知上逐步加深持有股票的公司研究，变唐朝认可为自己内心接受。如果无法把他人的公司研究变成自己接受的认知，当面对股价波动的折磨时，这种对人的认可其实是十分脆弱的，到时候只有骂娘了事，损失的是自己的真金白银。

公司经营是变化的，未来一定变，只有变化是不变的。问题是什么才是优秀的企业？优秀的企业可以保持多久？什么时候会发生转折？

即使唐朝把目标公司研究得头头是道，天衣无缝，由于自己认知能力没有达到如此高水平，没有足够信心对单只股票建立决定性仓位，所以我的仓位配比与唐朝仍然不同。

在公司选择上遵循日常生活可以接触到其产品和服务的标的股票，我认为是重要得原则之一，彼得林奇是认可这个原则的，唐朝持有的 6 只个股也符合这个原则。

即使如此，我们对公司的认识永远都有空白，永远都有没看到的地方，所以我认为需要对未知保留一份敬畏，这也是自己指数投资和股票投资都做的原因。在合适时机，根据指数、个股估值差异进行比较还可以搬砖，提高资产组合收益率。

最后感谢唐朝的高水平分享。有水平的投资者是不多的，有水平又愿意分享就是珍稀的，要分享又有互联网平台，就是我们这个时代的运气。感谢互联网，感谢唐朝！

第526篇.　　2019.2.14-猪年大吉，开工啦开工啦！

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2019-02-14

总在刹那间　有一些了解

春节减肥　不可能会实现

就在一转眼　发现你的脸

已经胖的不会再像从前

我已经看见　一出悲剧正上演

剧终没有喜悦

肉仍然挂在你的腰前面

……

哈哈，书房的朋友们，过年好，情人节快乐，过去三周里，你是否又验证了一遍“每逢佳节胖三斤”定律？至于老唐嘛……不告诉你！

大假结束，幸福的日子依然要继续前行。今天咱们就开始试着忘记春节，将目光拉回投资，拉回阅读，拉回日拱一卒

自 1 月 27 日发布《春节前的最后一次推送》至今，书房沉默了 9 个交易日。这 9 个交易日，股市是欢乐的。书房朋友发来的“市值创历史新高”的喜讯，老唐看见了，恭喜这些朋友们

老唐期间无交易，也没创历史新高。2019 年内收益 20%。距离去年 1 月里创下的历史新高位置，大约还有 12%的差距。

目前持仓比例为茅台 39%，腾讯 27%，分众 13%，洋河 8%，海康 8%，古井 B5%。

自 2014 年公开披露实盘至今，收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，20%（均不含新股收益）。

年内很多股票的涨幅不小，牛市来了的声音越来越响，市场上左右梳胸毛摆造型的“股神”也必然会多起来。

——比如某 v，只吹嘘他账户总盈利多少多少，貌似股神附体。但却有意无意地忽略他买的某某传媒，哪怕已经涨起来 30%+，却还要再涨 50%+才能回到他初次介入的价格，简直辣鸡的一塌糊涂。这个笨 V 是谁呢？你猜你猜，猜中无奖

老唐希望书房的朋友们，此刻更要牢记「别瞅傻子，瞅地」的六字真言，万万不可用所谓牛熊判断作为投资决策依据，尤其是不要以「牛市要来了」为依据买入股票。

我们永远需要记住，牛熊市只是投资者的 Windfall（风落，意外之财）。好比撞死在树桩上的兔子，遇上了可以顺手捡回家或红烧或清炖，但若是坐在边上等死兔那是一定要饿肚皮+遗笑万年的。

在股权既不「明显」高估，也不「明显」低估时，投资者最重要的工作，是约束自己将注意力放在/且仅放在/企业经营层面，以躲开投资市场里主要的两种坑：

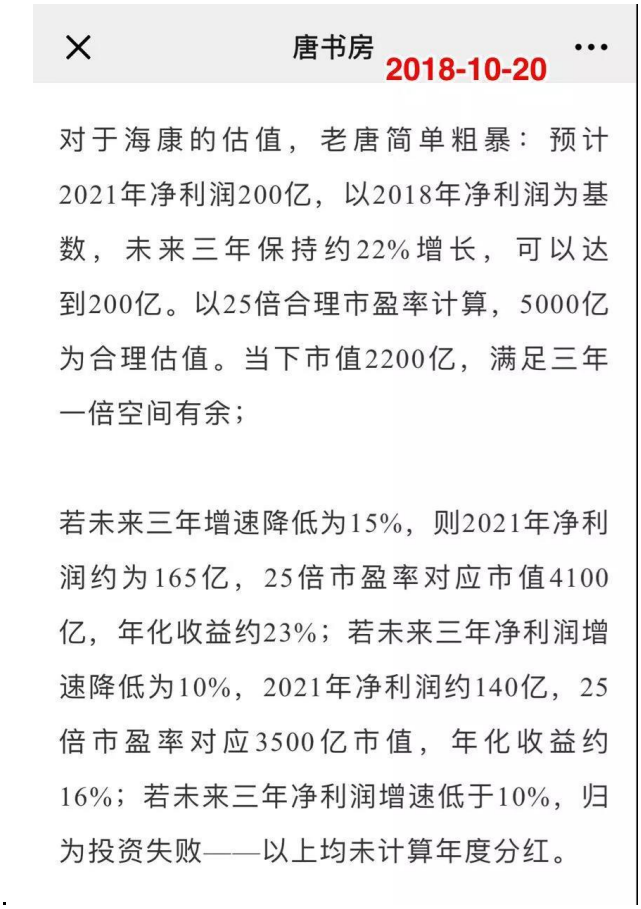
- 被所谓「行情」吸引，将资本配置在低效甚至无效的资产上，意图获取短期博弈；
- 被股价波动的蝇头小利诱惑，将优质企业股权换成包赔的劣质资产：现金。

实在扛不住题材股或短线的诱惑时，可以阅读《价值投资实战手册》第一章合计 68 页内容。据多位读者反映，有静心奇效，All money money go my home 唵嘛呢叭咪吽……

说两件新动态。刚刚，海康和分众都有新公告，老唐简单点评几句。

海康是业绩快报，净利润 113 亿，增长 20.46%。其实在老唐 2018 年 10 月 20 日发表的《聊聊 2200 亿的海康》一文里，就一一回答了当时市场弥漫的主要看空观点，包括贸易战制裁、华为竞争、行业空间、应收账款等，也提出我的观点：2200 亿的海康比 2017 年五一老唐发表《王者海康》时更强大，更值得投资了（2200 亿市值刚好是大底，纯属狗屎运，绝非老唐有什么抄底秘籍）

同时，实际上我在文中已经给出了对 2018 年净利润的预测值，看截图



通过：

2018 年净利润×1.22^3=200 亿

2018 年净利润×1.15^3=165 亿

2018 年净利润×1.10^3=140 亿

可知，老唐估算的 2018 年净利润约为 105~110 亿之间。目前快报 113 亿，略高于老唐预期。

分众是员工持股计划和改变回购用途和金额。这个略偏利好，但影响很小。

说它偏利好，是指核心员工愿意在这个价位进来和股东同舟共济，且人均金额不小——不计算现任董秘的 2000 万，人均也超过 280 万，不是小数字。无论是借款、锁定还是利益共享，总体来说对加强核心团队稳定性有帮助，所以老唐说略偏利好。

说影响很小，主要是金额上限就三亿，无论对公司股本结构还是对资本市场影响都很小。至于回购计划从「不超过 30 亿」，修改为「不低于 15 亿，不高于 20 亿」，只是按照交易所规定细化，表达的更清楚而已，实质无变化。这代表着公司还将回购价值 4 亿元到 9 亿元的股份。

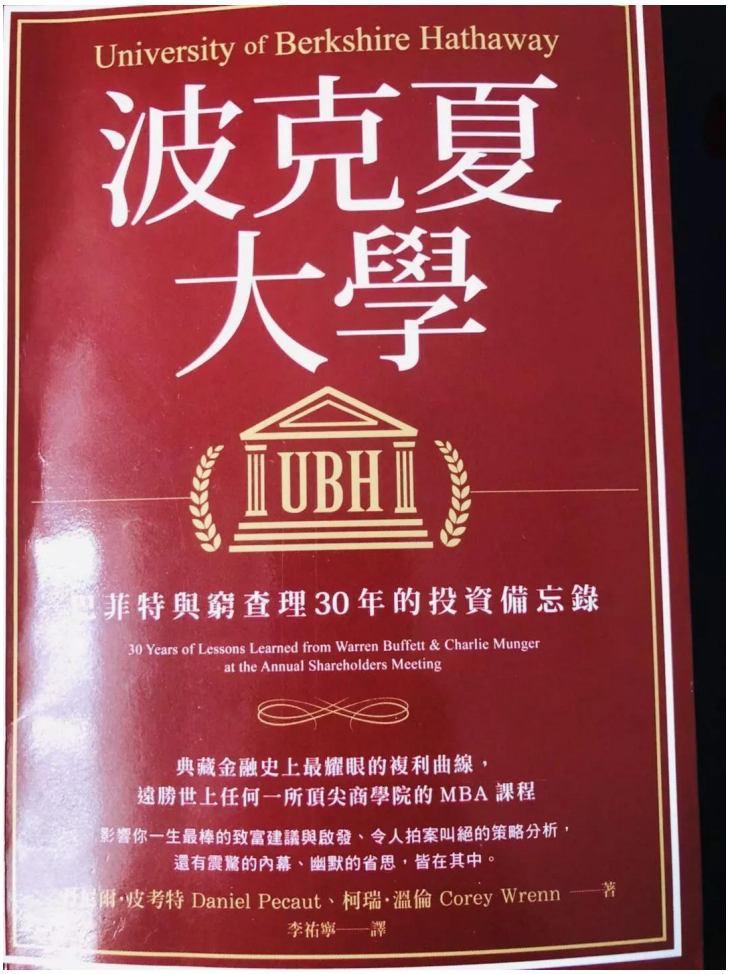
回购股份的用途，这次更清晰了。记得之前有人在某篇文章下面问过老唐，问分众回购的股份究竟是用于股权激励还是会注销。我当时回答说「暂时没有明确，但推测是用于股权激励的概率大，注销的可能性小」。

算是明确了，回购的股份将用于员工持股或股权激励。意料之中的事情，而且在股权激励作价方面，

我挺放心江南春这个人的。他是出了名的抠（这次回购时机也很好的展示了这一点），公司每一块钱里，有两毛三是他的，他比我会计较，交给他决定就是了

回顾完投资情况，给大家推荐几本春节前后看过的好书。

推荐 1：《波克夏大学》，京东当当亚马逊都有售，不过由于是台版书，偏贵，最便宜的京东自营也要卖 160 多。鉴于这个题材的书，国内尚没有，我认为即便此价也是物超所值。



该书逐年记录了巴菲特和芒格两人，在伯克希尔（台湾人翻译为波克夏）股东大会上的发言和回答股东提问时的要点，以及当年伯克希尔的重要交易、股价及公司净资产等历史数据。

时间跨度 30 年，自 1986 年至 2015 年，作者是两个人：皮考特和温伦。

皮考特是 1979 年毕业的哈佛大学经济学博士，毕业后继承了老爹的证券公司。皮考特在 1982 年接触到价值投资思想，并很快以 2570 美元的价格买下 1 股伯克希尔的股票，自 1984 年开始参加伯克希尔的年度股东大会（与现在动辄数万人参会不同，1984 年参会人员仅 300 人左右），聆听巴菲特和芒格的教诲。

从 1986 年起，皮考特决定将参加大会所记录的相关材料，编成简报寄给皮考特投资公司的客户和朋友，本书的材料就来自于这些历史简报。

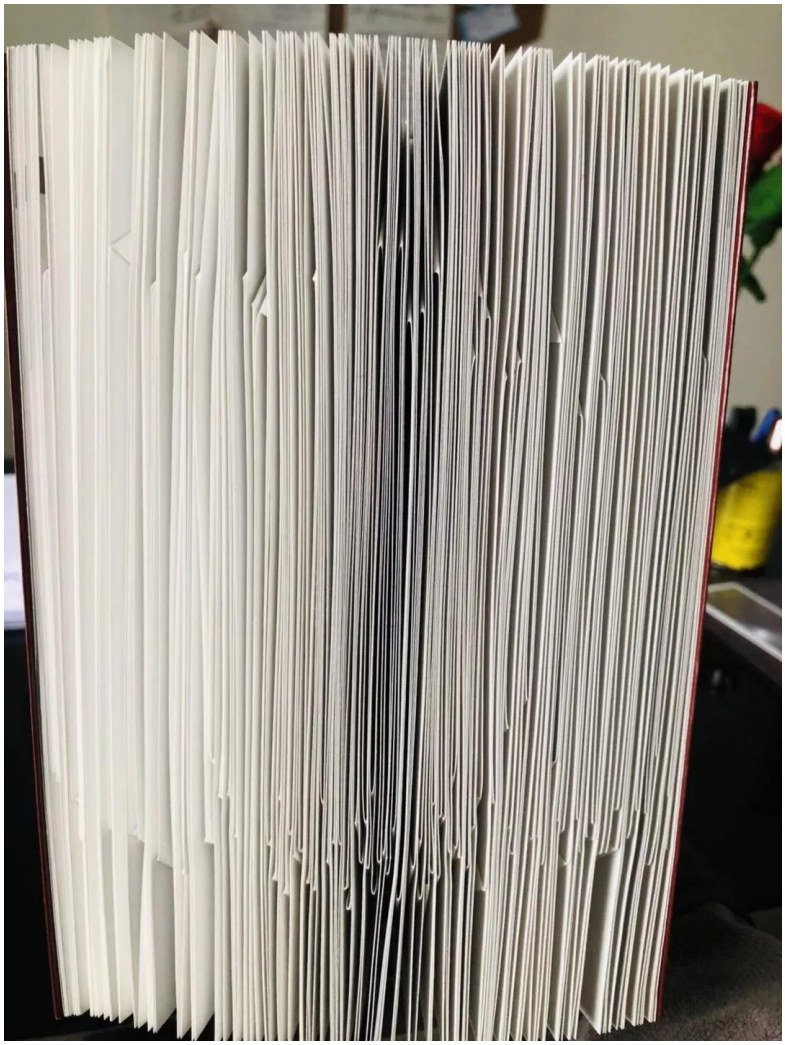
而另一位作者温伦，是皮考特的朋友。温伦从 1983 年到 1992 年在伯克希尔公司审计部工作，职位是内部审计员。温伦和另外六七名员工一起，负责审计伯克希尔下属子公司的财务报表，并为巴菲特整理他所需要的相关财务数据表格。

1992 年，温伦离开伯克希尔，成为皮考特投资公司的合伙人，担任投资副总裁兼财务总监。

从这两个人的背景可以看出，这两位是价值投资的内行，并实时跟踪巴菲特与芒格超过 30 年的时间

跨度。因此，他俩记录和整理的资料里，有部分事实和言论，是别处没有或比别处更详细的。

老唐准备抽空将其中部分内容整理出来，所以在读书过程中，遇到有价值的东西，就先折页标记。结果，这本书被我折成酱紫：



书是繁体字。读繁体字费劲或者没时间的朋友，也可以等老唐整理出来的摘要。

不过，最快也要下半年，因为就在十来天后，老唐准备陪同我家领导自驾出游。这次的目标是中国北方，耗时估计和 2017 年游中国南部差不多，大约三个来月，三月初出门，六月初回家。

走之前，老唐得赶紧把前面答应的芒格坑填了（别催，就这两周肯定搞定），所以暂时还顾不上这本。等不及的就买书看吧，老唐保证你不会后悔。

当然，老唐也期望有人整理出笔记发给我。会有吗？会吗？

推荐 2：《光荣与梦想》四卷

光荣与梦想（套装共 4 册）

作者：[美]威廉·曼彻斯特（William Manchester）

这套书很有名，堆在书架上很久，一直没抽出时间看。春节期间终于忙里偷闲看完了。至于评价，我直接截图当时发在朋友圈的感受吧！



很少见历史书写这么好的，强烈推荐。也正是这本书里谈到的一些内容，触发了阅读了下面的另一本好书。

推荐 3：《美国宪政历程：影响美国的 25 个司法大案》

美国宪政历程——影响美国的 25 个司法大案

作者：任东来　陈伟

通过阅读这本书，以前脑海里许多疑问都解开了，自认对宪政和民主的认识加深了不少。只是，这些东西不方便在这儿聊，跳过吧！

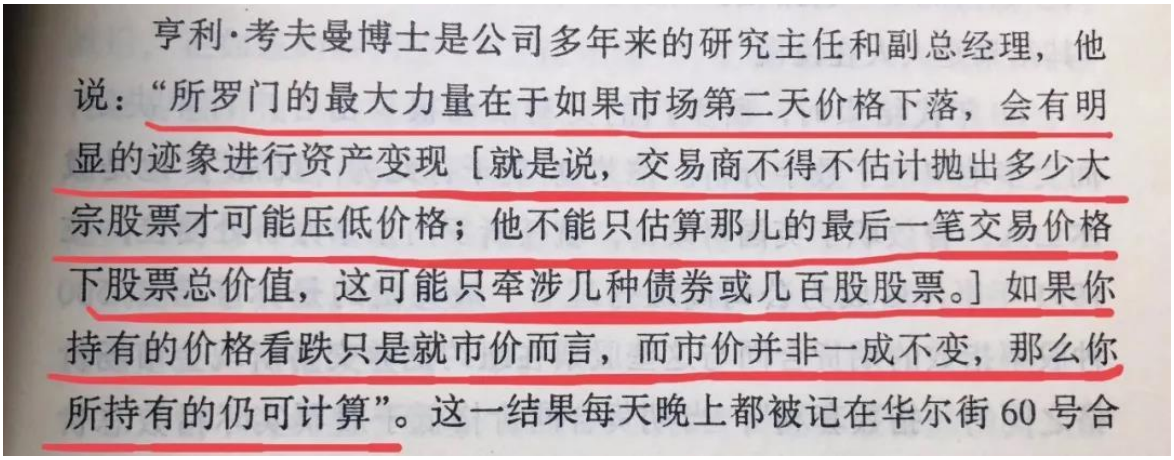
阅读这本书，能够更全面地理解美帝三权分立的政治体系，以及精英们对历史进程的推动和改变。能够看到一部活的法律变迁史，看到活的人权变迁史。但这还不是它的主要价值，老唐觉着，阅读这本书还有以下现实价值：

- 能增强我们对未来的信心，因为你会发现就在短短几十年前，美帝也曾经那么糟过，甚至有些地方远远比不上今天的天朝（我不是说经济和财富，就是说人权）；
- 跟随这些大案中持不同意见的律师和法官的推理，对提升逻辑思维能力大有裨益。天才们在山重水复疑无路里，反手一刀，劈出一片柳暗花明，让人拍案叫绝。同时难免自卑：我怎么想不到这点呢？是，这次咱们不够聪明，没想到，但读过本书后，下次遇到同类问题，谁也挡不住我找到那条路，对吧？
- 能够深刻理解很多事情并非如表面看上去那么对错分明。两个意见完全相反的人，或许都是对的，只是因为他们站在不同的角度，有着不同的价值观或关注点。这个认识加深一层，可能线下线上的脾气都会变的更好点儿吧！哈哈

千万不要以为老唐把读过的书都拿出来推荐给你。老唐假期里还看过一本奇烂无比的书。奇烂无比主要形容翻译水平，因为原文水平究竟如何，我也不知。

书名忘了。只记得先遇到一处买卖「银行家承认书」的，想半天估计应该是「银行承兑汇票」。

紧接着，又遇到了下图，然后就直接丢垃圾桶了。


亨利·考夫曼博士是公司多年来的研究主任和副总经理，他说："所罗门的最大力量在于如果市场第二天价格下落，会有明显的迹象进行资产变现［就是说，交易商不得不估计抛出多少大宗股票才可能压低价格；他不能只估算那儿的最后一笔交易价格下股票总价值，这可能只牵涉几种债券或几百股股票。］如果你持有的价格看跌只是就市价而言，而市价并非一成不变，那么你所持有的仍可计算"。这一结果每天晚上都被记在华尔街 60 号合

谁能读懂这段话？谁能懂，老唐「中翻中」翻译官的帽子交给谁

我觉着，就这翻译水平，就算不归入谋财害命，也应该算浪费纸浆、破坏环保大业

书之外的东西，《流浪地球》和《疯狂的外星人》已经刷屏，不用老唐聊。推荐一部新美剧：《黑色星期一》，讲 1987 年 10 月 19 日世界性大股灾前后发生在华尔街的资本故事。

刚到第一季前三集，熟肉链接我放在文末的阅读原文，点击过去就能下载。故事挺精彩的，坑貌似也挖的很大，有看头。不过要注意，脏话很多且真的很脏，还有微量未成年人不宜镜头，需要避开孩子，你懂的……

开工开工，大家一起开工。我明后天还有两个聚会，之后就可以安心码芒格了。

假期里写了《价值投资实战手册》读书笔记的，可以将链接留在本文下面。正在读的，抓紧写哦：不把思想写下来，不会清楚的知道自己究竟想的是什么

第527篇.　　2019.2.18-《价值投资实战手册》读书笔记07——@dehufeng

dehufeng　唐书房　2019-02-18

老唐注：上一篇文章留言区里，又有 30 多位读者留下自己的读书笔记链接。水准整体很不错，其中大约有七八篇很有特色，今天先分享三篇给大家。

第一篇来自@dehufeng（即本文）　。本文除和其他朋友一样谈了自己读书的相关体会之外，额外还有两点特色：一是作者完整阅读了前面六篇读书笔记，并分享了体会和营养；二是分享了一份脑图笔记。

第二篇来自@永恒 DI（今日次条），你点开次条，一分钟之内就会明白该文为何会入选，而且你可能会砰砰砰点击十多次「另存为」具体是啥，拒绝剧透，自己去看。

第三篇来自@清波　（今日第三条），该文提出了一个有底层逻辑的价值投资量化模型及回测数据，供感兴趣的朋友参考。

以上三位作者的原文链接，我都放在对应文章底部的"阅读原文"上，有讨要资料和交流需求的，点击过去单独勾兑

请三位作者留下收货地址（如果选择手财+手册签名书套装），或者微信号（如果选择加老唐微信），谢谢

在书房推送过的读书笔记，我做了合集。任何时候向书房发送"笔记"或"读后感"，即可提取合集

目录。

说个题外话：京东最近搞活动，满百减 50 元现金。虽然京东很鸡贼地把标价提高了，比如《价值投资实战手册》从之前的 41.2 元，提高为 56.8 元，但由于凑满 100 元后直接减 50 元，还是非常划算。

我昨天发现过后，就在书房给大家推送了一个通知，说肉测过「手财+手册组合只需要 53.4 元就可以拿下」。大家薅羊毛的劲儿很足，半日内手财和手册就给薅没了。

问过出版社，说今天会以最快的速度补货。京东的这个活动据说还要持续几天（究竟几天我也不知），需要的朋友可以等有货后再薅。

然而，昨天通知过后，后台收到了好多让老唐产生歉疚感的信息。至少有十位以上的朋友，是点了老唐给的链接，然后就直接付款 56.8 元，再来问老唐“是不是这样就可以收到套装？”“套装有没有签名？”

欲哭无泪。不是老唐搞活动，是京东，老唐只是看见薅羊毛的机会，给大家吼一嗓子。京东的活动是满百减 50 元，所以手财+手册=103.4-50=53.4 元。单买手册不满百，结果你少拿一本书，还要多给 3.4 元。

老唐附上的链接是手册的，直接点击购买按键就可以过去，但京东没有组合好的手财+手册套装，要自己动手放进购物车的！

价值投资实战手册

作者：唐朝

也不一定非要是老唐的书，你拿你想买的任何书组合满 100 都可以。

再回答一个很多新朋友问的问题：《手把手教你读财报 2：18 节课看透银行业》**不是**《手把手教你读财报》的**升级版**，它们是两本完全不同的书。如果你不是对银行股感兴趣，《手 2》可以不买的。

《手把手教你读财报》则是投资者必备书籍。老唐可以骄傲的说，只要是对投资感兴趣的，不管你是对财务一无所知，还是本身就是财会人士，这本书都需要来一本的。不管你有没有基础，对财务感不感兴趣，只要你准备在股市投钱，财报这关始终躲不过的。

手把手教你读财报

作者：唐朝

手把手教你读财报 2：18 节课看透银行业

作者：唐朝

老唐写的书，就**只有以上三本**，其他搭车的各种套装，不是老唐写的哦

以下是@dehufeng 笔记原文。

一口气看完了这本书，非常过瘾。写这篇读后感时，却隔了几天。这几天，一直在想几个问题。以下，就以问答的形式来完成这篇读书笔记。

一、老唐为什么能源源不断的输出？

从手一到手二，再到这本新书，且本本都是精品。细想来，大概有这么几个原因：

其一，肚子里有货。这就像他平时经常讲的笑话，“怀才就像怀孕，不可能长久地隐瞒”。

其二，兴趣与好奇心。“兴趣是最好的老师”，不然不会有持久的动力；而好奇心是兴趣的先导，保持一颗好奇的心才能保持旺盛的求知欲。所谓“知识的海洋越大，无知的海岸线越长”。

其三，输出倒逼输入。散打巴菲特系列，就是典型的例子。每一篇，基本都是从一本乃至多本巨著中

的提取的精华，然后加上自己的思考，内化为自己的知识。伴随着时间的积累，知识也会产生复利，自然雪球越滚越大。

二、序言中提到，“所谓‘知易行难’，其实是没有‘真知’。真知，行不难。”那么，难的是什么？

其实答案是显而易见的，难的是“真知”。真知，从“道”的层面，需要正确面对股价波动；从“术”的层面，需要学会给企业估值。能给企业估值的前提是，要能够看得懂企业，否则就是盲人摸象。

第一层，只要能够彻底想明白“股权这种财富形态，它的价值取决于它的盈利能力。旁人的情绪性出价，只可利用，绝不可作为投资决策依据”，执行起来并不难。当然看似不难的第一层，也足以过滤掉大多数人。

第二层，要能明白企业的商业模式，要能理解企业靠什么阻挡竞争对手，确定性几何，天花板在哪里……只能硬啃，没有捷径。尤其一开始，会感觉格外难。然而这就像学习游泳，如果不下水，一辈子都不会游泳。

我们看到老唐在分析茅台、腾讯、分众等企业时，所用资料信手拈来。然而我们没有看到他为了储备白酒类企业知识时阅读的认真样；没有看到他整理腾讯投资企业时的一丝不苟；也没有看到他深挖会计知识和银行知识时的艰涩……所以说，看懂企业没有捷径，得下功夫。

三、从其他人的读书笔记中，学到了什么？

第 1 篇从企业分析案例中，总结了投资者应该具备的素质，如“见微知著”、“理性客观”、“批判性思维”和“经营者视角”。

第 2 篇结合海康的分析，总结提炼了老唐分析企业时的思路与方法。

第 3 篇，提炼了“二要和三不要”的方法论，结尾以巴菲特和儿子霍华德关于农场的态度，得出“人跟人不一样，正确评估自己很重要。”的思考。

第 4 篇，从资产的比较，上升到人生的选择。“人生，就是不断的将你的健康、家庭、朋友、权力、金钱、房产等等一切，放在你总体财富的天平上进行比较。”

“一生在做的就是不断留下你认为更大的财富、替换掉更小的财富，从而换得总财富的不断增加。而对于已经到达食物链顶端的阶层，不管潮起潮落，追求的底线就是在整个社会的相对排名不往后掉即可。”

第 5、6 篇，通过分享切身的投资实践，得出走在正确的路上的重要性。通过阅读后两篇读书笔记，感觉我们都是普通人，甚至大多数都是笨人。因为很难做到“看别人吃一堑，让自己长一智”，更多的是在自己实实在在的吃了一堑之后，才长了一智。然而，也许正是因为如此，体会才会更深刻。

四、企业分析章节，分析的思路变化多端，不变的是什么？

在分析企业的章节，有从投资入手的，有从高管履历怀疑的，有从存货突破的……看似变化多端，那么，不变的是什么？

第一，选股的思路没有变。套用巴神的话说，“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。

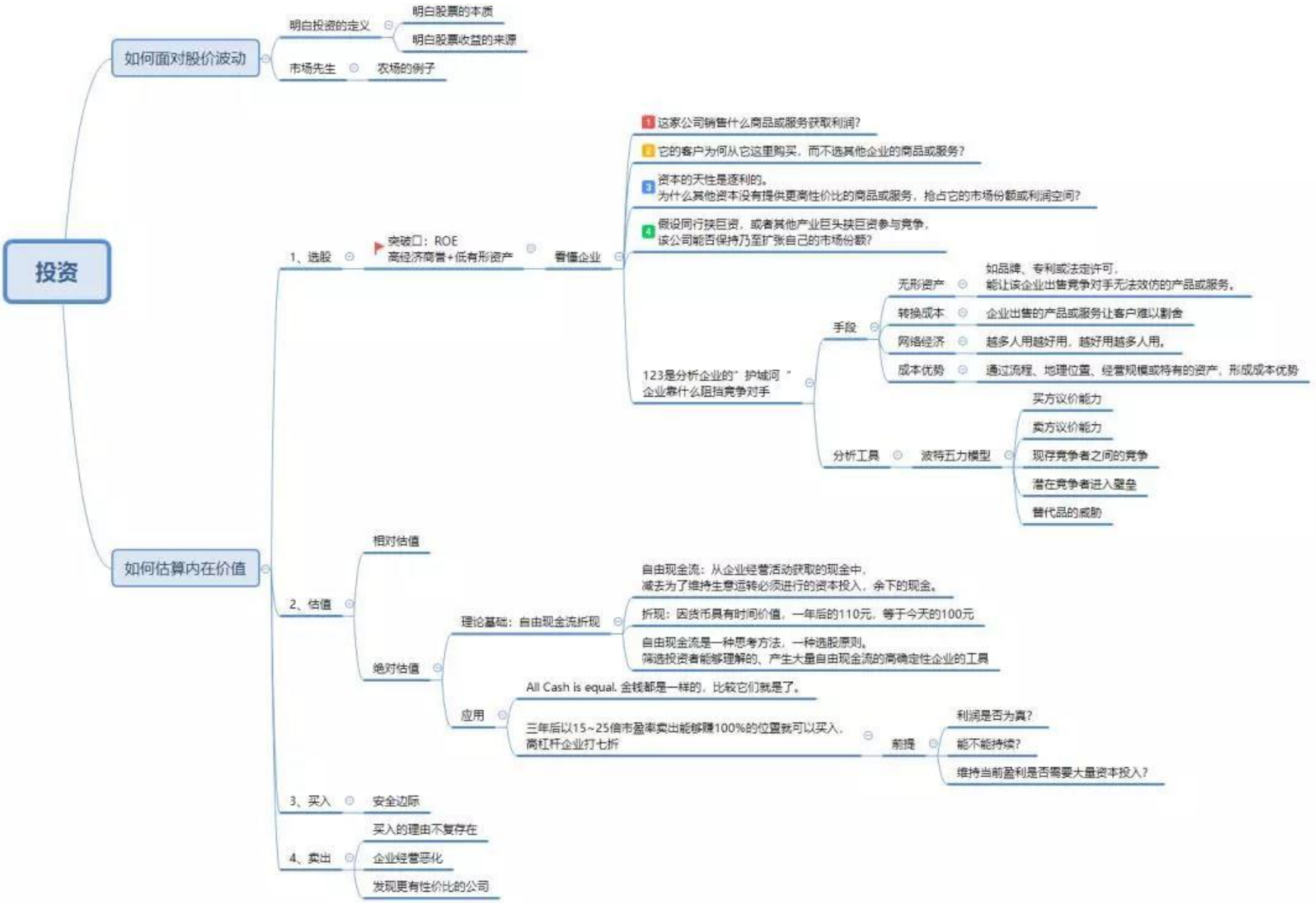
当这些条件全部具备时，如果再能以一个合理的价格买进，那么出错的机会是很小的”。所有入选的企业，其实有共同的特征，比如有宽阔（较宽阔）的护城河、优秀的管理层、维持当前利润不需要太多投入等等。

第二，怀疑的态度没有变。在分析具体企业时，凡是遇到问题，一定弄清个究竟。不论是查找财报还

是搜索引擎，要诀就是顺藤摸瓜，打破砂锅问到底。疑罪从有，别忘了手一的副标题——“财报是用来排除企业的”。

第三，估值方法没有变。“三年后以 15~25 倍市盈率卖出能赚一倍，高杠杆企业打七折”。不分行业，不论出身（国企或民企）。

五、如果合上书，能不能画出一个提纲挈领式的思维导图？


投资
如何面对股价波动
明白投资的定义
明白股票的本质
明白股票收益的来源
市场先生
农场的例子
如何估算内在价值
1、选股
突破口：ROE
高经济商誉+低有形资产
看懂企业
1 这家公司销售什么商品或服务获取利润？
2 它的客户为何从它这里购买，而不选其他企业的商品或服务？
3 资本的天性是逐利的。
为什么其他资本没有提供更高性价比的商品或服务，抢占它的市场份额或利润空间？
4 假设同行挟巨资，或者其他产业巨头挟巨资参与竞争，
该公司能否保持乃至扩张自己的市场份额？
123是分析企业的"护城河"
企业靠什么阻挡竞争对手
手段
无形资产
如品牌、专利或法定许可，
能让该企业出售竞争对手无法效仿的产品或服务。
转换成本
企业出售的产品或服务让客户难以割舍
网络经济
越多人用越好用，越好用越多人用。
成本优势
通过流程、地理位置、经营规模或特有的资产，形成成本优势
分析工具
波特五力模型
买方议价能力
卖方议价能力
现存竞争者之间的竞争
潜在竞争者进入壁垒
替代品的威胁
2、估值
相对估值
绝对估值
理论基础：自由现金流折现
自由现金流：从企业经营活动获取的现金中，
减去为了维持生意运转必须进行的资本投入，余下的现金。
折现：因货币具有时间价值。一年后的110元，等于今天的100元
自由现金流是一种思考方法，一种选股原则。
筛选投资者能够理解的、产生大量自由现金流的高确定性企业的工具
应用
All Cash is equal. 金钱都是一样的，比较它们就是了。
三年后以15~25倍市盈率卖出能够赚100%的位置就可以买入，
高杠杆企业打七折
前提
利润是否为真？
能不能持续？
维持当前盈利是否需要大量资本投入？
3、买入
安全边际
4、卖出
买入的理由不复存在
企业经营恶化
发现更有性价比的公司

就写这么多，“纸上得来终觉浅，绝知此事要躬行”。

再次感谢老唐，祝新春快乐，猪年诸事如意！

第528篇.　　2019.2.18-《价值投资实战手册》读书笔记08——叶玲佩

永恒 DI　唐书房　2019-02-18

通过这两年对投资的深度了解，渐渐对投资是什么有了一个清晰的认识，也一直希望身边的亲戚朋友也能加入，不再单纯依靠打工收入来源，实现钱生钱的门道。

但是大家对投资似乎都存在偏见：太复杂了、现在没钱投资、风险太大。

我想说，投资是一生中必须要学习的技能之一，且不需要很多努力和技巧就能学会。投资最重要的是心态，是你对投资的看法，是你对投资的期望。

因为学习了老唐的投资理念，也给家人做了分享，家人很放心的把家底都拿出来，让我理财。感谢老唐无私奉献，让我走上一条光明大道。

下面就分享一下老唐的精髓，因为个人比较喜欢用图形化方式表达，就用 ppt 形式展示：



投资的本质是让你所拥有的购买力增加，是为了未来更有能力消费而放弃今天的消费
投资是一件选择比努力更重要的事情

现金	银行存款	货币基金	股票
		余额宝、余利宝 零钱通	
购买力确定会不断减少的资产 • 1991年1元人民币，2014年实际购买力大幅缩水为0.37元 • 20年间年化为-4.1%（通货膨胀）	**购买力也会不断减少的资产** • 活期年化一般为0.35%，扣除通货膨胀后为-3.75% • 银行搞活动才有的定期理财产品年化在3.6%~4.5%左右	**有时仍然无法赶超通货膨胀** • 年化一般为2.5%~5%，扣除通货膨胀后为-1.6~0.9% • 实时存取	**股票是最好的资产** • 1991~2014年，扣除通货膨胀后中国股票深市年化11.2%，沪市年化10.1% • 1802~2012年，扣除通货膨胀后美国股票年化6.59%

优秀股权的投资回报是最高的，远高于其他投资手段，甚至超过北京的房价涨幅

1994年~2018年的24年时间跨度为参照
1994年投入20万元为投资起始资金
到2018年6月30日止对比最终投资回报

购买理财产品
年化**5%**计算，24年后本利合计**64.5万元**



购买黄金
1994年约112元/克，购买1785.7g黄金，2018年约270元/克，价值**48万**，年化**3.72%**



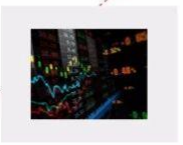
购买二三线城市房产
两套100平米加装修出租，24年后合计**240万**，年化**10.91%**



购买北京房产
全款购买一套45平米加装修出租，24年后合计**325万**，年化**12.32%**



按揭购买北京房产
按揭购买一套45平米加装修出租，24年后合计**1000万**，年化**17.7%**



购买中等偏上企业的股权
例如泸州老窖股权，分红再投入，市值**1292万**，年化**18.97%**

股权属性是一种资本投入行为，创造财富、税收、就业，提升社会生产力，可预测性强；交易属性由供求决定，难以预测。普通投资者放弃猜人心的票模式投机，做大概率成功的股模式投资

股：船的一部分

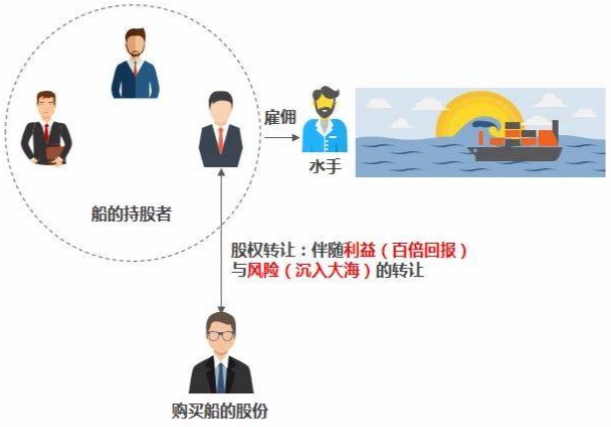
股模式：国际贸易以返航回报为获利来源



每位船主或赚百倍或血本无归　　每位船主确定赚50倍

票：交易的媒介

票模式：追求买与卖之间差价



企业就是船，股市投资一定获利的逻辑来源于1和2，你仿佛位于水面不断上升的池塘，只需要平均水平的智商、知识和运气，就能确定获得稳定的投资回报；3由于印花税和佣金的存在，整体是亏损的这是确定的，当然也存在少部分人获利甚至是暴利。你选择哪一种？

股票收益来源

1 企业经营增值



净资产收益率大于12%的企业盈利能力 > 所有上市公司盈利能力的平均水平 > 全社会所有企业盈利能力平均水平 > 国家GDP增长速度 > 长短期债券 > 现金及货币基金

- GDP(国内生产总值)指一个国家(或地区)一定时期内生产的全部最终产品和服务的交易价格总和。
- GDP由四种主体创造和分享：**政府税收、个人收入、捐赠和服务中介费、企业盈利。**
- GDP持续增长过程中，**企业的利润也是持续增长的**，且高于个人和中间组织。
- 1995-2014年，我国**全部企业**的净资产收益率保持年均近**10%**，同期**上市公司**的净资产收益率年均大于**12%**。

2 增发新股或IPO融资



- 在我国股票市场，首次发行新股上市以及上市后的增发新股，**基本都是以远高于净资产的价格发行**，给老股东带来巨大的投资回报。
- 拆分旗下资产或子公司独立上市，将公司某一块资产拔出来高价卖掉部分股权，原股东也会获得巨大的财富增长。

3 股价波动



- **股市最诱惑人的就是短期内的无序波动，几百年来无数顶级聪明人花费心血，力图找到股价波动的规律，却没有任何证据证明某人通过股价波动获得持续成功。**理论上说，只要把握一种股价波动的方法，实现每个月高抛低吸获利10%，靠10万本金，也能在10年变成百亿富翁，登上福布斯排行榜。
- “华尔街之父”“证券分析之父”本杰明·格雷厄姆和宏观经济学创始人约翰·梅纳德·凯恩斯都曾写下**依靠股价波动不可行**的观点。

《聪明的投资者》“投资有一项特色，不为一般人所认同：门外汉只需要少许的能力和努力，便可达到令人敬佩的甚至非常可观的收益。如果你希望稍微改善正常的绩效，而在你的投资策略中加入一点额外的知识和技巧，你会发现自己反而陷入了一种糟糕的境地。”

股票的投资回报率不仅确定且最高，那么最简单、省事儿、稳妥的投资就是把所有股票全部买下来——指数基金

指数基金介绍

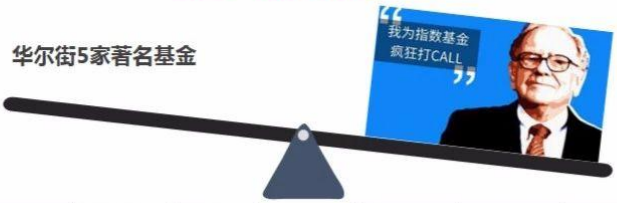
- **沪深300指数基金：**大家把钱凑在一起，按比例购买沪深300成分股的基金
- **中证500指数基金**

指数基金优势

- **交易费用低：**每只个股及其权重都是公开的，不依赖基金经理选股和择时买卖。指数成分股不经常变更，很少有交易产生，交易佣金、印花税费用低。
- **挂钩同一指数的任何基金公司产品基本无差别。**
- **追求的是搭上人类经济持续增长的顺风车，股模式，追求商品交换获得回报。**

为期十年的百万美金赌局

华尔街5家著名基金



Year	Fund of Funds A	Fund of Funds B	Fund of Funds C	Fund of Funds D	Fund of Funds E	S&P Index Fund
2008	-16.5%	-22.3%	-21.3%	-29.3%	-30.1%	-37.0%
2009	11.3%	14.5%	21.4%	16.5%	16.8%	26.6%
2010	5.9%	6.8%	13.3%	4.9%	11.9%	15.1%
2011	-6.3%	-1.3%	5.9%	-6.3%	-2.8%	2.1%
2012	3.4%	9.6%	5.7%	6.2%	9.1%	16.0%
2013	10.5%	15.2%	8.8%	14.2%	14.4%	32.3%
2014	4.7%	4.0%	18.9%	0.7%	-2.1%	13.6%
2015	1.6%	2.5%	5.4%	1.4%	-5.0%	1.4%
2016	-3.2%	1.9%	-1.7%	2.5%	4.4%	11.9%
2017	12.2%	10.6%	15.6%	N/A	18.0%	21.8%
Final Gain	21.7%	42.3%	87.7%	2.8%	27.0%	125.8%
Average Annual Gain	2%	3.6%	6.5%	0.3%	2.4%	8.5%

投资需要我们穿透股价的干扰，关注企业的内在价值；我们需要利用股价的波动，而不是让股价波动影响我们的情绪和行为

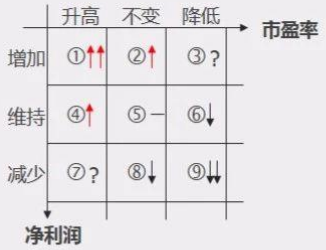
市盈率（PE）= 股价（P）/ 每股盈利（EPS）

↓

股价（P）= 市盈率（PE）x 每股盈利（EPS）

↓ 乘以总股本

公司市值 = 市盈率 x 净利润



钱从哪里来：①②④

①：戴维斯双击

投资者画像

1.来股市花钱打发时间

- 没有投资体系，将股市视为博彩
- 依赖别人分享股票代码
- 主要包括亲戚朋友、传说高手、网络神人、电视股评家、券商员工、媒体写手等

2.赚取市盈率变化的钱

- 在持股短期内企业利润不会发生大的变动，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，上图④
- 网格交易派、PE位置决定仓位派、热点派、新闻联播派、宏观牛熊派

3.赚取企业净利润变化的钱

- **以伴随企业成长为核心，以收获市盈率变化为意外，注重行业前景、企业财报、同行竞争等领域的深度研究，上图①②**
- 以企业重组，利润水平即将发生根本性逆转为前提进行投资

投资需要我们懂得选择优质企业，才有办法判断交易是否应该发生，而不是交易发生后听天由命

如何选择优质企业

- 步骤一：选择长时间维持较高的净资产收益率的企业
- 步骤二：思考为什么同行或者其他资本没有参与竞争，抢走他的超额利润。企业具有哪些特殊的资源：能干的管理者、很难模仿的独特产品、品牌或其他无形资产、地理条件、规模门槛
- 步骤三：这些资源未来能够保持乃至越来越强大

优质企业具有的特性

被需要



很难被替代



价格不受管制



分析企业的绝佳助手：波特五力模型



选股的规则

- 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
- 拒绝在高市盈率水平买入
- 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

选择优质企业就是选择高经济商誉的企业，只有拥有无法用金钱填平的护城河，才能为企业带来丰厚的利润

通过净资产收益率指标寻找高经济商誉的企业

（净资产A + 经济商誉G）x 无风险收益率N = 净利润 = 净资产A x 净资产收益率ROE

G = （ROE/N - 1）x A

经济商誉G：不记录在企业资产负债表上，但却能够为企业带来利润的隐蔽资产

无风险收益率N：国债、AAA级债券收益率、银行保本理财产品收益率

- ROE与G成正比，ROE越大，G越大；ROE越小，G越小，ROE<N时，G为负。
- 公司财务报表中用很少的净资产就创造很高的利润（ROE很高），代表一定有些什么能带来收入的东西，没有被记录在财务报表上
- **ROE就像路标，指引发现那些具有高经济商誉+低有形资产的企业。**
- 拥有金钱无法购买的经济商誉，企业才有成为伟大企业的可能性。

能力圈原则的核心不在于投资者懂多少企业，而在于如果无法确定自己能够理解该企业，就坚决不去投资



只在①买入，②卖出，其他区域不动

明显的定义：

格雷厄姆：股票买点为收益率高于无风险收益率两倍

巴菲特：如果国债收益率为2%，那么收益率低于4%的企业我们是不会投的

老唐：若没有一倍以上空间，就算不上明显，如果当前产品收益率5%，那么预期收益率10%的产品才构成转换吸引力

理解一家企业，需要问自己这四个问题：

1.这家公司销售什么商品或服务获取利润？

2.它的客户为何从它这里购买，而不选其他机构的商品或者服务？

3.资本的天性是逐利的，为什么其他资本没有提供更高性价比的商品或服务，抢占它的市场份额或利润空间？

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？

老唐实战估值：三年后以15~25倍市盈率卖出能够赚100%的位置就可以买入，高杠杆企业打七折

前提看懂企业

- 利润为真否？
- 可否持续？
- 维持当前盈利需要大量资本投入否？

假设

- 企业永续增长率为无风险收益率，假设为4%
- 折现率为两倍无风险收益率，即8%
- 自由现金流约等于净利润
- 2018年净利润为100
- 未来三年净利润分别为120、140、180

按照两段式折现法计算企业今日价值

前段逐年估算自由现金流数值的折现

$120/104\% + 140/104\%^2 = 245$

后段采用“价值=自由现金流/（折现率－永续增长率）”的折现

$180/(8\% - 4\%)/104\%^3 = 4000$

预留50%安全边际，买入点在4245/2=2123

老唐简化估值法

180/4% = 4500

买入点在4500/2=2250



- **以上公式作为一种选股原则，是将大部分企业拒绝在股票池之外的工具**
- **坚持长期投资的思考方式，至少三年时间去看待企业内在价值的变化**
- **认定自己会有估算错误的时候，坚持安全边际要求**

以长期或永恒的视角看待投资，资产的转换过程就是一个比较的过程，选择明显较高的那种持有

现金

货币基金

指数基金



贵州茅台

泸州老窖

海康威视

其他资产

复利的威力堪称世界奇迹，学习让时间做你的朋友

初始资金1万元，横轴是利率，纵轴是时间

	0.3%	1%	3%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%
0	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
1	1.00	1.01	1.03	**1.05**	**1.10**	**1.15**	**1.20**	**1.25**	**1.30**	**1.35**
2	1.01	1.02	**1.06**	1.10	1.21	1.32	1.44	1.56	1.69	1.82
3	1.01	1.03	1.09	1.16	1.33	1.52	1.73	1.95	2.20	2.46
4	1.01	1.04	1.13	1.22	1.46	1.75	2.07	2.44	2.86	3.32
5	1.02	1.05	1.16	1.28	1.61	2.01	2.49	3.05	3.71	4.48
6	1.02	**1.06**	1.19	1.34	1.77	2.31	2.99	3.81	4.83	**6.05**
7	1.02	1.07	1.23	1.41	1.95	2.66	3.58	4.77	**6.27**	8.17
8	1.02	1.08	1.27	1.48	2.14	3.06	4.30	**5.96**	8.16	11.03
9	1.03	1.09	1.30	1.55	2.36	3.52	5.16	7.45	10.60	14.89
10	1.03	1.10	1.34	1.63	2.59	4.05	**6.19**	9.31	13.79	20.11
11	1.03	1.12	1.38	1.71	2.85	4.65	7.43	11.64	17.92	27.14
12	1.04	1.13	1.43	1.80	3.14	5.35	8.92	14.55	23.30	36.64
13	1.04	1.14	1.47	1.89	3.45	**6.15**	10.70	18.19	30.29	49.47
14	1.04	1.15	1.51	1.98	3.80	7.08	12.84	22.74	39.37	66.78
15	1.05	1.16	1.56	2.08	4.18	8.14	15.41	28.42	51.19	90.16
16	1.05	1.17	1.60	2.18	4.59	9.36	18.49	35.53	66.54	121.71
17	1.05	1.18	1.65	2.29	5.05	10.76	22.19	44.41	86.50	164.31
18	1.06	1.20	1.70	2.41	5.56	12.38	26.62	55.51	112.46	221.82
19	1.06	1.21	1.75	2.53	**6.12**	14.23	31.95	69.39	146.19	299.46
20	**1.06**	1.22	1.81	2.65	6.73	16.37	38.34	86.74	190.05	404.27

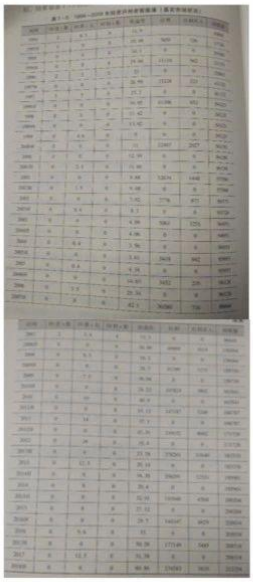
初始资金1万元，定期再投入1万元，横轴是利率，纵轴是时间

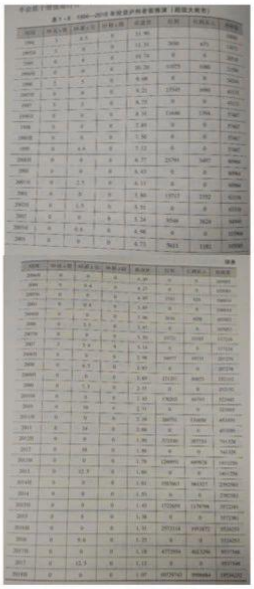
	0.3%	1%	3%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%
0	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
1	2.00	2.01	2.03	2.05	2.10	2.15	2.20	2.25	2.30	2.35
2	3.01	3.03	3.09	3.15	3.31	3.47	3.64	3.81	3.99	4.17
3	4.02	4.06	4.18	4.31	4.64	4.99	5.37	**5.77**	**6.19**	**6.63**
4	5.03	5.10	5.31	5.53	**6.11**	**6.74**	**7.44**	8.21	9.04	9.95
5	**6.05**	**6.15**	**6.47**	**6.80**	7.72	8.75	9.93	11.26	12.76	14.44
6	7.06	7.21	7.66	8.14	9.49	11.07	12.92	15.07	17.58	**20.49**
7	8.08	8.29	8.89	9.55	11.44	13.73	16.50	19.84	**23.86**	28.66
8	9.11	9.37	10.16	11.03	13.58	16.79	**20.80**	**25.80**	32.01	39.70
9	10.14	10.46	11.46	12.58	15.94	**20.30**	25.96	33.25	42.62	54.59
10	11.17	11.57	12.81	14.21	18.53	24.35	32.15	42.57	56.41	74.70
11	12.20	12.68	14.19	15.92	**21.38**	29.00	39.58	54.21	74.33	101.84
12	13.24	13.81	15.62	17.71	24.52	34.35	48.50	68.76	97.63	138.48
13	14.28	14.95	17.09	19.60	27.97	40.50	59.20	86.95	127.91	187.95
14	15.32	16.10	18.60	**21.58**	31.77	47.58	72.04	109.69	167.29	254.74
15	16.37	17.26	20.16	23.66	35.95	55.72	87.44	138.11	218.47	344.90
16	17.41	18.43	**21.76**	25.84	40.54	65.08	105.93	173.64	285.01	466.61
17	18.47	19.61	23.41	28.13	45.60	75.84	128.12	218.04	371.52	630.92
18	19.52	**20.81**	25.12	30.54	51.16	88.21	154.74	273.56	483.97	852.75
19	20.58	22.02	26.87	33.07	57.27	102.44	186.69	342.94	630.17	1152.21
20	**21.64**	23.24	28.68	35.72	64.00	118.81	225.03	429.68	820.22	1556.48

1.起初5%利率差异，经过20年，收益相差2倍以上，即200%以上差别。

2.收益随时间成指数增长，而非潜意识的线性关系。

股价上涨导致短期回报上升，长期回报下降；股价下跌导致短期回报下降，长期回报上升





假设

1994年9月买入20万泸州老窖，买入价20元

真实市场状况

截止2018年6月，持有212354股，收盘价60.86元，市值1292万元，**年化18.97%，其中企业净利润增长贡献17.9%，市盈率提升贡献1.07%**

超级大熊市模拟

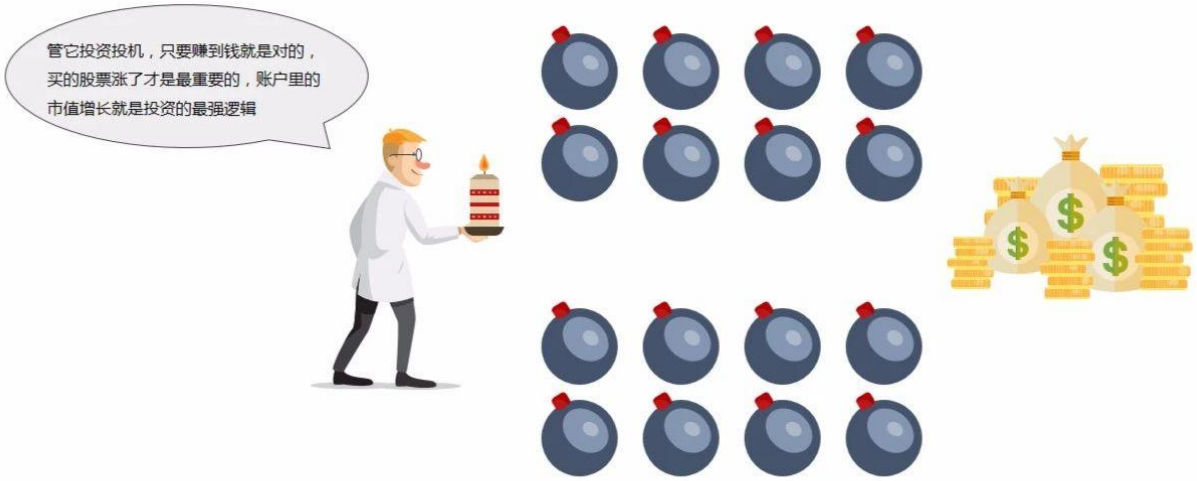
截止2018年6月，持有1953.4万股，股价1.07，市值2090万元，年化21.38%。

若股价继续下跌，每年分红再投入，将会买光全部股份，将其私有化。

企业真实盈利增长，而股价一直下跌的情况，现实中不可能发生。

因为企业盈利增长，净利润持续增长，股价不变的话，市盈率会下降，即收益率会升高，从而吸引资金进来，降低收益率，从而抬高股价

投资的核心之“道”：坚持做且只做正确的事，并愿意放弃市场颁发给错误行为的奖金



真知，行不难

第529篇.　　2018.2.18-《价值投资实战手册）读书笔记09——@清波

清波　唐书房　2019-02-18

从价值投资鼻祖格雷厄姆到价值投资大师巴菲特，在战略层面上对价值投资思想的阐述不可谓不详尽，却鲜有从战术层面解读价值投资思想的出版物。

这本《价值投资实战手册——全面解读价值投资之“术”》，既有站在巨人肩膀上的逻辑分析，也有真刀真枪的实战底稿，读完有如冲破黑暗始见光明般的豁然开朗之感，让我萌生一种跃跃欲试的冲动。

故而，斗胆站在已经站在巨人肩膀上的作者的肩膀上，提出一个似乎可行的股票价值投资策略模型。

一、从理论逻辑到策略

资本的天性是逐利，存在利差就会诱发套利，如果市场不存在进入障碍，那么所有投资的收益率会趋同。股市中不乏持续多年维持较高 ROE 的股票，ROE 即净资产收益率，也可称为权益收益率，ROE=净利润/净资产。

如果一家上市公司的 ROE 持续较高，说明这家公司所经营的生意对于产业资本来说，是存在套利的吸引力的。

至于为什么没有引发产业资本进入与其竞争并降低其 ROE，长期而言，原因极有可能是，产业资本套利存在障碍，存在一些并没有记录在财务报告报表中的优势或因素，即巴菲特价值投资语境下的经济商誉（并非财报意义上的会计商誉），导致其他产业资本无法轻易进入

与其竞争。

但是资本的逐利性是无孔不入的，产业资本套利存在的障碍，对于金融资本却不一定存在。上市公司的股权可以自由交易，意味着，闻风而来的金融资本会把 ROE 持续较高的股票市值抬高，体现为市盈率或市净率偏高。

如果一家上市公司持续多年维持较高的 ROE，但是其市盈率与市净率却并不高，可能的原因有以下几种，一是资本对其经济商誉尚未识别或认可；二是对其未来维持较高的 ROE 持悲观预期；三是存在其他可能影响估值的负面因素。

那么，从价值投资的角度来讲，理论上，以下策略应该可行——从市场中初步筛选出持续多年维持较高 ROE 的上市公司，再通过收集信息、分析财报等方法排除掉一些，识别出一些经济商誉价值高，ROE 大概率能够持续维持较高水平，且不存在明显重大影响估值的负面因素的上市公司作为备选股票。

等待合适的价格买入，并一直持有，采取分红、获利再投资的方式，若其估值明显高于预期水平，可转换成其他收益率更高的标的，估值回落到合理区间则重新买入，通过这种策略让投入本金获得近似于所投资公司 ROE 的复合增长速度。

二、从策略到交易模型

考虑到时间成本和专业知识水平等条件约束，为了让策略更加具有实操性，具体可以设定以下交易模型——一种定期调仓的轮动模型：在每一个调仓日（调仓周期为 5 个交易日），卖出仓内的所有股票，并依据调仓日前一交易日的数据，选出股票等权重买入，不保留现金。

如果选出的股票已经在仓内，这支股票的仓位也会被重新调整成和其它股票一样的仓位，但如果这只股票因为停牌或涨停跌停无法调整仓位，则仓位保持不变。

最多选取 10 支股票进行持仓，如果选出的股票多于 10 支，则按照市盈率从小到大、净资产收益率从大到小、净利润增长率从大到小的顺序排序，选取加权排序前十的股票等权重买入（或调仓至）10%。



按照以上策略选股的三个核心条件是：

1.近 5 年净资产收益率大于 20%（因为巴菲特多次宣称他选择的公司都是净资产回报率超过 20%的，作为一个先验性的前提不过多解释）；

2.市盈率小于 20（美股市盈率整体处于 10-20 倍的波动区间，回顾近十年 A 股整体市盈率，随着市场的成熟和开放，显示出与美股接轨的趋势）；

3.市净率大于 3（市净率=市盈率 X 净资产收益率，长期来看美股市盈率平均在 15 倍，存在经济商誉的公司股票长期来看会被金融资本充分套利，抬高到适当的水平，所以选股市

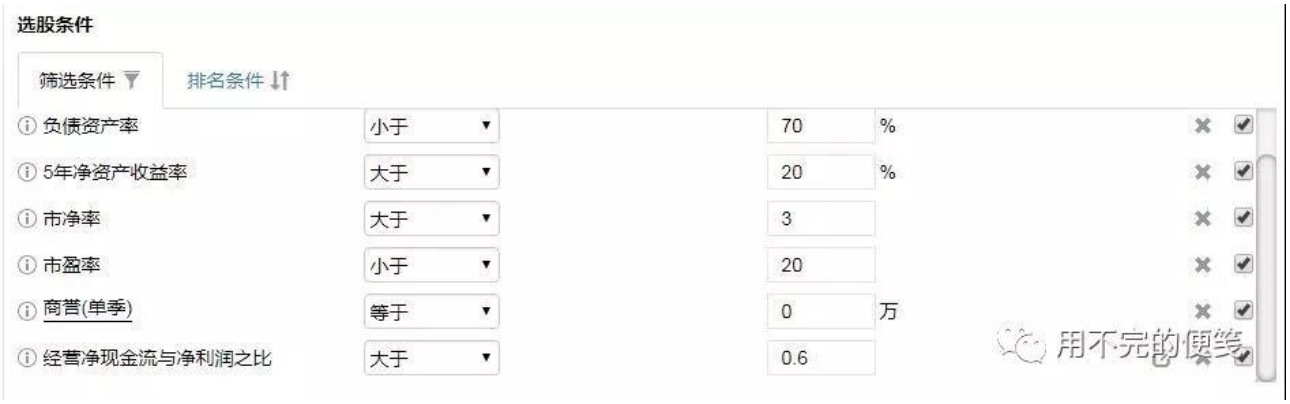
净率需要大于 15X20%=3 倍）。

同时，增加以下三个必要条件：

1. 负债资产率小于 70%（原因是理论上来讲盈利能力强的公司不太需要大规模负债，没有必要将公司置于负债率 70%以上的危险处境）；

2. 商誉等于 0（即记录在资产负债表上的会计意义上的商誉为零，主业盈利能力强的公司一般不会乱并购，商誉也就无从产生，而且由于会计制度、监管水平等原因，国内上市公司的商誉基本上等同于未兑现的亏损，商誉大概率会被用作掏空公司的黑手套）；

3. 经营净现金流占净利润的比例大于 60%（确保利润的含金量必须要考虑经营净现金流，降低选到操纵利润的公司的概率，至于为什么是大于 60%，没有什么逻辑，因为回测结果是大于 60%比较好）。



三、从模型到回测结果

通过果仁网对以上策略进行回测，近五年回测结果如下：



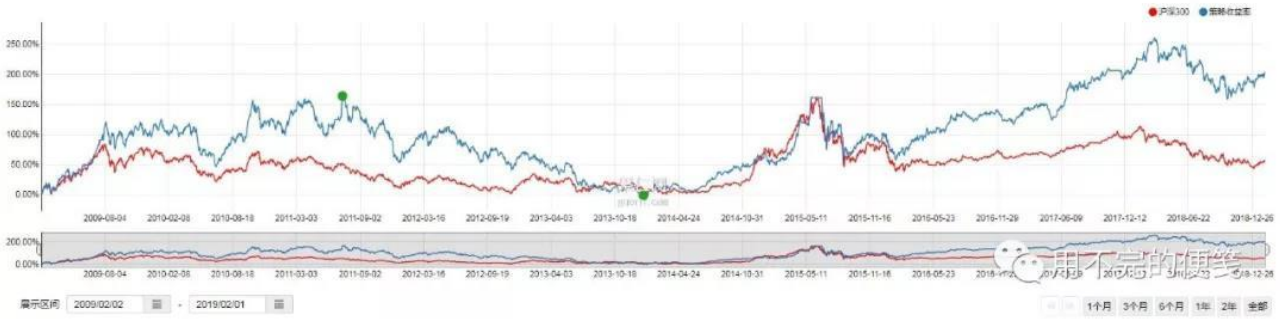
近五年经历了从 2014 年下半年到 2015 年上半年的大牛市，从 2015 年年中至 2016 年年初的熊市，从 2016 年 3 月至 2018 年年初漫长的白马股慢牛行情，以及从 2018 年 2 月开始到截止日期为期近一年的跌跌不休，总体表现**居然能有年化 28.62%的收益**，是同期沪深 300 指数的 3.5 倍以上，大大出乎意料。

再来看一下近十年的回测结果：



投资组合	总收益	年化收益	夏普比率	最大回撤率
本策略	203.22%	11.74%	0.25	62.52%
沪深300	57.87%	4.67%	0.03	
相对收益	92.07%	6.75%	0.14	51.31%

用不完的便笺



相对而言，**近十年的回测结果则差强人意，年化收益率只有 11.74%，**总收益率 203.22%，看似不高，其实已经相当不错了。

拿同期房价走势来比较，2008 年北上广深房价分别为 18400、17265、9062、12402 元每平米，到 2018 年 10 月份房价分别涨到 60230、50451、33429、54042 元每平米，涨幅分别为 227%、192%、269%、336%，一线城市房价十年平均涨幅 256%。

看似比策略模型收益高 53%，但是，要知道这十年是房价涨势最巅峰的时期，往后很难有这种房产投资机遇，而且涨幅未考虑任何房产投资成本。如果忽略交易费用，策略模型的回测总收益率为 349%，也明显高于房价涨幅。

不得不说的是，从 2009 年年初开始经历半年的小牛市之后，就是长达五年的慢慢长熊，这段黑暗的时期吞噬了一个人整个大学四年的时光，无论是哪个菜鸟刚一接触股市就经历四五年钝刀割肉般的熊市，恐怕以后都很难对这个市场抱有信心。

四、从回测结果看模型

细心地查看收益曲线和历史持仓情况，得到一个意外的发现，在 2015 年 6 月上中旬、

2017 年 11 月中下旬、2018 年 1 月底 2 月初，整个沪深 A 股居然没有股票符合模型的选股条件，导致不得不空仓，而现在回过头来看，这几个时期都是牛市的尾巴，也就说，这个模型居然能够在牛市顶部到来的时候发出空仓信号。

为了验证这一发现，我把回测时间继续延长，但由于果仁网只有 2007 年以后的数据，所以最早只能从 2007 年开始回测，结果如下：



结果不出所料，模型在 2007 年的 8 月底到 10 月底的两个月时间里发出了空仓的信号，随后牛市见顶，大盘从 2007 年 10 月开始，由 6124 点一泻千里。

反过来，那么这个模型能不能预测熊市尾巴呢？是否入选模型的股票数量越多，说明熊市底部越近呢？

结果发现，早期的底部信号还比较靠谱：2009 年 3 月下旬到 4 月中旬，连续有 8 支股票以上入选，随后大盘确实涨了 3 个多月，上证指数从 2300 点涨到 2009 年 7 月底 3400 点。2010 年 8 月初到 9 月初，又连续几个星期有 8 支股票以上入选，随后大盘涨了 500 点，持续两个多月。

但随后的底部信号就遭到啪啪啪连续打脸：

2011 年 9 月初到 10 月底，连续几个星期有 8 支股票以上入选，但是这并不是底部的信号，大盘随后几个月经历了近 300 点的连续下跌；

2012 年 3 月底到 4 月底，连续几个星期又有 8 支股票以上入选，但这次仍然不是底部信号，大盘半年多经历了近 500 点下滑；

2013 年 3 月，又连续几个星期有 8 支股票以上入选，但大盘随后又经历了 500 点跌幅；

2018 年 7 月底到 8 月中旬，又连续几个星期有 8 支股票以上入选，经历的半年的熊市之后，似乎发出了接近底部的信号，但大盘反手就是一个大嘴巴，从 2900 跌到 2440 点。

通过查看历史持仓情况，最终发现这个模型发出的大盘底部信号并不是很靠谱。

但是总体而言，从逻辑推理和实证结果上来看，这个策略模型还是相当有效的，长期来看既能保持比较高的复合收益率，又能在大盘到达顶部时发出空仓预警信号。

五、还能要求更多吗？

其实，可以。

这个模型的核心逻辑是，持续多年维持较高 ROE（权益收益率）公司所在行业都是有套利吸引力的行业，长期来看，产业资本一定会想方设法从产业投资入手加入市场竞争分一杯羹，降低标的公司的 ROE。

如果由于标的公司存在没有记录在资产负债表上的经济商誉，导致产业资本对这块肥肉无从下嘴，那么无孔不入的金融资本就会在权益市场对其进行围猎，推高其 PB（市净率）。

那么，我们就可以做出以下假定：目前的股市中，所有高 ROE、高 PB 的公司都是经过嗜血的资本筛选出来的值得关注的好公司、好生意（因为 PE=PB/ROE，高 ROE、高 PB 并不必然意味着 PE 也比较高，实际上长期来看 PE 在 20 倍以下才具有投资价值）。

然后在此基础上，把选择什么股票作为备选投资标的的问题，转化为若干解答手法相似的证明题，即证明一家多年持续高 ROE 且高 PB 的上市公司在未来 3 到 5 年大概率能够维持这种状况。

完美地解答这道证明题对时间成本和专业知识水平的要求太高，对于一般的投资者来说，不但费时，涉及到一些重要主观判断的时候，还比较不专业，难以胜任。

比如贵州茅台就是一家典型的高 ROE 且高 PB 的上市公司，需要理解它多年来能够持续维持较高 ROE 的因素和核心商业优势，这就需要你了解什么是白酒、白酒的产销供求情况如何、茅台酒相对于其他竞品的优势等等之类的知识和信息，你至少要去下载阅读近几年的财务报告吧，读不懂财报你是不是还要补补会计财务管理方面的知识；

接着还要预测未来几年它有多大概率能够保持良好的发展势头，合理的估值区间是多少，让一个不喝白酒不卖白酒的人去预测贵州茅台未来几年的经营情况，仅靠纸上得来的知识和信息，要提高预测准确性难度不小吧。

如果你要求更多，想获得更高的收益，那么，以上这些需要耗费大量时间和学习接收多方面知识信息的步骤恐怕是不能省略的吧。

如果以上证明题你都能完美地解答，你得到的只是备选投资标的，还需要等待市场给机会让你在合理的价位买入，但是经过这么多的付出，对于备选股票的了解更深，在认知层面上会笃定得到，虽不说能做到百分百优中选优，但至少对于持仓和机会的把握会更精准，投资的艺术会更精湛，长期而言这些努力都会体现在收益率的提高上。

六、价值投资实质是选择大概率盈利事件

仔细想想，价值投资的逻辑并不复杂。只是需要与时间做朋友。如果你有一笔钱在未来一段时间内需要投资增值，应该以什么逻辑去投资，毫无疑问应该选择预期收益率 X 概率=

期望收益率比较高的投资方式。

如果你给定自己的期限是一年或几年，无论投资方式是什么，也不管到期后是赚是赔，到期后就立即退出从此不再参与，那么投机的期望收益率有可能会比价值投资的期望收益率高。

但是如果你给自己的投资期限是余生，那么对于绝大多数人来说，价值投资绝对是期望收益率最高的那一类，因为价值投资的逻辑本身就隐含着一个大概率事件：

坚持价值投资的时间越长，实现两倍于 GDP 增速以上的复合投资回报率的可能性就越高（《21 世纪资本论》从近 300 年的数据研究中发现，长期来看资本投资的回报率大概是 GDP 增速的 2 到 5 倍）。

所以，时间是价值投资者的朋友。

第530篇.　　2019.2.19-元宵节快乐！修正书中公式

唐书房　　2019-02-19

元宵节快乐✌祝朋友们家人团圆，雪球滚圆，今年都给市值升位加汤圆😆。

借拜节说个小事：今天《价值投资实战手册》加印。参照大家的建议，我把很多人卡住的 114 页公式表达做了小修。逻辑没变，看这样是否更容易理解？修改后如图🤝

这两天京东多地仓库断货，急看的朋友建议去当当或天猫采购…



$120/104\% + 140/104\%^2 + 180/104\%^3 + 180/(8\% - 4\%)/104\%^3$

$= 115.4 + 129.4 + 160 + 4500/104\%^3$

$= 404.8 + 4000$

$= 4404.8$

如果我们预留50%安全边际，买入点应该在4404.8/2=2202.4。实践中，我为口算方便，直接用三年后未折现过的180/（8%-4%）=4500（即180×25=4500）打五折得到4500/2=2250。

例子中的404.8即“前段自由现金流”，4500-4000=500即“后段折现导致的减少部分”。直接以4500的50%估算出的2250，相当于4404.8的51%，与标准五折2202.4接近，这就是老唐估值法的简化口算法。

第531篇.　　2019.2.20-《价值投资实战手册》读书笔记10——@橙子贝贝086

橙子贝贝086　唐书房　2019-02-20

老唐注：这是一篇写的特别好玩、内里又暗藏丰富阅历和大智慧的读书笔记，不敢私藏，分享给大家同乐。

请作者在留言区留下自己的收货地址（若是选择手财+手册签名套装）或微信号（若选择加老唐微信）

以下为笔记原文：

股市如江湖，江湖门派众多，各家各派的开山鼻祖都是高手，同时又是天赋异禀的奇才，但越传到下面，武功失传的也就越来越多，以至于到最后悄无声息，崆峒派、华山派、铁掌帮、昆仑派无一不是。

而少林、武当始终屹立不倒，门下徒弟众多，犹如巴菲特八几年开股东大会才几百人，现在已经几万人了。什么原因呢，看完老唐这本书，就知道了。

老唐这本书把整个股票市场的各门各派基本都罗列出来了。我按照江湖门派的理解絮叨絮叨，大家看看自己现在拜的是哪个码头，以后要走什么路。

1、技术派，比如独孤九剑，依靠无招胜有招的无敌剑术御敌。但这类门派对人的天赋要求极高，看令狐冲和任我行比剑就知道，完全不需要内力（不需要知道价值投资），谁能赢主要靠临场发挥。有内幕消息的，会打板抓涨停的均属于此类门派。

优点：快意恩仇（大涨大跌），缺点：完全靠人的天赋，大部分小散学不来。小散就是

被割韭菜的命，极个别小散能依靠天赋成才。

代表人物：李佛摩尔（“最小阻力线，截断亏损，让利润奔跑”）。利弗莫尔的1929年大空头时代，美国还没有证监会，所以也没有基本面分析。李佛摩尔一生数次破产，大起大落。

你是那个“极个别”的天才吗？

公众号代表人物：小李飞刀哥、范德依彪，都是冷静、稳健型的升级版的利佛莫尔。

2、技术加基本面派，比如周芷若学的倚天剑里面各门各派的速成法，有一定的内功底子（基本面删选），再加上各种的招数（双底、三重底、突破、支撑位、压力位等等），能打赢不少战斗（依靠概率，做好止盈止损）。

优点：概率取胜，缺点，损失厌恶，心情时好时坏，家里人跟着倒霉。

代表人物：欧奈尔（在李佛摩尔的基础上，增加了基本面删选这个条件，其它大同小异，不过基本面也仅仅是作为技术手段的一种而已）。

公众号代表人物：陶博士2006，很厉害技术、基本面高手，经过数轮牛熊的市场检验。

3、基本面分支一：丐帮。靠数量取胜的打狗阵法，代表人物，格雷厄姆，以及他的学生施洛斯，依靠滚动持有低于股票内在价值的方法，这种适合苦行僧。代表人物：ETF拯救世界

4、基本面分支二：正宗少林。只练内功心法，招式嘛，拈花是招式，微笑也是招式，比如扫地僧，随便你来什么招式，我就纯内力打你，木有招式，反正你用什么招式都打不伤我（安全边际），而我一出手，你就是重伤（深刻理解企业），嘿嘿。代表人物：巴菲特，老唐

老唐，身出蜀中唐门，暗器大家。年少时，某次护镖出门，想多赚钱，用高利贷（杠杆）向同门借了很多暗器。

一个人上路护镖，结果在路上不堪重负，劫镖的一出招，小唐发现自己暗器太多太沉了，没来得及拿出来就被灭了（破产了）。

回去之后，痛定思痛，还是练好内功，九阳护体，睡觉时也不用担心，自动御敌。

本人炒股7、8年，上面的门派都去拜过码头，最后机缘巧合（可能也是水到渠成），在老唐的影响下，皈依夹头。

李佛摩尔说的最小阻力线，依稀有那么一丝感觉，但本人骨骼不惊奇，市场热点太多，本人喜好清静，不喜欢追着热点跑，无法练成，很早就放弃了。

欧奈尔说的“你不能期待每天晚上看看电视、喝喝啤酒，或是和所有朋友开开派对，就可以得到像股票市场或美国经济这类复杂问题的解答”，极为认同，所以开始了阅读之旅。

最终在2018年4月（好像是）关注了老唐的微信公众号，我查了一下我的当当订单，是3月份买的《手财》1、2，估计是通过书上关注公众号的。

关注好就扔在边上了，因为通过欧奈尔的CANSLIM系统在2017年突破买的桃李面包、汤臣倍健正在让我大赚呢。

我也喜欢巴菲特，所以买消费股，但也买医药，总结起来就是买和“嘴”有关的股票。然后就是2018年大熊市，虽然7月汤臣复牌又让我大赚，但8月一直到12月阴跌没有逃过，郁闷之极。

期间偶尔翻翻老唐的公众号，有一篇说的是分众，我打开周K线图（欧奈尔的要求）一看，明显下降通道么，老唐这公众号也不靠谱么。

等到年底，终于不忙了，随手再翻翻老唐的公众号，看到估值这一篇，真的就像小说里说的，“顿悟”啊！

“三年15~25倍市盈率卖出获利100%，高杠杆企业打七折”，“别瞅傻子，瞅地”，大量的将巴菲特精华中翻中，让我如饥似渴的阅读。

我以前也买了巴菲特致股东的信，巴菲特滚雪球，包括老唐推荐的巴菲特之道，没有一本读完的。

读后感就是巴菲特不适合中国，道理都对，但没办法执行，就是没办法买卖股票。我要找左手技术面，右手基本面的高手，找到了欧奈尔。

前面利佛莫尔，欧奈尔给我都是闪电，照亮一瞬间的前方，但也可能被雷劈到，后遗症不少，不适合我。

但“顿悟”完全无副作用，整个人焕然一新，原来巴菲特思路在中国可以这样操作（其实在任何一个市场都可以，只是没有中翻中的老唐，我不知道什么时候能入门）。

从零做起，日拱一卒，把公众号所有文章下载下来细细品味（整整用了6天，其中2天微信说我刷历史文章太多，关了我两个24小时），每天练习内功。

就像我坚持锻炼一样，一天、两天、一周、两周是看不出效果的，时间长了，效果就出来了。

啰嗦一句，给老唐一个建议，光跑步是瘦不下来的。就算瘦下来，不跑立马反弹，要结合力量练习，毕竟肌肉和肥肉消耗的热量是不一样的，想知道就加我微信吧，嘿嘿。

各门各派都有高手，但每个人的性格不同，世界观、价值观不同，体质不同（骨骼清奇与否），我不否认有成功的。

就像前面说的公众号，都很诚恳，但几乎没有敢实盘的，就算实盘一段时间，也会取消实盘，往深里探究，还是那句话，损失厌恶无法让人持续关注。

技术派讲究概率，讲究截断亏损，让利润奔跑，有概率，实盘就会有失败，而且是非常快的体现出来，然后就会有人攻击，然后就没有然后了。

我也学老唐照照镜子，虽然没有老唐胖，但肯定自己也不是走技术路线的这块料，所以还是老老实实走夹头之路。

老唐敢于实盘，我觉得就是巴菲特说的，没有人愿意慢慢变富，还有老唐说的“对，要

对的清清楚楚，错，要错的明明白白”。

《价值投资实战手册》绝对是一本入门夹头的好书，值得你反复阅读。其实开篇我想说的是，如果炒股时间低于 3 年的，也就别看了（会不会被老唐打啊）。

因为你没有经历过心跳加速、手心出汗、晚上睡眠如婴儿般的感觉，没有经历过一路荆棘，一轮牛熊转换，应该是看不懂的，或者会不屑一顾的。

毕竟“看山是山，看山不是山，看山还是山”，这个过程我感觉没有人能逃得掉，包括巴菲特，包括老唐，包括你我。就像周星驰的《新喜剧之王》一样，没有生活阅历的人，看不明白的。

但希望你能买一本《价值投资实战手册》，放在你的书架上，等你一轮牛熊走完，或者还没走完，翻翻这本书，你也会这种“顿悟”的感觉。

看到公众号很多人提问，翻来覆去还是一些旧的问题，比如你怎么知道 3 年后就翻倍，你怎么知道 15 倍 PE 就能找到接盘侠，万一杀估值呢？

也希望你买一本，毕竟像我这样把公众号文章一篇一篇耐心下载下来的人是少数。这本书是公众号的一个浓缩精华版，省却了很多公众号翻文章的麻烦，买书吧，骚年！

我写读后感前是没有看其他人写的笔记的，担心受到其他人思路的影响。写完后再看，不少人是走过荆棘的，有感触了，才会特别认同老唐说的，关键老唐的中翻中太重要了，太接地气了。

最后祝老唐，猪事顺利，旅游期间，道路千万条，安全第一条。

顺带通知：京东大部分仓库已经有货，而且当当也跟着搞满百减 50 元活动了。两家电商比赛送羊毛，您千万别客气，随便薅

s

咏翌

老唐问一下您怎么看待科创版，对某某来说是不是一个肥嫩多汁的韭菜版，你懂的

作者

无所谓，对我来说，什么版我都支持，菜市场里多几个卖菜的，对买菜的人来说，总归有百利而无一害✌

第532篇.　　2019.2.21-散打巴菲特11——芒格演义之01

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2019-02-21

关于投资，巴菲特阐述的最清楚，最有体系，也提供了超过 60 年的的实盘和业绩。这

方面，迄今为止全世界没有人比他更厉害。甚至我怀疑未来也不会再有人超越了。

学习巴菲特，是因为他的体系可以稳定致富，但若是期望通过学习巴菲特而成为下一个世界首富，老唐个人觉着概率近于零。

因为巴菲特神话里，包含了

- 起步早的天赋（从小就迷数字，11 岁就炒股票）
- 得遇良师不走弯路（格雷厄姆）
- 经济和法律环境的配合（卵巢彩票，生在美国）
- 接触、成长及财富积累初期遇上股市从大萧条底部复苏的大牛市（1941~1969 年道琼斯指数上涨 736%。而且指数不含股息，如果加回成分股分红，实际回报更高）
- 巧遇二战使美国成长为世界领袖，及二战后美国经济的持续繁荣（美国名义 GDP 从 1940 年的 1014 亿增长到 2018 年的 202400 亿美元，78 年年化增速高达 7%）
- 全球化及互联网带给全球经济的新机遇
- 浮存金杠杆的神奇运用
- 心无旁骛的专注
- 巴菲特本人的健康长寿

……等多种因素的叠加。

这些因素重新叠加的概率，我觉着与猴子敲键盘最终码出一套《鹿鼎记》的难度，也差不了多少。

在投资领域，没有人比巴菲特更强大，包括芒格。但**我喜欢芒格，胜于喜欢巴菲特。**

记得几年前，有次在雪球，我说自己虽然是巴菲特投资理论的信徒，但完全不欣赏他的人生。结果被一位网友留言呵斥：你有什么资格不欣赏巴菲特？

这位呵斥者可能是跪的久了，忘记了人和人是平等的。欣赏或者不欣赏一个人并不需要申请某种资格。

巴菲特是个超级专注的人，他对投资的热爱和投入，几乎没人能够相提并论。人们常常只注意到他在投资领域的耀眼光芒，而忽略了他的付出。

坦率说，此时如果有位神仙告诉我，只要我愿意承受一辈子过巴菲特那样的生活，神仙马上给我 826 亿美元（巴菲特 2017 年底的财富值），我不会接受这个交易的。别忙着激动，如果你理性思考，我高度怀疑你也不会接受。

826 亿美元是什么概念呢，折合人民币 5500 多亿，超过马云和马化腾身家总和，名列中国第一，世界第三——真真儿的「一般一般，世界第三」

为了想象这个数字究竟有多大，你可以假设每天拿出 500 万人民币烧掉（约 115 斤百元大钞，摞起来足足 5 米高），且这 5500 亿不产生任何回报（若年息 3%，每天会产生 4520 万利息），你仍然需要一天不休息的持续烧 301 年，大概要从大清康熙年间烧到现在。

为什么不肯接受这笔交易呢？我们简单审视一下巴菲特的生活状态。

我的记忆里，除晚年的慈善目的外，巴菲特从未出售过伯克希尔的股票。而伯克希尔仅1967年实施过一次每股1毛的分红，让巴菲特收到约4万美元的红利。除此之外，从1965年入主伯克希尔至今的54年里，巴菲特并没有从这个名义上属于自己的826亿里，拿到任何物质上的好处。

那么，巴菲特靠什么养家糊口呢？有据可查的主要是三大块：

- 其一是早期担任伯克希尔董事会主席的5万年薪，从1993年上调为年薪10万美元，至今没变；
- 其二是巴菲特担任了一些公司的董事，每年有些零碎的董事津贴拿，具体数额不详；
- 其三是巴菲特保有少量个人的投资——早期巴菲特建立合伙基金的时候，并没有将自己拥有的十几万美元投入到合伙基金里，理由就是他需要用这笔钱每年赚出生活费，养活老婆孩子。

巴菲特的原配苏珊花钱挺厉害的。在1999年威斯科公司股东大会上，有个股东问芒格：怎么评价巴菲特至今还做些烟蒂型的小型投资？

芒格略带调侃的答复说：

你知道的，沃伦在伯克希尔领的工资很少。他有一位很能花钱的老婆，她有属于她自己的Netjets私人飞机，并且沃伦还有一些其他开支。

因此沃伦拥有一些私人投资是比较好的，他可以用这些资产买入一些烟屁股用以追忆旧时光，这样能让他保持心情愉快。

巴菲特个人对消费的态度，各种书籍和报刊透露的比较多了。论吃，永远是汉堡牛排可乐组合。老婆给扶手箱里放几美元零钱，他就吃几美元的套餐；

论穿，从没在意过。家人不管的话，他能穿着两只不同款的皮鞋出门。无论家人给买什么衣服，都能穿出地摊货的感觉。按照传记里的说法，家中任何人洗衣服的时候，只要看见巴菲特，都会把他抓住，勒令他把衣服换下来；

论住，1958年买的房子，普普通通的中产档次，一直住到现在；论行，2014年，女儿抗议巴菲特开的车太让人尴尬了，这才花了4.5万美元换了一辆凯迪拉克XTS（中国市场目前售价30万人民币上下）。

论亲情，回家永远在阅读，脑袋里永远是公司和数据，从来注意不到老婆孩子的存在。最终，老婆婚内出轨，两儿一女全部大学肄业……

这样的生活，除了那个硕大无比的财产数字之外，其他部分和普通中产秃头男有什么分别，甚至还略有不如吧？也就=秃头男+地下室里埋了一块永远不能动的巨型金砖？

而即便是这块巨型金砖，按照巴菲特的安排，也会在身故后将绝大部分捐给各类慈善基金。当然，有几个基金由儿女管理，算是给大学没毕业的孩子们都安排了一份体面的工作。

那么，巴菲特投入一生所有的精力，创造出的巨型金砖有什么价值呢？

本质上就一个价值，芒格说过的：这个财富搭建了一个讲台。数字越大讲台越高，来听讲的人越多（你想想伯克希尔年会的人山人海）。也就是说，这个财富值主要满足了巴菲特向更多人传教的欲望。

所以，如果此时神仙给我 826 亿美金，让我牺牲我的消费，我的家庭，我的时间，最终还要把它捐出去，换得一个和世人 balabalabala 的机会。抱歉，老唐市井俗人一个，认识水平低，这笔交易**打死你**我也不做。

我们再看芒格。

芒格非常低调，特别不喜欢暴露自己及家庭相关情况，目前财产大约不到巴菲特 10%（估计在 70 亿美元左右）。

作为大洋对面的中国投资人，很容易以为芒格就是那个可以按重播键「我没有什么需要补充的」的伯克希尔副董事长。

实际上，芒格的成就远比我等想象的大，伯克希尔副董事长并不是其中最耀眼的。

无论从财富、事业还是家庭角度说，芒格都是我心中圆满和完美的类型，更值得我这种俗人膜拜。

芒格的事业是从律师开始的。1949 年取得律师资格，在一家律师事务所做了 13 年。

然后在 1962 年和罗伊.托尔斯、罗德里克.希尔斯、卡拉.安德森等另外 6 名律师一起跳槽成立了「芒格和托尔斯律师事务所」——后来罗德里克和卡拉成了夫妻。

1974 年，罗德里克以芒格和托尔斯律师事务所大律师的身份，被福特总统任命为白宫首席顾问（也因此而不再担任芒格和托尔斯事务所合伙人），后又出任美国证监会主席。

多年以后，罗德里克还公开说过：“（芒格和托尔斯律师事务所）傲视群雄，是全国最好的事务所。”——没有之一哦！

卡拉的成就丝毫不小于老公。卡拉在 1973 年就被尼克松总统任命为美国最高法院助理大法官，她是美国历史上第三位女部长，先后担任过美国司法部助理部长、住房与城市发展部长、美国贸易代表、美国对外关系委员会共同主席、美国美中关系全国委员会主席等职位。

这些职位里，其他头衔一听就知道挺大，只有贸易代表这个职位，听上去好像和业务代表差不多，但实际上这个职位分量非常重。

上周末关于中美贸易战的新闻就有「国家主席习近平 15 日在人民大会堂会见来华进行新一轮中美经贸高级别磋商的美国贸易代表莱特希泽和财政部长姆努钦」。中国媒体的名次顺序，不是乱排，你懂的……

在上世纪九十年代，关于中国加入 WTO 需要涉及到的中美贸易和知识产权谈判，我国带队的是时任外贸部长，后任副总理的吴仪，她的谈判对手就是这位同样有着“铁娘子”称号的卡拉.希尔斯。

这夫妻俩起初都是芒格的下属。按照当时的合伙人对芒格和托尔斯律师事务所的评价：“这家事务所坚持以价值为导向的经营思路，坚持诚实经商。查理.芒格坚持什么，这家事

务所就坚持什么。”

很明显，如同冠名顺序，查理.芒格是这家事务所的精神领袖。

芒格以交游广泛而闻名，他除了是伯克希尔副董事长兼第二大股东以外，还是加利福尼亚发行量最大的法律报业集团「每日新闻集团」的董事长，以及伯克希尔控股 80%、号称小伯克希尔的威斯科金融公司董事长。

他的关系网里，无论是商界、政界、媒体圈，类似希尔斯夫妻这样的人可不少。

在《查理.芒格传》里，记录有一段全球知名仓储式连锁零售公司好市多 CEO 詹姆斯·辛尼格的回忆。他说芒格是全美国交游最广泛的商人之一。有次他请查理在洛杉矶市中心最有名的商务俱乐部共进午餐。“那里有一大群人在吃午饭，我觉得这 400 个人都认识查理。”

另一次，辛尼格想为芒格介绍一位著名的政治活动家，结果发现两人早就认识。辛尼格感慨到“查理认识谁都不值得大惊小怪。”

巴菲特幕后智囊：查理·芒格传

作者：【美】珍妮特·洛尔（Janet Lowe）

「理解芒格，老唐首荐这本，我认为比艰涩难懂的《穷查理宝典》好很多。很奇怪，后者被很多知名人士推荐，不知道他们是理解能力更强，还是不好意思说看不懂，反正《穷查理宝典》已经被我翻的烂糟糟，但有很多内容我依然看得晕晕乎乎」

芒格不做律师其实已经 50 多年了，他在芒格和托尔斯事务所的股份，也早就被他转赠给一个遗产基金（该基金属于一位英年早逝的合伙人），但这家事务所迄今为止还保留着芒格的冠名，一直为芒格保留着他的办公室，无论他来与不来。

事务所现在叫「芒格、托尔斯和奥尔森律师事务所」。后来成为合伙人的奥尔森，是加利福尼亚州 1998 年律师影响力排名第一的律师。他对芒格的评价是：“查理是我见过的最有智慧、最成熟、最通情达理的人。”

芒格、托尔斯和奥尔森律师事务所专攻公司法、证券法、商业诉讼、劳工案、反垄断法、税法、不动产、信托基金、遗嘱检验和环境法，在全球享有崇高的声誉。

直到今天，用同样身为律师的女儿莫莉.芒格的话说：“我的整个职业生涯都因为我姓芒格而受益匪浅。工作中遇到的人，没有一个不知道我爸爸就是创建芒格和托尔斯律师事务所的人”。

这是从事业角度看芒格的成功。

芒格目前身家约七十亿美元，不足巴菲特的 10%。之所以会比巴菲特少那么多，一方面是因为起步晚，35 岁才从零开始（巴菲特 35 岁已经 680 万美元身家了），另一方面也是因为芒格和巴菲特的家庭观、财富观和慈善观不同。

和巴菲特两儿一女不同，芒格那可是给我一个姑娘，我能创造一个民族的架势



这张照片是 2001 年纪念结婚 45 周年时拍的，好喜庆的一家人。

芒格一生两次婚姻。第一次婚姻是两个年轻人的无知，21 岁的大头兵芒格遇上了 19 岁的姑娘南希。婚姻持续了八年，一个严谨的律师和一个年轻美丽追求自由的灵魂，实在无法结伴前行，于 1953 年离了。

这段婚姻生了两女一儿（莫莉、温迪和泰迪）。很不幸的是芒格的这个儿子泰迪，九岁时得白血病死了（1955 年）。

也正是因为儿子的白血病，耗尽了芒格的积蓄——那个时代还没有医疗保险，白血病也还是不治之症。

第二次婚姻（难以置信的巧合，后一个老婆也叫南希），是通过相亲认识的，南希的一位朋友和「芒格和托尔斯事务所」的托尔斯认识，他们介绍俩离异人士见面相亲。

嘿，俩人一看就对眼，前后处了一年多对象儿，于 1956 年结了婚。

南希带来两个儿子，哈尔和戴维。婚后又一起生了三儿一女，于是芒格就有了八个孩子和一大堆孙子孙女——考虑到距离上面那张照片又过去了 18 年，我估摸着孙子孙女外加重孙重孙女，或许芒格家族成员又扩大的有一倍了。

从亲情和陪伴的角度说，芒格和第二任夫人南希相濡以沫，恩爱非常。八个孩子的教育也都符合俗世的成功。

前面四个都做了律师。婚后生的三儿一女，查尔斯是物理学教授、女儿埃米莉是记者兼

编辑（也是法学院毕业，但最终去了老爸掌控下的《每日新闻》做记者兼编辑，或许有接班的打算。芒格家族和他的朋友们一共持有每日新闻集团超过 52%的股权），巴里是摄影师，最小的儿子菲利普高中时就两次作为辩手拿过洛杉矶冠军，目前职业不详。

按照孩子们的回忆，早期芒格忙着挣钱时，和孩子们沟通相对较少，但经济条件稍微稳定后，芒格是和孩子们有很多交流的。

他经常和家人围坐一起吃晚饭；晚上一边看书，一边会在家人的闲聊里插上几句；他会给孩子们讲他认为值得尊敬和不值得尊敬的人的故事来教育孩子，会以身作则影响孩子，而不是高高在上指责谁做得对或者不对。

他给了孩子明确的为人处世的原则：

- 尽你所能。
- 永不撒谎。
- 言出必行。
- 永远不要找借口。如果开会就早点动身，别迟到。真的迟到了，不要绞尽脑汁解释，直接道歉。
- 尽快下决定，别把别人晾在那里不给回复。
- 尽可能体面的做事。你在某个地方的所作所为，日后会以不可思议的方式帮到你。

……等等。

即便是早期打着几份工挣钱养家的时候，按照南希带过来的老大哈尔的描述，芒格和哈尔之间也还是有很多交流，甚至在哈尔过于调皮的时候，继父照样揍他（虽然揍的并不重）。

哈尔说：“查理除了没有生我之外，从任何方面都可称为我的父亲。我今天之所以是我，他的贡献最大。我看待生命的方式、我的价值观、我会去做以及不会去做的事情，都受到他的影响。”

芒格在物质上对孩子们也很照顾，即便是在早期经济紧张的时候。按照大女儿莫莉的回忆：“他当时手头并不宽裕，但我却开着白色敞篷野马，还有服装补贴。他总是在我身边，我觉得被照顾得非常周全，不仅仅是金钱上。那很好，不过如果他没有那些，也会有其他的方式来照顾我们。”

芒格富了后，经常卖出伯克希尔股票，来做一些自己喜欢的事情。

虽然就在几天前（2019 年 2 月 14 日）的每日新闻集团股东大会上，有股东问芒格“何时应该卖出股票？”芒格的答复是：我这一生几乎从来不考虑卖掉股票，我们希望投资的股票能够持有一辈子。大部分时候，我们都在考虑买进股票。

可能他真的很少考虑卖出，但需要用钱的时候，芒格依然会毫不犹豫地卖出，因为他并不想以精明而可悲的财富积累专家而闻名说谁呢，说谁呢？

有据可查的，仅在 1993~1997 年，大约在伯克希尔股价位于 1 万到 3.5 万美元之间，芒

格就卖掉了至少 2500 万美元的股票（1997 年芒格大约 8 亿美元身家）。

以今天 30 万美元/股的股价计算，仅这期间卖掉的股票，今天也值好几亿美元。

芒格至少出资给家庭或买或造过八座以上的大宅子，分别位于洛杉矶、圣芭芭拉、新港沙滩、夏威夷、明尼苏达等地。他还雇佣管家，专门在各处负责管理这些宅子。

芒格会在自己家庭度假的小岛上，设计并建造超级大客厅，以容纳芒格家族数十人的聚会；芒格会建造网球场，配置自动发球机用于锻炼身体；芒格会建造船坞，建造专用码头；

甚至芒格会因为一个偶然认识钓友（钓鱼爱好者）的一席话，建立一个船厂，雇佣大量工人，花费 600 多万美元和三年时间，给自己造了一艘当时世界上最大的双体船——荷载 149 名乘客和 6 名船员——只因为觉得做点异想天开的事情很有趣。

《芒格传》里这么记录这件事：

威廉姆斯那艘旧的“东海岸号”捕龙虾船吸引了很多在码头走来走去的游客的注意。

“这两个老先生看着我的船，表示非常欣赏，”威廉姆斯说，“查理·芒格和他的一个朋友做了自我介绍，我完全不知道他们是谁。”

这两个人问了各种各样的问题，过了一会儿威廉姆斯提出带他们坐船转一圈。

自那以后查理时不时地打个电话过来，和威廉姆斯一起去吃个午饭，讨论的话题主要集中在芒格最痴迷的两件事上———钓鱼和船。渐渐地两个人成了朋友。

“查理有一次问我：‘如果你能做到世界上任何事的话，你会做哪一件？’我说我会造一艘自己能造得出的最大的一艘双体船，然后扬帆远航，你就再也看不到我了。”威廉姆斯说。

“芒格接着问我为什么要造双体船，然后我们就开始讨论那种类型的船有什么好处和不足之处。”

然而威廉姆斯对于接下来要发生什么毫无准备。芒格就让威廉姆斯找到一家船厂，开始制造他们说的双体船。但是原来那家船厂管理有问题，芒格索性让威廉姆斯组建团队，自建了一家船厂。

威廉姆斯雇了几十名技术人员和工人，在离那家船厂不远的地方租了地，建了停船库和船坞，然后培训工人。芒格自己设计，船厂按照他的意思制造。

当地招聘的很多工人，之前从来没有任何一份工作薪水如此优厚还包括福利。威廉姆斯花芒格的钱安排了失业保险、健康保险和雇员补偿保险。

造船项目持续了 3 年，芒格和威廉姆斯为所有的工人都找到新工作后才解散了工厂。

芒格不仅卖股票，他还送。“我送出了相当一部分的伯克希尔股份”芒格说，“我送了很多……因为我认为那样做是对的。”

芒格大约陆续向慈善撒玛利亚医院，支持妇女堕胎组织、斯坦福大学法学院、哈佛-西湖学院都赠送过伯克希尔公司 A 股，每家都是几百股的数量（再次强调：目前市价是 30 万美元/股）。

芒格甚至还因为喜欢罗伯特.西奥迪尼写的《影响力》一书，直接送了作者一股伯克希尔 A 股。

这书确实不错，我几年前也推荐过，主要阐述人们是怎么被影响的。读后即便不去忽悠人，但至少防忽悠是有用的

影响力

作者：[美]罗伯特·西奥迪尼

「别顺手把《影响力 2》也买了，那是本烂书」

芒格做慈善，不是仅仅捐钱送股票那么简单，他是即出钱又出力的。

比如芒格出任慈善撒玛利亚医院的董事长长达 10 年，亲自参与管理，参与到类似医生招聘这样的具体事务中去。最终医院在芒格的带领下，于 1998 年被《美国新闻及世界报道》评为“全国最好的医院（之一）”。

芒格为夫人南希的母校捐了大量金钱，南希担任着马尔伯勒学校和斯坦福大学的校董。

芒格自己也担任着五个儿子的母校哈佛-西湖学院的校董，捐赠数百万美元用以建设芒格科学大楼，且亲自参与设计和建设。

……

列举不完，但从这些有限的列举中，相信我们一定看到了一个事业成功、兴趣广泛、对家庭和亲人负责、并且热心慈善的芒格。

我们赚钱，难道不就是想过上这样的生活吗？

凡人语录：生活的理想，就是理想的生活。财富积累到一定的程度，象芒格这样支配它，我觉着金钱才算有了价值

这些事情占据了芒格很大的精力，因为在他心中，积累金钱并非世上唯一有趣的事情，甚至算不上最有趣的事情。

也正因为此，他对投资的专注，和巴菲特有着巨大的差异——我又想起巴菲特的名言了：人生有很多事情比赚钱重要，其中一件就是赚更多的钱——巴菲特是真的非常非常享受财富数字不断增加的过程，钱本身反而不是目标所在。

但是，不知道朋友们注意到没有？巴菲特一生专注搭建的这个高大无比的讲台，芒格也有份儿共享。

没人因为他的财富只有几十亿美元，而将他和其他「仅有几十亿美元」的富翁相提并论——敲出「只有、仅有」两个词，老唐鼓起了多大的勇气啊

既没耽误享受人生，也没耽误登上讲台，这种不负如来不负卿的好事儿，芒格是怎么做到的呢？很显然，是因为巴菲特搭建了这个高高的讲台，并愿意与芒格分享。

那么**芒格究竟给巴菲特提供了哪些帮助**，导致巴菲特无数次的吹捧他，并愿意将自己穷尽一生的努力搭建的讲台与他共享呢？

能让巴菲特佩服的人，当然不简单，这些**不简单是怎么进化出来的**呢？

芒格在投资领域里到底有哪些区别于巴菲特、**值得我们关注和学习的思想**呢？

请跟随老唐一起走进科学……哦，错了，走进下一篇

巴菲特系列文章合集，可以随时向书房发送“巴菲特”提取。

第533篇.　　2019.2.23-散打巴菲特12——芒格演义之02

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2019-02-23

先聊两句闲话：

最近股市涨的不错，有些朋友沉不住气了，发信息催老唐：“老唐老唐，理论我们都懂了，别写了，写点儿实战的干货吧！”——发这类信息的人，很遗憾，**理论你其实并没懂。不仅没懂，还差得远**。

什么叫实战的干货？买进卖出？研究新股票？是，那确实是实战，但**更重要的实战，就是老唐现在演示的「满仓呆坐大法」**。据说**懂不懂投资，可以在跌势中观察；但水平高低，却需要在涨势中界定。**

在 2016 年，有人在雪球付费问别人：投资最难的事情是什么？老唐当时有感而发，写下一段话，今天再贴给大家：

唐朝　2016-08-10　16:16

*有人问：投资最难的事情是什么？~~如果让我答，我的答案会是：**投资最难的事情，是一动不动，啥也不干**。*

我的个人经验是：满仓套牢不动，最容易，几乎所有炒股的都会；空仓不动，稍难，需要一定的克制力；

盈利 30%~100%之间，呆坐，最难。必须对公司价值有大致估算，能抵御波动的诱惑；

盈利 30%~100%之间，还要每天上雪球聊天吹水扯淡，眼见股票天天涨的烦，难上加难；一旦呆坐盈利超过 100%以后，又回归简单了。

****

闲话聊完，咱们书归正传，继续说芒格老先生。

在《芒格演义 01》里，老唐说芒格这辈子即过上了世俗的理想生活，又和巴菲特一起站在财富大讲台上过足为人师表的瘾，做到了不负如来不负卿的至高境界。

因此，问题显而易见：**芒格究竟给巴菲特提供了什么帮助**，导致巴菲特无数次的吹捧他，并愿意将自己穷尽一生努力搭建的讲台与他共享呢？

绝大部分书籍，主要谈的是芒格推动了巴菲特投资思想的转变，推动巴菲特从投资烟蒂股转化为合理价格买入优质企业。按照巴菲特的说法，没有芒格，他会比现在穷的多。

这当然是没错的，但却不是事物的全貌。芒格不仅是推动巴菲特投资思想的转变，而且还从人脉资源和专业支持方面给巴菲特提供了很多实实在在的帮助。

因此，芒格对巴菲特的作用，至少要从投资思想、人脉资源和专业支持三大块去说。

投资思想咱们后文细说，今天先说人脉资源，说几位小人物的故事。他们都是对巴菲特「发财大业」产生过重大影响的小人物，共同特点是：都是芒格带给巴菲特的

说人脉，必须先简单介绍一下芒格的家世。相比巴菲特的爷爷是个开杂货铺的小店主，芒格的爷爷托马斯.芒格要高大上的多。

托马斯 23 岁进法院系统工作，45 岁（1907 年）被罗斯福总统任命为联邦法官——为了方便区分，后文将主人公查理.芒格称为芒格，爷爷称芒格法官，爸爸称芒格律师。

注意，这里的罗斯福总统，不是二战巨头富兰克林.罗斯福，而是他的远房叔叔西奥多.罗斯福总统，史称老罗斯福。

老罗斯福总统是美国历史上最年轻的总统，42 岁就做了总统。而且因为成功调停日俄战争，成为历史上第一位获得诺贝尔和平奖的美国人。

日俄战争是日本和俄罗斯在中国土地上打的一场战争，主要为争夺辽东半岛和山东半岛的控制权。这场战争中，中国主要负责扮演“案板上的肉”的角色，是中国历史耻辱的一笔

美国这个国家，可以说就是法官和律师创立的。56 位开国先贤里，有 14 人当过各州法官，有 25 人是律师，超过 2/3 的人是法律工作者。

为保证司法独立，联邦法官是终身制。因此联邦法官在美国是个地位超然的存在，一旦上岗，总统的脸色也不用看的。正因为是终身制，从美帝建国至今两百多年里，历任加现任的联邦法官，总数也就三千多人（目前全美一共有大约 900 名在任联邦法官）。

在这个三权分立体系里，行政有军队，国会有立法权，只有司法这条线，权力的行使其实就依赖整个国家对法官的尊重、对宪法的信任。因此，联邦法官基本上都是由各地口碑、德性、能力超级强悍的人担任。

说这个，是想说芒格天然自带家庭光环，人脉资源丰富。举个例子，芒格其实是走后门进的哈佛法学院。起初是被刷掉的，只是因为哈佛法学院前任院长是他们家老关系，直接找在任院长说情，这才被录取进去。

不过芒格很争气的，没给老院长丢人。第一学年末就已经全班第二，拿奖学金了。最终以 335 名毕业生前 12 名的成绩「走前门」出来的。同学里不仅有很多后来的知名大律师，而且还有未来的耶鲁大学校长。

芒格的爹，阿尔.芒格是律师。由于自己的爹是联邦法官，出于避嫌，从林肯镇搬去奥马哈工作。住家就和巴菲特 1958 年买的房子（现在巴菲特的住所）一两百米的地方。

芒格律师在奥马哈做过检察官、律师。他有个至交好友，是位知名的外科医生。芒格小时候经常在医生家，和医生几个儿女一起皮，或者翻看医生的医学书籍（服）。

多年后，有个叫沃伦.巴菲特的小年轻找到这位医生，意图拉一笔投资。小伙子 balabalabala 说半天，医生没怎么听，但仍然开了一张 10 万美金的大额支票给巴菲特。

巴菲特很奇怪，询问原因。医生说因为你给我的感觉很像查理.芒格。那是巴菲特第一

次听说芒格，当时他心里一定爱死这个家伙了。

芒格小时候在巴菲特爷爷的杂货铺打过工，但没见过巴菲特。他 1941 年（17 岁）就去密歇根大学上学，离开了奥马哈。当年 12 月 7 日日本轰炸珍珠港，12 月 8 日施洛斯参军。芒格稍晚点儿，1943 年 1 月参了军，和施洛斯一样好运气，没上过前线。

中间还有些经历，老唐在后面谈论芒格思想形成过程时再说，此处我们直接跳到两人见面。

俩人见面已经是 1959 年，是芒格因老爹逝世回奥马哈处理后事，经医生安排和巴菲特碰面的——抱歉，在《价值投资实战手册》96 页，老唐误写成 1960 年，这次加印已经改了。书在手的朋友，麻烦自己改一下。不好意思。

当时的芒格是一位很拼很努力的律师，同时还作着房地产开发生意，也结交了很多有价值的朋友，赚到了 100 多万美元。

不过芒格拿着这笔钱马上在加州一个公园边上买了栋大厦，拆了。地皮一分为二，一块卖了，另一块给自己建了座宅子。至今芒格还住在那里——当然，翻新扩建过很多次了。

这也恰好透露了芒格在金钱方面与巴菲特完全不同的态度——有钱先改善家庭状态，而不是像巴菲特一样拿去产生复利。

1959 年俩人碰面，那真是金风玉露一相逢、便胜却人间无数，两个人都被对方深深地吸引（不要想歪，取向都正常），一段投资界的传奇开始了。

此时，*我的眼里只有你没有她*，医生家的所有人都成了透明人，天地间只剩下巴菲特的一张大嘴和芒格的一双招风耳……

巴菲特给芒格讲格雷厄姆的投资思想，讲自己操作过的案例，买这个股票赚多少，买那个股票赚了多少，怎么买怎么卖，讲自己和发小去农村收购美洲火灾保险股票的故事（参看《散打巴菲特 03》），

巴菲特给芒格讲赚钱怎么提成，提成又如何变成自己的本金，本金又如何鸡生蛋蛋生鸡子子孙孙无穷尽……那场景，你就想着上证指数 5000 点的时候，那谁谁跟你聊股市时意气风发的样子，基本没跑儿，就那样儿。

那一天的 Superstar 是巴菲特，一贯习惯于麦霸身份的芒格发现了一个更霸的同类。芒格听的口水直流，呆呆地问巴菲特：“你觉着我可以在加利福尼亚干同样的事儿吗？”，

巴菲特停下来，我估摸着是瞅了瞅芒格的一对招风耳，很肯定回复：“相信我，没错的。你一定行！”

芒格经过和巴菲特的多次沟通后，对这条道路的信心越来越足。但由于拖家带口一大家子人好多张嘴，芒格没敢那么干脆地丢掉律师饭碗。

他选择在 1962 年建立芒格和托尔斯律师事务所的同时，和自己的客户兼牌友杰克.惠勒，参照巴菲特模式成立了惠勒-芒格合伙公司，开始替亲戚、朋友、同事和客户打理投资。

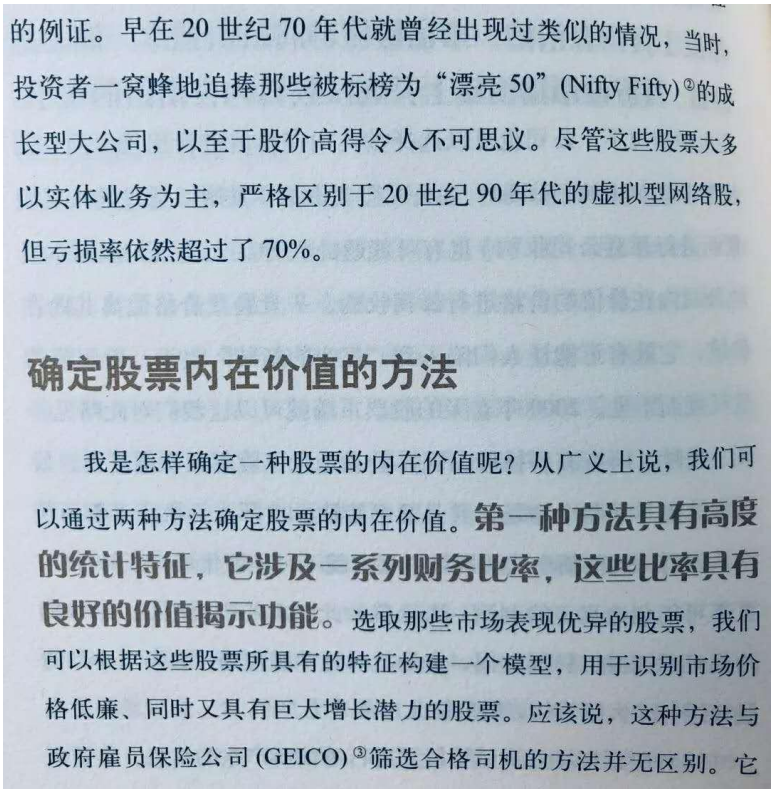
芒格和惠勒在太平洋海岸证券交易所（地方性小交易所）买下两个席位（买下席位的会

员，永远不用交股票交易佣金），然后就在交易所内租了一间非常便宜、非常破旧的办公室，开始了他们的投资生涯。

巴菲特介绍了一个人给芒格当助手，这名助手叫埃德.安德森，以前是格雷厄姆基金公司的客户。

埃德在 1968 年离开芒格公司，然后和汤姆.纳普（就是接施洛斯班的那位海滩救生员）以及施洛斯租借“壁橱”的布朗经纪公司少东家克里斯托弗.布朗依葫芦画瓢，运营了 Tweedy-Browne 合伙公司（TBK）——参看《散打巴菲特 02——巴菲特配角演义之沃尔特.施洛斯》。

这位少东家布朗写了本书，中文名叫《投资的头号法则》。该书价值思想正统，偏格雷厄姆和施洛斯路线，整体表述清晰简单，很适合入门阅读。其最大特色是所有重要的句子都用硕大的金字标出，非常醒目，利于快速阅读我随便拍一页上来：



的例证。早在 20 世纪 70 年代就曾经出现过类似的情况，当时，投资者一窝蜂地追捧那些被标榜为“漂亮 50”(Nifty Fifty)[2]的成长型大公司，以至于股价高得令人不可思议。尽管这些股票大多以实体业务为主，严格区别于 20 世纪 90 年代的虚拟型网络股，但亏损率依然超过了 70%。

确定股票内在价值的方法

我是怎样确定一种股票的内在价值呢？从广义上说，我们可以通过两种方法确定股票的内在价值。**第一种方法具有高度的统计特征，它涉及一系列财务比率，这些比率具有良好的价值揭示功能。**选取那些市场表现优异的股票，我们可以根据这些股票所具有的特征构建一个模型，用于识别市场价格低廉、同时又具有巨大增长潜力的股票。应该说，这种方法与政府雇员保险公司 (GEICO)[3]筛选合格司机的方法并无区别。它

投资的头号法则：拒当赌徒，做聪明的价值投资者

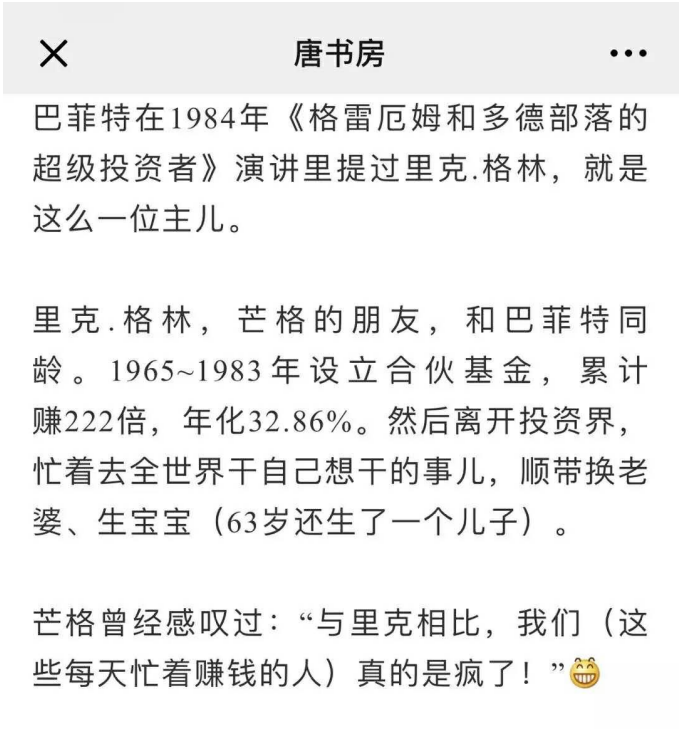
作者：[美]布朗，刘寅龙　译

在巴菲特 1984 年著名演讲《格雷厄姆和多德部落的超级投资者》里，披露过 TBK 公司的业绩：当时运行了 15 年零 9 个月，年化收益 20%（16 年 16.6 倍），提取费用后客户回报 16%（16 年 9.4 倍），期间指数年化 7%（16 年 2.4 倍）。

*******里克.格林*******

继续说芒格和惠勒成立合伙公司。惠勒本来在另一家证券公司有股份，为了筹资和芒格合伙，他决定卖出股份。买家是一个在《散打巴菲特 09——巴菲特的可学与不可学》里出

现过的人物：里克.格林。



其他资料用的里克.格林，《芒格传》用的李克.古瑞恩。大家觉着哪个译名看着舒服？

里克.格林和巴菲特同龄，他对巴菲特的事业产生的第一个影响，是**发现蓝筹印花**公司。还记得吗？巴菲特早期有很大一笔资金投了蓝筹印花。

蓝筹印花给巴菲特和芒格提供了宝贵的"浮存金"，数额约 6000 万美元。他们正是用这些浮存金，又去收购了喜诗糖果公司（2500 万）、布法罗晚报（3250 万）、威斯科金融等公司，这些公司未来都是伯克希尔的摇钱树。

格林发现后提供给芒格和巴菲特，巴菲特和芒格评估了它——推测上，两人的分工应该是：巴菲特评估公司价值，芒格评估蓝筹印花身上的十多起官司（这也是股价便宜的重要原因），最终能否解决，需要付出多大代价。

经过两人的评估，认为值得下手。于是，芒格、格林和巴菲特都买了。当然，芒格和格林钱少，买的少，巴菲特钱多，买的多。

巴菲特不仅通过合伙人公司买，还通过自己控制的国民赔偿保险公司和多元零售公司买入蓝筹印花大股东的部分股份，算间接持有蓝筹印花。

这是后话。此时的格林还是以接盘侠的角色登场的，惠勒的接盘侠。

格林从空军退役，做过三年 IBM 销售员，又干了五六年的证券经纪人，攒下一笔钱，正好遇到惠勒出售股权，谈好的成交价大约 4 万美元。

惠勒和格林办移交手续时，芒格在场。听他们闲聊时，格林突然有种站错队的感觉，自己应该去惠勒要去的地方（指和芒格合伙），而不是当惠勒的接盘侠。

格林确实站错了，这笔几乎是格林全部身家的 4 万美元，在后来大约三年时间里全军覆

没，原因不详。

但这笔钱对于格林来说，亏的值。格林借此认识了芒格和惠勒，并积极向芒格靠拢，最终成为芒格最好的朋友之一。

格林如饥似渴地听芒格和惠勒的各种高谈阔论。按照格林的说法：“查理和杰克.惠勒某种意义上，是我的精神导师”。

大约就在 4 万美元全军覆没时，格林找到合伙人，建立了太平洋合伙公司，并完全按照从芒格那儿学来的知识运作。

1984 年，巴菲特在他的著名演讲《格雷厄姆与多德部落的超级投资者》里，展示了格林的业绩：1965 年~1988 年，期间 SP500 指数总回报 316%，格林创造了 222 倍的回报，19 年间年化回报 **32.9%**（提取费用后投资人的年化回报是 23.6%）。

格林没读过商学院，他的投资知识就来自于认真听芒格的高谈阔论……或许正是因为学习芒格，所以风格和芒格比较像，投资收益大起大落。19 年里，最高的五年收益率分别是 180.1%，171.9%，171.1%，127.8%，97.1%，最低的五年则是-42.1%，-34.4%，-7.2%，8%，16.4%。

格林后来还和芒格一起收购了新美基金（1 月 3 号的《分众的核心投资逻辑》里介绍过这只基金），新美基金运行到 1986 年清算，收益非常好。这期间，格林通过芒格和巴菲特也成为好朋友。

巴菲特经常拿芒格翻船差点淹死船上三个人的事儿开玩笑，当时的三人就是巴、芒、格。

格林有钱后，不知道是自建还是入股了一家航空公司（前面说了，他当过空军），总之，变身为太平洋西南航空公司大股东兼董事长——从合伙公司和航空公司都叫太平洋看，高度怀疑是自建的。

1988 年，这家公司的主要资产卖给了美国航空，留下的部分叫 PS 集团。紧接着，巴菲特在美国航空和 PS 集团上各栽一个跟斗，疑似都跟格林有关。

1989 年，巴菲特投资了 3.58 亿美元美国航空公司（那时还叫美国空中公司）优先股，条款很优厚，大致是利率 9.25%，两年后有权以 60 美元/股的价格转成普通股（认购优先股时普通股股价 50 美元）。

如果两年后不转股，美国航空公司有权加价 10%赎回优先股——假设这种情况发生，意味着两年时间兜底可赚 2×9.25%+10%=28.5%。

很不幸，计划都是美好的，现实却是残酷的。就在巴神投资后，美国航空连续出事儿，连续亏损，直接导致无力还本付息。

原本想两年搞定的投资，拖到 1994 年，价值缩水为 0.89 亿美元。1996 年巴神想割肉，没找到接盘侠，结果狗屎运爆棚，美国航空成功引入新股东和新 CEO，咸鱼翻身。

熬到 1998 年股价涨起来，巴菲特转股后卖出，收回 6.6 亿美元，9 年时间，年化回报略高于标普指数。我们的巴神当时应该也是一身冷汗，大呼侥幸吧！

据芒格说巴菲特买入美国航空优先股之前，没有和他商量。

就在买入美国航空优先股的第二年，巴菲特又购入 PS 集团 11.04%的股份，总价为 1868 万美元。4 个月后，巴菲特将比例增持到了 22.5%。

格林说，这笔交易是他和巴菲特之间最糟糕的一笔。听这个描述，估摸着巴神赔的毛也没剩几根。好在资金总量只有几千万，只是伯克希尔的九牛一毛，巴菲特也没怎么再提过这笔交易。

一些专家认为巴菲特买入这些股份是为了帮助格林脱离困境。多年来，格林的个人财政状况时起时落。上世纪八十年代后期，他就曾在伯克希尔股价位于两三千美元之间时，出售过 5700 股伯克希尔股份，用来偿还债务。

格林和芒格还一起买过一间生产汽车化学用品的 K&W 公司——某人发明了一种倒进汽车散热器里可以自动修补漏洞的化学产品，以此建立了这间公司。常见的销售手段就是开着车到修车店，当场将散热器钻个洞，倒入公司产品，等待它修复。销售效果还不错。

当时，公司创始人去世了。不知道什么原因，此人把公司留给老婆，却让自己的波霸情妇担任遗嘱执行人。可想而知，闹的一塌糊涂。芒格和格林买下了公司一半的股份，管理层拥有另一半。

过了一阵，格林有事要用钱，要价 20 万美元把股份卖给芒格，结果芒格说他的股份目前应该价值 30 万美元，给了格林 30 万美元。此事让格林津津乐道了一辈子。

这个 K&W 公司后来被伯克希尔收购，顺带扯出另一个人物。

*******哈利.波特*******

1985~1986 年间，K&W 遇到困境，管理上出了些问题。于是芒格找来他的一个老朋友哈利.波特（这人叫 Harry.Bottle，一般翻译为哈利.巴特勒，哈利波特的英文是 Harry Potter。此处咱们为好玩好记，就叫他哈利.波特吧）担任 CEO。

这位老朋友施展魔法，三下五除二就把公司从困境中救了出来。1987 年同比增长 300%。巴菲特简直高兴坏了，在 1987 年致股东信里把哈利.波特夸成一朵花儿。

这不是哈利.波特第一次把巴菲特从烂泥里拉出来。老唐聊风车公司估值的部分（邓普斯特农具公司），提及过这位魔法师。

——**请翻到《价值投资实战手册》90 页，**书中写到“巴菲特控股该公司，炒了原管理层，聘请新 CEO 哈利.巴特勒。通过哈利.巴特勒的经营，邓普斯特公司……”

那还是 1962 的事儿，巴菲特已经陷在邓普斯特泥潭里。这笔投资是当时巴菲特最大的一笔投资，占整个合伙基金资金总量的 20%出头。而且，施洛斯也跟投了。

巴菲特告诉芒格：“这家公司现在一团糟，我弄了个笨蛋来管理邓普斯特，公司的存货还在不断上升、上升。”

芒格捋了一遍朋友圈，给巴菲特推荐了哈利.波特。几天后（1962 年 4 月 23 日），哈利.波特到邓普斯特公司出任总裁。

巴菲特在年底向合伙人汇报时说：

有一个很重要的事情通知大家。我们的合伙基金现在找到了一个善于经营公司的人才。有了他的帮助，我们将来的控股类投资会做得更好。

我去邀请哈利之前，他从没想过要管理一家农具公司。他善于适应新环境、工作努力、执行能力强……

哈利绝对是我们的年度之星。我们给他设定的每个目标，他都达到了，而且还老是给我们带来意外惊喜。

他完成了一个又一个看似不可能的任务，而且总是先挑最硬的骨头啃。

我们的盈亏平衡点降低了一半，销售缓慢或无价值的存货被清仓或核销，营销流程整肃新，无盈利能力的设备统统都卖掉了……

1963 致合伙人信里，巴菲特继续死命夸：

在上一年的信中，我称赞哈利·波特是“年度之星”。哈利岂止是年度之星？

去年，他出色地将效益低下的资产变现，我们随后就把这些现金买了低估的股票。

今年，哈利继续变卖效率低下的资产，留下来的资产效益也更好了。经过他 19 个月的努力，邓普斯特的资产负债表发生了质变……

哈利波特不仅善于扭转困局，而且眼光独到，他把从巴菲特这儿挣的钱，又交给巴菲特去投资，毫无悬念地成为富豪。

这位魔法师是从哪里来的呢？他是芒格商业尝试的处女投——参股一家为军用火箭定制变压器的企业——时的工厂财务主管。

这家企业在朝鲜战争时不断扩张，结果战争结束后，迅速沦为近于破产。芒格和变压器厂老板在哈利.波特的帮助下，九死一生挣扎出来，收回本金的同时还获得了不错的回报。

经过这个变压器生意的折磨，芒格获得了三个非常重要的经验和教训，咱们在后面谈论芒格思想进化的时候再说。

*******里克.格林*******

继续说回格林。格林的第一个老婆 1980 年自杀了，后来格林娶了一个比自己小 26 岁的老婆。老先生一辈子生了 7 个孩子，5 女 2 儿。

这位老先生是个花花公子做派，很时髦。喜欢女明星，有钱后投资了不少电影。1986 年为了捧红一个女演员，拿出 100 万美元为这个女演员定制女一号，结果电影拍完，女明星和电影里的搭档私奔了。

格林是享受人生型，想想 80 年代中期股价两三千美元时，他卖掉的 5700 股伯克希尔股票，今天的价值超过 17 亿美元啊！

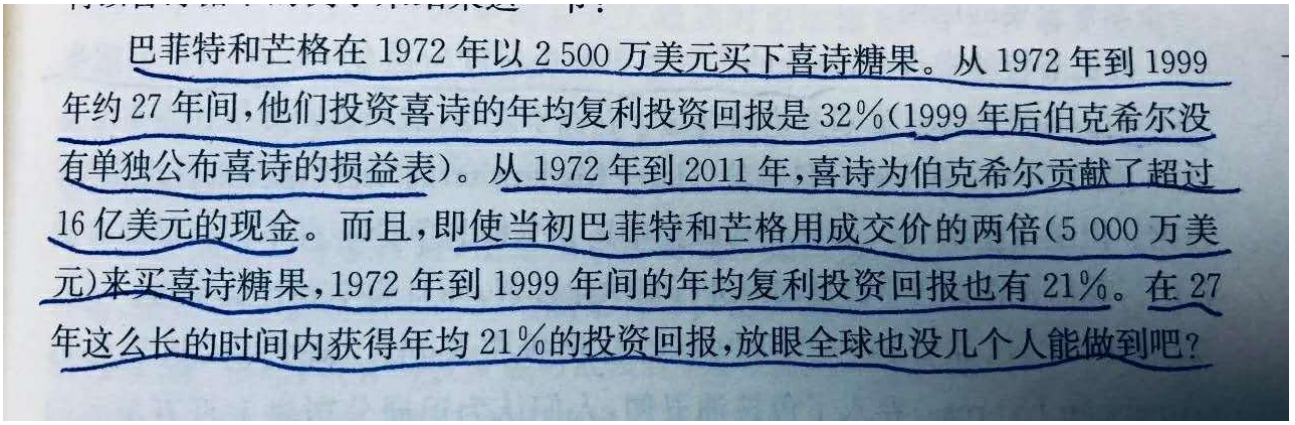
不过呢，**人生得失，要看你站在什么视角欣赏**，今天你就是让一位 89 岁的老头抱着 170 亿美元，恐怕也找不回当时和女明星厮混的感觉了……

格林老先生一直是每日新闻集团股东，持股数量仅次于芒格，至少几年前还是每日新闻

集团副董事长——现在应该还健在，和巴菲特同龄嘛。

格林发现的蓝筹印花，不仅让三个人大赚，而且蓝筹印花的总裁又给巴菲特送上门一桩更棒的生意，那就是著名的喜诗糖果——这笔生意不仅彻底扭转了巴菲特投资理念，奠定了伯克希尔庞大帝国的理论基础，同时，自身的财务回报也高的吓人。

按照中银香港总经理叶允平先生的《资本帝国》一书的描述


巴菲特和芒格在1972年以2 500万美元买下喜诗糖果。从1972年到1999年约27年间，他们投资喜诗的年均复利投资回报是32%(1999年后伯克希尔没有单独公布喜诗的损益表)。从1972年到2011年，喜诗为伯克希尔贡献了超过16亿美元的现金。而且，即使当初巴菲特和芒格用成交价的两倍(5 000万美元)来买喜诗糖果，1972年到1999年间的年均复利投资回报也有21%。在27年这么长的时间内获得年均21%的投资回报，放眼全球也没几个人能做到吧?

27年年均回报32%，高的令人垂涎三尺。不过，我不太清楚叶先生这笔账是怎么算出来的。权且做个参考吧！

这书是书房某读者推荐给我的。我读过后又在书房做过推荐，是本不错的书，你，值得拥有——囤书党要疯了吧？

资本帝国：巴菲特和芒格的伯克希尔

作者：叶允平

*******阿尔.马歇尔*******

买下喜诗糖果，除了格林介绍蓝筹印花，蓝筹印花介绍喜诗糖果这个关系链之外，还有一个人起了重要作用：芒格的另一位合伙人阿尔.马歇尔。马歇尔是个石油工程师，是芒格在乡村俱乐部里打高尔夫认识的。他加入芒格的地产公司后，主要负责销售。

后来惠勒退休，马歇尔代替惠勒的地位，负责惠勒-芒格公司的日常运营，成为芒格忠实的副手。

芒格说：“马歇尔无可取代，他在项目上努力工作，在推动喜诗糖果收购案中做出了巨大的贡献”。

洽谈喜诗收购时，喜诗糖果当年净利润210万美元，有形净资产800万美元，年销售糖果1700万磅。

卖家要价3000万美元，而此时巴菲特的主要投资思想是以低于净资产值的价格购买股票。所以，认为**价格太高了，不符合格雷厄姆的投资标准。**

马歇尔当时有点着急，他说：**“你们这些家伙都疯了吧，有些不在账面的东西也是很值钱的，如人员素质、公司品质等，你们低估了品质。”**——这似乎是巴菲特投资体系里，经济商誉雏形的首次提出

巴菲特和芒格接受了马歇尔的批评，出价 2500 万美元——依然超过三倍 pb，如果是施洛斯在场，恐怕要站在对面喊：“你们这些家伙都疯了吧”

芒格后来后怕不已，说幸亏是对方接受了，否则将会铸成大错：“我们当时就是这么蠢，如果他们多要 10 万美元，我们可能就不买了”

蓝筹印花能以那个价格买下喜诗纯属运气。当他们发现喜诗是一门出色的、不断发展的生意后，芒格和巴菲特认识到，**收购一笔优质业务让它继续运作下去，远比买下一家价格很低却在苦苦挣扎的公司，然后费时费力甚至费钱去拯救它要容易和愉快的多。**

“要是我们没有买下喜诗，我们也不会买可口可乐，”巴菲特说，**“我们很幸运买下了它，这件事教会了我们许多。”**

巴菲特、芒格、格林如愿以偿地控制了喜诗糖果。结果他们发现了一张熟面孔早已潜伏在里面：Tweedy-Browne 公司已经持有 1000 股喜诗糖果——对，就是前面说过的纳普、布朗和埃德的那家公司。

1000 股，也确实符合格雷厄姆--施洛斯--布朗这条线高度分散的投资风格，再好的公司也是买一点点最终，巴菲特软硬兼施地从他们手里买走了这 1000 股。

怎么样，芒格的这些小伙伴都不简单吧？

这仅仅是部分早期案例，实际上，终其一生，交游广泛的芒格都在不断地给巴菲特输送人脉、客户和企业资源。**他们或者给巴菲特带来管理帮助、或者给巴菲特介绍生意，或者直接投资成为巴菲特合伙公司的客户，或者变成巴菲特的收购对象……**

他们推动着巴菲特财富增长的同时，也不断地为芒格在巴菲特心中的地位添砖加瓦。不仅如此，在巴菲特的一生里，还有多次依赖芒格和他的小伙伴们度过险关的经历。是哪些险关呢？咱们且听下回分解……

向书房发送“巴菲特”可提取本系列合集

周末愉快！

第534篇.　　2019.2.25-《价值投资实战手册》读书笔记11——@熊大牛二

熊大牛二　唐书房　2019-02-25

老唐是不是幸存者偏差？

一、我的收获：

老唐的三本书都读过了，唐书房精华帖也读了个七七八八，在投资领域受益匪浅，任督渐通。

另一个比较大的收获就是知晓了老唐对一些好书的推荐，对于我这样的书虫而言，真可以说是漫展诗书喜欲狂。

看书的机会成本太高，所以我一贯挑剔，毛病就是“挑作者，挑推荐人”，比如理查德·道

金斯、荣·切尔诺、罗伯特·哈格斯特朗、张宏杰、阎真、吴军写的书一定是好看的书；查理芒格、比尔盖茨、任正非、任志强、李录推荐的书一定是好看的书。老唐也光荣同时入选此二白名单。

最近开始看老唐推荐的《University of Berkshire Hathaway》，一本好看的具有历史价值的书（虽然亚马逊上也有两星评价）。

UBH 的作者很形象地将追随价值投资大咖之路比作读大学，回想我“认识”老唐和读其作品之路何尝不是一场“大学”之路呢。我也可以形象地将这段历程比作唐朝“率性堂”之旅。

“率性堂”是唐朝办的（这个是真正的李世民那个唐朝）的大学-国子监的高级研修班，而老唐当然就是国子监祭酒-我们大学的校长了，今天教案用茅台，明天洋河，后天古井贡，可道是：品酒不误研股功，日拱一卒更从容。

我还有一个毛病就是睹物思人，对白纸黑字后面那个活蹦乱跳的家伙充满好奇，有时甚至忍不住胡乱做个心理侧写。虽然钱钟书说过：“假如你吃了个鸡蛋，觉得不错，何必要认识那下蛋的母鸡呢？”，但我还真是不敢苟同，鸡重于蛋，蛋源于鸡，这是真理。

先有鸡还是先有蛋暂且不理，但从鸡与蛋的市场辩证关系来看：有人不爱吃这种蛋没关系，有人不喜欢鸡毛的色彩没关系，产蛋量起伏没关系，鸡的市场价也没关系。

但是，鸡的健康很重要，鸡的修养很重要，鸡的勤奋下蛋很重要。所以鸡子儿放两旁，把母鸡摆中央，套用老唐中翻中经典台词：瞅地，别瞅傻子。所以，本文有一部分篇幅是对老唐的分析。

二．价值投资？价值观投资？优势投资？

从理念层面，价值投资的英文是 Value Investment，而我认为加个 s 会更符合我的理解，也就是 Values Investment，再英翻中回来就是价值观投资。

也就是说：价值投资就是你的价值观在商业投资领域的体现，如同狗与遛狗人的比喻一样，价值观就是遛狗人，投资（包括心态、风格、方法、效果等）这只狗并不会偏离遛狗人许多。

我自己会自问以下这些问题，意图想清楚了能更有利于我理解投资：

- ü 你真正想要的是什么？
- ü 人何以为人？
- ü 你是否保持强烈的好奇心？
- ü 你如何对待时间、金钱、感情？
- ü 你如何对待挫折与逆境？
- ü 你是否有批判性思维？
- ü 你相对于大多数人的优势是什么？
- ü 你如何看待理性与感性？

- 你是否对你自己和他人以诚相待？
- 你是否有稳定的为人处事原则？

从技术层面，“夹头”这个标签似乎越来越受欢迎，但大家对“价值投资”的理解不尽相同。而且从字面意思来说，“价值投资”本就是不言自明的，难道有人投资不是为了价值吗？

所以，从投资方法明确性角度而言，我现在更认同香港惠理基金谢清海的定义。

2010 年 10 月 21 日，谢清海先生因在中国做价值投资取得的杰出投资业绩，受邀出席在纽约举办的第二十届 Graham & Dodd 早餐年会，并在会上发表题为《如何在中国及亚洲地区运用价值投资进行投资》的演讲。

谢清海谈到：在（惠理）内部，我们不再称自己是“价值投资者”，尽管我们是价值投资者，否则我认为今天我不会被邀请来这里做演讲。但在我们内部，我们使用另一个术语。我们称呼自己是“优势投资者”。

为避免歧义，需要说明的是谢清海的优势投资与《优势投资法则:冠军交易者的 7 项修炼》中的优势投资并不一致，但异曲同工。

下面我用自己的语言描述一下我所认同的优势投资，即作为投资人需要在下列方面比绝大多数你的交易对手，甚至拟投资公司的高管更有优势：

- 通过调研获取行业与投资标的公司关键信息；
- 商业分析架构与方法；
- 对内在价值的感觉与评估；
- 对财务数据的综合理解（behind the numbers）；
- 对人类社会发展与商业逻辑的洞察力(Insight)；
- 逻辑与常识（Enlightened common sense）；
- 耐心与愿景；
- 在压力、极端市场条件下的自控能力；
- 资金的延续性与长期性；
- 知识架构与视野（Lollapalooza）；
- 资产观；
- 对单个人与群体人的人性的把握。

价值投资理论中的估值其实也并不难，自由现金流折现，而其简化版就是老唐的无风险收益率作为估值中枢的三年两倍折现法，更简化的版本就是老唐的三年两倍不折现近似法，而最最简化的版本其实就是每个股民都用的各种 P/E 法。

当然，还是那句话，估值简单而不容易，对 P/E 与净利润的掐指一估才是最难点，才是赚钱的不二法门。

具体的投资方法老唐在书中已经讲得很清楚了，没必要再赘述，关键还是知与行。

老唐的信条“真知，行不难”就是讲的这个道理，而老唐笔耕不辍的作用就是帮助我们进行对“知”的求真务实，通过通俗讲解、逻辑推演、统计证明、数据计算来夯实对价值投资的深刻理解，最终知行合一。

“瞅地，别瞅傻子”确实通俗易懂，但其实并不一定比母鸡的故事更形象，更有趣，更适合培养小白和儿童的财商。（可参阅《一位股市天才肺腑之言：我用一只母鸡，就能把股市给你讲明白了》。

但是，故事、概念、类比、公式与计算都很容易理解，自己真正要想明白的是：价值投资理论是否是一个符合实际的科学理论呢？投资者是盲目笃信，还是批判性接受？不想清楚就不笃定。

对此，我自己思考过如下三个层面问题：

第一个问题：不管是价值投资，还是优势投资，是不是一个正确的理论？老唐的《价值投资手册》从两个方面论证了价值投资的正确性，统计数据与逻辑推演。李录 2015 年在北大的演讲也进行了类似论证。

第二个问题：价值投资是不是成功的保证？看看格雷厄姆、巴菲特、沃尔特·施洛斯、谢清海、段永平、邱国鹭、老唐等人，似乎如此。但为什么人这么少？巴菲特的成功究竟多少是价值投资理论带来的呢？

第三个问题：上述这些人是不是因为运气好，就如同掷骰子的猩猩呢？这些人是不是幸存者偏差呢？

巴菲特认为，父母的影响和家庭熏陶对他的一生影响极大，他在恰当的时间出生在一个恰当的地方，就好像他抽中了“卵巢彩票”一样。

我们可以想一想：如果 BH 没有保险公司会怎样？如果一直坚持烟蒂法会怎样？如果老巴和老芒没有这么长寿会怎样？如果美国这几十年的经济如同中华民国当时的经济会怎样？如果老巴没有娶第一个老婆苏珊会怎样？

ü 老唐书中引用沃顿商学院西格尔教授《股票长期投资》中大类资产回报率指数实证研究只不过 200 年，从大历史角度只是惊鸿一瞥；是经验总结，而不是经过验证的科学理论。

ü 现金流贴现方法是逻辑自洽的，但是用于计算的数据质量很难满足要求，而且真实企业运营情况要经过两层映射才成为财务报表上的数据。财务报表就如同人人可以去装扮的小姑娘。

ü 国运不可控，商业周期不可控，人类的贪婪和疯狂程度深不可测。

综上，我认为上述这些大咖的成功与出名有很大原因是运气使然，但是价值投资确实是目前已知的最好的投资方法，人类理智实验室实验与理论推导均支持这一结论。

所以，我现在笃信以下几个基本观点：

ü 市场经济与技术为价值创造奠定了基础；

ü 指数定投长期来看是稳赚不赔的；

ü 超额利润来自于相对竞争优势和价值创造，如果与好公司共同成长，必胜，但胜利成果并无保证；

ü 贪婪推动经济增长，导致泡沫与崩盘，但长期来看，市场在价值发现方面是有效的；

ü 财富的有限性、随机漫步与正态分布导致 28 定律，所以不可能每个人都赚钱。

相对于技术分析、趋势法、烟蒂法，价值投资是少有人走的康庄大道，起码目前如此。

量化投资虽然并未能颠覆价值投资，但放眼未来，AI 即将来到，海量数据+模式识别+纪律+速度，会不会出现比价值投资更优秀的投资方法呢？不知道。

如果真是出现了老唐推荐过的《生命 3.0》中那个叫普罗米修斯的人工智能系统，我们夹头该如何应对呢？

三．老唐是不是幸存者偏差？

现在来瞅瞅老唐这只“鸡有骨”是如何养成的，是不是幸存者偏差。

老唐之所以成为现在的老唐并不是因为他学会了价值投资，也不是因为理解了股市动荡与股票估值，而是因为运气和投资之外的东西，例如破产、锻炼、读书、思考、心胸、眼光、人性透视等。

所以，老唐属于价值投资理论的幸存者偏差，虽然有很多人认可价值投资，但深信的不多，深刻理解的更少，在压力或极端市场情况下还能秉持原则的凤毛麟角。

所以很多只是掌握价值投资理论的人，没有积累很多财富，没有出名，没有著书立说。老唐只是其中特例，既真信，又真行，而更重要的是人生境遇这一运气主导的要素以及投资之外的功夫、心性与三观。

老唐本人的存在，证明不了价值投资理论在你我身上的适用性。

想靠模仿成为巴菲特是不可能的，成为老唐也是极难的。

因为大多数人模仿的目的无非是赚钱，以为学会了价值投资理论就万事大吉了，殊不知钱是三观与思考的副产品，舍本逐末、缘木求鱼只能求得水中月镜中花。

苏格拉底告诫我们：认识你自己（know yourself）。沃伦·巴菲特说：“钱可以让我独立。然后，我就可以用我的一生去做我想做的事情。而我最想做的事情就是为自己工作。我不想让别人主导我。每天做自己想做的事，这对我来说非常重要。”

认识自己很难，让我们认识一下老唐吧，因为相信价值投资的人是有些共同的性格特征的，以老唐为例，简单贴几个标签：

ü 喜食辣（废话）；

ü 珍视家庭；

ü 受高手思想的影响：巴菲特、西格尔、段永平、张新民；

ü 科学论者，中医黑；

ü 茅台爱好者与受益者；

ü 书虫；

ü 思想开放，愿意反省自己；

ü 乐观，积极向上；

ü 崇尚简单、常识与逻辑；

ü 对人性有很深的洞察；

ü 重视财务自由、身体自由（跑步，游泳）、思想自由；

ü 作为自由职业者，追求财务自由以外的成就感；

ü 有输入就要有输出；喜欢分享；

ü 沟通坦诚与直截了当；

ü 善于自控，但是时有爆发，例如感觉被侮辱时；率性强于自律；

ü 对于公开表演并不自然，缺乏出镜的锻炼（例如新年献词）；

ü 商业伦理：中性；对烟酒、P2P、游戏等导致上瘾的商业模式并无排斥，因为秉持“人要对自己负责”的原则；

ü 有自己的内部记分卡；

ü 有原则的男人，例如尊重 LD，远离杠杆；

ü 股市下跌时也要走夜路给自己吹哨：给大家壮胆；

此外，班门弄斧地给老唐几个建议：

ü 提高英语水平，可以扩大视野，避免误导（翻译的书太多错误）；

ü 降低生活与工作的随意性，提高纪律性（你已是众人楷模，有责任引导青年人成长）；

ü 与商业圈保持密切接触，实时更新商人思维（商业也在进化）；

ü 更加重视管理的力量；（人是最大能动性，否则 B 夫人也不会成功）

ü 创造并固化几个企业分析工具（流程与工具可以帮助扩大规模）。

四. 献给各位唐书房的朋友：猪年大吉！

这是我很喜欢的一首诗，代表所向往的境界与高度：温和而笃定。

The Serenity Prayer

God grant me the serenity

To accept the things I can not change;

Courage to change the things I can;

And wisdom to know the difference.

Living one day at a time;

Enjoying one moment at a time;

Accepting hardships as the pathway to peace;

Taking, as He did, this sinful world

As it is, not as I would have it;

Trusting that He will make all things right

If I surrender to His Will;
So that I may be reasonably happy in this life
And supremely happy with Him
Forever and ever in the next.
Amen.
(prayer attributed to Reinhold Neibuhr, 1892-1971)

宁静的祷告

上帝，请赐予我宁静，
去接受我所不能改变的；
请赐予我勇气，
去改变我所能改变的；
并请赐予我智慧，
去辨别什么可以改变，什么不能。
用心生活每一天；
用灵魂享受每个时刻；
承受磨难，
因为它是通向安宁的必经之路。
效法耶稣，
看清这个罪恶的世界，
接受它原本的样子，
而不是我所期盼的样子；
相信只要服从神的旨意，
神就能庇佑一切；
这样，这一生我就有理由得到快乐，
并在天堂与您一起得到极乐。
阿门

作者：熊大牛二
链接：https://xueqiu.com/1285582903/121460853
来源：雪球 著作权归作者所有。
商业转载请联系作者获得授权，非商业转载请注明出处。
谢谢作者文中提出的几条建议。

请作者留下收货地址或微信号 

与作者沟通，请点击左下“阅读原文”

第535篇.　　2019.2.26-涨了要减仓避险吗？

2019 年短短 33 个交易日，股市大盘涨起来超过 22%，书房不少朋友赚的有点胆战心惊。最近收到最多的问题是「短期涨这么多，是不是应该暂时回避一下？」

有这些心思的朋友，老唐不能（也不应该）替你拿主意，但推荐你重读书房去年 8 月 19 日的文章《股市下跌，应该顺势而为、减仓避险吗？》

链接在此→https://mp.weixin.qq.com/s/TEEso5pssJFakZFTuwYDmQ

——想着是不是也挺好玩的？几个月前每天弥漫的是对下跌的恐惧，这么快就换成对上涨的恐惧了

第536篇.　　2019.2.27-聊聊分众传媒业绩快报

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2019-02-27

分众传媒发布了业绩快报，营收 145.5 亿，净利润 58.28 亿，净利润基本是三季报里披露的 58~62 亿预告的下沿，略低于我估算采用的中值 60 亿。

快报数据比较少，老唐简单聊几句。主要数据如下：

	2018 年	2017 年	同比
营业收入	145.51	120.14	21.12%
营业利润	69.71	72.44	-3.77%
营业利润率	48%	60%	
净利润	58.28	60.05	-2.95%
净利/营利	83.6%	82.9%	

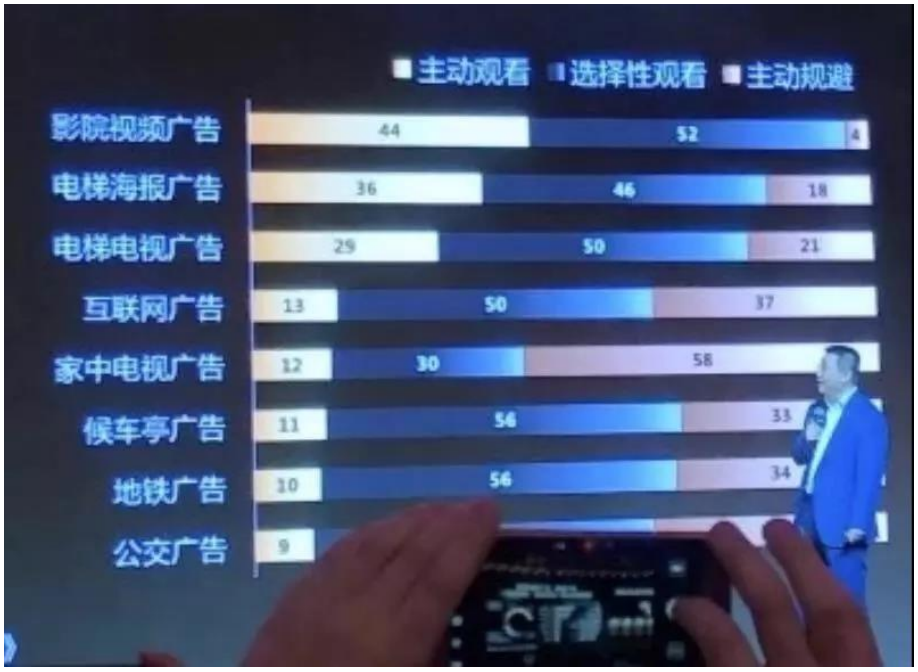
这几个关键数据，可以让我们对公司 2018 年的经营有个轮廓性的印象。首先，营业收入增长很不错。传说 2018 年经济不景气，各大企业广告预算纷纷收紧，但分众数据显示并没有受到影响，营业收入出现了高达 21%的增长（全行业增长 2.9%）。

这和 CTR（央视市场研究）提供的 2018 年广告媒体刊例支出变动趋势吻合



在当下的媒体世界里，趋势非常明显，就是以分众为主体的梯媒+映前广告，抢夺除手机屏以外的其他传统媒体的市场份额——就广播还能苟延残喘，主要是汽车这个特殊场景的原因。它背后的逻辑就在老唐 1 月 3 日发的[《分众的核心投资逻辑》]一文中的这张图里（我放大截成两张）





简而言之一句话：**权威第三方（数据来自尼尔森）调查表明分众是受手机屏影响最小的媒体形态。只要线下流量有价值，分众就是首选。**

营收增长不错，高达 21%，市场份额没问题，行业地位没问题。但营业利润和净利润同比下降三四个百分点。原因何在？

先观察所得税负。所得税负没有什么大变化，净利润/营业利润依然保持在 83%左右。因此，营业增长而净利润降低的原因，应该是出在营业成本和三费支出里。

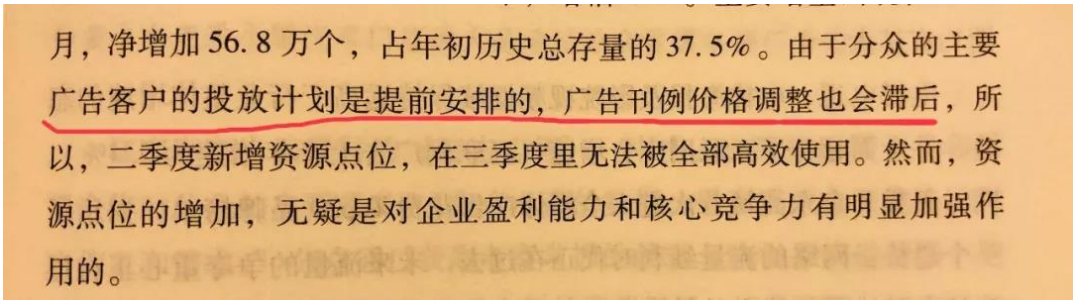
通过统计过去三年里的三费（销售费用、管理费用、财务费用）占营业收入的比例，可以发现，这个数据非常稳定，基本保持在 21%左右。

逻辑上也很容易理解。对于分众而言，这些费用的主要部分是管理人员薪酬、业务佣金（以 2018 年半年报为例，销售和管理费用合计不到 15 亿，职工薪酬和业务佣金合计近 13 亿），它们一般都和营业收入直接挂钩，具有比例关系。

而影响营业总成本变化的另一个重要因素营业税金及附加，则直接是政府规定的固定比例，同样与营业收入有对应关系。

于是，结论很清楚，导致营业利润及净利润增长幅度低于营业收入增长幅度的主要原因，就是因为营业成本的过快增长。

这个营业成本过快增长的原因，老唐在收录于《价值投资实战手册》283 页的《梳理分众传媒》一文里写过。原文发表于 2018-9-5 的《证券市场周刊》


月，净增加56.8万个，占年初历史总存量的37.5%。由于分众的主要广告客户的投放计划是提前安排的，广告刊例价格调整也会滞后，所以，二季度新增资源点位，在三季度里无法被全部高效使用。然而，资源点位的增加，无疑是对企业盈利能力和核心竞争力有明显加强作用的。

强势插入通知：《价值投资实战手册》京东当当都到货啦！

价值投资实战手册

作者：唐朝

这是分众独特营业模式下的结果。从去年二季度开始的终端扩张，一直到扩张基本结束，始终会有这个影响存在。从2017年的营业利润率里，我们完全可以反推出2018年新增“不产生收入的成本”的大约数额。

我们用2017年的营业利润率×2018年的营业收入，得出假设2018年没有「不产生收入点位成本」的情况下，2018年“应有的”营业利润，即145.51×60%=87.3亿。

该数据与报表展示的营业利润，我将其大致视为“未产生收入的新投成本”，即87.3-69.7=17.6亿——说大致，因为其中还有原有点位价格和刊挂率波动的影响。

分众股价去年下半年的一轮跌势里，主要争议之一其实就是对这个17.6亿看法——另一个是所谓的解禁压力。目前所谓解禁压力已经被解禁后两个月40%涨幅证伪。

可以这么说，**怎么看待这个17.6亿，以及怎么看待接下来可能还要发生的大约两个17.6亿，决定了我们对分众传媒这家公司的态度。**

这17.6亿，部分已经于现在开始产生收入（第四季度收入同比已经有12%的增长），部分可能于下个季度产生收入。

2018年，估计分众传媒净增加终端点位100万到110万个，年底达到260万个终端，覆盖230多个城市，超过3亿中产。而公司的目标是500万终端，覆盖500座城市，5亿中产。

因此，可以预计，根据市场情况，2019年一季度、上半年乃至全年可能都还将陆续投入扩张，由此可能持续产生营业成本增速继续高于营业收入增速的情况。

也就是说，净利润增速可能在一季度乃至上半年（这个能确定）、甚至可能2019年全年（这个要看公司根据市场情况安排的扩张进度）都低于营业收入增速。

对于炒预期、炒报表的人来说，这可能就是压力。而对我而言，问题比较简单，就一句话：**公司扩张点位导致的结果，是公司获利能力和行业地位变的更强还是更弱了？**

短期报表表现不好，是应该规避等好转后再进入，还是不管不问？坦率说，我也没有标准答案。我引用巴神对这个问题的答复来应付。巴神在被问到这个问题时，是这么回答的：

巴菲特：明天谁知道会发生什么事呢？我举个例子来说明吧。我在1942年买进了我的

第一只股票，你猜 1942 年之后直到现在,对市场而言的最好年份是哪一年？

答案是 1954 年，道琼斯指数上涨了 50%。实际上，你回顾 1954 年的时候会发现那是个萧条时期。那一次的不景气始于 1953 年的 7 月，失业率在 1954 年的 9 月达到最高点,到 11 月的时候就业市场境况更是凄凉。

因而，只看到目前经济状况就决定是否买卖股票是十分不明智的做法。你得着眼长期来考虑特定时期中你投资的股票价值。

下图是老唐给巴神补上的，一图胜千言，自己看。

时间	美国 GDP 增长率	SP500 指数涨幅
1950	8.74%	21.68%
1951	7.73%	16.35%
1952	3.83%	11.78%
1953	4.60%	—6.62%
1954	-0.63%	45.02%

对于分众，老唐说两个更简单粗暴的预测法，其简单的程度可能会导致你对“估值”两个字的高大上感觉崩塌，老唐表示不为此事件负责：

第一，2018 年底大约 260 万终端，其中有部分不产生收入。2019 和 2020 年可能还会扩张，我们不管中间变化，假设 2021 年完成 500 万终端，终端数量相比目前大致翻一倍——就是再砸个四五十亿现金进去呗！咱有。

这些终端，对于营收的影响，有一个不利因素和两个有利因素。

不利因素是：后面的 240 万终端覆盖人群的消费能力，应该是要低于现有终端的覆盖人群。因此，广告价值相对较差，产生营收的能力不能和现有终端比，所以公司才需要不断将新旧终端打乱重组（拆网），以求均衡；

有利因素是：①伴随着经济发展，市场各类产品和服务竞争加剧，对于消费者的争抢越来越激烈，尤其是在出口拉动经济越来越难的大环境下，对国内消费者的心智和注意力争夺会更加激励。

由此推测，广告行业线下媒体的王者分众，是具备能力保持广告价格年均增长率高于 GDP 增长率的，从而使公司新旧终端创造营收的能力得到加强。

②阿里加入带来的网上网下对接，以及分众对自身技术的升级，会引导分众从品牌展示广告领域，向效果广告领域渗透。从而提升刊挂率和广告价格，带来更多的客户和更多的收入。

我假设以上不利和有利因素互相对冲掉，即 2021 年的营收增长就同步于终端数量增长，即三年翻一倍。同时，假设 2021 年的净利润率就相当于 2018 年水平——鉴于 2018 年还在扩张期，成本比例是被夸大的，这个假设应该是保守的。

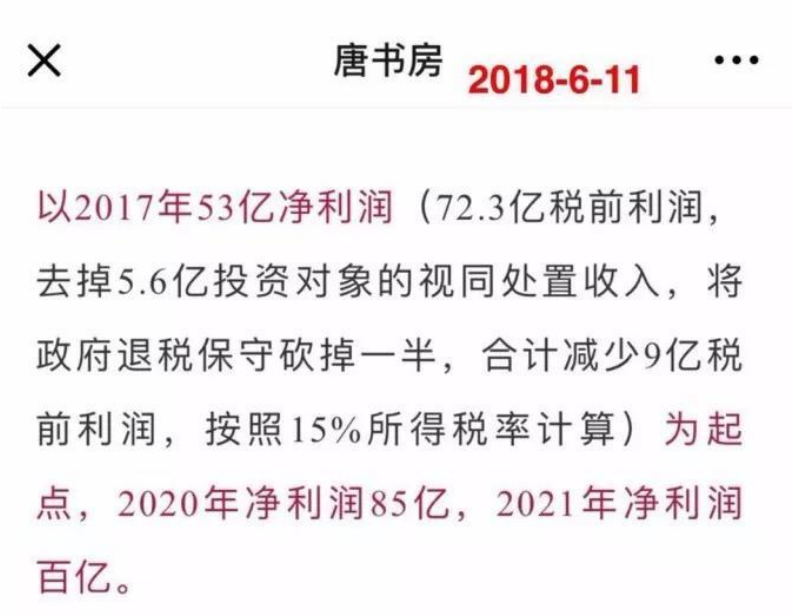
那么，2021 年的净利润可以视为 2018 年的两倍，即 58×2=116 亿，考虑到部分政府税收返还不一定稳定可靠，我将其简单视为 100 亿。

问题就大致精简为：一个年创净利润百亿，利润基本为现金的企业，市场愿意给什么估值？什么估值下我会拿着不动？什么估值下可以引诱我卖出？

我的答案很简单，**4%的无风险利率条件下,这样的公司合理市值为 25 倍市盈率,低于这个市值我不会考虑拿去换成钞票——公司变质和发现更好目标除外。**

第二，另一种简单估算法。2018 年对于广告行业和分众传媒而言，都是相对艰辛的一年，这一年里公司获得了 58 亿净利润。

而 2017 年，去掉转让股权等一次性收入带来的影响而言，公司大致可信的经营净利润是 53~54 亿，这个看法老唐在去年 6 月谈过



以 53 亿为基数，2018 年的增长大约为 58/53-1=9.4%。我假设这个增速能够在未来三年保持，则 2021 年净利润为 58×1.094³=76 亿，以 25 倍市盈率估算，合理估值为 1900 亿；

如果稍微乐观一点，认为增速可以达到过去十年的名义 GDP（GDP+CPI）增速，大致按照 12%估算，则 2021 年净利润为 58×1.12³=81 亿。同样给予 25 倍市盈率，得到 2030 亿的市值目标。

备注：中国 GDP 总量 1998 年约 1.03 万亿美元，2008 年约 4.44 万亿美元，2018 年约 13.26 万亿美元。1999~2018 年化增速 13.6%；其中 1999~2008 年年化增速 15.7%；2009~2018 年年化增速 11.6%。

因此，我大致给**分众 2021 的估值是 2200±10%范围**（当时我用的 2018 年 60 亿净利润的基数），**这个范围的 50%以下就是我认为值得买入的价格**，至于期间会怎么波动，我不知道也不怎么关心。

所以，分众能否让我挣到满意的利润，其实就一个变量：我的增长假设是否能达成？

这个变量和市场明天牛市还是熊市，基本没有什么关系——说基本，是因为假如一直牛，等我有下笔钱到账时，可能已经脱离买入区了，这还是会对我产生不利影响。

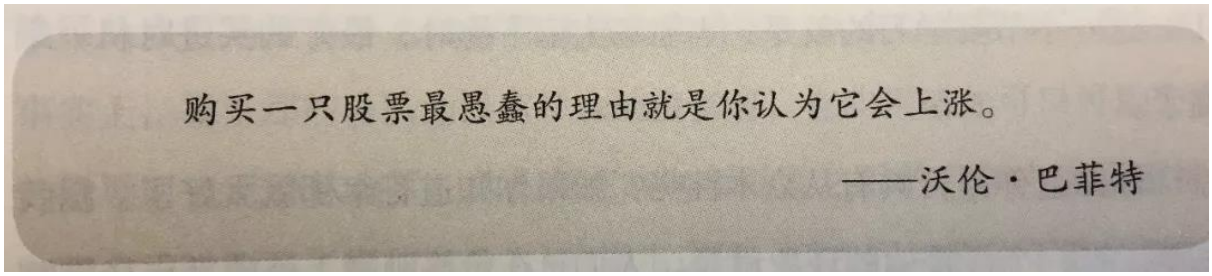
截止目前，以我对分众的理解，**我认为 2021 年 76~100 亿的净利润范围是可以做到的**。

但必须大字强调：**截止目前，老唐的分众依然“套牢”约 10%，请谨慎看待老唐的观点。**

老唐所持任何个股都有腰斩或翻倍的风险，请勿依赖老唐的观点做出任何买入或卖出的决策。切切！

顺带说一句，股价一直这么牛是不可能的，前俩月已经涨了 40%，要是照这速度持续，年底那还不奔 40 去了!! 我认为不可能。

同样，大盘也不会这样一直牛，千万不要抱着牛市来了的心态入市「炒」股票。老人家叮嘱过：



截止 2 月 26 日，老唐继续呆坐，持茅台 38%，腾讯 27%，分众 13%，洋河 8%，海康 8%，古井 B5%，2019 年内收益 21%。

自 2014 年公开实盘以来，收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，21%（均不计新股）。夜游神们，本文为设定的自动推送，你收到时老唐已经碎觉觉啦！所有留言，明天早上上墙晚安

PS：最近追问开户的多起来了。开户，选海通，APP 超好用，费用还超低。

马上点击左下角**阅读原文**，享受书房福利……

厚朴　置顶

老唐，文章里写到:“以 2017 年为例，销售和管理费用合计不到 15 亿，职工薪酬和业务佣金合计近 13 亿”　查阅 2017 年年报，销管费用合计 25 亿多，职工薪酬和业务费合计约 22 亿。是我理解错了吗?

作者

汗，写文章的时候同时开着几份财报。这里是 2018 年上半年的，马上改，谢谢指正还好，用 2017 年或是 2018 年半年报举例，都不影响逻辑

唐朝文集

(六)

(唐书房微信文章合集)

第537篇.　　2019.2.28-聊聊洋河的业绩快报

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2019-02-28

洋河今晚发布业绩快报，营收 241 亿，净利润 81 亿。这个确实在意料之中，本没有什么值得一说的，但书房后台不少朋友都声称坐等零点发帖，不想让朋友们失望，随便聊几句

老唐在《价值投资实战手册》的 225 页写过一段关于白酒企业特点的话，原文如下：

《手把手教你读财报》一书第 15 页，老唐用了整整一页纸，谈用茅台财报作为解析范本的六大理由。

到今天为止，我依然建议所有刚刚开始学习公司研究的朋友，从白酒业入手，尤其是高端白酒的几家公司：茅台、五粮液、洋河、老窖、古井贡。

理由非常简单，这个行业短期供需变化不剧烈，相对容易预测；产品有差异性，有情感归属成分，不容易陷入价格战泥潭；

绝大部分（尤其是中高端）都是先收钱后给货，付款方式多为现金或者类现金的银行承兑汇票，普遍很少甚至根本没有应收账款，营收和利润含金量高；

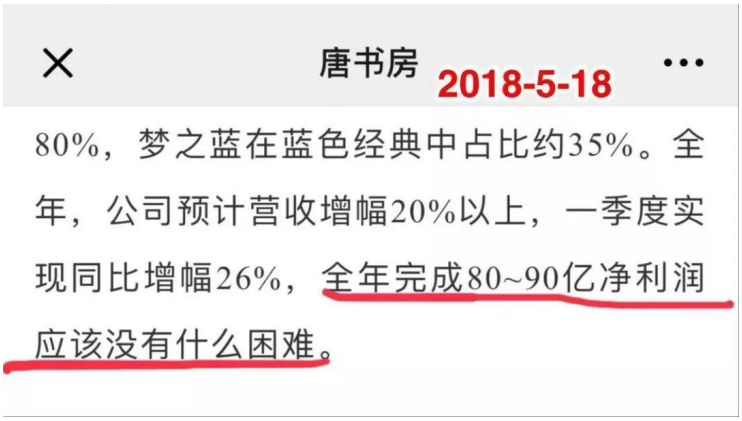
产品不担心短期积压，存货几乎不会贬值至生产成本以下；产品简单，研发投入极少，一般不搞费用资本化处理……这些特点，决定了公司财报简单且优质，可预测性较强。

先看这种优秀企业，心中就有了一个标杆，以后再去看其他企业的时候，自然就会有意无意地拿它们来和白酒企业对比，对比其盈利能力，含金量，确定性等等。

我个人认为，具备优秀商业模式的白酒业，完全可以作为投资者的根据地、票仓，值得深入研究。每一次阅读都不会浪费，花两年功夫吃透，可以在里面捡一辈子钱。

这里面最重要的特点就是可预测性。一家企业的业绩一旦具备可预测性，在老唐估值法的体系里，剩下的事情其实就是小学算术和耐心等待——等待业绩实现、等待市场先生出价错误。

比如早在 2018 年 5 月 18 日，老唐就已经在书房写下对洋河 2018 年的业绩预测：



今天公告的结果是 81.05 亿。

白酒行业对投资者是友好的，最关键的一点就是它的差异化竞争，尤其是高端白酒。

高端白酒并非标准化产品，各家产品从品牌定位和口味香型都有明显差异，因而价格竞争很难起到决定性作用。厂家更愿意将费用用于品牌维护和产品升级，树立客户品牌忠诚度而不是主打性价比。

这个特色决定了整个行业里，大家都过的挺滋润，顶多是非常滋润和一般滋润的差异。与其他行业里动辄老二非死不可的局面，不可同日而语。

比如洋河，洋河的成功主要就在于它走出了一条传统白酒所没有走过的路。

一直以来，高端白酒的主要卖点是谁家的酒更好喝，顾客更喜欢哪种香型：酱香、浓香、清香、凤香、米香、芝麻香、兼香等。

如果从这个角度切入，洋河实际上不具备显著的竞争优势，因为洋河属于浓香酒。在浓香酒的传统认知上，顶级代表是以五粮液、泸州老窖为代表的川酒。

由于四川是个盆地，四周环山，少风、少太阳、多水汽，阴湿+少流动的环境，本身利于微生物的聚集和发酵，所以川酒历来品质较好——中文有个成语叫「蜀犬吠日」，来自唐代柳宗元的一篇文章，说四川的小狗狗很少看见太阳，出太阳后对着太阳狂叫。这个成语用以形容人少见多怪

相对而言，洋河虽然和川贵名酒（包括苏格兰威士忌、法国干邑）同处北纬 30° 黄金酿酒区域，但近海多风的气候条件决定了苏酒徽酒酿造过程中微生物聚集相对川贵要少，由此产生了更为淡雅柔和风格。

洋河将这种风格重点强调出来，不再着重于香型，淡化自己属于“浓香”一派，而是强调口感，创造出一个新的品类“绵柔”。

将评价标准从嗅觉（香型），转化为味觉（绵柔），把原本较为清淡的比较劣势，转化为更容易入喉、没那么刺激的清爽口感这样一种比较优势，从而在消费者心智里占据了独特的领地。

同时，喝酒这件事，其他传统品牌更多的强调“酒”好，而洋河在推出海天梦系列的时候，更倾向于让喝酒这件事显得时尚、年轻、有趣、有美感。

品牌形象也一改中国传统白酒拙、朴、厚、重的定位，转而走时尚、漂亮、年轻、现代的路线——家里喝过的梦之蓝酒瓶，我家领导舍不得丢，太漂亮，尤其是梦 6 瓶子，真美。



要论玩瓶子的文化，白酒企业里洋河必须排第一。其实不仅是包装，还有企业品牌赞助的活动，也同样不断强化品牌的现代、时尚、有趣等场景联想。

不要小看这招。一个产品的消费者，完全不会因为另一家产品的品质更好而改换门庭，那就是品牌的至高境界了。这方面，老唐高度怀疑巴菲特投资可口可乐就经历了这样一个思考过程。

按说巴菲特接触可口可乐其实很早的，早在童年时期就知道从爷爷那儿买一提可乐，分拆成单听出售，赚取批零差价。

巴菲特成年后，可口可乐的唐.基奥就是他正对门的邻居，他还去游说过唐.基奥。以巴菲特对投资的专注，绝对不可能没关注可口可乐这家企业。

自 1972 年巴菲特和芒格一起投资了喜诗糖果，就尝到了品牌的伟大力量。但为何一直拖延到 1988 年末才开始动手购买类似喜诗糖果的可口可乐？

一般资料都说是 1987 年 10 月股灾造成的股价大幅下跌的因素，但巴菲特的买价依然是 30 倍市盈率价格，并不算便宜。

可口可乐好，这个不难知道。但购买时点选择在 1988 年末，老唐个人认为与可口可乐自 1985 年 5 月开始的一个失败尝试有关。

1985 年 5 月，可口可乐董事长郭思达和首席运营官唐.基奥推出一个大胆的行动。

他们花费了几千万美元，研制了一种新的可乐，在几乎所有的盲测中，得到的口感评价都远远优于传统的可口可乐。郭思达和基奥认为这将是推动可口可乐再上新台阶的利器。

然而，消息一经披露，基本上平均每天有超过 8000 个消费者电话打到可口可乐公司，

表达对可口可乐修改口味的震惊和愤怒。

顾客们声称改变可口可乐的味道，打破了美国人的梦想，是剥夺了自己人生唯一的乐趣，就如同重写圣经一样不可接受……

很多顾客抢购和囤积老可乐，并表示坚决不会购买新可乐，甚至有顾客声称如果公司不将口味改回原来的味道，就去法院起诉公司……

郭思达拒绝放弃明显更好喝的新可乐，他做出的屈服是同时销售新旧两种口味的可口可乐，将大量推广费用投入到新可乐上，并不断地利用盲测来证明新可乐优于老可乐。

然而，美国人厌倦这种口味测试，他们仍然倾向于饮用老可口可乐，哪怕这可能是他们无知的证据。

公司同时宣传两种可乐，不仅没有取得预想中的效果，反而扰乱了消费者对可口可乐的认知。

百事可乐趁虚而入，以微弱优势在美国本土市场获得主导地位。公司管理层终于大梦初醒，于 1988 年底替换了可口可乐美国公司总裁，新总裁赫伯特放弃了新可口可乐的宣传，将品牌重新聚焦在传统可口可乐上。

至今为止，没有资料显示 1988 年底至 1989 年巴菲特投入 10 亿美元买入可口可乐的股票，与新旧可乐之争有关。

但老唐假设自己站在巴菲特鞋上思考，认为是巴菲特可能是通过新旧可乐之争，认识到哪怕有铁的证据证明**品质比可口可乐更好的产品，也无法替代可口可乐在美国人心目中的地位，无法对公司竞争力形成伤害。**

此时，可口可乐公司无敌的投资价值确认了。出手

老唐说这段，是想说我认为洋河也正在拥有这个特点。

以我的理解，洋河的大量消费者也并非是理性认为洋河更好喝才选择洋河，而是洋河的品牌勾起他/她一种舒适的、亲切的、美的、时尚的、愉快的等等美好联想，从而产生了购买和消费冲动。

当然，时间是洋河酒品质的朋友。早期洋河还到四川去购买基酒，但这些年，通过收购双沟和不断扩大产能，洋河已经成为全国数一数二的白酒生产基地。

伴随着时间的推移，这些年投产的窖池优级品率不断提升（浓香窖池的特点是窖池越老，优级品基酒比例越高），优质基酒产量逐年递增，存储的基酒量越来越大，公司生产高端白酒的产能也随之越来越高。

洋河品牌层级分明，海之蓝、天之蓝、梦之蓝清清楚楚，几乎每个价位段都有拳头产品卡位，非常适合逐级引导消费升级。

高端产能的提升，伴随着公司从原本定位中低端的海之蓝、天之蓝，开始逐步向具备放量能力的梦之蓝递交接力棒，高端产能与梦之蓝消费群体的增加，共同构成了品牌力量的良性增长。

洋河的核心优势，除了品牌和产能之外，更重要的是它的股权结构。

国资、管理层、公众股东基本三分天下的格局，不仅使管理层和股东利益相关、能够着眼长远而不是关注任期内的短期增长，也使三方之间构成一种相互需要相互制约的三角关系。

这个，老唐在《价值投资实战手册》208至212页阐述过了，此处不再赘述。

洋河2018年营收241亿，今年有机会冲刺300亿营收台阶。从而使三甲地位更加牢不可破。

后面的追赶者已经被扔掉很远，但距离前面的五粮液，还有较大差距。五粮液2018年营收约400亿规模，大幅领先洋河。

在2016年4月，老唐曾经展望过“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。”

目前看，由于李曙光到五粮液后的一些优化，以及这两年白酒行业的整体景气度上升，这个目标所需时间可能比我预计的时间更长。

以目前数据看，2019年的洋河大约能达到五粮液2017年的营收和净利润水平，落后大约两年时间。

但出于对洋河股权结构及洋河品牌和渠道的信任，我依然相信时间站在洋河这边。该目标“或许会迟到，但不会缺席”。

洋河管理层去年提出的千万亿远景目标（千亿销售，万亿市值）也是值得股东憧憬的

丰满的梦想先放一边，我们说骨感的现实：我对洋河2021年的净利润水平估计大约是140±10%，即125~155亿之间（年化增长15%~25%），对应2021年合理市值3500亿±10%。这个目标市值的50%以内就是我的买入价。

今天的快报其实没什么内容要说，老唐天马行空随性聊了一些，希望没有让朋友们失望。同时申明，以后再写了持股公司的业绩快报，将放在次日推送，零点不用坐等了，谢谢

和昨天一样，这篇也是设置的定时推送。你收到本文时老唐已经碎觉觉啦，所有留言明早上墙。晚安朋友们！

PS：老唐肉测推荐海通证券。APP好用；微信到价提醒功能贴心；书房福利，费用低至极限，完美！立刻点击阅读原文报名开户……

圆星星　置顶

巴菲特之道，和巴菲特投资估值逻辑两本书中都说巴菲特1988年买入可口可乐的市盈率不超过15倍，老唐怎么说30倍PE　,能说明下吗？

作者

借你留言记录数据：1987年可口可乐税前利润13.6亿，所得税率46%，税后净利7.35亿，总股本3.75亿股，每股收益1.96元。巴菲特综合买入成本是41.8元，折合静态市盈

率 21.3 倍。巴菲特从 1988 年底开始买入，直到 1989 年 3 月被发现，最初介入价约 30 倍市盈率

第538篇.　　2019.3.4-散打巴菲特13——芒格演义之03

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2019-03-04

上回说到，芒格的朋友圈给巴菲特带去过不少投资机会，也解决过不少困难。朋友圈的给力表现，推动着芒格在巴菲特心中地位的上升。

不仅如此，在巴菲特的投资生涯里，芒格及其律所同事的专业支持也是巴菲特投资成功的重要力量之一。

美国的法律体系和我朝不一样，我朝是成文法，他们是判例法。所谓成文法就是法律制定权在某最高机构（例如全国人大），执法机构只是根据现有法律条文规定做出裁决，拥有在条文规定的量刑范围内取舍的权力。

而美国的判例法体系，只是通过宪法 7 条原文和 27 条修正案规定了大原则。每个案子都由临时组成的陪审团做出裁决，并成为以后同类案件需要遵循的先例。

在这个体系下，法律是活的，它是由法庭上的律师、陪审团和法官不断创造的。

正因为此，美国的法律体系非常复杂，判例浩瀚如海，任何人都不可能在所有的领域专精，基本上都需要依赖该专业的律师。

因而，美国律师数量多的吓人。截止 2016 年底，全美在册律师 1315561 人，按照 3.24 亿人口总数计算，每千人拥有 4 名律师，一个 250 配一个律师，正经的千除四郎。

与之相比，人口总量是美国 4 倍有余的我朝，全国律师数量大约 30 万。

对美国法律体系感兴趣的朋友，推荐阅读

美国宪政历程——影响美国的 25 个司法大案

作者：任东来　陈伟

巴菲特没读过法律。而巴菲特的投资，除了二级市场直接买卖以外，其他的收购及企业经营经常涉及法律事务。而正好芒格就是一位高水平的律师，且专精商业相关法律。

同时，芒格自己的律师事务所也拥有大量商业法律师人才，芒格知道谁专长于哪个领域。

因此，巴菲特和芒格的交往，不仅在投资决策中，得到芒格个人免费的、可信赖的专业意见。在商业活动出现问题后，芒格也能迅速地找到合适的人来解决问题。

对于芒格个人的专业意见方面，作为受益者，巴菲特是最有发言权的。

巴菲特说“查理总是能看清现实，如果发现什么问题绝不会坐视不理……他为我带来了法律观念，他能比世界上任何人更快更准地分析和评估一项交易。他能在 60 秒内看到所有可能的缺陷，是一个完美的合伙人。”

两个人还各自独立投资的时候，两人之间的对话经常是这样的场景。

巴菲特给芒格打电话：查理，我想做某件事，这件事是酱紫酱紫的。

然后芒格说:天啊,你在开玩笑吗?有这种风险和那种风险。

接着两个人逐一考虑芒格看到的这些风险。

最后，有时候巴菲特会说，“我想你是对的。”

但有时候巴菲特会说:“查理,你说的我都听进去了,但我还是想做这件事。”

巴菲特说此时我才能真正知道查理的真实想法，因为有的时候他会回答:“沃伦，如果你确定要做这件事,我能不能参一股?”

在两个人早期（从认识到 80 年代），两个人每天都要电话往来好几次。另一种常见的场景是这样的：

芒格坐在一张舒适的沙发椅上和巴菲特通电话。

巴菲特:“balabalabalabla……”

沉默。

巴菲特:“balabalabalabla……”

芒格:“所以说你担心的是价格问题喽？”

巴菲特:“balabalabalabla……”

沉默。

巴菲特:“balabalabalabla……”

芒格:“如果你等一等，我觉得你会得到你想要的价格。”

巴菲特:“balabalabalabla……”

芒格:“那就这样。”

挂机。

芒格在巴菲特的决策过程中,实际担任着一个发现风险和帮助巴菲特解决犹豫点的角色。正如 GEICO 的 CEO 卢·辛普森所说：

沃伦将查理作为最后的检验。如果查理也想不出任何理由不做某件事情，他们就会放手去做。

查理没有思维定势，他的想法与众不同，常常得出一些有趣的结论。他能把注意力集中到那些对于决策非常重要的事务上。

查理会提出很多否定意见，不过他和巴菲特最终会得出相似的结论。

芒格的这些意见，不仅与他独特的思维方式有关，也与他严谨的法学背景有关。忽略芒格的意见，代价通常是昂贵的。

老唐下面列举几个经巴菲特和芒格亲口确认,因为没有听取芒格意见而导致决策错误的投资案例：

①对美国航空和 PS 集团的投资。这笔投资在《芒格演义 02》有关里克.格林的故事里谈过。

这笔决策巴菲特之所以没有征求芒格意见，我估摸着也是因为格林也是芒格的好朋友，巴菲特不想置芒格于左右为难的境界吧！

结果，前者靠狗屎运起死回生，后者赔的一塌糊涂（亏掉了约 2/3）。

顺便纠个错：上一篇老唐写里克.格林时写到，格林因财政窘迫需要偿还银行贷款，曾在伯克希尔股价在“两三千美元之间”抛售了持有的 5700 股。后来翻查资料时，发现记忆有误。

里克.格林持有伯克希尔的股票的准确数量是 5750 股，是花了 2760 万美元买进的（折合股价 4800 美元），被迫卖出是 1991 年，卖出总价是 4780 万（折合股价 8313 美元）。这些股份今天的价值约 17.5 亿美元。

②对通用再保的收购。这是一笔涉及 220 亿美元的巨额收购，老唐在去年的《散打巴菲特 04——一次奸诈的曲线减持》和前年的《对保险股的思考 04》里详细谈过。

这次交易，巴菲特没有征求芒格的意见，原因不明。但这个故事勾起老唐的一份陈年记忆：

很多年前有次买东西，卖家找零时，错把一张 50 元的钞票当做 20 元，混在一堆零钱里找给了我。

小唐当时心跳加速，匆匆忙忙就离开了（羞愧 ing），回到家一看，50 元假钞！——本剧故事，纯属真实。

我估摸着巴菲特那时的心态就有点类似小唐，以为自己的睿智算计了别人，被得意和窃喜掩盖了双眼，导致放松了对通用再保（假钞）的认真甄别。

③巴菲特在 2013 年致股东信里还写过另一个案例，原文如下：

大家应该没有听说过 EFH（ Energy Future Holdings）这家公司，你们是幸运的，我宁愿自己也没听过这家公司。

它是 2007 年为杠杆收购一家德克萨斯州的电力公司而成立的。收购方投入 80 亿美元同时借入大量债务实现收购。

债务中有近 20 亿美元由伯克希尔提供。我在没咨询查理的情况下做出了决定，这真是个巨大的错误。

尽管天然气价格大幅上涨，EFH 还是注定要在 2014 年申请破产。2013 年我们以 2.59 亿卖出了我们的债权。持有债权期间，我们一共收到 8.37 亿美元的利息，所以我们税前总共亏损了 8.73 亿美元。

下次我一定会先问问查理。

不仅芒格本人依赖其独特的思考方式，在巴菲特的投资决策中起着风险发现者和重要把关人的角色。芒格和他的律所伙伴们，在巴菲特的投资生涯里也多次起到力挽狂澜的重要作用。

下面列举几个知名案例：

案例一：蓝筹印花商业欺诈案

上一篇里提到过，早在他们看上蓝筹印花时，蓝筹印花公司身上大约有 10 个左右的官司。这些官司最终能否胜诉，或者败诉要付出多大代价，这明显关系到蓝筹印花的投资价值，而这是芒格的专长范围。

「他们通过精心的算计，认为有些可以打赢官司，有些以很低的价格达成协议。他们做到了，虽然花了些钱，用了很长时间，但他们做了一笔好买卖」——芒格的继子哈尔如是说。

然而，在蓝筹印花案例中，还发生过一件少为人知但更加严重的法律危机，危机的起因是巴菲特名下一大堆公司混乱的交叉持股。

巴菲特一旦发现值得下手的目标，对待买股票的态度，有点像某些见不得账上有现金的散户，能凑够买一手的钱，就绝不让他闲着。用个笑话形容：巴菲特属于那种捡到一张 10 美元的钞票，都可能会立刻拿去买入 1 股股票的人。

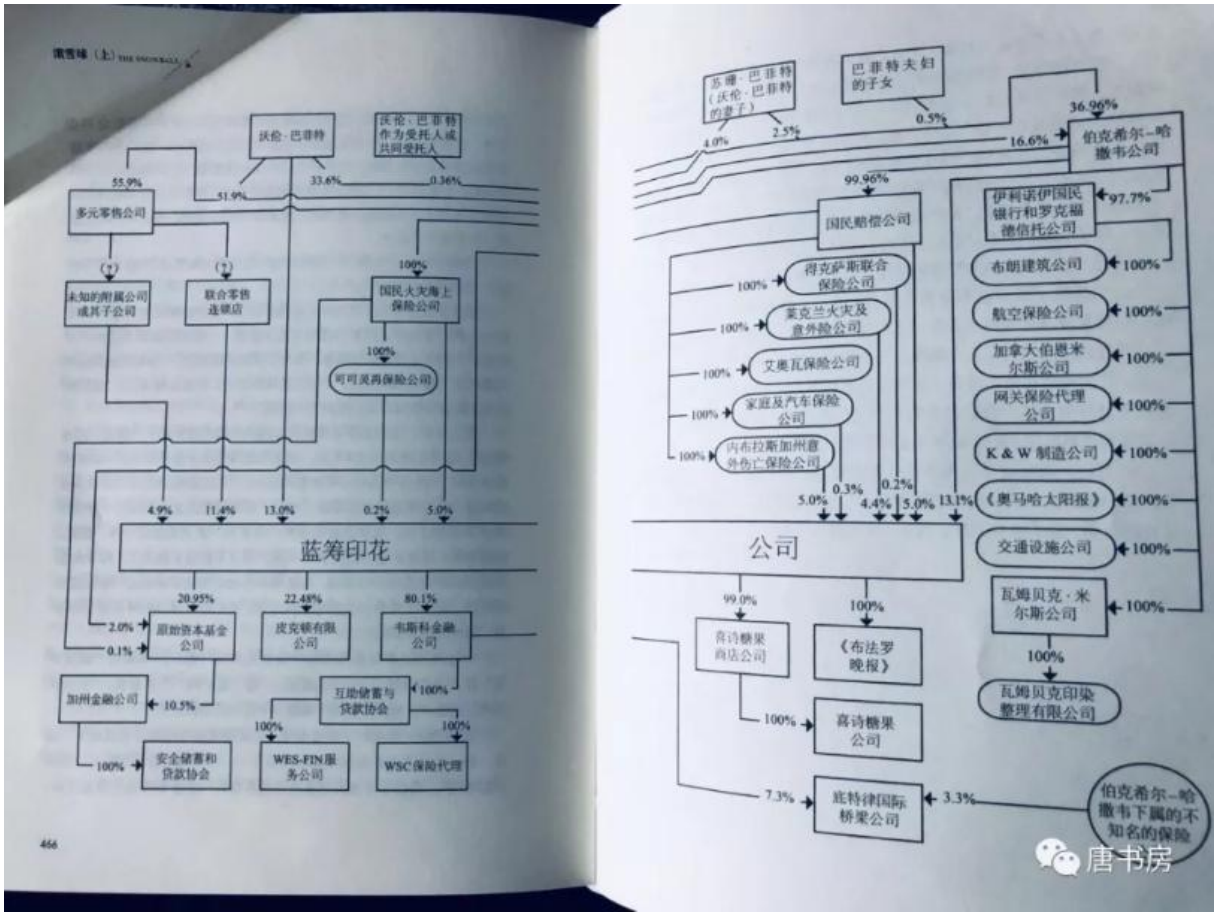
于是乎，巴菲特陆续分别用过自己个人、苏珊个人、巴菲特合伙基金（1969 年清算时将蓝筹印花股票分给合伙人，部分合伙人又卖回给巴菲特）、伯克希尔公司、国民赔偿保险公司、国民火灾保险公司、多元零售公司等多个控制体买过蓝筹印花。

总而言之一句话，哪个账户上有钱，就用哪个账户实施买入。

再加上芒格、戈特斯曼、格林等人及其关联公司的参与，结果就是蓝筹印花的股东结构不知不觉成了一张蜘蛛网，一个仿佛隐藏着什么阴谋的迷宫。

更让人糊涂的是，这些公司很可能也持有或多或少的伯克希尔公司股票——当这些公司账上有钱，而市场有伯克希尔股票出售时，巴菲特就会贪婪的实施买入。

下图是芒格和托尔斯律师事务所合伙人里克肖塞尔整理出来的公司关系图。绝对的迷宫，能把脑袋看大，不要说证监会怀疑，我看着也怀疑——图表来自《滚雪球》，你可以跳过去的。



1972 年的蓝筹印花收购威斯科金融案，最终触发了美国证监会（SEC，一般翻译为美国证券交易委员会）对巴菲特的犯罪调查。

1975 年 2 月，美国证监会签发传票，全面调查蓝筹印花公司购买威斯科金融公司的活动。

证监会认为，巴菲特和芒格有商业欺诈行为，“蓝筹印花公司，伯克希尔以及巴菲特，独自或伙同他人……可能直接或者间接地涉及某些商业欺诈行为，他们制定诡计、阴谋、欺诈或在一些材料中提供一些并非事实的陈述或有意遗漏某些要点……”。

美国证监会考虑以“民事欺诈”起诉他们，控告他们违反《证券法》，起诉对象不仅是蓝筹印花公司，也包括巴菲特和芒格个人。

这个场景和美剧《亿万》的场景几乎一模一样，巴菲特当时已经因为《超级金钱》一书的宣传，以及进入《华盛顿邮报》董事会、和华盛顿女王凯瑟琳出双入对，而成为华尔街的焦点人物，如同《亿万》里的基金经理、亿万富翁 Axe。



而美国证监会发起这场进攻的人物，美国证监会执法处的头儿斯诺金，其风格也像极了《亿万》里的南区检察官 Chuck：不信任华尔街，作风强硬，盯住的案子胜率极高，作出过很多令大公司胆寒的裁决。

恰好当时芒格和托尔斯律师事务所的合伙人罗德里克.希尔斯被总统任命为证监会主席。从避嫌的角度说，证监会对蓝筹印花及巴菲特和芒格的调查或许有意识地更加严格了。

简单的说，事情是这样的。1972 年夏，巴菲特和芒格通过蓝筹印花买入 8%的威斯科金融股份（依然是烟屁股风格）。

1973 年 1 月，威斯科金融计划和另一家财务公司合并。巴菲特和芒格认为这个合并方案，是让威斯科金融的股东们用手中低估的股票，去换财务集团高估的股票，会损害威斯科金融股东利益。

于是巴菲特和芒格大举购买威斯科金融的股票，意图避免合并。6 周内，蓝筹印花买下了他们能找到的每一股威斯科金融股票，总计约占公司股权的 17%。

根据证券法，如果他们要买入超过 20%的股份，需要获得美国证监会的批准。

为了阻止合并，芒格和巴菲特需要说服大股东彼得斯家族。彼得斯家族本来希望通过和财务集团的合并，来提振威斯科金融低迷的股价。

蓝筹印花的总裁唐·科普尔试图劝彼得斯改变主意，但他失败了，巴菲特决定亲自试一试。巴菲特飞到旧金山和彼得斯面谈。

彼得斯坚持必须要采取一些措施来提振威斯科金融的股价，巴菲特说他愿意亲自来负责。彼得斯最终被巴菲特说动，同意投票反对合并。

合并流产了，巴菲特和芒格出价 17 美元/股，收购威斯科金融的股票——合法的情况下，他们还能买约 3%。

这个出价远高于市价，按照巴菲特的解释，合并取消后威斯科金融的股价一定会下跌，而鉴于合并是被他搅黄的，所以出个高价对于威斯科金融股东来说才算公平。

但无论是老唐还是美国证监会，都无法不怀疑这里面有巴菲特答应彼得斯家族提振股价的因素，17 美元的出价是明显故意抬高了威斯科金融的市场成交价。

后来，经过证监会的批准，蓝筹印花最终陆续收购了威斯科金融 80.1%的股权，将威斯科金融变成自己的控股子公司——直至今日芒格依然是威斯科金融董事长。

自始至终，美国证监会执法处一直在追踪巴菲特和芒格的活动。他们对威斯科金融的交易存在一些疑虑，怀疑蓝筹印花以某种方式违法操控威斯科金融的股价。

很明显芒格和巴菲特以明显偏高的价格收购了股份，证监会由此怀疑巴菲特和芒格是出于最终强制收购威斯科金融目的，才采用这种搅黄合并的手段。

这个过程中，巴菲特和芒格搅黄合并，损害了威斯科金融小股东的利益。而抬高市价的收购行为，又损害了蓝筹印花小股东的利益。

这次调查搞到巴菲特崩溃。按照法律要求，他交出了几大箱交易记录、备忘录、笔记、给相关人等的信件等材料，这些东西又扯出一些新的线索，并引发证监会的触角深入到巴菲特和芒格的历史交易里去。

而这些历史交易里又确实有一些东西是感性的、朦胧的，从不同视角审视可能得出不同结论。因而当时巴菲特虽然表面上保持着镇静和配合，但却因焦虑引发背痛而深受折磨。

之所以如此焦虑，是因为巴菲特一生视名誉如生命。终其一生，他都希望自己任何时候都能坦坦荡荡站在报纸头条。在他心中，建立一个好名声，是一生的事儿。而毁掉它，可能只需要 5 分钟。

因而，巴菲特对合作伙伴和员工一直有种要求“失去多少金钱都是可以接受的事，但绝对不允许失去声誉”。

中间的努力和挣扎略过，直接说结论。证监会掌握的证据，足够起诉巴菲特并将其定罪。芒格作为一个跟随的小喽啰，也会受到牵连。

而此事的最终解决，完全依赖芒格律师事务所冠名合伙人查克.里克肖塞尔的个人才华和人品保证——当时，芒格律师事务所的全名叫“芒格、托尔斯和里克肖塞尔律师事务所”。

最终证监会做出一个裁决：蓝筹印花公司在同圣芭芭拉财务公司争夺威斯科金融公司时，人为提高了威斯科金融公司股价达三周之久。蓝筹印花公司保证永远不再出现类似情况，并对威斯科金融部分受损股东支付合计 11.5 万美元的赔偿。

这个裁决里，没有提任何人的名字。巴菲特既没有承认罪名，也没有否认，他接受裁决并支付了款项。很快，这件事就被公众淡忘了，没有在巴菲特的个人记录里留下污点。

之所以证监会最终只是轻轻拍打了一下蓝筹印花，其原因老唐直接引用证监会执法处头儿斯波金的话，来展示里克肖塞尔的核心作用。

斯波金说，这次主要是因为信赖里克肖塞尔。他是“我一生所见到的屈指可数的律师之一——无论他告诉你什么，你都可以相信”。斯波金不仅仅把里克肖塞尔看作一个才华横溢的卓越律师，也认为他是一个诚实、坦率、正直、毫不虚伪的人。

里克肖塞尔告诉斯波金，巴菲特将是“华尔街有史以来最伟大的人”，并且“他也是你见到的最为正派和可敬的人”。如果这些话出自其他任何人之口，斯波金都可能会认为这是花言巧语、浮夸之词，但是因为它出自里克肖塞尔之口，他认为这些评论既真诚，同时可能又很恰当。

斯波金感觉他有责任赦免巴菲特。他认为作为公诉人必须将因过失而犯错误但本质上诚实的人和骗子区别开。

对于骗子，要毫不留情，严厉打击。在巴菲特和芒格一案上，他相信了里克肖塞尔，认为他们只是过失，不是骗子。因此，执法处轻轻地拍打了一下巴菲特的小脑袋瓜，放他过去了。

案例二　　布法罗晚报案例

芒格刚知道布法罗晚报出售时，就知道这是笔划算的买卖。他敏锐地感觉到有哪些相关的法律要点他们会赢或者会输。

当他和巴菲特买下《布法罗晚报》时，他们已经非常清楚地知道要新推出一份周日特刊，将面临一场艰难的法律诉讼。但实际上的艰难程度依然超出了两人的估计。

诉讼过程以及芒格和他的律师朋友们在布法罗晚报案例中所起的作用，在老唐去年 12 月写的《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》一文有详细描述，本文不再赘述。

此处我们只需要清楚一点：布法罗晚报的官司，是在「芒格、托尔斯和奥尔森律师事务所」冠名合伙人罗恩.奥尔森带领下，经过律师团艰苦卓绝的努力，最终获取胜利的。

这个胜利，击垮了对手，让布法罗晚报成为一台垄断的大功率印钞机，比如单 1999 年度，布法罗晚报税前利润就高达 5500 万美元，而巴菲特和芒格收购晚报的总投资才三千多万美元。

这个奥尔森，就是《芒格演义 01》里提到的加利福尼亚州 1998 年律师影响力排名第一的那位。

蓝筹印花案例里提到的冠名合伙人查克.里克肖塞尔，此时已经离开律所，去担任了太平洋海岸证券交易所的总裁——对，就是惠勒-芒格合伙公司最早买会员席位、租办公室的那个交易所。

案例三　　所罗门兄弟案例

1991 年，华尔街著名投行所罗门兄弟面临崩溃，并很可能因破产而将整个华尔街拖入深渊。很不幸，巴菲特在所罗门有巨额投资。

1987 年 9 月 28 日，巴菲特投资 7 亿美元购买了所罗门兄弟的优先股，这是巴菲特当时最大的一笔投资。

优先股每年有 9%的利息，3 年后有权按照每股 38 美元的价格转成普通股。当时所罗门的普通股交易价格约 32 美元。如果不转，股份会从 1995 年开始被赎回。

这笔交易正是巴菲特的好名声带来的，当时所罗门兄弟为应对一个著名的恶意收购，而邀请一贯不干涉企业经营，不派出管理人员入主，不倾向于分拆或出售收购对象的巴菲特入主。

恶意收购，指未经公司董事会同意、意图掌控公司、重组管理层或分拆企业出售的收购。

邀请巴菲特的是所罗门兄弟董事会主席，人称“华尔街之王”的约翰.古特弗罗因德。他和巴菲特的交情来自巴菲特收购 GEICO 时的鼎力帮助（见书房 2017 年文章《对保险股的思考 02》）。

不过，巴菲特这笔投资的择时可以说烂到家了。9 月 28 日投资，10 月 19 日就爆发了世界性股灾，道琼斯指数单日跌幅 23%，创 20 世纪单日跌幅记录。所罗门兄弟股价腰斩，跌至 16 美元。

这笔投资，芒格起初就不太赞成。《滚雪球》里的原文「芒格环抱着双臂对巴菲特说道：“沃伦，你确定要投资这家公司吗？”巴菲特没有说话，他注视着交易大厅熙熙攘攘的人群，注视着里面嘈杂的环境，等了好一会儿，他才慢慢给出了一个答案：“嗯，是的。”」

芒格后来很得意的说“我们颇有一些先见之明，当时我们在大都会和所罗门都买下了相当数量的股份，沃伦建议我去加入大都会的董事会。我说：沃伦，你绝对不需要我在那儿。所罗门会有很多麻烦，需要我们两个都在。”

果然，所罗门出了大麻烦。这个麻烦是由后来著名的长期资本创始人及梅利韦瑟其得力助手莫泽尔惹下的。参看书房 2017 年文章《惊心动魄赌金者 01》和《惊心动魄赌金者 02》

这两篇文章是老唐读《赌金者》一书的读书笔记。《赌金者》是本相当值得阅读、也相当精彩的好书。

赌金者：长期资本管理公司的升腾与陨落

作者：[美]罗杰·洛温斯坦、毕崇毅

事件比较复杂，老唐将其简化，大致是这样的：美国财政部发行的美国国债，历来是金融市场的硬通货，也是世界交易量最大的金融产品之一（中国央行就持有超过万亿美元的美国国债）。

这些国债的发行，财政部是通过华尔街主要交易商来完成的，因为他们可以直接接触到客户，感知市场出价。这样的主要交易商有 40 多家，他们可以从美国联邦政府优先购买国债、票据和债券并出售给公众。所罗门是当时主要交易商中最大的一家。

美国国债的购买方式，简单说就是所有买家委托主要交易商报出要求利率和承诺购买数量，财政部从要求利率最低的人算起，一直到满足预备发行数量的低价为止，最高要求利率为所有购买者的成交利率。

低于成交利率的申报者，按照成交利率得到申报数量；高于成交利率的申报者零成交；等于成交利率的申报者得到部分或全部。

举个简化例子，财政部准备发行 100 亿美元国债，让大家报出要求利率和申购数量。假

设申报如下表：

要求利率	申购数量	成交利率	获得数量
2.78%	10 亿	2.95%	10 亿
2.82%	30 亿	2.95%	30 亿
2.88%	20 亿	2.95%	20 亿
2.91%	30 亿	2.95%	30 亿
2.95%	30 亿	2.95%	10 亿
2.96%	……	……	0 亿

要求利率从低到高排列，至 2.95%时满足 100 亿发行数量，于是成交利率定为 2.95%。

低于 2.95%的 90 亿申购足额满足，报价 2.95%的 30 亿可获 1/3 申购，成交利率均为 2.95%。要求利率高于 2.95%的申购无效。

为了防止垄断，财政部规定，任何公司申购数量不可以超过发行总数的 35%。

所罗门兄弟的债券部经理莫泽尔钻了一个空子，他利用客户名义提交假的申报，以客户名义提出很低的利率要求，然后在客户不知情的情况下将得到的债券转入所罗门自己的账户。

经后来调查结果显示，莫泽尔有 8 次申购债券的比例超过了财政部规定的 35%上限，其中有 4 次，他申购到发行债券总数的 75%。

这么大数量的债券到手，所罗门基本可以控制该债券的短期市场交易，并通过拉高市场交易价格逼空市场国债空头，迫使他们在到期日以更高的价格从所罗门买走国债，从而获取暴利。债券部门的负责人及操盘手也因此而得到巨额奖金。

莫泽尔的该行为后来被上司梅利韦瑟知道并汇报给董事会。但不知道是何原因，董事会轻描淡写地压住了问题。

巴菲特知道此事时，也没有意识到问题的严重性，但芒格从一开始就非常肯定所罗门卷入的是一个大麻烦。

说到底，数万亿美元的国债是美国整个财政系统的基础。境内外的个人、机构及其他政府出资购买美国国债，是出于对美国政府及其公共财务系统的信任。

然而，这个系统本身的运作建立在一种微妙的平衡之上，类似所罗门这种弄虚作假，可能毁掉美国证券市场在国际上的声誉，减少买家，从而提高政府的融资成本。

事情泄露后，美联储和财政部对于是否能够继续保持所罗门主要交易商资格持高度怀疑态度，司法部反垄断局介入调查此事。

若最终所罗门主要交易商资格被取消，所罗门将面临客户出走、借款追加保证金或触发债务提前归还等重大危机。

华尔街投行的资产负债表规模一般都相当大，所罗门当时的规模仅次于花旗集团，位列华尔街第二大。

公司当时市值约 40 亿美元，但每天都有几百亿的到期债务滚动。若遭受信用危机，唯

一确定的归宿就是破产。届时巴菲特的 7 亿美金优先股，或许连 7 毛也不会剩下。

长话短说，巴菲特和芒格紧急介入，计划由巴菲特担任临时董事长，芒格接管审计委员会。芒格、托尔斯和奥尔森律师事务所（简称 MTO）首席律师鲍勃·邓纳姆及冠名合伙人罗恩·奥尔森介入。

奥尔森介入第一天，就被纽约南部地区的检察官奥托·奥伯迈克召见（就是《亿万》男主 chuck 那个角色）。是否指控所罗门就是由奥伯迈克决定的。

奥尔森当场做出一个非同寻常的承诺，他放弃了所罗门公司的“律师——当事人保密特权”，这一保密特权是用来保护公司与律师之间的交流免受检察官调查。

奥尔森说不管 MTO 在调查中发现什么，奥伯迈克都会知道。说得直白一些，此刻 MTO 押上自己的声誉，承诺担任政府的左膀右臂。

事情当然没有这么简单就解决，中间有巴菲特、芒格及 MTO 律师团惊心动魄的大量努力。

最惊险的环节是财政部已经确定取消所罗门主要交易商资格，此时距离股市开盘还有七个小时。巴菲特找到财政部长布雷迪，用拒绝担任所罗门兄弟临时董事长，让所罗门破产为要挟

这一史上最大规模的金融企业破产，将引发所罗门的合伙人、债权人及交易对手破产，会给世界金融市场带来巨大的连锁反应，灾难程度无人能够估计（若真如此，估计情况会和 2008 年次贷危机时类似）。

最终，财政部长布雷迪与美联储主席格林斯潘等决策层，鉴于巴菲特和 MTO 押上声誉的诚意，同时也可能是被恐怖场景所威胁，部分修改了对所罗门的制裁：所罗门不能再代替客户申购，但所罗门自己的账户依然保留申购权。

注：财政部长布雷迪就是伯克希尔原董事长马尔科姆.莱丝的侄子（见书房 2017 年文章《巴菲特最糟糕的一次投资（上）》）

最终，财政部对所罗门实施了一笔相当轻的罚款———2.9 亿美元，同时没有任何犯罪起诉，只有梅利韦瑟辞职，莫泽尔入狱 4 个月。

这最终结局，了解事实真相的股东们都表示非常满意，比他们所预想的最乐观的结局也要好很多。巴菲特说，这其中奥尔森和邓纳姆居功甚伟。

度过危机后，巴菲特任命邓纳姆为所罗门兄弟公司董事长。

在邓纳姆的领导和推动下，1997 年，所罗门以 90 亿美元的价格出售给旅行者集团，伯克希尔所持有的所罗门股份转成了旅行者集团 3%的股权，价值 17 亿美元。

完成出售后，邓纳姆卸任并重新回到了芒格、托尔斯和奥尔森事务所。

通过这几个案例，我们可以发现，芒格在巴菲特心目中地位如此之高，除了市面大量资料所说「芒格改变了巴菲特的投资思想」的原因之外，芒格的人脉资源，专业支持以及芒格的律师朋友们提供的法律服务，也有着不可小视的作用。

这让我想起芒格老先生的一句名言：「**想得到某样东西，最可靠的办法就是让自己配得**

起它」。无论是尊敬、爱戴、亲情还是财富、成功，我觉着一概如此——这句话有没有触动你的某种思考？

当然，这并非说芒格对巴菲特投资思想的改变不重要。恰恰相反，与人脉资源、专业支持和法律服务相比，芒格在投资思想上对巴菲特的推动更为重要。

那么芒格的独特思想究竟是什么，这些独特思想对我们的投资有什么现实指导意义，芒格又是怎么获得它们呢？咱们且听下回分解……（向书房发送“巴菲特”可收到本系列合集目录）

templeton

股市好了怎么阅读量还这么低呢？

作者

这恰好是股市永远是少数人赚钱的秘密。大部分人在牛市里付出自己的青春和积蓄，换来市值数字冲上浪尖再重重摔下去的泣血经历。永远是过手财神的原因，就是他们愿意糊里糊涂地赚钱，不想费脑思考类似本文这样的'没用的'东西😜

第539篇.　　2019.3.4-《价值投资实战手册》读书笔记12——@Andrew

Andrew　唐书房　2019-03-04

老唐注：本文作者的表述不太连续，再加上其中有些书摘，总体读着不顺畅，断断续续的，但内容上还是有一些独立思考，值得一读。请作者在留言区留下收货地址（若选择手财+手册签名版）或微信号（若选择加老唐微信），谢谢

以下为原文：

获得大神的亲笔签名，感觉离他很近，突然明白了那些守候明星索要签名的粉丝心情。不能辜负日拱一卒，藉此笔记整理自己的投资理念。

对于《手册》第一、第二部分的整理并非按照成书的顺序，而是按照为什么要投资、投资是什么、理性的股票投资是优质投资、投资哪家公司的股票四个部分展开。

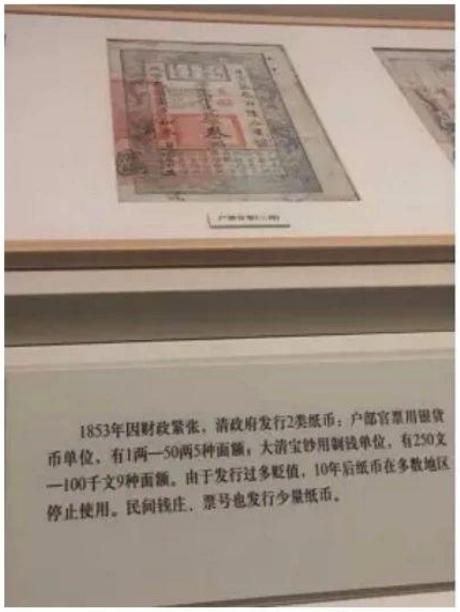
第一步：货币和通货膨胀——为什么要投资

“在法币时代，现金是少有的，100%确定亏损的资产[《手册》11 页]。”这一句话其实包含了对法币和通货膨胀的理解。

唐书房里老唐还有个比喻，持有货币资产就像是乘坐了永远缓慢下降的电梯。我特别认同这一点，坚定地认为理解货币和通货膨胀是走向财务自由的第一步。

金本位时代，不足值的官定金银货币就是政府最隐型的税收。到了纸币时代，依然如此。通货膨胀相对于税收来说更便利而且完全不会引起纳税人的知觉。历朝历代，各国政府都在

使用。



国家博物馆保存清代户部三两银票

“过去三十年，中国货币总量从 1987 年 6517 亿元扩张到 2017 年的 1676800 亿元”[《手册》11 页]，货币供应量每年增加 20%。那么货币供应增量和货币贬值之间大致是什么关系呢？

2017 年一位厦门的女士发现一张父亲在 1973 年存入当时中国银行的 1200 元存单，最后连本带息共得到 2684.04 人民币。

为了更清晰的直观的显示通货膨胀对购买力的吞噬，我查阅了 1973 年茅台的价格（批发价 3.87 元、零售价 4.33）做了对比。

时间	出厂价	零售价	金额	瓶数
1973	3.87	4.33	1200	277
2018	1299	1499	415223	277

图表显示 1973 年 1200 元人民币可以购买 277 瓶茅台，到了 2018 年，购买相同数量的茅台需要 415223 人民币。44 年，1200 元平均每年贬值 10.826%。所以，大致每年的货币贬值率是货币供应增长的 1/2。

这个对比也存在偏差，不同年代的同种商品进行价格比较除了能反映通货膨胀外还可以反应生产这种商品社会生产率的变化。

但是，由于茅台的生产存在不可替代的自然发酵时间（在这一点上新工艺对其影响不大），相对于其他的商品较为准确，而且唐长老喜欢茅台，所以就任性的选择了。另外还有一点，在电子货币大规模使用以后，通货膨胀会以更快的速度传播。而且电子货币不存在纸币因磨损退出流通的情况，那么会不会加深通货膨胀的程度呢？

第二步：资产、资本和投资，投资品分类——投资是什么

明白了为什么要投资，接下来要明白什么是投资，要明白投资不是在“无偿占有他人的劳动成果”。我们这一代人，太多对于万恶资本家的不正确输入，慢慢地排毒，现在觉得企业家非常值得尊重。

唐长老有篇文章《Roe 指标的正确使用方法》中提到经济学家欧文费雪的理论“凡是可能产生未来收入的资源都是资产。资本是资产的现值。”

对于人类社会而言，优化社会资源配置提高生产率是核心。这其中，资本发挥了最大的作用。资本在不同行业间的转移，节约了整个社会对资源的耗费，社会对这种行为的奖励是资本获利的本质。

资本获利的量一定小于社会获利的量。我投入腾讯的获利 10000 元，腾讯研发了便捷的通讯工具节省了整个社会的交际成本，可能是 20000。

我的钱，投资获利的钱是因为企业的发展和人类进步的方向一致，我 tm 拿地理所当然！（咆哮排毒）企业的方向和社会进步方向一致，企业又拥有能力，就迟早会获得社会的奖赏。

从这个角度讲，成功的企业家和投资人都是能一定程度上预见未来的人。

投资要投和人类进步方向一致的企业（腾讯、海康、分众），“投资是为了在未来更有能力消费而放弃今天的消费”[《手册》3 页]，投资品的一种分类方式是“现金等价物，实际不产生收益的资产，有生产力的资产”[《手册》30 页]]。

老唐在“股权与其他投资品”中用了股票与房产的例子作为比较。认为股市 24 年年化收益率可以达到 18.97%，而首付三成的房产收益率为 17.7%[《手册》44 页]。

这里似乎有一点疏漏，就是通货膨胀不利于存款，但是却有利于负债。所以，实际的三成按揭房可能收益会大于股市。

对于普通人来说，购房贷款是唯一能从银行得到的大额资金。我个人的理解一定要把它用尽。另外我是使用杠杆的，杠杆的规模一定小于我的房产投资金额。所以，约等于没有杠杆。（在场内有 100 万的杠杆，在场外一定有大于 100 万可供销售的房产。）

第三步：企业和股票——理性的股票投资是优质投资

先有企业，然后有股票。企业是根本，股票是凭证。

“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”[《手册》20 页]。无论如何，正是个别企业的自利性（最少投入最大产出）在长时维度上实现了社会资源的最优利用。（企业的全部外部效应还是小于企业的创造，否则人类社会不会有今天的成就）老唐对股票的两种属性描述的非常清楚，不再赘述。

股票提供了和小马哥、江南春、郭广昌等优秀的企业家绑在一起的机会，这是普通人和优秀的企业家发生关系的唯一机会。参不参与呢？

《手册》33 页图 1-4 和 54 页表 1-7、1-8 清晰地说明了几率，这是科学和理性。这两个地方看似简单，其实含金量太高。看懂这两个表里的逻辑，参与获利的胜算就会增加一点。

股票利益的来源[《手册》19 页]应当以企业经营增值为本，融资增值和股价波动可遇

不可求。

沪深 300 指数基金>全部上市公司的平均回报>全国所有企业的平均回报>名义 GDP 增长率>实际 GDP 增长率>长短期债券现金及货币基金回报[《手册》102 页]，所以理性的股票投资是优质投资。

在不具备选股能力的时候，选择指数基金在长时维度上大约能有 10%-12%的回报。

第四步：ROE、经济商誉、估值——投资哪家公司的股票

选择公司的时候自上而下和自下而上相对来说都需要一点积累，对我而言，要先站在老唐的肩膀旁边，争取把唐书房发过的企业看懂再说。

怎么去寻找未来的（三到五年）好公司呢？

老唐遵循巴菲特的逻辑，在好学生堆里找。差生也能质变，但几率小于优生。老唐通过不断地增加自己的胜算几率取胜。

那企业的成绩单是什么呢？成绩单有很多，有市盈率、净利润等等，巴菲特和老唐觉得，有些成绩是假的，最好看 ROE。

“ROE 的含义并不是这家公司的账面资产有什么神奇之处，而是代表有隐藏资产没有被记录”[《手册》99 页] 。从 ROE 找到经济商誉，通过经济商誉去思考企业高收益背后的原因，找到“护城河”。

“波特五力模型”[《手册》52 页]描绘的是如何判断一家企业有竞争优势而且是否能维持竞争优势。我自己的把这五个因素分为行业内（供应商、购买者、产品、同行）和行业外（潜在竞争者）。五个因素当中，如果行业外潜在的竞争者裹挟天量资金进入也依然无法撼动的企业，应该是一家难得的好企业。能力圈原则里所说的看懂和看不懂和这个是一回事。[《手册》101 页]

估值一部分是最难的，自己还没有攻克。巴菲特从“股权代表企业现有资产所有权”到“股权代表企业未来收益索取权”，其实和自由现金流折现的两段计算有内在统一的逻辑。

当然老唐说的“上调对茅台和腾讯的市盈率至 25-30 倍”，除了“企业自由现金流预期长期高于报表近利润”的考虑，是不是也存在对这两家企业“未来收益索取权”确定性的考虑呢？

“All cash is money”，估值就是比较。

老唐基于以上的考虑，没有什么空仓、半仓、满仓的概念。所谓的仓位控制其实是把股票换成货币，空仓等于全部持有货币，通货膨胀面前你输定了。

《手册》前两部分还有多闪光的地方：

不要去预测股票市场的涨跌。一只股票的涨跌尚且难以预测，几千只叠加，难度呈几何级数上升。（这一条特别有用，可以排除很多对大势做出预测的评论，节省阅读时间）

幸存者偏差——什么叫做理性

上证指数失真——理性才能乐观

股票和企业的机理——理性才能乐观，老唐是不是看过《理性乐观派》

高于企业净资产的融资不一定对老股东有利

股票是一种特殊的债券

布林顿森林体系解体的逻辑悖论[《手册》82 页]（研究生时都没弄懂的原理，被唐长老“中翻中”解决了。汗.....）

全书的第三部分以前全都看过，但是因为《手财 1》还没有完全看明白，涉及财务报表的内容还是一知半解。

不过看到信利泰的时候，发现老唐的知识面涉及药品的专利权保护；看到茅台的时候，发现老唐知道基本的工艺工法；看到雅戈尔，老唐把大数字换算成 150 平米的单店，这些，绝对是智慧。

我作为一个卒，只有日复一日，不断的拱。

最后：老唐经常说“投资很简单，但并不容易”。

投资很简单，是因为你已经把难的问题想明白了。

投资不容易，是因为“市场先生”真的是疯子。周围都是疯子，还有鸡犬升天的疯子，你要与之共舞又不能成为“乌合之疯”。你和自己的心魔不断较量磨练，最终“不看疯子，看地”。

我还是卒。

PS：与作者直接交流，请点击文末阅读原文……

第540篇.　　2019.3.5-如何抄老唐的作业？

四毛　唐书房　2019-03-05

老唐注：这篇读书笔记思考点别出心裁，让人眼前一亮。他解决了很多新朋友关于「抄作业」的困惑，也提出了自己抄作业的方法、技巧和背后的逻辑。

在这个问题上，作者比老唐思考的更深入、更透彻。正因为此，老唐破例将原文标题保留。

虽然按照文中表述，作者四毛年仅 32 岁，入市时间很短，进入唐书房仅几个月，但依照作者本文展示的思维和行为习惯，老唐已经可以在这里断言：假以时日，四毛此人必成大器。

请作者在留言区留下你的收货地址（若选择手财+手册签名套装）或微信号（若选择加老唐微信）以下为作者笔记原文：

《价值投资实战手册》早看完了，这篇作业拖了一个月。“唐书房”的每篇文章都看过，

这次算复习。

书中的内容虽然在公众号都有，但经过老唐的梳理，更加连贯、成体系，一口气读下去欲罢不能，而且对价值投资的理念和方法更容易建立一个整体的印象。

书房发的其他网友写的读书笔记都看过，很多体悟我也有，不再重复写。想结合《价值投资实战手册》的学习和这半年混唐书房的经历，谈谈抄老唐作业的心得。

老唐的很多文章结尾都写了这样一段话：“本文为个人思考记录，充满了主观偏见。本文涉及的任何个股，都有腰斩或翻倍的风险，请千万不要以本文为依据做出任何买入或卖出的决策”。

但目前自己对价值投资和企业的认识很浅薄，而老唐的论证是所有文章中最有说服力的，抄作业对目前的我来说，是最优的选择。

在无法做　一个“成功的投资人”的时候，先做一个“投资成功的人”。当然，抄作业也不是瞎抄，我主要从 4 个方面抄：

一、依葫芦画瓢买卖股票

我目前持有股票为：贵州茅台 53.8%，分众传媒为 27.2%，海康威视 14.8%，洋河股份 4.2%。抄作业不仅仅是抄股票种类，股票的仓位也应该尽量和老唐一样。

当然，实际操作中无法一模一样。比如我现在资金量少，无法买古井贡 B 和腾讯，而且茅台仓位超过 40%。但要清楚老唐的配股原则，即茅台和腾讯占了大头。

在入市之前，根据资金总量，给每支股票先分配好大致的持仓比例，并随着资金量的增加，逐步调整持仓比例，目标是大致维持茅台 35%，腾讯 35%，分众、海康及其他占 30%的比例。

二、像学习教科书一样学习投资知识

1、每天写投资日记。我平时喜欢记录，已经坚持写日记 4 年。从 2018 年 10 月份开始，我每天增加了关于投资的记录。

经过不断摸索，我将投资日记分为 4 个部分，实盘组合及投资收益率、操作记录及买卖逻辑、学习、思考。比如，2019 年 2 月 18 日的投资日记是这样的：（插入表格）。

日期	实盘组合及收益率	实操（操作记录、买卖逻辑）	学习	思考
20181217	茅台63%，分众14%，海康18%，洋河5%，2018年收益率-11.3%。	无	学习唐书房收益率的知识	·炒股也遵从墨菲定律，本来经济已经很不好，股市低迷，茅台又有反腐的事件，洋河罢工的事件。这在熊市都被解读为利空。 ·能买港股的时候买一点腾讯，有5支股票差不多了。
20181218	茅台63%，分众14%，海康18%，洋河5%，2018年收益率-12.08%。	无	梳理茅台的几个数据。	2018年是个大熊市，下半年是熊中之熊，建仓后80%的时间处于亏损。这个过程非常煎熬，但对学习股票投资非常有好处。如果我一入市，股市便不停上涨，那么我会认为，我所依据的操作方法，关于价值投资的所有理论都是正确的，不会经受[illegible]的反思。但我按照价值投资的方[illegible]操作[illegible]直亏损，促使我[illegible]投资的方[illegible]经过这样的反[illegible]更加[illegible]投资的收获不会这[illegible]大，这样很。

写投资日记让我收益很多。通过“学习”版块，我可以看到日拱一卒的力量。虽然我的学习时间很不稳定，有时候每周只能学习一小时，但半年多下来，不管是理念的进化还是知识的把握，都有很大进步。

最让我受益的是“思考”版块，我会记录自己面临当下股市的心情，在学习价投和实际

投资中遇到的疑问，还有自己对投资的思考等等。

很多想法如果不记录下来，稍纵即逝。有时候，我回头看自己的投资日记，惊讶自己曾有过那样这样的想法。这篇文章的很多内容，其实就是对投资日记的梳理。强烈推荐有心在投资路上走得更远的朋友，试一试写投资日记。

2、认真学习老唐的每一本书，完成每一次布置的作业。既然是抄作业，对老唐的书要拿出对待教科书的态度来学习。在学习《手把手教你读财报》的时候，每一章我都做了笔记，同时打印茅台 2013 年财报。

我的笔记分为本节要点、茅台 2013 年情况、知识扩展、作业 4 个部分，如下图。

			茅台2013情况	知识扩展	作业
	生物资产	生物资产是的企业根本不要买他们的股票。			
固定资产（85.232亿）	概念	经营、一年以上，价值大			本节作业： 1.茅台所有产品的种类、价格
	范围	房屋、建筑物、机器、运输工作、设备等（茅台的范围包括：P72，房屋及建筑物、机器设备、运输工具、电子设备及其他）			
	折旧	折旧方法：年限平均法、工作量法、 双倍余额递减法和年数总和法等。 快速折旧的公司优秀，缓慢折旧的公司不好。 有些固定资产折旧了，但价值反而很大。	P63，年限平均法	残值：报废时的价值。 残值率：约定俗成，内资5%，外资10% 。 折旧年限：税法规定 年折旧率=（1-残值率）/折旧年限 年折旧额（报表上的数据）=原值*折旧率	
	减值	固定资产减值准备按单项资产计提。		有的减值准备可以转回，有的减值准备不能转回，有活的减值准备可以转回，固定资产的减值准备不能转回。	
在建工程	概念	正在建设的工程			
	分析	在建工程数额巨大要警惕。因为在建工程不折旧，工程虽然修好了， 但不转入固定资产，这样利润就高了，还有一种不太理解。	（4.56亿）		
工程物点	税		（172万）		
	概念	包括专利权、商标权、著作权、土地使用权、特许权、			

雪球：耐心的图书房

除了老唐的三本书和唐书房，关于价值投资我没看任何其他书。一是没有时间，二是这三本，我还远远没有消化完。我认为看了多少本书不重要，重要的是真正弄懂一个问题，打算给自己两年学习这三本书和看懂财报。

顺便插一句，我喜欢电子笔记胜过纸质笔记，因为电子笔记方便保存和查阅，纸质笔记很容易丢失。软件我用的是印象笔记，工作、生活和学习有关的一切，都放在上面。

另外，我挺喜欢布置作业的环节，做一次作业的收获是看书的 10 倍。为了输出，会倒逼我们更有效的学习，希望老唐以后多布置作业。（书房的朋友不要打我）

3、准确记录投资收益率。老唐有好几篇文章提到如何计算投资收益率，一开始我也没看明白，琢磨了一段时间，感觉自己应该弄懂了，把计算方法贴在这里，请老唐检查是否正确。

日期	期初金额	实时市值	实时收益率	新增资金	调整后的新增资金	调整后的期初资金	2019年收益率
1.22	300000	350000	16.67%	20000	17142.86	317142.86	10.36%
1.29	317142.86	400000	26.13%	10000	7928.57	325071.43	23.05%
2.1	325071.43	450000	38.43%	30000	21671.43	346742.86	29.78%

实时收益率=（实时市值-期初金额）/期初金额
调整后的新增资金=新增资金/（1+实时收益率）
调整后的期初资金=期初资金+调整后的新增资金

雪球：耐心的图书房

老唐注：计算没有问题。不过，去年书房有朋友介绍了一款免费的微信小程序，叫「且

慢小账本」，完美解决此问题。有 AK47，咱就别磨标枪了

小程序里记录好期初资金，然后每次有出入金的时候，及时记录下来，偶尔想起的时候，记录一下实时市值，然后小程序自动就帮你把当前收益率、年化收益率等数据奉上，不费吹灰之力。

另外，它家还有一款小程序，叫「且慢指数估值」，每天晚上八点准时推送主要指数的市盈率等估值数据，免费的。记得很多人问过这问题，一并在此广而告之。

且慢公司有木有人潜伏在书房啊，广告费看着意思意思呗——开玩笑的，谢谢且慢公司提供的好东西，也谢谢介绍给老唐的朋友，抱歉，我忘记是谁介绍的了，不好意思）

在《再聊聊投资收益率背后的逻辑》中，老唐说有长期观察自己或他人投资能力需求的人，才有必要解决投资收益率的问题。如果有心好好投资，准确记录自己的投资收益率很重要，能知道自己的投资能力和成绩究竟如何，而且容易以“年”为单位去看待投资。

身边炒股的朋友常用“赚了几万”“亏了几万”来总结炒股成绩，但是这样的数字没有意义，好多人甚至只记得赚的钱，不记得亏的钱。投资不记录收益率跟做生意不做账一样，总觉得不踏实啊。

三、选择适合自己的投资方式

记得有读者问过老唐，要学习多久才能成为价值投资者，老唐回答，快的十几分钟，慢的十几年。我学习了几天就明白自己想成为价值投资者。

每个人的性格和价值观不同，适合不同的投资方法，所以对每种投资方法接受起来不一样。我觉得投资时不觉得痛苦的方法就是适合自己的投资方法。

2011 年，我刚开始炒股时，也曾沉迷技术分析。我上班挺忙，时刻又想盯盘，工作心不在焉，效率低，心情又随时受股价影响，搞得我身心疲惫，非常痛苦。

而且学技术分析的理论知识也很痛苦，当时买了一套书，5 本，里面讲的各种线，完全不知道书里在说什么。扛了半年后，我简直厌恶炒股，干脆卖了所有股票，落一个清静，之后工作进步了，生活幸福了。

但去年接触到唐书房，学习价值投资，一点也不痛苦，甚至盼望着更新，想了解更多。同时，在实际操作中我也不痛苦，2018 年亏损最大的时候大约是-25%，也没焦虑，也没有睡不着觉。

现在涨了也不心慌，平时有闲钱，股票价格合适就买点，每天偶尔看看盘，不看盘也不着急。有时间就看看价值投资方面的书，学点新知识，还挺有成就感，跟当初学技术分析完全是两种状态。

可惜普通投资者了解价值投资知识的渠道太少了。日常包围我们的投资信息，都是反价值投资的。比如，炒股 APP 软件，每天弹出几条推送，一般是大盘怎么样了，交易额多少，有哪些利好消息，但这些对价值投资毫无意义。

常见的财经媒体，报道的各类消息也是反价值投资。电视里的股评节目，动不动就预测

股市。还有身边炒股的朋友，目前没有遇到一个真正的价值投资者（哪怕有的炒股 10 年以上）。一个投资者碰上价值投资，基本上只能看缘分。

四、守破立。

毫无原则地跟随老唐炒股，学习他的投资方法，这样做是否理智？是否有更好的选择呢？

高晓松的《晓松奇谈》有一期讲日本匠人，说日本匠人的成长过程分三个阶段，守——破——立。

守就是遵循传统的规则，一板一眼按照师傅教的招式分毫不差的执行，比如做章鱼寿司，师傅说要按摩章鱼 60 分钟，就不能按 59 分钟。你把做寿司的所有规则完全学会并且内化于心，这时候就进入下一个阶段“破”，打破自己学到的规则，尝试创新。

高晓松提到一个茶道大师，日本原来的茶道程序走下来要 120 分钟，他学了 30 年，所有的规矩都学会，执行得很完美，自己也成为茶道大师。

后来他在表演中慢慢发现，120 分钟看茶道表演对现代人来说太久了，他想重新调整茶道的程序，这就是破。后来，他重新创立了一套茶道表演程序，保留了原来茶道最精髓的部分，把时间缩短到 45 分钟，这套新的茶道表演程序得到很多人的认可和喜欢，这就是立。

守-破-立，当中，守是最重要的，因为守这个阶段没做好，后面的破和立自然是空谈。

我觉得不止日本匠人，世界上所有技艺的精进过程差不多都是按守破立来发展的。比如巴菲特一开始完全按照老师格雷厄姆的投资方法投资，这一阶段大约持续了 20 年以上。

慢慢地发现老师的方法不再适合当下的形势，也不适合自己的个性和目标，然后才抛弃老师的烟蒂投资法，创立与伟大企业共成长的投资方法。这是已经是他在接触《聪明的投资者》差不多 35 年之后。

我 2011 年开始炒股，当时主要靠亲戚朋友和网络大 V 的小道消息，外加个人感觉，结果自然是一个“亏”字。

因为对股市始终没底，投入的资金很少，期间很长时间空仓，有资金在股市的时间累计不超过一年，没有积累或学习到什么炒股经验。

2018 年 6 月第一次接触唐书房，第一次知道价值投资（31 岁），几乎在几天内就认同了价值投资的理念，决定把所有闲置资金投入股市。

8 月到 10 月完成建仓，2019 年有零星的资金投入，2018 年收益率-16%，2019 年截至 3 月 4 日收益率 33.9%。

老唐注：没天理啊！这个抄作业的，业绩比写作业的还好。老唐去年收益-18%，2019 年到今天也就是跑平沪深 300 指数而已，收益 27%。该找谁说理去？

今年除第 1 个交易日以 5.01 元增持微量分众之外，无其他交易。当前持仓茅台 39%，腾讯 27%，分众 12%，洋河 8%，海康 8%，古井 B5%



学习价值投资大约 8 个月，实际操作不到半年，就是个投资菜鸟，在投资这条路上，绝对处在“守”这个阶段。自己目前对投资没有深刻的见解和认识，既然决定抄作业，那就一笔一划地抄，而不是有的方面抄，有的方面不抄，或者抄一半。

100%抄老唐不是因为他正确，而是通过抄作业，把他的方法吃精、吃透，然后你才能发现老唐方法的不足。仅仅是抄作业这个阶段，我打算给自己 5 年时间。

虽然现在不知道价值投资为什么对，甚至不确信它一定对（如果连续 5 年平均收益率 20%以上我才会相信价值投资有效），但在目前的认知下，抄作业是我能想到最理性的方法。对不对，就让时间去验证吧！

作者：耐心的四毛

链接：https://xueqiu.com/4207650040/122195544

来源：雪球　　著作权归作者所有。商业转载请联系作者获得授权，非商业转载请注明出处。

老唐注：需要和作者直接沟通的，烦请复制上面的链接再打开。本文末的“阅读原文”链接被老唐占用，发个薅羊毛通知

通知：在当当京东多地仓库断货长达十多天后，最新加印的《价值投资实战手册》已全面到货。

今天当当举行“迎接小牛市，购书上当当“的投资类书籍优惠活动，羊毛比较厚，比如《价值投资实战手册》只要 29.9 元。

要薅羊毛的请尽快动手，以防备货不够被迫再等

价值投资实战手册

作者：唐朝　著

已经有《价值投资实战手册》的，需要看其他书的，请直接登录当当活动页面选择。品种丰富，老唐粗看过一眼，羊毛确实实诚。比如：

四毛　置顶

其实四毛是个女的……

作者

没想到吧，作者本尊露面，居然是美女留言区一群喊兄台、哥们的，过来立正，包括老唐也没想到

liang　置顶

问个小白问题，老唐会在公众号公布实盘吗？抄作业看公众号就行了，还是有其他途径，星球之类的

作者

提醒，老唐除了唐书房这一个公众号之外，没有什么星球或者收费群免费群之类的东西，遇到的话一定是骗子。另外，我个人还是不赞成大家抄作业，尤其是在没有认真读过《价值投资实战手册》前 118 页的情况下抄作业，风险很大。不要看着现在天天涨，市场情绪风云莫测，暴跌是必然来临的，没有理论基础的，很容易变成案板上的菜。

第541篇.　　2019.3.5-没我，老唐的新书出不来！

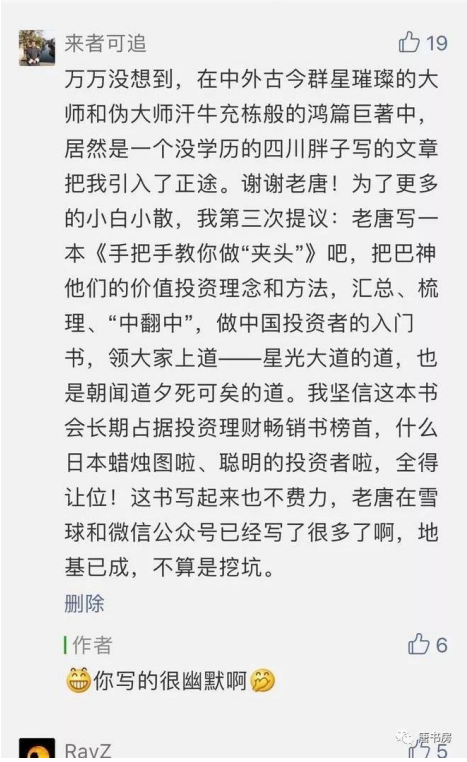
来者可追　唐书房　2019-03-05

老唐注：本文比较特殊。坦率说，作者所做笔记本身并不出彩，但本文作者对《价值投资实战手册》的面世有着不可忽略的贡献。因为这个原因入选，独一份

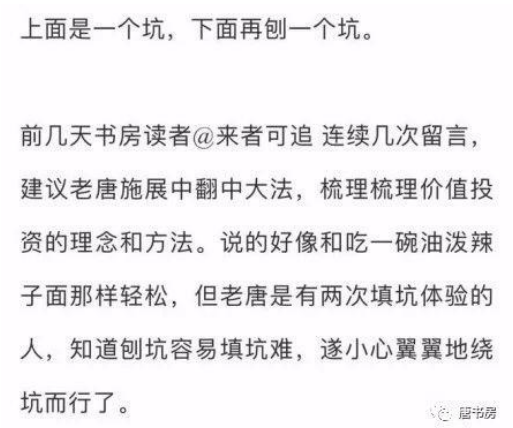
请作者留下收货地址（若选择手册+手册签名版）或微信号（若选择加老唐微信）

以下为作者原文：

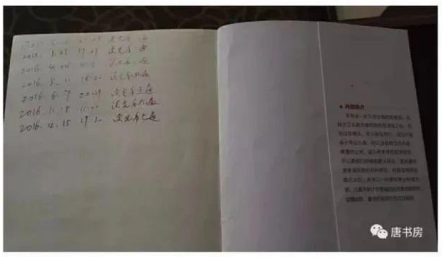
我做传媒出身，，起标题的功夫不容置疑。话说一年多前，我在唐书房留言——



随后，在 2017 年 6 月 19 日《点杀》一文中，老唐这样写到——



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

科普、启蒙一下：真功夫与花拳绣腿是俩概念，总编辑与标题党是两种人，标题的真实+生动与厚题薄文甚至题文不符是两个世界。

所以，必须对中国经济出版社的编辑团队提出批评，你们给老唐起的啥书名呀！《价值投资实战手册》肯定不如我的《手把手教你做"夹头"》（或者《手把手教你价值投资》）。

实战手册 vs 手把手教你，哪个好？无论作者还是读者，都是投资者，谁不在实战之中？"实战"二字用得着强调么？而"手把手教"才是老唐已有的标签，更是老唐独特的贡献。

不要高看市场跟风者，他们用不滥这个词组；就像不要低估唐粉们的热情，签名书限量一千那不开玩笑么。另外，书的副标题——全面解读价值投资之"术"——既媚俗又失准。

老唐此书明明是既有理论又有实践、既讲理念又讲方法、既弘道又释术，浑然一体、价值连城、不可分割、缺一不可，这副题绝对把书的价值给说小了。

老唐注：作者冤枉编辑团队了。本书书名和副标题都是老唐起的。若是即媚俗又失准，责任的 120%应该由老唐承担。

正好，我也顺便解释一下我起书名和副标题时的简单思考：书名早在图书定稿之前就决定了。

原因是湛卢出版社邀请老唐为风暴降生、证券分析行业的祖师爷、华尔街教父、巴菲特及施洛斯的老师、伟大的 GEICO 发现者……（编不到龙母那么长了，略）本杰明.格雷厄姆的传世巨著《证券分析》第四章写一份导读。

导读交稿后，湛卢出版社说需要一份作者简介，老唐的简介里必然要很策略地提一下咱的新书（鸡贼？），此时新书还没有搞定，出版社还没有研究书名儿。

那怎么办呢？《证券分析》显然不可能等老唐，老唐干脆和燕老师说，前面两本书通常

简称《手财》《手银》或《手 1》《手 2》，这本书也带个“手”字儿吧，以后的简称一看就是亲兄弟。

燕老师答应了。但很显然，老唐不够胆用《手把手教你投资》《手把手教你做价投》这么狂妄的书名。

这本书只是自己对价值投资的学习、思考和实践，是分享不是教导。所以，就想到了《价值投资实战手册》这个书名——自己觉得挺符合老唐一贯的简单粗暴、通俗易懂的行文特色，就这么着吧！

至于副标题，是因为老唐觉着中文世界里流行的有关价值投资的书籍，包括很多投资界知名人士的文章，一般谈理念的多，多是些什么相信价值不会缺席，价值最终会回归，要买好企业、要等好价格、坚持低估买进长期持有，或坚持低估买进高估卖出……云云。

读得多了，有种看见价值投资投资四个字就想打上「鸡汤」标签的感觉。

而价值为什么不会缺席，什么样的企业是好企业，什么样的价格是好价格，有什么衡量标准，标准如何确定，多低算低估，为何要长期持有，什么又是高估，高估怎么办……等等问题，都是在老唐学习投资道路中，深深困扰过的问题。

这些问题，可能某些知名投资者自己也没想透，也可能是自己想透了，但不想分享或不愿分享。于是导致众多学习者知其然而不知其所以然，浪费金钱，浪费青春。

老唐这本书，尽自己最大努力去阐述这些问题，尽可能将投资过程中朦胧的、艺术的问题精简到最少，力争上手就可以照猫画虎先赚钱，并明白照猫画虎的道理，最终独立分析走上大赢的道路。

再加上本书有大约一半内容，是老唐在数万读者面前，在时光的见证下，在当时的条件下对具体企业的分析，基本都确定给出过能买或不能买的结论。甚至有些企业估值多少亿，多少亿算低估应该买入，多少亿算高估应该卖出，不怕打脸的老唐都曾经白纸黑字写下来了。

所以，老唐自认我这本书的特色在于操作层面的“术”。虽然也有“道”，但“道”，家家都有，而”术“可能是老唐独一份，于是副标题强调了「全面阐述价值投资之“术”」。

这事儿大致如此，出版社的老师们不该受委屈。这个锅，老唐自己背



回到作者的读书笔记。

扯完闲篇，再说心得。先梳理一下最重要的投资逻辑——老唐“中翻中”讲透了的道，佐以《富爸爸穷爸爸》、《您厉害您赚得多》这两本好书的精华。

不仅劳动创造财富，资本等其他生产要素也一样创造财富。普通人“干活挣钱”的能力耐力往往赶不上金钱永不眠的“钱生钱”。

所以，要想不为钱工作，就要让钱为我工作。投资就是买进资产——股权、债权、房产等等——静待花开。当资产带来的收入能够覆盖日常支出，你就自由了。

或当可投资资金已达家庭年支出的 20 倍，你就可以开始去追求自由了。在 4-5%的无风险收益率和 15-25%的大师们收益率之间，确定你自己的年化收益率目标，以及相应的要走的路。

这里有两个认识误区，很极端，又很常见：一，超过 15-25%很容易，于是，舞榭歌台，你方唱罢我登场，风流总被雨打风吹去；二，超过 4-5%很难，于是，眷恋穷城，不敢越雷池一步，坐昧先机之兆，必贻后至之诛。

因为无数研究已经表明，企业股权是最好的资产，所以想要超过 4-5%，只须调好心，闭着眼就能轻松实现——买入沪深 300 指数基金，即可使长期年化收益率＞投资全部上市公司收益率＞投资全国所有企业收益率＞名义 GDP 增长率＞无风险收益率。

在此基础上，想追求更高收益率、向 15-25%看齐的人，只需进一步学习、研究，睁大眼、等机会，以“合算价格”（往往需要等待）买入“优质企业”（先得慧眼识英）的股权。

企业股权本来不难理解，可一旦变成上市公司股票，却仿佛异化变质、面目全非。所以，追本溯源、返璞归真，不忘初心、方得始终——企业股权的核心还是赢利，是否上市、市值多少，并非关键。所以，书中最震撼的部分是泸州老窖推演、投资无须接盘侠，我的最大的感悟则是要像企业家那样去思考、去做投资。

从《手把手教你读财报》到微信公号“唐书房”再到《价值投资实战手册》，向唐朝学会了不再看每股净资产、每股净利润这些小指标，而是看企业净资产、企业净利润这些大指

标；不再想以每股**元的价格买“票”是否划算，而是想以**亿的市值参“股”这家企业是否值得；也终于理解了巴老放言的“即使股市关停也不怕”，也更懂“市场先生”这家伙是个什么东西。

盯着小小的每股看，太过近视，视野太窄，一切都被局限住了。就像学围棋，高段位棋手定会棒喝你，把身子抬起来、把头抬高、眼睛再离棋盘远一点，这样你才会看到更多东西。

在学习价值投资的道路上，如果你始终逃不脱“票”模式，那你就永远只能是韭菜、傻散；只有升级为“股”模式，你才有机会像一个企业家、成为一个资本家，游手好闲、不劳而获、白白胖胖，一如老唐。

真知，行不难。明道，术不难。先赢，再求大赢。先从 ROE 去寻找优质企业，再去学会估值、等待合算的市场价格。

投资就是这么简单。

越来越简单。

简单到，老唐手把手地教你，还总有完整作业供你抄。

简直不要太省心！

作者：壮岁旌旗

链接：https://xueqiu.com/3011931342/120701902

老唐注：需要和作者直接交流的，请复制上面的链接打开。本文的阅读原文链接，被老唐征用啦

有多位朋友反应，部分城市的新华书店最近蹭热点推出“**解套必读**“系列图书

看照片老唐的《价值投资实战手册》也位列其中。虽然位置不醒目，老唐仍然想给新华文轩一个感恩回馈

万一他们看见此回馈，把《价值投资实战手册》立起来，放在《笑傲股市》那个显眼位置，岂不是一石三鸟，读者，出版社，老唐都受益？



海斌

分众的应收款比较多，并且 18 年企业普遍缺钱，导致好多公司广告费违约，有点担心应收坏帐准备，利润增速低估计这个影响很大

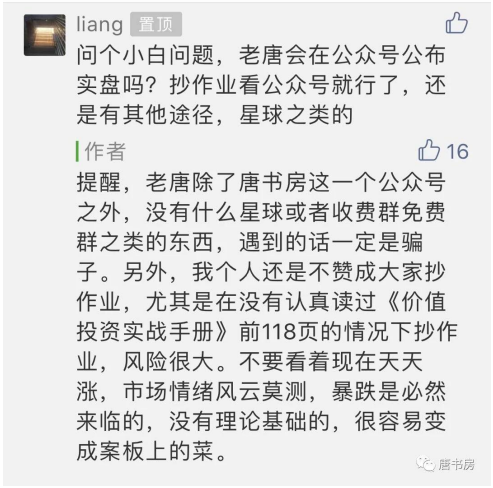
作者

担心就远离，这是投资的重要准则。

第542篇.　　2019.3.7-企业分析检查清单

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2019-03-07

昨天还在文章下面提醒「暴跌必然来临，不要贸然抄作业」，今天就乌鸦了，老唐持仓股全面逆市下跌。我瞎说的，呸呸呸，不灵不灵

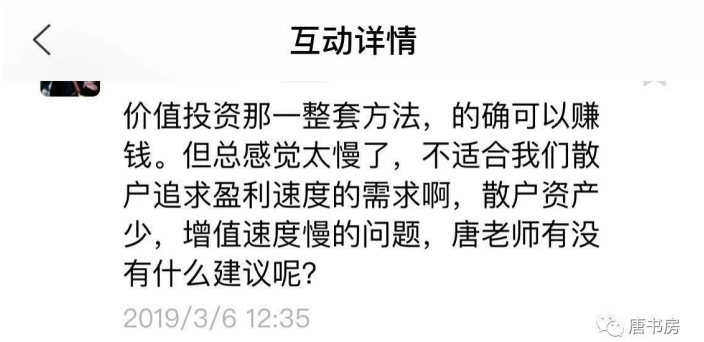


这些都是必然的、正常的波动。这些波动，是投资体系的试金石，考验着投资者对市场的认识，认知最终或变成学费，或变成奖学金。

就在今天上午 11 点左右，书房读者@韩晶　给我发来一份截图，很应景。征得韩兄同意后，老唐用这份截图来做本文的引子（红圈是韩兄原图所加，马赛克是老唐所为）

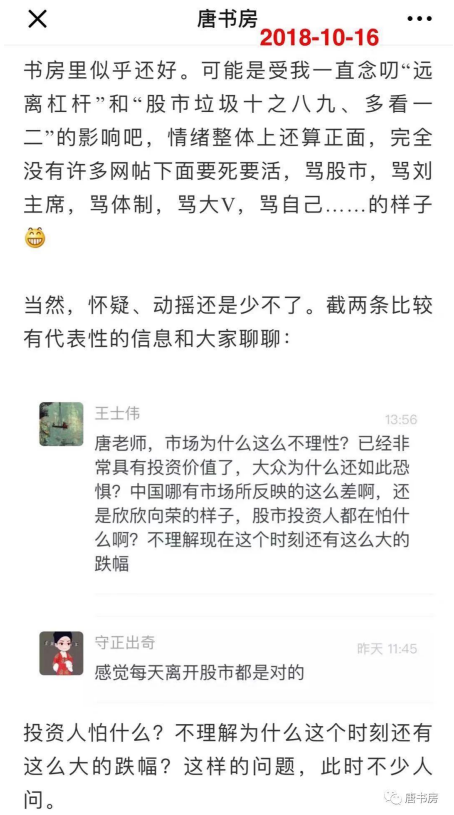


其实书房里也有，虽然数量远远小于各类论坛。比如



多么熟悉而又多么陌生的场景啊！

说熟悉，是每次遇到股市大涨之后，都能看到类似言论；说陌生，是短短十几周以前，市场大量发言还是骂股市、骂体制、骂大 V“感觉每天离开股市都是对的”



当时书房文章以「买买买」的交易展示和「不要怕」的鸡汤鸡血为主，老唐就不添加文章链接喟瑟了

过去的已然过去。此时的舞台，归 10 倍股神，归杠杆客，归爆雷概念股，归牛市马上要来我们先炒高以后好卖给新傻子题材股……

没有市场先生这些重奖，哪里有我们持续的超额利润呢？在这个概念满天飞的日子里，让我们重温书房 2018 年 2 月 2 日《避雷要诀》里的文字吧：

避雷的难点在于你内心如何面对垃圾股、造假股、亏损股、题材股照样会暴涨的现实，如何面对这些暴涨让你“错过”的巨额盈利，如何面对你一直瞧不上的隔壁老王杀进去赚的盆满钵溢、对门张妈跟进去照样赚的荷包鼓鼓、连楼下不识字的王婆婆都在里面赚到钱了……

巴菲特曾强调过：“投资很简单，但并不容易”。不容易的核心原因，是因为市场经常会重奖错误的行为，以鼓励他们下一次慷慨赴死。而坚持做/且只做/正确的事，并愿意为此放弃市场先生颁发给错误行为的奖金，这才是避雷大法之核心要诀。

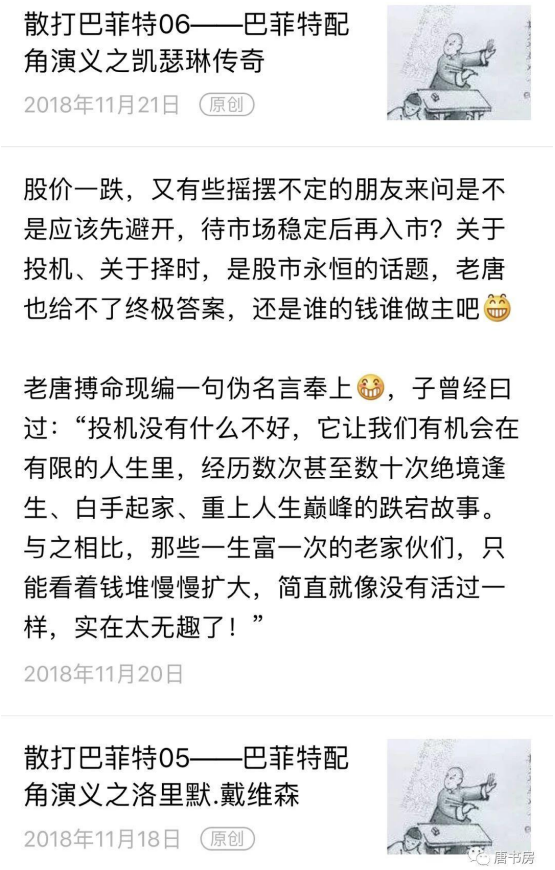
什么是正确的事？投资收益主要来源是企业的成长，这就是正确的事。一旦你以这种思路考虑问题，绝大多数雷区，你根本不可能踏入，甚至看，都只会远远地躲着看。

牛市来了吗？我不知道。熊市结束了吗？我也不知道。

在我看来，**凡是以牛熊市为前提的投资体系，无论贴什么标签，本质都是击鼓传花的**

投机活动。

当然，投机没啥不好，去年 11 月老唐编的伪名言，今天可以略改改前提，原样奉上。



股价一涨，又有些摇摆不定的朋友来问是不是应该**先放下龟速的“大烂臭”？跟随市场热点赚个几倍再回来“价值投资”岂不更好？**这些关于投机、关于择时的事儿，是股市永恒的话题，老唐也给不了终极答案，还是谁的钱谁做主吧！

老唐搏命现编一句伪名言奉上，子曾经曰过：“投机没有什么不好，它让我们有机会在有限的人生里，经历数次甚至数十次绝境逢生、白手起家、重上人生巅峰的跌宕故事。与之相比，那些一生富一次的老家伙们，只能看着钱堆慢慢扩大，简直就像没有活过一样，实在太无趣了！”

扯了一段历史闲篇，咱们书归正传，分享一点儿干货。

无论是牛市熊市猴市猪市，老唐左右都是继续比划自己的太祖长拳：别瞅傻子，瞅地！

所谓瞅地，就是聚焦于企业盈利能力分析。而盈利能力分析，说到底反反复复就三个问题：

企业赚真钱吗？

可持续吗？

持续是否无需大量资本投入呢？

这是在对企业估值前需要弄明白的定性问题，**对这三个问题不能做出解答的，无从谈**

起贵还是不贵，直接归入看不懂，视而不见听而不闻即可。

上述三个问题，实战中可以细化为很多具体的小问题。

正巧几天前，书房读者@大道推荐了一本台版书给我，名叫《投资检查表：基金经理人的选股秘诀》，谢谢@大道



作者自己做定性分析时，有一份检查表。老唐在作者基础上，精简整理出一份我认为更适合 A 股投资需求的清单，共计 30 条问题（原书 59 条），分享给大家。

大家可以在「瞅地」时，**作为备忘的检查清单，也可以作为企业分析的提纲，**解决无处下爪的困惑。

1）我是否愿意花大量时间研究这家企业和这个行业？（困难度，兴趣）

2）现在公司决定聘我担任 CEO，三个月后到任。现在我需要赶紧知道哪些东西？

3）公司现有生意的获利，“真”钱的比例有多大？

4）公司的核心客户是谁？

5）说服目标客户购买公司的商品或服务的难度大吗？

6）客户的留存率如何？

7）公司帮助客户解决了什么麻烦？

8)客户对公司商品或服务的依赖程度高吗？假设公司明天关门，客户会受到什么影响？

9）公司生意是否具备可持续的竞争优势，若有，主要是什么？

10）公司可否在不流失客户的情况下，上调商品或服务的价格？

11）行业内竞争激烈吗，主要的竞争手段是什么？

12）行业主要竞争对手是谁，对手靠什么成为主要竞争对手的？

13）你认为观察这家公司的核心数据和事件应该是什么，为什么？

14）公司面临哪些主要风险？

15）公司的负债是否过高，是否有大量或有债务，利息保障比是否足够安全？

16）公司资本再投资的回报率是否令人满意？

17）公司是否采用了保守的会计政策？

18）公司营收主要依赖持续性营业收入，还是非经常性收入？

19）公司是否具备占用上下游款项的能力？

20）公司维持现有盈利能力所需资本支出高不高？

21）搜集主要管理人员履历及相关资料，认为是否是可信任之人？

22）主要管理人员是怎么走上现在的岗位的？

23）主要管理人员薪酬待遇如何？是否持有公司股权，如何获得的？

24）主要管理人员的相关决策，是否是基于股东利益作出的？

25）主要管理人员过去向股东传达的信息，是否清楚明确、前后一致？

26）主要管理人员的经营活动是否为独立思考（未受同行行为干扰）？

27）公司过去的成长主要来源于内生性增长还是并购扩张？

28）公司过去及现在的并购，是否获得预料中的成功？

29）公司的并购活动是基于什么目的展开的？资金如何筹集？

30）行业和公司未来的增长点在哪里？

读完台版，我才发现该书其实有**简体版，而且价格只有台版的 1/3**

只是名字起的过于「股神化」，叫做**《股票基本面分析清单：精准研判股价的底部与头部》**。这副标题，怎么看怎么像骗子，直接被老唐忽略了

股票基本面分析清单：精准研判股价的底部与头部

作者：迈克尔·希恩（Michael,Shearn）

股票基本面分析清单：精准研判股价的底部与头部

作者：（美）迈克尔·希恩著，邵倩译

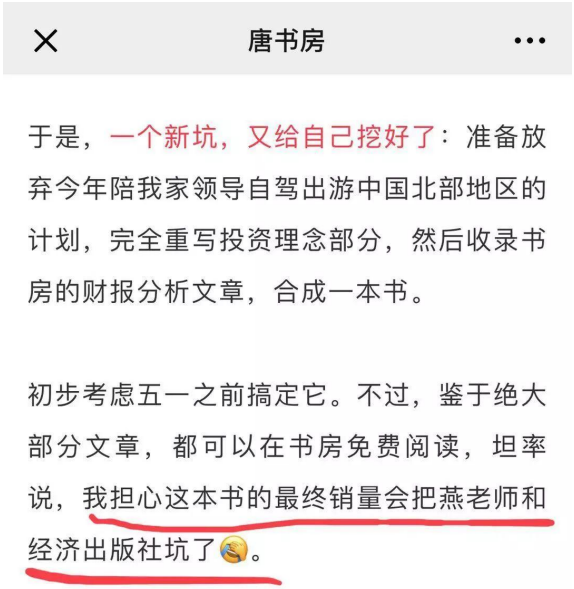
有了本文的 30 问，这本书读与不读关系不大，但有时间、有闲情的，读读总是有益无害的。

我已将它加入「老唐荐书」清单。点击阅读原文，可提取老唐推荐过的精品好书合集，不断添加中……

第543篇.　　2019.3.10-散打投资15——如何面对铁公鸡？

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2019-03-10

早在 2017 年底总结里，老唐曾这样担心过



还好，承蒙朋友们抬爱，《价值投资实战手册》上市两个月，全面断货时间高达十多天，出版社不得不连续加印，目前印量已达 6.5 万册。

截止现在，这本书在京东和当当的好评率分别为 99%和 100%——有限的几个低分评价，还基本上都是给物流的；豆瓣评分高达 9.7 分，居然将《手把手教你读财报》的 8.7 分远远甩在后面。

老唐非常高兴。高兴自己的分享得到读者认可；高兴没有坑到出版社和编辑燕丽丽老师；高兴在这个知识付费满天飞的时代，老唐的免费分享，照样换来读者的真心回报——老实人也不是就一定吃亏

早在去年 12 月中旬，老唐就说过「书中只有两小节内容是书房没有发表过的，从经济的角度看，完全可以不用再花钱。即便是这两小节，我也会在书房发出来。」

今天兑现这个承诺，让不愿意或不舍得买书的朋友免费获得相关知识

一小节内容是《价值投资实战手册》46 页，标题叫《如何面对铁公鸡？》，它是紧接在《散打投资 13》和《散打投资 14》之后的补充内容，今天就将它命名为《散打投资 15》吧！

另一页是书的后记，算是一些本书所没有收录、但我觉着读者应该知道的经验和教训，我放在今天的第二条里。

广告分隔之下为书中原文：

如何面对铁公鸡？

以上数据是用企业盈利增长且分红再投入的情况举例。那么，如果企业盈利很多却拒不分红，或只分少量红利，还会有这样的高回报吗？

如果我们将所有上市公司的股票视为一个整体，它大体拥有约 10%~12%的净资产回报率，这个净资产回报率类似债券的“息率”。从这个意义上说，股票可以被视为一种特殊的债券，然而它和真实债券还是有些重要的区别。

首先，除永续债之外，大部分债券无论时间长短，终究会到期。到期后，如果新息率不能让投资人满意，投资人可以拒绝继续购买债券（永续债一般也有重新议定息率的条款）。

而股票这种特殊债券却永远不到期，投资者作为一个整体无权退出，也无权与公司商讨息率的高低。

其次，债券投资人一般拿到是约定息率下的全部现金。股票则只有部分以红利的形式分给投资人，另外部分会被留存于公司做再投入。这种公司净利润的一部分会留存再投入，对于投资者而言，可能是好消息，也可能是坏消息。

很明显，假如市场真实债券息率仅 4%，另一种息率高达 10%的“债券”必定不缺买家，且会在溢价情况下交易，这也是投资者很难以净资产值买到优质企业股权的根本逻辑。

当你用两倍或三倍价格去购买一份息率为 10%的债券时，实际收益率是低于 10%的。

留存部分利润，相当于首先分掉全部利润，然后股东再优先按照净资产值（面值）认购某息率为 10%~12%的特殊债券，整个过程免税。

对于非股东而言，这种息率为 10%~12%的特殊债券是需要付出净资产值的两倍三倍甚至更多倍代价才能购买到的。此时留存利润成为了一种股东特权。

这种有权以净资产值（面值）购买高息债券的特权，类似中国股市诞生初期的认购证，本身是有价值的。

因而股市投资者会发现自己将收获三重回报：首先，投资者享受了远超真实债券息率的公司经营回报；其次，这些回报的大部分又以特权形式，重新认购了他人无权认购的高息债券；最后，当前面两点好处被广泛认知的时候，股票会受到资本追捧而造成股价攀升。

然而，这一切要建立在公司的留存再投入本身会继续产生高于真实债券息率的假设下。譬如伯克希尔.哈撒韦公司，自沃伦.巴菲特取得控股权至今五十多年，仅分红过一次，且数量微不足道。

其原因就是巴菲特认为将资金留在自己手上投资，带给股东的回报率会高于分红后股东自行投资。事实上，股东也确实因为这种留存而获利丰厚。

但是，如果上市公司并没有将留存利润产生高回报的投资途径，仅仅因为管理层或大股东意图掌控更多资金而不分红或低分红，那么，这就不是特权，而是一种价值的损失。这种情况令人讨厌，但不难规避。

首先，如果公司在无合理理由的情况下不分红或低分红，我们需要怀疑公司利润的真实性及管理层诚信问题，可以作为对公司估值的扣分项。

其次，如果公司很赚钱，控股股东也没有必要冒着违法违规的风险去占用本来可以通过分红后合法使用的资金。这种想法会驱动对管理层的制约。

再次，在资本市场里，如果一台收银机里堆积的钱多了，总会有各种各样的资本去想办法取出来，这种博弈本身会纠错或者推升股价。过去一两年围绕万科展开的一系列精彩资本大战，就是这种博弈的体现。

最后，在我国资本市场，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。所以目前绝大部分优秀企业，都有股东回报规划，有按年现金分红的比例约定，这也算是我国资本市场的制度优势。

同时，我们也可以在选择投资对象的时候，可以有意识地给历史分红记录及分红率更多的权重，从而获取分红再投入的回报。

通过上面的分析，不知道是否能够帮助朋友们理解沃伦.巴菲特的“不介意买入股票后股市关门”的思想？能否打掉部分朋友心中对股价患得患失的心态，真正建立“股票代表企业的部分所有权”的投资体系基石？

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公司也不会少。当然，也不要过于乐观，优质企业永远是珍稀品种。

挖掘和研究这些企业，才是帮助投资者长期盈利的正事儿。

（注：本小节内容结束，书籍图片下面是今日单独补充，非书中内容）

价值投资实战手册

作者：唐朝　著

关于对分红的理解，巴菲特在 2012 年年报里，做过一段手把手教学。老唐也拷贝给大家，或许有助于理解。以下为巴菲特原文：

关于分红，我们需要一些假设并且要做些计算。这些数字需要一些功夫才能理解，但是这对于理解应该和不应该分红的原因很重要。所以请耐心听我讲。

我们假设你和我各自拥有一家价值　200　万美元的公司的一半。公司每年的利润率是 12%——24　万美元——并且可以合理预期新增投资也能获得　12%的回报率。

另外，外部投资者愿意以 1.25pb（pb=市价/账面净资产）购买我们公司的股票。于是，我们各自资产的价格是　125　万美元。

你可能希望公司每年把利润的三分之一用来分配，剩余三分之二继续投资。你觉得这个方案即满足了当前收入的要求，又能实现资本增值。所以你建议我们分配　8　万美元现金，剩余　16　万用于增加公司未来的利润。

第一年，你会收到　4　万美元的分红，之后利润会增长，三分之一的分红比例继续持续，你收到的分红也会增长。于是，分红和股票价值会以每年 8%的速度增长（12%的回报率减去　4%的分红比例）。

10　年以后，我们的公司会价值　4,317,850　美元（期初的　2　百万按　8%的复合增长率计算），同时你下一年收到的分红也会增长到　86,357　美元。

我们两人各自的股票价值　2,698,656（我们各自一半净资产的　125%）。我们之后还会更快乐——分红和股价依然每年增长　8%。

但还有另外一种方式可以让我们更加快乐。那就是我们留存所有的利润，同时每年卖出手中 3.2%的股票。

因为股票可以以净资产 125%的价格卖出，所以这种方法第一年也能获得 4 万美元的现金，卖出获得的资金也会不断增长。我们暂且把这种方法叫做“卖出法”。

在“卖出法”的情形下， 10 年以后公司的净资产值会增长到 6,211,686（期初的 2 百万按 12%的复合增长率计算）。

但是因为我们每年卖出股票，持股比例会下降， 10 年以后，我们每人拥有公司 36.12%的股票。即便如此，你所持的股票对应的净资产为 2,243,540 美元。

另外别忘了，每一美元的净资产值可以以 1.25 美元卖出。因此，剩余的股票市值 2,804,425 美元，大约比分红的情形下高 4%。

同时，你每年卖出股票获得的现金要比分红获得的现金情形下高 4%。哇！ ——**你不但每年有更有钱花，最后还有更多的财产。**

当然，上述的计算假设平均每年 12%的净资产回报率，而且股东能以 1.25 倍 pb 卖出股票。这一点上，标普 500 回报率明显超过 12%，并且股价远超净资产的 125%。这两条假设对于伯克希尔来说似乎都是适当的，当然这我不能给你保证。

考虑到乐观的情形，上面的假设条件被超过的可能性也是存在的。如果事实如此，那么卖出法就更具优势。

根据伯克希尔的历史——必须说明这无法继续重复——**卖出策略比分红策略给股东带来了多得多的财富。**

除了计算上的优势以外，还有两个原因——也非常重要——支持卖出策略。

第一，分红策略强制对所有股东进行同样比例的分红。比如说，分红比例是 40%，那些希望分红比例是 30%， 50%的股东受到损害。

我们 60 万股东的分红偏好各不相同。或许可以有把握地说，他们中的许多人——或许是绝大部分——偏好储蓄模式，因此倾向于不分红。

相反，卖出策略则让股东可以自由决定现金和资本增值的比例。一位股东可以选择兑现 60%的利润，另一位可以选择兑现 20%或者不兑现。

当然，分红策略下的股东可以用分红把股票买回来，但是他这样做会遇到困难：既要交税，又要支付 25%的溢价才能把股票买回来（记住，市价是账面净资产的 125%）

分红策略的第二个坏处同样严重：分红策略的税收负担劣于——通常严重劣于——卖出策略。

分红策略下，每年股东收到所有的现金分红都要交税，而卖出策略只需为现金收入中的利得部分交税。

老唐注：最后这条和我国政策略有区别。

A 股市场目前不征收资本利得税，买卖股票获利的差价不缴税，只需为卖出行为缴纳卖

出额 0.1%的印花税，以及通常约 0.03%以下的交易佣金。

而对红利的税收征收，我国是持股 1 个月内的，征收红利的 20%；持股 1 个月至 1 年之间的，征收红利的 10%；持股超过 1 年的，红利免税。

健锋

现金分红，对于个人理财的现金流相当大作用，因为为了现金流，要不停卖出股份，终有一天会卖完，我个人比较偏向现金分红，因为没现金流的资产，再高也好像只有数字，请问老唐怎样认为？

作者

我的认为就是你没认真读本文😄

QE

老唐，我是这么理解，PB>1 的股票分红相当于强制你 PB=1 卖出股票，你无论是拿钱还是再投资溢价买入都是不划算的，所以支持卖出法。但是 PB<1 分红就正好反过来，我们应该支持分红。可以这样理解不？

作者

对

苍龙

唐老师，给企业估值，需要知道其未来 3 年的自由现金流，该数据在那里能够得到？谢谢！

作者

哪里都得不到。这要是能得到，整个估值体系一个未知数也没有，市场哪里还有人生存的地方呢？全是机器大战

范琛

关于分红的问题也是我一直疑惑的问题。这篇文章里面的道理基本看明白了，但对于里面的假设还是有疑惑：里面的假设是企业的 ROE 保持不变，利润留存能增加企业利润，对股东有利。然而，实际的情况是，对于一些对资金需求不大的公司，大幅提高分红，并不会影响其利润，此时 ROE 会大幅提升，PB 也会大幅提升。那么对于这类企业，似乎假设就不适用了。老唐能否中翻中再解惑？

作者

留存利润不能带来高 roe，那留存就是损害股东利益，譬如茅台。这无需疑惑的，事实如此……

Tonny

老唐，沪深 300 的市盈率历史最高时似乎都不到 20，应该是由于指数中有部分银行，拉低市盈率，是不是不能用 25 倍市盈率来评估沪深 300 的合理估值，但如何评估沪深 300 的合理估值区间呢，谢谢

作者

这个问题我以前解释过。沪深 300 指数达到 25~30 倍区间（无风险利率的倒数），基本就可以算高估了。但原因不是有银行拉低市盈率（这种是现象，不是背后的逻辑），而是因为不是每一家成分股的报表利润都是含金量 100%的真钱。

第544篇.　　2019.3.10-《价值投资实战手册》后记

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2019-03-10

这本书的诞生和前两本完全不同。

《手把手教你读财报》是公开发表框架后出版社约稿，然后开始创作；《手把手教你读财报 2》是先有创作计划然后才敲下第一行字；唯有这本，起初完全没有成书的意图，只是习惯性随便写点东西发在个人公众号上。

不知不觉，两年间写下超百万字的文章，这些文章被读者大量收藏，甚至还因此让“唐书房”获得印象笔记 2017 年 7 月 25 日发布的“微信识力榜之文化读书榜”第四名——该榜由印象笔记官方基于数千万用户收藏数据统计所得，“唐书房”是唯一入选该榜 Top10 的个人公众号。

也有大量读者将这些文章复制整理，然后打印成册反复阅读。这种方法不仅浪费时间，而且金钱成本也颇高，于是有很多读者希望老唐将其整理出版。正是在这些读者的大力推动下，才诞生了这本书。

谢谢所有读者，谢谢你们持续的鼓励，没有你们就没有这本书。为此，在本书理论框架之外，老唐还想在后记中额外再强调一些和投资有关的重要事项。

首先重复强调老唐在 22 年前以爆仓破产为代价换来的四字真言“远离杠杆”。

只要能真正理解本书第一章的市场先生寓言，远离杠杆就是投资者必须记住的第一生存要素。正因为市场先生情绪波动无法预测，所以哪怕处于严重低估阶段，照样可能出现剧烈下跌。

这种时候，即便你 100%确定内在价值远超市价，也有可能被迫卖出。甚至有时候只是别人的一个乌龙，一次错误，或者一场阴暗的操控或赌博，都可能将杠杆投资者推向爆仓边缘。

当然，此处所说的杠杆，不包括那些经理性思考、合理规划后，与投资对象市价波动完

全无关，仅与个人或企业现金安排有关的借贷，譬如个人房屋贷款、企业经营贷款等。

其次，不要使用短期资金投资。由于中小投资者并不具备推动内在价值实现的能力，所以无论我们投资决策的底层逻辑是什么，最终回报主要还是直接体现在股价变化上。

因此，我们必须明白两个事实：

第一，企业内在价值增长是需要时间的。企业只能通过一天天的运营，靠一个个员工的努力去实现价值的增长，短时间内价值突变的机会很小；

第二，人类的贪婪和恐惧之间的转换，也是需要时间的。市场淡忘上一次的伤害，逐步认识企业　内在价值，并推动股价向内在价值回归，最终超越内在价值走向泡沫的过程，从来不会一蹴而就。

股票作为一个整体，投资收益率一定高于债券收益率的结论，并不代表股票每一年都可以超越债券，但这个确定性是随着时间延长而增加的。

杰里米.J.西格尔教授在其经典著作《股市长线法宝》里分享过他的研究成果：

在 1871 年到 2012 年超过 140 年的时间跨度里，如果以 1 年为投资周期，股票投资回报率在 66.9%的时间里优于短期国债，在 61.3%的时间里优于长期国债。

伴随着投资时间的加长，这个比例越来越大，数据如下表：

持有期限	股票表现优于长债的比例	股票表现优于短债的比例
1 年	61.3%	66.9%
2 年	64.1%	70.4%
3 年	68.7%	73.3%
5 年	69.0%	74.6%
10 年	78.2%	83.8%
20 年	95.8%	99.3%
30 年	99.3%	100%

正因为此，老唐建议投资者在股市投入任何一笔资金时，都要做好相对较长的时间准备。经验上说，在中国 A 股市场，以三到五年来准备，是投资者应该考虑的最短资金期限。再次，降低对投资回报的期望值。很多人初入股市，看见股市每日涨涨跌跌，可能觉着满地黄金，一年不赚个百分之三五十就觉得白来市场了。却忘记了银行理财产品，年收益率敢有 6%就可能引发哄抢，也忘记了世界顶级投资大师们长期收益率大都集中在年化 15%~25%区间。

市场确实有年年翻倍甚至一年数十倍的奇迹存在。然而，盈亏同源，导致一年翻倍的投资决策体系，同样可能会导致半年归零。所以才有“一年三倍易，三年一倍难”之说。

投资是持续一生的事，降低对投资回报的期望值，相信复利规律，尽力减少那些高风险的赌注，我们才有机会在市场长期生存和持续获利。

降低对投资回报的期望值，还有一个好处。那就是灭掉依赖股市一夜暴富的心态，只是将它视为长期放置消费剩余的手段，避免因此而耽误了自己职场或事业的发展。

这种心态下，你反而会在某一天发现，不知不觉间财富已经增长到非常可观的水准，正

所谓“慢慢来，比较快”。

最后，在本书即将结束的时候，老唐要感谢@宁静的冬日 M　和@编程浪子　两位朋友，书中有两处借鉴了你们分享的思路；要感谢经济出版社燕丽丽老师认真严谨的编辑工作，没有燕老师的付出，本书只能是一堆零散的原材料；

要感谢爱人小琴在本书写作过程中的大力支持及作为第一读者的耐心；更要再次感谢所有的热心读者，谢谢你们长期以来的支持和鼓励。

祝朋友们早日建立属于自己的投资体系，实现心中梦想！

谢谢大家。

唐朝

2018 年 11 月 11 日于成都

平安是福

远离杠杆、日拱一卒、别瞅傻子，瞅地！老唐投资密籍!!!

wz

书看了一半了。巴菲特说，资金量小是优势，如果他的资金量只有 100 万美金，他绝对有把握做到年化 50%＋……老唐怎么看？巴菲特说资金量小是优势，资金量大或者小，最主要区别在于什么？

作者

资金量比较小的时候，可选投资对象比较多。但巴神这句话我觉着被误解了，因为早期他就掌握几十万美元资金的时候，也没做到年化 50%+。巴神这句话是晚年说的，我估摸着背后的潜台词是“如果我有今天的投资理念和企业理解力，给我 100 万美元，我能发现很多年化 50%+的投资标的”

第545篇.　　2019.3.13-散打巴菲特14——芒格演义之04

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2019-03-13

前言：最近股市涨的好，网上网下股神满天飞。老唐满仓呆坐，无买无卖无交易，书房也没年前那么热闹了。连带着没代码的水货文章芒格演义，阅读量和打赏率基本跌至年前文章的腰斩水平。

再加上本周末老唐夫妇要自驾出游，也没啥心思继续扯闲篇，索性将原计划的两篇，偷懒缩减为一篇，给本系列画个句号，安安心心准备出门啦。

全文约 8000 字，为芒格演义终结篇。

言归正传。

巴菲特一生最推崇的两个人“老师格雷厄姆和好友芒格”其实很相像。比如他俩都崇拜开国元勋本杰明.富兰克林；俩人的兴趣都非常广泛，都不愿将精力全部放在投资上；都擅长讽刺性幽默，说话都喜欢引经据典；都对文学、科学和教育后代感兴趣；他们三人的大儿子都因病早夭……

论说差异呢，两个本杰明都很好色，女朋友打堆堆。格雷厄姆甚至在处理儿子的身后事时，和儿子的女朋友滚了床单。老芒格则老派、专注、忠诚、严谨，以家庭为重，一生没有传出过任何花边新闻。

巴菲特对芒格的评价极高，将之称为「西海岸哲学家」、「伯克希尔的导师」，声称芒格推动了自己「从猿到人」的进化，这一切当然不是前两篇所谈人脉关系和专业支持所能包含的——若仅仅是人脉和专业，只能算是好伙伴、好帮手吧！

巴菲特所说「从猿到人」的进化，主要指在芒格的推动下，从格雷厄姆传授的「关注企业现有资产清算价值」的投资体系，转化为「更关注企业未来自由现金创造能力」的投资体系。

当然，按照芒格的谦辞，自己在巴菲特进化过程中的作用，是被巴菲特夸大了。即便没有自己，巴菲特最终也会走上这条路的。

芒格为什么这么说呢？其实看看巴菲特的性格和他所面临的历史环境变迁就知道了：这条路他非走不可，简直不可能有其他选择。

在《价值投资实战手册》里，老唐介绍了巴菲特从 11 岁接触股票，到 39 岁清盘合伙基金期间，美国股市正好经历着大萧条之后的强劲回升，从约 113 点上涨到约 950 点，涨幅 736%，相当于上证指数从 2000 点涨到 16700 点之上的过程。

拉长视角看，从巴菲特 2 岁起，一直到他 39 岁清盘合伙基金，美股就是个持续 37 年的大牛市，道琼斯指数整体涨幅近 25 倍（清盘后约一年时间股市下跌了约 35%）——想象一下，那相当于上证指数从 2000 点涨到近 5 万点，然后你清盘，接着一年内跌至 3.3 万点以下，过瘾吗？

大牛的原因，老唐在《价值投资实战手册》82 页详细介绍了。主要是二战及之后美国经济的高速发展、美元与黄金的逐步脱钩造成的通货膨胀、以及科技进步带来的信息传播范围和速度等原因。

这些原因推动了境内外逐利资本大量涌入美国股市，格雷厄姆那种寻找远低于有形资产净值甚至远低于流动资产净值的投资方法，只能面对可投资对象越来越少的局面。

这种局面下，如果坚持格雷厄姆投资体系，必然只能是维持较小的资金规模，保持默默无闻，悄悄捡垃圾，努力获得不错的投资收益“率”，同时接受利润“额”不大的事实，小富即安——如同施洛斯（参看《散打巴菲特 02——巴菲特配角演义之沃尔特.施洛斯》）。

反之，如果要满足巴菲特做大做强、登上报纸头条侃侃而谈的欲望，那么寻求改变是必

然的结局。至于因谁而变，即便没有芒格、费雪，或迟或早也可能会有闲格、费电出现。从这个意义上说，芒格的谦辞也是有道理的。

然而，投资有个非常重要的规律：金钱是有时间价值的。早一天转变就有早一天的价值，而且这个价值在长期复利之下，庞大的惊人。

芒格就是最早、最用力推动巴菲特转变的那个人，所以巴菲特说，如果没有芒格，他会比现在穷的多。

芒格刚进入投资领域的时候，投资体系实际上是受巴菲特影响，走的也是格雷厄姆的烟蒂路线。这个路线简单易懂，就是拿 1 块钱买清算价也不低于 2 块钱的公司股权，怎么可能不赚钱呢？

然而，与巴菲特学校毕业就直接进入投资行业不同，芒格在进入投资行业之前，有过丰富商业经验。

他开发过房地产、销售过收割机、生产过变压器、经营过印刷厂（印刷报纸）、生产过汽车化工产品……并通过这些生意，赚到过高达 140 万美元的财富。

正是由于这些从商经历，芒格不需要任何人教，非常容易就发现：**①有些生意天然就是比另一些生意容易赚钱，②就算是同样的生意，由不同的人操作也可能产生巨大的结果差异。**

就好比印刷厂就很难抬高价格，因为报纸立刻就能将业务交给另一家工厂印刷，而报纸提高广告价格，广告主却很容易（或不得不）接受；又比如同样的地块，可能原来的业主拿着血亏，而芒格买下来却有办法让它变成赚大钱的项目……

这些**生意的特质和人的因素，恰恰是格雷厄姆忽略的**。甚至格雷厄姆还特意叮嘱弟子们不要去关心这些区别，只需盯住财报数据就可以了。

每个人都有弱点，哪怕伟人。

格雷厄姆是 100%的学院派，没等毕业就被老师推荐给一位因孩子学习太差而被请家长的券商老板，开始了华尔街生涯。在此之前，格雷厄姆的“商业”经验仅限于勤工俭学时在一家公司帮着制表统计数据。因此，他轻视生意重视数据，有他个人的局限性原因。

除了商业经验，芒格及其父亲的律师生涯，也让他轻而易举的发现：越是优秀的人，找律师处理麻烦的概率越低。因为**优秀的思考和行为习惯，让他们有意无意地提前就避开了潜在的麻烦**。

那些生活中麻烦不断的人，往往并不是运气不好，而是因为他们的性格和行为习惯就天然地隐藏着下一次麻烦的种子。

说句可能稍显冷血的话：我们回忆以下，电视社会报道之类的栏目，经常报道的一些可怜人，他们似乎诸事不顺，总是一个灾祸连着一个灾祸：娃掉开水锅里了，老婆服农药了，莫名其妙怪病附身了，与人口角引发命案了……

如果我们愿意直视问题，一定能发现其中有很大一部分（甚至我可以说是绝大部分），

根本不是运气问题，而是思维方式和行为习惯的问题。

无需讳言，以格雷厄姆烟蒂股思想挖掘的便宜股，大部分也是遇到这样或那样麻烦的企业，否则也不会轻易便宜到清算价以下。

它们就像那些生活中麻烦不断的人一样，往往因为整个公司的文化和生意特色，注定解决一个麻烦，后面可能跟着一串麻烦。

与此相反，**优秀的企业却和那些优秀的人一样，因为优秀，所以更优秀，反而经常挑战成就的上限。**

因此，格雷厄姆的投资思想，在芒格看来就仿佛是不断寻找一些烂人，和他们做完一次生意就绝交。再重头开始，寻找下一波烂人，如此周而复始。

这种生意不仅在短暂的交易过程中要对交易对手持高度警惕心（你永远不要低估烂人的下限），而且由于烂企业需要在价值回归后马上出手，必然需要不断寻找。一旦资金量超过一定数量级，结局一定是让人心力交瘁，无以为继。但买下那些由优秀的人掌控的优秀企业则不同，买下后往往并不需要再做什么，只要享受优秀者努力的成果就好。同时，还可能不断接触到优秀的人和企业身边那些同样优秀的人和企业——毕竟，俗语说得好：物以类聚人以群分

这一点，最明显的例子是巴菲特买下 B 夫人的家具商场后，顺藤摸瓜买下了 B 夫人家族盛赞的同行比尔.蔡尔德经营的威力家居（犹他州家具业霸主）；后又经蔡尔德介绍买下德州家具业霸主繁星家具公司；再经上述三家 CEO 一致推荐，买下波士顿地区家具业霸主乔丹家具公司……

上述这几家公司至今都是伯克希尔的印钞机。巴菲特在 1999 年年报里夸赞这一连串的收购“实在是棒极了，伯克希尔不仅得到了三份杰出的零售事业，同时也让我得以认识天下最好的朋友”。

对了，巴菲特还买下了 B 夫人妹妹和妹夫的珠宝店「波仙珠宝」，每年股东大会都必不可少的嘚瑟，连比尔.盖茨的订婚戒指都是被巴菲特“忽悠”到波仙店里买的。

这些人里，给我留下最深刻印象的，是巴菲特在 1999 年致股东信里讲过的威力家居比尔.蔡尔德的故事。原文如下：

这是有关犹它州家具业霸主威力家居的故事。伯克希尔是在 1995 年从蔡尔德家族买下这家公司的。比尔跟他大部分的经营团队都是摩门教徒，因此他们的店星期天从来不开张。

这样的惯例实在是不适合用在做生意上，因为对大部分的顾客来说，星期假日正是他们出外血拼的大好时机。不过尽管如此，比尔还是坚守这项原则，而且将这家店从 1954 年他接手时的 25 万美金营业额，一路成长到 1999 年的 3.42 亿美元。

比尔认为威力家居应该也能够在犹它州以外的地区成功开拓市场，1997 年，我们计划在爱达荷州设立一家分店。

我相当怀疑这种星期天不营业的政策，能否在陌生的地区抵抗每周七天无休的对手强力

的竞争。当然，由于这是比尔负责经营的事业，所以尽管我对这点持保留的态度，但是我还是尊重他的商业判断与宗教信仰。

比尔提出一个非常特别的提案，他愿意个人投资 900 万美元，以私人的名义买下土地，等建筑物盖好，确定营运良好之后，再以成本价卖回给伯克希尔。

要是营运不如预期，那么公司可以不必付出一毛钱。这样，潜在的庞大损失就可以由他独力承担。对此我告诉比尔很感谢他的提议，但若伯克希尔想要获取投资的报酬，那么它也必须同时承担可能的风险。

比尔没有多说什么，只是表示如果因为个人的宗教信仰而使得公司经营不善，他希望能够独力承担这个苦果。

这家店后来顺利于去年八月开幕，立即造成当地的轰动，比尔随即就将产权办理过户，其中包含一些地价已经高涨的土地，并收下我们成本价的支票。还有一点必须特别说明，对于两年来陆续投入的资金，比尔拒绝收取一毛钱的利息。

从来就没有一家公众公司的经理人会这样做，至少我个人没听说过，所以各位不难想象能够与这样的经理人共事，让我每天早上上班时多么地雀跃不已。

附带一提的是，经过八月简单的试运行，一个月后我们举行了盛大的开幕仪式，自然我也受邀参加开幕剪彩——我必须强调你们的董事长还是有点用处的。

在致词时我告诉在场的来宾，销售状况大大超过我们当初的预期，这让我们成为爱达荷州最大的家具店，远远将其他同业抛在脑后。

等到致词快结束时，我突然想起来，当初决定在这儿开店，应该是我的主意吧！

这就是和好人打交道的力量。好人好企业不断用自己的努力制造着惊喜，而烂人烂企业则经常给我们制造惊吓

这些道理今天看起来很简单，任何有商业常识的人都不难理解：**忽略公司直接看财报数据，相当于把生产煤油灯、BB 机的企业账面资产，和生产茅台酒、中华烟的企业账面资产画上等号，这绝对是荒谬的。**

但因为巴菲特自接触格雷厄姆，就一直依赖老师传授的绝招持续赚钱，加上长期和格雷厄姆在一起工作，受到格雷厄姆人格魅力的影响比较大，所以头脑里很难树立起对格雷厄姆思想的质疑。

芒格没有这种崇拜。他经常对巴菲特说：格雷厄姆有些思想非常愚蠢，他的盲点在于总是认为未来充满危险，而不是充满机会；将不同企业的账面资产直接进行比较，绝对是荒谬的；掌管这些资产的人，也是决定资产价值的一部分……等等。

这些思想，现在一般归为菲利普.费雪的成长股思想。费雪的思想大约是在 1962 年由比尔.鲁安介绍给巴菲特的。然而，在此之前，芒格已经多次将这些自己琢磨出来的类似观念灌输给巴菲特了

芒格这些灌输，启发了巴菲特思考买便宜货的问题所在。再加上巴菲特在邓普斯特农具

公司清算时被当地居民当做吸血鬼、过街老鼠的景象，也刺激着巴菲特对烟蒂股的放弃——参看《经典烟头案例拆解》。

这种情况下，巴菲特逐步转向了合适价格购买优质股。他说**“本·格雷厄姆教会我买便宜货，而查理把我推进了不要光买便宜货的投资方向。这是他对于我最大的影响。要把我从格雷厄姆有局限性的观点中释放出来需要巨大的力量，那就是查理的意志力。他让我视野变得更开阔。”**

巴菲特说他慢慢地在很多事情上和查理的看法一致起来，**“我很快就把从格雷厄姆和查理那里学到的东西结合起来，开始非常热衷于以合理价格购买优质企业。”**

当然，真正让巴菲特和芒格彻底摒弃烟蒂投资，转向购入优质企业思想的标志性事件，还是对喜诗糖果的投资。

通过**数倍净资产的“高价”收购喜诗，**最终躺赢，轻松舒适地**获得难以想象的高额回报**。甚至即便在按照格雷厄姆投资体系衡量已经**高的过分的成交价上，再加价 100%买入喜诗糖果，最终投资回报率仍然会非常令人满意。**

正好，就在喜诗案例发生前两年多，巴菲特和芒格刚刚结束了一笔教训深刻的标准格式投资：收购科恩百货公司。

虽然收购价格相比账面净资产有巨大的折扣，而且还拥有隐藏的房价上涨和存货低估，结果浪费了巴菲特和芒格整整三年时间，好不容易才逮住一个接盘侠，非常幸运地将科恩百货公司按照买入价脱手

芒格自嘲他们这笔买卖，开心的日子一共只有两天：买入的那天和卖出的那天。

而巴菲特则引用了一首美国乡村歌谣形容脱手科恩百货公司时的愉快心情：“我的老婆跟我最好的朋友私奔了，我是多么的怀念他！”（网球教练画外音：切，谁跟你是最好的朋友）

这两次真金白银的投资经历，让巴菲特和芒格深刻**理解了品牌、无形资产、经济商誉等格雷厄姆所忽略的资产潜在的力量**；体验了将喜诗糖果这类企业的账面资产与科恩零售这类企业的账面资产，放在一张表格里做数字对比，是多么的违背商业常识啊！

至此，巴菲特实现了他的「从猿到人」的进化。

在伯克希尔漫长而传奇的投资生涯里，许多著名投资案例上都有喜诗的影子：可口可乐、吉列、美国运通（第二次进入时）、富国银行、苹果等。

这些企业的共同特性，都是很少的投入后，基本不需要再追加资金，企业不断产生更多的现金，可供巴菲特拿去收购其他企业。最终让伯克希尔的财富增长，如同意大利数学家斐波拉契提出的那个著名古典数学题：

有一对小兔，从出生后第 3 个月起每个月都生一对小兔。小兔长到 3 个月后每个月又生一对小兔。按此规律，假设没有兔子死亡，求三年后共有多少对小兔？

虽然巴菲特将从捡烟蒂转化到投资优质企业的过程，称之为从猿到人的进化，但几十年来，投资圈对这个问题的认识，并不如巴菲特那么肯定。

优质与低估，究竟谁的权重应该多一点？

劣质企业低估状态下，要不要投资？

这两个问题，是投资圈永远的热点争议。

在老唐看来，这两个问题没有绝对的对错之分，更多跟投资者个人性格、价值观以及对股价波动的承受能力有关。两种选择下都有成功的投资者，也都有失败的教训。

就老唐目前的个人认识而言，**我选择在优质与低估之间，给优质更多权重**。也就是说，优质企业合理估值情况下，我可能也会做出投资决策并承受可能的股价浮亏；而**劣质企业即便在低估状态下，我倾向于不投资。**

巴菲特始终更强调芒格推动他从烟蒂进化到优质企业这一影响。但老唐个人认为**芒格的「反过来想」思想方式，对今天的我们，意义更加重大。**

反过来想，最知名的表述是芒格引用的农夫寓言：**「如果我知道我将会死在哪里，我就永远不去那个地方」**。它的主要内容体现在芒格的两篇著名演讲中——《穷查理宝典》一书收录的第一讲和第四讲。

第一讲是芒格于 1986 年 6 月在哈佛-西湖学院高中毕业典礼上的演讲，当时是芒格某个儿子毕业（芒格五个儿子都是从这个学校毕业的）——芒格给这所学校捐过大量现金及伯克希尔股票，他本人几十年来一直担任着该校的校董。

我已经忘记了自己是什么时候读到这份演讲稿的，但读到时那种似乎被闪电劈过的感觉，多少还有些记忆。

演讲内容并不复杂，芒格给台下的孩子们分享了「**获得失败人生的灵丹妙药**」，药方是：

1.为了改变心情或者感觉而使用化学物质（芒格主要指的吸毒和酗酒）；

2.妒忌；

3.怨恨；

4.要反复无常，不要太专注你所做的事；

5.尽可能依赖自身经历获得经验。不要在意他人的经验和教训，无论古人还是今人；

6.遇到失败，要立刻让自己意志消沉，不要振作；

7.尽可能减少客观性，不要试图推翻自己已有的想法；

8.永远不要反过来想。

第四讲是 1996 年的一篇非正式演讲，题目叫《关于务实思维的务实思考》（《查理.芒格传》附录也收录了这篇）。

在这次演讲里，芒格给学生们提出了一个商业实战题：如何用 200 万美元的投入，建立一个市值达到 2 万亿美元的饮料企业？

题目非常普通，商学院里也常见。不过芒格在这篇演讲里展示了一种与众不同的思维方式。

他是从两万亿市值开始倒推，先思考要做到两万亿市值，需要公司卖多少饮料？而卖出

这么多饮料需要些什么条件，对产品、对渠道、对物流、对品牌、对专利、对广告……至少有哪些要求？最终得出这事儿是否可能，如果可能应该怎么做？

读过这两段简介后，关注老唐时间长的朋友，可能会忍不住会心一笑：**老唐的投资体系里，这个「反过来想」的思想痕迹实在太重了。**

在《手把手教你读财报》一书里，几乎每一小节都展示着反过来想的痕迹：财报是用来排除企业的，不是找牛股，而是避雷。这里有坑，那里有雷，这类数据显示有问题，长那样的数据一定有鬼……这一切都是反过来想，都是「知道哪里会坑人，我就绝对不去那里」。

老唐估值法也是反过来想的成果。三年后 15~25 倍市盈率卖出，这是具有逻辑支撑的底层思考结果。从这个结果倒推起点：在合理和保守的假设下，什么位置可以买入的？具备哪些特征的企业不能套用这个估值公式？

包括老唐在书房里经常和大家啰嗦的，这不能做，那不能碰，其实也都同样是「反过来想」的成果。

你避开了会死的地方，自然就好好活着了。活着才能不断获取经验，从胜利走向更大的胜利。

对于大多数人而言，搞明白怎么在股市挣钱，可能真不是件容易的事儿。但反过来想，怎么在股市赔钱，总该见过不少吧？

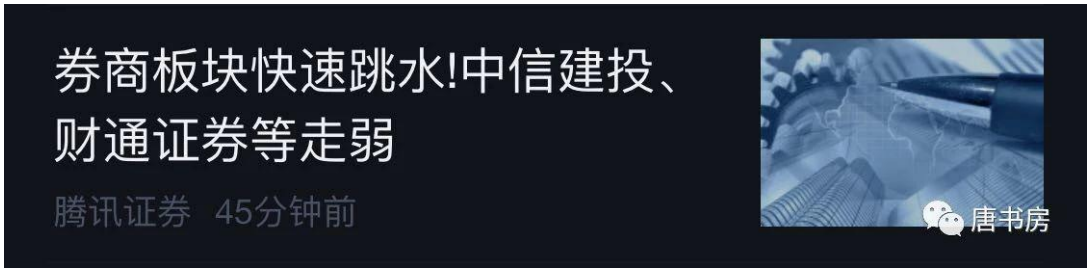
拿出一张纸，一只笔，只要不被眼前热火朝天的涨势遮住了双眼，其实很容易标出这些死路的。赔钱之路都画上记号了，还用担心走不到赚钱之路上去吗？

比如，套用芒格「获得失败人生的灵丹妙药」套路，老唐抛砖引玉奉上一份**「赔光账户资金的绝世秘籍」**，至少可以有：

1.追逐市场热点，管它什么爆雷股概念、全息技术概念、5G 通讯概念，区块链数字货币概念、边缘计算概念，泛在电力物联网概念，数字孪生概念……总之，市场喜欢什么，我们就买卖什么；



2.一旦发现热点转移，股价走势与预想的相反，马上止损，然后寻找新的热点；



3. 时光不等人，发现机会一定要上满杠杆，力求迅速获得高收益；



4. 时刻关注庄家行动，紧密跟踪资金流向，和庄家共进退，一起割韭菜；……

5. 严格按照技术图形操作，坚持每日复盘热点股票盘面走势；

……

6. 多注意宏观政策变迁，关注券商首席经济学家们对牛市来临或结束的预告；

……

7. 不要放过任何机会，寻找一切可能有用的内幕消息和小道消息；

……

8. 把资金交给网络股神操作，或者按照股神的指点操作；

……

9. 不要想太多，赚钱才是硬道理，谁给的代码赚钱就听谁的；

……

10. 多虚心请教各类老师：301024 还能涨吗？支撑和阻力位在哪儿？我套牢成本 8.88 元，如何才能解套？

……

11. 开盘时间，一定要密切关注行情，不能耽误了挣钱。至于工作，随便糊弄一下，老板或上司没看见就行；

……

12. 有盈利就马上落袋为安，有亏损就死扛，绝不割肉；

……

13. 见势不对，马上割肉，保住力量，下次再战；

……

14. 快进快出，保持市场敏感性；

……

15.熊市休息，牛市入场；

……来，请经验人士接龙……

芒格涉猎非常广，他的「广」，是巴菲特做「专」的后勤保障，芒格广阔的视角可以帮助巴菲特注意到可能忽略的问题。

芒格的思想是座大矿，除了上述的「与好人好企业为伴」和「反过来想」之外，还有不少精髓。比如：

1.相信常识，凡事往简单里想，往认真处行。

2.投资对象可以划分为可以投资、不能投资、太难理解。只关注那些容易理解、有发展空间、能在艰难市场环境下生存、具备优势的企业。

3.伯克希尔全部的秘诀，就是寻找成本为3%的资金，并将其配置到13%收益率的投资对象上去。

4.投资只是不断的选择，二选一里挑更好的那个。无论人生还是投资，就是个不断抬高自己机会成本的过程。

5.生活不仅有股票和投资，还有家人、建筑、高尔夫球、鳟鱼梭鱼鲑鱼等……分布于各大洋千奇百怪的鱼，以及支撑自己到达钓鱼区域的各色船只；

6.不值得做的事情，就不值得把它做好。生命有价，时间是有成本的，不是什么钱都值得去赚；

7.得到一样东西最好的办法就是让自己配得起它。

8.建立多元思维模型，才能避免「手里拿着锤子，看什么都像钉子」

——关于芒格的思想，这部分最难。只知道要尽可能多阅读、多学习、涉猎要广，要将多学科内容联系起来，搭建成思维格栅。

但究竟到什么程度才算具备「多元思维」，思维格栅该怎么搭建，如何预防半成品的负面危害等等问题，老唐至今也是懵的，只能感叹「知识的岛屿越大，无知的海岸线越长」

……

如果我们真的对投资、对致富有兴趣，芒格的这些思想，每一条都值得我们深刻思考，每一条都是可以展开的无价之宝。

时间和篇幅关系，老唐就此打住。未尽事宜，就当做话头留下吧，以后遇到合适的触发点，咱们再聊

PS：本系列文章合集，可以向书房发送“**巴菲特**”提取；本系列提及的相关书籍，可以向书房发送“**书**”提取。

第546篇.　2019.3.15--一辆车，两个人，三万里，出发！

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2019-03-15

今天的文章，两件事 。

第一件事：后天出发。

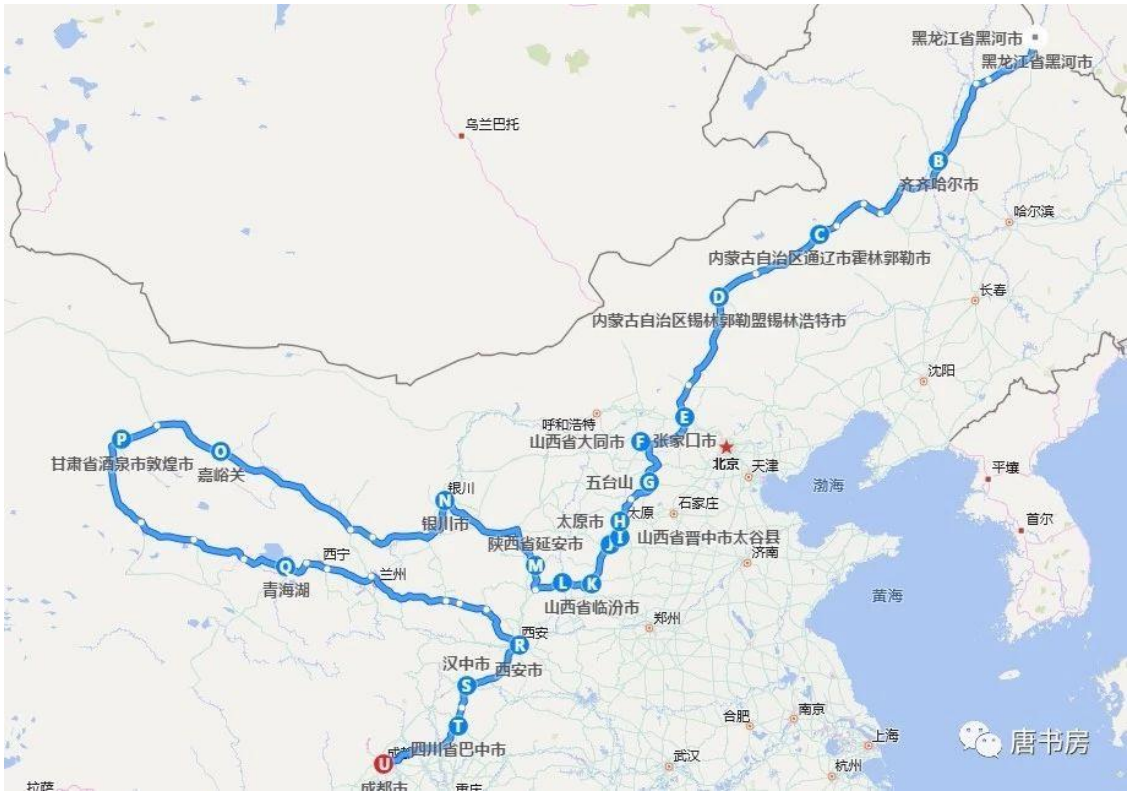
目标中国北部地区，大致准备按照以下路线图走：

① 上行部分



途经城市：成都—大足—武隆—巫山—南阳—信阳—驻马店—登封—洛阳—郑州—开封—亳州—徐州—宿迁—曲阜—青岛—威海—烟台—蓬莱—泰安—济南—石家庄—保定—天津—北京—承德—秦皇岛—营口—大连—丹东—沈阳—四平—长春—哈尔滨—五大连池—黑河。

②下行部分



途经城市：黑河—齐齐哈尔—锡林浩特—张家口—大同—五台山—太原—祁县—平遥—临汾—壶口—延安—银川—张掖—嘉峪关—敦煌—青海湖—西宁—兰州—宝鸡—西安—汉中—巴中—成都。

全程约 1.5 万公里，初步估计 7 月初返回成都。

这次出游，加上 2017 年春行程 96 天的中国南方地区自驾（见书房文章《浮光掠影记出游》），基本算是陪着我家领导，把我国除新疆、西藏和港澳台以外的地区大致逛了一圈。



我们夫妻很喜欢自驾出游，喜欢那种想走就走，想停就停，感觉哪里舒服就在哪里住上几天的纯粹和随性。

最早的长途自驾游，是从 2003 年开始的。第一次走的是成都-贵阳-桂林-北海-海口-三亚-成都，行程约 6000 多公里，一家四口（老父亲，老唐夫妻，儿子）走了 16 天。

从那以后，每年寒暑假，老唐一家四口都要自驾出游，通常行程就是两到三周时间——我家领导是 2004 年底转型全职家庭主妇的，老唐虽然 2006 年之前还处于工作状态，但时间基本可以自己安排。

由于时间只能将就儿子的寒暑假，受温度限制，走云贵和海南方向较多。

尤其是云贵高原，真是旅游天堂，冬天暖和，夏天凉爽。这么些年，我们去过很多次，每次都走不一样的线路，每次都玩的很开心——2007 年开了个博客，当时发过不少游记在博客上。

2012 年儿子进高中以后，学校把寒暑假基本克扣光了。老唐夫妻也只好窝在家里专心做陪读——老唐正是那个时候开始混迹雪球的😄。

到 2015 年 9 月，儿子进了大学，时间算是宽裕了，可惜恰好那时老唐已经给自己刨下《手把手教你读财报 2》的坑，2016 年在家填坑。曾经许给领导“陪你走遍天涯海角”的故事，拖到 2017 年才开始兑现。

这次出游会路过很多城市，有很多朋友早早就发来信息或留言盛情相邀一聚🥂老唐在这里表示万分的感谢，谢谢大家🤝

谢谢大家的盛情，也谢谢大家的认可🤝但是，请朋友们体谅，老唐对不住大家，要让朋友们失望😭🥂

一者，老唐喜欢平淡清静的生活，不希望自己的影像资料在网络传播。套用喜剧片《十全九美》里的一句台词：万一红了，那是生不如死！😝

在过去的四五年时间里，至少有不低于 20 次的中央电视台、地方电视台、各种电台及报刊杂志的采访要求，以及雪球每年的峰会邀请，老唐都是一一谢绝的；

即便是和经济出版社的图书出版合作中，老唐也是提前声明过，不出席任何线下推广，包括但不限于签售会、发布会、券商研讨会等等。

二者呢，出游的核心目的是陪着我家领导吃好玩好，如果一路见面会，那就偏离主题，变成领导陪我了😝。

若是要见，免不了要提前约定场地时间，提前准备点给大家汇报的内容，这一切又和我们夫妇随性行走的愿望相违背👌。

而如果这个城市见了，那个城市不见，老唐也实在找不出合适的解释😳。

再说了，老唐分享的投资思想或者实战操作，或许有一些独特之处。但老唐此人，就是一个普普通通的中年胖子眼镜男，丢人堆里就找不着的那种，见或者不见，其实意义不大的，对不？🤝

所以，**见面、吃饭、喝茶等心意，老唐心领，但只能请朋友们体谅**。倒是您家乡城市，有什么冷门的好吃好玩之处，可以直接留言介绍给老唐夫妻，老唐感激不尽！ 🍷🥂

第二件事：关于出游期间书房交流的问题。

微信公众号系统有很多不完美的地方，比如每篇文章下仅能展示 100 条留言及老唐的回复。

书房目前原创文章的留言条数，大致介于 300 条~1600 条之间，很多留言无法上墙，老唐的一些答复也无法被其他读者看见。

由此导致经常有多次重复的提问。不答吧，这些朋友嗷嗷待哺；答吧，重复多了老唐也难免无趣😝

至于直接向书房发信息，绝大部分老唐都看不见。因为每天都有至少数百条关键词信息

（都是深度阅读者的洛阳铲），这些信息或触发自动回复，或触发号内搜功能链接。

这种信息，如果去掉后台的这两个√，无疑会是无法接受的信息轰炸。如果不去掉，那就看不见——老唐的选择是，偶尔有空闲时，会在电脑边去掉√随机查看部分。



这种情况下，有问题想问老唐，要么就要等老唐推出新文章的时候，抓紧时间“火钳刘明”（火速在前排留名提问），要么等老唐随机翻看信息时「或许」能看见。

正因为此，经常有朋友建议我开通一个知识星球或者收费群，以方便相互之间的交流，老唐一直没有实施。

原因和前面谈到的差不多，老唐是个随性的人，我不敢保证我能一直产出有价值的、对得起大家钞票的内容。我甚至不能承诺我会每天花多少时间和大家沟通。

所以，我不愿意做收费星球或收费群，哪怕据说有人因此而年入数百万。

目前的状态，我有分享，就在书房推给大家。大家看着有价值，留言点赞也罢，打赏几个钢镚也罢，我舒服你惬意🌷。

即便是看完就走的，也无需愧疚，毕竟有贡献阅读量，阅读量可能勾引金主找上门，等于帮助这些朋友付费以鼓励老唐做新的产出。挺好的👍👍

倒不是说老唐不爱钱，老唐爱钱😍。只是很多时候，不得不在自由率性和金钱财富之间做二选一。

若是自由和金钱可以兼得时，哼哼，老唐甩开火腿，可能比你还快🤣😂！但若要我用自由和率性去交换金钱，十多年前会，今天不会了。

说句题外话，就在前两天，还有位朋友不死心，鼓动老唐发基金。说某某某都募集和管理了数亿资金，以老唐的影响力和投资体系，募集至少 1 亿+年化 15%应该不难。

年化 15%是五年翻倍，按 20%提成可获利约 2000 万，年均 400 万，而且随着时间的推移，会指数级增加，不比你码字发广告舒服啊？

老唐当时答复的大致意思是说：自混迹雪球、小有薄名之时，我就置顶强调“老唐不发基金，不代客理财”。

我若真有投资能力，自己的本金足够我折腾出满意的财富值；若我没有投资能力，那岂不耽误了别人的时间和金钱，我会觉得心中有愧。

更重要的是，虽然老唐并不富裕，但好在欲望不高。目前一年多赚几百万甚至几千万，于我而言，就是股票账户里多买些股票，真实生活不会发生什么改变（貌似有点装那个啥？🙄老唐只是坦率说句实话，如果伤害到某些朋友，老唐先说对不起）。

而为此，我不但需要在投资不顺时（必然会有）承受攻击和嘲笑，还要忍住自己的悲伤

去给金主做心理按摩，怎么算都觉着不划算。万一把胖子憋出抑郁症，那我家领导岂不可怜了？😂

回到正题，前几天发现一个叫“**给赞问问**”的小程序，好像能解决公众号里交流的难题。

粗看了一下，貌似和曾经流行的分答差不多，就是付费提问，答主在 48 小时内不答复，款项原路退回。

提问者可以将问题设置为私密提问或公开提问。设置成私密提问只有提问者本人可见。

而公开的提问被回答后，其他感兴趣的围观群众，可以花 1 元钱围观。这 1 元钱由提问者、答主对半分（目前我还不清楚平台是否抽佣）。

我觉着这个挺好。老唐出游期间，没多少大块时间码字，但通过问答回复朋友们部分问题还是可以做到的✌。

咱们就试试，探索一下是否能够让我们更畅快、更便利的交流。反正对于不使用、以及没有得到回答的朋友也没啥损害。如果体验不好，回头我再关掉它。

我估摸每天抽个半小时一小时的，应该能回答二三十个问题吧！先设个 10 元门槛，如果提问量太大，我再提高门槛。

为提高你的问题被回答的几率，有几个建议和注意事项强调一下：

①书房有新文章推送时，文章下面的免费交流区，建议优先利用；

②提问者尽量把自己的问题表述清楚，且尽可能简短。如果写一大堆，然后我看不懂你究竟想问的是什么，那自然是不会得到解答的；

③尽量不要提那些需要老唐去翻财报原文、查资料数据才能回答的问题，鉴于时间关系，这类问题大概率被忽略；

④不要问“这支股能不能买，那支股要不要卖”之类的问题。老唐没有能力、也没有意愿回答这样的问题；

⑤不要让老唐帮你分析某家新公司财报。这事儿要阅读大量资料，不仅很难在 48 小时内搞定，而且也无法靠问答区的限定长度解释清楚。具体公司分析，我尽量在旅游途中抽空开点杀帖；

⑥问题尽量建议设置成公开提问，方便围观者查看，可减少重复提问和重复回答；

⑦提问不要涉及隐私，既不要追问老唐的个人隐私，也不要随便暴露你自己的电话地址联络方式或其他隐私。毕竟网络世界，我们并不知道周围究竟有多少双眼睛，以及这些眼睛究竟属于谁。

暂时想到的就这么多，我也是首次接触，咱们一起摸索着玩……祝大家投资顺利，生活开心！✌

给赞问问点这里，向老唐提问小程序

日常提问和围观入口，我放在书房底部菜单栏。



至于原菜单位置的「**号内搜**」功能，可以随时向书房发送**“搜”**或者**“1”**直接调用。

另：仓位持股之类的问题，就不用问了，老唐一直有明细披露，无披露就代表无变化。截止此时，老唐持股茅台 39%，腾讯 27%，分众 12%，洋河 8%，海康 8%，古井 B5%，2019 年内收益 26%。

自 2014 年公开实盘至今，年收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，26%（均不计新股收益），若 2014 年元旦净值=1，此时净值=3.77。

第547篇.　　2019.3.18-聊聊指数基金的投资逻辑和误区

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2019-03-18

这几天的问答广场里，有好多条都是有关指数基金投资的。提问的内容引发老唐一喜一忧，忍不住要做做祥林嫂，把有些话单独翻出来再详细说说。

说喜，是看到很多朋友思考重心不再是「炒」股，而是思考自己应该「投资什么」，并进而认为自己没有企业研究能力的时候，不妨从了老唐的建议：从指数基金开始，先求稳赢，在此基础上，再考虑大赢。

就这一步，看似简单，其实意义非常重大，直接涉及到正路还是歧途的问题，市场上大部分人都跳不过这个坎儿。正所谓「一炒毁所有」，能走到指数基金部落里，已经算超越平均了。

忧的是，似乎很多朋友受到某些平台或媒体的影响，脑袋里始终执拗着要去找一个「波动大的指数」或者「赢面更大的因子」，试图通过高抛低吸或者某种神奇的资金分配公式，在指数投资的收益基础上，额外的寻求一些超额回报。

这让我想起格雷厄姆那句著名的叮嘱：

投资领域具有一种并不广为人知的特性。普通投资者只需付出很小的努力和具备很小的能力，就可以取得一种可靠（虽然并不壮观）的成果；

但是，要想在此基础上做出任何提高，都需要付出大量的努力和非凡的智慧。

如果你只想为你的投资计划额外付出一点点知识和智慧，就期望取得远超一般水准的投资成果，你很可能会发现自己陷入了一种更糟糕的境地。

指数投资这个事情，非常简单。主要是搞清楚它背后的逻辑，逻辑一旦清楚，实操就是一句话的事情。

然而，某些赖以为生的平台或媒体，不知是不是出于要找些高大上的事情来做做才对得起客户所付费用的原因，对极其简单的指数基金，同样设计出的各种眼花缭乱的操作。

对此，老唐认为，投资者一定要从底层逻辑上去追问，看看是不是自己想要的结果，再考虑是否值得效仿和学习。

在《价值投资实战手册》19~29 页，老唐解释了长期投资主流宽基指数基金会赢的原理，是因为其成分股是国民经济中较为重要、较为优质的企业，其长期回报率会大于全国所有企业回报率的平均值，而一个国家所有企业的回报率平均值会大于名义 GDP 增速，并继而大于实际 GDP 增速＞长短期债券回报＞现金及货币基金回报。

这个“赢”和市场当中人与人的博弈毫无关系。然而，很不幸的，无情的事实证明，市场绝大部分努力奋斗的人，投资回报率居然远远低于不博弈的指数基金。这是为什么呢？

巴菲特在 2016 年致股东信里特意解释过这个问题，老人家说：

在 2005 年伯克希尔·哈撒韦公司的年报中，我曾指出，从整体来看，专业人员进行的主动投资管理，在多年的时间内表现会落后于被动投资的业余人员。

这一群职业投资管理人向他们客户收取大量费用，但从整体来看，他们的客户收益率比起那些选择指数基金的业余人员来说，反而糟糕一些。

为此，我公开设下 50 万美元的赌局，允许任何一名职业投资人选择 5 只以上的基金，我赌十年内，职业投资人选择的基金，其表现会落后于标普 500 指数基金的表现。

随后，我满怀期待的等待各位基金经理(他们可以把自己管理的基金包括在 5 只基金内)蜂涌而来，为他们的职业声誉做出辩护。

毕竟是这些基金经理催促着客户对他们的投资能力砸下几十亿美元的赌注。既然这样，他们就不应该害怕把自己的钱拿出来一点，和我玩这个赌局。

随之而来的是寂静之声，数千名职业投资经理人通过兜售他们选股的能力累积了惊人的财富，但最终却只有一位职业投资经理人——泰德-西德斯站出来回应我的挑战。

泰德挑选了五只投基金的基金。这五只基金的表现会进行平均，然后和我指定的标普 500 指数基金进行对比。

泰德选择的五只基金把资金投资到了 100 多只基金内，这意味着泰德基金的表现不会因为某一个基金经理人的表现好坏受到影响。

————伯克希尔致股东信 2016 年。

结果嘛，大家都知道了：十年后，五家参赌基金,最高年化 6.5%(十年累计收益 87.71%)，最低年化 0.3%(十年累计收益 3.04%)，无一例外全部跑输标普 500 指数基金年化 8.5%的收益率(十年累计收益 125.8%)。巴菲特一边收钱，一边将基金经理群体大大的嘲笑了一通。

为什么会出现这种职业投资人给客户创造负价值的情况呢？巴菲特从逻辑上给出了有力的论证。

按照巴菲特的表述，股市投资者可以划分为两大群体：许多非常聪明的人打算在证券市场上获得超过平均水平的投资收益，我们将其称为主动投资者，与他们相对的另一个群体是被动投资者。

按照定义，被动投资者群体获得市场平均收益。总的来说，他们的仓位总和大致接近指数构成。因此，显而易见，主动投资者作为一个整体，他们也必将获得市场平均收益。

然而，主动投资者需要承担大笔的年费、巨额业绩报酬，以及活跃交易的佣金税费成本（这笔费用决不可小视，按照深交所披露数据，我国投资者月平均交易约 6 次），扣除这些成本后，主动投资者群体的收益，一定低于被动投资者群体。

巴神说，我用一个简易方程说明：如果 A 组(主动投资者)和 B 组(被动投资者)构成总体投资市场,而且 B 组扣除成本前的投资收益是平均收益水平，那么 A 组扣除成本前的投资收益也一定是平均收益水平。

此时，成本更低的一组将获胜。B 组只有象征性的管理费用及几乎可以忽略的交易佣金（指数成分股发生变化时交易），而 A 组面临的管理费、业绩提成和频繁交易的佣金税费，构成其整体的亏空。——备注：原文比较长，这是老唐精简概括的。

那么，主动投资者群体里难道就没有跑赢指数的吗？当然有。我们继续往下推理。主动投资者群体扣除费税之前，收益率等于指数，这已经意味着群体内必然分布着高于指数，等于指数，低于指数的。

假设主动投资者群体里，这三部分人群平均分布，各占 1/3，那么很明显，扣费以前就

低于指数和等于指数的 2/3 投资者群体，扣费后收益率一定低于被动投资者。扣费前高于指数的群体里，仍然会有部分高出比例很小的投资者，因扣费而导致收益率变成低于被动投资者。

于是逻辑推理下的数据分布就是：由于主动投资者被管理费、业绩提成或频繁交易的佣金税收等费用抽血，无论他们多么努力，他们都注定有大约 7 成以上跑不过指数基金投资者。

巴神继续说资金管理行业的弱点。他说，即便是跑赢大盘的基金经理，行业规则也会推动他们走向失败。

靠能力跑赢大盘的人，当然有，只是比例很低。同时，也会有一些专业投资人士在短期内因为走运而获得高收益。这让寻找具备跑赢大盘能力的少数基金经理变的更加困难。

假如有 1000 位经理人在年初进行市场预测，则至少有一位经理的预测很可能在未来连续九年里都是正确的。同样，1000 只猴子中里也会出这么一位高手。但猴子和基金经理不同，幸运的猴子不会遇到人们排队找它投资的情况。

于是，有三个有关联的事实，使得成功的投资同时也酝酿着失败。首先，基金经理良好的履历会吸引大量的资金；其次，几百万的资金容易管理，几十亿的资金的难度就大多了；第三，由于多数经理人依赖管理规模比例提成带来收益及声誉，所以他们仍然倾向于寻求更多的投资资金。

最终，无论这位基金经理是连续看对九年的猴子，还是真有能力的高手，他都可能被推到超出他管理能力的资金池里，从而导致在管理最大资金的时刻出现失败。

仅有极少数有能力，且始终没有触碰管理能力上限的基金经理，持续不断成功着——直到某天遇到上限（当然，也有至死或至退休也没有遇到上限的极品投资家）。

老唐注：从 1998 年第到 2018 年底的 20 年间，巴菲特的投资总收益只有 463%，年化收益 9%。伯克希尔股票 20 年只涨了 338%，从 1998 年末的 70166 到现在的 30.7 万，年化收益 7.66%。

这究竟是市场短期波动影响，还是即使管理能力上限非常高的沃伦.巴菲特，也终将触碰上限？这只能等待时间给我们最终答案。

回到咱们的指数基金投资话题上。我们一定要相信「如果你只想为你的投资计划额外付出一点点知识和智慧，就期望取得远超指数回报水准的投资成果，你很可能会发现自己陷入了一种更糟糕的境地。」

在指数基金投资领域里，这些“一点点额外的知识和智慧”通常是什么呢？我看大家关心的主要是统计某些指数历史波动率上下限，或者中轴线，然后做一个网格去高抛低吸，或者寻找某些特别的因子（多数是分红率）来选择指数基金。

我不是说这些方法不对，而是有两点提醒：

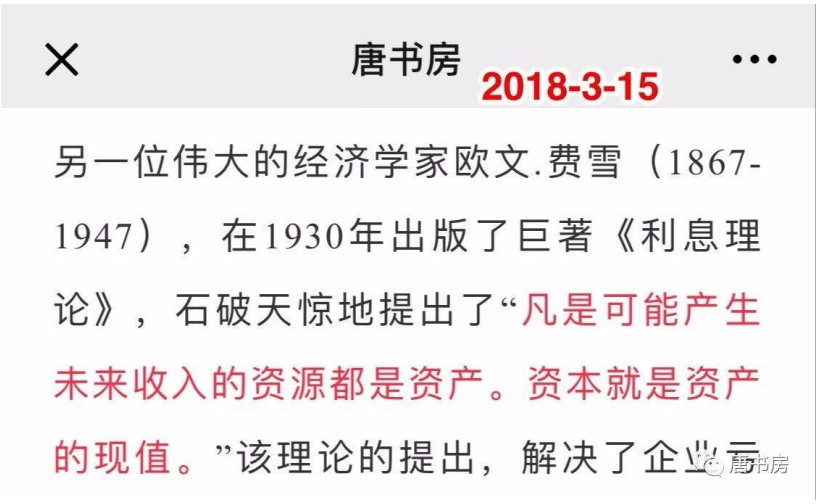
第一，不值得。不值得做的事情，就不值得做好。对于大部分年龄较小，资金较少的朋友，股市根本就不是发家致富的地方，它只能视为一个放置消费剩余的储蓄罐。长期看，收

益也就是两到三倍理财产品水平，回报额更多取决于你从股市之外运进去多少本金。

在此基础上，你想提高一两个百分点的回报，所需的时间和精力，如果投入到自身知识水平和工作能力的提高上，大概率会得到更高回报。

毕竟你本金较少（比如百万以下），年化收益提高一两个百分点，也就折合月增加收入几百千把元，如果你用这些精力去琢磨工作，琢磨创业，琢磨进修，增加几万元年薪恐怕容易得多。

投入股市的资金是资本，但你自己的身体和大脑也同样是资本——力本，知本。别忘了：



同样寻求提高回报率，在不同的阶段，着重点应该不同。越是早期，力本和知本的可塑性越强，投资回报率越高。

能带来更高的收入，你的力本和知本的“市值”就已经飙升了。这是一只你自己坐庄操控的股票，是好股还是烂股，是上涨还是下跌，皆由你的努力确定。

同时，既然已经承认自己没有研究能力，转而投资指数基金了，你仔细想想，「仅靠统计一个波动率或者分红率，就能获取超额收益」，这样的好事情如果真的存在，凭什么轮到你这么一个在投资领域里没什么特长的人来发现呢？

第二，低风险回报与低回报风险。很多号称追求低风险回报的，实际上追求的低回撤回报，往往利用所谓资金配置、分段操作、网格操作等手段，达到所谓的低风险目的。

这些，大部分是偷换概念。简单的说，他们通常只将买成指数基金的那部分资金看成投资的本金，记作分母。忽略了闲置的或买成类现金资产的资金同样有“成本”，从这个视角去看，所谓低风险回报，很容易变成低回报风险。

本来你的资金，可以全部投入到某宽基指数（例如沪深 300 指数基金）上，长期稳定的获取年化约 10%左右的回报（代价是承受波动）。你通过所谓资金配置、波动操作、网格操作等手段，实际上是让部分资金放弃 10%的年回报水平，去获取一种表面上的总额资金的持续正收益——这话题其实有真实例子可以引用，但得罪人，老唐不往下说了。

那么，指数基金的正确投资方式是什么呢？老唐的建议非常简单：

明白指数基金高回报的原理以后，从现在起，将其视为放置“睡前收入消费剩余”的储

蓄罐，做好十年周期内只进不出的心理准备和规划，一个月花费 5 分钟时间，把消费剩余丢进储蓄罐，结束。

其余时间好好工作，好好学习，好好创业——十年内若有一元已经变成三四元以上的时刻，可以稍微花点时间研究一下是否有卖出需要。

由此，需要选择的主流的、可靠的、交易活跃的、有代表性的、成分股变化不那么频繁的宽基指数。在中国股市，就是沪深 300 指数基金最符合这个标准。

至于挂钩同一个指数的基金，配置和收益都差不多，选择规模不是特别小、收费最低的那款就行了——避广告嫌，不说代码，说成这样还搜不出来，别做投资啦！😂

至于什么增强指数，低波动因子，分红因子等等，忘了它们就好。投完之后，如果非要想享受动手动脑的乐趣，那就研究企业喽。三五年看懂一两家，也足够拿到市场先生发放的丰厚奖学金了。

除此之外，还有一种指数基金投资法可以作为补充，那就是行业指数基金。当我们在研究中，对某行业的发展明显看好，但却没有能力判断行业内哪家企业或哪几家企业会胜出时，可以考虑投部分行业指数基金，寻求获得该行业的平均回报。

这类指数基金非常多，无论是军工行业、环保行业、能源行业、医药行业……都有。比如我就买一点点医药行业指数基金，因为自己看好医药行业，但却没有能力也没有意愿去研究医药股。

本文言论，均为个人理解，仅供参考。本文所提及的任何指数或个股，均有腰斩或翻倍的可能，请勿仅依据本文观点做出买卖决策。切切！

PS：华泰证券拿老唐的《价值投资实战手册》做开户促销，不好意思不帮人家吼一嗓子，反正华泰的 App 好用，佣金又便宜。已经有实战手册的，它家还有其他价投书籍供选，点击阅读原文报名即可。

第548篇.　　2019.3.22-简单聊聊腾讯2018年财报

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2019-03-22

今天走到李白“朝辞白帝彩云间”代言的白帝城啦！刚游完白帝城和瞿塘峡（三峡之中的一峡），正在感叹刘玄德白帝托孤之老奸巨猾，发现腾讯出年报了。看手机弹出的新闻标题，归母净利 787 亿，当时小心肝“格的儿”一颤，幅度仅次于诸葛亮听到“亮啊，你是安邦治国的大才，做个皇帝跟玩儿似的。我儿刘禅要是能行，你就帮帮他。要是娃娃不中，你就取而代之吧，千万别客气”。

787 亿，似乎差的有点多！记得几个月前谁在书房问过我对腾讯 2018 年的预估，我说估摸着应该在 900±50 亿水平，这 787 亿可距离 850 亿的底都还差着 10%呢，哪里出了问题？

好不容易到酒店安顿下来，赶紧下载腾讯年报来看。看后长出一口气：还好，主要是投

资部分的波动影响。经营部分，除了游戏意料之中的低迷，其他部分可以说高歌猛进，比我预想的还略好。

将利润表数据录入 excel 表格，并计算出占营收百分比，然后将 2018 年年报数据与 2017 年年报数据对比（同样，将 2018 年第四季度和 2017 年第四季度作对比），会发现非常明显的两处异常：

一是毛利率下降的有点凶，从 2017 年的 49.18%下降到 2018 年的 45.45%；什么原因造成的？

二是其他收益净额不增反降，从三季度的 188.53 亿，下降到年报的 167.14 亿，减少 21.39 亿；而 2017 年三季度是 122.34 亿，四季度净增加 79.06 亿。一正一负，四季度投资收益同比少百亿，什么原因造成的？

第一个问题是意料之中，毛利率下降的核心原因，是毛利率最高的增值业务在营业收入中占比下降了，从 2017 年的占营业收入的 65%，降低为 2018 年的 56%。同时，增值业务本身的毛利率也从 2017 年的 60%降低为 2018 年的 58%。

这两个“下降”，原因是同一个，罪魁祸首是游戏版号。2018 年游戏版号停发，对网络游戏行业产生巨大冲击，对腾讯的收入影响也不小。

尤其是月活跃人数已经接近《王者荣耀》的现象级吃鸡游戏《刺激战场》因迟迟无法商业化，不仅不产生收入，还把在《王者荣耀》等游戏里花钱的金主们，拖到一个免费厅里玩的不亦乐乎，简直是自己刨自己的墙角。

高毛利的网游收入在增值服务收入里占比降低，拉低增值服务本身的毛利率。网游收入 2018 年同比增幅只有 6%，毛利率低于网游的社交网络收入增长 30%（主要是直播及腾讯视频的订阅收入拉动），增值服务本身的毛利率也就随之降低了。

两者综合，最终增值服务同比增长只有 15%，远低于网络广告业务 44%的增长，以及其他业务（主要是金融和云）80%的增长，导致增值服务在营业收入中的占比降低，拉低整体毛利率。

网络游戏收入低增长，不仅老唐在之前的文章里多次谈过，估计任何对市场稍有了解的研究者，都应该预料到了。

甚至我估计哪怕是零增长甚至轻微负增长，市场也不会意外。最终网络游戏实现 6%的正增长，高达 1040 亿的收入，算是一个小小的惊喜。

关于网络游戏，在 2019 年似乎有了至少三道曙光：

一是本月 8 号，网易的吃鸡游戏《堡垒前线》版号获批，让腾讯的《刺激战场》有了开始商业化的可能；

二是由于 2018 年国内市场受到版号的制约，腾讯的《PUBG Mobile》等游戏出征海外，在美国、日本等市场取得相当不错的战果，目前势头仍然不错；

三是王牌游戏《王者荣耀》新推出的战令系统，反响挺好，使游戏的吸金能力再掀高潮。

这种新的玩法甚至可能复制到其他游戏中去，提升可玩性和付费动力。

游戏以外的部分，可以说都是大象起舞。

网络广告同比增长44%达到581亿，其中以朋友圈、小程序和移动广告联盟为核心的社交广告增长喜人，增长55%达到398亿。这里面小程序广告实际上应该还有很大空间，至少我个人经常使用的小程序里，还很少遇到过广告。

媒体广告增长23%达到183亿，主要是受腾讯视频广告收入增长推动。在爱奇艺的强力竞争，以及2018年广告市场整体低迷的情况下，取得这样的成绩，算是可以了。

由于有网络游戏这台印钞机垫底，腾讯的广告部门一直比较克制，再加上过去腾讯各部门之间的数据互通存在障碍，广告销售效率是较差的。

2018年9月底腾讯的组织架构大调整中，整合了社交与效果广告部（SPA）与原网络媒体事业群（OMG）广告线，成立新的广告营销服务线（AMS），相信对于广告投放效率以及广告收入和利润都会带来正面效果。

金融和云部分增长80%达到780亿。这部分业务，利润还不是主要考量因素，目前主要追求的是规模、市场占有率和用户体验。

金融部分以支付为抓手，带动理财、投资、保险，市场空间还非常大。

支付业务，据最新数据，腾讯和阿里两大巨头2018年的支付笔数分别是4665亿笔 VS 1975亿笔。在交易笔数上，腾讯已经对支付宝形成碾压态势，日均支付量已经超过10亿次，用户习惯正在深度养成。

根据财报披露，2018年腾讯的商业支付收入同比增长一倍，月活跃商户同比增长超过80%，微信支付已经可以在中国内地之外的49个市场使用……可以想象，交易额超过支付宝也完全是可以期待的事情。

至于金融的其他方面，无论是管理资产超过6000亿的理财通，还是微众银行、基金代销、保险销售，腾讯所占市场份额都还非常非常小，市场空间非常广阔。只要用户在支付上持续信任并依赖腾讯，我对这部分业务的未来持非常乐观的态度。

云业务刚好相反，阿里云依然对腾讯云形成碾压。腾讯云2018年增长虽然超过100%，但营收规模仅91亿元，距离阿里云213.6亿的营收规模，差距还非常远，而且阿里云发展的速度同样飞快，过去四年增长了约20倍。

腾讯云目前主要集中在三个方面，一是在网络游戏和视频客户方面，因为有定制化解决方案，腾讯云是领先地位；二是互联网服务方面，腾讯云利用策略伙伴关系，在电商社交媒体、社群、智能交通方面占据一定的优势；三是金融，腾讯云和顶级银行一起合作，也向一些小型的金融机构提供服务。按照美国市场研究机构Synergy Research Group不久前公布的2018年第四季度及全年的全球云基础设施服务市场数据显示，在中国市场，阿里云以40.5%的市场份额名列第一，腾讯云紧追其后，市场份额达到16.5%。差距还很明显，在未来几年里，云依然是创造营收但不创造利润的战略战场。

综上所述，老唐的个人看法，**2019 年网游、广告和其他三块业务，都可以持乐观态度**，没有什么好担忧的。10.98 亿活跃微信用户和 8.07 亿活跃 QQ 用户，就是持续向好的土壤。

比较复杂的是投资部分。很早之前的文章里，老唐写过这样两段话：

腾讯仿佛是一家靠现有业务兜底，并雇佣着一群在互联网及移动互联网领域里享有极高声誉和成功经验的人士担任管理合伙人的大型互联网投资基金。

某一天，市场会突然意识到投资收益这个“非经常”，其实是非常“经常”的，那时“腾讯控股”这个股票简称才能被人们注意到，哇，原来它是叫腾讯“控股”，不是叫“腾讯科技”。

腾讯的投资部分越来越重要了。它同时扮演着两重角色，一是财务投资，带来利润；二是满足每天活跃在微信和 QQ 平台上这十来亿用户的那些没有被腾讯本部业务所满足的需求。

2018 年财报 787 亿净利润，与老唐原来预估的 850~950 亿的主要差异，就来自投资部分。**产生这个差异的有两点原因：其一是 2018 年股市不景气；其二是新会计规则实施的影响。**

股市不景气，容易理解。股价走势无人能够预料，即便是腾讯公司自己的股票，2018 年也下跌了约 23%。股市下跌导致腾讯公司持有的上市公司股价下跌，非上市公司融资难度增加、估值下降，从而产生市值损失；

新的会计准则，2018 年年报首次实施。主要影响老唐在 2018 年 5 月的《瘫子、笋子、粽子》一文科普过了（向书房发送“瘫子”、“笋子”或“粽子”均可提取该文）。

对腾讯而言，简单的说，就是按照新的准则，将原本不对利润产生影响的可供出售金融资产及联营公司可赎回工具（主要是优先股和可转债），合计 955 亿，调整为“笋子”（以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产），这部分的股价波动将直接对腾讯的利润表产生影响。

不过，由于腾讯追加投资的原因，也有部分原本是“笋子”类的资产，调整为联营公司（股权比例或董事席位达到有重大影响）和“粽子”（以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产），从而使股价波动不再对利润表产生影响。

这后者实际上掩藏了腾讯 2018 年内公允价值的部分浮亏，有 166 亿公允价值的亏损，因为被归入了“粽子”而没有计入利润表，而是显示为其他综合收益，扣减净资产。

2018 年，腾讯大幅**计提了高达 210 亿的无形资产摊销和减值拨备**（2017 年计提数额不到 50 亿）。这是造成 2018 年报表净利润与老唐原本预期最低值 850 亿还要低 63 亿的核心原因。

计提无形资产摊销和减值拨备有市场客观原因，也有管理层的主观判断，很难做出准确明晰的区分。

目前腾讯投资部分，涉及 700 余家企业，其中 64 家已经上市，121 家成为市值/估值超过 10 亿美金的独角兽，2018 年有 16 家投资对象实现 IPO 上市。这部分资产的账面值，已

经合计约 3700 亿元，规模相当庞大。

由于新会计准则的原因，未来腾讯的年度净利润数据，很可能出现大幅波动。原因和巴菲特在 2018 年年报里谈过的一样:“这种按市价计价的会计新规则会导致我们的利润数据出现狂野和反复无常的波动。”

以上几点原因，让估算腾讯的年度投资利润这件事儿，难度呈几何倍数增加。不过呢，老唐倒有一个简单粗暴的方法来看待投资部分，说出来大家看看有没有道理：

在互联网这个充满生机的领域里，腾讯总办这几颗在互联网领域扎根 20 年的脑袋，同时带着无敌流量和声誉背书两大法宝去投资，对其所投项目未来的整体回报，预测为年化 10%~20%之间不算乐观吧？

如果这个预测大体合理，那么今天账面价值 3700 亿的投资资产，应该蕴含不低于 370~740 亿的净利润。

2017 年利润表显示了 201 亿，2018 年利润表显示了 167 亿，差额什么时候会体现呢？我不知道。但我知道这些“利润差额”**应该是存在的**，它会在未来某一天里连本带利（带着年化 10%~20%的利）出现。

这就够了。

最后聊聊对策和估值吧：以今年 787 亿的利润基数来说，当下约 3 万亿人民币的估值水平，我有钱也**不会增持，但也不会减持**。

同时，将老唐原本对腾讯 2021 年的估值中枢，降低 10%到 5 万亿，即 2021 年合理估值修正为 5 万亿±10%。合理估值区的 50%以内考虑买入，合理估值区的 150%以上考虑卖出。

郑重提醒：腾讯是老唐的第二重仓股，本文看法很可能充满了老唐的主观偏见，请保持独立思考。若仅以本文观点做出买入或卖出决策，风险巨大!!

当前老唐持股茅台 39%，腾讯 27%，分众 12%，洋河 8%，海康 7%，古井 B6%，2019 年内收益 29%。

自 2014 年披露实盘至今，年度收益分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，29%（均不计新股收益），若 2014 年元旦净值为 1，当前净值为 3.85。

ps：本文为设定的定时自动推送，留言等老唐睡醒之后来上墙

第549篇.　　2019.3.23-旅游小感

唐书房　　2019-03-23

从大足到巫山，在崇山峻岭中转悠了一周，看惯了人们在大自然的缝隙之中求生存，费尽心思刨出巴掌大一块块田地种庄稼，或者在山边掏出一小片斜面，努力找平去作宅基地，撑起自己小小的家；

看惯了山城里曲里拐弯、上下盘旋的街道和狭窄的铺面，所有的人们或弓着腰或挺着肚，

在方寸之间寻找着生活的乐趣；

走惯了一个隧道接着一个隧道的云间高速，犹如穿山甲一般在主要限速为 60~80 的高速上钻出钻进，感叹大山的宏伟和人力的不可思议；

昨天下午杀到湖北云阳境内，高速限速瞬间提高到 110，憋到极致的油门得以释放。放眼过去，一望无际的平原，被金灿灿的油菜花铺满，视觉冲击力极为震撼。

突然领会了历史上'北出夔门'的诗人词人们那种'极目楚天舒'的壮阔感，以及瞬间对未来充满憧憬的胸怀。

甚至能够感受到金人、蒙古人杀进大宋境内的时候那种'哇，满地黄金，抢啊抢！'的内心声音……

广阔而肥沃的土地，原住民或许因为'熟悉的地方没有风景'而无感，但没有拥有过的人才知道，它真的既是充满希望之地，也是'匹夫无罪，怀璧有罪'的璧

第550篇.　　2019.3.24-河南旅游攻略

唐书房　　2019-03-24

3 月 24 日到南阳，初步计划南阳—信阳—许昌—登封—洛阳—郑州—开封—商丘，离开河南。但据说洛阳牡丹要 4 月 10 日左右才盛开，距今还有 18 天，清明 3 天长假可以住在某城市躲人流，剩余 15 天。哪位河南通能设计一个旅游攻略，能够一路玩过去，且 4 月 10 号还在洛阳?——参与话题讨论，分奖金✌

第551篇.　　2019.3.27-老唐的医药指数基金投资及逻辑

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2019-03-27

可能因为之前老唐说过自己买了点医药指数基金，这段时间在给赞问问里询问医药基金代码的不少。其实老唐之前在很多文章留言区里答过，所以在问问里付钱提问的，老唐一概没有回答。

今天就集中阐述一次吧！反正**老唐是医药外行**，索性从外行的角度说说医药指数基金配置的相关思考，权当给各位同样是外行的朋友做参考（内行可以直接跳过）。

所以，请一定注意，老唐反复强调**自己是医药行业外行，本文的认识可能片面甚至错误，仅供参考**，请独立思考，理性决策。

先上老唐目前持有的医药指数基金截图：



这就是老唐目前持有的医药指数基金。在支付宝里购买的（“支付宝—财富—基金”菜单）。**数学家们就别问这笔钱占老唐投资资金的比例**了，不回答。

这笔钱没有纳入书房披露的老唐实盘里。几乎可以肯定，在数年时间甚至更长时间，这个账户类似一个存钱罐，只是丢钱进去。我不在意也不计算其市值变动，不大可能会动用到这笔钱，就直接当它不存在。

再说自己的考虑。

就行业而言，我个人认为医药行业未来的增长一定比 GDP 高，甚至可能比上市公司平均数高。道理简单：

其一，人们对医药的需求是无上限的，而且是真正的刚需，仅仅受到支付能力的限制；

其二，在衣食住行等基本生存需求得到满足后，逻辑上说医疗保健支出有条件提高；

其三，人口老龄化的来临，对医疗保健的行业需求也会增长。

而且，医药行业有个与其他行业不同的特色，其购买决策一般并非消费者本人做出，更多的是由专业第三人决定或帮助决定（医生、政府官员甚至是药店促销药人员等）。

按照弗里得曼花钱定律，这属于花别人的钱办别人的事，并不追求性价比，因此会给医药企业留下高额利润的潜在空间。

但是，医药股的研究挺复杂的，光是跟踪国际医药行业最新动态及各类新药实验进展，就超出了老唐的能力范围——主要是英文太烂。

对于产品可能受最新科研成果影响巨大的行业，在无法跟踪最前沿动态的情况下，老唐实在不够胆子对医药股展开投资。

没有能力研究企业，但又看好行业发展怎么办？采用简单办法，直接投资整个行业。

逻辑上说，全国医疗和药品消费者支出会增长，我投资整个行业，能保证获取这个平均水平。甚至考虑到上市的医药企业是所有医药企业中相对更好的，或许能够获取平均水平之上的收益。就是我对自己能力圈的认识。

由此，想到我儿子小时候喜欢哼唱的一首儿歌，歌名《蜗牛与黄鹂鸟》

蜗牛与黄鹂鸟贝瓦儿歌-空

阿门阿前一棵葡萄树阿嫩阿嫩绿的刚发芽

蜗牛背着那重重的壳呀

一步一步地往上爬

阿树阿上两只黄鹂鸟

阿嘻阿嘻哈哈在笑他

葡萄成熟还早得很哪

现在上来干什么

阿黄阿黄鹂儿你不要笑

等我爬上它就成熟了。

这儿歌也说的是对能力圈的认识和规划问题。

黄鹂可以等到葡萄成熟时，展翅飞过去吃就行了，这动作对它而言轻松简单，如同本能。与之相比，速度奇慢的蜗牛不具备任何竞争优势，那么蜗牛就没有机会吃到葡萄吗？

也不是，**蜗牛同样也能吃到葡萄，但前提是要对自己的能力有清醒的认知，并能够根据这个能力安排自己的行动**，在葡萄树刚刚开始发芽的时候，就开始向葡萄生长的位置爬行。多有趣。

国内市场医药指数基金，主要有三大门派：

①跟踪沪深 300 医药卫生指数的，成分股为沪深 300 指数里的医药股，一共 22 只；

②跟踪中证医药 100 指数的，成分股为沪深两市市值最大的前 100 位医药股（包含了①的 22 只）；

③跟踪中证全指医药卫生指数的，成分股为市场所有医药股，合计 231 只。

其中②采用等权模式，即每只个股占比 1%，①和③采用流通市值加权，即市值越大的个股占比越多。

对于比较依赖巨额研发支出及学术推广能力的医药行业，我是相信强者恒强的，所以，实际上首先考虑的是沪深 300 医药指数基金。跟踪沪深 300 医药指数的基金有 512010 和 001344。

但我看了它们的前十大持仓，受限于仅在沪深 300 成分股里选医药股，成分股数量较少，加上市值加权的规则，导致单一个股持股比例有点高。

记得去年看的时候，恒瑞医药一只股票的占比就超过 20%，其次是康美药业，占比好像是 12%（具体比例忘记了，反正很高），紧接着是云南白药，片仔癀……

这样的持股结构，在外行看来，给单一药企的权重过大，而且看着恒瑞医药高达六七十倍的市盈率，心中难免有点担心的（外行嘛）。

再加上中药股占比也不小，与个人价值观抵触较大，心中难免忐忑，所以 300 医药就这样被我排除了。

那么，很明显，在中证医药 100 和中证全指医药之间，根据强者恒强原则，自然而然就选择了中证医药 100（也有中药股，但占比相对较小）。

中证医药 100 是从医药卫生和药品零售行业中挑选市值前 100 位的股票构成等权重组合，单只个股占比 1%。

每半年调整一次成分股（6 月和 12 月的第二个星期五的下一个交易日调整），单次调整不超过 10 只，调整成分股的同时调整权重。

这行为有点动态平衡、高抛低吸的味道（究竟是正面作用还是反面作用，我目前不敢确定）。

跟踪中证医药 100 指数的，主要有国联安中证医药 100A 和天弘中证医药 100A。

国联安医药 100A 目前规模约 15 亿，年管理和托管费用合计 1%；天弘医药 100A 目前规模约 2 亿，年管理和托管费用合计 0.6%。

两者相比，天弘费率占优，但规模太小，或许容易受到大额申购和赎回的冲击，造成跟踪误差（不一定是负面的，但从长期角度考虑，我选择规避）。这样，最终选择就是国联安医药 100A。

至于买入时机，目前暂时还处于不考虑阶段。“择时”原则是：只要有进入支付宝的小额资金，就顺手买了。如图：



零零碎碎十多次买入，合计总投入才 20 万。

除了国联安医药 100 之外，另外还投了部分广发全球医疗保健指数基金，该基金主要跟踪标普全球 1200 医疗保健指数，基本涵盖了全球范围内医药行业各细分领域的跨国巨头。

这部分相当于是对创新的投票，对新药研发的鼓励。投资金额也很细碎：



目前收益还是负的。最近若有零零碎碎的资金到支付宝，打算继续购买。

广发全球医疗本月初限制了大额申购，每天每个账户最多只能申购 1 万元人民币或 1400 美元，没去研究是什么原因。

对医药指数基金的投资大致如此。有了本文，老唐又可以直接制作一个自动回复，但凡问到医药的，自动触发本文。

再顺便聊聊向老唐提问的事儿。

从老唐出行前试开通**给赞问问**，至今朋友们一共提出 284 条问题，老唐回答了其中 111

条，有超过 50 条围观群众过百，单条最多的围观人数好像是三四百人。

这种形式挺好，愿意花 10 元或 20 元提问的，基本上都是自己百思而不得其解的问题，大部分有价值。

老唐时不时抽出几分钟回答一个问题，也算是和朋友们的沟通渠道，也避免了书房留言区和消息区很多的重复提问。

1 元围观，给提问者也创造了“高”回报（回报“率”高上天，回报“额”不值一提），这思路挺好。

提出好问题本身也是贡献，应该得到回报。所以，在问题没有多到影响翻阅之前，我打算就维持 20 元门槛了。给赞问答点这里，向老唐提问  小程序

依然有一多半问题没有得到回答，原因有以下几条，这里整理出来，有利于朋友们更有效率地提出有价值的问题。

第一，我回答问题的原则，是要让提问者和围观群众都感到超级有收获。如果答案可能让围观群众产生“我靠，上当”的感觉，我会直接跳过不答。

所以，有些问题的正确答案，可能是“我不懂，我不知道，我没研究过，这是个人隐私……”，这样的问题就不会得到回答，以避免让问题本身成为欺骗围观群众的“标题党”；

第二，我原本以为每晚抽出时间，回答二三十个问题应该小 Case，结果给赞问问不能通过 PC 键盘解决，只能在手机上使一指禅，输入效率大大降低。因此，价值不大的问题，我也会直接跳过；

第三，问题过于复杂，不成文不足以说清楚的，我也跳过。以避免我回答一段，结果引发更多问题，产生一种看连续剧的感觉；

第四，问题需要翻阅财报或其他资料的。时间关系，我只是拿着手机随手和朋友们聊聊，你如果让我去查财报或资料，时间不方便，所以直接跳过；

第五，一次问太多问题的。由于给赞问问的答题界面，和问题本身不在一个界面上，因此这意味着我要记住你的问题，然后到另一页面上回答。

好几次遇到一个提问里问题太多，我写着写着就忘记还问了啥。这样的问题，我索性跳过。建议大家一次只提出“**一个**”问题；

第六，提问者表达不清楚的，糊里糊涂写一大堆，我看后不知道提问者究竟想问的是啥，只好不答。

基本上，克服以上问题，不仅可以大大提高沟通的效率，也能让围观群众更舒适的围观。

本文昨晚写了半拉（太困了，没能坚持写完），今天早饭后完工并制作的公众号素材。推送后，老唐夫妻要退房出门了，各位慢慢看慢慢聊，留言我抽空上墙。

最后，谢谢热心朋友们提供的河南旅游攻略，老唐夫妻已经于 3 月 24 日进入河南境内，一切顺利而愉快。

文章已于 2019-03-27 修改

第552篇.　　2019.3.28-团贷网爆雷了……

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　　2019-03-28

今天下午收到弹出新闻，说中国互联网金融最大的平台之一团贷网，大股东派生科技集团实际控制人唐军及上市公司派生科技（300176）董事长兼总经理张林、董事余军及董秘晋海曼，或自首或被公安部门抓捕。

在三轮融资中，由九鼎投资、巨人投资、久奕投资、宏商光影等国内知名投资者累计投资 6.75 亿的团贷网，正式宣布爆雷。

之所以来聊这件事，是因为 2017 年和 2018 年初，团贷网曾在书房投过广告，今天爆雷后，后台收到几条“团贷网”的关键词搜索，以及一条这样的信息：



虽然只有一条，但老唐觉着值得解释一下——其实此时揭自己的伤疤，并不理智，很可能把怨气引向了自己。按照互联网热点原则，聪明人这时候都假装不在。三两天之后，热点就被遗忘，没人记得发生了什么。我家领导就是这么劝我的：“何必和这些巨婴讨论这些没用的事儿呢，只会受伤，没有其他结果”。

老唐说：“无所谓，不吐不快，说高兴最重要。真要抵不住火力，我把书房关掉就行了，咱们又不靠这个吃饭。”

于是在等茅台财报的空闲，老唐顺手码下本文，一共六条，吐完看财报去。

第一，唐书房的确曾经发过有关 p2p 理财的广告，最后一次是 2018 年 6 月中旬。

大约就是在 2018 年五六月间，曾经持大力鼓励态度的监管层，对互联网金融的态度发生了巨大逆转，国内 p2p 平台开始如同多米诺骨牌一样连环爆雷。

在雪球平台上，老唐也因为书房 p2p 广告的事儿，被人鄙视，并因此与某人发生市井对骂。

事后反思此事，无趣的很。于是老唐在 2018 年 7 月 1 日删号退出雪球，并发表《终点，起点》一文，在文中宣布今后拒收 p2p 相关商业广告。

但是，**我愿意接受大家的意见，拒收p2p相关的商业广告。**

自 2018 年 7 月 1 日至今，书房拒绝了一切和 p2p 相关的广告，甚至拒绝了一切和投资相关的广告。从这个意义上说，自去年 6 月爆雷潮出现后，以及去年 7 月 1 日老唐宣布拒收一切 p2p 广告后，依然坚持投资 P2P 长达九个月的投资人，无论你第一次是不是从书房看到的广告，此时将责任扣在老唐头上，我认为是没有道理的。

第二，书房所有广告，至始至终坚持着一个原则：要么是在标题下标明“广告”，要么是第一行就写着“特约发布，不代表书房观点”，我认为我已经在自己的能力范围内，尽到了提醒义务；

第三，如果一个成年人的期望值，是要别人免费分享，并为自己负责，同时自己最好不需要付出任何物质或精神上的代价，甚至连看一眼广告都觉着是不能接受的付出，那么这种人唯一可能的交往对象或许只有爹娘。

这个世界，应该只有爹娘才能只考虑为你付出，完全不考虑回报，并愿意为你的错误决策承担后果吧？

第四，相比不分享或收费分享，免费分享+商业广告，可能是受众成本最小、收益最大的方式，这也是绝大部分电视台，报刊杂志，广播电台的生存方式。

它大概仅次于老唐“只做免费奉献，拒绝一切回报”吧！老唐坦然承认，“只做免费奉献，拒绝一切回报”偶尔为之容易，持续做到太难。

如果谁觉得自己行，可以做道德标杆，亲自来奉献，不要站在道德高点要求老唐，或者要求别人。

第五，我接广告，会做一些简单的筛选和排除。比如至始至终，老唐都拒绝荐股入群类的广告，拒绝“炒”股教学类广告，拒绝短线炒股公号推荐类广告，拒绝中医养生类广告，拒绝治疗类美容产品广告，拒绝小平台理财广告，并自去年 6 月之后拒绝一切理财类广告……，但这一切并不意味着老唐选择的广告就是可信的。

老唐只是尽自己的力量辨别，并标明“广告”或“不代表书房观点”。这就像你在电视上看到一个广告，手机上看到一个广告，或者在地铁站台看到一个广告一样，最终依然需要你自己做决定并为你的钱包负责。

如果理解不了这一点，拜托立刻取关离去，这样就永远也看不到唐书房的广告了——话可能有点伤人，但老唐必须不客气的说清楚：老唐没有主动邀请过任何人来关注唐书房。

第六，既然说到这儿了，不妨再说深入一点：我其实挺反感收到书房广告后，跑来给老唐留言说：“哎呀，老唐你变质了，你居然推广告”，“老唐，你成功地欺骗我读了广告”“汗，居然是广告”……之类的话。

毫不客气的说，来说这种话的人，自我定位就是“我只能占便宜，绝不能吃亏。我可以白看，我可以不打赏，我可以享受你的公司分析，我可以向你要代码……你不能收我钱，也不应该拿广告浪费我时间”

以这种思想与人相处，几乎百分百可以确定是 loser 的命。

记得李嘉诚分享过他商业成功秘诀：在交易之中，如果拿 50%是合理的，拿 52%也是可以的，你坚持只拿 48%，就一定会财源滚滚来（大意）。

这道理其实简单，只有双赢的交易才能持续。如果一个人永远要求别人无私奉献，自己则无“需”奉献，那只能是一锤子买卖，有这次没下次。

“要想公道，打个颠倒”，如果我关注的某公号有价值，我期望 Ta 能继续写下去，我会非常开心地帮 Ta 点广告，吸引更多广告商付费，让号主不需要依赖向我收费，也能轻松愉快地坚持原创，坚持分享。

如果我不喜欢某公号，我会直接取关离去，而不是去要求人家“你要多分享高品质内容，不要给我推送我不喜欢的东西”。

我吐完了，愉快了，你有啥看法，欢迎来吐。趁老唐还没有开始看茅台财报，我们还能就此问题撕撕老唐的脸。

今晚茅台的业绩是已知的，最大看点可能就是分红了。老唐早上就在朋友圈发了这么一段话：每股能分红 13.5 元以上算勉强及格；能达到 15 元/股，本渣渣股东表示高度满意；如果保芳总小手一挥，决定拿 200 亿出来分，那就给点 32 个赞

Rimuru

我觉得接广告的准则挺简单的，自己不会用的东西不接。

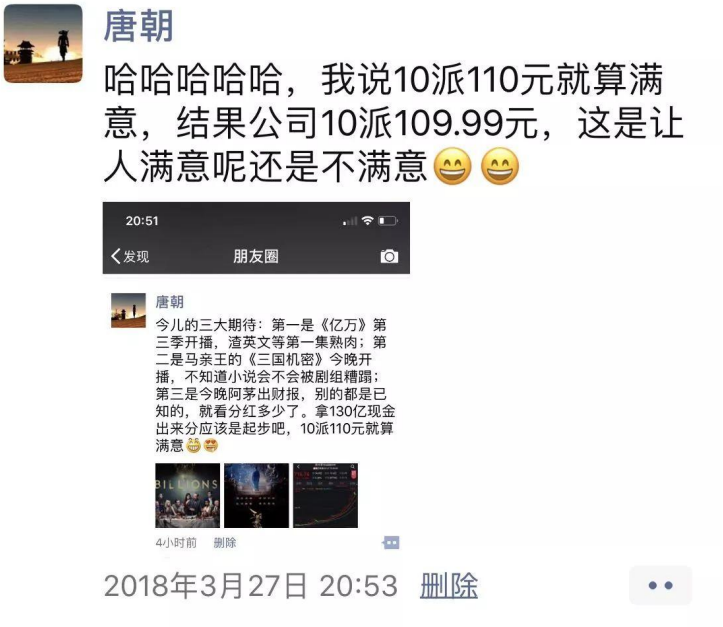
作者

很坦然地回答你，我做不到，最简单的举例：我不给孩子报培训班，并不意味着培训广告就是垃圾……

第553篇.　　2019.3.29-茅台的喜与分众的「雷」

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2019-03-29

2017 年报披露前一天，老唐在朋友圈发帖说，每股分 11 元就基本满意，结果是每股分 10.999 元，差一厘，就不让老唐满意。



今年情况要略好一点，说 13.5 以上算及格，15 元高度满意，最终结果是每股分 14.539 元，如果按照 13.5 元为 60 分，15 元为 100 分，那么这个分红方案就是 87.7 分，算基本满意吧！

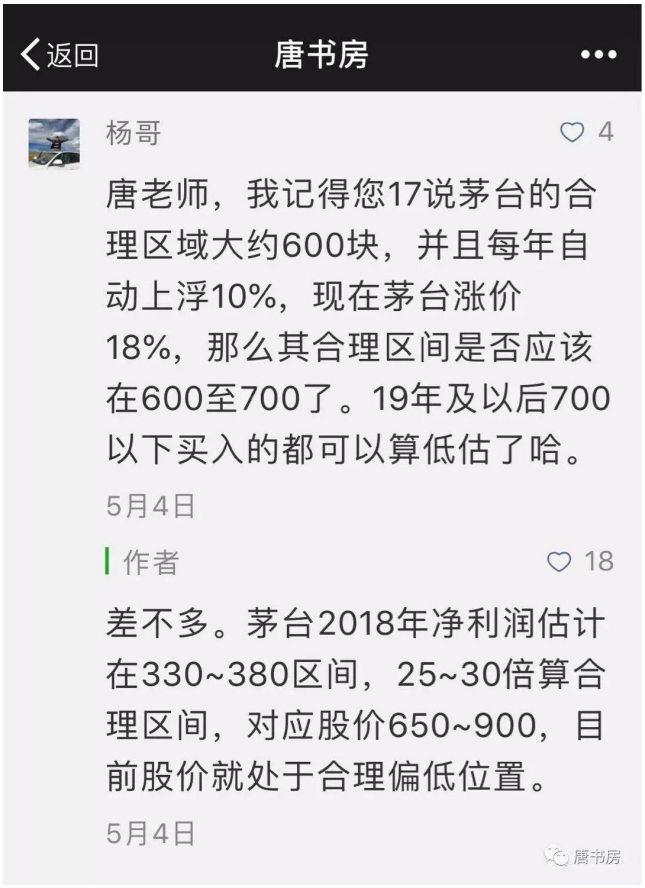
对于茅台这种账面现金远远超过扩大再生产需求，又没有其他高回报投资项目的公司，其资金最有效的利用方式，就是分给股东自行处理。

截止去年底，公司账面现金已经超过 1100 亿元，这部分资金只能给股东带来大约 4%左右的回报，实在是可惜。不过这个问题比较复杂，只能慢慢伺机解决——老唐在 2017 年 4 月的《像老板那样投资（下）》里大概聊过原因，向书房发送“老板”可以提取该文。

茅台公司，是 A 股上市公司中最容易预测业绩的公司，早在 2014 年 5 月 16 日，老唐就白纸黑字的在《证券市场周刊》上发表过“2014~2018 年，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。”

在 2015 年 1 月 1 日出版的《手把手教你读财报》第 18 页，老唐甚至写下“如果我是茅台集团老板，会让股份公司按照 300 元/股的价格（够意思了吧，买在山尖上的也给超过 25%的利润）把公众持有的四亿股全部回购后退市。”——备注：2015 年 1 月 1 日股价 189.62 元，其后经过了分红送股，复权价 161.05 元。相对于目前 806.8 元的价格，正好 5 倍。

在 2018 年 5 月 4 日，老唐同样白纸黑字写下对 2018 年公司业绩的预计：330~380 亿。



年初，在公司发布了 340 亿元净利润预告后，1 月 24 日集团又发布了业绩预告，老唐当时就大概估算，公司净利润可能比预告的 340 亿还要高：



当时估算可能在 356 亿之上，不过后来考虑到电商公司盈利不明，这个预测就没有在书房说。今天年报数据扣非净利润 355.85 亿（这个“非”主要是公司的对外捐赠）。

发这些截图，不是想吹嘘老唐这个家伙有多神。而是想说，有些东西确定性非常高，是可以稍加研究做出结论的。比如：今年公司已经公告过营业收入预计增长 14%，而保芳总也在一个公开论坛上说过，今年保持 20%以上增长还是有把握的。

97.老唐，茅台19年原来是相对困难的一年，但又有年份酒和系列酒这个调节工具。想问下，19年你觉得茅台净利润如何?

2018-12-21 15:50:50

你的回复

保芳书记刚说了，20%应该增长应该能做得到。

茅台酒目前供不应求，出厂价 969 元，批发价已经到 1800 元左右了，销售完全受且只受生产的制约，稍稍对白酒市场有基本了解的人都可以做出判断，公司披露的 14%营收增长是一定可以做到的。

公司披露了今年不增量，因此营收增长主要靠产品结构调整和渠道调整带动均价上升完成。成本基本不变，靠销售均价上升带来营收增长 14%，那么净利润增长一定高过 14%，这就是保芳总敢说「20%增长应该能做得到」的底气。（至于昨晚有媒体报道的，2019 年增长目标按照 40%计划，不敢确定真假，暂且保持谨慎，忽略掉这个数字）

实际上，我们还可以从另一个角度去估算这个 20%。我们假设营收增长 14%，成本和销售管理费用也跟着上涨 14%，那么 2019 年的扣非净利润至少可以达到约 356×114%=406 亿。

同时，我们不要忘记了今年政府还有一个降低增值税的利好政策，制造业的增值税将从 16%降低为 13%。茅台属于厂家强势，增值税降价，但含税出厂价不会变，例如去年增值税从 17%降低为 16%时，含税出厂价就没有变。政府降低的增值税，会直接变成公司的税前利润。

按照 2019 年营收增长 14%，为 736×114%=839 亿，按照从 4 月开始降低 3%增值税率计算，可增加公司净利润 839×9/12×3%×75%=14 亿元，其中归母净利约 13 亿。

也就是说，我们按照最保守的净利润同步营收增幅，同时 4 月降低增值税两个假设考虑，公司 2019 年归母净利润约 419 亿。

应该不止这个数据。按照年报披露数据，去年公司铁腕反腐，取消了 437 家茅台经销商资格。这些被取消资格的经销商，大部分是有过严重违规记录的、反腐中落马官员的关系户，以及茅台公司内部员工亲属。

原本归属这些经销商的配额，将回到公司手中，通过和大型商超或电商合作以及自营的方式消化，这无疑会给公司额外带来一块利润。

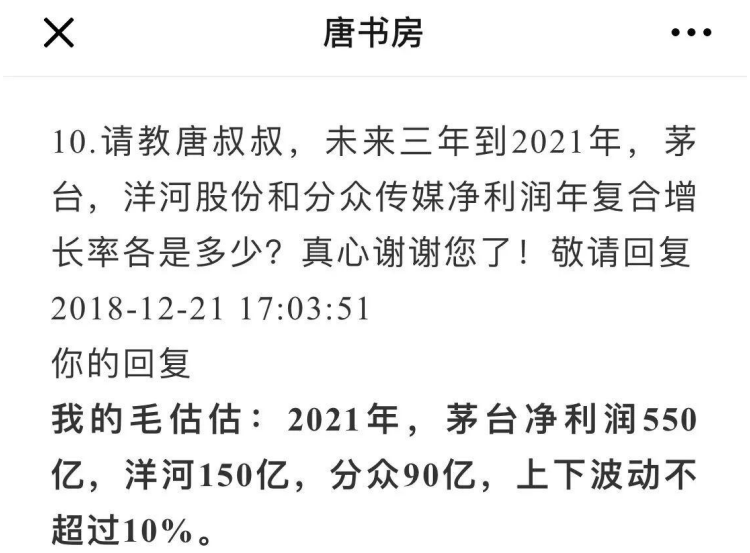
因此，2019 年的业绩，基本已经可以确认：420 亿以上。对应 25~30 倍市盈率，2019

年的合理市值应该在10500~12600亿之间。

还有确定的。2018年产茅台基酒4.97万吨，2019年还有1456吨产能释放，基本确定2019年茅台基酒产量会历史性地超过5万吨。按照公司规划，今年末产能将达到5.6万吨，也就是明年的茅台基酒产量将可能达到6万吨。

2019年后面的我们暂且不管它，就算已经生产出来的帐。2018年基酒产量4.97万吨，大致意味着2022年会有约4万吨商品酒可以出售，相比2019年的3.1万吨，数量增加约23%。如果按照2019~2022年间，再有一次价格上调，幅度20%左右（1169）来测算，营收增幅约50%，净利润超过600亿是基本靠谱的，对应25~30倍市盈率，合理市值约15000~18000亿。

实际上，我的估算早就写给大家了



然而，如此确定性的投资对象，为何即便是唐书房里也只有很少一部分人持有？我个人的理解，核心因素还是目光看的短，很容易被傻子的钱包吸引，而忘记了最重要的是“地”。

正因为看的短了，所以关心的问题是明天会涨会跌，下周会涨会跌，下个月会涨会跌，今年会涨会跌？正因为被傻子的钱包吸引，总想去寻找股价快速上涨时的傻子，而不想在股价下跌中“浪费时间”。

比如此时的万亿茅台，相对2019年420亿净利润计算，就是25倍市盈率，堪堪在合理市盈率的边上，股价向下斩一半或者向上涨一倍都是非常正常的事情。这个时候决定就非常难下了。

然而决定好下的时候，往往是市场悲鸣一片（否则，哪有低价呢？）的时候。能否不被股价下跌遮住双眼，专心看待企业的获利能力，就是几年以后你能否获得满意回报的关键因素所在。

比如，此时的分众。

我看好几位朋友留言说“分众爆雷了”，雷字儿，现在这么流行了吗？分众就是一季度

同比多支出了八九亿用以竞争和扩张嘛，依然赚着三四亿净利润的，怎么就叫上「雷」了？

依照年度业绩快报信息看，去年四季度的单季营业总成本大约在 25 亿左右，假设我们按照 2019 年一季度净利润为预报区间的中轴 3.6 亿计算，折合营业利润约 4.25 亿，单季营业总成本同样按照 25 亿估算，营业收入大体和去年一季度持平（实际我估计会有 10%~20%的营收增长，可能被新会计规则调整导致的公允价值变动掩盖，无法预测，只能等 4 月 24 日晚上的一季报披露）。看上去确实好像挺不妙的。

但如果我们眼光稍微放远一点呢？2017 年底约 150 万终端，产生 120 亿营业收入和 60 亿净利润。2018 年底已有终端 260 万个，公司规划在 2019 和 2020 年将终端扩张到 500 万。按照平均扩张成本计算，大概需要支出 40~50 亿元。

这些成本何时支出，计算在哪个季度的营业成本里，哪一季才产生营业收入，这些短期问题确实挺难估计的，但如果我们肯稍微远眺 2021 年，当 500 万终端都投入使用，不再继续扩张终端时，终端总量是 2017 年底的 500/150=3.33 倍。

以三倍的媒体终端，赚 1.5 倍的利润，这个保守程度足够吗？如果这个大致靠谱，那么在 4%无风险收益率条件下，对应合理估值就可以认为是 60×1.5×25=2250 亿。

我给分众 2021 年的估值是 2200 亿±10%，这个估值的 50%以下就是我的买入区，越低越好，市场足够恐慌，我才能买的够便宜，最终才能赚到更多。这个很难吗？

很难的。难在今天股价下跌你会心慌，就如 2014 年老唐不断写文章说茅台低估、低估，变态低估一样，还不是“下士闻道、不笑不足以为道”？

这样的故事很多的。我记得大约 2016 年里，茅台股价上破 300 的时候（复权的话，还低于 300），就已经有人大骂老唐是茅台的托，高位推票、居心不良。那人倒也实诚，认为茅台股价过高，就实盘做空茅台，要用事实打脸唐朝，后来……没了。

去年，茅台 650 左右，不一样有人致唐朝？海康、腾讯、洋河跌下来的时候，不一样有人喊叫海康、腾讯、洋河会是老唐的滑铁卢？老唐在四十港币左右说古井 B　是送钱的 bug，不照样有人骂老唐……

此时只是轮到分众而已。时间自 2018 年 8 月 3 日 10.38 元买入观察仓开始，至今还不足 8 个月，比茅台的受嘲笑时间短多了，距离老唐评价一笔投资的三年起步时间，还早得很。愿意笑的就先笑着呗，老唐习惯了，只要喜欢在下跌过程中买股票，就无法避免这些嘲笑。

况且，就算最终事实证明老唐错了，那又如何？错了就坦然认错呗，没有什么可怕的。借用彼得.林奇的话说：如果你有 60%的选股成功率，就足以在华尔街创造一个骄人的投资业绩记录了。

借此也提醒一下，以股价盈亏评价，截止此刻，茅台对了，腾讯对了，洋河对了，海康对了，古井 B 对了，或许分众真的可能是错的那个哦！你一定要独立思考，并记住分众仅仅是老唐第三大持仓这一事实。

顺带满足一下部分朋友的好奇心：老唐的分众，买入成本接近 8 元，目前套牢超过 20%。

当下关于分众的鬼故事，解禁已经不讲了，现在主要集中在：①竞争对手的攻击；②商业模式不靠谱，③宏观经济向下造成广告主缩减预算。这几个故事都蛮荒诞的。不过，此时聊啥，都可能被说成“硬挺，嘴硬”，咱们到此打住，等涨涨再说。

目前持仓茅台 40%，腾讯 27%，分众 11%，洋河 8%，海康 7%，古井 B6%，2019 年内收益 27%。自 2014 年公开披露实盘以来，收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，27%（均不含新股收益），2014 年元旦的 1 元，到今天变成 3.8 元。

郑重声明：本文提及的股票，均可能腰斩或翻倍，请独立思考，切勿根据本文做出买进或卖出的决策。

文章是晚上写好，设置的定时推送。留言等我醒来上墙。

第554篇.　　2019.3.30-你问我答集合

唐书房　2019-03-30

最近问答广场的提问里，有很多都是之前“你问我答集”里答过的。

我重推一次问答集链接。有疑问的朋友，请一定先翻翻这个免费的合集

你问我答集（上）：https://mp.weixin.qq.com/s/4UFtaIxDHUUfboFHJbgGFA

你问我答集（中）：https://mp.weixin.qq.com/s/0tDN42Qrw7qTaCDpkChhqg

你问我答集（下）：https://mp.weixin.qq.com/s/e0frK_B2JkuoAVPQ_IgCvw

任何时候向书房发送“问答”，都可以提取这个问答集的链接。周末愉快

第555篇.　　2019.3.31-大足石刻印象

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2019-03-31

今天酒店修整。闲来无事，将大足石刻印象整理出来。一者它确实值得记录，二者也防止和过几天要游的龙门石窟在记忆里混淆了。

3 月 18 日参观的大足石刻。抵达景点前，大概做过一些了解，知道它是和甘肃敦煌莫高窟、山西大同云冈石窟、河南洛阳龙门石窟、甘肃天水麦积山石窟齐名的中国著名石刻艺术群。

大足石刻是位于重庆市大足区的石窟群总称，总体有几十处，数万尊雕像。作为旅游者当然不可能、也不必要一一去看，我们选择了其中最主要的两处：宝顶山石刻和北山石刻。

两处距离不远，宝顶山门票 115 元/人，北山石刻 70 元/人，两处套票一起买是 140 元/人。由于摸不清楚是否值得两边都去，我们首先到门票更贵的宝顶山。

——套用民间俗语“人不识货钱识货”，旅游中同类景区优先选择门票更贵的地方去，

是大概率正确的行为。毕竟旅游主要成本其实不是门票钱，而是时间和心情。

事实证明，选择是正确的。更正确的选择，是在门口花 150 元请了一位导游陪同，她的角色实际上是带路兼讲解，即可以避免走冤枉路，也可以在观景时了解到背后的人文历史和相关故事。

根据导游小姐的介绍，宝顶山石刻主要开凿于南宋时期，和其他几大著名石刻群最重要的区别是：这里的石刻完全没有皇家或官府的参与，其主要作品均是由当时的大足僧人赵智凤（佛教密宗）花费 70 余年时间募集资金并组织民间石刻高手建造的。

仅凭这种终其一生，做好一件事的执着和专注，就足够让人景仰和期待了。

一路闲聊不提，景区里第一组石刻就把我们震惊了。

圆觉洞

这是一个山洞，名叫圆觉洞，洞深十二米，宽九米，高六米。在洞的正面端坐三尊佛像。按照密宗教义，这其实是佛的三身：法身、报身和应身（应身也叫化身）。

关于法身报身应身，请容老唐嘚吧几句。以下这段不是导游讲的，是老唐对佛教的一点浅薄了解（老唐二十多年前很迷了一阵子佛学），不一定正确，各位当做闲聊好了，也欢迎书房里的居士指教：

法身是正身，是本源，所有的佛拥有同一个法身；报身是显示给菩萨及以上级别的法相，而应身则是显示给凡夫俗子看的形象（也就是通常所谓的如来、释迦牟尼佛），应身有千百万幻象，可以理解为凡夫俗子心中想什么，你眼中便会有对应的形象……

这和投资也有点相通。投资的本质规律如同法身，它就是资本的逐利天性，是所有投资背后的本质规律；

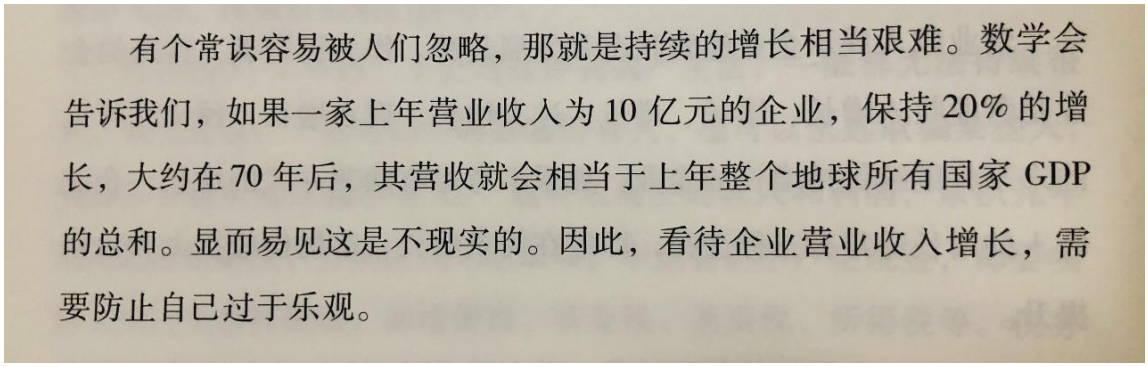
“价格终将体现内在价值”的坚定信仰，则如同报身，当修行到一定级别，就能看到并坚信它；

而每日抡上抡下、概念题材、热点资金、筹码分布、高抛低吸、黄金遍地、割肉止损……则如同应声，你眼中所见，便是你心中所想，凡夫俗子终究在这个千百万化身之中或快乐癫狂或悲痛欲绝的反复沉沦……

可能是不同派别的区分，有些寺庙里供的三尊佛并不是法身、报身和应身，而是燃灯佛、如来佛、弥勒佛（如来佛其实是民间通俗叫法，正确的叫法要么叫如来，要么叫释迦摩尼佛，或者干脆叫佛，都可以的）。

燃灯佛是过去佛，是释迦摩尼之前的佛，释迦摩尼是现在佛，而弥勒佛则是未来佛。按照佛学教义，任何事物都会有成、住、坏、空四个阶段，佛亦如此。过去的世界归燃灯佛管，现在的世界归如来佛管，而未来的世界则归弥勒佛管。

放在投资上看，企业一样有成长期、稳定期、衰退期、毁灭期，没有什么会是永恒的。清楚认识到这一点，就要在估值时慎重假设“永续增长率”。正如老唐在《手把手教你读财报》152 页写下的这段话：


有个常识容易被人们忽略，那就是持续的增长相当艰难。数学会告诉我们，如果一家上年营业收入为10亿元的企业，保持20%的增长，大约在70年后，其营收就会相当于上年整个地球所有国家GDP的总和。显而易见这是不现实的。因此，看待企业营业收入增长，需要防止自己过于乐观。

价值=自由现金流/（折现率-永续增长率），这个公式里永续增长率的细微调整，都可能使企业价值发生巨大的变化。

如果忘记连佛都有成住坏空四个阶段，直接假设企业永远高速增长，很容易让自己做出过于乐观的估值，从而导致过高出价。

三尊佛前，跪着一位菩萨。菩萨是梵文音译“菩提萨埵”的简称，中文意思就是“自己觉悟了，并对一切有情众生有了大慈大悲之心的修行者”，就是从佛那里学到真理，然后传播给一切有情众生（不仅仅指人）的修行者。

跪着的这尊菩萨，是两边坐着的12尊菩萨（文殊菩萨、普贤菩萨、观音菩萨等）的代表，正在就修行中的疑问向佛提问，佛则一一作答。

整个山洞刻画的其实就是一堂佛家教学课，老师坐在前面讲，一个课代表跑出来提问，其他学生围观。

就我个人感受而言，这组石刻令人震惊的地方有这么几处：

第一，圆觉洞原本不是洞，是一块完整的山崖。现在看到的这个深十二米，宽九米，高六米——相当于套内面积108平米，层高6米的房子，室内无墙无柱——的洞穴，是八百多年前的石匠们，在没有任何爆破工具的情况下，一凿一凿硬生生从山壁里掏出来的。

而且石匠们特意将其处理的外小里大，让洞内光线变暗，然后在洞口上方开了一扇天窗，阳光从天窗射入，就像一个聚光灯，将焦点引到佛前长跪请教的菩萨身上，从而将菩萨问法于佛的主题烘托出来。



第二，整个洞内的造像，尤其是十二尊菩萨坐像，水准之高，令人叹为观止。老唐没有摄影嗜好，出门也不带相机，手机就是相机。我随便上几张手机拍摄的照片展示一下艺术水准


唐书房


唐书房



注意，这些几米高的菩萨雕像，不是在外面雕刻好以后搬进去的，而是在山洞里直接掏空部分壁崖而成。她们头饰镂空、雕工精美，身上的首饰清晰，肌肤柔和细腻，面带若有若无的浅笑，宝相庄严、栩栩如生。

即便是八百年后的今天，你若持续盯几分钟，简直会生出一种幻觉，仿佛她们下一刻就会走下莲台，来到你的面前。

再看他们垂下来的袈裟衣角，你能想象那是石头吗？若有一阵微风吹来，我感觉它们能飘起来！

还有菩萨坐下的莲台和香案，看起来仿佛是木制品，其实也是整块山体掏出来的，和菩萨本为一体。若非特意强调，现场观众基本都以为是实木。

菩萨每一尊都不同，但似乎有着一种相同的韵律，让洞内充满生机，充满一种让人宁静和虔诚的神秘气息。这就是宋代石刻艺术家们的精湛工艺啊！服的五体投地。

第三，光、影、像构建的学堂，还不是全部。这里居然还有巧夺天工的排水系统和音响系统。注意看老唐红线勾出来的部分



横着的是一条龙（见谅，老唐拍照水平太烂，没拍全，也不够清晰），它是真正的“水、龙、头”。

下雨时，壁崖上面的渗水通过龙身水槽搜集，汇总到龙头，从龙嘴流出，进入托钵僧手中的钵盂里。

托钵僧的手臂镂空，水通过他镂空的手臂往下流，再通过石壁上的暗道和脚下的水沟排出洞外，形成一个完整的排水系统。

更奇妙的是，水滴叮咚叮咚的掉进钵盂，在安静的佛学课堂，在洞穴的空腔，会形成一种奇妙的音响效果，如同静心梵音，格外的幽静和安宁。

若恰好你是一位佛教信徒，那一瞬间，估摸着能让你产生一种置身仙境的幻觉。

此情此景，心中默念“观自在菩萨，行深般若波罗蜜多时，照见五蕴皆空，度一切苦厄。舍利子，色不异空，空不异色，色即是空，空即是色，受想行识，亦复如是”，或者儒家经典“知止而后有定，定而后能静，静而后能安，安而后能虑，虑而后能得。”我看都挺合适……

走出圆觉洞，更多精彩在大佛湾。大佛湾是一座“U”字形的山体，山崖立面长约 500 米，高约 8～25 米。同样是直接从山崖上剔掉无用的石头，留下的部分构成石刻造像，总计有数千尊。

这里的造像，并非独立的雕塑，而是多套巨型连环画，用一个个生动的故事劝人戒恶向善，有点类似是佛家的广告牌。

其中最为精彩的几幅——请自行脑补这个“幅”，一般大致有三到六层楼房高——是六道轮回图、地狱图、父母恩重经、华严三圣、千手观音等。

六道轮回图



所谓轮回，是佛家的一种认识，它指世间万物、皆有因果。所有生命皆被自己种下的善恶因推动，在六道里面循环往复。

六道轮回图石刻，5 米多宽，8 米多高。抱着转盘的是转轮法王，胸口的大转盘就是六道轮回图，直径约 2.7 米。

轮盘正中的佛像，自心中发出的六道光，将轮盘划分出的六个区域，上半部分就是善三道，分别为天道（上中）、阿修罗道（上左）、人道（上右，有四个人像的那边），下半部分为恶三道，分别是畜生道（下左）、饿鬼道（下右）、地狱道（下中）。

天道位置就是宫殿、花朵、音乐，象征极乐世界，是有情众生的理想归宿；左侧的阿修罗道，指心有善念但未戒绝嗔念，还存有好斗之心的有情众生，略低于天道，但依然享受供奉（旁边刻有供奉小童）；

比阿修罗道稍低的就是人道，刻有四个人的位置就是人道，代表来自四大部洲的人——佛家认为世界分为四大部洲（东胜神洲、西牛贺洲、南赡部洲和北俱卢洲），西游记里孙悟空的老家花果山就位于东胜神洲。

而下半部分则是恶三道，代表因贪念或欲念而作恶导致从人道跌下去的有情生物，变畜生、被恶鬼撕咬、下地狱油炸剖腹锯腿拔舌……

善三道和恶三道宣扬的“善有善报、恶有恶报”的理念，也算是维护中华文化几千年伦理道德体系运行的核心精神吧！

外边还有两圈，里侧圈刻的是人在世间的各种苦，生、老、病、死、怨憎会、爱别离、求不得等等。

外侧圈刻的轮回的次序及因果。逆时针旋转，每一种生命体的尾部代表前世，头部代表今生，此死彼生，生生相连，构成一个循环。

在轮盘的左下角，有一官一吏，手抓转盘，代表贪欲；右下角一个裸体的猴子，手摸小丁丁，打望美女，代表色欲。这代表整个轮回由贪欲和色欲所推动，除非戒贪戒色，否则无法脱离轮回。

六道佛光穿越六道轮回，每一道光里都有很多小佛像，意思是说所有的佛也都曾经是六道轮回里的有情众生，而众生也都有佛性，只要放下心中的贪欲和色欲，都能成佛。

与之配套，旁边还有一座山，刻的是地狱里各种酷刑，以及什么行为会进入什么地狱，遭受什么酷刑，都有“业秤”一一称重



然后分别按照业秤结果，对应进入拔舌地狱、饿鬼地狱、务戟地狱、寒冰地狱、无间地狱等等，图像太血腥，就不上了。

听导游说，也多亏这六道轮回和地狱惨状连环画生动形象，宝顶山石刻才在文革红卫兵小将的手中幸存了下来。

刚巧，两天后到丰都鬼城，导游也介绍了鬼城天子殿（阎王殿）是唯一在文革中得以幸

存的鬼城建筑，其原因也是天子殿内建造有大量逼真的地狱行刑雕塑。

看来哪怕是号称无所畏惧的无神论下红小鬼，终究也是恐惧因果报应的。

父母恩重经

除了六道轮回和地狱连环画之外，父母恩重经变相石刻也很感人（变相，意思就是把文字经书变成图像表达出来）。

早期进入中国的佛教，是不谈论孝道的，因为按照轮回的教义，这一世你是我儿，下一世我是你儿，循环往复，差异只是时间的不同。

至于妈妈和孩子，不过一个是瓶子，一个是水，倒出来之后就各奔东西。

更何况，佛教讲究出家，家是累赘，是修行的障碍，是轮回的火坑，出家无家才是正道，哪里还需要孝与爱呢？

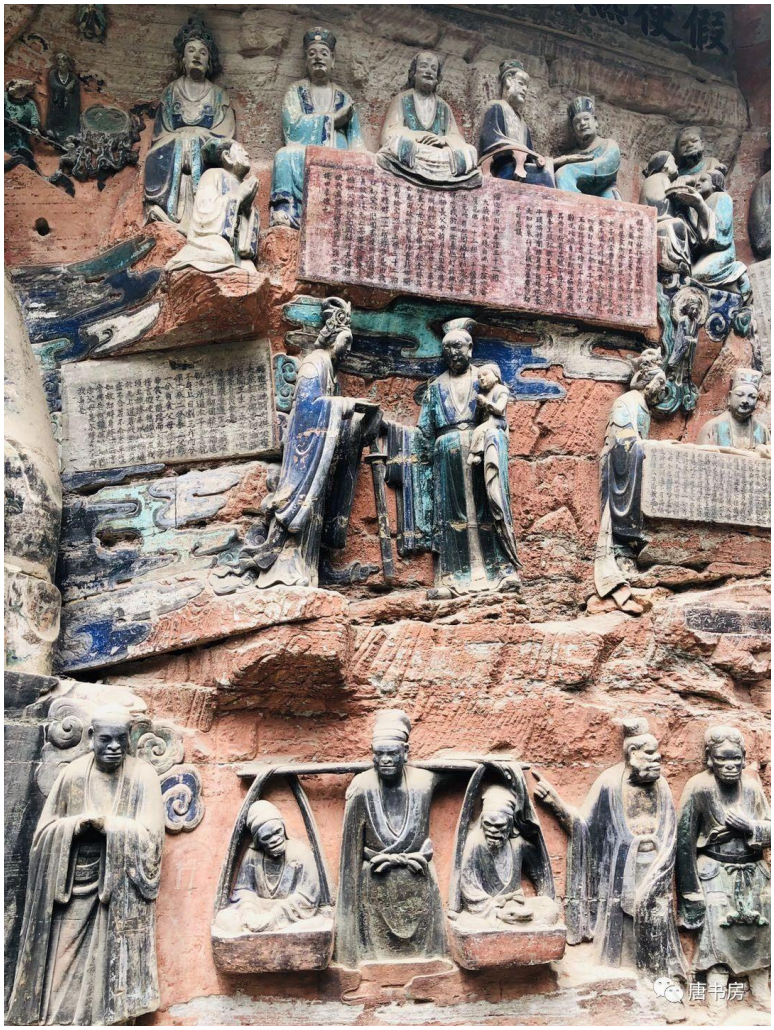
这套理论到中国，水土不服，根本不被接受。因为中国真正的传统宗教可以说是“敬祖宗教”，是祖宗保佑，是光宗耀祖，是百善孝为先。

于是佛教也只能进行改革，这套石刻所涉及的《父母恩重经》就是佛教向中华文化妥协的结果，描述的父母为孩子的付出。

石刻分为父母十大恩：怀胎守护恩，临产受苦恩，生子忘忧恩，咽苦吐甘恩，推干就湿恩，哺育不尽恩，洗濯不尽恩，伪造恶业恩，远行忆念恩，究竟怜悯恩。



这是一套家庭生活连环画，从夫妻在佛前求子开始，怀胎、临产、生子忘忧、咽苦吐甜、洗濯、哺乳、推干就湿（孩子尿床后，将孩子挪到干处，自己睡湿处）、杀生给孩子操办婚事、远行忆念，一直到百岁惟忧八十儿结束，真实而生动地描绘了父母抚育子女成人的过程。



华严三圣



这组石刻，刻的是释迦摩尼、文殊菩萨、普贤菩萨，佛像高达 7 米，石刻工匠们刻意将头部加大，胸部缩短，小腿拉长，身体前倾二十五度角，使其符合造像与观众之间的透视关系。

信徒参拜时，能感觉到菩萨正亲切地俯下身来，关注着大千世界的芸芸众生，庄严宝相和悲天悯人的气质通过石刻展示的栩栩如生，让人不由心生敬意。

尤其是远端的文殊菩萨，手捧 1.85 米高的宝塔（导游让我猜宝塔有多高，我猜了个 90 公分，实际高度 1.85 米），手臂悬空支出近 2 米，石塔和石手合计重量近千斤



工匠们运用力学原理，将重心通过宽袖袈裟引回主像身上，构成一个三角支撑，才使得石塔石手历经八百年而毫发无损。你说他们八百年前怎么计算出这个支撑角度的呢？

千手千眼观音



站在这样一尊千手千眼观音像前，除了虔诚之外，最大的感叹是工匠精神之伟大：多么伟大而精细的工程啊！

这是在一块 88 平米面积的山崖上，雕琢出的一座 1007 只手眼的观音（也有说是 830 只的），每只手上拿着不同的器皿。整个雕塑集石刻、彩绘和贴金箔工艺于一体，形状好似孔雀开屏，金碧辉煌，夺人心魄！

观音身上的金箔历经几百年，已经有过多次补加。据考古专家考察，最多的地方有 6 层金箔，是不同朝代裹上去的。

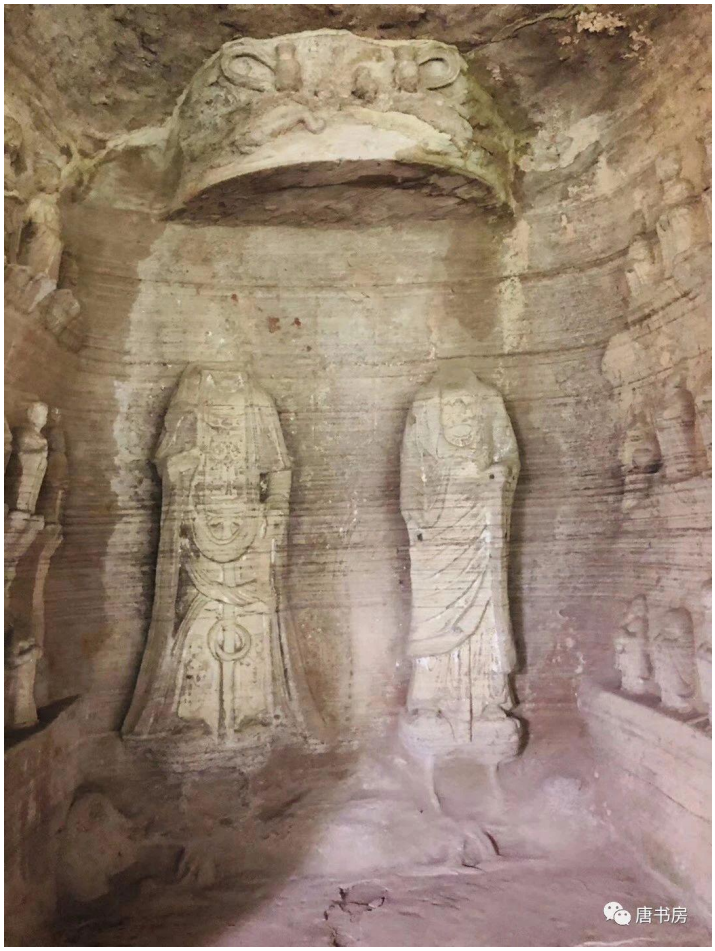
目前所看到的金箔是 2012 年~2015 年历经三年重新贴上去的。再次之前的最后一次贴金，是大清光绪 15 年，在 2012 年前已经剥落约 2/3。

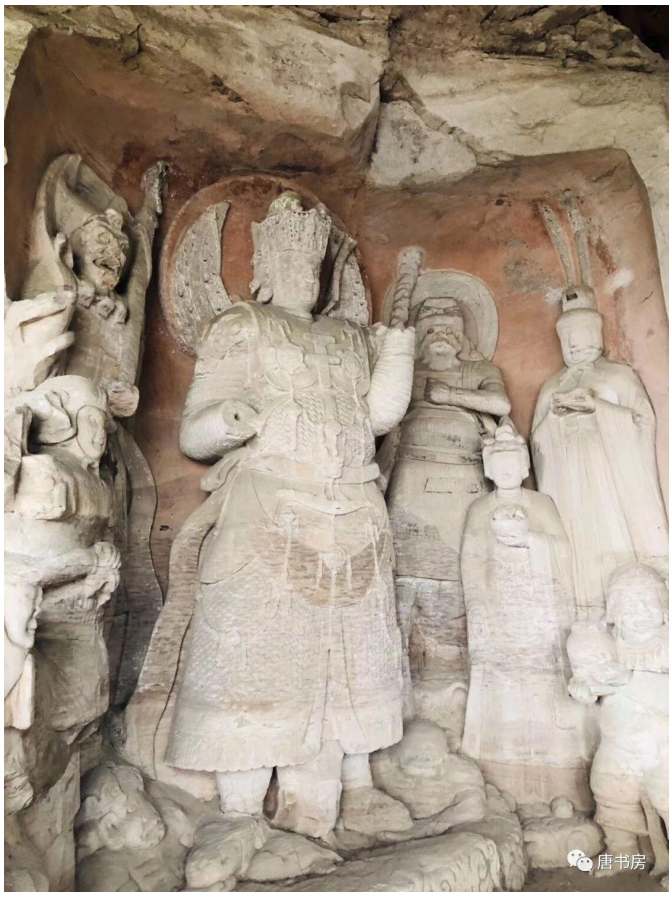
其他还有护法神像、广大宝楼阁、佛传故事、释迦涅槃圣迹图、九龙浴太子、孔雀明王经变相、毗卢洞、雷音图、大方便佛报恩经变相、观无量寿佛经变相、六耗图、柳本尊行化图、十大明王、牧牛图、柳本尊正觉像等等。

全部造像都配有文字说明，游客在山中游荡，就如同翻阅一本本连环画，妙趣无穷。

北山石刻

看完宝顶山，我们又去了北山。北山石刻被毁的一塌糊涂，满眼都能看见无头佛，无脸佛，无胳膊无腿佛……


唐书房


唐书房

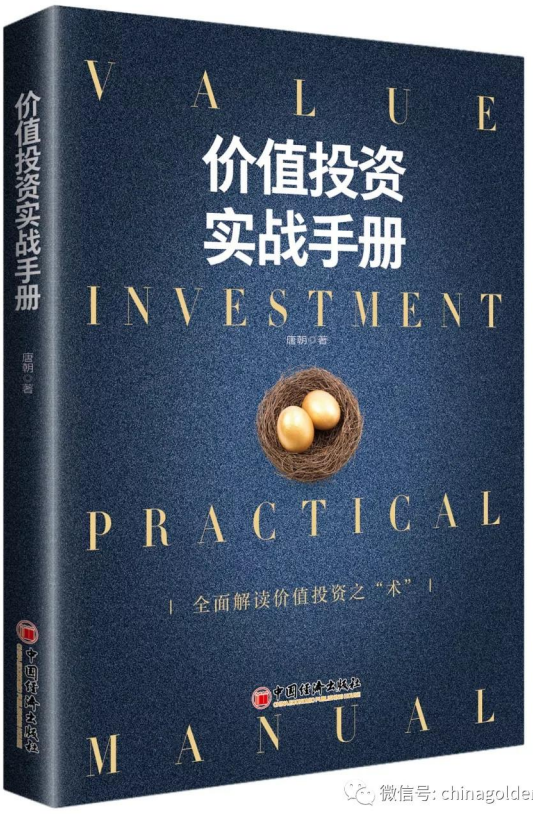
实在令人感到痛心，同时也为宝顶山石刻能完整保存下来而庆幸不已……

第556篇.　　2019.4.1-论术有道话唐朝

goldenstoneinvestor　唐书房　2019-04-01

有的人经常“犯错”，却是人生赢家；

有的人从来“都对”，却输掉了一生。



微信号: chinagoldenstone

论术有道话唐朝

——读唐朝《价值投资实战手册》

2019 年 3 月 31 日

文　/　杨天南

如果觉得这个题目读起来有些熟悉，那是因为我两年前曾经写过一篇“工匠精神话唐朝”，那是当时为唐朝的新书《手把手》（2）写的序言，今天写本篇是因为老唐又有新书面世——名为《价值投资实战手册》。长此以往，我的专栏中或许会出现一个“话唐朝”系列，因为唐朝是一位勤奋好学、乐于分享的人。

此时此刻，老唐正驾驶着 SUV 自由驰骋在中原大地上，饱览祖国的大好河山。出发之前，婉转表达了希望我为新书写些什么的愿望，“婉转”完全出于尊重，因为他知道我很忙，我也未敢立刻答应，但记在心里。于是就有了今天这一幕：在他融入“诗和远方”的时刻，我正忙着“眼前的 .. ”（注）

唐朝的这本新书分为三个部分，尤其在最后一部分，有二十篇分别例举了 A 股公司的案例进行分析，写了很多关于投资之“术”的内容。谈起原因，他解释说：“市面上谈道的书太多了，所以写一本谈术的”。

对我而言，这简直太好了，因为去年夏天在北京的一场读者见面会上，曾有读者向我提出：“杨老师，您写了这么多关于投资之道的书和文章，以后是否有机会写一本关于投资之术的书？”如今老唐的这本可以弥补这个遗憾了，我打算将其列为我投资学课程的推荐参考书。

我的文字多是论“道”的，因为我觉得市面上论术的书太多了。走在书店里，如果有机会看看股票投资类书架上的陈列，90%都是短线、寻牛、抄底、逃顶等关于投资之术的书，但这些技术派的术与唐朝的基本面之术有着本质的区别。

但唐朝的投资体系绝非仅仅论术那么简单，例如刚刚披露第一季度业绩预告的分众（002027），净利润下滑 65%-75%。网上立刻有人匿名声称“老唐这样的大 V 也未必.. .”云云。但持此种质疑的人恐怕没有注意到，即便分众的股价跌到零，也并不影响老唐整体投资组合取得最终“跑赢大市、绝对盈利”的优异表现。

有的人经常“犯错”，却是人生赢家；有的人从来“都对”，却输掉了一生。这是值得我们每个人思考的。虽然，唐朝这本新书讨论的是投资之术，甚至详细进行个股推演，但恐怕不会改变股市上绝大多数人最终无法取得投资成功的命运。

唐朝的书不仅是论术，其实是“论术有道”，就像我的书不仅是论道，其实也是“论道有术”。我们虽然有侧重不同，但这种**术中有道、道中有术**，就像一个太极图，实为一个整体。凡是没有看到这一点的人，应该属于没有看懂的一类，这也就是我们常说的**“读过不等于读懂”**。

实际上，老唐的书并不需要我做什么推荐，因为他的大名即便不是街知巷闻、尽人皆知，但在投资圈里说是如雷贯耳、鼎鼎大名，也不为过。倒是他在我这里有三个第一或唯一的记录有些特别。

唐朝并不是他的真名，而多年以来凡是找我写序的新书，无论是否应允，首先第一条就是要求作者必须署真实姓名，背后的逻辑是“真名实姓才有责任感”。老唐在我这里是第一个用笔名的，实在是因为唐朝这个笔名的知名度遥遥领先于其真实姓名，就像知道鲁迅、矛盾、老舍的人远远超过知道周树人、沈雁冰、舒舍予的人一样。

我身边的人写书、出书的人越来越多，但就所知的朋友而言，老唐恐怕是第一个、也是唯一出书能赚钱的。我反正是亏钱的，而且每出一本就亏的更多一些，因为总是拿来送人，

例如下月投资人年会，估计又要送出去三、五百本。唐朝出书的目的并非为了盈利，因为出书赚钱似乎比炒股赚钱难度还大。

他独树一帜的“中翻中”风格为中国投资文学界做出了别样的贡献。老唐还在准备的下一本书也是令人满怀期待的，我打算主动请缨，毛遂自荐为他的下一本新书写个序言。主动要求为人做序，在我这里也是唯一的一次，这是老唐在我这里的又一个第一。

（注：源自高晓松的歌词：“生活不仅是眼前的苟且，还有诗和远方”。）

专栏投资组合（略）

详情请见《中国金融家》杂志纸质版。

备忘：2019/ 03/ 29 周五

中国银行外汇折算价： 美元 673.35，港元 85.78。

专栏自 2007 年 4 月开启至今（总第 144 期），

上证综指自 3,525 点到 3,047 点，-13.56%；

香港恒指自 20,520 点到 28,931 点，+ 40.99%；

道琼斯自 12,923 点到 25,861 点，+ 100.12%；

专栏投资组合自 100 万到 1,057.95 万，+957.95%。

接力计划自 2014 年 5 月 20 日开启至今（总第 59 期），

上证综指自 2,010 点到 3,047 点， + 51.59%；

香港恒指自 22,836 点到 28,931 点，+26.69%；

道琼斯指数自 16,421 点到 225,861 点，+ %；接力计划自 1000 万到 25,354,846.60 元，+153.54%。

说明：

1,2019 年太极班课程招生说明，近期将在本公众号发布，预计五月开班。

2,2019 年巴菲特投资学课程班，今年会进行招生工作，但明年才会开班。相关说明也会在近期发布。

谢谢关注。

第557篇. 2019.4.2-点杀帖来啦！

原创： 永远好奇的唐朝 唐书房 2019-04-02

点杀帖来啦！

如同前年出游一样，老唐白天陪玩，晚上侍寝，同时身兼司机、导游、摄像、拎包、逗哏等多项很有前途的职业，实在分不出读新公司财报的多余时间。

所以，书房曾有多位读者呼吁点杀，老唐一概装闷不吱声，没看见，没看见……

这清明小长假要来了，按照我们的出游习惯，即将进行酒店房间三日游，以躲开汹涌人潮。这下有了点杀的机会。

依然按照老规矩。大家直接**在留言区写上点杀目标，老唐从点赞前十名里选一家来读**——假期只有 567 三天，7 号我家领导过生，所以实际只有两天时间，只能选择一家。

前十里其他公司，可以作为以后阅读的优先对象。

我希望大家提出的公司，是自己真的感兴趣的。至少有一定的认识，只是有些问题吃不准，所以才希望老唐来参与的。

只是随便写个公司名字的留言，就不上墙了，免的浪费大家的赞。

为了给认真的朋友更多机会，**明天早上八点半以后，再开始留言上墙行动。现在到明天八点半，留给朋友们准备内容丰富、营养价值高的点杀留言**

点杀公司需要符合以下标准——这其实就是老唐个人筛选企业的最低门槛。

①上市至少超过三年。即 IPO 上市日期在 2016 年 4 月以前，上市时间满五年的优先考虑；这条规则是为了获得连续审计数据，以排除陷阱。

天朝对财务造假的惩罚力度，近于罚酒三杯，而上市的利益又那么大，ipo 注水是常见现象，发现这些注水猪，需要数年连续数据来核对。

我的原则是：钱赚不完，但亏得完。市场机会那么多，没有必要拿资本冒险，所以宁错过、不踏错。

②2018 年财报已经披露，最近三年 ROE 均超过 8%，若是连续三年 Roe 超过 15%的，优先考虑。过去三年里任何一年 Roe 低于 8%的公司就不要提了。

② **当前市盈率在 40 倍以内。**规则模糊，动态 PE 或静态 PE 在 40 倍以内的都算数。

当前市盈率超过 40 倍的企业，如果按照老唐估值法，三年后 15~25 倍卖出赚一倍，意味着希望企业利润要在三年内增长到当前利润的三到五倍，年化增长 45%~70%。

这个期望值有点艰难，需要极大的乐观或对自己的金钱极度的不在乎，才能将其纳入合理假设。老唐即不敢这么乐观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，改日再议。

点杀范围为 A 股企业，但医药、汽车和地产就不要点杀了。老唐已经明确自己看不懂这类企业，不要浪费点杀名额。

大致如此。大家留言吧，墙上有心仪企业，请你点赞他/她的留言，不要重复留言，除非你有观点要补充。谢谢。

留言建议格式：

①公司名及股票代码

②上市时间

③最近三年 ROE

④当前市盈率

⑤该企业主要对手是谁

⑥该企业的核心竞争力

⑦你研究中遇到的主要难点再次强调：

明天早上八点半之后留言开始上墙，大家可以明后天的任何时间来点赞留言。

4 月 4 日晚上决定目标，届时我会通知大家。有兴趣做作业的朋友，可以在小长假里同步阅读。

第558篇.　　2019.4.4-点杀贴选择

今天下午就被小长假车流堵在高速路上了，现在才抵达酒店。

看了前天点杀帖下的投票，符合点杀要求的企业里，点赞前三名分别是中国平安、福耀玻璃和涪陵榨菜。

保险股比较复杂，一两篇文章估计最多能把财报名词和概念解释清楚。时间上不支持展开，所以暂时跳过。

估计下本关于巴菲特的书里，我会拿专门的章节谈保险——向书房发送“保险”，可以提取老唐过去写的关于保险股的思考。

福耀玻璃和涪陵榨菜之间，福耀玻璃我在 2011 年曾短暂持有过，有过一定的了解，而榨菜我完全没有看过。

从这个角度来说，我选择涪陵榨菜了，完全没有覆盖过的公司读起来更有趣味一些。

有兴趣的朋友，可以小长假一起做作业。

我现在要陪我家领导出去吃饭了，饿死啦饿死啦!! 祝大家假日愉快!

第559篇.　　2019.4.7-小菜头的大世界——涪陵榨菜财报印象

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2019-04-07

应部分朋友要求，为留够独立做作业的时间，老唐的文章推迟到现在推送。读文之前先强调三句话：

第一，涪陵榨菜财报简单透明，老唐也翻不出什么花儿来。我认为但凡在书房里待过三个月以上的朋友，稍微花点时间基本都能得出有逻辑、且基本靠谱的答案；

第二，老唐只是你的普通朋友，不是什么大神，无需将老唐的文章视为标准答案。结论

是否和老唐一样，不重要。重要的是你是否可以对企业展开有逻辑的分析；

第三，已经有不少朋友将自己的分析发邮件给我了。但是很抱歉，老唐最近实在没有时间阅读（此时是趁我家领导购物逛街疲惫后的午睡时间），请大家不要发给我，自己对照研读即可

1.第一印象

涪陵榨菜的财报超级简单，甚至比茅台公司财报还简单。茅台好歹还有个财务公司，现金流量表里多少有几个科目稍有难度，涪陵榨菜则干脆透明到底。

资产负债表简化一下，就是酱紫的，单位亿元：

资产		负债及所有者权益	
现金资产	14.6	有息负债	0
存货	3.3	预收账款	1.6
固定、在建和土地	10.8	经营性应付	3.5
其他	1.1	净资产	24.7
合计	29.8	合计	29.8

利润表同样清晰简单：

科目	2018	2017	同比
营业收入	19.14	15.2	+25.9%
营业成本	8.47	7.87	+7.6%
销售管理费用	3.4	2.67	+27.3%
政府补贴	0.35	0.06	+483%
存款及理财收入	0.56	0.27	+107%
税前利润	7.78	4.88	+59.4%
15%所得税	1.16	0.74	+56.8%
净利润	6.62	4.14	59.9%

财报里有几个 0，是我特别喜欢的。

①应收账款≈0，应收账款总额 786 万，占总资产比例 0.26%。即使如此小额的应收，也几乎全部是 1 年以内期限的。最大的一笔应收账款来自上市公司 603708 家家悦，数额 217.6 万。

应收账款近于零，体现了公司严谨的经营态度以及面对下游客户的地位强势和坚持。②有息负债=0，公司没有加载经营杠杆，没有任何需要支付利息的负债，所有负债均为经营性预收和应付。

③资产负债表里少数股东权益，利润表里少数股东损益，均为 0，即公司全部并表范围子公司，均为股份公司全资子公司（直接或间接持有 100%）。公司主要的经营主体是股份公

司本部和下辖全资销售子公司，其次是 2015 年以 1.29 亿收购的四川惠通食业公司（主营泡菜）。

剩余 7 个子公司，净利润均在数万到数百万之间，影响非常小（其中电子商务公司和刚设立的辽宁开味泡菜各有百万级别的小额亏损）——2018 财报 22 页。

④其他业务收入≈0，总额只有 222 万，占公司当年营收的 0.12%。其他业务收入近于零，表明公司主营业务突出。

全部 9 家全资子公司里，唯一一家与主营业务没有直接关系的红天国梦公司，主营建筑，2018 年创造营业收入 1.05 亿，净利润 572 万。

然而，合并报表其他业务收入仅有 222 万，证明这家子公司主要从事企业内部生产或配套设施建设，对外经营比例可以忽略。

⑤金融资产≈0，其他综合收益=0。除 2015 年收购惠通带来的眉山农商行 205 万元股份以外，没有其他任何金融资产。

管理层没有因为手头有钱就乱来，主业经营产生的现金，都乖乖的做了理财。公司 2018 年没有产生主业经营之外的其他综合收益。

综上，财报数据展示，这是一家专注主业且主业经营相当不错的企业，是一块'好地'。通常而言这种企业都会给长期股东带来非常理想的回报。

2.股东回报分析

查看股东回报，公司于 2010 年 11 月上市，上市时面向公众发行 0.4 亿股，发行价 13.99 元/股，募集资金 5.6 亿。

发行后总股本 1.55 亿股，相当于原始股东以 13.99×1.55=21.7 亿估值，出让了 25.8%（0.4/1.55=25.8%）的股份给公众股东。

21.7 亿估值，对应 2009 年 0.42 亿净利润，静态市盈率 51.7 倍。对应 2010 年 0.56 亿净利润，动态市盈率 39　倍。

今天，企业市值 241 亿，对应 2018 年 6.62 亿净利润，静态市盈率 36.4 倍。

年度	净利润（亿）	每股分红	每股转股	公众股东现金红利	公众股东股份余额	分红时间
2010	0.56	0.3		1200	4000	2011/6/3
2011	0.88	0.35		1400	4000	2012/5/11
2012	1.26	0.35		1400	4000	2013/6/7
2013	1.41	0.2		800	4000	2014/7/10
2014	1.32	0.1	0.6	400	6400	2015/7/3
2015	1.57	0.2	0.6	1280	10240	2016/5/11
2016	2.57	0.1	0.5	1024	15360	2017/5/26
2017	4.14	0.15		2304	15360	2018/6/13
2018	6.62	0.26		3993.6	15360	2019/6/3
				13801.6	市值46.8亿	

唐书房

将公众股东作为一个整体看待，从 2010 年 11 月投入 5.6 亿后，9 年累计收到现金红利 1.38 亿元（含 2018 年分红方案。未扣除红利税），不计算红利再投入，股份数量变成 15360

万股，当前市值 46.8 亿。

从 5.6 亿投入，变成 46.8+1.38≈48 亿，不到九年时间 8.6 倍，年化收益率超过 27%。期间市盈率从 51.7（或 39）倍跌至 36.4 倍，贡献为负值，股东收益全部来自企业成长。

这就是标准的「别瞅傻子，瞅地」，只要土地产出可观，资本市场不会亏待地主的。

3.企业的现在

涪陵榨菜上市至今，是从龙头成长为更大龙头的过程。早在企业上市之时，涪陵榨菜已经是国内最大的榨菜生产和销售企业。

上市招股说明书披露，2008 年榨菜行业的年销量 48 万吨，其中涪陵地区生产厂家共销售榨菜 22 万吨，占行业总量的 45.83%。

2008 年公司销售 6.52 万吨榨菜，占当时全国榨菜总销量 48 万吨的 13.58%，占小包装榨菜 28 万吨的 23.28%。

2009 年涪陵榨菜股份公司销量 7.12 万吨，占当年全国总销量 52 万吨的 13.69%。是中国最大的榨菜加工企业，市场占有率第一。

涪陵地区的榨菜产业以及涪陵榨菜集团股份公司，能够做到全国最大，有其历史和地理原因。

榨菜的原材料叫青菜头，按照招股说明书披露，青菜头的产地有明显的区域特征，主要集中在重庆和浙江地区，两地集中了 84%的种植面积，因而当地也就有了制作榨菜的传统。

涪陵地区制作榨菜的有据可查史，可以追溯到 1898 戊戌变法那年，最早由涪陵邱寿安家生产销售——股份公司 2007 年花 150 万收购的邱家榨菜公司，可能就是邱家后人所有。

经过这些年的发展，青菜头主产区仍然是重庆和浙江地区，其中重庆涪陵地区占 46%份额，重庆其他地区占 14%份额，浙江地区占 24%份额。

另外，四川眉山地区提供全国产量的 8%。全国其他地区零星产量，不足以提供产业支持，可以忽略（数据来自前瞻产业研究院）。

青菜头供应存在明显的区域特征，且其收割集中在每年 2 月前后的一个月时间内。作为属于低值易耗品，长途运输不仅运输成本高企，而且也容易变质甚至腐烂。

这些原因导致了榨菜企业一般围绕青菜头产地设厂，也存在着明显的地域特征。

招股说明书披露，早在 2007 年，重庆和浙江地区的榨菜产量就已经占整个行业产量的 80%左右。

按照前瞻产业研究院的数据，2017 年，涪陵榨菜、鱼泉榨菜、北京六必居、高福记下饭菜、四川味聚特五家企业占据的市场份额接近 70%。



「老唐注，此图有笔误，辣妹子是涪陵企业，不是湖南的。另外，居然没有眉山吉香居，原因不详。吉香居也是全国性销售企业，2018 年已经有部分产品在线上的销售超过了涪陵榨菜，按说应具备一定的市场份额」

然而，很多研报里将原料来源视为涪陵榨菜股份公司的护城河之一，这可能是人云亦云了。

青菜头供应集中在重庆、眉山和浙江，并不意味着涪陵榨菜公司或上表里其他公司，有能力对青菜头形成垄断。

按照涪陵榨菜办 2019 年 3 月初的披露：

「截止 2 月 28 日，全区青菜头已全部收砍结束，收砍面积 72.5 万亩，总产量 160.15 万吨，其中外运鲜销 54.4 万吨，收购加工 103.8 万吨，农民自食 1.95 万吨。

在收购加工的青菜头中，榨菜企业收购 42 万吨，占 40.5%，加工户收购 61.8 万吨，占 59.5%。其中榨菜集团公司（老唐注，即上市公司涪陵榨菜）收购 30 万吨，与去年收购量持平。」

上述披露数据，可以看出，仅涪陵市青菜头产量就超过 160 万吨，而榨菜企业仅收购约 1/4，即便加上加工户收购用以生产半成品的 61.8 万吨，依然有 1/3 青菜头，是需要寻找销路的。

因而，才有涪陵政府四处去各大城市推销青菜头的事儿。按照“今日重庆”报道：「2018

年 11 月中旬，涪陵区组织各乡镇及区级有关部门、部分榨菜重点龙头企业、榨菜（蔬菜）专业合作社前往全国 50 多个大中城市，宣传拓展涪陵青菜头销售市场」，最终政绩就如同榨菜办的披露：2019 年 2 月“外运鲜销 54.4 万吨”。

同样在榨菜办的通报里，我们还会看到：

「在收购价格方面，2 月 12 日前榨菜企业收购价普遍为 700－800 元/吨（榨菜集团公司收购价 800 元/吨），榨菜加工户收购价普遍为 650－760 元/吨（榨菜集团公司合同加工户收购价为 700－760 元/吨）；

2 月 12 日后，榨菜企业收购价普遍为 600－700 元/吨（榨菜集团公司 700 元/吨），榨菜加工户普遍为 600－650 元/吨。少数乡镇街道个别榨菜加工户收购价格 500－600 元/吨。

综合各时期青菜头收购数量、价格测算，今年青菜头收购均价为 690 元/吨。

降价和局部低价收购引发菜农不满。榨菜集团公司降价收购和个别加工户收购价低，引发了一些菜农不满，甚至到相关部门反映。」

同时，由于四川的收购价更便宜，仅有 450~600 元/吨，因此政府还有一项成绩总结，就是「政府采取了一系列防控措施，除收购前期有一定数量青菜头流入外，总体防控较好，没有给我区收购造成大的冲击，但至始至终压力很大。」

老唐注：所谓榨菜加工户，是指收购青菜头进行初级加工，然后卖给榨菜生产企业的个体户或小企业。新鲜青菜头需要腌制，腌制青菜头需要占用较大空间。生产企业一般不会在青菜头收割时一次足额采购新鲜青菜头，而是在生产过程中按需向加工户采购腌制后的半成品。

很明显青菜头已经处于供大于求的阶段，不仅有大量低价的四川青菜头拉到涪陵产地来出售（这大概也是公司在眉山地区启动 5.3 万吨袋装榨菜生产线的主要动力），

而且涪陵榨菜股份公司违背保护价承诺，降价收购还引发了菜农不满——以政府行文习惯推测，所谓“甚至到相关部门反映”，大概是菜农上访、围闹当地政府或者静坐之类的事件吧！

从上述资料可以推断，榨菜生产的原料不是问题，任何企业只要能找到市场，都可以收购到足够的优质青菜头从事榨菜生产。

4.增量的困难

从上述数据还可以看出，涪陵地区榨菜公司及加工户共计消化青菜头 103.8 万吨，按照招股说明书披露的每三斤青菜头生产一斤榨菜的比例推算，涪陵地区全年榨菜生产总量约 103.8/3=35 万吨。

无论按照招股说明书披露的 2008 年涪陵地区榨菜产销量占全国行业总量的 45.83%口径，还是按照最近新闻报道里的「涪陵榨菜产销量独占全国榨菜产业半壁江山」口径，全国 2018 年榨菜行业总销量应该不会超过 35/45.83%≈75 万吨。

招股说明书披露，2007 年底全国榨菜总销量 68.9 万吨。照此推算，2007 年至今，全国

榨菜总消费量近于零增长。

同期，涪陵榨菜股份公司销量从 8.16 万吨，增长至约 13 万吨（2018 年报销售总量 14.44 万吨，其中包括约 1.2 万吨泡菜、几千吨其他开胃菜及酱油），年化增长约 4.3%，主要依赖抢占散装榨菜以及行业里特别弱小，无法扛住市场竞争或无法承受环保要求的其他小榨菜企业市场份额。

因此，在看到涪陵榨菜企业经营高歌猛进，**股价大幅上涨的时候，投资者容易受到市场乐观情绪影响，对未来抱过高期望**。

老唐认为，此时应该冷静的认识到：**榨菜销售量的持续增长可能会越来越困难**。

增量之所以困难，原因之一是从生活方式上讲，健康生活要求减少盐的摄入量，否则会提升患高血压、动脉硬化、骨质疏松等疾病的风险，而榨菜（哪怕是低盐风格的榨菜）含盐量比较高是无法规避的事实。

其次是散装和弱小企业总是最先在竞争中牺牲，而留下的企业，总是各有各的竞争优势，实力会相对更强。

正如前面图表显示，前五大企业市场份额已经接近 70%，前十大企业市场份额超过 85%，这些企业大多长期坚持深耕某局部市场，建立相对牢固的根据地市场和消费者认知。

比如涪陵榨菜的优势市场是华南和华东，主要是广东和江浙沪的一二线城市。消费者以流动人口为主，主要消费场景或是因为凑合而食用榨菜，或是因为不适应华南华东清淡口味而选择较重口味的榨菜（前一个消费场景，日渐受到外卖的侵蚀）。

而鱼泉榨菜长期深耕成都和北京，在这两地占据一定的优势；六必居是北京老字号，在北京及周边地区有着良好的声誉；高福记（饭扫光）和味聚特不仅扎根四川，同时也已经在全国范围内布局，与涪陵榨菜短兵相接；浙江几家榨菜企业长期深耕东北市场，已经形成口味认知；涪陵辣妹子则扎根南京、九江、柳州等地，形成根据地市场……

从这样的对手口中夺食，难度显而易见会高于以前。因此，在对涪陵榨菜公司榨菜销量的增长预计上，采取 2007 至今的年化 4.3%增幅可能已经是保守投资者所能接受的极限了。

实际上，即便是高速增长的过去五年——营业收入从 2013 年末的 8.46 亿增长到 2018 年 19.14 亿，净利润从 2013 年末的 1.41 亿增长到 2018 年的 6.62 亿，公司榨菜销售量的本身，增幅也就在 4.3%这个数据附近。

2013 年销售量 10.44 万吨。2018 年销售总量 14.44 万吨，去掉其中包含的 2015 年收购惠通带来约 1.2 万吨泡菜销售量，年化增幅约 4.87%。

如果考虑到其中还有其他开胃菜的销售量较高增速，主力榨菜产品销售量增幅也就略高于 4.3%。这种增长，还是在公司 2015 年推出的脆口榨菜新品大获成功的前提下获得的。

那么，如果增量很难，涪陵榨菜股份公司的未来在哪里呢？

5.企业的未来

目前看，出路有三：其一是榨菜继续提价，其二是泡菜带来增量，其三是收购推动增长。

先说提价。公司产品提价的花样主要有三种，

①增加每包克重，同时提价，削弱消费者对涨价的反感。这种手法运用主要有两次，一次在 2008 年，主力产品从 70g 包装提升为 100g 包装，同时零售价格从 0.5 元提升为 1 元，让消费者逐步适应 1 元的单价；第二次是 2016 年 7 月，主力产品从原来的 60g 和 70g，统一提升为 88g，零售价格跃升为 2 元。

②缩水减少单包容量，实现变相提价。2010 年，公司将 100g 包装调整回 70g 和 80g 两种规则，价格不变，实现间接提价；2013 年和 2014 年，将 70g 和 80g 产品分别缩水为 60g 和 70g，实现变相提价；2017 年 11 约公司将 88g 和 175g 脆口产品缩水为 80g 和 150g，价格保持不变，实现变相提价；

③简单粗暴直接提价。2017 年 3 月，借着青菜头因气温低而减产的由头（2017 年初青菜头价格上涨约 30%，达到约 920 元/吨），公司宣布对主力产品提价 15~17%；2018 年 11 月，公司再次宣布提价 10%。

在过去十年，公司主力产品年化提价大约 10%。由于榨菜单价低，单次消费量不大，所以消费者对于价格不太敏感。

不太敏感，并不代表完全无感。从公司财报的存货周转率数据，还是能够感知到提价对产品销售速度的影响。



注：存货周转率指标计算公式及使用方法见《手把手教你读财报》200 页。

手把手教你读财报

作者：唐朝　著

2013 和 2014 年的提价，带来存货周转率的显著降低。经过近三年的市场巩固，消费者逐渐适应了新价格后，公司再次提价。

2017~2018 年提价后，存货周转率下降比较快，已经创出涪陵榨菜上市以来存货周转率

的新低。按照历史经验，公司或许至少需要两到三年让消费者逐渐适应和接受新价格。

由此，我认为**未来三年里，除 2018 年 11 月的提价因素能够反映在 2019 年财报里之外，继续实施提价的难度较大。**

综合以上量与价的考量，对于未来三年的榨菜业务部分（含开胃菜），采用年均 4.5%的增量，以及在 2018 年 11 月刚刚提价 10%的基础上，最多再有一次 10~15%的提价的假设（已经很乐观了）。

则**三年后榨菜销量增加约 14%，同时价格提升 27%（1.1×1.15≈1.27），合计带来 45%的增长**（1.14×1.27=1.45），折合年化 13%。

这已经是老唐能做出的最乐观估算了——估计 2019 年会因 2018 年 11 月提价因素而高于 15%（1.045×1.1=1.15），但三年累计增长，可能很难超过 45%（仅指榨菜及开胃菜业务）。

这意味着**三年后的榨菜业务营业收入，能够从当前的 17.6 亿，增长为 17.6×1.45≈26 亿。**

假设增量部分和现有成本一致，提价部分全部转化为税前利润（这是相当乐观的假设了）。则增量带来 17.6×14%×（19.1-12.2）/19.1=0.9 亿税前利润，提价带来 17.6×114%×27%=5.4 亿税前利润。

合计榨菜业务三年后新增 0.9+5.4=6.3 亿税前利润，按照 15%所得税率计算，净利润增长约 6.3×85%=5.4 亿。

接着看泡菜。

公司现有的泡菜产业，主要是 2015 年收购的眉山惠通泡菜。2015 年，惠通营业收入 8785 万，净利润 222 万。因为 10 月 3 日才完成收购并表，所以计入上市公司财报的收入仅有 2113 万

有些券商研报写涪陵榨菜收购惠通泡菜，使惠通 2016 年营收跨越式增长，这是错误的。

事实上，2016 年惠通营收 1.05 亿，增幅不到 20%。

目前的惠通泡菜拥有产能 2 万吨，实际生产销售约 1.2 万吨，部分产能闲置。2018 年泡菜营收 1.47 亿，净利润没有单独披露。但四川惠通食品公司 2018 年总营收 2 亿，净利润是 2352 万。

我们假设惠通除泡菜以外其他业务（榨菜、开胃菜）合计 5300 万营收不赚钱，意味着 1.2 万吨泡菜净利润上限不会超过 2352 万。

公司财报里说惠通泡菜是「四川泡菜行业的知名品牌，是中国下饭菜的开创者」、「“惠通”牌泡菜占有很高的消费者心智，　具备较大的持续性竞争优势」，这种说法有误导性。

以数据观察，惠通在眉山只能算中小企业。眉山市 2018 年泡菜销售收入约 180 亿，占全国泡菜销售收入 1/3 以上。惠通泡菜营收在眉山市占比不足 1%。

在四川省范围内更加不值一提。四川省 2017 年泡菜产销量 390 万吨，产值 330 亿，占全国泡菜行业销售收入的 60%~70%。惠通泡菜在四川省内只是一个约 0.3%的存在。

所以，各类研报提到的泡菜产业有500亿市场空间，这个数据没有错。但研报里不提的是，这500亿市场空间还有另外的99.7%的企业一起争食。

在榨菜很难大幅增量的情况下，转而寻找新产品，共用销售渠道推动增长，这个思路无疑是对的。

目前公司新设辽宁开味公司，新建5万吨泡菜项目。建成后，辽宁开味和眉山惠通的泡菜产能合计达到7万吨。

假设2021年7万吨泡菜，都能打入乌江榨菜的渠道并顺利销售出去，合计创造营收7/1.2×1.47=8.6亿，达到约等于2013年涪陵榨菜股份公司的营收规模。

假设由于规模效应和产品涨价原因，净利润率也可以达到2013年涪陵榨菜水平（这又是相当乐观的假设了），则净利润可以达到约1.4亿（2013年涪陵榨菜公司净利润水平），约为2018年泡菜净利的7倍。

这样的假设下，泡菜可以为公司带来增量净利润1.2亿。

本来想着海天那么牛，涪陵榨菜的酱油应该也有增长点。但看财报发现，酱油增长纯属意淫。

酱油公司只是为了环保和废物利用而存在。主要业务是利用榨菜公司腌制榨菜后的盐水生产酱油。

早在2009年利润就有62万，到2018年净利润仅37万，相对于2003年投入的800万资金，这个公司基本不产生经济价值。

可以与之对比的是，公司2007年花150万收购的邱家榨菜公司，2018年净利润已经做到375万。

以上榨菜业务和泡菜业务，在乐观估计下，合计能在2021年为公司带来5.4+1.2=6.6亿净利润增长。

再假设政府年补助保持0.35亿不变，理财收入因为每年有净利润的70%沉淀（假设30%分红率），预计到2021年理财收入1.3亿，增加净利润约0.7亿。

若以上假设与最终事实吻合，在不考虑新收购发生的情况下，按照乐观估计，2021年涪陵榨菜公司的净利润约为6.6+6.6+0.7≈14亿。

按照当前无风险回报率约4%，叠加公司净利润含金量100%两大特性，按照老唐估值法，可以给予25倍合理估值，2021年合理市值为14×25=350亿，至少在175亿以下才有买入价值。

注意，老唐在《价值投资实战手册》113页，清晰写明了**“合理估值的市盈率倍数，不区别行业特性或企业历史市盈率数据”**，故，本文不讨论“25倍怎么来的？、历史平均市盈率35倍的企业，给予25倍市盈率是否合适”之类的问题。

不理解此问题的，“你的口袋，多了三十三块，这些钞票够你买本书回来”——郑智化《三十三块》调，预备唱！

目前市值 240 亿，对应 6.62 亿净利润，估值为 36 倍，偏高估，不适合买入。

如果我已经持有该股，年内 40 倍以上区域可持可减（265 亿以上市值），50 倍以上区域一定会考虑退出（330 亿以上市值）。

还有一个可能带来增长的未知因素，收购。

公司今明年继续策划收购的可能性非常大。公司最近几年曾经几次策划收购。在 2015 年对眉山惠通的收购成功以后，连续两次收购企图，均因和收购对象未达成一致而终止。

2016 年 3 月 28 日停牌，至 6 月宣布未成功，终止收购；2017 年 12 月 4 日再次宣布因意图进行重大资产收购而停牌，至 2018 年 3 月底宣布和收购对象未达成一致，终止收购。

2018 年 3 月这次收购,终止后披露了目标资产,是四川味之浓和四川恒星两家企业 100%股权。

味之浓是位于四川省眉山市的一家调味品企业，主要生产火锅底料、夹馍酱等（奇怪，公司官网 www.vizino.cn 已经被一家彩票销售页面劫持，是我巧遇劫持还是一直如此？）。

四川恒星是味之浓的控股股东，同样位于眉山市泡菜产业园区，主要是生产郫县豆瓣的（读作皮县）。是位于郫县团结镇的郫县豆瓣知名企业“恒星调味品有限公司”的关联公司。

导致收购流产的关键因素，可能是涪陵榨菜收购眉山恒星后，关于“恒星”品牌（赵雅芝代言）使用权的问题，在涪陵榨菜公告上表述为“标的企业在解决同业竞争的方式上，无法与其关联单位所有股东达成一致，导致并购后无法解决同业竞争问题”。

从这个流产收购可以看出，近期涪陵榨菜管理层可能对郫县豆瓣、夹馍酱、火锅底料中的一种或几种产品感兴趣，意图收购此类资产并将其整合入乌江榨菜的销售网络里去。

另外一方面，公司在生产经营无重大资金需求的情况下，保持低分红率（最近三年分红率都在 30%左右），累积大量资金用于短期滚动理财，除了部分项目扩产需要占用资金以外，也可能是为意向收购准备资金。

公司收购其他品类，然后将其投入到乌江榨菜渠道中去，我认为是合适的策略。而且从惠通收购以及后面两次流产收购看,管理团队在收购问题上的标准是严格的,出价是谨慎的,也是严守能力圈的。并未出现为了扩大管理规模而放松收购标准的迹象，这方面令人欣慰。

不过，这个管理团队持股量很小，占比仅约 2%。而且工资待遇也不高，或许存在激励不够的问题。

公司管理层不断减持股份，似乎也显示了对公司发展前景的不乐观看法。

按照上市之初的持股量，董事长持股 552 万股，其他 8 名核心高管每人持有 84.6 万股，经过上市后的三次转增，如果不减持，董事长应该有持有约 2120 万股，市值约 6 亿多。

实际目前董事长持股包括转给夫人的持股在内，仅有 1325 万股，市值约 4 亿。上市至今已经陆续减持超过 1/3 的持股量了。

其他高管也一样，如果期间不出售，目前应该每人持有约 325 万股，市值近亿，但目前公司总经理持股还剩 173 万股，已经减持近半。

其他高管里面，剩余持股量最大的为 226 万股（以前的副总，现任监事长），也已经减持了超过 30%，有部分高管甚至已经清仓。

综上所述，老唐的结论是：**涪陵榨菜是一个小行业里的大企业，拥有自己的利基市场。先发优势带来的规模以及足够宽广深入的营销网络是公司最核心的竞争力，品牌和技术也具有一定的领先优势。**

公司盈利质量高，盈利能够持续，且无需重大资本投入即可保持当前盈利能力，管理层历史展示了对行业的深度理解和专注，是一家值得持续关注的好企业。当前 240 亿估值偏高，接近卖出区，不适宜买入。

你看，这就是价值投资道理很容易懂，但真正做下去很难的第一个原因“乏味”。

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。

最后再次申明：阅读和研究涪陵榨菜财报，是应书房读者点杀。

本文仅仅是老唐首次阅读涪陵榨菜相关资料，前后大约也就数小时得出的结论。文章仅为交流沟通之用，**不妥之处，欢迎指出，但请勿以阴谋论观点看待之。**

老唐目前持仓 40%茅台，26%腾讯，12%分众，8%洋河，7%海康，6%古井 B，2019 年内收益 37%。目前不持有涪陵榨菜股票，未来 72 小时也没有购入计划。

自 2014 年公开实盘以来，年收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，37%（均不含新股收益），2014 年元旦的 1 元，当前净值为 4.1 元。

文章已于 2019-04-07 修改

第560篇.　　2019.4.8-《小菜头的大世界》的一处数据错误修订

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2019-04-08

很抱歉，今天发出的《小菜头的大世界——涪陵榨菜财报印象》有一处数据疏漏，感谢书房读者@Abend 的细心指出，谢谢

虽然不影响文章逻辑和结论，但终究是个错误，说到底，还是老唐在匆忙中不够仔细。原文无法修改，只能通过补发来解决。

在文章第二部分股东回报分析里，关于公司的转增股，我统计漏了 2013 年的 10 转 3，导致后面的分红金额和最终股份数量与事实不符。

正确表格如下（红色数字是修改过的）

年度	净利润（亿）	每股分红	每股转股	公众股东现金红利	公众股东股份余额	分红时间
2010	0.56	0.3		1200	4000	2011/6/3
2011	0.88	0.35		1400	4000	2012/5/11
2012	1.26	0.35		1400	4000	2013/6/7
2013	1.41	0.2	0.3	800	5200	2014/7/10
2014	1.32	0.1	0.6	520	8320	2015/7/3
2015	1.57	0.2	0.6	1664	13312	2016/5/11
2016	2.57	0.1	0.5	1331.2	19968	2017/5/26
2017	4.14	0.15		2995.2	19968	2018/6/13
2018	6.62	0.26		5191.68	19968	
				16502.08	市值60.9亿	

由此，引发两处文字需要跟随修改，一是股东回报计算，二是管理层减持股票数量。

股东回报计算部分，表格之下修改为（红字为修改内容）：

将公众股东作为一个整体看待，从 2010 年 11 月投入 5.6 亿后，9 年累计收到现金红利 **1.65** 亿元（含 2018 年分红方案。未扣除红利税），不计算红利再投入，股份数量变成 **19968** 万股，当前市值 **60.9** 亿。

从 5.6 亿投入，变成 **60.9+1.65≈62.5** 亿，不到九年时间 **11** 倍，年化收益率超过 **30%**。期间市盈率从 51.7（或 39）倍跌至 36.4 倍，贡献为负值，股东收益全部来自企业成长。

管理层减持部分，修改为：

按照上市之初的持股量，董事长持股 552 万股，其他 8 名核心高管每人持有 84.6 万股。经过上市后的 **4** 次转增，如果不减持，董事长应该持有约 **2755** 万股，市值约 **8.4** 亿。

实际目前董事长持股包括转给夫人的持股在内，仅有 1325 万股，市值约 4 亿。上市至今已经陆续减持超过 **1/2** 的持股量了。

其他高管也一样，如果期间不出售，目前应该每人持有约 **422** 万股，市值约 **1.3** 亿，但目前公司总经理持股还剩 173 万股，已经减持近 **60%**。

其他高管里面，剩余持股量最大的为 226 万股（以前的副总，现任监事长），也已经减持了超过 45%，有部分高管甚至已经清仓。

再次感谢@Abend。老唐为自己的疏忽表示歉意，以后尽量注意。

因为公众号一天只能推送一次，所以最快只能设定为零点自动推送。希望各位还没有注意到这个错误，也没有因为这个数据而困惑

原文：[小菜头的大世界——涪陵榨菜财报印象]

Wyn

老唐，想问下，你觉得这公司的核心竞争力在哪呢？

作者

1.渠道，2.品牌，3.规模效益

第561篇.　　2019.4.12-加仓——2019/4/12

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2019-04-12

今天有加仓。因为在旅途中（今天是本次出游第 27 天，在大河南境内晃悠的第 20 天），下午收盘后没有时间和条件记录，破例记录后再出发。

首先感谢朋友们的认可和厚爱，使《价值投资实战手册》和《手把手教你读财报》口口相传、持续霸占投资类书籍畅销榜，让“卖书郎”得以有版税收入来加仓



虽然钱来的有点晚，心仪股票已经涨幅巨大，但有钱加仓总是令人身心愉悦的。

今天增加几十万投入，大约分众、洋河各一半，成交价分别为 6.90 元和 119.24 元。

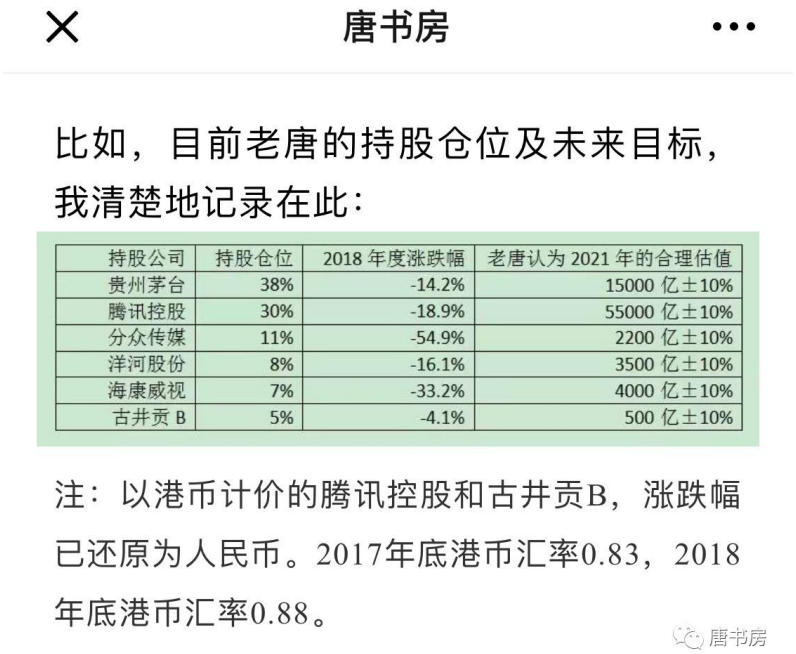


加仓完成后，截止 4 月 12 日 9:35，持股茅台 40%，腾讯 26%，分众 13%，洋河 9%，海

康 7%，古井 B5%，2019 年内收益 37%。

自 2014 年公开实盘以来，年收益分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，37%（均不含新股收益），若 2014 年元旦净值为 1 元，则当前净值为 4.1 元。

加仓的理由很简单。在去年底的总结《老唐的 2018》里（向书房发送“2018”可提取该文），老唐对自己持有的 6 只股票有个估值如下表：



持股公司	持股仓位	2018 年度涨跌幅	老唐认为 2021 年的合理估值
贵州茅台	38%	-14.2%	15000 亿±10%
腾讯控股	30%	-18.9%	55000 亿±10%
分众传媒	11%	-54.9%	2200 亿±10%
洋河股份	8%	-16.1%	3500 亿±10%
海康威视	7%	-33.2%	4000 亿±10%
古井贡 B	5%	-4.1%	500 亿±10%

因外汇管制的原因，购买古井贡 B 股困难。其他五只个股里，尚能基本满足老唐估值法买入区间的，就只有分众和洋河了，so……。

郑重提醒：老唐从来没有预测短期股价涨跌的本领，更没有抄底逃顶的神功。加仓仅代表我个人认为该公司目前处于低估状态+恰好有钱到账，但是：

①老唐完全有可能对公司判断错误，无论是分众还是洋河；

②低估后暴跌也是常见现象（老唐还曾为此在书房里专门写过一篇文章，谈论为何低估区域反而更容易出现暴跌的原因），毕竟分众和洋河最近几个月内涨幅已经有 40%~50%了，出现暴跌或阴跌调整毫不奇怪。

所以，**请独立思考。老唐持有的任何个股都有股价腰斩的风险，请千万不要无脑跟风。**

乐观时无脑跟风，股价跌了就作受害者状，骂分享者是“吹票”或“庄托”，这样的思维方式铁定亏钱，哪怕抄巴菲特和施洛斯的作业也逃不掉亏钱的结局，区别顶多也就是时间早晚的问题

老唐很忙，比杜甫忙，没有时间和兴趣“吹票”。我的持股至少以年为单位，就算短期内真的被“吹”起来，我会是受害者。就好比现在以已经上涨四五成的价格来买入，对我而言，这就是实实在在的亏损。

老唐也不认识什么庄家。在我眼里，凡是以“庄”的思路考虑股市的，基本都是送财童子——二十多年的股市历史表明，“庄家”也是送财童子，个头比较大的那种

借机说两件小事：

第一，最近一两周，书房问答广场里提问最多的问题，是关心老唐为什么不用涨幅巨大的茅台去换分众或洋河，或者什么时候才会去换？我一概没有回答。这里面有重要的投资理念细节问题，等我哪天有空，专门码一篇文章来说说这事儿。

第二，《证券市场周刊》编辑将老唐周末发表的《小菜头的大世界》缩编整理过后，发在了今天出版的杂志上，这是经过我授权的。明后天我会抽空将其收录于书房，没有新内容，已经读过的朋友可以跳过明天或后天的推送。

本文推送后就出门了，留言等旅途休息时再来上墙祝朋友们周末愉快！

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

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2019-04-13

老唐注：本文发表于 4 月 12 日的《证券市场周刊》，文章是 4 月 7 日书房文章《小菜头的大世界》精简版，无新内容，看过的朋友可以跳过。

涪陵榨菜，小菜头的大世界

涪陵榨菜是一个小行业里的大企业，先发优势带来的规模以及足够宽广深入的营销网络是公司最核心的竞争力。但当前 240 亿估值偏高。

本刊特约作者　　唐朝/文

涪陵榨菜（002507.SZ）的财报透明到底，数据显示，这是一家专注主业且主业经营相当不错的企业，是一块“好地”。通常而言这种企业都会给长期股东带来非常理想的回报。

公司于 2010 年 11 月上市，募集资金 5.6 亿元。将公众股东作为一个整体看待，从 2010 年 11 月投入 5.6 亿元后，9 年累计收到现金红利 1.65 亿元（含 2018 年分红方案，未扣除红利税），不计算红利再投入，股份数量变成 19968 万股，当前市值 60.9 亿元。也就是说，年化收益率超过 30%。期间市盈率下跌，贡献为负值，股东收益全部来自企业成长。

原料来源不是护城河

涪陵榨菜上市至今，是从龙头成长为更大龙头的过程。上市之时，涪陵榨菜已经是国内最大的榨菜生产和销售企业。

涪陵地区的榨菜产业以及涪陵榨菜集团股份公司，能够做到全国最大，有其历史和地理原因。

榨菜的原材料叫青菜头，按照招股说明书披露，青菜头的产地有明显的区域特征，主要集中在重庆和浙江地区，两地集中了84%的种植面积，其中重庆涪陵地区占46%份额，重庆其他地区占14%份额，浙江地区占24%份额。因而当地也就有了制作榨菜的传统。

青菜头供应存在明显的区域特征，且其收割集中在每年2月前后的一个月时间内。属于低值易耗品，长途运输不仅运输成本高企，而且也容易变质甚至腐烂。这些原因导致了榨菜企业一般围绕青菜头产地设厂，也存在着明显的地域特征。

按照前瞻产业研究院的数据，2017年，涪陵榨菜、鱼泉榨菜、北京六必居、高福记下饭菜、四川味聚特五家企业占据的市场份额接近70%。

然而，青菜头供应集中，并不意味着涪陵榨菜公司或其他公司，有能力对青菜头形成垄断。

按照涪陵榨菜办2019年3月初的披露：“截止2月28日，全区青菜头已全部收砍结束，收砍面积72.5万亩，总产量160.15万吨，其中外运鲜销54.4万吨，收购加工103.8万吨，农民自食1.95万吨。在收购加工的青菜头中，榨菜企业收购42万吨，占40.5%，加工户收购61.8万吨，占59.5%。其中榨菜集团公司（即上市公司涪陵榨菜）收购30万吨，与去年收购量持平。”

可以看出，仅涪陵市青菜头产量就超过160万吨，而榨菜企业仅收购约1/4，即便加上加工户收购用以生产半成品的61.8万吨，依然有1/3青菜头是需要寻找销路的。

因而，才有涪陵政府四处去各大城市推销青菜头的事儿。按照“今日重庆”报道：“2018年11月中旬，涪陵区组织各乡镇及区级有关部门、部分榨菜重点龙头企业、榨菜（蔬菜）专业合作社前往全国50多个大中城市，宣传拓展涪陵青菜头销售市场“，最终，如同榨菜办的披露——2019年2月“外运鲜销54.4万吨”。

同样在榨菜办的通报里，还可以看到：“综合各时期青菜头收购数量、价格测算，今年青菜头收购均价为690元/吨。榨菜集团公司降价收购和个别加工户收购价低，引发了一些菜农不满，甚至到相关部门反映。”

很明显青菜头已经处于供大于求的阶段，不仅有大量低价的四川青菜头拉到涪陵产地来出售（这大概也是公司在眉山地区启动5.3万吨袋装榨菜生产线的主要动力），而且涪陵榨菜集团股份公司违背保护价承诺，降价收购还引发了菜农不满。

可以推断，榨菜生产的原料不是问题，任何企业只要能找到市场，都可以收购到足够的优质青菜头从事榨菜生产。

增量的困难

从上述数据还可以看出，涪陵地区榨菜公司及加工户共计消化青菜头103.8万吨，按照招股说明书披露的每三斤青菜头生产一斤榨菜的比例推算，涪陵地区全年榨菜生产总量约35万吨。

无论按照招股说明书披露的2008年涪陵地区榨菜产销量占全国行业总量的45.83%口径，

还是按照最近新闻报道里的“涪陵榨菜产销量独占全国榨菜产业半壁江山”口径，全国2018年榨菜行业总销量应该不会超过75万吨。而招股说明书披露，2007年底全国榨菜总销量68.9万吨。照此推算，至今为止，全国榨菜总消费量近于零增长。

同期，涪陵榨菜集团股份公司销量从8.16万吨，增长至约13万吨（2018年报显示销售总量14.44万吨，其中包括约1.2万吨泡菜、几千吨其他开胃菜及酱油），年化增长约4.3%，主要依赖抢占散装榨菜以及行业里其他小榨菜企业市场份额。

因此，在看到涪陵榨菜企业经营高歌猛进，股价大幅上涨的时候，投资者容易受到市场乐观情绪影响，对未来抱过高期望。此时恰恰应该冷静的认识到，榨菜销售量的持续增长可能会越来越困难。

原因之一是，从生活方式上讲，健康生活要求减少盐的摄入量，而榨菜（哪怕是低盐风格的榨菜）含盐量比较高是无法规避的事实。之二是，散装和弱小企业总是最先在竞争中淘汰，留下的企业，总是各有各的竞争优势，实力会相对更强。

正如数据显示，前五大企业市场份额已经接近70%，前十大企业市场份额超过85%，这些企业大多长期坚持深耕某局部市场，建立相对牢固的根据地市场和消费者认知。

比如涪陵榨菜的优势市场是华南和华东，主要是广东和江浙沪的一二线城市。而鱼泉榨菜长期深耕成都和北京，在这两地占据一定的优势；六必居是北京老字号，在北京及周边地区有着良好的声誉……

从这样的对手口中夺食，难度显而易见会高于以前。实际上，即便是高速增长的过去五年——营业收入从2013年末的8.46亿元增长到2018年19.14亿元，净利润从2013年末的1.41亿元增长到2018年的6.62亿元，公司榨菜销售量增幅也就是4.3%左右。2013年销售量10.44万吨，2018年销售总量14.44万吨，去掉其中包含的2015年收购惠通带来约1.2万吨泡菜销售量，年化增幅约4.87%。

如果考虑到其中还有其他开胃菜的销售量较高增速，主力榨菜产品销售量增幅也就略高于4.3%。这种增长，还是在公司2015年推出的脆口榨菜新品大获成功的前提下获得的。

未来的三种可能出路

如果增量很难，涪陵榨菜的未来在哪里？目前看，出路有三：其一是榨菜继续提价，其二是泡菜带来增量，其三是收购推动增长。

先说提价。公司产品提价的花样主要有三种，一是增加每包克重，同时提价，削弱消费者对涨价的反感。这种手法运用主要有两次，一次在2008年，主力产品从70g包装提升为100g包装，同时零售价格从0.5元提升为1元；第二次是2016年7月，主力产品从原来的60g和70g，统一提升为88g，零售价格跃升为2元。

二是缩水减少单包容量，实现变相提价。2010年，公司将100g包装调整回70g和80g两种规则，价格不变；2013年和2014年，将70g和80g产品分别缩水为60g和70g；2017年11月，将88g和175g脆口产品缩水为80g和150g，价格保持不变。

三是直接提价。2017 年 3 月，借着青菜头因气温低而减产的由头（2017 年初青菜头价格上涨约 30%，达到约 920 元/吨），公司宣布对主力产品提价 15-17%；2018 年 11 月，再次宣布提价 10%。

在过去十年，公司主力产品年化提价大约 10%。由于榨菜单价低，单次消费量不大，所以消费者对于价格不太敏感，但这并不代表完全无感。从公司财报的存货周转率数据，还是能够感知到提价对产品销售速度的影响。

2013 和 2014 年提价，存货周转率显著降低。经过近三年的市场巩固，消费者逐渐适应了新价格后，公司再次提价。但 2018 年存货周转率下降比较快，已经创出涪陵榨菜上市以来存货周转率的新低。按照历史经验，公司或许至少需要两到三年让消费者逐渐适应和接受新价格。

由此，未来三年里，除 2018 年 11 月的提价因素能够反映在 2019 年财报里，继续实施提价的难度较大。

综合以上量与价的考量，对于未来三年的榨菜业务部分（含开胃菜），采用年均 4.5%的增量，以及最多再有一次 10-15%的提价的假设（含增值税下降因素带来的变相提价），可能已经很乐观了。

那么，三年后榨菜销量增加约 14%，同时价格提升 27%，合计带来 45%的增长，折合年化 13%。这意味着三年后的榨菜业务营业收入，能够从当前的 17.6 亿元，增长为 26 亿元。

假设增量部分和现有成本一致，提价部分全部转化为税前利润，则增量带来 0.9 亿元税前利润，提价带来 5.4 亿元税前利润。合计榨菜业务三年后新增 6.3 亿元税前利润，按照 15%所得税率计算，净利润增长约 5.4 亿元。

接着看泡菜。公司现有的泡菜产业，主要是 2015 年收购的位于眉山的四川惠通食业公司（下称“惠通”）。

2015 年，惠通营业收入 8785 万元，净利润 222 万元。因为 10 月 3 日才完成收购并表，所以计入上市公司财报的收入仅有 2113 万元。2016 年惠通营收 1.05 亿元，增幅不到 20%。

目前，惠通拥有泡菜产能 2 万吨，实际生产销售约 1.2 万吨，部分产能闲置。2018 年泡菜营收 1.47 亿元，净利润没有单独披露。但惠通 2018 年总营收 2 亿元，净利润是 2352 万元。假设惠通除泡菜以外其他业务（榨菜、开胃菜）合计 5300 万元营收不赚钱，意味着 1.2 万吨泡菜净利润上限不会超过 2352 万元。

涪陵榨菜集团股份公司财报说惠通泡菜是“四川泡菜行业的知名品牌，是中国下饭菜的开创者”、“‘惠通’”牌泡菜占有很高的消费者心智，具备较大的持续性竞争优势”，这种说法有误导性。以数据观察，惠通在眉山只能算中小企业。

眉山市 2018 年泡菜销售收入约 180 亿元，占全国泡菜销售收入 1/3 以上。惠通泡菜营收在眉山市占比不足 1%。在四川省范围内更加不值一提，占比仅约 0.3%。四川省 2017 年泡菜产销量 390 万吨，产值 330 亿元。

所以，各类研报提到的泡菜产业有 500 亿元市场空间，数据没有错。但研报里不提的是，还有另外 99.7%的企业一起争食。

在榨菜很难大幅增量的情况下，涪陵榨菜转而寻找新产品，共用销售渠道推动增长，这个思路无疑是对的。目前公司新设辽宁开味，新建 5 万吨泡菜项目。建成后，辽宁开味和惠通的泡菜产能合计达到 7 万吨。

假设 2021 年 7 万吨泡菜都能打入乌江榨菜的渠道并顺利销售出去，合计创造营收 8.6 亿元，达到约等于 2013 年涪陵榨菜的营收规模。再假设由于规模效应和产品涨价原因，净利润率也可以达到 2013 年涪陵榨菜水平（这又是相当乐观的假设了），则净利润可以达到约 1.4 亿元（2013 年涪陵榨菜净利润水平），约为 2018 年泡菜净利的 7 倍。这样的假设下，泡菜可以为公司带来增量净利润 1.2 亿元。

以上榨菜业务和泡菜业务，在乐观估计下，合计能在 2021 年为公司带来 6.6 亿元净利润增长。

再假设政府年补助保持 0.35 亿元不变，理财收入因为每年有净利润的 70%沉淀（假设 30%分红率），预计到 2021 年理财收入 1.3 亿元，相比 2018 年 0.5 亿出头的理财收入，增加近 0.8 亿税前利润，折合近 0.7 亿元净利润。

若以上假设与最终事实吻合，在不考虑新收购发生的情况下，按照乐观估计，2021 年涪陵榨菜的净利润约为 14 亿元。按照当前无风险回报率约 4%，叠加公司净利润含金量 100%两大特性，可以给予 25 倍合理估值，2021 年合理市值为 350 亿元，以三年获利 100%为目标，至少在 175 亿元以下才有买入价值，目前市值偏高估。

还有一个可能带来增长的未知因素，收购。

公司今明年继续策划收购的可能性非常大。公司最近几年曾经几次策划收购。在 2015 年对惠通的收购成功以后，连续两次收购均因和收购对象未达成一致而终止。2018 年 3 月的收购终止后披露了目标资产，是四川味之浓和四川恒星两家企业 100%股权。

味之浓是位于四川省眉山市的一家调味品企业，主要生产火锅底料、夹馍酱等。四川恒星是味之浓的控股股东，同样位于眉山市泡菜产业园区，主要是生产郫县豆瓣，是位于郫县团结镇的郫县豆瓣知名企业“恒星调味品有限公司”的关联公司。

从这个流产收购可以看出，近期涪陵榨菜管理层可能对郫县豆瓣、夹馍酱、火锅底料中的一种或几种产品感兴趣，意图收购此类资产并将其整合入乌江榨菜的销售网络里去。

另外，公司在生产经营无重大资金需求的情况下，保持低分红率（最近三年分红率都在 30%左右），累积大量资金用于短期滚动理财，除了部分项目扩产需要占用资金外，也可能是为意向收购准备资金。

公司收购其他品类，然后将其投入到乌江榨菜渠道中去，我认为是合适的策略。而且从这几次收购看，管理团队在收购问题上的标准是严格的，出价是谨慎的，也是严守能力圈的，并未出现为了扩大管理规模而放松收购标准的迹象，这方面令人欣慰。

不过，这个管理团队持股量很小，占比仅约 2%。而且工资待遇也不高，或许存在激励不够的问题。

而公司管理层不断减持股份，似乎也显示了对发展前景的不乐观看法。上市至今，董事长周斌全已经陆续减持超过 1/2 的持股。其他高管也一样，有部分高管甚至已经清仓。

（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563篇.　　2019.4.16-河南印象（上）

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2019-04-16

从 3 月 24 日进入河南境内，到 4 月 14 日离开，在河南境内累计晃悠了整三周。从内乡开始到开封结束，行程约 1500 公里，日均车程不足百公里。



足迹在河南地图上划出一个小写的“g”，大概是“杠杠滴”的开头拼音吧，也代表着河南给我们留下的良好印象。

其实原本我对河南是有些成见的，这成见来自二十多年前被河南人骗过一次。

大约是1992~1997年之间的事情，具体是哪年忘记了。只记得当时在一份大报上看到一则外包加工广告，是河南新乡一家企业承接了太多的外贸订单，大概是用线串起珠子组装成门帘图案还是什么工艺品（记忆模糊了），需要外包加工。

厂家提供原材料，负责培训，支付加工费，负责回收产品。

忘记了是自己在做期货之前的财富积累阶段，还是做期货破产后急于东山再起的时期，总之，被丰厚的加工费蒙住了双眼。

和对方电话联系过后，小唐就开始做发财梦了：接下订单，领回材料，然后培训当地农民动手，厂家的加工费和支付给农民的加工费之间的差价，就是我的利润，数量×差价=利润，balabalaba……

憧憬中，在内裤口袋里塞了几千元本钱（好像是3000元左右），坐上最便宜的绿皮火车，一路咣当，到了新乡。

公司就在距离城区不远的一个乡镇，办公大楼也颇为气派（事后推测，可能是租或借了别人大楼里的一间办公室）。被一名负责接待的小伙子带上四楼财务室，签了合同交了钱，然后等着第二天接受培训。

可能钱离手后，人的理智又开始回到身上了吧！那时的小唐，居然想起摸到当地的工商局去咨询。

结果工商局的人说，这事儿全国各地投诉的人挺多，基本上都是加工好产品后，过来交货时被认定不合格，然后不收货，也不退押金。

由于是合法注册的公司，双方也是依照合同行事，就算有问题也是经济纠纷，不归他们管。只能等违约事实发生后，选择到法院起诉。

那一晚，我不知道自己是怎么度过的。在无穷的忏悔、反思和自责中，最终决定暴力讨回自己的血汗钱。

第二天，我携带一把水果刀按时抵达公司。依然是在四楼，等待被带去参加所谓培训。

在闲聊中，我将接待我的那个小伙子诱至走廊边沿，突然爆发，卡住他的脖子，用刀子逼近他的喉咙，将其半边身子推至楼外，然后要求拿回自己的钱。

期间的争吵、赌命、互相恐吓略过，总之，财务室里的人，把我的钱还给我了。

我挟持小伙子慢慢走下大楼。还没有走出大院，就遇到昨天的司机开着车进大院。司机奇怪地看着我俩往外走，问了一句什么，我口中嘟囔，一边应付着一边加快步伐往外走。

结果一恍神间，人质从我手中挣脱，大喊“堵住他”。我撒腿就跑，那个小伙子、司机还有另外一个或者两个小伙子跟着追。

跑出那个大院，外面是农田。农田里是低矮的庄稼，可能是麦子，记不清楚了，总之很

矮，不影响奔跑。

窜进村庄，我意识到可能完蛋了。能在这里骗人，这村子可能就是他们的大本营，不会有人帮我。

情急之下，看一户人家开着门，一个老大爷在门口，我立刻冲了进去，顺手提溜了一把锄头还是铁锹，一边上房（河南农村的房子，大门边上都有一间平顶的房子，用于晾晒，常备有梯子），一边冲老大爷喊“抢劫，出人命啦！”

几个人追过来，我踢倒梯子，手持铁锹（还是锄头）站在房顶与之对峙，并声称上来一个劈死一个。几个人左右尝试了一阵，终究我居高临下，占据优势守住了房顶。

老大爷用听不真切的本地话和几个人争吵着什么，大院方向又来了一个人，跟这几个年轻人嘀咕了一阵，几个年轻人悻悻然地撤了。

老大爷搭上梯子，喊我下来。可能因为脱力，也可能因为警惕，记忆里好像我又在房顶上又待了很久，才摸索着下来。

感谢了老大爷之后，居然平安无事地离开了那个村庄，离开了新乡。或许是骗子们还有很多业务要继续吧，实在是好运气，事后一身冷汗，感谢上天！

后来的记忆，我是从新乡坐长途汽车走山西侯马离开的，路上真正理解了“贫穷”二字的内涵。

那场景，是极度饥饿的小唐和一大群乘客一起，在一个前不着村后不着店、满天风沙带起黄土和煤灰的公路边，购买路边农妇用肮脏的废报纸包着的韭菜盒子，咬一口韭菜盒子呸一口黄沙，却感觉无比香甜。那就是贫穷。我不想贫穷。

回头想，这骗局其实非常弱智，稍微愿意理性思考一下，就能想到河南以人口众多著称，贫穷是出了名的。幼时生活在农村，经常有河南人上门讨饭，家长通常都会给一碗饭、一块饼或者一碗米。

如果真有那样的生意，哪里还用去外省的报纸上打广告呢？附近村落的闲余劳动力几乎是取之不竭用之不尽的。

然而，人被利益蒙住双眼的时候，常识很容易消失不在。即便有一点点疑心，也很容易自动脑补，帮骗子找合理解释，给自己创造希望。今天的世界，今天的股市，照样天天发生着同样的骗局，道理都是一样的。

提这段陈年旧事，主要想说自己对河南是有成见的，再加上这些年网络之上编排河南人的段子不少，例如某某临死前高喊“千万不要相信河南人”之类的。

包括这次老唐进河南前，在书房问答广场悬赏咨询河南旅游路线时，也有很多朋友提醒我注意提防河南人，可能被宰，可能被偷，可能被敲汽车玻璃等等。所以，老唐夫妻进河南境内，多少还有些担心。

然而，事实上，河南之行没有遇到任何宰客行为，也没发生任何不愉快的事情，全程体验非常好（最棒的体验在洛阳和开封，最差的体验在信阳），大大地扭转了我头脑里对河南

及河南人原有的一点偏见。

由于湖北的大部分地区都是以往游历过的，所以 3 月 22 日下午抵达湖北，3 月 23 日去了明显陵（明嘉靖帝亲爹妈的墓地。嘉靖帝继承的是堂兄的皇位）及其脚下的莫愁古村（这村子搞的非常不错，比显陵好玩多了）和莫愁湖（很漂亮），3 月 24 日就进入了河南境内。

先记个流水账，再说感受：

3 月 24 日：内乡县衙，住南阳

3 月 25 日：南阳卧龙岗、南阳府衙，住信阳

3 月 26 日：信阳鸡公山，住信阳

3 月 27 日：信阳南湾湖，住驻马店。

3 月 28 日：到许昌，入住休息半日。游许昌曹魏古城、护城河，读茅台财报和分众一季报，写《茅台的喜与分众的雷》

3 月 29 日：许昌曹丞相府、霸陵桥关公辞曹景区，住许昌

3 月 30 日：许昌神垕镇、钧瓷博物馆，住郑州

3 月 31 日：休息，住郑州，写《大足石刻印象》

4 月 1 日：黄河风景区，住新乡

4 月 2 日：汤阴岳王庙，住安阳，发点杀帖

4 月 3 日：安阳殷墟博物馆、红旗渠纪念馆，住林州

4 月 4 日：红旗渠景区、郭亮村，住新乡

4 月 5 日：住新乡休息，读榨菜财报

4 月 6 日：写榨菜文，住新乡

4 月 7 日：领导过生，住新乡

4 月 8 日：康百万庄园、黄河小浪底，住洛阳

4 月 9 日：洛阳龙门石窟，住洛阳

4 月 10 日：洛阳关林、国家牡丹园，住洛阳

4 月 11 日：洛阳白马寺，少林音乐大典，住登封

4 月 12 日：中岳庙、嵩阳书院、少林寺，住开封

4 月 13 日：开封清明上河园，住开封

4 月 14 日：开封包公祠、延庆观。离开河南。

流水账之后，说说大致感受和体验，算是个人记录，也算是给以后打算去的朋友们做个参考。

内乡县衙，是我们抵达河南的第一个景区。进入内乡县后，有点震惊其落后，大概相比成都周边的小县城，估计落后 15 年左右（还好，到南阳以后就没有这种感觉了）。道路破烂，建筑陈旧，也只有市中心的县衙附近还算看得过去。

由于风大，加上地面黄土暴露，所以很容易被大风卷起漫天尘土，加上电瓶车行人极度

不守规则，交通非常混乱，开车胆战心惊，生怕对不住行人和电瓶车以生命交托的信任。

但县衙值得看。秦灭六国之后，天下设为三十六郡，郡下设县。历经两千多年，虽然朝代更替，但到今天为止，国家行政机构基本延续了大秦体制，县始终是最基层的王权单位。

到大清末年，帝国共有 1591 个县，1591 个县衙，完整保留下来的，仅有内乡一处——说到这儿，我想起来张五常曾经写过一本小书，名字叫《中国的经济制度》，从县域竞争的角度解剖中国几十年来经济高速发展的体制秘密，挺值得一读的。

内乡县衙的历任县令里面，最知名的当属金代元好问。元好问在丘处机和成吉思汗去世的那年，上任内乡县令。

元好问是宋金对峙时期，北方最有成就的作家和历史学家，一代文宗，又是金元之际在文学上承前启后的桥梁。后人曾赞叹说：唐有李杜，宋有三苏，而金元，只有元好问一人。

元好问的名句“问世间，情为何物，直教生死相许？”，来自其作品《摸鱼儿.雁丘词》。是元好问听一位捕雁人说：“今日获一雁，杀之矣。其脱网者悲鸣不能去，竟自投于地而死”后，有感而发。

这名句借金庸之手、李莫愁之口，传遍大江南北。千古以来没有标准答案，可以预见的未来，痴情男女们恐怕仍将继续追问下去。问世间，情为何物，直教人生死相许？

作为中国第一座衙门博物馆，参观它不仅可以亲身感受古代衙门的真实布局，也可以从其中展览的历史资料里了解到帝制时代的官僚体制及运转规则。

除此之外，记忆深刻的还有大堂的审案表演、很多有趣的对联展览以及牢房里展示的各种残酷的刑罚手段。

看过内乡县衙之后，南阳府衙其实没什么参观价值，包括南阳卧龙岗也意思不大，泛泛一游尔。

南阳给我留下记忆最深刻的，是吃到了河南境内最好吃的烩面，是南阳一家叫“抓口生炝烩面”的烩面馆，汤浓、料香、面弹，爽极了。



后来在河南境内又吃过多次烩面，虽然都不错，但没有这家的好吃。

信阳鸡公山，是河南境内遇到的第一个坑。这个坑的意思，不是指被宰了，而是说这个景区开发的不好，浪费资源。

我们去的时候，景区几乎没有游客。景区售票处的人员，态度非常好，非常热情地指引我们进入等待区，并几次叮嘱在什么地方等待景区内大客车。

大客车司机态度也特别好，见只有我们两人，干脆让我开上自己的车跟着他的车（本来不让外面车入内），一直开到开始登山的地方，给我找车位停下，说这样就不用掐着时间下山赶景区大客车了。

据介绍，鸡公山是中国最早的公共租界，是 1978 年后首批对外开放的八大景区之一，改革开放后第一批重点风景名胜区，与北戴河、庐山、莫干山齐名的中国四大避暑胜地。

山上有大量民国时期的别墅群，其中比较有名的有蒋介石行营、马歇尔别墅、袁世凯侄孙的别墅等。

然而，暴殄天物啊！这个景区可以说要啥没啥，整个爬山过程中，除了黄土、破败的板凳、随处可见的垃圾之外，什么也没有，连卖水的都没有。

虽然确实不算热，但顶着烈日爬枯燥无味的山体，实在不是什么良好的体验。

山顶风景按说挺美的，民国别墅群确实存在，虽然许多别墅年久失修，也没人管，有些屋顶坍塌，已经无法进入了。但保留下来的几栋别墅，即便和今天的别墅比也丝毫不逊色，比如



山上一池碧水，清凉宜人



又恰逢花开季节，几株白玉兰也开的惊艳。只可惜，还是那句话：

啥也没有。

山顶有个小镇，有卖吃的，但正在大兴土木，切割瓷砖铺地。粉末满天飞，不敢下口。公厕边上有个木椅，休息一会儿，匆匆乘车下山，撤退。

第二天的南湾湖，同样替信阳旅游部门着急。风景很美的一个大湖，旅游安排是买门票，

坐船，送上一个岛，给游客规定时间到另一个码头上船，且只能在乘坐原来的那艘船（有编号）。

于是游客们就从这边上岛，呼呼呼走到另一边去，上船去另一个岛，再重复去第三个岛。结束，送出景区。



很美的地方，留不住人花钱。景区里把我俩饿坏了，在一个烤鱼摊烤了两条小鱼，刚开始吃，船老大已经催着上船，只能拿着它边走边吃。



许昌曹魏古城，巍峨壮观。夜游护城河，心旷神怡。胖东来生活广场，没发现什么与众不同，但生意就是好的很。

游曹丞相府才知道，曹操是地道战的祖师爷，土八路的地道在曹丞相的运兵道面前，真正小巫见大巫。



曹丞相是真正的人生大赢家。论武，从一个小小洛阳北部尉（大概相当于副县级公安局长）拼到大汉丞相，封魏王，给儿子挣下称帝的本钱；

论文，汉末杰出文学家、建安文学开创者，“白骨露于野，千里无鸡鸣”、“老骥伏枥，志在千里”、“周公吐哺、天下归心”、“对酒当歌、人生几何”、“何以解忧、唯有杜康”……已经是影响中国人日常表达的千古名句；

就这，南征北战、挥毫泼墨之余，完全没耽误嘿咻嘿咻，一共生了 25 个儿子和 7 个女儿，令人佩服万分。朋友圈有个坏淫说老唐你也不看看人家名字叫啥。

曹魏古城有家馆子，叫老房子，生意特别火爆。由于住在对面的缘故，我们去吃了两次，菜品确实挺好吃的，除了略咸以及分量太大之外，挑不出其他毛病，而且这家馆子的服务员的敬业水平和礼貌程度培训的不错，值得点赞。

神垕镇距离许昌城约 60 公里，这里拥有能够烧出钧瓷的独特资源。钧瓷是河南省禹州市神垕镇独有的国宝瓷器，其最大特点是“入窑一色、出窑万彩”。

也就是说你一模一样的胚子，送进窑里烧，由于矿物质含量区别、温度、天气、水分甚至一些莫名其妙的其他神秘因素，总之，窑变的结果，每一件的色彩纹路都是独一无二的，

能不能成为艺术品，要凭运气。

由此而带来的图形色彩及奇妙韵味的千变万化，让人叹为观止。正因为此，钧瓷被誉为中国“五大名瓷”之首——可惜钧瓷博物馆里面的展品不让拍照。

钧瓷只能产于神垕镇，就像茅台只能产于茅台镇一样。按说神垕镇自古以来就应该很富才是。

但神垕镇老街，入口低矮狭小，沿街两边住房从外表看不出穷富，富人只是拥有进深超长，一样低矮狭小的更多房屋。特别厚实的墙，将整条街构建成一个完整的堡垒。



这些特征展示了历史上此处一定是匪患猖獗，老百姓活的紧张、可怜。

神垕古镇和南方古镇最大的区别是没什么植物。



一颗老树，光秃秃树枝，没有树叶，吸引南方人眼球的只有树枝上的鸟窝。南方鸟儿想来也是在树上搭窝的，只是长年树叶茂密，南方人看见鸟窝的时候少。

根据我们多次长途出游的经验，一般两周左右人就会感觉疲惫，于是到郑州闲住了两天，休养生息。

4 月 1 日，本来计划去河南省博物馆的，结果到地方一看周一闭馆。于是杀奔黄河风景区。

原来预想黄河风景区，就是河边看看，几个雕塑，拍拍照就结束了，没想到居然大超预期。

不仅看了预想中泥汤一样的黄河和滩涂大片绿油油的良田，欣赏了长到没有尽头的黄河大桥，品尝了传说中的黄河鲤鱼——不过，坦率说，味道相当一般。



而且，还遇到了一片小江南



新乡，旧地重游，当年的穷小子今天变成了红胖子——被河南的太阳烤红了。遇到一家特别舒服的酒店，不仅房间大，设施好，配有自助洗衣房，而且无论是大堂工作人员还是清洁工，态度都让人特别舒服。所以，我们清明假期又回到这儿来躲清静，累计在这家酒店住了五个晚上。

原本没有计划去安阳殷墟、林州红旗渠、辉县郭亮村，是在书房多位朋友的建议下新加入的。

去殷墟的途中，顺路逛了岳飞家乡的岳王庙。意思不大，就是一个出生地，硬扯了一些和岳飞有关的事迹、雕塑及有关碑文。



殷墟是商朝的都城，自 1928 年正式开始挖掘，出土了大量都城建筑遗址和以甲骨文、青铜器为代表的丰富的文化遗存，系统地展现了中国商代晚期辉煌灿烂的青铜文明，确立了殷商社会作为信史的科学地位，被评为 20 世纪中国“100 项重大考古发现”之首。



虽然很多东西都看不懂，但依然值得看，包括几公里之外的殷商王陵遗址（一张门票包含两处景点）。

好歹是中国至今第一个有文献可考、并为考古学和甲骨文所证实的都城，是中华文明可以追溯的最早可信史源头。

墙上列出的一千多个已经确定的甲骨文（目前发掘 5000 多个甲骨文，已经确认的有约 1500 个，其他的还在研究中），很有趣的。如果带你家宝宝来认字，宝宝估计不比你认得少



去红旗渠之前，强烈建议先到城边的红旗渠纪念馆看看，两处是通票，但相距约 20 公里。

先到纪念馆，了解过去的林县十年九旱，动辄人相食的悲惨景象，再看看他们重新安排林县山和水的魄力，全景了解建设全长约 1500 公里（包含干渠和各支渠），将山西漳河的水，从崇山峻岭之上引入林县，让林县变成今天的沃野千里。

尤其是馆内有虚拟 VR 体验（单独付费），戴上 VR 眼镜，亲自翻越一次崇山峻岭，亲自吊在悬崖参与一次凿渠，对那代人的牺牲精神和人定胜天的信念，又有了崭新而深刻的认识。

也能更加地理解红旗渠这个人造奇迹。他们真的扮演了神的角色，重新安排了山和水。

即便看过纪念馆，到红旗渠实地，其实还是很难想象仅凭凿子、铁锤和炸药，人们如何能够在上不沾天，下不着地的峭壁悬崖半中腰，硬生生掏出一条长度 616 米，高 5 米，宽 6.2 米的山体隧道来。

景区里长长的沟渠、绿悠悠的水、规则整齐的渠堤，配合另外一侧怪石嶙峋的悬崖峭壁，以及在石缝里挣扎长大的“小”树（小是说它瘦弱矮小，但它在如此贫瘠残酷的环境里长到如今这么大，想必年龄不小了），我觉得最适合引导孩子或者我们自己，认识到：

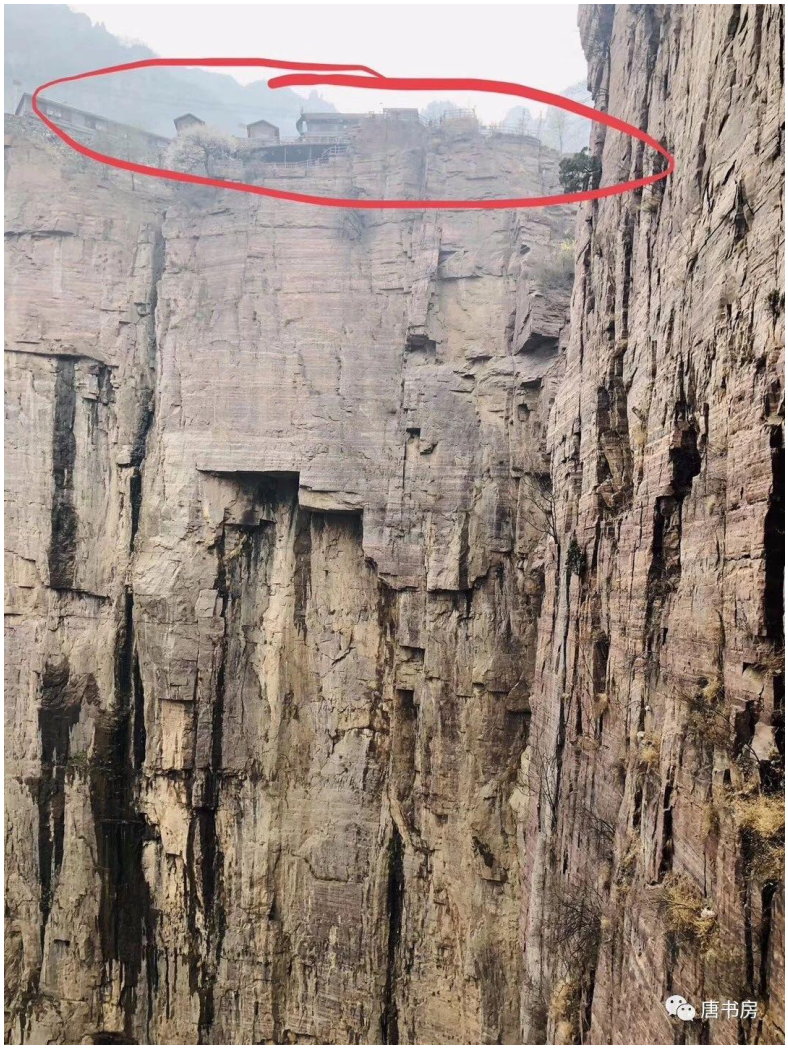
首先，人生选择大于努力。对于开凿红旗渠的人们及渠边的小树们来说，他们如此艰难的拼搏挣扎，所取得的最高成就，不过就是普通地区没人在意的一条小溪。甚至连那条小溪还不如，至少小溪边上还有黑黝黝的土壤。正所谓“你的顶点，只是我的起点”。

但是，一旦没得选择的时候，这世界上没有什么事情可以难倒人，哪怕是劈开纯粹由石头构成的太行山，从悬崖峭壁上凿出一条水渠。

最艰难的青年洞，人们从山顶垂绳索到半山腰，然后荡过去凿一锤子，再荡过去凿一锤子，这样不可想象的事情，人都能做成，还有什么事情值得惧怕呢？

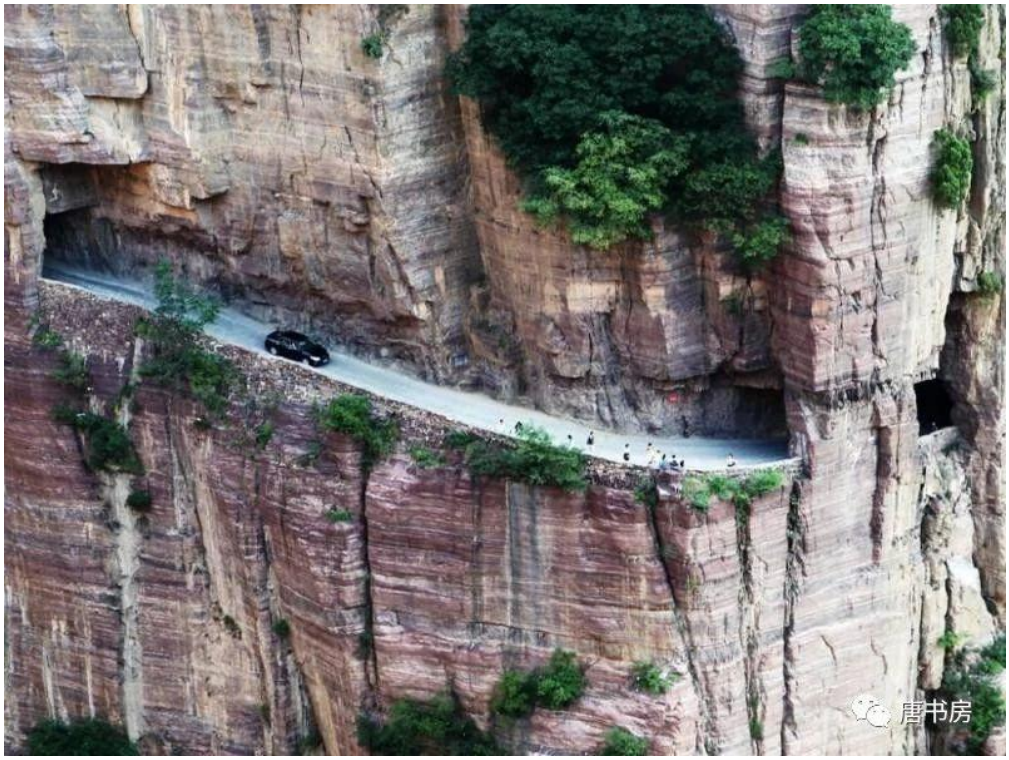
这让我想起一句不知道是谁说的很提劲的话：所有的事情最后都是美好的，如果不是，那就说明还没有到最后。

郭亮村同样如此。一个生存环境恶劣到难以想象的村落，或许是六十年代搬迁太难，人们居然硬生生用最简单的凿子和炸药在悬崖上开辟出一条可以行车、挂在悬崖峭壁上的公路来。



村子在红圈处，我们在半山腰，手机拍不出来悬崖全高。我们所在的公路，就是从这样的山崖里掏出一道凹槽。

我自己拍的照片，由于视角的原因，拍不出挂壁公路的险，从网上找一张（下图）。不知道会不会被视觉中国起诉？



同红旗渠一样，站在现在的立场看，村里人如果有得选，搬出大山显然是性价比最高的方案。但没得选的时候，这种精神才真正值得上“高山仰止、万仞宫墙”。

不过，郭亮村可能商业化比较严重，一个小细节给我们留下了不好的印象：一处公厕上了锁，我们去旁边规模很大的农家乐（三层楼，目测不少于二十间客房，连带有餐厅）借用卫生间，主人问我们要不要住宿，得到否定的答案后，居然说没有卫生间。连问两家都是如此，一看就知道是变质的河南人，不厚道。

加上已经是 4 月 4 日下午，怕次日被堵在山里，所以，我们虽然买了万仙山全部景区的门票，以及景区内随上随下的大巴车票，但只看了挂壁公路和郭亮村后，就包了一辆本地的面包车，拉我们到山下停车场。

事实证明，决定是英明的，但却不足够英明。去往新乡的路上，被堵在路上一个半小时没动，晚上十点左右才抵达新乡。

5 号在酒店看大家点杀的涪陵榨菜资料，6 号成文。期间发现一家新乡的馆子不错，叫“樊氏厨艺”，以果木烤鸭闻名。

头一天吃过烤鸭和驴肉火烧，觉得很好吃，第二天又去吃他家的烤羊排。



结果羊排更好吃，表皮是脆的，有点像烤鸭工艺。但羊肉很嫩，很香，还有一点轻微的羊羔膻味儿，完全不塞牙。



怀念的很。很难得遇到这么好吃的羊排。

7 号给我家领导过生不提，8 号重新出发，向洛阳进军……未完待续

hyz

老师，今天早上满仓洋河了，能不能讲一下洋河去年提价对企业短期和长期的影响吗

作者

满仓以后找理由支撑，是投资的大忌。

第564篇.　　2019.4.18-《价值投资实战手册》读书笔记15——@星城吴飞

投资者吴飞　唐书房　2019-04-18

老唐注：看这份笔记表述，这位朋友自己也写了本书，而且也是经济出版社出版的。咱们算系统内商业互吹吗？

这份笔记的入选，一是因为作者的文笔很流畅（貌似有天南兄的味道），二是因为02部分对自序价值的强调，以及03部分对于能力圈的理解，甚合我意！

需要和作者直接沟通交流的，请点击文末阅读原文。请@星城吴飞在留言区留下微信号，我加你

《价值投资实战手册》读与悟

神交老唐久矣！

《价值投资实战手册》不仅是一本实战手册，其实更是老唐投资体系的一次系统展示。有机会全方位立体观摩学习一位二十余年投资功力的资深投资人，实在价值非凡。

01、这是“简约而不简单”的一本书

拿到新书，迫不急待抛开手中事务，废寝忘食地品读起来。果然没有失望，全书读起来如饮甘泉，趣味横生之间让人大开眼界，真是一顿难得的精神大餐，一口气竟然研读至深夜而不自知。

作为“唐书房”的“老房客”，书中很多内容都似曾熟悉，但全书读完感受却又全然不同。期间的区别可能就是碎片化知识与整体性书籍的不同之处吧。

全书仅三章，**看似简约，其实非常不简单**。

从写作的角度来说，只要有一定的积累，写出东西并不难；但像老唐一样，能够把包罗万象、错综复杂的股市阐述得如此清晰简约，通俗易懂就实属难得了。

我想，对于一个投资体系，绝大多数人写作相似内容，恐怕都会选择多章表述的方式。因为老唐如此写法，要求写作者必须对价值投资方式有极深的造诣和深刻领悟，唯有如此，才能化繁为简，每节简短的字数内才能把最重要而且是必不可少的内容，脉络清晰、逻辑严谨地表述出来。

没有任何边角废料，直指问题核心，形成一个“唐氏”投资体系的闭环，这就是本书的最大特色。

风趣幽默则沿袭了《手把手教你读财报》的方式，具有鲜明的唐氏风格。

我本人认为第一章是全书最重要的部分，虽然只是一章，其实几乎涵盖了所有投资股市的重大基础和方向性问题，讲述的是投资人的投资之道，其重要性有如企业之定性研究。

自己作为一个入市 12 年的中生代股民，投资之始走了不少弯路。其根源在于投资之道没有及早悟明。巴菲特在二十多岁就弄明白很多大道理，这是一个巨大的优势，因为绝大多数人一辈子也领悟不透。

老唐的第一章解决的就是这个方向性的大问题，可以预见，能够完全而快速接受书中观点的初级投资者，定能受益终生。

当然，基本也可以肯定，能直接走上这条高效成功投资之道的人必是凤毛麟角。因为虽然唐书房铁粉众多，但真能抛开自己已有知识和见解，百分之百全盘接受老唐的人，一定屈指可数，倒是撞破南墙再回头的人数可能会多一些；两者最大的区别，在于逝去的光阴年岁难以倒流。

02、浅谈自序的意义和价值

以前拿到一本新书，会优先看看自序和目录部分，主要是快速了解一下全书的主要内容。

但自己写过书后，我现在会格外重视细看书的自序，而且会反复看，同时用心去体会和感悟。

原因在于，我现在深刻认识到：**自序一定是作者想用最简洁的文字把全书最精要的部分呈现给读者的部分**。

看似不长的文字，其实涵盖的是全书的精华，甚至可以说是一本书的灵魂。读者读懂了自序，其实某种意义上就是握住了与写作者展开心灵交流的钥匙。

《价值投资实战手册》的自序就是如此。

全书只分为三章，是因为老唐遵照老巴的理念去写作，真正做到投资只需要弄懂，**如何面对股份波动和如何估算内在价值**两门课的要求，第三章其实只是前两章的实际应用示范。

老唐**“用最简单、通俗易懂的语言，将大师的思想体系转化为任何读者只需要初中文化水平就能阅读和理解的文字”**讲透了这两门课。

这两门课“构成了一套**逻辑清晰、可直接应用于实践和理论框架**，力争让读者彻底明白价值投资**必然获胜的逻辑**及**所需的条件**，完全**扭转**对**股价波动**尤其是向下波动的**恐惧**。

个人浅见，这就是这本书的精华部分，如果读者能够结合老唐提供的案例分析研究样本，通过阅读和学习应用这本书达到这个结果，或者自身投资已经达到这个水平，价值投资基本上就算入门了。方向正确的情况下，只要投资者能够持续努力，投资成功就有了基础的保障。

03、浅谈能力圈和估值

老唐在自序中建议将《手把手教你读财报》（《手财》）做为本书的配套读物，我深以为

然。

甚至，我个人认为是必要条件，因为《手财》能够帮助投资者解决自身“能力圈和估值”的大问题。

《手财》不仅能让投资者快速提高精准解读财报的能力，更重要的是能帮助投资者真正理解能力圈的真谛。

很多时候，我们容易高估了自己的能力圈，主要原因在于自身的专业知识、投资体系等能力圈相对容易确定，但投资对象的适用边际却极难划分！这会导致我们在经常跳出能力圈而不知，直到市场给予深刻教训时才幡然醒悟！

投资自己最擅长的行业，选择最理想的目标，自然就能避开很多潜在的陷阱和风险：不买财务有疑点的企业，就能最大限度避开财务造假；不追题材股、概念股，基本与妖股和庄股绝缘；不买高负债重资产的个股，经济危机时也能安然以对；不买价格虽然便宜但资质一般的企业，就没有输了光阴又输钱的隐患……

持有那些企业让人感觉安心、舒服，没有太多压力；即使买入价格不理想，也没有本金永久损失的风险，最多只输时间不输钱。

能力圈不需刻意划分，因为它会自然形成：**知道了自己能力圈的边际，知道了投资对象的边界，就自然将股票划分为圈内和圈外两个部分**。

真正的能力圈**不仅是集中精力做好自己擅长的事情，更重要的是要能够清晰地分辨能力圈的边界，宁愿放弃极具诱惑的机会，也要坚持不进入没有把握或没有办法确定的能力外圈**。

在解决能力圈的基础上，其实真正优秀的企业估值就基本可测算，更重要的是确定性有了极大的保障，在这个前提下，其实很多通用的估值方式都适用，这已经不是投资中的真正难点。

04、两点异同

自己新作《稳赢投资，上班族股市致胜之道》与老唐《价值投资实战手册》经中国经济出版社前后脚面市，有意思的是，没有任何的沟通情况下，也与老唐一样，建议适合绝大多数普通投资者的投资方式就是定投“指数基金”。

原因在于：也许这是公认最轻松，最确定，能真正长期稳赢的投资方式吧。我书中把它形象地称之为“老僧入定”。

“七亏两平一盈”是一句股谚。老唐在书中论述相对简要，从普通投资者，尤其是上班族来说，其实认识这一点格外重要：只有真正认识到股市赚钱不易，绝大多数注定会亏损，长期盈利者是小众的事实，普通投资者才会欣然接受定投“指数基金”等类似有效的“笨办法”、“慢办法”。

从我自身的投资者经历来说，正是深入研究并深刻认识这一点之后，投资水平才开始有了质的飞跃，才真正开始了长周期内真正的稳赢和长赢之路。其实原因也很简单：当你能开

始不亏的时候，赚钱就是迟早的事情了。

对于“七亏两平一盈”的研究，我并没有停留在概率、规律的基础上，而是用冰冷但客观的数字去说明。

抛开股市的表征，才能真正看到股市背后的真实。通过深入学习和思考，深感我们共同参与的这个股市，是完全不对等的市场，是小散艰难生存的市场，是小散注定被吃的市场。

散户有天敌，绝大多数散户注定被消灭！因为这个市场有国家税费、券商佣金、企业大小非三类“专吃散户”，稳赚不亏的“大鲸鱼”。

我们平常交易的时候一般不在意那几块钱，但市场整体是零和游戏，国家抽走的税费就是蛋糕本身的一部分，而且总量比我们想象中要大得多。

在我的新书中，根据官方公开数据统计出，2015 年至 2017 年期间，三大群体近三年累计从市场分流资金超过 2 万亿；同时，占比 71.7%的 10 万以下散户，市值仅 1.76 万亿。

某种意义上意味着这七成多的散户投入资金即使什么都不做，全部资金仍不够填补三大群体这三年从股市“吸走”的 2 万亿资金。**这就是我们散户必然亏损的真正原因。**

每一个投资者来股市都是想赚钱的！明知自己会亏钱还进入股市的一个都没有。

在牛市迅猛而巨大的赚钱效应影响下，无数上班族拿出自己多年辛苦积攒的财富盲目地蜂涌入市，如果他们看到这样的事实，火一样的热情会瞬间冰凉吗？

美国著名投资家查理.芒格说过：如果知道我会死在哪里，那我将永远不去那个地方。

知道了赚钱的艰难，你就不会再去眼羡别人天天涨停板，年入多少倍了！承认自己是个普通人，做笨一点的事情，本身就是一种战胜自我的成功。

05、结语

掩卷沉思，细细品味。

惬惚之间，似乎感受到了老唐俯瞰股海众生，笑谈市场风云的淡定从容；看到了老唐坚持笔耕不辍，“日拱一卒”的不懈努力。

通过对目标企业入木三分、鞭辟入里的深层分析；成千上万各不相同的企业，自动分化成“好企业”与“其它企业”的阵营；“好企业”又在心中区分为“能懂”与“不懂”的种类。

守住能懂的好企业，笑纳“市场先生”的馈赠；每天开心的做着擅长而喜欢的事情，无论历经多少春秋，都能欢快地跳着踢踏舞走在自己的“职场”之路。

也许，这就是“真知，行不难”的真谛吧！

日拱一卒(宁静致远)

俗话说“英雄所见略同”，我想问下老唐，您觉得您和巴菲特最大的区别在哪？ 最近在看刘建位写的巴菲特，感觉老唐就是活脱脱中国版巴菲特。没有区别！

作者

这个不敢当，吓死宝宝了。我的投资理论体系学自巴菲特，这方面差距我觉着应该不大，区别更多的可能是他是原创者，我是山寨品。但是，能力圈差距巨大，对金钱的渴望差距巨大，专注力差距巨大，人脉关系经营差距巨大，钞票数量差距巨大，影响力差距巨大，……巨大巨大巨大

守正出奇

老唐十多元进的分众，现在回过头有无后悔？后悔不等它解禁后买，后悔扩张影响利润时买入？

作者

这个问题之前看你问过一次，觉得挺难回答的。如果说后悔，那是假话。如果说不后悔，你要说我嘴硬，死不承认所以，只能你来判断。我能告诉你的是，如果重来一次，我还是会在那个位置买入，否则我的整个投资体系就坍塌了。要后悔它，我不如后悔没在 2013 年上杠杆买茅台，岂不是金钱价值更大？

Tonny

老唐好，对于分众，一季度业绩下滑幅度较大，但下滑的具体原因还不明朗，新增点位挂刊率多少，成本增长多少，营收影响多大也不确定，老唐为什么不等一季度报发布之后再买入？可能自己认知还不够，现在买入感觉有点“赌”的成分。

作者

企业投资不要沦落为“炒报表”，炒报表和炒题材炒热点，区别不大。

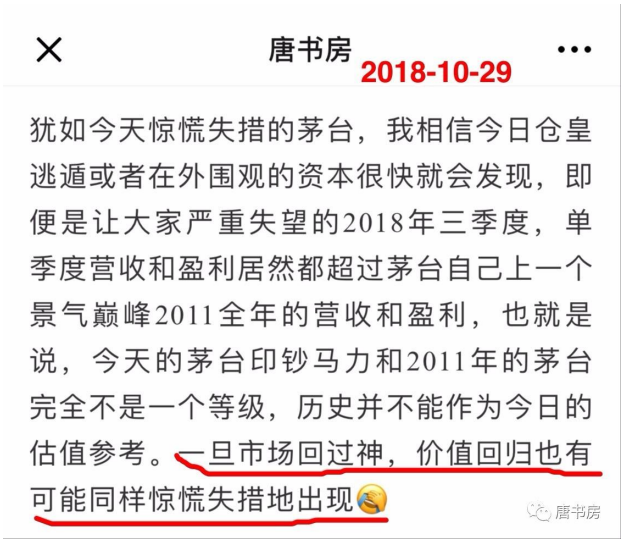
第565篇.　　2019.4.20-实战细节分析：老唐为什么不卖茅台换分众？

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2019-04-20

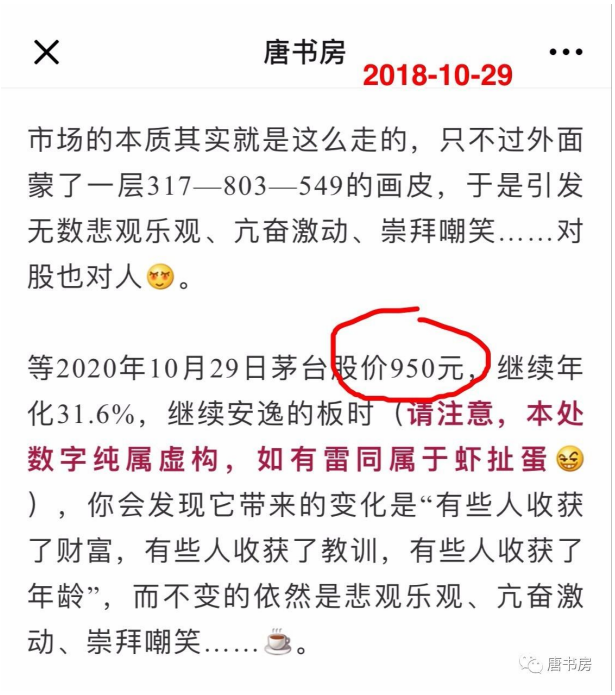
今天填坑，说说为什么不拿 950 茅台去换 7 元分众的问题。先打预防针，请有点心理准备：本文写得特别细，特别啰嗦。理解力就低不就高，期望能一次说透，免得再搞二次阐述。

就在 2018 年 10 月 29 日，茅台跌停的那天，老唐抠唆了各处账户，尽最大努力挤压出一点资金，在 549.09 元和 89.5 元分别增持茅台和洋河各几百股——见当天文章《对卖出股票的思考》。

文中，老唐这样写道：



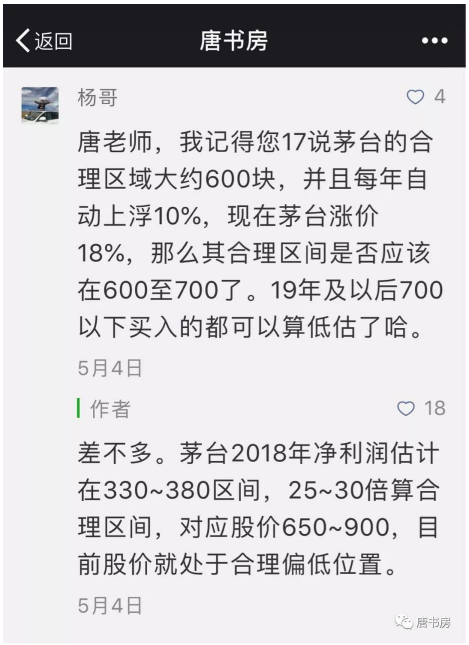
事实上，这种惊慌失措的价值回归，来的比我想象的更加猛烈。就在该文里，我还说“等2020年10月29日股价950元……”



结果，才五个月出头，茅台股价就出现了“惊慌失措的价值回归”，于2019年4月10日达到950元，五个多月涨幅超过70%。

股价到900~950之间时，有不少朋友在问答广场提问：**老唐，为什么你不卖出茅台，换入你认为低估的分众传媒？或者你什么情况下，才会这么交换？**

我能理解这种疑惑的产生。因为老唐曾在去年5月初，写过茅台2018年的合理估值范围是每股650~900元，当前股价触及950元。



而老唐对分众传媒三年后的估值是 2200 亿±10%，即 2021 年股价大约介于 13.5~16.5 元之间，当前股价仅约 7 元。

顺带回答某些对成本很执着的朋友：经过不断的加仓，老唐目前分众的买入成本约 7.7 元，套牢约 10%。

不过，和关心成本的朋友们思维模式不同。关心成本的朋友重心大多在于认为 7.71 解套，开始扭亏为盈。

在我看来，分众 2021 年内，股价（含分红）回不到 14 元以上，我都处于严重亏损状态。

2021 年前在 14 元以下，意味着我的首笔投入（10.38 元）在大约 4 年的周期里，连社会平均财富增长水平（名义 GDP）都没跑过。

依照我对投资的理解，所谓成本从来不限于我实际支出的金钱，我所放弃的才是我的成本——因为资本有时间价值。

我认为名义 GDP 应该是普通投资者（大概读过《价值投资实战手册》前 118 页的朋友都可以归为普通投资者）唾手可得的收益水平。

所以，在三至五年的一个观测周期里，低于这个收益水平的选择，基本能说明老唐的该决策是错误及垃圾的。

至于套与解套，对我来说，一文不值，从不关心——所以，要嘲笑老唐的，不仅在 7.7 元以下可以嘲笑，三年内 14 元以下都可以嘲笑，千万不要因为“老唐已经解套”或“老唐已经赚了 50%”就表现的很客气。

在这个问题上，我可以武断的说：一个**投资者，什么时候能够忘记券商交易软件里的买入成本，并彻底拒绝参照该成本决策自己的交易行为，对投资的理解才算入门。**

好，回到话题本身。为什么老唐不卖出茅台，换入分众呢？或者到什么位置才会发生这样的交易呢？

发出这样疑问的朋友，基本上是担心“涨了这么多”的茅台，万一出现回调，岂不是放跑了到手的利润？

我认为这种观念是错误的，目光依然是瞅了傻子，而不是瞅着地。老唐始终在书房里阐述着一个理念：**牛市只是投资者的风落之财（windfall）**。

什么意思呢，就是说投资者应该聚焦在土地的产出上，傻子的馈赠只能当做一种意料之外的收获。**只有这种馈赠太过显而易见的时候，才值得去占便宜。**这样才能确保自己的行为不会被傻子牵着走。

那么，什么叫做“显而易见”呢？老唐和市场众多高人最大的区别，是不喜欢把事情说的黏黏糊糊、玄而又玄，让听众去悟，并最终在事后做出可左可右的合理解释。

我喜欢简单粗暴，把窗户纸捅破，把事情说透。老唐不需要神秘感，也不担心被打脸，因为我就是个普普通通的市场参与者，没吹嘘过自己是高手。

对我而言，有错是正常的，从来不错才是反常的。所以，**我的文章只是分享自己怎么想的，怎么做的，但不包对**哦！

这是老唐直接用数据说话之前，特意加的一段提醒，请一定一定注意。**你要独立思考，不要被老唐的文字蛊惑。要质疑，要过脑，老唐这个红胖子从来没打算扛起为你的钱包负责的义务**

好了，退后三步，老唐要捅窗户纸了：

在《价值投资实战手册》及书房多篇文章中，散落着**两种界定明显高估的方法，一种是达到三年后合理估值的 150%，一种是当年市盈率达到 50 倍。**

不得不再次提醒，老唐估值法，仅适用于符合三大前提的企业，不要拿垃圾股 500 倍市盈率照样暴涨的事实来嘲笑老唐估值法，那种举着火把穿越炸药库的行为，还估个 P 值，满仓干就是了，挣钱的要点是“求不炸”

三年后合理估值的 150%或当年 50 倍市盈率为明显高估，那么，按照我对茅台三年后合理估值 1.5 万亿±10%的判断，以及 2018 年 352 亿净利润，2019 年 420 亿以上净利润的判断。

——上述两个值，在 2018 年 12 月 28 日文章《老唐的 2018》，和 2019 年 3 月 29 日文章《茅台的喜与分众的雷》里。

意味着出现以下几种可能，会导致我卖出茅台：

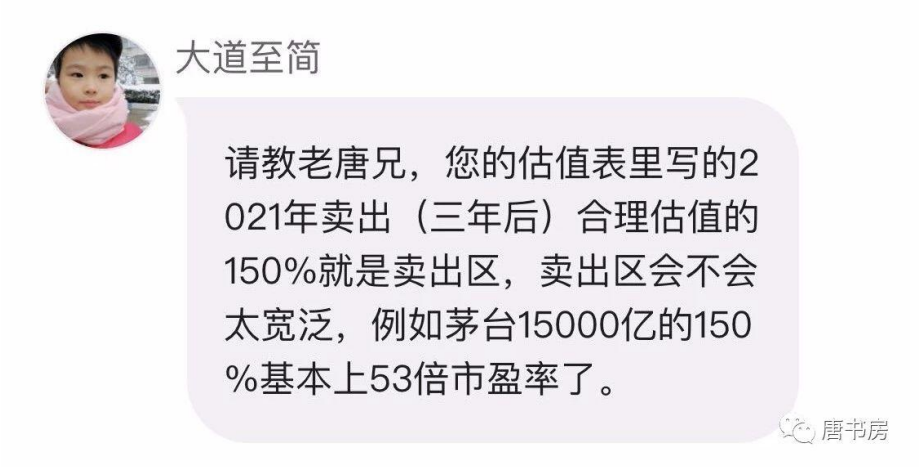
第一，三年内茅台市值达到 15000×110%×150%=24750 亿时，可能导致我卖出（随着时间推移，“三年后”所指的年份会变）；

第二，2019 年上半年内，茅台市值达到 352×50=17600 亿时，可能导致我卖出；

第三，2019 年下半年内，茅台市值达到 420×50=21000 亿时，可能导致我卖出。

备注：以上数据的应用前提，是茅台公司没有什么重大经营变化，没导致我对其进行价值重估。

针对这个卖出标准，前几天有位叫@大道至简的朋友在书房问答广场提出一个疑问：



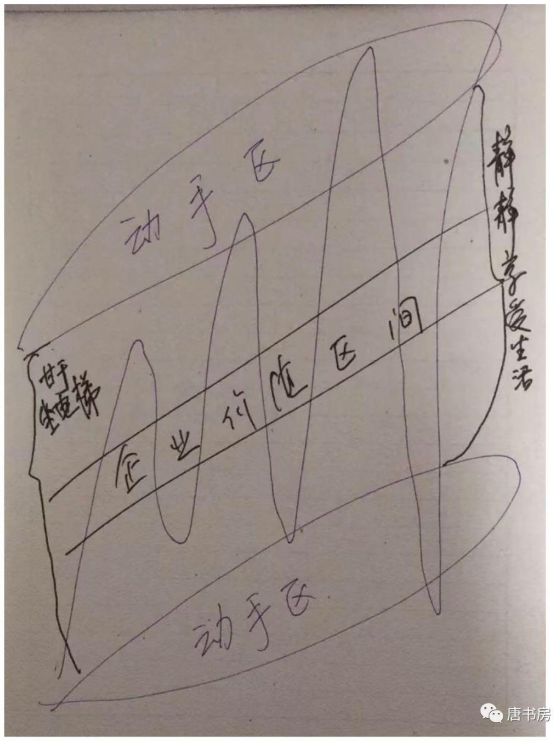
老唐的回答如下：

不宽泛，挺合适的。我的原则倾向于最好不要卖出。除非太过明显的高估，逼迫我持有类现金资产，否则我尽量站在优质企业的股权里，做时间的朋友而不是对手。

比如遇到你说的设定目标相当于 53 倍市盈率卖出，而事实 45 倍市盈率到顶下跌。可能在你眼里，是“好可惜，设高了，没卖到顶”，而在我心里可能是“还好还好，不用被逼卖出，又可以赖几年”——认真想想老唐为什么这么“蠢”。

这里有个底层思维根本的区别。这区别我在 2017 年 11 月 28 日的文章《虚拟利润与真实生命》一文末尾，曾经用一个手绘草图来阐述过：

拒绝虚拟利润的诱惑，坚决拥抱优质企业股权，只有在明显有足够大便宜占的时候才出手，其他时间静静享受生活，这就是老唐今天想跟各位说的。手绘一张示意图（随手乱画，凑合看）：



以大道至简为代表的朋友们，和老唐的本质区别有二：

第一，朋友们内心深处将现金看成财富，股权只是获取现金的中转工具，推到尽，你想要的是“现金”；

老唐内心深处将股权视为财富，现金是获取财富的中转工具，推到尽，我想要的是“股权”。

所以，朋友们内心深处的真实想法可能是“**找机会卖出**”，而老唐内心深处的真实想法是“**尽可能不卖**”；

第二，朋友们将动手区与企业价值区间之间的股价波动，看成了“真实的利润或真实的亏损”，

而**老唐趋向于将企业价值区间以外的波动，看成“虚拟的利润或虚拟的亏损”，是傻子们制造的幻象**。

这不是说老唐不在乎这些金钱，而是老唐深知，**你越是关注傻子们制造的幻象，你越占不到傻子们的便宜**。

这个理念，在 2018 年 8 年 19 日的文章《股市下跌，应该顺势而为、减仓避险吗？》一

文里，特意举例阐述过，建议重读。

这个“尽可能不卖”的底层理念，同样来自巴菲特，老人家说：**“我们认为，如果一家公司业务明晰、又能持续保持优秀，那么出售这家公司的权益显然是愚蠢的行为。因为，这种类型的公司简直难以取代。”**

“尽可能不卖”的背后，有两重逻辑支撑，一是我的目的就是获取长期的企业增长，优秀企业的增长本身已经足够令我满意，不需要浪费生命去高抛低吸追求额外的利润；

二是高抛低吸也并不是想做就能做成的。它的难题在于，我们不可能准确预见傻子的癫狂程度，所有的寻底或找顶行为，必然会导致我们因为抛出后继续暴涨或买进后继续暴跌而后悔和优化。

这些后悔和优化，包括偶然的某次或某几次踩中顶或底，又必然将驱动我们加强对傻子行为的预测力度。我认为这种预测有百害而无一利，是条歧路。

举例说，假设你上一轮犹如神助，无比英明地在 800 元高点卖出茅台。卖出后，你是打算与她永别，还是某个价位再买回来？

如果是打算买回来，什么时候买入，750…700…650…600…550…500…450……0.5？

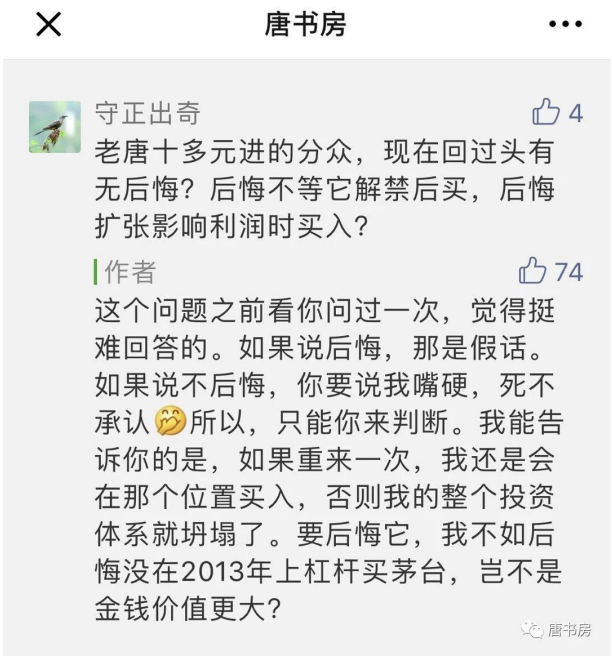
比如你说是 509.02 元，为什么？为什么你能踩中 509.02 呢，事前你依据什么逻辑判断 509.02 元适合买回，而不是 510.02……589.02……799.02 买回呢？

同时，考虑到你卖出茅台后，很可能将钱拿去购买了其他投资对象，两边叠加之后，决策的难度指数级增加了：届时那边恰好应该卖出吗，你会卖出吗，什么时刻和价位卖出，又为什么？

一旦在 800 卖出后没能在某个点买回，假设等企业增长推动股价到 1600 的时候（几乎确定会到，只是时间不知），你回看手上在 800 元变现而来的金钱，或拿着这笔钱又去高抛低吸其他投资品种的经历，最终收益率是否一定超过 800~509.02~1600 傻坐的人呢？

我的答案偏否定。

这个逻辑，在上篇文章的留言区也说过



这回答是什么意思呢？很简单，老唐之所以能够获得目前这个自己觉得还算满意的回报，是因为我坚持了一个非常简单的理念，那就是我**按照我对企业三年后的估值对折买入，不考虑其他因素**。

因此，对于分众，我的估值是 2100~2500 亿，那么我最多坚持到 1050 亿就一定会买入，并乐见其下跌，**我今天账户里所有的钱都是这样赚来的。**

如果我 1050 亿还没有买入，那就说明我的理念会随着市场恐慌而发生变化。

如果我的理念会随市场恐慌情绪而发生变化，很显然我就不可能在 200 元以下、700 元以下及 600 元以下继续去增持茅台，不可能在 200 港币以下开始买腾讯，不可能在 23 元左右去买海康，不可能在 50 元左右去买洋河，不可能在 31 港币去买古井 B（也就不可能在去年下半年暴跌时，不断地给大家输出鸡汤）……

至于**估值**的准确性，几乎可以肯定**必然会出错**。

当不可能预见到的事情出现了，比如分众 2018 年下半年开始大肆扩张，导致成本提升，宏观经济不景气导致广告商减少投放，互联网环境变化导致坏账增加等因素，

也包括投资海康遇到中美贸易战，导致芯片供应问题，海外市场受影响等问题，这些事情可能会改变我现在对企业的估值，**但它与后悔一毛钱关系也没有。**

后悔自己没有预测到宏观经济会下滑、互联网大环境会发生变化、中美会打贸易战……，这和浪费时间后悔自己没猜中福彩号码，愚蠢程度差不多吧！

为什么估值是个范围，且需要留下巨大的容错空间（目标要求三年翻倍，实际上三年能赚 50%，年化约 15%就基本满意），这本就是给不可预测事件留下的。

在投资领域里，发生原本没有预料到的事情，不是意外，是必然。

然而，此时问题又出来了。既然如此，老唐你为何又会选择在 50 倍市盈率或者合理估值 150%的范围内卖出呢？按你上面的说法，你应该是死了都不卖，始终持有才对啊

这里又有从格老到巴神再到老唐，加起来超过百年的经验（听起来有点你和马化腾一起算，人均财富过千亿的意思），以及一堆小学三年级水平的加减乘除算术题了。

经验：在人类永远不变的贪婪和恐惧以及资本的逐利天性推动下，股市估值水平通常会在三到五年范围内形成一个起落。

那么，**在无风险收益率为 4%左右的情况下，股权估值达到 50 倍市盈率后，一般来说，三年内出现估值回落是大概率事件。**

算术：①我们假设企业未来三年的年化增长率为 25%，今年净利润为 1 元，则三年后净利润为 1.95 元；

②今天 50 倍市盈率卖出得款 50 元，按照 4%无风险收益率计算，三年后这笔钱总额为 56.2 元；

③三年后企业估值水平回落至 25 倍市盈率，届时股价为 25×1.95=48.8 元。按照合理水平买回，可以多买回 15%股份。

即：A.假设股市在卖出后三年内回落至正常估值水平，同时假设企业能保持年化 25%增长，50 倍市盈率卖出能保证占到傻子便宜；

B.如果回落时间短于 3 年，或者企业年化增长低于 25%，则能占到更多便宜；

C.反之，如果卖出后持续高估时间长于 3 年，或者企业年化增长持续高于 25%，则卖出也可能吃亏。

——上述三种可能性里，经验判断 AB 的概率非常高，C 的概率偏低。

因此，我给优质企业界定一个很高的卖出标准，**目的首先是尽量不卖出**，保证自己始终在电梯里坐着。

但即便如此，傻子们依然有可能将股价推高到超过该标准的位置，此时我可能被迫卖出，但这个卖出标准，从数学计算上能保证三年内，大概率可以在合理估值水平买回并略有盈余。

这就是合理估值的 150%卖出或者 50 倍市盈率卖出的背后逻辑。注意，**首先是为了不卖，其次才是为了卖出后大概率能在合理位置买回。**

这是关于卖出茅台的问题，接下来聊买入分众的问题。

在我的投资体系里，**股票换钞票，钞票换股票，是两次独立的交易行为，每一次都要有“明显的便宜占”才会行动**。

分众，我的估值是 2200 亿±10%范围，因此千亿以下就是我的买入区，价格越低，我买入所占到的便宜就越大。

然而，是不是一直跌，我就会一直买？也不是。

至始至终，老唐都强调过，**我计划持有最多 10~15%的分众**，今天的持仓占比约为 12%（分众当前市值/账户总市值）。

也就是说，若其他持仓股持续上涨，同时分众持续下跌，我还有加仓空间，但空间也有限。

其原因很简单，三个字“确定性”。**确定性越高，我对其理解程度越深的企业，我给予的仓位安排就越高，反之，仓位安排就越低**。

分众从生意模式、确定性和管理层过往表现记录来说，只能算一个优秀的二流生意（管理层自己也这么定位）。

虽然具备大、准、强、省、专的护城河（见 2018 年 6 月 11 日文章《梳理分众传媒（下）》），但护城河的宽广程度和茅台酒或腾讯的社交平台相比，尚有显著的差距。

当然，作为持“适度集中”理念的小投资者，我的仓位安排也不是那么精细和严格，大致就是观察仓，10%以内，10%~15%间，15%~25%间，25%以上几个粗线条的考虑罢了。

另外有个重要的问题，我不知道是否有人注意到：**老唐几乎没有因为估值高而卖出股票的经历。**

自 2014 年在网络上公开披露持仓变化至今，老唐涉及的股票本就屈指可数，其中卖出的股票，无论是银行、水电、泸州老窖、信立泰、双汇、粤高速 B、长安 B、张裕 B，没有一只是因为高估而卖出的。

卖出的主要原因基本都是因为对企业的认识发生了改变，或者是因为生活中需要用到大额资金，例如买房买车等——我常年只保持一到两年家庭总开支所需资金，其他资金始终满仓，所以在需要动用大额资金时，会卖出股票。

唯一一次有估值因素在内的减仓，事后看还是大错特错的。那是在 2017 年 6 月 14 日，按照自己的计划在 475.5 元，减持了约 4%的茅台——见当日文章《减仓茅台》。

这也是老唐一贯的坚持的“长期看，股权优于现金，尽可能不做卖出”的底层思维所导致的操作层面行为。

至此，本文写完，有一种剖开肚皮，将心肝脾肺逐个拿出来展览的感觉。我相信这样的剖析，你就是报那种收费 9999 的班儿，可能也没有人愿意或者能够给你讲透吧！

所以，本文还破不了 0 赞赏金身的人，估计老唐是永远没能力感动你的钱包了

当前老唐持仓 41%茅台，25%腾讯，12%分众，9%洋河，6%海康，6%古井 B，2019 年内收益 41%。

自 2014 年公开披露持仓至今，各年度收益为 62%，13%，23%，62%，-18%，41%（均不含新股收益），若 2014 年元旦净值为 1 元，则当前净值为 4.21 元。

第566篇.　　2019.4.23-新潮传媒近期经营状况

唐书房　　2019-04-23

新潮还剩 1.75 亿净资产了？我数了两遍，确认没数错😳。负债近 38 亿，年度营收 10 亿，亏损 10.7 亿。这，游戏还能玩多久？🤪

新潮传媒目前生产经营情况正常，有足够的履约能力。截止 2018 年 12 月 31 日，新潮传媒总资产 395,919.59 万元，归属于母公司的净资产 17,472.29 万元，营业收入 100,488.83 万元，归属于母公司的净利润-107,407.64 万元（财务数据未经审计）。

唐书房

唐朝　置顶

突然想起来，负债近 38 亿之说不妥，新潮可能有下属非全资子公司，总资产包含少数股东权益的。负债可能没那么多抱歉，趴被窝里随手分享，一时疏忽——特此补充提醒

第567篇.　　2019.4.24-河南印象（中）

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2019-04-24

4 月 8 号早上，我们离开新乡向洛阳出发。从新乡到洛阳，先后游过康百万庄园、黄河小浪底、洛邑古城、龙门石窟、关林、国家牡丹园、白马寺，下面按顺序做个简单记录。

康百万庄园

从观光的意义上说，这个庄园不值当来，或者至少说 70 元的门票不值当。只是因为它恰好处在从新乡到洛阳的路上，顺路看看。

庄园距新乡约 150 公里高速，基本就是一个土财主居家和各种生意混杂的大寨子，以结实实用为第一要素，没什么美感，要说特色就是大。



康百万家族一脉最早的发迹，与权力有着不可分割的关系。

有记载的第一代家主做过大明东昌府（现在的山东聊城）交运税课使，负责交通运输税收及部分沿海盐场的税收。耳濡目染，自然知道了水运获利的那些窍门。

于是自己借钱造船，以亲戚名义经营，主要业务是从山东盐场运盐到缺盐的河南，再从河南运粮到缺粮的山东——自己即管盐场税收，又管水路税收，想不发家也难吧？

发家不难，怎么把财富传承下去才难。看得出来，康家的教育搞得不错，打破了民间传说的富不过三代魔咒。到被慈禧太后和光绪皇帝敕封“神州甲富康百万”的时候，已经延续到第 12 代了。

这个“康百万”称号，可以说是用钱买来的。在 1900 年 6 月，大清与八国宣战，结果 8 月中旬八国联军打进北京，慈禧和光绪仓皇出逃至西安。次年，签订丧权辱国的《辛丑条约》后，母子俩得以从西安起驾回北京。

当时的河南知府是慈禧的侄子，他想好好趁此机会讨好姑母，但是府库空虚，因此找上当时康家第十二代家主康建德。康建德修路、建行宫、加上给慈禧和光绪进贡，累计拿出来二百万两白银，当然换的“龙颜大悦”。

1903 年，在慈禧的授意下，光绪帝御赐“神州甲富康百万”金匾，算是皇封的中国首富了。不过，商业社会似乎有个规律，和政治走太近的商人，结局一般都不太好。

康家的航运生意和票号生意，在康建德手上，执迷于做安稳的政府生意，因循守旧，结果被新生事物铁路和现代银行的冲击，江河日下。康建德后来吸上了鸦片，并影响康家 12 代和 13 代里有 29 人吸食鸦片。

康家财富传奇到 13 代戛然而止，可以说既有时代的原因，也有自身的问题。雪上加霜的，是康家 13 代还遇上了抗日战争。当时康家主力生意是棉花。有两列火车的棉花，一列在青岛被日本人没收，一列在上海被炸弹炸毁，损失惨重。

当然，这不是最重要的，最重要的是遇到了土改，400 多年的财富传奇到此彻底完结。（此处省略 3000 字感慨）

康百万庄园里，有几幅对联不错，好歹算值回票价吧。比如：

友以利交情可久

财从道取利方长

人法地　地法天　天法道　道法自然

　诚则信　信则交　交则活　活则生财

做数件可流传之事销磨岁月

交几个有学识良友论说古今

大致如此，没去过的看过本文后就可以不用去了。

黄河小浪底风景区

离开康百万庄园，驱车约 90 公里，就到了黄河小浪底水电站。这是经济出版社燕丽丽老师推荐给我的，那是她老家。

黄河小浪底的收获有几点，第一，黄河水是可以通过沉淀变清的



这样的水，哪里和“黄”河联系的起来呢？一丝泥汤都没有，完全可以叫“清”河。

第二，小浪底水电站建成后，下游开封地区没有了黄河泛滥的威胁，几百万甚至上千万人民群众的生命和财产安全得到了保障，即便忽略发电，仅仅这个已经是功在千秋了。

第三，小浪底旅游的旺季是每年 7 月。雨季水量大，小浪底调度部门会在预定时间，打开排沙口，借助水的冲力，将小浪底水库沉积的泥沙冲出去，形成“黄河之水天上来”的场面，非常壮观。

我找张网上别人的照片给大家看看



想看的朋友们，可以自行关注届时景区的排沙时间通知，前往观看。

我们这个时间去，当然遇不到调水排沙的壮观场面了。不过，却遇到了小浪底最美的樱花，太美了！好大几片樱花林，白的、粉的，红的，配上妖娆惹人的风摆柳，如梦如幻……





景区有两个门，内部步行距离约 5 公里。到哪个门停车买票都可以，边走边赏风景，正常时间约两到三个小时，其中有一段有景区内部的电动摆渡车。

到达另一个门以后，坐公交回来（便宜，但发车时间固定），或者门口有一大堆黑车司机，30 元跑一趟（一趟 30 元，不管是一个人还是四个人）送你回停车场。

不宰客，不跑偏，挺厚道的——我是在景区入口处咨询过检票的美女，美女说是 30 元/趟。对面黑车司机报价果然是 30 元，没乱喊。

羊肉汤和洛阳水席

第二天早晨在洛阳醒来，想起书房不少朋友都推荐过羊肉汤，于是钻进一条居民小巷，选一家人多的羊肉汤店。

很有趣，这家店只卖一种东西，就是羊肉汤，只是分为 8 元，10 元，15 元，30 元四种档次。时间宝贵，肚皮宝贵，选 VI　P 中 P 版本，来两份。

看旁边其他人桌上还有饼，询问之下，店里不卖饼，要去隔壁专业卖饼的店里买。分工够细！

饼，超级便宜。两个饼切成丝，两元钱。我开始还怕听错了，问别人是一个饼两元吗？卖饼的说两个一共两元钱。

一碗羊肉汤下肚，一身大汗，味道很好，但感觉被腻住了。吃这么腻，是因为天冷需要补充能量的缘故吗？

这碗羊肉汤直接导致我俩省了中午饭，到晚上才吃第二顿。

但腻过之后却怪想的。第二天早上，继续弃酒店早餐不吃，出去喝羊汤。



这么吃下去，不胖貌似有点难哦！

当天晚上，去市区“洛阳水席园”天津路老店，品尝了传说中的洛阳水席。

洛阳水席之名，据说有两种说法，一说是因 24 道菜道道都是汤汤水水而得名，另一说是因为一道一道的上，形似流水席，故名水席。

24 道菜，不管是一起上还是流水上，我俩都只能投降。服务员给我们推荐了三道菜一份主食：精品牡丹燕菜、洛阳熬货、焦香丸子、蔬菜盒子




唐书房


唐书房



就这，依然高估我俩了，剩了不少。不过，水席的菜，不仅形态有美感，而且味道也确实不错，建议到洛阳的朋友都尝尝。

洛邑古城

9 号早晨喝过羊汤，先奔的洛邑古城。

古城很干净，很江南，我家领导超喜欢这个调调。老唐屁颠屁颠地跟着东逛逛西逛逛，各种小店乱看一通，买些稀奇古怪的小东西，略过。



在这里首次遇到茅台汉酱的营销广告。



河南白酒消费市场大。有天晚上在大排档吃宵夜，亲眼所见两个中年男人喝掉一斤口子窖、一斤劲酒，然后又要了一个半斤装的二锅头，仍然口齿清楚，毫无醉意，实在厉害。

然，河南本地酒全体羸弱，曾经的名酒张弓、宝丰、杜康等，或倒闭或者生存艰难，所以河南人似乎也缺乏地方品牌忠诚度，这必然招来外地名酒的垂涎。

在河南境内行走过程中，高速路两旁有不少白酒品牌广告。从数量比例来说，大约有50%是洋河旗下的梦之蓝，10%是洋河旗下双沟珍宝坊君坊，10%是古井贡古 20 年份原浆，10%是青花汾酒，10%是本地的仰韶彩陶坊，剩下 10%由其他本地酒品牌，如宋河国礼、赊店元青花、杜康封坛酒等瓜分。

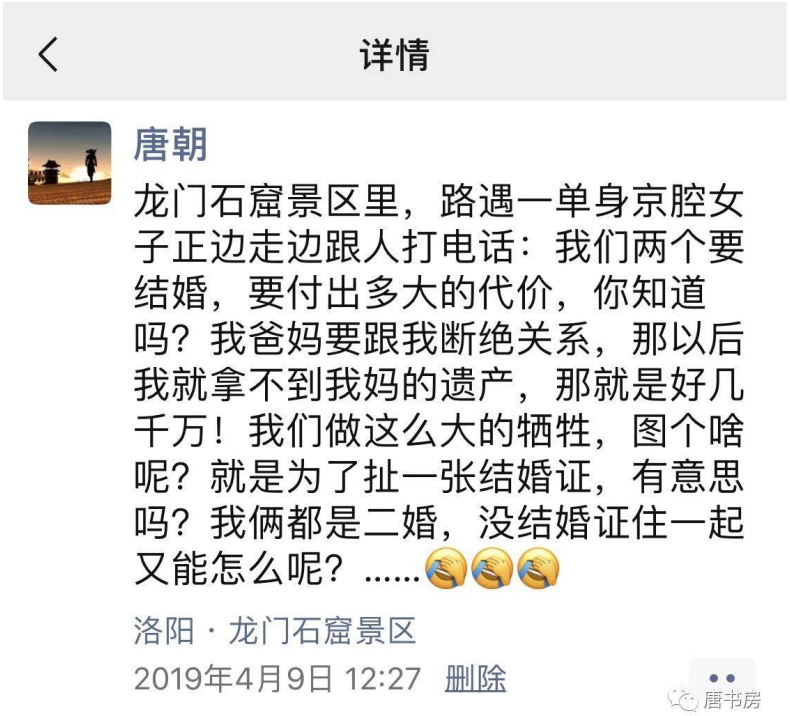
汉酱的广告，仅在洛阳以及洛阳到郑州的高速路边见过少数几块，推测茅台酱香酒进军河南是以洛阳为主攻方向的。

没有遇到五粮液、泸州老窖、剑南春、郎酒、口子窖等其他品牌广告。但目测似乎口子窖在河南市场基础不错，偶遇过几次喝口子窖的。

还遇到过一次三个人分了一瓶茅台的。没有遇到其他上市公司品牌白酒被饮用，包括洋河古井汾酒五粮液老窖汉酱……都没在饭店遇到过，或许是个案运气的问题吧。

龙门石窟

逛完洛邑古城，去龙门石窟。刚进石窟景区不久，就遇到一件趣事。



不是故意偷听的，正好该女子和我们行进方向一致，又一直打电话，嗓门很清脆，想不听见反而是件困难的事儿。

关于石刻，上次我在《大足石刻印象》里聊的比较多了。让我来比较一下龙门石窟和大足石刻吧！

如果从普通游客的角度看，龙门石窟没有大足石刻好玩。因为大足石刻有故事，有情节，生动活泼。而龙门石窟，主要是皇室和达官贵人们出资请石匠凿山雕刻的各类佛像，参观乐趣不如大足石刻。

从保护的完整性来说，龙门石窟被毁的太严重了。大部分都是无头佛，无脸佛，有点像大足石刻里的北山石刻，远不如大足宝顶山保存的完整。

但龙门石窟也有它的不可比拟之处。

首先它的作品跨度长，自北魏孝文帝迁都洛阳（公元 493 年）前后开凿，后北魏分裂为东魏和西魏，东西魏再变成北齐和北周，再经北周末代皇帝的外公杨坚统一南北朝后建立大隋朝（隋文帝），再经唐到宋，龙门石窟持续大规模建造时间长达 400 多年。

正因为时间跨度大，龙门石窟的时刻风格并不统一，不同时期的石刻体现了不同时期的审美观。比如北魏以瘦为美，而大唐则以胖为美，这种审美观的渐变过程，其他资料可能很难记载，而龙门石窟却通过不同时期的造像，帮后人记录下来了。同时记录下来的，还有不同历史朝代的服饰、礼仪什么的。

其次是规模大，品种繁复。据说龙门石窟是中国现存窟龛最多的石窟，它沿伊水东西两面大山的峭壁分布，长度达 1 公里左右，共有约十万尊佛像，最大的佛像高达 17.14 米，最小的仅有 2 厘米。

再次是历史考证价值和书法艺术价值。龙门石窟是皇家势力范围，造像出资人多是皇室贵族、达官高僧。他们出资造像之后，会请当世名家写一篇《某某造像记》之类的文章，记录谁造的，造像内容是什么，为什么造这个像等等，这些记录大多涉及历史真实人物。因此，这些造像记不仅是传世书法作品，也是有珍贵价值的历史资料。

龙门石窟是中国古碑刻最多的地方，据记录有 2860 多块，其中最精彩的龙门二十品，历来是书法界推崇备至的魏碑典范——可惜，老唐对于书法艺术一窍不通，只能看看。书房有好这口的，可能对龙门二十品的威名，早就如雷贯耳了吧？

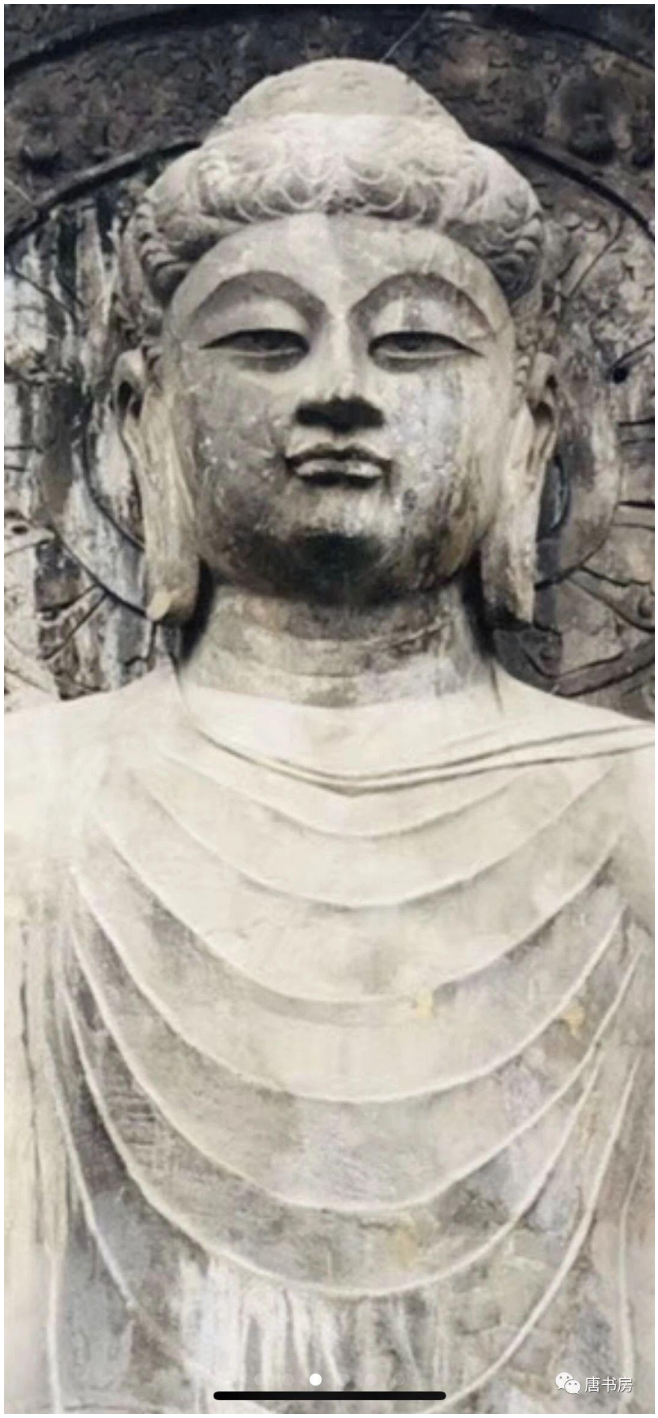
另外，龙门石窟有不少佛像的造像姿势很独特，是其他地方所罕见的。



龙门石窟里面雕刻弥勒佛的多，这是因为武则天曾声称自己是弥勒佛转世，接释迦牟尼的班，来接管天下的。所以，在武则天执政时期，龙门石窟造了很多弥勒佛造像。

最后，龙门石窟保留最完整的一组释迦摩尼报身佛（卢舍那大佛）塑像，艺术价值非常

高。这组佛像是武则天还是皇后的时候，捐私房钱雕琢的，是龙门石窟的标志性作品。



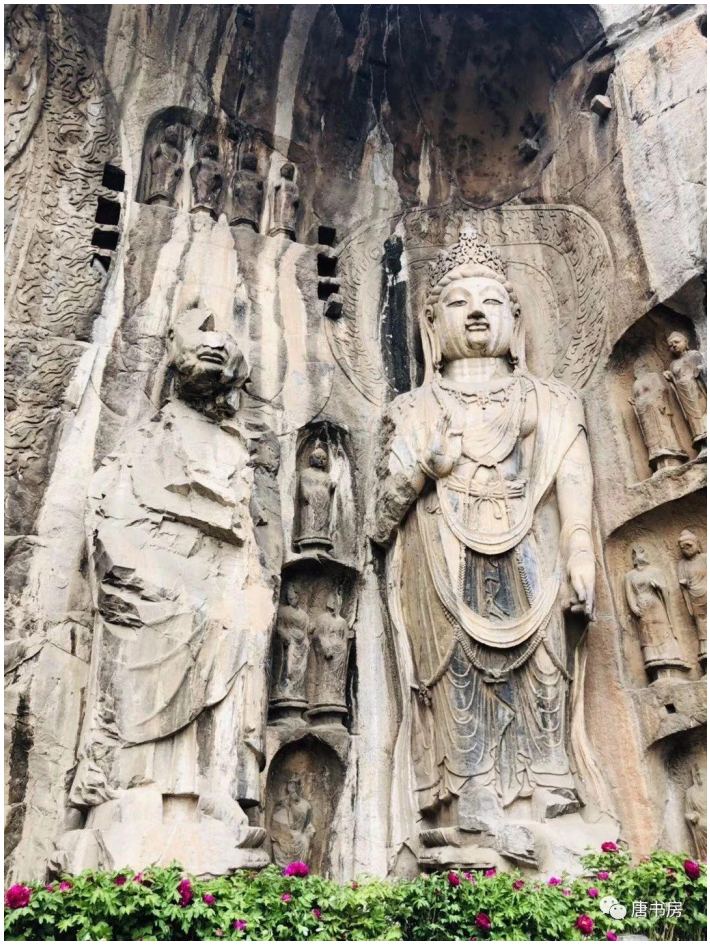
佛像高 17.14 米，头高 4 米，身上的袈裟线条简约，犹如现代女性的毛衣项链，用同心圆的构图，将人们的注意力引向佛像的面部。

大佛面部丰满圆润，皮肤光滑细腻，双眉弯如新月，秀目含着似有似无的笑意，微微凝视下方。鼻梁高挺，小嘴还似乎有点俏皮的嘟起，整个表情让人感觉非常祥和。

当你站在她的脚下凝视她的时候，心中会莫名其妙地有种宁静，会恍惚间忘记时间和空间的存在，很奇妙。那种体验绝不是看图可以体验的。

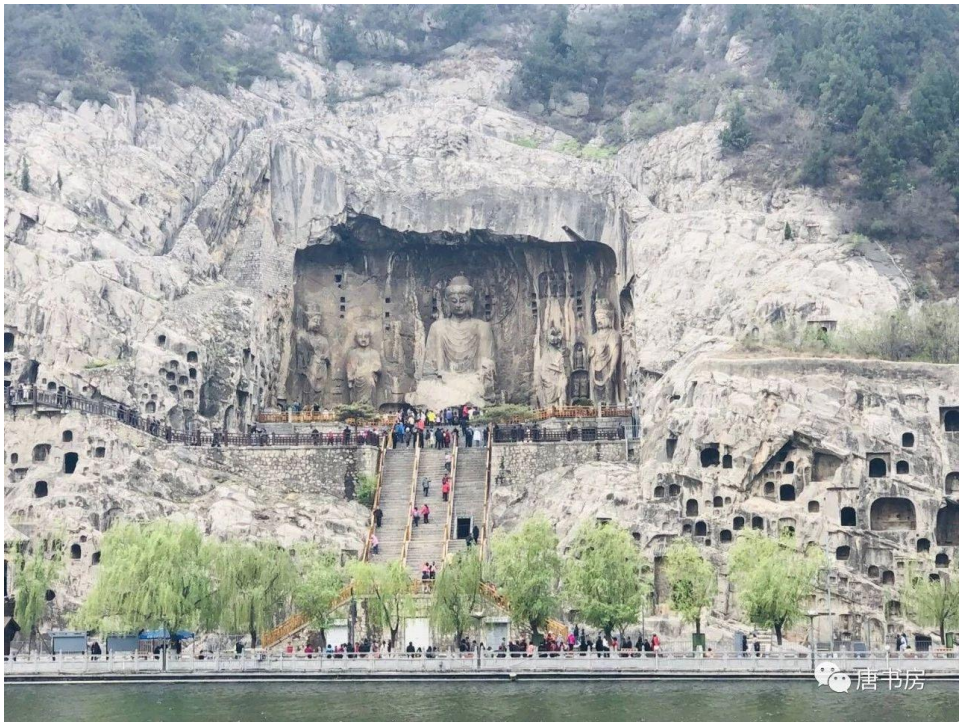
报身佛身边的几尊塑像，同样堪称精品。


唐书房


唐书房



更加不错的是，由于龙门石窟分布在伊水两岸，所以在河对面有一处观景台，可以看到这组佛像的全景，又是另一种震撼



（老唐拍照水平渣，用手机随手拍的，仅算是个记录，各位将就看）

还有太多的石窟值得写，但太长了，怕大家看的不耐烦，跳过……

白园

除了石窟，景区里还有一个地方值得去，那就是白园——围绕白居易墓地建立的全国唯一一个纪念白居易的主题公园，就在龙门石窟景区里面。景区门票已经包含白园。

白居易，字乐天，河南新郑人，唐代著名诗人，他的《卖炭翁》、《琵琶行》、《长恨歌》等代表作品，就算我们已经背不下来了，但恐怕没人会说不知道。

白居易以刑部尚书官衔退休，居住洛阳 18 年，与好友刘禹锡（官至检校礼部尚书，就是写《陋室铭》的那位，比白居易早去世 4 年）等诗歌唱和，好不开心痛快。

白居易出资在龙门修了香山寺，兴修水利开凿伊水八节滩，对龙门山水那是真爱，留下遗嘱死后葬于此地。

真正大智慧的人，可能是一通百通的。比如这位白居易白大人，

论官，做到刑部尚书；

论财，可以捐出六七十万贯来修庙；

论名，可以千古流芳，影响海外（白居易的文学作品对日本文学影响很深）；

论寿，人生七十古来稀，他活 74 岁；

论享，佳酿满瓶书满架，依香山赏伊河与满山神佛为伴，真正神仙境界……

（未完待续）

游记相关：

①浮光掠影记出游

②一辆车，两个人，三万里，出发！

③大足石刻印象

④河南印象（上）

PS：本打算一口气将河南印象写完的，但是太困了，被迫分成三集。后面还有洛阳的关林、国家牡丹园、白马寺，以及登封和开封两座城市的游记，只能抽空再续下篇了……

随缘

五穷六绝。唐老师不出来避险？

作者

听这种口诀做投资，很快就穷绝了

第568篇.　　2019.4.25-出乎意料的分众一季报

原创：　永远好奇的唐朝　唐书房　2019-04-25

分众一季报，有点出乎意料！

先说结论：分众一季报有点出乎我的意料，**出乎意料的主要是营业收入的下滑。**

在 3 月 29 日分众发布一季度业绩预告后，老唐在当晚写到：

假设我们按照 2019 年一季度净利润为预报区间的中轴 3.6 亿计算，折合营业利润约 4.25 亿，单季营业总成本同样按照 25 亿估算，营业收入大体和去年一季度持平（实际我估计会有 10%~20%的营收增长，可能被新会计规则调整导致的公允价值变动掩盖，无法预测，只能等 4 月 24 日晚上的一季报披露）。

永远好奇的唐朝，公众号：唐书房茅台的喜与分众的「雷」

目前一季报披露，

一季度营业总成本 24.9 亿——吻合。

营业利润 4.26 亿——吻合。

净利润 3.4 亿——略低于我采用的 3.6 亿。

其中非经常性损益（主要包括政府税收返还和投资收益）扭曲了净利润数据，导致反推营业收入发生较大误差。

然而，**我的判断是一季度的营业收入应该有 10~20%的增长，最坏情况应该和去年一季度持平，但结果一季度营业收入是同比下降 12%，这个偏差不小。**

按照央视 CTR 的数据披露，今年一月电梯电视，电梯海报和影院视频刊例收入保持着稳定的增长，增幅分别是 20.8%，23.8%和 12.3%。

二月份行业整体下挫，但电梯电视、电梯海报和影院视频三块依然保持着微量增长，增幅分别是 1.0%，3.0%和 3.4%。

三月份数据还没出来，但观测三月份情况应该不会比二月差。

由于 CTR 的电梯电视、海报和影院视频数据，基本上就是采集分众的数据，所以在一月大幅增长，二月小幅增长的情况下，**一季度营业收入出现高达 12%的下降，**难道公司不仅白送 115 万个媒体点位，同时还奉上更大的折扣给客户？**我没有想明白问题出在哪里**

只能等业绩说明会听公司的阐述了。

自己的推测出现较大偏差，其中还有疑问弄不清楚，说明我对该企业的推理在某个环节上或许还有缺陷。这种情况下，无论股价涨跌，我暂时不会加仓——哪怕手上有新的资金进入。

但是，在公司三季报出来以前，我也不会做卖出处理，因为按照我的理解，公司营收和利润应该自第三季度恢复增长。

假如今年三季度公司的营收和利润仍然没有出现明显的同比增长，那或许就是我对该公司的研究出现问题了，届时或许需要考虑认错。

注意，这只是老唐对自己持股的态度，不构成投资建议，请独立思考，自行决策。

老唐持有的任何个股，都有腰斩或翻倍的风险，请独立思考，千万不要仅依据老唐的

分享做出买入或卖出决策。

好，最关心的问题说完了，现在还能淡定看进去公司经营数据的，咱们继续往下看。

我们先看年报数据（我用-标注支出去的费用）

科目	2018	2017	增幅	金额
营业收入	145.5	120	+21%	+25.5
-营业成本	49.2	32.8	+50%	+16.4
-销管费用	27.4	23	+19%	+4.4
-坏账损失	4	1.8	+122%	+2.2
+投资收益	1.7	7.5	-77%	-5.8
+政府退税	8.7	7.4	+18%	+1.3
25.5-16.4-4.4-2.2-5.8+1.3=-2				
营业利润	69.5	72.4	-4%	-2.9
归母净利	58.2	60	-3%	-1.8

唐书房

2018 年营业收入增加了 21%，假设所有因素都同比增加，最终营业利润和净利润也应该同比增加 21%，但事实上营业利润降低了 4%，净利润降低了 3%。

我们就需要分析，究竟是什么因素导致的增收不增利，这些因素以后可能怎么变化，会带来什么影响？

看上面的比例我们能够发现，责任肯定不是销售管理费用和政府退税造成的，它俩基本和营收保持了近似的比例。

剩下的三项**“投资收益、坏账损失和营业成本”才是造成利润增长和营收增长不同步的元凶。**

这里面，2017 年的大部分投资收益是一次性的，2018 年没有，预计以后也很难有；2018 年高企的坏账损失，和经济周期有关，有些年份多，有些年份少；

而高营业成本则是因为高速扩张期，新增点位免费并入原网络使用，只产生成本不产生收入造成的。

这个情况至迟从 2019 年三季度起，应该发生改变，即 2018 年新扩点位，至迟在 2019 年上半年结束后的合同里，对客户展开收费。

关于新增点位的详细情况，一季报末披露的媒体资源点位是 275.5 万个，相比去年一季度末的 160 万个，增加了 72%。

同时，2018 年年报第 10 页披露的媒体点位数量如下：