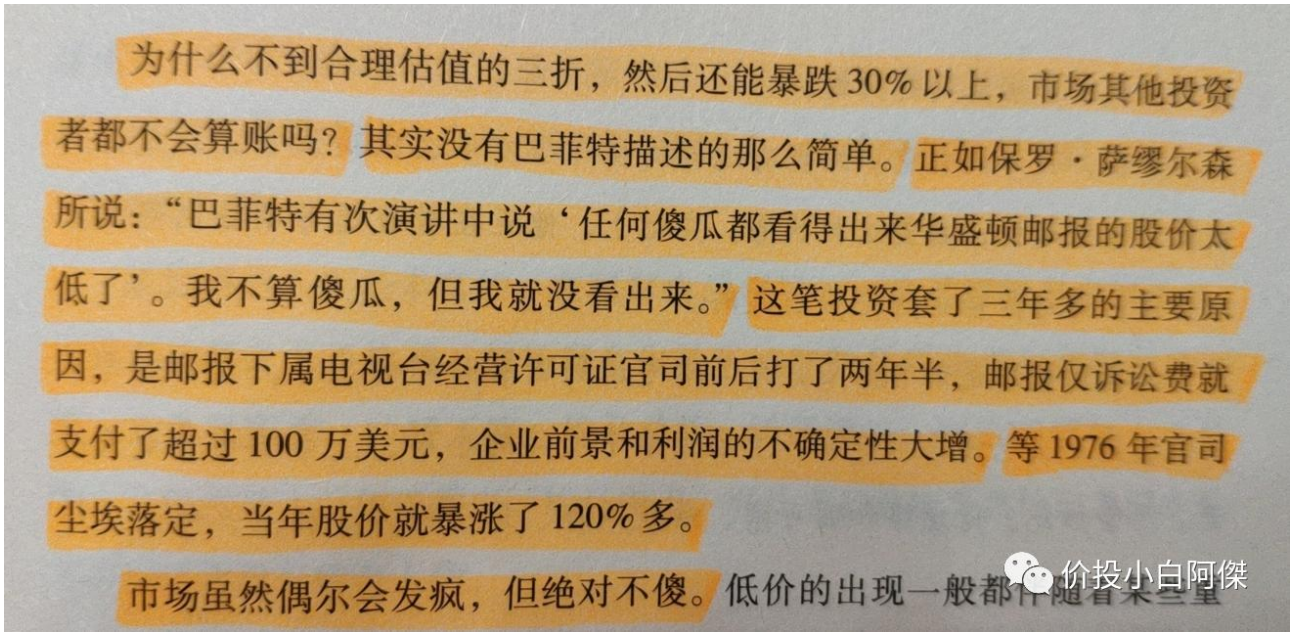
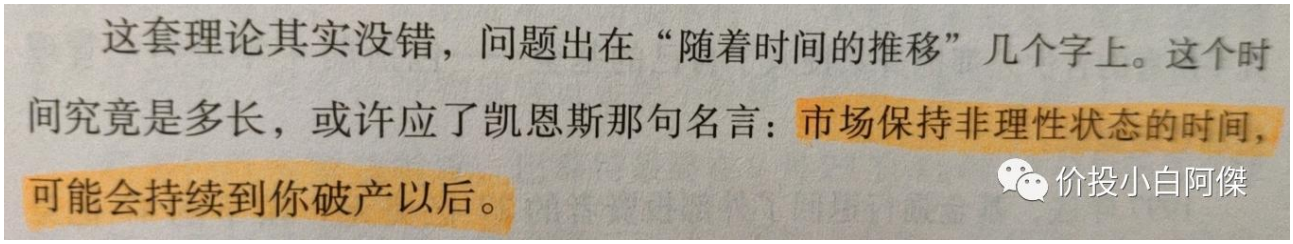
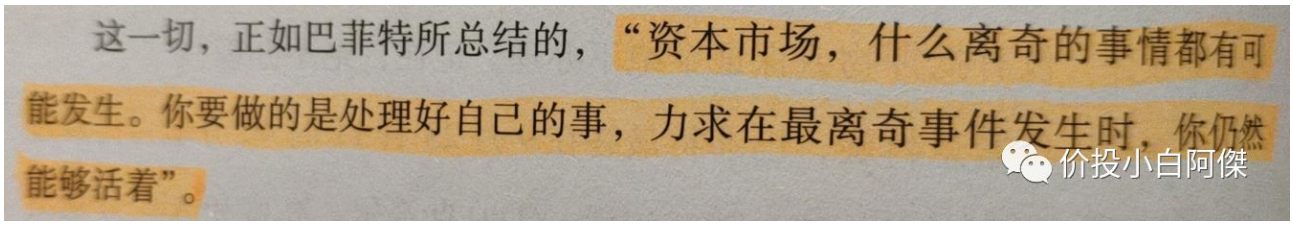






书摘 20、21、22、23、24、25、26

市场就是这样，偶尔会发疯，但绝对不傻。可真发疯起来，谁也不知道会有多长时间，就算是格雷厄姆也在市场上吃过大亏。

所以才有了巴菲特说的"你要做的是处理好自己的事，力求在最离奇事件发生时，你仍然能够活着。"

想想 2020 年美股经历的 4 次熔断，原油期货跌成负数，离奇的事件真是层出不穷。同样在 A 股市场也一样，从 2018 年开始爆发的 MY 战到 2019 年爆发的疫情。

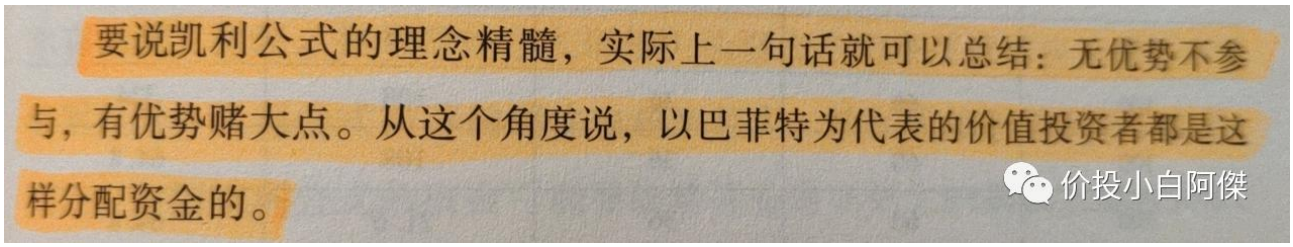
投资者怎么看待这种市场波动才是最重要的。

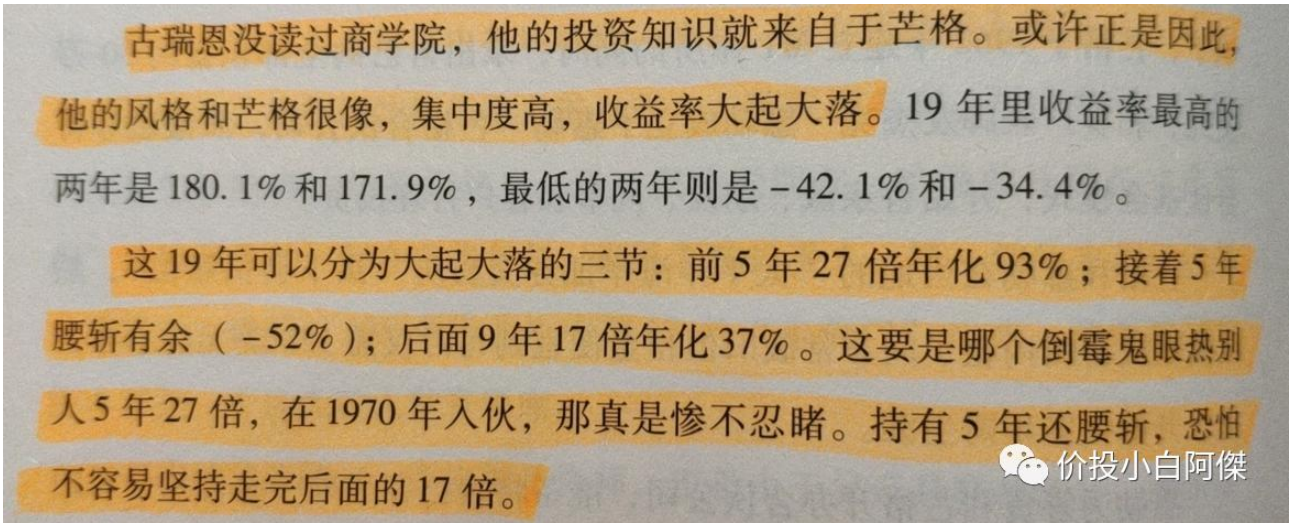
这次疫情过后，自己也终于形成了自己的投资体系：

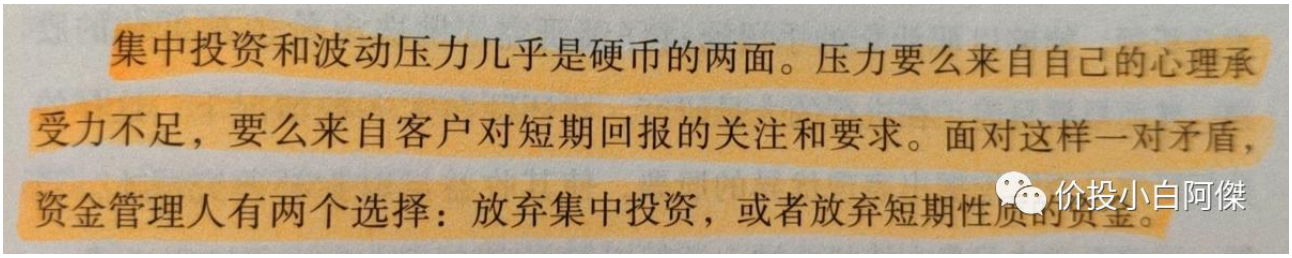
①保证投资的确定性；

②在确定性相同的资产中，集中配置收益率高的资产；

③市场给予严重高估（如透支 5 年后的利润）时，卖出，否则只要标的质量无变化，持有不动。





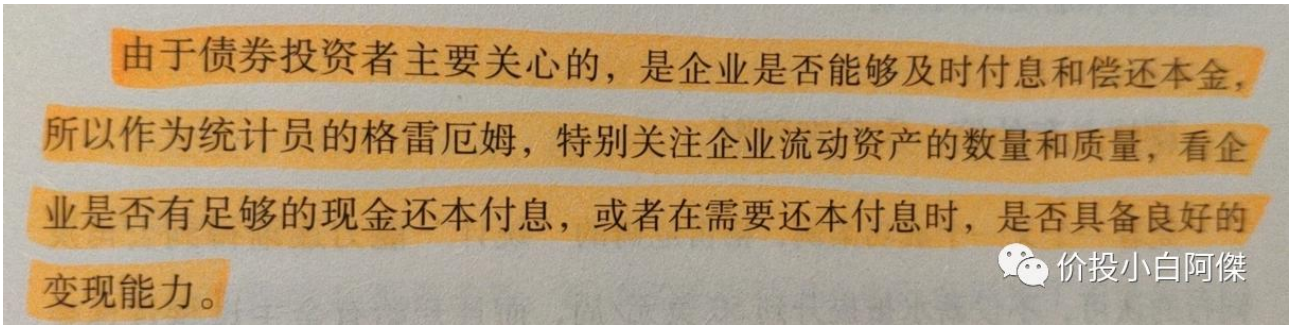


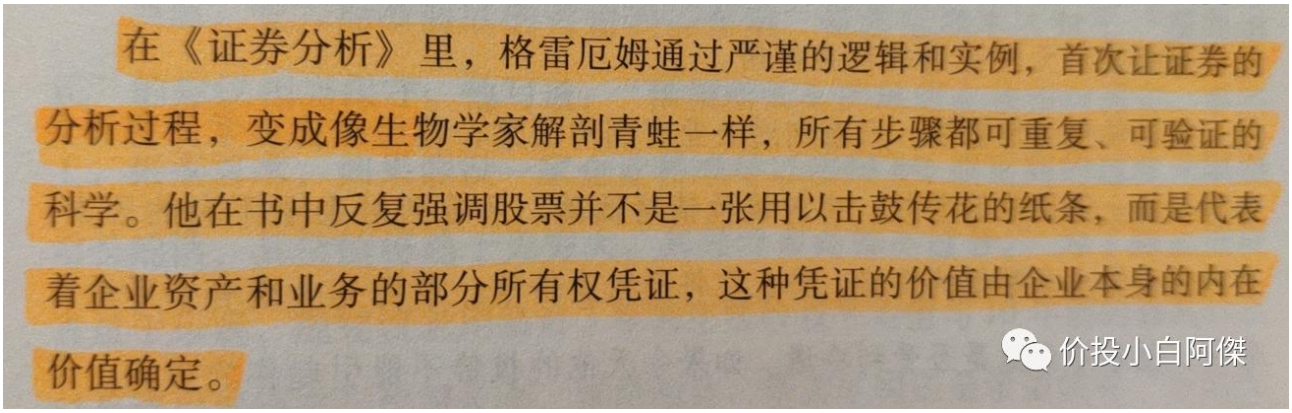
书摘 27、28、29

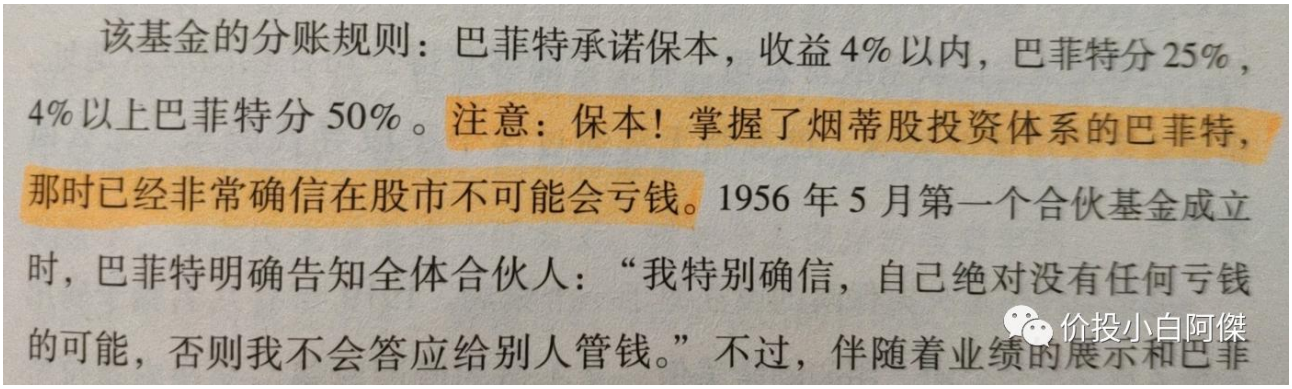
集中投资必须面对市场的波动，可怎么克服市场波动带来的心理变化？我认为是投资的确定性。

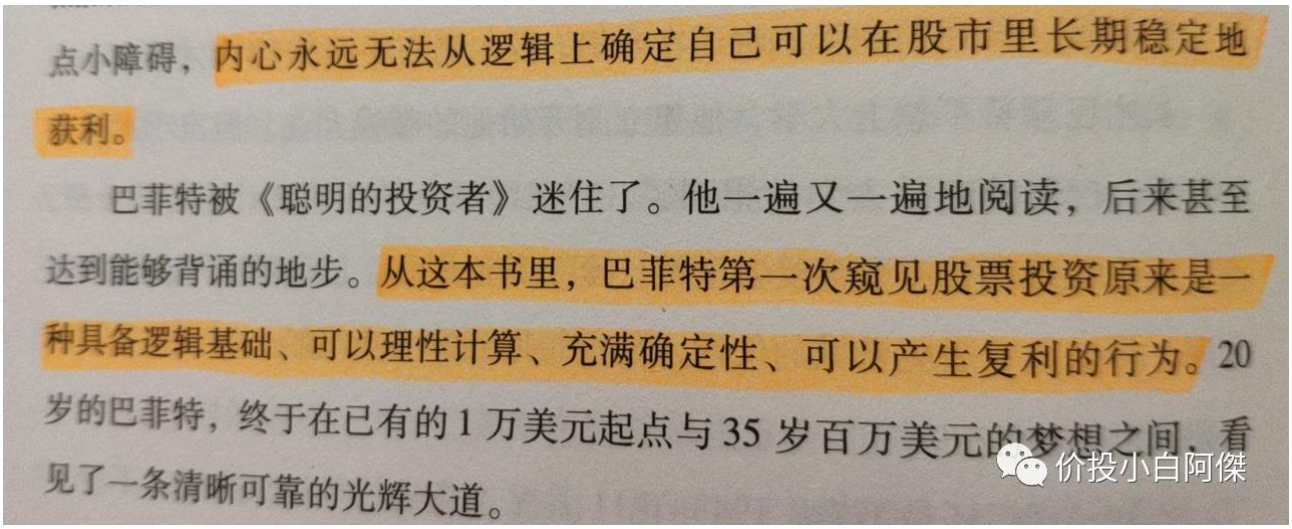
确定性可以让自己的投资立于不败之地，当然这里的确定性指长期非短期。

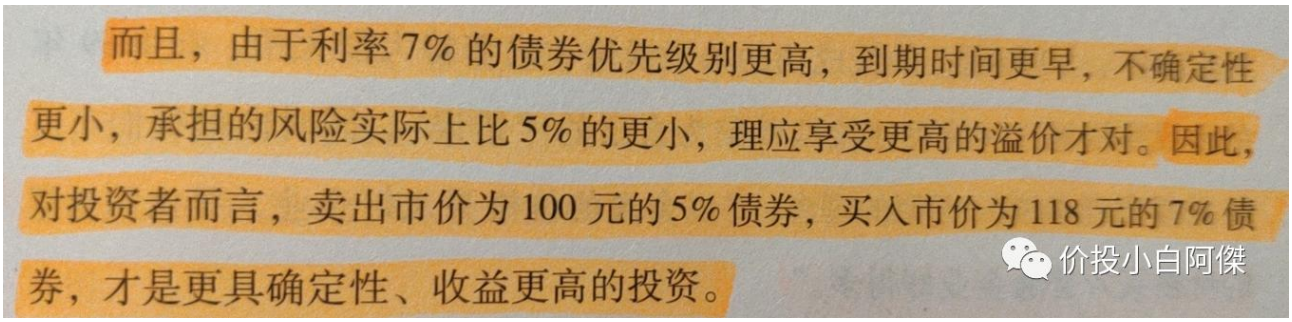
《巴芒演义》中介绍了格雷厄姆与巴菲特的投资都先求立于不败之地，然后再求高收益。







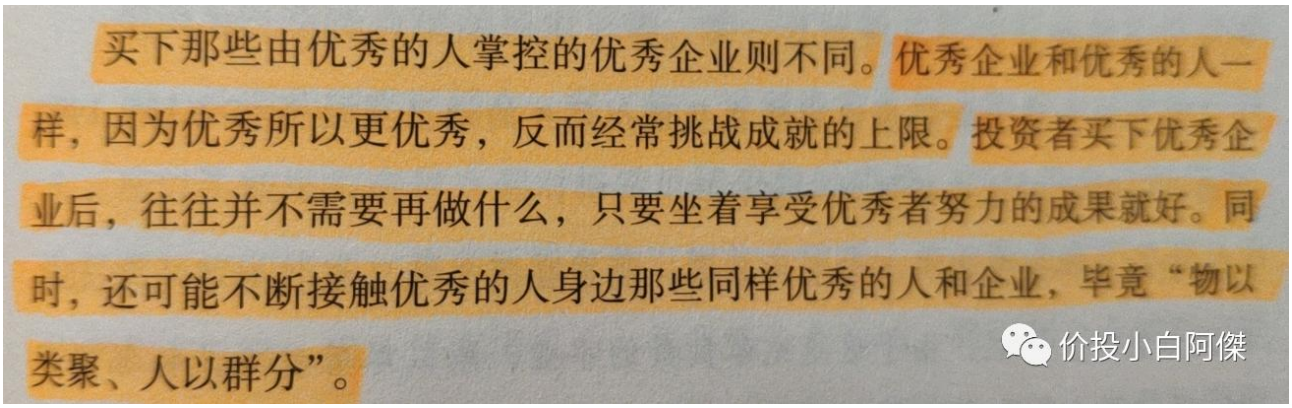


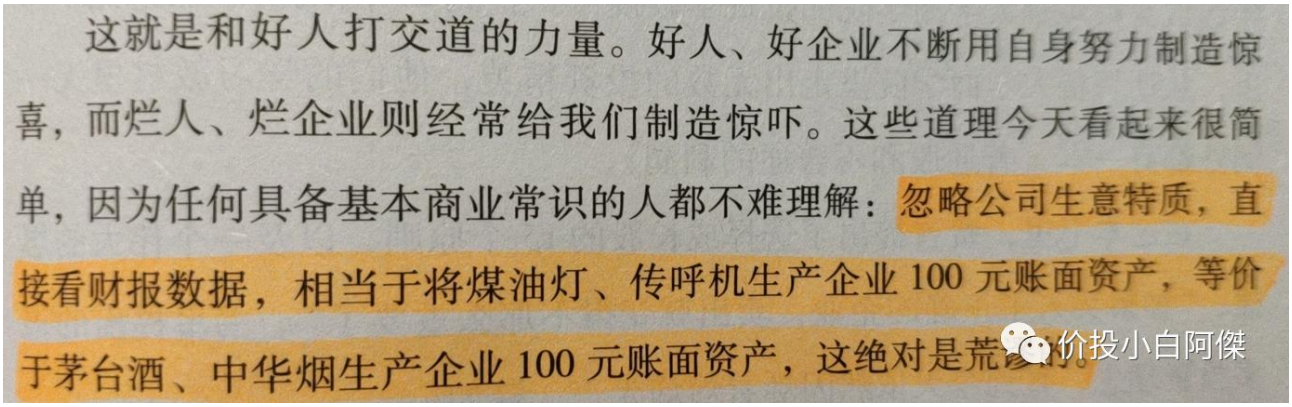


书摘 30、31、32、33、34

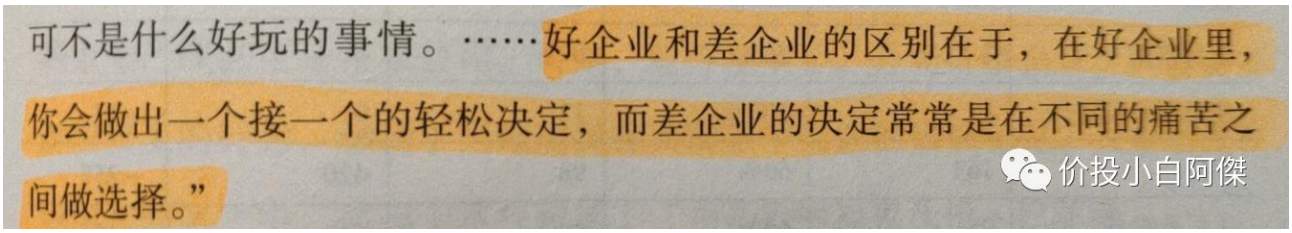
有了确定性，剩下的就是看企业的估值，资产的好坏了。《巴芒演义》中列举了很多经典的案例与详尽的数据，这里不一一赘述。

自己的投资理念就是集中选择看得懂的好企业。书中关于好企业的篇幅同样随处可见。

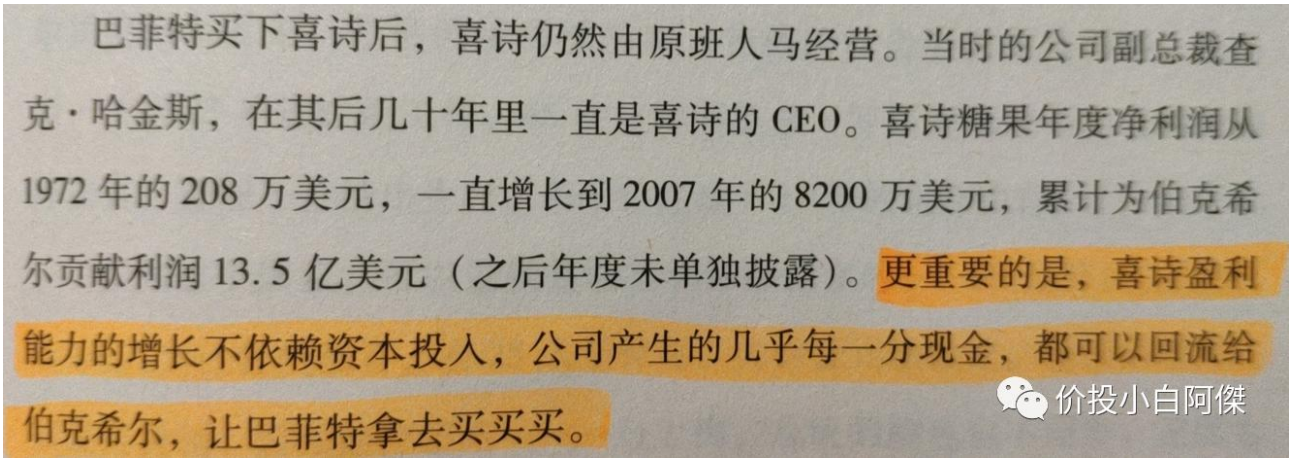



这就是和好人打交道的力量。好人、好企业不断用自身努力制造惊喜，而烂人、烂企业则经常给我们制造惊吓。这些道理今天看起来很简单，因为任何具备基本商业常识的人都不难理解：忽略公司生意特质，直接看财报数据，相当于将煤油灯、传呼机生产企业100元账面资产，等价于茅台酒、中华烟生产企业100元账面资产，这绝对是荒谬的。

价投小白阿傑


可不是什么好玩的事情。……好企业和差企业的区别在于，在好企业里，你会做出一个接一个的轻松决定，而差企业的决定常常是在不同的痛苦之间做选择。”

价投小白阿傑


巴菲特买下喜诗后，喜诗仍然由原班人马经营。当时的公司副总裁查克·哈金斯，在其后几十年里一直是喜诗的CEO。喜诗糖果年度净利润从1972年的208万美元，一直增长到2007年的8200万美元，累计为伯克希尔贡献利润13.5亿美元（之后年度未单独披露）。更重要的是，喜诗盈利能力的增长不依赖资本投入，公司产生的几乎每一分现金，都可以回流给伯克希尔，让巴菲特拿去买买买。

价投小白阿傑

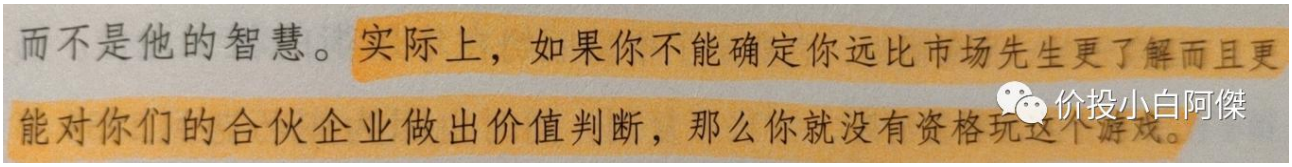
书摘 35、36、37、38

就像巴菲特收购喜诗糖果一样，如果能不断拥有不需要资本再投入，就能源源不断贡献真金白银的企业。

相信每个人拥有这样企业的投资者，都会乐得合不拢嘴（谁会嫌家里多几台印钞机呢）。

好企业买入，静静的持有就好了，除非企业资产发生变化，就像老唐最后一章所说地是否变成了盐碱地。只有地发生了变化和市场给出严重高估时考虑卖出。

想清楚了这些问题，相应的是否应该用杠杆，如何面对市场的风险，是否每一笔投资都要正确这些问题也就迎刃而解了。


而不是他的智慧。实际上，如果你不能确定你远比市场先生更了解而且更能对你们的合伙企业做出价值判断，那么你就没有资格玩这个游戏。

价投小白阿傑

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）

按照巴菲特和芒格的风险观，一项投资的回报，来源于你预计持有的时间段收到的红利，和最终以保守估计的合理市盈率出售股票所得。它是否有风险，取决于这个回报水平是否明显超过无风险利率与通货膨胀之和。因此，投资的风险大小与两个因素直接相关：一是预计持有时间的长短，二是对公司盈利及分红估算与最终实际情况的接近程度。

价投小白阿傑

上涨时，杠杆带来可喜的利润，但下跌过程中，杠杆

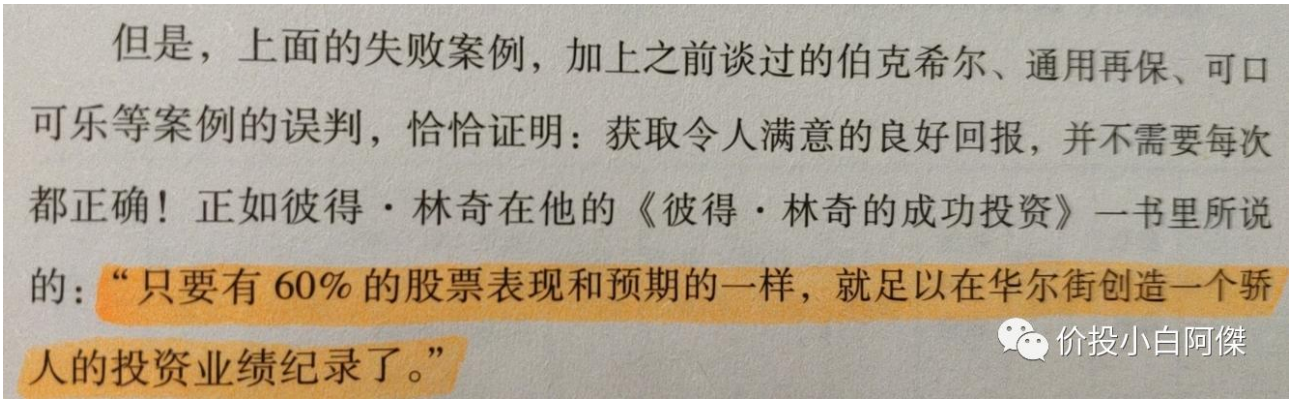
价投小白阿傑

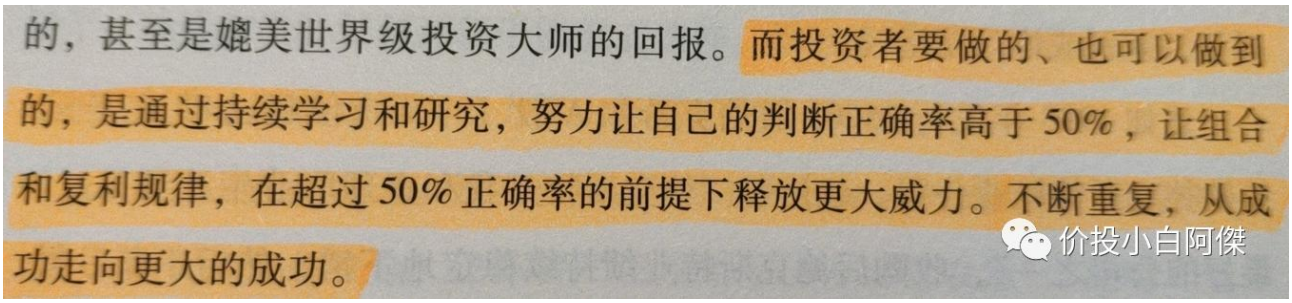
杠杆资金才不管你的股票是低估还是严重低估，市价下跌就是要求追加保证金或斩仓的唯一依据，无论市价究竟是在哪些蠢货之间达成的。追加保证金导致的斩仓，又会不断地创造更加愚蠢的市价，更加愚蠢的市价导致更多斩仓，如此互为因果。这个特点在几十年后，被另一位出生于大崩溃这年的投资大鳄命名为“反身性”。大鳄名叫乔治·索罗斯。

此时的格雷厄姆当然没有认识到股市的“反身性”，他只是将杠杆降低到约 125%。然而，道琼斯指数在不到 3 年的时间，先腰斩，再腰斩，然后又一个腰斩，三个腰斩后又跌了 12% 才见底。这还是大盘指数，至于个股，虽然没有详细记录，但跌幅可以想象。

经历这次暴击，后来的格雷厄姆做了深刻反省，并保证自己一生再也不会犯这样的错误。在传世名著《聪明的投资者》第一章里，他这样写道：“任何利用杠杆交易的非专业人士都应该认识到，事实上自己是在投机……或者说是在赌博。”

价投小白阿傑





书摘 39、40、41、42、43、44

《巴芒演义》全书最后一章可以说是老唐投资体系的精华。是老唐多年读书与亲身实践总结出来的老唐自己的投资体系。值得每个价值投资者细细咀嚼，读懂读透，可节省大把的时间，少走不少弯路。

借彼得林奇曾经的感叹，"前辈们给予的培训和支持，让我似乎能够理解牛顿那句名言的真正含义'我看得更远，是因为我站在巨人的肩膀上'"。

老唐通过自己广泛的阅读，站在巨人的肩膀上看问题的角度，求真知的态度可以说是自己学习的榜样。

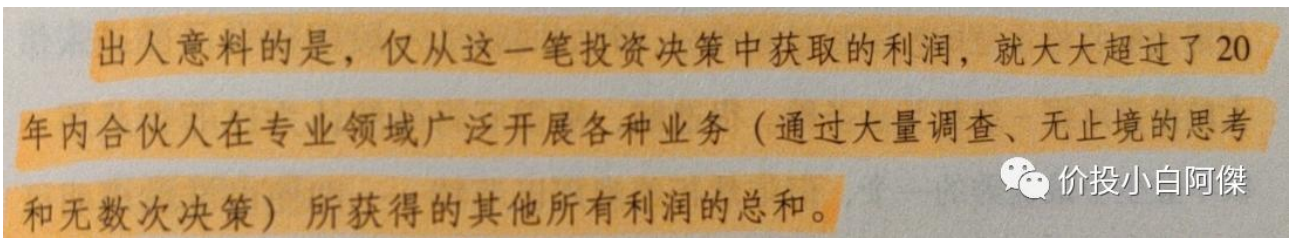
更难能可贵的是老唐的分享精神，能把自己读过的书嚼烂汇总再用简单幽默有趣的话锋展现出来，可以说能让我们站在老唐的肩膀上，又是我们的一大幸事。

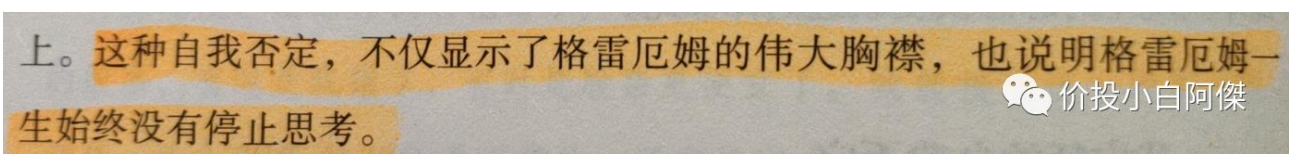
透过老唐汲取的不仅仅是投资的知识，还有跟多关于教育的理念。

正如老唐在儿子上大学时写的《致即将踏入大学校园的儿子》信中提到的"吾日三省吾身：反省今日所做事，若重来该如何做；反省今日所未做事，是否有漏掉应该做的，若有，如何弥补；反省今日所见所闻，有何经验教训可供汲取。"

不断的阅读，思考，实践，反思，求真知，做正确的事，与优秀的人为伍，认知自己的能力圈，扩大自己的能力圈，塑造开朗乐观的性格，形成好的行为习惯，用时间复利的放大器去放大自己，成就自己。

《巴芒演义》中老唐借助了大师们的行为方式向我们展现了这些人生哲理。





芒格回答："我说不出来。我讲的那个例子完全是事后诸葛亮。我先知道结果，后编的故事。事后诸葛亮好做，解释过去比预测未来容易多了。那篇文章，起初是个演讲稿。我的那次演讲很失败，那篇文章也很失败。"

价投小白阿傑

重要的原则：①即便是类似可口可乐这样产品简单的企业，投资者要对其利润增长水平做出准确预测，依然相当困难；②在投资后企业发展顺利、市值增长喜人时（1996 年已经赚了 8 倍），投资者做出乐观预测的可能性会更大，哪怕是芒格和巴菲特这样的智者。

价投小白阿傑

当然，这也代表我没有在泡沫最大的时候卖掉这些持股，实在是个严重的错误。如果这些股票今天的股价体现了它们的内在价值，那你一定会很纳闷，四年前股价远远高于内在价值的时候，我在做什么。我当时到底在想什么，我自己也觉着非常奇怪。

价投小白阿傑

但对于古瑞恩来说，这笔钱亏得很值。他借这笔交易认识了芒格和惠勒，并积极向芒格靠拢，迅速成为芒格最好的朋友之一。古瑞恩如饥似渴地听芒格和惠勒的各种高谈阔论。古瑞恩说："查理和杰克是我的精神导师。"

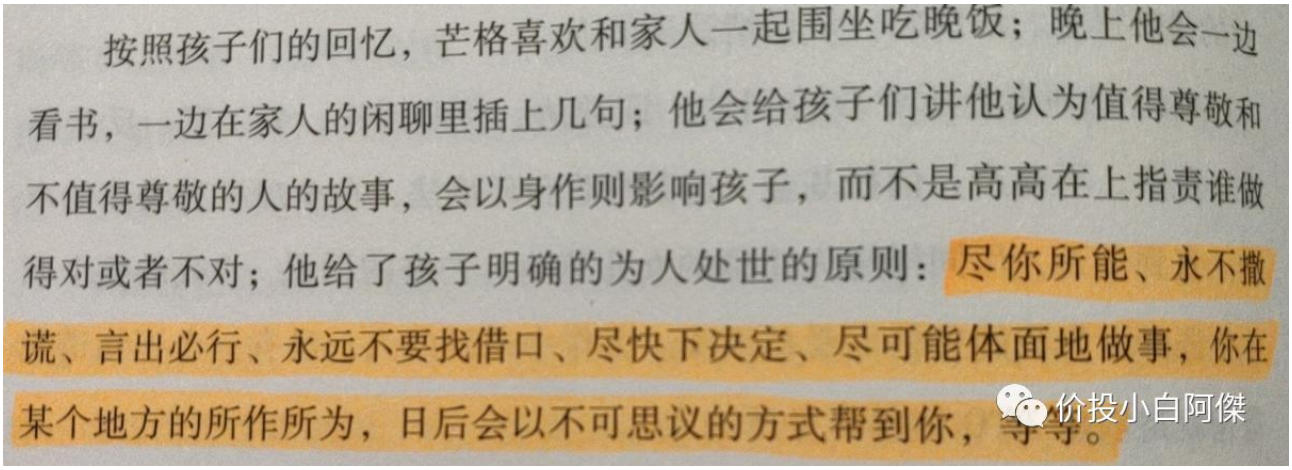
价投小白阿傑

我告诉比尔很感谢他的提议，但若伯克希尔想要获取投资回报，那就必须承担潜在风险。比尔坚持说，如果因为个人的宗教信仰而使得公司经营不善，他希望能够单独承担苦果。

价投小白阿傑

除了商业经验，芒格及其父亲的律师生涯，也让他轻而易举地发现：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，会让他们有意无意地就避开潜在的麻烦。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里，天然就隐藏着滋生麻烦的种子。以烟蒂股思想挖掘到的便宜股票，绝大部分也是这到这

价投小白阿傑



书摘 45、46、47、48、49、50、51、52、53

正如芒格所说“尽你所能、永不撒谎、言出必行、永远不要找借口、尽快下决定、尽可能体面地做事，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。”

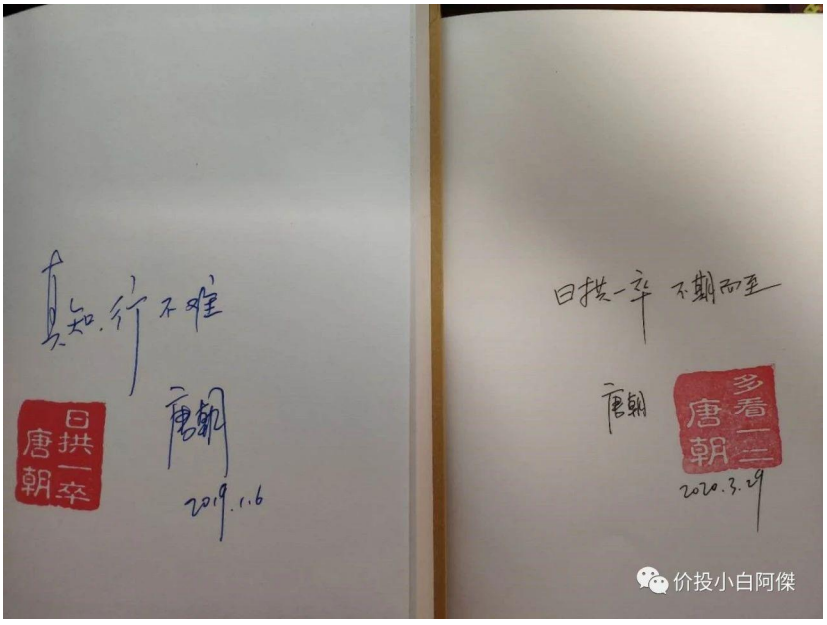
“滚雪球？真好玩。”闺女又指着我的书架上的书感叹到。

“对，雪球是不是会越滚越大啊。你每天坚持读书，坚持做正确的事，就是在知识中不断的滚雪球。你的知识越多就能去解决你自己提出的问题。”

走在价值投资的路上，2 年时间不长也不短，多读书，读好书。“自然从不飞跃”。

期望自己家的两颗小树苗能慢慢的，一步一个脚印，始终对这个世界保持着一份好奇，带着认真的态度，边求索真知边茁壮成长。

写在最后：



有幸《价值投资实战手册》《巴芒演义》两本书即集全了自己最喜欢老唐的三句金言：“真知，行不难”；“日拱一卒，不期而至”；“多看一二”。

尤其是最后一句的“多看一二”，投资的态度如此，生活中的态度更要多看一二。

再次强烈推荐《巴芒演义》，自己没事对照着书后的参考文献把自己书架上有的书（16 本占 72 本的 2/9）做了个堆头，总高度 43.5 厘米。

老唐用他自己读了一人多高的资料浓缩而成的《巴芒演义》堪称经典。

CHARLIE MUNGER
THE SNOWBALL
THE SNOWBALL
价投小白阿傑

第749篇.　　2020.05.18 - 关于洋河最新年报及一季度的问题

永远好奇的唐朝　唐书房　2020-05-18

今天同时推送四篇文章，分别征集朋友们在阅读洋河股份、分众传媒、古井贡酒、海康威视四家企业，2019 年年报及 2020 年一季报时，遇到的问题。

问题将在汇总后，做成类似《茅台 70 问（上）》《茅台 70 问（下）》那样问答合集推送给大家

今天文章的留言区**不回复、不上墙**，请不要留言无关话题，以减少老唐的劳动量。谢谢

有关洋河最新财报的相关问题，请写在本文留言区——其他三家公司的问题，请分别到次条、三条及四条下面留言。

提问请尽可能**简短**，

尽可能一条留言只问一个问题，

尽可能提**具体**问题，而不是寻求空泛的看法，

并请指明你遇到的问题在财报**哪一页**。谢谢

另：

今天早上开盘，已按照周记计划，在两个账户里合计增加约 1%+仓位的洋河。

账户剩余不足万元的资金，也顺手换成账户里单价最低的分众。

强烈申明

老唐的任何操作或看法，均可能充满老唐个人的偏见和错误。

文中提及的任何个股都有腰斩风险。请坚持独立思考，万万不可依赖老唐的判断或行为做出买卖决策。切记切记

第750篇.　　2020.05.18 - 关于分众最新年报及一季报的问题

永远好奇的唐朝　唐书房　2020-05-18

今天同时推送四篇文章，分别征集朋友们在阅读洋河股份、分众传媒、古井贡酒、海康威视四家企业，2019 年年报及 2020 年一季报时，遇到的问题。

问题将在汇总后，做成类似《茅台 70 问（上）》《茅台 70 问（下）》那样问答合集推送给大家

今天文章的留言区**不回复、不上墙**，请不要留言无关话题，以减少老唐的劳动量。谢谢

有关**分众传媒**最新财报的相关问题，请写在本文留言区——其他三家公司的问题，请分别到头条、三条及四条下面留言。

提问请尽可能**简短**，

尽可能一条留言只问一个问题，

尽可能提**具体**问题，而不是寻求空泛的看法，

并请指明你遇到的问题在财报**哪一页**。谢谢

第751篇.　　2020.05.18 - 关于古井最新年报及一季报的问题

永远好奇的唐朝　唐书房　2020-05-18

今天同时推送四篇文章，分别征集朋友们在阅读洋河股份、分众传媒、古井贡酒、海康威视四家企业，2019 年年报及 2020 年一季报时，遇到的问题。

问题将在汇总后，做成类似《茅台 70 问（上）》《茅台 70 问（下）》那样问答合集推送给大家

今天文章的留言区**不回复、不上墙**，请不要留言无关话题，以减少老唐的劳动量。谢谢

有关**古井贡酒**最新财报的相关问题，请写在本文留言区——其他三家公司的问题，请分别到头条、三条及四条下面留言。

提问请尽可能**简短**，

尽可能一条留言只问一个问题，

尽可能提**具体**问题，而不是寻求空泛的看法，

并请指明你遇到的问题在财报**哪一页**。谢谢

第752篇.　　2020.05.18 - 关于海康最新年报及一季报的问题

永远好奇的唐朝　唐书房　2020-05-18

今天同时推送四篇文章，分别征集朋友们在阅读洋河股份、分众传媒、古井贡酒、海康威视四家企业，2019 年年报及 2020 年一季报时，遇到的问题。

问题将在汇总后，做成类似《茅台 70 问（上）》《茅台 70 问（下）》那样问答合集推送给大家

今天文章的留言区**不回复、不上墙**，请不要留言无关话题，以减少老唐的劳动量。谢谢

有关**海康威视**最新财报的相关问题，请写在本文留言区——其他三家公司的问题，请分别到头条、三条及四条下面留言。

提问请尽可能**简短**，

尽可能一条留言只问一个问题，

尽可能提**具体**问题，而不是寻求空泛的看法，

并请指明你遇到的问题在财报**哪一页**。谢谢

第753篇.　　2020.05.20 - 洋河问答集

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-05-20

本文是周一《关于洋河最新年报及一季度的问题》留言区里，朋友们针对洋河提出的问题。筛掉重复的之后，共计 47 个。

由于周二的推送时间，早在上个月就被必要商城预定了，而周二上午十点钟有一场洋河业绩说明会，恰好我又有事要出门。

为避免“抄袭”嫌疑，也为了方便对答案。我周二上午 9:40 将这篇问答集发送在书房备用号「书房后院」→洋河问答集。

今天搬过来，并将业绩说明会上得到的新信息红字补充在对应的问题后面

1）刘伟：洋河的管理层经过调整，从股权结构上说现在还能说和洋河股东利益一致吗？

老唐：公司第二大股东江苏蓝色同盟股份有限公司实际上是管理层和技术核心的持股平台，持有洋河 3.23 亿股，市值超过 300 亿。管理层和股东的利益是一致的。

当然，由于老一辈管理层陆续退出一线，新上的管理层持股量确实没有原老管理层多，一致程度或许多少还是有些差别吧。公司这次的回购股份，可能会用来解决这个问题。

2）1920：唐老师，P132 页其他非流动金融资产里，权益工具投资和债务工具投资是怎么分类的，明细和旧财报相对应是哪些？

老唐：分类方法和对应内容请参看书房 5 月 8 日文章**《老唐中翻中：金融资产分类加强版》**

简单的解释就是：其他非流动资产里的权益工具，指的是计划持有期超过一年的股票和基金。而债务工具就是距离到期时间超过一年的债券和理财产品。

3）陈榕：洋河年报 12 页，白酒 2019 年度库存量 18156.75 吨那么少吗？

老唐：这个数据指的是商品酒，也就是已经灌装进瓶子里，包装好可以随时出售的酒。

4）糖心：请问：1. 合并利润表中“其他综合收益税后净额”数据怎么来的？2.　洋河股份公司给经销商返点没有体现为销售费用，相对于五粮液公司是不是合理避税了？

老唐：1.按照会计规则不允许计入当期利润的利得和损失。比较常见的就是“粽子”的公允价值变动、外币报表折算差异以及按照持股比例分摊的联合营公司当期报表里的其他综合收益变动。2.有纳税时间和金额的细微差异，但金额极小，算不上避税。

5）李强：现在全国高端白酒消耗占比不到 1%，是因为产能原因还是原本消耗量就这么多？未来高端白酒销量有没有问题？如果 5-10 年后洋河高端基酒大量出产，高端白酒层面的竞争比现在是否要小很多？

老唐：1.这两个原因是共存的，平衡点就是价格。2.销量有没有问题是个伪命题。真正的问题是在当前毛利率或者更高毛利率的前提下，销量有没有问题。总体来说还好，我持乐观态度。3.竞争不会变小，各家都在增加产能，竞争应该是会越来越激烈。

6）思绪：洋河 2019 年业绩下降，直接人工 9.04 亿同比增幅 51.33%，主要系公司员工工资提高，幅

度这么大，是否有合理的解释。

老唐：之前就有工人罢工要求提升工资的新闻，很显然，公司响应员工呼声，在本期大幅度地提升了员工待遇。

7）李强：洋河目前可用于 M6 和 M9 的高端基酒每年有多少吨？按洋河的说法，需要存放 15 年以上才能用于 m6，20 年以上才能用于 m9，那是否意味着现在 m6/m9 用的都是 2010 年以前的基酒？从 2010 年收购双沟到 2014 年技改完成洋河后洋河基酒产能才大幅增加，也就说至少要 2025 年以后才有大量适用于 m6 的基酒？

老唐：1.具体数量不知，但通过公司的陶坛库容量推测，目前应该在两三万吨——高端白酒基酒一般用陶坛存储，有利于白酒老熟。洋河已投入使用的陶坛库总容量在 3 万吨左右，去年开始扩建新的 4 万吨陶坛库。2.大致如此。3.我截止目前还不敢确定“m6 使用 15 年以上的基酒”是真实情况表述，还是品牌宣传需求，所以对于准确的放量时间，尚不能确定。

备注：根据公司业绩说明会上的回复“公司三大基地的陶坛库可存放 15 万吨的基酒”，我的“三万吨陶坛”的信息错了，忽略了双沟和泗阳两大基地的陶坛库容。请大家更新数据。

8）若水悠悠：计算费用率为什么只包涵销售、管理和财务费用而不包括研发费用？

老唐：研发费用单独披露是 2018 年 6 月财政部修改会计规则后的要求，之前都在管理费用里包含着。所以你说的这种情况指的应该是 2018 年之前。

9）金涛：请问老唐，洋河 19 年四季度营收同比下降 35%，而净利润同比下降 76%，具体是那一部分成本影响利润与营收下降幅度不同，在财报的哪里可以查到，谢谢！

老唐：你用年报利润表数据减去三季度利润表数据，就可以得出第四季度的利润表，然后计算一个分季度费用占营收的百分比，就知道主要是什么成本的影响了。

10）Gary Guo：在洋河的 2019 年财报中，省内营业成本同比增长 0.77%，省外营业成本同比增长 8.74%，请问同样在洋河生产的酒，为什么营业成本在省内外不一样呢？

老唐：销售产品结构有区别，高中低端白酒所占比例比例不同。

11）Gary Guo ：老唐，看到洋河在 2019 年报中，交易性金融资产有 179.77 亿元，其他非流动性金融资产 50.51 亿，大部分都是信托理财产品，而资金投向基本上是房地产项目，你是否认为这种理财方式太过激进而有风险呢？

老唐：还好吧，我个人有三个理由选择信任他们的选择：

第一，截至目前尚未出现逾期或违约的记录；

第二，金额较大的信托产品主要是投向银行间货币、债券市场，安全性比较高。真正投向房地产的信托产品单笔都在 2 亿元以下，足够分散；

第三，公司管理层持有大约 22%的股份，公司两家核心经销商持股 13.7%——其中一家派驻一位副总任洋河董事，另外一家派驻一位财务总监任洋河公司监事，即便我们假设第一大国有股东尸位素餐，但管理层和核心经销商合计持股近 36%，利益关联比你我更大，我选择信任他们的选择。

12）小蒋：P131，其他流动资产科目是待抵扣和预缴税款，这跟递延所得税资产和负债有什么不同？

老唐：简单的理解：待抵扣和预缴税款，是实际公司已经支付过的钱，可以当做现金和税务局结算。这一点会计和税务局之间无分歧，只是需要等会计和税务下次碰面时轧个账；

递延所得税资产和递延所得税负债，是因为会计按照财政部会计准则算自己本期应该交多少税，税务局按照税法算账本期应该收多少税。两种法规有差异，导致两种算法之间会出现一笔差额，账目摆不平。

为了摆平账目，会计临时编了两个科目存放这个差额：会计算的税少，税务算得多，按税务数字交，差额记录为递延所得税资产，假装是存在税务局的钱（资产）。反之，会计算的税多，税务算的少，还是按照税务数字交，差额记录递延所得税负债，表示自己欠税务局一笔钱。

13）尚海忠：2019 年，洋河合计营收为 231.26 亿元，其中其他业务收入为 9.65 亿元，请问其他业务具体是什么业务？

老唐：主要是运输和仓储服务收入（公司有几个持股 51%的物流子公司）和促销品销售收入。

14）張鵬：2019 财报 12 页下表显示白酒销量、产量及库存量均大幅下降，没查到原因说明。请问如何判定这种变化的性质及其影响？

老唐：公司减少成品酒灌装，减少发货，帮助经销商处理前期渠道积压。

15）小蒋：年报 P13，（5）说明：消费税及附加同比降幅 100%主要系本期公司产品生产没有委托加工方式计提消费税所致。请问是什么意思？从消费税的角度怎么追溯和营收或利润的关系？还是说这条线没必要管呢？

老唐：2017 年 9 月 1 日之前，洋河是将产品本身的消费税计入营业成本的。2017 年 9 月 1 日调整为和其他白酒一样，计入税金及附加，不再计入营业成本。

年报 13 页里 2018 年营业成本里还有 539 万消费税，是因为这部分产品是 2017 年 9 月 1 日之前生产，在 2018 年 1 月 1 日之后变成营业收入的。而 2019 年已经没有 2017 年 9 月 1 日前生产的产品了，所以营业成本里消费税归零了（都去了税金及附加里）。

营收和利润的关系不需要经由消费税去推测。

16）行者：唐老师，财报上没有看出来经销商去库存情况，能否告知一下在哪里可以查到或者怎么计算？

老唐：看不出来。也没有地方查或者算，一些券商的市场调研结果可参考，也算是管中窥豹吧。

17）珠海付炳根医疗美容诊：为何一季报第 9 页显示的证券投资期末账面价值是 111 亿，委托理财 195.45 亿。而第 25 页的财务报表中的数据显示流动资产中：交易性金融资产 185.74 亿，非流动资产中其他非流动金融资产 54.57 亿。这些数据怎么对不上？

老唐：两个原因：第一，第 9 页的证券投资 111 亿里，有约 42 亿信托产品，是被委托理财 195 亿里 95 亿信托产品的一部分，直接加是重复计算；第二，195 亿委托理财里的银行理财，有部分三个月以内的保本类产品，归入的是货币资金——第一个原因是报表披露，第二个原因是我的推理。

18）赵：老唐好，2019 年财报，双沟酒业股份有限公司全年营收 17.38 亿元。利润 17.42 亿元，是投资收益造成的利润超过营收的吗？为啥双沟营收越来越低？

老唐：对，主要是持有多家子公司导致的投资收益。比如双沟酒业持有洋河的销售公司：苏酒集团贸易股份有限公司 16.37%股份，就产生了 6 亿多投资收益——2019 年苏酒集团营收 220 亿，净利润 38.2 亿。

双沟酒业是洋河的全资子公司，其报表营收和利润受股份公司整体战略安排，没有什么观察价值。

19）赵：2019 年财报，第 18 页，以公允价值计量的金融资产合计 230.27 亿，其中有股票、信托，还有其他，其他就将近 50%达到 121 亿，这些其他是哪些呢？（是不是债券、基金？）这么大的数字财报

为啥没有详述呢？

老唐：其他里包含 30 亿左右的非上市公司股权（具体名单和持股数额在 2018 年年报的 122~124 页有披露），90 亿左右的银行理财产品。把财报 18 页表格和 166 页表格对照看就清楚了。

20）袁玮：老唐，请问一下，洋河现在的基酒储存量是多少吨呀？价值大概多少呀？

老唐：70 万吨左右，账面价值约 120 亿。

21）德芙：老唐，对于财报中经销商保证金减少，您个人倾向于经销商强烈要求主动退出保证金还是洋河方面有意放松共度难关？

老唐：兼而有之吧。

22）小蒋：老唐，年报 P12，白酒的销售量、生产量、库存量同比均是减少，其中库存量降幅达 27%，是清库存的意思吗？同时营收同比下降 4.4%，能说明卖出的酒是以高端、次高端为主吗？如果以上都成立，高端次高端酒又不存在计提跌价准备，为何又要减产呢？

老唐：这是理解错误。这里的产销存指的是商品酒，也就是灌装包装好可以直接出售的酒。这只是在公司减少发货的时候，减少灌装，让基酒继续以基酒形态保存于陶坛或者大罐里，并不是减少基酒的酿造。

23）后山人：自己统计了过往几年的整体经销商负债（预收款项+其他应付款+合同负债），每年的经销商负债数据确实都是递增的（133-109-98-87-60-50-46），再同比一季度数据也是递增的，当然赞同你说的环比数据是下降了，今年洋河压力山大，但是清理渠道再出发，长远是好事。我就是不知道这种统计经销商负债的方法对头吗？

老唐：常规来说，可以这么用。但我个人认为今年这个时点这么用，可能有因为持股而导致的屁股决定脑袋的扭曲成分。

因为今年有个特殊情况，去年下半年是控货清理渠道库存，理论上讲春节后末经销商应该资金相对宽裕，打款积极性天然就应该比以往一季度高才对（经销商的库存量大减了）。

然而实际幅度远小于预估，且押金、保证金缩水比较严重。所以，我的结论是要么部分经销商正在脱网，要么经销商资金压力依然很大，总体来说短期不乐观。当然，我认为这不影响洋河的长期投资价值。

24）HHH：老唐，您好！洋河 2019 年年报的第 12 页，显示白酒和红酒的库存量都减少了。但财报第 131 页的存货明细里，库存商品的价值从 16.37 亿，涨到了 17.04 亿。数量减少但是金额增加，说明是单价提高了，但是库存商品应该是按成本计价的，从财报里没看出成本有大的变化。另外财报第 103 页“11、存货”的解释里面，也没有明确存货是以成本计价的。所以请问老唐有没有可能库存商品是按市场价计价？或者是否有其他的原因？非常感谢！

老唐：库存商品以成本及可变现净值孰低计价，放在白酒行业就是以成本计价。库存量降低，但账面价值提升，可以推理出来的是库存的产品结构变了。不过库存商品的成本不能直接以基酒生产成本来考虑，它包括存货里的基酒成本，同时还包括包装材料以及灌包装劳动成本等。

25）Y^O^Z：洋河 2019 年报 130 页其他应收款中，工商银行的储蓄存款约 6500 万帐龄 5 年以上，为什么没有全额计提坏账准备？

老唐：6500 万左右 5 年以上储蓄存款纠纷，洋河计提坏账准备约 4300 万。原因是 2019 年 7 月 25 日法院刚判了，工商银行负责承担 2300 多万损失。

如果洋河愿意接受判决，立刻就可以收回 2300 多万，所以就不用计提了。目前洋河不服判决，继续

上诉到省高级法院，高级法院已经受理立案。

26）兰馨：2019 年洋河年报，为什么应收账款和应收票据相比 2018 年大幅增加了 2 倍多？

老唐：比例夸张，但金额很小，没有关注价值。其中等同于现金的银行承兑汇票增加了 4 亿多，可以理解为对部分长期盟友的资金宽限。应收账款总额 1608 万，对于一家营收 230 亿的企业，可以按照近于 0 看待。

27）顺：P152，收到其他与经营活动有关的现金中，经销商的保证金当期为 260 万，而 2018 年却有 10.79 亿，差距这么大，反应了什么问题？

老唐：可以认为 2019 年渠道净扩张停滞。

28）后山人：老唐 2019 年报的第 18 页—以公允价值计量的金融资产列表，本期有变动损益 0.46 亿元和累计投资收益 0.09 亿元，但股票期末金额 3.31 亿元怎么还少于初始投资成本 4.25 亿元，它们之间是怎么计算的？

老唐：初始投资成本并不是 2018 年 12 月 31 日的账面成本。简单的说，很久以前投入初始成本 4.25 亿买下的股票，到 2018 年底已经浮亏 1.4 亿，账面成本剩余 2.85 亿（2018 年财报 120 页），然后 2019 年分红 0.09 亿，涨了 0.46 亿，所以期末值是 2.85+0.46=3.31 亿。

29）Bingo-金白巾：老唐好。洋河一季报第 9 页委托理财，列了重大的信托项目。里面有 参考年化收益率、预期收益、报告期实际损益金、报告期损益金实际收回情况这几个科目，哪个科目是影响当期的利润表的？谢谢

老唐：报告期实际损益金额。

30）Witton：洋河每年的投资收益都较高，比如 2019 年是 9.7 亿，老唐怎么看洋河的投资，这部分未来可能潜在的风险点在哪？分析洋河时是否要扣除投资收益的影响。

老唐：两百多亿现金在手，必然要产生投资收益。潜在风险点就是投资失败喽。不需要扣除投资收益影响。

31）肖剑：洋河 19 年资产负债表-存货-库存商品 17 亿元,库存数量为 1.82 万吨.计算得吨价为 9.34 万元/吨.但公司利润表中历史销售数量平均吨价为 2.5-3 万元/吨.不管是蓝色经典与双沟的成本也都达不到 9.34 万元/吨啊!

老唐：其中有成品红酒高成本（以购进成本为成本）的影响。另外，用总成本/总销量来对照库存商品成本，是不合适的。销量的绝大部分数量是低端酒，而库存商品的结构可能偏中高端。

32）追逐：洋河股份合并资产负债表，非流动资产，其他金融资产，附注中写的债务类和权益类，看不出具体是什么，尤其是权益类，并且金额都不小，能否指点下？

老唐：不懂科目含义就去看《老唐中翻中之：金融资产分类加强版》。不知道内容就看附注，财报里都有明细披露，不用指点。

33）晓易：洋河 2019 年年报中有 50.5 亿非流动性金融资产 没有具体列示 请问具体是什么呢 谢谢

老唐：33.5 亿股票，17 亿理财。股票明细在洋河 2018 年年报 120~124 页。

34）Lin：2019 年年报 P135 在建工程，大幅超预算且不结算，这贯穿洋河近些年来的年报。一般出现在建工程完成比例大幅度超过 100%且长时间不结算，可能的原因是？

老唐：你说的四个超预算的在建工程，均已近于 100%转成固定资产了，投入资金超过 100%的四个项

目在建工程余额合计仅 1700 万。转或者不转不会对经营数据有任何影响。从这个角度说，可以排除不想计提折旧的原因。那么剩下的可能就是因为某种原因，没有最终完成验收吧。

至于工程大比例超预算的情况，确实存在。原因我也不知。

35）biDeliberate_：老唐一季报第 7 页，中银证券一季度上市，中银证券十大股东显示洋河持有 7894.74 万股，一季报显示账面余额 13.48 亿。折合股价 17.08 元，这个价格是怎么来的？中银证券 3 月 31 日收盘价是 21.35 元。求解答。

老唐：这个我没有注意到。如果是你说的这个情况，很可能不是用市价入账，而是根据流通权利暂时受限的事实，在市价的基础上打折得到的公允价值。

36）Lin：2019 年年报 Page14：公司前 5 供应商采购合计占比 18%，较 2018 年的 32.37%变化非常大；且 No.1～No. 5 的各自占比变化也非常大。这是否意味着公司核心原料采购渠道多元且调整余地非常大？这样是否对最终产品的品质会有一定的影响？

老唐：这属于技术性表述数据。其实就是去年从前五大采购了 13.6 亿，今年从前五大采购了 10.6 亿，匀出去了 3 亿采购额。酿酒主要就是用高粱、小麦、大米、糯米、玉米、大麦，可选余地是很大，只要粮食合乎要求，从谁手上买，不影响品质。

37）薰衣草：洋河梦之蓝 M6+，有单品的销量可查吗？新品 M6+有木有潜力做成洋河的爆款单品？

老唐：没有。有。

38）Amaonju：请教老唐，洋河每年的销售量大约为 20 万吨多一点，很多年如此了，销售量的增长很难，提价增长的措施被证明更难，请问，洋河增长的空间在哪里？

老唐：增长的空间主要是你说的很难的增量和提价。增量靠继续全国化，提价靠消费升级。

39）🖤Hani：2019 年报中 P83 合并现金流量表-支付各项税费 96.43 亿元，指的是 2019 年支付的所有税费的合计。与报表中的哪些数据进行验证？我的理解是 2019 年支付各项税费 96.43 亿元=2018 年报中应交税费 32.55 亿元+2019 税金及附加 32 亿元+企业所得税 23.85 亿元=88.4 亿元，≠96.43 亿元。

老唐：理解错误。实际上很难准确对应，如果只是想弄明白逻辑，只看大项的话，支付的各项税费≈期初应交税费+2019 年营收对应的增值税净额+2019 年税金及附加+企业所得税-期末应交税费。

40）Roy：洋河应该说是中高端之王，老唐买入是博一个困境反转吗？要不然，继续加仓茅台确定性更大啊。

老唐：首先，洋河目前顶多也就是个增长不及预期的事情，没有什么困境，不存在反转问题。其次，我的持仓显示了我并不敢如你一样确定，未来一定是高端大发展。

我只是笨人作法，如果高端大发展，我有茅台。中高端大发展我有洋河和古井。当然，不可避免的是，如果未来是高端大发展，我持有的洋河和古井遭人嘲笑。如果未来是中高端大发展，我的茅台遭人嘲笑。

41）爱吃派的 panda：洋河年报 P17，“以公允价值计量的资产和负债”项下，“交易性金融资产”期末数为 23,027,618, 880.61,而合并资产负债表中的“交易性金融资产”期末数是 17,976,767,209.45。

老唐：230.27 亿以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产，其中 179.77 亿记录为“交易性金融资产”，说明这些都是计划持有期在一年以内。另外 50.5 亿记录为“其他非流动金融资产”，说明这 50.5 亿计划持有期限在一年以上。

42）IE：老唐，请问年报 131 页显示存货总值 14,439,954,826.60 元，那么哪里可以看出基酒存货是

多少吨？且分别是哪些基酒呢？

老唐：不能看出是多少吨，也无法确认是哪些基酒。洋河库存 70 多万吨基酒是公司在业绩说明说上披露的，财报里没有。

43）段毅君：年报 165 页，以公允价值计量的资产和负债中，分三个层次， 从披露来看，第一个层次是“当地公开市场收盘价”，第三个层次是“以预期收益率作为评估其公允价值的重要参考依据”。

请问：第二层次什么？是采用类似资产的公允价值做对比？

老唐：请阅读书房 5 月 11 日文章《老唐中翻中之：金融资产减值新规》

44）段毅君：年报 148 页披露，销售费用中的装卸费约为 1 千万，管理费用中的装卸费为 4.1 千万；销售费用的装卸运输费同比增长近一倍。请问：二者都是装卸费，是如何区分并分列在不同费用类别的？销售费用中的装卸运输费，增长较多，是否能间接说明出货量？

老唐：为生产制造而发生的运输费用记录在管理费用里，为销售发生的运输费用记录在销售费用里。不过，洋河的销售相关的运输费用从 2018 年起改成由经销商承担了，所以该科目发生额非常小，没有观察价值。

45）段毅君：2019 年报 17 页，以公允价值计量的资产和负债中，本期购买金额约 416 亿，出售金额约 398 亿。如此大额度的金融资产买入和出售，是什么原因？

老唐：信托及银行理财产品的滚动到期及滚动购买累计数。

最后，还有两个老唐也不会的问题，看看有没有其他朋友知道。我已经在互动平台请教了董秘，也可以等等看他给的答案是什么。

46）段毅君： 年报 139 页陈述：商誉价值测试按照资产组的预计未来现金流量的现值确定。。。并按照税前折现率 18.47%折现计算资产组的可回收金额。 请问：18.47%这样有零有整的数据，是如何得到的？是公司通过特定模型计算的吗？

老唐：终于遇到一个被问住的问题了。我还真没有关注过双沟的商誉摊销问题（在我看来不存在摊销可能），不太清楚这个 18.47%是怎么取得值。猜测上，是不是当初收购的时候的内部收益率？——注意，这个是猜测，准确答案我也不知道，有知道的朋友，请指教。

备注：这个问题董秘回复了。

回复原文是：“商誉评估的折现率是企业在购置或者投资资产时所要求的必要报酬率，按照收益额与折现率口径一致的原则，本次评估收益额口径为资产组，则折现率选取加权平均资本成本”。

我理解这个表述和我的推测一样，指的是当初收购双沟的财务测算报告里的内部收益率（必要报酬率）。

47）豪锋：半年报 P13“报告期内售出金额”118 亿，年报 P18 报告期内售出 97 亿；为何半年报数额大于年报？相邻的《委托理财情况》中“委托理财发生额”也有同样的情况。

老唐：以最后一个被难住的问题收尾。

这问题我和上一个问题同时问的，但董秘只回复了后一个问题，没有回复前面的，可能是当时没注意。回头我继续通过电话或互动平台咨询这个口径问题。

第754篇.　　2020.05.20 - 模拟分众传媒答深交所问询函

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-05-20

周二，深交所向分众传媒公司发出《关于对分众传媒信息技术股份有限公司 2019 年年报的问询函》。

这是交易所真正对投资者的关心和保护，提出的问题也基本上是投资者想知道的、而年报披露不够详细的地方，非常棒。

这个问询函的触发点，应该是上周四央视财经那个节目引发的。

对该节目的观点，老唐已发在《老唐实盘周记 2020/05/16》一文里，此处不再重复。

本文站在我的个人理解，就公开信息所能知道的东西，**模拟分众传媒公司，对深交所问询函做出一个简化回复。**

对于公司过去没有披露的内容，正好等待公司对问询函的回复，可以更深入地了解投资对象。

注意：担任回复的“分众传媒”为老唐模拟，属于老唐的个人理解，不一定正确。需要等待公司正式回复后，确认是否有理解错误的地方。

尤其要强调：老唐个人自介入分众传媒至今，仍处于巨亏状态。老唐的个人看法和理解，均可能隐藏着巨大错误。

请一定独立思考，不要依赖老唐的观点做出投资决策。

以下面广告位置为界，之下为来自深交所问询函的原文，期间插入的“分众传媒答”部分，为老唐根据公司已披露信息所做的**模拟回答**

深交所

1、根据年报，2017 年、2018 年、2019 年你公司分别实现营业收入 120.14 亿元、145.51 亿元、121.36 亿元，归属于母公司所有者的净利润（以下简称“净利润”）分别为 60.05 亿元、58.23 亿元、18.75 亿元，平均销售毛利率分别为 72.72%、66.21%、45.21%，销售净利率分别为 50%、40%、15%。

请你公司：（1）近三年，你公司销售毛利率和销售净利润均逐年下滑，请结合主要影响因素的具体情形详细按业务类型分析毛利率及净利率变动的原因，变动趋势是否与同行业公司存在重大差异，你公司业务模式的核心竞争力是否发生重大不利变化。

分众传媒答

（1）由于宏观经济下滑影响，导致客户投放广告的意愿和支付能力下滑，尤其是曾经占公司客户结构中较大比例的互联网类广告主，由于融资环境等原因减少广告投放，公司营业收入出现连续两年下降。

但由于公司成本刚性，所以当营业收入下滑时，毛利率、净利率下滑幅度会更大。

公司营收及毛利率净利率变动趋势与同行业公司不存在重大差异（附：同期同行业数据对比表）

公司业务模式的核心竞争力没有发生重大不利变化。

深交所

（2）2019 年你公司的媒体租赁成本为 46.95 亿元，占营业成本的 70%，较 2018 年增长 32.71%。

但截至 2019 年末，公司自营电梯电视媒体及自营电梯海报媒体的台数均出现不同程度的减少，特别是电梯媒体台数下降将近 9%。

请详细说明公司在媒体数量下降的前提下，租赁成本大幅上升的原因及合理性。

请会计师就营业成本的真实、准确、完整性进行核查并发表意见。

分众传媒答

自 2018 年二季度起，处于公司战略扩张需求，以及行业内竞争加剧，公司大幅扩张媒体点位，新增点位平均租金相比以往有不同程度的上升，导致媒体租赁成本上升。

2019 年内，公司结束扩张后，有针对性地对部分低效媒体点位进行了清理和优化，期末电梯电视和电梯海报分别减少低效点位 3.3 万个和 15.8 万个。

会计师发表审计意见：我们认为……

深交所

2、根据年报，你公司前五大客户合计销售金额为 19.6 亿元，占总营业收入比例为 16.15%，其中第一大客户销售金额 5.63 亿元，占比为 4.64%，为关联方销售。

同时，我部关注到媒体报道称你公司可能存在配合部分客户虚增广告费用的情形。

请你公司：（1）该关联方的基本情况、销售产品类型、2018 年对该关联方的销售金额、截至 2019 年末应收账款余额及期后回款情况以及最近两年销售额变动的原因。

分众传媒答

第一大客户为阿里巴巴及其子公司和相关关联方，2019 年内在公司投放广告 5.63 亿元。

截止 2019 年底，我公司针对阿里巴巴及其子公司和相关关联方的应收账款余额为 1.95 亿元，公司按照会计准则计提了 0.42 亿的坏账准备。

阿里巴巴直接和间接持有公司股份 9.3%，是中国最大的互联网头部企业，实力雄厚……巴拉巴拉……，我们认为相关应收账款的回收是有保证的。

阿里巴巴 2019 年大幅增加了在电梯媒体的广告投放，是因为通过双方合作，分众的数据和天猫的数据联通，形成了共振和协助销售的明显效果……

深交所

（2）说明报告期内前五名客户的销售具体内容、截至目前的回款情况，是否存在期后冲销收入等情形，收入是否真实、准确。

老唐注

这个信息以往没有要求披露。我们正好蹭深交所的问询，加深对公司经营情况的了解。

深交所

（3）全面自查是否存在配合客户虚增广告费用的情形，是否存在确认广告收入后，又以其他方式将所返还客户的情形。请会计师核查并发表核查意见。

分众传媒答

经公司自查，公司层面没有以其他方式返还广告费的情况。

公司将继续严格要求业务人员和合作单位坚守商业原则，严厉打击一切商业贿赂行为，共同建立良好的商业氛围。

会计师审核意见：……

深交所

3、报告期内，你公司销售费用发生额为 22.56 亿元，其中“销售业务费”发生额为 17.56 亿元，占销售费用比例为 78%，最近两年占营业收入比例分别为 13%和 14%，你公司称“销售业务费”与主营业务收入密切相关。

请你公司：

（1）详细说明“销售业务费”的性质、核算内容、支付对象、支付方式等，并结合同行业可比上市公司情况，说明销售业务费规模与同行业公司是否存在显著差异，

请全面自查是否存在通过“销售业务费用”向客户返还或由员工向客户返还收入或费用的情形，是否存在配合客户虚增广告费用的情形。

请列示前十名销售业务费用的支付对象名称、成立时间、与公司的合作起始时间，向其所支付的销售业务费是否与其贡献的销售收入匹配。

分众传媒答

销售业务费就是销售佣金。

分众的媒体资源，类似于酒店的房间，对资源的利用有严格时点要求。

媒体资源在某个时间段里无论有没有收入，成本是固定的。因此，公司的薪酬体系侧重于按劳分配，多劳多得的原则，对能够给公司带来广告客户的销售人员及其团队提供应有的报酬。

2019 年公司销售业务费 17.56 亿，约占不含税营业收入的 14.5%。与往年同期没有重大变化。

自 2014 年至 2019 年，销售业务费占营业收入比例分别为 19%，16.5%，15.9%，13.7%，13.4%，14.5%。

由于梯媒行业内没有与公司近似规模的公司，无法直接对比。

下表为梯媒相关企业，以及广告行业相关行业的销售佣金对比表格

……

经公司自查，未发现有员工配合客户虚增广告费用的情况。

销售业务费前十名人员及单位相关情况如下：……

深交所

（2）2019 年销售人员薪酬和其他销售费用分别较 2018 年上涨了 27.48%和 37.04%。

请公司结合在册销售员工数量、人均工资、人均实现销售收入等指标，说明销售人员薪酬及其他销售费用变化，与公司收入及利润变化趋势不一致的原因及合理性，销售业务费是否构成销售人员的薪酬。

分众传媒答

2019 年公司在册员工减少 1731 人，其中初中及以下人员减少 303 人，高中文化减少 1364 人，大专文化减少 147 人，本科、硕士及博士合计增加 83 人。

由于员工结构原因，以及人力资源供求关系的原因，2019 年公司人均薪酬有较大幅度的增长，具体情况：……

深交所

（4）请自查公司对销售人员个人所得税的代扣代缴情况，结合个税情况解释分析销售人员薪酬的合理性。请年审会计师就公司销售费用的真实性进行核查并发表意见。

分众传媒答

个人所得税代扣代缴情况为：……

审计师意见为：……

深交所

4、报告期末，你公司其他非流动资产余额为一年以上的关联方资金借款，余额为 6.23 亿元，2019 年

确认资金占用费 2,655 万元。

请你公司说明主要借款的基本情况，包括但不限于关联方情况、利率、借款期间、是否逾期，是否按照相关规则履行审议程序及信息披露义务，是否属于资金占用或财务资助情形。

分众传媒答

非流动资产余额 6.23 亿，主要是公司给予联营公司的财务资助。

其中公司向持股 35.88%的联营公司数禾科技资助 5.55 亿；

向持股 35%的联营公司分众娱乐资助 0.64 亿，

以及向 TARGET MEDIA CULCREATIVE PTE LTD 公司拆借 66.3 万美元，折合人民币约 464 万。

其中对数禾科技的资助占比为 89%。

数禾科技主要从事信用卡代偿及小额贷款业务，对流动资金需求较大。

2019 年数禾科技总资产 30.7 亿，其中流动资产 28.6 亿，负债 19.2 亿，净资产 11.5 亿。当年营业收入 33 亿，净利润 2.9 亿。

我公司认为该项借款不存在偿还风险。

分众娱乐公司总资产……，净资产……营收……净利润……。

接受资助的公司按照约 4.2%的利率水平向我公司支付资金占用费。

其中数禾科技的预计资金占用期限为 2017 年 6 月 23 日至 2020 年 6 月 22 日；

分众娱乐的预计资金占用期限为 2017 年 8 月 20 日至 2022 年 8 月 19 日；

TCPL 公司的预计借款期限为 2019 年 11 月 1 日至 2021 年 11 月 1 日。

以上财务资助，均已履行相关审议和息信息披露程序。

深交所

5、报告期末，你公司应收账款原值为 58.81 亿元，与上年期末基本持平。2019 年计提坏账损失 6.88 亿元，同比增长 108%。

2019 年，你公司对应收账款以行业和风险特征进行分类，2018 年对应收账款按信用风险特征进行分类。

请你公司：

（1）说明 2019 年调整应收账款分类方法的原因及合理性，

并请说明“按已呈现风险特征的客户”分类的标准及合理性，相关应收账款形成的业务背景、账龄情况，欠款方经营状况和履约能力，

并请说明各分类方法对应的坏账计提方法，账龄划分界限及计提方法是否合理及符合行业实际情况。

分众传媒答

由于互联网技术和生态的不断发展和完善，很多传统行业中的广告主实现了与互联网的深度融合。

鉴于此类广告主和其他传统行业中的广告主在盈利模式以及销售渠道等方面存在明显差异，为了能在当前经济结构中更客观真实地反映公司客户的行业性质，

公司此次对营业收入的行业分类进行了调整，将其他传统行业中高度依赖于互联网的公司客户调整至“互联网”板块，并根据新的行业分类调整了上年同期比较数字。

业务背景介绍：……

账龄介绍：……

欠款方经营情况和履约能力介绍：……

对于应收账款，本公司按照整个存续期的预期信用损失计量损失准备。

当单项金融资产无法以合理成本评估预期信用损失的信息时，本公司依据信用风险特征将应收账款划分为若干组合，在组合基础上计算预期信用损失。

公司分别按照行业和风险特征对客户进行分类，并参考历史信用损失经验，结合当前状况以及对未来经济状况的预测，编制应收账款客户行业类别与整个存续期预期信用损失率对照表，并依此计算预期信用损失。

深交所

（2）2019 年，你公司核销应收账款 1.21 亿元，2018 年核销金额为 1,387 万元。

请你公司说明 2019 年所核销的应收账款账龄情况、对应收入的确认期间、已采取的款项催收措施，以及判断无法收入的理由。

请年审会计师应收账款核销的适当性及坏账计提的充分性进行核查并发表意见。

分众传媒答

由于经济环境的恶化，部分客户的支付能力恶化，导致本期核销金额增加。

本期核销应收账款 1.21 亿元，其中针对北京暴风公司等五家企业核销的应收账款 8807 万，已在 2019 年年报 129 页披露详细情况，占核销总数的 73%。

核销的应收账款，均属于对方已经丧失偿还能力，确定无法收回。核销行为已经履行核销程序。

剩余 0.33 亿核销应收账款详细情况为：……

核销理由为：……

审计师意见为：……

深交所

6、报告期内，你公司计入其他收益的政府补助 6.87 亿元，占 2019 年净利润比例为 37%。

请说明你公司主要政府补助的发放主体、发放原因、相关政府补助是否附生效条件、收到及入账时间、计入当期损益的合规性，并说明对于单笔大额政府补助是否履行了信息披露义务。

请会计师进行核查并发表明确意见。

分众传媒答

政府补助明细，公司在 2019 年财报 161 页做过详细披露，主要涉及广东财政、宁波财政和上海长宁财政部门。

均为按照公司与地方政府之间的招商引资协议，公司给地方政府实际创造的税收额按照约定比例的返还款。

另有很小金额因研究开发、技术更新及改造等获得的政策性补助 66.6 万元。

深交所

7、报告期末，你公司交易性金融资产余额为 23.42 亿元，同比增长 37%。

请你公司补充说明交易性金融资产的具体变动情况及计算过程，报告期内所产生的投资收益的计算过程及会计处理。

分众传媒答

交易性金融资产为公司购买的多项非保本理财产品。投资收益主要是相关利息收入，其计算过程为：……

第755篇.　　2020.05.20－投资理念之守破立--by杨大掌柜

唐书房　2020-05-20

以下文章来源于杨大掌柜　，作者杨大掌柜

感谢互联网平台，让我有机会跨越年龄和空间的差距认识唐叔，我与唐朝老师年纪相差 20 岁，“唐叔”是亲切的尊称。

读过唐叔所著的每一本书，我学习会计专业，对我启发最大的是《价值投资实战手册》，打通了我所学与投资股票市场的任督二脉。

如今的这本《巴芒演义》，“干货与诙谐齐飞”，之前在公众号连载散打系列时我就非常喜欢，如今它汇集成册正式出版，是所有投资者的幸运。

它以轻松，简洁不简单的笔调勾勒出 100 年来投资理念随时代发展演变的脉络与变迁。

如果说当下出版市场上各种关于巴菲特、芒格、格雷厄姆、彼得林奇的书籍汗牛充栋。

那么这本《巴芒演义》就像一条项链串联起了诸位投资大师思想的珍珠，或者说《巴芒演义》构建了一个坐标系，展现了每位投资大师顺应时代，投资理念形成的轨迹。

这本书以巴菲特和芒格为主角，或者说以他们为引线，通过拆解他们的投资案例，条分缕析当下这两位最有影响力的投资大师的投资思想是如何形成的。

这个过程我根据《巴芒演义》的描写，总结为守、破、立三阶段。

一、守

价值投资思想发轫于格雷厄姆所著的《证券分析》一书，他真正使投资证券获利这件事，理念清晰，方法可复制。

在 1930 年代股市大萧条时期，格雷厄姆建立了**烟蒂股的投资模式**，即投资低于净营运资产的股票，这样就算最糟糕的情况下，企业的清算价值也高于投资成本。

在如何推动被投资企业实现回归价值上，格雷厄姆的两个学生，施洛斯和巴菲特因为个性差异，选择了两种不同的方式。

先说施洛斯，他个性内向平和，不愿抛头露面，选择了低估股票，分散投资的道路，通过低估和分散接受投资踩雷的成本。

巴菲特则选择了控制类烟蒂股模式，即买入烟蒂股后如果不涨就持续买入，直到可以进入董事会，甚至可以控股的比例，然后利用董事权力或控股地位推动公司实现价值。

这个阶段，巴菲特经典的投资案例有桑伯恩地图公司，邓普斯特农具机械公司和纺织企业伯克希尔哈撒韦公司。

但分散低估和控制类烟蒂股投资模式有其内生性问题。

其一，随着股票市场向好和科技手段提高信息披露透明度，满足格雷厄姆“购买市值低于有形净资产净值 2/3，甚至低于净营运资产 2/3 的企业”条件的股票越来越难找。

施洛斯与时俱进地修正了烟蒂股的标准，调整选股标准到关注净资产和经济特许权等。

其二，可就算再怎么修正烟蒂股的选股策略，烟蒂股可以容纳的资金量规模是非常有限的。也就是在小规模资金时能获得高投资收益率，但却无法随资金规模的扩大保持高收益率。

其三，就在巴菲特控制邓普斯特公司的案例中，他剥离不良资产、分拆公司分拆，被认为是“可恶的吸血鬼”，遭到当地百姓的驱逐。让他对捡烟蒂的投资模式产生恐惧和反感。

走到这一步，烟蒂股的投资模式遇到了瓶颈，以巴菲特拒绝接任格雷厄姆—纽曼基金为标志，巴菲特对格雷厄姆的投资思想理念有了分歧。

二、破

巴菲特什么时候开始反思老师格雷厄姆的投资理念呢？

首先，触发巴菲特困惑的应该是格雷厄姆投资不符合烟蒂股选股标准的盖可保险公司。

这笔投资是格雷厄姆一生最辉煌的一笔投资，初始投资增值高达 200 多倍，23 年折合年化收益率超过 25%，但却明显违背了格雷厄姆本人所宣扬的投资理念和资金管理原则。

其次，是巴菲特入职格雷厄姆—纽曼公司后，参与的可可豆和联合电车套利案例。

在控制投资风险和获得投资收益上，巴菲特展现了面对不确定时比格雷厄姆更聪明的眼光和思路。

再次，巴菲特按照烟蒂股的选股标准，投资了伯克希尔哈撒韦纺织公司后，陷入纺织品生意泥潭。

他意识到所谓有“转机”的公司，就是烟蒂能够捡起来再抽一口的公司，鲜有成功的案例，与其把时间和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优质企业。

这时，巴菲特投资的喜诗糖果公司，净资产 700 万美元，用超过三倍 PB 价格 2500 万美元收购的喜诗糖果，这笔明显不符合烟蒂股模式的投资却给他轻松带来源源不断的现金流。

这一正一反的案例让巴菲特认识到好公司的价值。

投资成长股的好公司，这样的投资思想现在一般归为菲利普.费雪的成长股体系。

大概就在格雷厄姆琢磨出烟蒂股体系的同时，费雪探索出另外一条道路，投资那些具备业务和管理竞争优势的企业。

在费雪看来，投资者最重要的是去了解一个行业或一家公司究竟是如何运作的，而不是只看报表数字上的账面资产价值。

巴菲特内心逐步接受了以合适价格购买优质企业的想法，日后巴菲特常说:我是 85%的格雷厄姆和 15%的费雪，正来源于此。

巴菲特从格雷厄姆传授的“关注企业现有的资产清算价值”的投资体系，转化为“关注企业未来自由现金创造能力”的投资体系。

在这里，不得不提到芒格，芒格对巴菲特的改造是全方面的，包括投资思想、人脉资源与投资对象、法律专业支持。

一方面是寻找合适的投资标的，例如喜诗糖果和蓝筹印花公司，都是芒格提供的宝贵的人脉关系资源带来的。

另一方面，优质的企业能够以合适的价格购入，没有高的溢价，甚至某种程度上能抄底，低价的出现

一般都伴随着某种重大利空。

投资者如果意图获取企业经营增长之外的超额收益，就必须在利空来临时，冷静理性思考，判断各种可能性的概率、影响情况，然后做出自己的选择并承受这种选择带来的结果。

这时，巴菲特就需要芒格及其同事的专业法务支持解决，例如，蓝筹印花收购维斯科金融公司时，巴菲特名下混乱的交叉持股关系曾引发监管层的怀疑，布法罗晚报深陷诉讼纠纷。

正因为如此，巴菲特说：“查理用思想的力量拓展了我的视野，在他的帮助下，我以不可思议的速度从猿变成了人。”

三、立

选择投资成长股这一模式的投资大师还有彼得林奇，他在长达 13 年的投资生涯中大幅超越市场平均水平。

但彼得林奇的问题在于需要亲自调研，一年走访几百家公司，这种投资模式对个人精力要求太高。

此外，彼得林奇 13 年年化约 29%的记录里，前期资金少时收益率高，后期资金多时收益率低，与巴菲特持续稳定的高收益率相比，缺乏资金容量和长期稳定性。

巴菲特同样的走上了投资成长股的路径，**如何克服需要不断亲自调研企业基本面的困难？**

这一点上，我想巴菲特是选择优秀的商业模式和优秀的经营者来解决。

巴菲特选择只需要很少甚至不需要再次投入资本的商业模式，在他历年的致股东的信里也不吝赞赏家具商场的 B 夫人、威力家具的比尔蔡尔德、盖可保险的托尼奈斯里等优秀的管理者。

还有一个问题没解决，就是**投资成长股需要的资金来源**。

先看一位没解决这个问题的投资大师——乔尔 格林布拉特，乔尔的哥谭资本投资风格基本追随格雷厄姆，他放弃早期高回报的集中投资手段，转而走分散之路。

导致他转变的最可能的原因是集中投资带来的波动压力，一方面来自基金管理者自身心理承受压力，另一方面也来自于客户对短期回报的关注和要求。

要和优秀的公司长期共存，就必须回避短期理财资金来源。解决了这一步，巴菲特才可以说是站在各位前辈投资大师的肩膀上，自己开宗立派。

如果只是单纯运用资金杠杆，就不可避免遇到市场波动导致杀跌，进而因为**杠杆的反身性**导致股价进一步下跌的情形。

幸运的是，巴菲特找到的几乎永久甚至能靠优秀的经营能力实现负成本的资金来源——保险公司。

至此，巴菲特一生的事业完整表述就是，找到利息低廉的长期资金，然后将其配置在能够产生现金流的高回报企业上。

产生现金流的高回报企业获得的利润又能被巴菲特循环往复地投入到产生现金流的高回报企业上，整个投资逻辑闭环形成。

还有一些从其他投资大师的经验中学到投资策略，关于择时、仓位管理、卖出。

是否要关注宏观经济？

凯恩斯基于宏观经济的投机活动，发现自己娴熟的信贷周期投资理论，对自己的投资似乎没起到什么作用。

如何仓位管理？

索普研究了相对于庄家的胜率优势，凯利公式解决了不同优势胜率下最优下注比例问题。简单点说就是无优势不参与，有优势赌大点。

什么时候卖出？

费雪认为持股只有在三种情形下才考虑卖出，一是原始买入所犯下的错误情况越来越明显，二是公司营运每况愈下，三是发现另一家更好的公司。

在巴菲特投资可口可乐的案例中，巴菲特承认后悔 50 倍市盈率时没有卖出可口可乐股票。

读到这里，我想到唐叔的卖出标准也是 50 倍市盈率，并用企业市盈率趋于无风险利率的倒数原理，解释了 50 倍市盈率卖出的合理性。

是不是也从巴菲特的案例中获取了灵感？

以上基本上就是巴菲特投资理念守、破、立的三个阶段。

当然 2000 年之后，随着伯克希尔 哈撒韦资金规模越来越大，投资方式受限，巴菲特的投资方式也发生调整，这个阶段对我们普通人的借鉴性较少，暂且不表。

读这本《巴芒演义》，我了解到的不仅仅是投资思想的来龙去脉，还有各位投资大师不为大众熟知的人生态度。

勤奋和提前做准备才能抓住机会：*“在一个寒冷的星期六，巴菲特坐上最早一班火车来到了位于华盛顿特区的盖克保险公司总部。CEO 戴维森打算花 5 分钟礼貌的接待一下，然后再打发走，他很快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的。”*

优秀的人更加努力：*“米尔肯住的远，每天上下班要坐两个多小时的公交车，他会带一顶矿工安全帽，因为帽上有灯可以供他在公交车上持续阅读资料。”*

伟大的背后是苦难：*“芒格经历了一场失败的白内障手术，导致左眼眼球被摘除，安装了玻璃义眼，更悲惨的是，右眼也有失明的危险。他拒绝做右眼的白内障切除手术，选择保守治疗芒格，就这样戴着一副厚厚的白内障专用眼镜，靠一只独眼度过了 40 多年。”*

《巴芒演义》的扉页上写着“自然从不飞跃”。我想，这不仅仅指投资理念有着一脉相承的演化过程，更说明认真、执着、坚韧的人只要走在正确的路上，终会走到目的地。

怕什么真理无穷，进一寸有一寸的欢喜。

第756篇.　　2020.05.20 - 八万里悟道，终究巴芒合璧--by价值投资是正道

价值投资是正道　唐书房　2020-05-20

两百年读史，不外各显神通。

八万里悟道，，终究巴芒合璧！

谢老唐"两脚踏东西文化，一心评投资正道"！

读罢《巴芒演义》，思绪万千。

一、相见恨晚-只有有了知识储备才能把握财富机会！

你相信什么，你就会看见什么。你有什么样的投资理念决定了你会看到什么“机会”。

越早找到正确的、适合自己的投资之路，你的时间和积累就越有价值。

《巴芒演义》，相见恨晚。

2013 年，我开始进入股市。

对于一个小白来说，身边没有可靠的投资高手指点，投资理财类书籍多如牛毛，各种股评、博客、热点分析……想要摸索找到正确的路，如果没有亲身体验过，恐怕很难理解其中的艰难。

所幸，我对技术指标派短暂关注后就放弃了，没有进这个坑。

可哪想到，前面还有无数个坑等着。

我一开始对巴菲特有所关注，粗浅了解后，觉得道理都对，但却又觉得无从学起，记不清受了哪位股评人的影响，觉得没有办法复制巴菲特的投资之路。

不久，开始相信认同彼得.林奇的理论，特别是 PEG 的指标，好像可以让我有抓手了。

于是按照林奇的指标来选股，特别看好有利润增速的股票，幻想着抓住自己的 N 倍股。

现在来看，2013 年，一个历史性的机遇就在我眼前，可是我完美地错过了。

以茅台为例，由于塑化剂和反腐，白酒行业公司股价大跌，按照林奇的指标，当时茅台的利润增长率显然是不合格的，她甚至没能入选我的自选股。

吸引我的都是利润增速超过 20%的公司，比如康得新和康美药业（后事如何，下文再说）。

老唐说：有知识储备，才看得见机会。

当然，我看到了“机会”，不过那只是所谓的“机会”。现在回想，以我当时所信仰的投资道路，我错过茅台这个机会可能是必然的，毫不意外。

我看过《彼得林奇的成功投资》、《证券分析》、《聪明的投资者》、《滚雪球》、《巴菲特之道》、《探索智慧：从达尔文到芒格》、《查理芒格传》、《穷查理宝典》、《1956 年至 2019 年巴菲特致合伙人/股东的信》，《怎样选择成长股》、《股市稳赚》……

越看，觉得谁都有些道理，各种著名语录也是学而时习之，但自己的投资体系还是模糊不清，只是从心里认同要价值投资。行动上，常常会受到许多大 V 的公司、市场分析影响。

终于，幸运地在 2019 年遇到了唐书房，于是，看到了《巴芒演义》。

《巴芒演义》不是各种人物传记的缩写版，而是给你在选择投资门派时提供直观的、广泛的参考，怎么选就在于自己。

施洛斯终身就靠格雷厄姆烟蒂股投资法则取得成功。

香农的能力圈在科技行业，35 年年化收益率 28%。

赌神索普二十年从未亏损。

老唐指出了技术分析不靠谱，索普这么聪明的天才也认为意义不大。

垃圾债券之王迈克尔.米尔肯虽然有风光一时，但却因为内幕交易等罪名被判处十年监禁。

对彼得.林奇的投资体系心存疑问。

乔尔.格林布拉特的神奇公式，他自己也最终不用。

凯恩斯的投机失败案例……

老唐把投资路上可能站的队都介绍了，可能的坑都揭示了，还归纳了 4 种投资正道，可谓用心良苦。

如果没有《巴芒演义》，如果没有唐书房的谆谆教诲，我恐怕至今还在摇摆迷糊之中。

看罢《巴芒演义》，忽然对苏轼的《庐山烟雨》有了自己的领悟：

庐山烟雨浙江潮，未到千般恨不消。

到得还来别无事，庐山烟雨浙江潮。

我被各个成功投资者、成功故事所吸引，走入投资这个“庐山烟雨中浙江潮”中，苦学钻研，亲身体验探索，尝尽各种酸甜苦辣。

如今，有了这些实践和探索，在《巴芒演义》的指引下，再看“庐山烟雨浙江潮”，啊！原来如此！

感谢老唐的指点迷津！要是早点看到《巴芒演义》那该多好！不过，现在也不算晚。

二、选择符合自己生活理想的投资之路

罗马诗人泰伦斯说：“古人似乎已经把该说的都说了。”

《巴芒演义》中那些成功投资者尽管称不上是古人，但所揭示的理念大概已经把可能的投资路径都说了。我该怎么选呢？

似乎，人生路就是选择，投资就是选择怎样的人生路。

投资路的选择决定了和什么样的人交往，决定了对待生活的态度。

所以，我想我需要有自己认同的、被证实过的、符合自己生活理想的投资理念。

《巴芒演义》把很多人的人生路一一显示给我们，似乎在说，你想和他们一样吗？从中有什么经验教训？

比如蔡至勇晚年的钻石官司。

比如赌神索普的退休原因：可能是因为他的投资模式是需要不断交易的模式。他觉得和家人在一起的时光是不可替代的至宝，他和夫人都希望有更多时间和孩子们在一起，共同旅行，阅读和学习。

这个似乎已经在说明老唐的倾向。

而老唐对芒格的评价“完美人生的诠释者”，更是直截了当。

老唐每年和他领导的长时间出游、阅读的分享似乎也在诠释着这样的人生。这样的人生也是我所向往的。

生活中，我们喜欢和好人在一起，喜欢有诚信，有正能量的人。

投资中，我们也应该和这样的好公司在一起。

生活和投资是那么的相似。与优秀的人或公司为伍，总是可以惊喜不断！

终于体会芒格说的，找到伟大的企业，然后以合适的价格买入，坐等就行了。

巴菲特的所谓从猩猩进化到人类，最大的价值恐怕不仅仅指可以赚更多钱，而是可以更快乐地工作。

要快乐的生活、快乐的投资，千万不能本末倒置。

终于明白，巴芒合璧式的投资可以带来我的理想生活，这样的投资之路是值得我坚定、持续努力专研的。

当然，正像老唐评论的，这条路是难度最大的一条投资路，但也是最有乐趣、最有成就感、最可能取得超额回报的一条路。

三、财富之外的收获

投资之路一路走来，有一个财富之外的巨大收获：悟到了生活的道理，有了人生目标和方向，找到了可以时时激励自己、家人和朋友的偶像。

查理.芒格是我的偶像。

芒格说：“如果你能够掌握简单和基本的生活智慧，而你却不愿努力，这是一个巨大的损失。因为它能让你更好地为人为己服务，同时也能让生活更加丰富多彩……我对智慧孜孜不倦。同样，我还对精确充满热情，并保持旺盛的好奇心。”

所以，我开始觉得有看不完的书，时间不够用，生活的乐趣一下子多了许多，而且，是可以持续一辈子的。

老唐似乎有芒格的影子。老唐阅读的书籍涉猎广泛，也是凭借智慧取得财富的最好例证。

老唐的唐书房签名就是：永远好奇的唐朝。（是不是我想多了？）

我经常和女儿说起的就是芒格和老唐。两条腿的书架子；日拱一卒，多看一二。

2013 年，遗憾当时根本不知道有老唐这个人。更遗憾的是，若干年之后，曾经瞄到过《手把手教你读财报》，但不知为何没有看。

如你所料，前文中提到的康得新和康美药业，我逐步买入，结局就是把这些年的打新收益全部赔完还不够，教训惨痛。

老唐的手财救了多少人啊！　若非有格力和上海机场，我的投资结果必定惨不忍睹。

2019 年，遇到唐书房，理解了巴菲特看到《聪明的投资者》时的心情。

而且，这个老唐就在身边，可以给你解答困惑，还不用交学费，何其幸运啊。

要有幽默的人生观才能有幽默，唐书房的幽默显然流露出老唐的本性。

凭借对这么多西方投资家的深刻理解和无与伦比的中翻中能力，老唐可谓"两脚踏东西文化，一心评投资正道"。

老唐是成功的，看到唐书房里有人说老唐是运气好，全靠茅台。而我认为这绝不是运气，这是老唐持续努力的结果，这是他应得的。

就像洛克菲勒说的：“在普通人眼中，运气这种东西是与生俱来的，只要他们发现有人升职了，或者在商界当中获得了成功，他们就会随意地、甚至是用轻蔑的口气说：’这个人的运气真好，是运气帮了他！’

我相信，这种人永远不能窥见一个让自己赖以成功的伟大真理：每个人都是自己命运的规划师。”

在唐书房，在老唐的四本著作中，老唐不停地分享他的心得，像是一个布道者。

而且，老唐甚至还会出题让我们自己计算，像是一个老师在线上教授课程，老唐还会认真批改作业，不计回报！

巴菲特像是布道者，专注于搭建高大的讲坛。芒格事业成功、兴趣广泛、对家庭和亲人负责且热心慈善。

从某种意义上说，老唐像是巴芒合璧的代表。

老唐的“管他什么学海无涯，进一寸有进一寸的欢喜”赠言，激励人心！

遇到老唐的收获是无法估量的！

四、独立思考分析能力

看完《巴芒演义》，赞叹完老唐，我该做些什么？

芒格说：“我始终相信从别人那里学到现成精华的道理，不喜欢一个人坐在那里空想，因为还没有人能聪明到那种程度。”

是的，向巴芒学习，向老唐学习。对于我来说，可能最急迫的是需要提升独立思考分析能力。

老唐处处透露出深入分析求证、独立思考的思维。

比如《巴芒演义》中，巴菲特为什么买伯克希尔？我从来没去想过巴菲特可能的计算分析逻辑，只是津津乐道于“冲动是魔鬼”。

神奇公式主人乔尔.格林布拉特的收益率怎么计算？

如何分析巴菲特购买通用再保险的动机？

长期资本的警示案例……

投资路上如果懒得自己思考，只会全盘接受，恐怕进步会非常难。

公司出了年报，急于看大 v 的分析（包括看老唐的分析），没有独立分析和思考的愿望。

大多数人（包括我）似乎习惯了看别人的分析，寻求安全感，寻找行动的理由。

看到老唐把年报打印出来加的注释和分析，就明白他的成功是有原因的。

看到老唐对可乐可乐案例深入的分析，就知道自己动手、独立思考是投资路上的必须的。

就像巴菲特最终转变为希望以合理价格投伟大公司，芒格是对的，就算没有他，巴菲特总有一天也会进化，因为这是巴菲特喜欢独立思考、深入研究的自然结果。

郎平说：女排精神一直在，单靠精神不能赢球，还必须技术过硬。

那不是靠讲故事或者喝鸡汤得来的，关键是“平时的训练”。

所以，如果不刻意练习提高独立思考分析能力，恐怕投资时间再长也提高不了多少。

五、价值投资者健康长寿的秘诀？

人要幸福生活，我想大概需要三个健康：身体健康，心理健康和财务健康。

芒格今年 96 岁，巴菲特今年 90 虚岁。《巴芒演义》中提及的其他很多价值投资者都很长寿。他们有什么秘诀呢？

正巧，2020 年伯克希尔股东大会前的采访中，巴菲特似乎透露了他的长寿秘诀：

“我们（和查理）之间有很多乐趣。前几天我刚和他交谈了一个小时，我们每次谈话都很开心。我们每天都和自己爱的人做喜欢做的事情。

而且我们都是非常幸运的，查理 96 岁了，我 89 岁了，这或许与健康的生活习惯有关。

在我看来，每天做能让自己开心的事情能够对“健康长寿”起到很大作用。

学会忘记，能够在很大程度上帮助我们维持快乐的心情。

你一定也不想生活在对他人的怨恨中——那就忘掉那些让你产生负面情绪的因素，比如让你不开心的人和事，或者你的坏运气。把它们统统忘记吧……

一开始你可能会为你不喜欢的公司工作，或者为你不喜欢的人工作。

但要找一个你欣赏的人，找一个你愿意和他一起工作的人，做一些你愿意做的事情，即使你不需要钱你也会去做的事情。

我和查理在很久以前就发现了这一点（我们要与自己喜欢的人一起做愿意做的事情）。”

感谢老巴的分享。这与杨天南先生说的似乎异曲同工：

“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。”

只有上述这个共性原因吗？

我隐约觉得还有另外一个重要原因：怎么看待市场先生的报价。一旦可以真正理解市场先生的报价只

能利用，不能被其影响，那么，好心情自然就来了。

“别瞅傻子，瞅地！”

价值投资者一定都有着这个扎实的基本功。这个看似再简单不过的道理，我直到最近才在老唐的千叮万嘱中慢慢有所领悟。

选定让自己快乐的投资方式和道路，日拱一卒，多看一二，幸福生活应该不期而至！

由衷感谢老唐！由衷感谢所有愿意分享投资心得的价值投资大道上的人们！

借用老唐自序中的最后一句：祝朋友们永远快乐地行走在价值投资的康庄大道上。

第757篇.　　2020.05.20－第二十三回 凯利公式暗藏隐患 投资奥秘各有不同

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-05-20

纸质版《巴芒演义》请点击：

当当下单　京东下单

音频版请到喜马拉雅搜索“巴芒演义”。

要说凯利公式的理念精髓，实际上一句话就可以总结：无优势不参与，有优势赌大点。从这个角度说，以巴菲特为代表的价值投资者都是这样分配资金的。

备受争议的凯利公式

但具体到数学，对凯利公式的争议还是挺大的。

主流经济学家驳斥凯利公式的论文很多，比较有代表性的是保罗·萨缪尔森假设的一个赔率很高、赌徒享有明显优势的赌局：抛硬币，输赢概率各 50%，赔率为 5∶1，即赢了收回 6 元（含 1 元本金），输了赔掉 1 元。

按照凯利公式的计算，赌徒应该每次投入 40%的资金下注：

f=（5×50%-50%）/5=40%。

一个遵循凯利公式的赌徒，以 100 元为起点，参加这个具有明显优势的赌局。

第一次赌局后衍生两个轨迹，赢了变 300 元，输了变 60 元。如此这般持续 4 次后，将产生 16 条轨迹，如下表所示。

本金	第一局	第二局	第三局	第四局
100	300	900	2700	8100
100	300	900	2700	1620
100	300	900	540	1620
100	300	900	540	324
100	300	180	540	1620
100	300	180	540	324
100	300	180	108	324
100	300	180	108	64.8
100	60	180	540	1620
100	60	180	540	324
100	60	180	108	324
100	60	180	108	64.8
100	60	36	108	324
100	60	36	108	64.8
100	60	36	21.6	64.8
100	60	36	21.6	12.96

最后，赌徒的资金额必将是 8100、1620、324、64.8、12.96 这 5 个结果中任意一个。

其中概率最大的是 324，来自 4 次赌局中两赢两输的 6 种组合。4 次 50%胜率的赌局两赢两输的结果，是统计学意义上标准的“大概率”。

萨缪尔森等人承认凯利公式带来的正常结果 324 元确实比其他任何资金管理策略都高，但它依然远远落后于全部赌局结果的简单平均数：（12.96+64.80×4+324×6+1620×4+8100）/16=1049.76 元。

而且，使用凯利公式的赌徒容易被误导，以为 4 轮赌局之后“大概率”两赢两输获得 324 元，代表着将“会”获得 324 元。

赌徒容易忽略的是，即使是优势如此明显（胜率 50%，赔率为 5）的赌局，采用凯利公式作为资金策略，最终仍然有高达 5/16 的可能性是亏损。

其中有 1/16 的可能性只剩下 12.96 元，亏损 87.04%；有 4/16 的可能性剩余 64.80 元，亏损 35.2%。

萨缪尔森等人要提醒的就是，小概率不等于不存在，大概率不等于必然，均值不等于现实。

凯利公式确实可以保证永远不会输光，这类似庄子的智慧：一尺之棰，日取其半，万世不竭。

但小概率事件一旦出现后，危害性是非常突出的。

比如，可能 4 次赌局输掉 87%以上的资金，9 次赌局输掉 99%以上的资金。

1979 年萨缪尔森发表了一篇论文，论证凯利公式及类似法则的不可行。

在论文里萨缪尔森写道：“人们感觉通过这种方式一定可以赚到更多钱……但是他们错了。他们没有看到的是：当你失败时——而且你确实可能失败——你会输得很惨。”

老唐感觉这个中文翻译似乎没有传达出萨缪尔森的真实意思。

据老唐的个人理解，他想表达的底层意思应该是：当优势明显时，凯利公式推荐的赌注也越来越大，然而优势明显不等于必胜，因此，使用凯利公式的宿命可能导致赌徒总是在更大的基数上遭遇失败，从而输得很惨。

争论的两边都是大牛，这问题到今天也没有论证出个一致的结论。

后期的索普也吸收了萨缪尔森等人对凯利公式的批评，更侧重于使用凯利减半策略配置资金，即按照凯利公式计算结果减半执行——公式算出来应该下注 20%，实际下注 10%。

本来，一边是真金白银实践的索普，一边是心口不一的学者，情感上说似乎索普“更可能”是对的。

因为有效市场理论的核心人物萨缪尔森已经将自己的资金投给了巴菲特，旗下另外两位大将——因 BS

模型获诺贝尔大奖的默顿和舒尔茨更搞笑，一边大力宣扬市场有效理论，一边给长期资本站台融资（这故事将在本书第三十七回出现），说长期资本必将长期战胜市场。

当懵懂的投资者“以子之矛，攻子之盾”，质问长期资本如何战胜有效市场时，舒尔茨居然恼羞成怒地回复提问者：“因为有像你一样的笨蛋存在，所以长期资本才能从市场获利。”

学者型投资奇才：香农

但是，介绍凯利公式给索普的香农，在自己的投资活动中，也不使用凯利公式。这让站队变得有些难度了。

香农的兴趣广泛到令人难以置信，在投资领域，他的业绩也是相当逆天：1952—1986 年，35 年时间年化收益率 28%。

不过对于香农而言，金钱没什么吸引力。据很多助手回忆，香农的办公室里经常乱七八糟散落着大额支票。

他的投资更主要是出于对科学和未知领域的好奇和探索，而不是金钱。所以到 1986 年香农的投资账户资金总值也不大，只有约 150 万美元。

从某种程度上说，香农可以算是有效市场理论支持者的噩梦，因为他总是轻而易举地从市场赚到钱。

从 60 年代中期开始，香农就经常在麻省理工召开会议，就科学投资这个议题与各领域的大牛们展开讨论，这里面就有香农的好朋友萨缪尔森。

香农经常发表关于套利的讲座，也常常由于听讲的人太多，而不得不将原本打算小范围举行的讲座，搬到麻省理工学院最大的报告厅举行。

香农不是基金经理，也不替人管理资金。但出于科学家的习惯，他保留了自己的投资记录。

他一直计划将其写成论文发表，但由于文章的论点和数据精度达不到香农对论文的高标准要求，一直没有完成。

直到 80 年代，香农得了老年痴呆症，记忆力开始减退，他意识到自己永远不可能完成这篇论文，于是在一次访谈中回顾和展示了相关记录。

无论是否有记录，香农这种天才加上他已经取得的成就，完全没有撒谎的必要。

更何况，香农的投资经历实在太简单了。他是一名集中投资兼长期投资者，81%的仓位投在一只股票上，前三只股票占仓位比 98%。

自 60 年代后他基本上就没怎么卖出过股票，整个投资生涯的主要利润其实就来自重仓的前三大持股。

第一重仓：特利丹，由香农的同学兼好友亨利·辛格尔顿创建。香农 1961 年买入，初始购买价格 88 美分，1986 年股价 300 美元。

第二重仓：科德思公司，是麻省理工学院下属的一家制造调制解调器的公司。1966 年以 50 美分价格买进，后被摩托罗拉以 1∶1 换股收购，1986 年股价 40 美元。

第三重仓：哈里森实验室公司，由贝尔实验室一位科学家创建，主要为彩色电视提供电力支持系统。持股时间 32 年，初始买入价 12.8 美分，1962 年被惠普收购，1986 年每股折合 45 美元。

香农研究股市是从 50 年代开始的，他想知道他的信息理论是否可以帮助他解析市场的随机变化。

为了开展研究，香农阅读了能摆满图书馆三个书架的股市相关书籍。其中既包含格雷厄姆的书籍，也包含大量技术分析的书籍。

和大部分投资者一样，香农也在技术分析上耗费了大量精力，他甚至发明了一台电力设备，用以模拟股市资金流动情况。

这方面似乎索普要高明得多，索普只读过一本爱德华兹写的《股市趋势技术分析》后，就理解了技术分析行不通，立刻放弃。索普认为《股市趋势技术分析》提供了“否定性帮助”，帮自己节约了很多时间。

经过彻底的研究，香农最终放弃了技术分析体系。

他说：“我认为那些耗费很大精力研究价格图表、头肩顶、V 字反转的技术人员，无非在做一种重要数据干扰重现的工作，意义不大。”

香农强调：“我们能够根据对公司管理以及市场对公司产品的未来需求的评估，推断出有关收益增长的信息……长期来看，股票价格将会跟随公司收益的增长。”

因此，香农几乎从不关心短期股价的波动。他说：“我认为关键数据不是过去几年或几个月里股价的变化幅度，而是过去几年里企业收益的变化幅度。”

从这个意思上说，香农和巴菲特属于同一类型的投资者，区别只是香农的能力圈在科技行业。

“巴菲特的孪生兄弟”：亨利·辛格尔顿

香农的第一重仓是特利丹公司，创建者亨利·辛格尔顿也是一位带有传奇性质的投资大师。

巴菲特这样评价辛格尔顿：“在美国商界，就运营和资本配置而言，亨利·辛格尔顿的记录无人可及。即使从顶尖商学院中选拔出 100 位最优秀的毕业生，把他们的成就合并在一起，其纪录也无法和辛格尔顿相匹敌……商学院的学生不向亨利·辛格尔顿学习简直就是犯罪。”

查理·芒格曾这样评价辛格尔顿的投资手法：“就像沃伦和我一样，他喜欢集中化，只买他非常了解的少数股票。”

在投资圈，辛格尔顿有“巴菲特的孪生兄弟”的美誉，因为他管理特利丹的思路与巴菲特惊人地相似。

·他们都首先将自己视为投资者，而不是企业管理者，专注于资本配置而不是行政管理。

·他们都由自己掌控投资决策权，只拥有极少的雇员和中间层级。

·他们都集中投资且仅限于投资自己非常熟悉的行业，辛格尔顿通常会把 70%的资金集中在前五大持仓股上。

·他们都拒绝为分析师提供季度报表，拒绝与华尔街深度沟通，向全体投资者平等提供最大限度的详尽报表。

·他们都拒绝股票分拆，并对分红不感兴趣，更喜欢自己配置资本，或通过回购回馈股东。

·他们都将自己近于全部的身家投入自己管理的公司，持有自己管理的公司大量股权。如同巴菲特所说“我们吃自己做的饭”。

·他们都深知“浮存金”的价值，都将保险公司作为投资平台。两家公司下属的保险子公司都是他们最大和最重要的业务。

……

辛格尔顿和香农同龄，是麻省理工电气工程学博士，曾和理查德·费曼作为队友一起获得过 1939 年的普特兰数学竞赛大奖。

辛格尔顿毕业后进入利顿工业，并帮助公司设计了一套飞机导航系统。不久，辛格尔顿被提拔为利顿工业下属电力系统部门的总经理。

在辛格尔顿的领导下，该部门成为利顿工业公司内部规模最大、利润最高的部门，间接帮助了蔡至勇在华尔街的腾飞——蔡至勇早期的神话之一就是重注买入利顿工业。

1960 年，辛格尔顿意识到自己没有机会成为利顿的 CEO，遂离职创立了特利丹公司，生产和销售导航系统。

公司于 1961 年成功上市，并迅速成为 60 年代的大牛股，不到 7 年时间股价涨了 24 倍。

和巴菲特经营伯克希尔一样，特利丹以低价收购优质企业，然后重新配备其自由现金流为主要经营模式。

1961—1969 年，辛格尔顿利用特利丹大受市场追捧，依靠高价发行股票收购了 130 家企业，集中在航空电子、特种钢材和保险领域。

辛格尔顿的收购策略，简单表述，就是：以低于 12 倍市盈率的价格，收购目前已经盈利，且潜在成长可能性很大的企业。

从拥有准确数据的 1963 年到辛格尔顿退休的 1990 年，合计 28 年投资区间，辛格尔顿为股东实现了 20.4%的年化收益，期间标普 500 指数年化回报率 8%。

如果一位投资者在 1963 年将 1 万美元投给辛格尔顿，1990 年底会变成 180.9 万美元；而如果投资标普 500 指数基金，只能变成 8.6 万美元。

索普：寻找市场的错误定价

和香农、巴菲特等人的交易风格不同，索普纯粹以中性眼光看待市场，采用完全不同的价值判断手段。

在他眼中，投资和赌博是一回事，两者都可以用数学、概率和计算机分析，都需要资金管理，都需要谨慎地平衡风险和收益之间的关系。

索普的基金每年交易超过百万次，相当于在开市时间内平均不到六秒下一次赌注。

有时候索普基金的交易量会超过市场交易总量的 1%，这样的数据样本绝对无法用幸存者来解释，它让有效市场理论拥趸非常尴尬。

1988 年索普基金因意外事件停业。

休息几年后，在朋友们的怂恿下，索普于 1994 年 8 月又成立了一家对冲基金——山脊线合伙公司。

索普说：“我有个电话本，里面记录了一些人，无论我想要做什么，他们都会给我投资。我只是打了打电话，不到一天合伙公司就‘满员’了。”

山脊线合伙公司甚至比上个基金的表现还要好。在持续存在的 8 年零一个季度里，投资者的费后年化收益率是 18%，这一切是在仅有 6 名员工的情况下实现的——前一个基金最多时有 80 名员工。

山脊线合伙公司在 2002 年秋天完成了使命。次要的外部原因是对冲基金数量激增，导致统计套利交易机会减少；

更重要的首要原因，是索普对赚钱的兴趣降低了。他开始觉得相比拥有更多的财富，和家人在一起的时光才是不可替代的至宝。他和夫人都希望有更多时间和孩子们以及孩子们的家庭在一起，共同旅行、阅读和学习。

如果他不停业，未来会如何呢？很难猜，但刚好有个例子可以参考。

1990 年，在索普停业且没打算再开基金的空闲期，他作为客户投资了一个人：22 岁的肯·格里芬。

索普是格里芬的第一个客户，不仅投了钱，而且将一些非常宝贵的个人私藏资料也给了格里芬。

格里芬总计募集 420 万美元，设立了城堡投资集团。

25 年后，2015 年的城堡投资集团，管理着超过 200 亿美元的资产，拥有超过 1000 名雇员，客户费后年化收益率达到 20%。

2015 年，格里芬个人资产 56 亿美元，人称对冲基金界的“神奇小子”。

当然，这并不表明索普如果持续经营，也会像格里芬一样成功，而是说索普在投资中“寻找市场错误定价并从中获利的空间”始终存在。

索普在 1988 年究竟遇到了什么麻烦，导致运行良好的普林斯顿-新港基金关门？

我们接着就要引出另外两位大神的故事：“垃圾债券之王”迈克尔·米尔肯，以神奇公式闻名的价值投资者乔尔·格林布拉特。

他们和索普是如何产生联系的呢？

第758篇.　　2020.05.22 - 分众传媒问答集

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-05-22

本文共计 25 个问题，全部来自朋友们在周一文章下的留言。

我合并了重复问题，删掉了已经在周三《模拟分众答深交所问询函》里回复过的问题，删掉了一些能不能买，业绩什么时候能反转之类的无价值问题

1）投资的蜗牛：请教老唐，19 年财报的现金及等价物余额与货币资金相差约 7 亿的原因。谢谢！

老唐：《手把手教你读财报》37 页倒数第二自然段就是解释。

具体到分众 2019 年报，就是公司购买的不允许提前支取的大额存单和银行保本理财产品，算货币资金，但不算现金等价物。

2）原平：分众传媒 2019 年年报中的预付款项为 8.67 亿元。具体是付给谁，为什么要预付，是否会形成无法收回或者达不到目的？将其归类为类现金是否妥当？

老唐：预付款主要是付给物业公司或者业委会的点位租金。这个不需要收回，在财报上也不是现金等价物，至于投资者是否将其看待为类现金资产，可以自己决定。

3）林飞：请问老唐，17 年年报中，p23 写的投资收益中处置数禾科技收益 6.8 亿，p28 写的数禾科技被动稀释增加净利润 5.1 亿，p160 丧失控股权之日剩余股权公允价值 6.1 亿，重新计量 5.6 亿，这几者为何不一致呢？

老唐：参看《老唐实盘周记 2020/05/16》对数禾科技的梳理。

这几个数字之间的关系简单阐述就是：

红杉资本等风投溢价入股，使分众剩余 42%股份公允价值提升为 6.1 亿，减去原账面成本得到投资收益 5.6 亿。

同时分众还以现金 1.2 亿的价格卖掉了 12.9%的股份，减去账面成本后加上刚才的 5.6 亿，就是 p23 页的 6.8 亿投资收益。

6.8 亿投资收益，按照 25%法定所得税率扣除税款后，对当期报表净利润的影响就是 P28 的 5.1 亿。

以上均为约数。股权的账面成本包括取得最初 70%股份投入的 1 亿元和数禾科技历年盈亏和利得。

4）林飞：老唐之前说，发现通过监测央视 CTR 刊例价增长数据，来推测分众的营收增长大致比例，里面或许有逻辑问题或数据可靠性问题，请问老唐目前来看认为可靠的观测指标有哪些呢？谢谢老唐

老唐：目前暂时没有，我也在学习和探索中。

5）绞尽脑汁想不出来：请问老唐，分众的独董年薪 85 万远远高于一般公司，是出于什么考虑？

老唐：我个人估计主要是因为分众曾是美国上市公司，独董待遇参照美国标准制定，然后延续下来了。

如果将四位独董的年薪标准从 85 万降低为 A 股常见的 30 万左右，能为公司节约税后利润 165 万（55×4×75%），或许江南春觉得为 165 万伤朋友的心，即麻烦也不值当吧

6）彭云峰：为什么坏帐准备会影响递延所得税资产？在您的“手 1”没有找到答案

老唐：《手把手教你读财报》73 页表格第二行就是。

公司会计逐年计提坏账准备（算公司当年报表费用），税务局要等实际损失发生时才承认这笔损失。

二者对当年费用产生分歧，会导致税款计算有差异，差异部分就放在递延所得税资产或负债科目。

7）Vincent：p137 其他非流动金融资产基本都是有限合伙公司，这些都是长期股权投资里的三无股权吗？

老唐：目前的会计准确已经没有三无股权的表述了，也不属于长期股权投资。

p137 页这都是“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”，老唐给它起的名字叫笋子，和交易性金融资产计量方法一样。

具体请参看书房 5 月 8 日文章《老唐中翻中：金融资产分类加强版》。

8）鸭梨：提问：公司在产生 41.6 亿应收帐款和相比去年计提准备增加 6 亿的情况下，管理费用同比增加 1.63 亿。

为什么公司一方面收不上钱来的情况增加，一方面管理费用会激增呢？（同时附注里看到公司的子公司一百多个太多了）

老唐：管理费用增加 1.63 亿，主要体现在三个部分：员工薪酬、业务宣传费和专业服务费。

在数字化改造过程中，底层销售和手工替换广告素材的终端人员减少，行政管理和技术等人员增加，薪酬的结构和科目发生了变化，管理费用里承担了更多的薪酬。

另外，可能也有业务情况不好的时候，祭出“重赏之下必有勇夫”招数的因素吧（注意：这条我瞎猜的）

业务宣传费：业务不好的时候，加大对自身资源的宣传投入，吸引更多客户，增加了业务宣传费。

至于专业服务费也不难理解。收钱难，诉讼官司就增加，律师会计师及其他咨询机构的费用增加。

分众的经营遍布海内外约 200 个城市，通常每个城市都会独立成立子公司负责当地经营。子公司多是正常情况。

9）鼎：唐老师 一季报第八页，公司购入三年定期大额存单 11 亿元，这笔现金是从哪个科目取出的钱？

括号里面的注解是不是说这笔存单不走现金流量表。现金流量表中投资活动现金流出是不是没有记这笔交易？谢谢

老唐：依然是从银行账户里取钱，是“货币资金”科目内的变化。

你错误理解了注释，注释不是说现金流量表不记录这笔投资，而是说所买的三年大额存单不算作现金

及现金等价物。

10）宇龙：老唐，请问分众资本利息化大概多少钱，这个在财报里面怎么找到或者推断？谢谢

老唐：0 元。有就会披露。

11）崔勇：老唐好，分众传媒 2019 年报的第 27 页，为何有 2 家子公司的营业收入远小于营业利润/净利润，甚至还能够在营业收入为零的情况下，产生 3 亿多的净利润？

老唐：是分众下属的控股公司。

公司本身无经营，只负责持有各地分公司的股权。所以，很少甚至没有营业收入，但有净利润。

净利润不是营业外收入，是投资收益。

12）全正：2019 年大额计提，是否是借机洗大澡，为以后的报表留下利润空间呢？谢谢

老唐：我认为不是。我的看法是 2019 年的的经营环境就是这么糟糕，不是公司隐藏利润。

13）Gary Guo：老唐，在分众传媒的 2019 年财报中，第 10 页股权资产重大变化的说明第 2 项和第 4 项，为什么股权稀释之后，相关的金额，是增加了公司了公司的长期股权投资呢？

老唐：我国现在的会计准则，总体思想是让关联交易尽量不产生报表利润，不影响利润表。有变化在资产负债表层面调整。

在资产分类没有发生变化的情况下，资产部分调整长期股权的账面价值，权益层面调整资本公积和留存收益，直接跳过利润表。原因你懂的

国际会计准则下，这种行为是允许产生当期利润的。参看书房 2018 年 3 月 26 日文章对腾讯投资收益的讲述。

另外，资产分类发生变化的时候（即在子公司，联合营，金融资产之间改变），还是会产生当期利润的，同时影响资产负债表和利润表。

14）FY：2019 年报应收账款坏账计提:期初 11.44 亿，本期计提 6.88 亿，本期核减 1.2 亿，期末坏账准备 11.44+6.88－1.2=17.12 亿。

核减的 1.2 亿是从坏账准备转到信用减值损失去了么？

老唐：核销的 1.2 亿从 11.44+6.88=18.32 里扣除，扣除后剩下 17.12 亿。

核销的 1.2 亿，属于原来 11.44 亿的一部分，在当初计提时，就已经从利润表里扣除了，如同本期的 6.88 亿一样，所以核销时不转入任何科目。

核销行为的主要价值，是获得税务局同意，作为征税时的“真实损失”，从税务局所算的公司应纳税利润里扣除——还记得吗？会计计提坏账准备时，税务局不认这笔费用。

15）Fy：2019 年经营现金流明显好于营收和利润的降幅，表明公司加紧应收款的催收，但是应收账款坏账准备中，本期收回或者转回金额为 0，是不是有矛盾？

老唐：这问题老唐在去年 6 月 14 日的《分众传媒回复深交所函所涉及的三条财务硬知识》里已经讲过，回看。

16）赵：老唐好，2019 年报第 10 页，分众原控股两家公司，数禾科技，骏众网络，都因为引入新的投资者丧失控股权。

您如何理解这种“丧失“？是有意为之，还是就是玩票性质的非主业投资？还是显示出江总出众的项目投资能力？

老唐：通过 ABCDE 轮不断融资，是成长型企业的常见形态。主要看新的融资估值，相对于企业价值或上轮融资估值，有没有明显提升。

就这两笔投资而言，数字显示公司投赚了，但你要说是投资能力出众，暂时不敢这么给你结论。毕竟还有其他投资项目处于亏损中，还是要看长期，要看综合结果

17）李武江：唐老师，您好。分众传媒 2019 年度合并资产负债表里资产总额 186.8 亿，而母公司资产负债表里资产总额 555.7 亿。

除了子公司经营亏损，资不抵债之外，还有其他原因会导致这种现象吗？谢谢您的著作，还有唐书房，带给我们许多收获。

老唐：这个错误理解，是因为不了解反向收购上市的规则造成的。请回看老唐 2018 年 6 月 10 日发的《梳理分众传媒》中篇。

简单粗暴地给你解释，就是分众借壳上市时，公司账面净资产只有不到 50 亿，但按照评估的公允价值作价 457 亿卖给了原上市公司壳主体：七喜控股（sz.002027）。

母公司资产负债表里将这笔资产，记录为 457 亿长期股权投资。

但按照会计准则，这笔收购的实质是分众收购七喜电脑，合并报表要以分众公司为主体制作。

制作方法是：假设未上市公司「分众多媒体技术（上海）有限公司」，发行 12.7%的新股，收购了上市公司七喜控股的 100%股权，然后将七喜控股改名为“分众传媒信息技术股份有限公司”。

备注：12.7%是真实收购方案里，原七喜股东和新的战略投资者最终得到的新上市公司的实际股权比例。

于是制作合并资产负债表的时候，母公司的 457 亿长期股权，内部抵消了。展示在合并资产负债表上的资产和负债就是原账面净资产不足 50 亿。

净资产数字从反向收购成功开始的第一次报表合并起，就这样差了 400 亿左右（以上全是约数。 还有一些小细节省略了，不影响理解）

如果还是懵懂的，那直接记住以下三点即可：

第一，母公司资产负债表只有一个数字有价值，就是股本。

那是你要知道的分众真实股本。每年计算每股收益的时候，都是用公司净利润/母公司资产负债表股本。

这是反向收购上市的公司和普通上市公司的重要区别。

第二，合并资产负债表的股本数字 3.34 亿股，是个虚拟数字，真实世界里不存在，任何执照上都找不到这个股本数据。

它是上市前的「分众多媒体技术（上海）有限公司」真实股本，乘以（1+12.7%）得出的虚拟数据。

第三，合并资产负债表里，由于股本虚拟，导致所有者权益的其他数据也是调整过的。

所以，合并资产负债表所有者权益部分（“负债合计”四个字之后），只有最后四行有阅读价值，其他的直接跳过去就行了。

同样，分众传媒的母公司利润表和母公司现金流量表，直接跳过去就可以了。

18）猫叔：唐老师好，前段时间央视财经评论分众，说是一个没有护城河的行业，其超额利润迟早会被市场挤出，请问您对于这个观点怎么看？

如果确实因为新的竞争者进入导致利润下滑，那么对分众未来的估值如何调整？

老唐：请回看《老唐实盘周记 2020/05/16》。

19）德芙：影院陆续开放，但是人流量很少，影院开放后能不能赚钱还是个未知数，老唐怎么看？

老唐：以当前疫情发展情况推测，今年影院广告赚钱的可能性很小很小。

20）Victor：唐老师您好！一直看好分众。可是分众的有其它跨界投资：1）分众游戏；2）还呗。这些跨界投资似乎与江南春的聚焦梯媒说法不一致，让人不知所措。您如何看呢？

老唐：分众游戏是很小金额的投资试水，全亏了也谈不上什么影响。企业家的常见特色就是到处捅一捅，捅一捅才知道有没有搞头

还呗是数禾科技的业务，基本不占用江南春的精力，只是为公司账上太多闲钱找的出路之一。数禾目前发展良好，回报非常令人满意。

21）顺：分众年报 P138，固定资产中累积折旧科目下，媒体资产处置或报废 3.1 亿，这代表什么含义？与账面原值中的处置或报废 3.34 亿有什么联系？谢谢！

老唐：一台电视机，原来 3340 元买的，用的过程中逐年计提折旧，累计计提 3100 元（折旧作为经营成本从每年的利润里扣掉了），剩余账面残值 240 元。

2019 年把它拿去闲鱼卖了（卖的钱记录入货币资金）。然后固定资产账目就是你看到的模样了

22）木头：公司今年改变了坏账提取方式，按照手财的表述，公司改变会计政策一定要提高警惕，请问公司为什么这么干？

另外，计提数据里 2018 年数据与 2018 年年报数据不一致的，是怎么回事？

老唐：因为财政部改变了会计准则，从 2019 年 1 月 1 日实施。

按照财政部要求，切换准则时，以往对比数据同口径调整后，不追溯调整往年数据。

参看 5 月 11 日书房文章《老唐中翻中之：金融资产减值新规》

23）晓易：请问分众借壳上市招股说明书在哪里看？谢谢。巨潮上找不到。

老唐：你可能找错文件了。

文件全名《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》，你找这个。

24）JIANG:老唐，你好！请问:2019 年报 P142，未经抵消的递延所得税资产 表格中有一项“预提费用”14 亿元，这是什么费用？往年也有，金额还不小。

在 P146 其他应付款中也出现了，金额是 1 亿元。谢谢

老唐：预提费用，就是公司预先提出来，目前还没有实际支出的费用。

比如按照约定应该返给渠道的费用，应该给员工的奖金，应该准备的售后费用，固定资产预计将产生的维修费等。

25）杨文理：请问老唐关于阿里入股的问题，谢谢。

根据最新财报：1、目前时隔近两年，阿里付出 5 亿美元持有 MMHL 10%股权的交易，交割尚未完成，公司也无进一步信息披露，该项交易是否有变故？

2、阿里这种间接持股的交易模式非常奇怪，实质上并不能对分众传媒股权有任何控制力。

MMHL 是私人公司，没有江南春的同意，阿里间接持有的股权不仅没有投票权，分红权，甚至也不能享

受分众股权升值的收益。

为什么阿里要付出 5 亿美元的代价，去获取私人公司的股权呢？

老唐：1.不知道是否有变故。

2.换个角度就好理解了，这是整笔交易的一个组成部分。就好比有人买你房子，你说有套旧沙发必须一起买走，否则不卖房。

3.对于别人的想法，猜测是很费脑花的。说不定就是俩富豪之间加深关系的小礼品，如同百万身家的你，从口袋里摸出 1000 元参股朋友的小生意一样。赢了是支持朋友，输了就当请朋友喝酒了

文末申明

以上回复为老唐的个人理解，若有错漏之处，欢迎朋友们直率指出

本文是纯粹的财报知识分享，不代表对股价或企业价值的任何评判，请勿依据本文观点做出买卖决策

第759篇.　　2020.05.22 - 第二十四回 米尔肯入狱坑索普 神业绩变招疑乔尔

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-05-22

纸质版《巴芒演义》请点击：当当下单　京东下单

音频版请到喜马拉雅搜索《巴芒演义》

索普基金的停业纯属躺着中枪，是受一位叫迈克尔·米尔肯的合伙人牵连。这位迈克尔·米尔肯在美国资本市场可是大名鼎鼎，人称“垃圾债券之王”“华尔街自 J.P.摩根之后最有影响力的金融思想家”。

“垃圾债券之王”迈克尔·米尔肯

垃圾债券，乍听上去似乎没有关注价值，但如果叫“高收益债券”，你是不是就有兴趣了？

这俩其实是一个东西，指信用评级在标普 BBB 级或穆迪 BAA 级以下的公司发行的债券。

这些债券只有提供明显比 AAA 级企业债券更高的利率时，才会有人愿意投资。

所以，从公司评级角度叫“垃圾债券”，从收益率角度叫“高收益债券”。

20 世纪 70 年代以前，发行垃圾债券的主要是一些小型公司，一般是为开拓新业务筹集资金。

由于公司信用低，项目前景朦胧，投资者担心“我图你的利息，你图我的本金”，所以市场保有量很小，70 年代初整个市场流通量大约不到 20 亿美元。

这个市场的做大，基本上就是凭借迈克尔·米尔肯一己之力。

米尔肯出生于 1946 年，父亲是名会计。受父亲影响，米尔肯从小就对支票、财报之类的东西感兴趣。

在米尔肯读大学期间，读过布拉多克·希克曼教授写的关于垃圾债券的书籍。

书中对 1900—1943 年的公司债券市场表现进行研究，得出一个结论：和投资蓝筹股及优质债券相比，对垃圾债券进行多元化的长期投资，回报率更高而且风险更小。

另一位叫阿特金森的教授对 1945—1965 年的市场数据进行了后续研究，结论和希克曼一样。

希克曼教授说：

“在垃圾债券违约或接近违约时，债券常常以非常大的折扣交易，比如面值 100 美元的债券市价可能只有 20 美元。但实际上，这些企业不一定都会违约；即便违约也有部分企业会在延迟一段时间后还本付

息；即使不能拿回全部本息的，也可能通过企业破产清算拿回面额的一部分。投资者分散买入大量高折扣债券，只要有很小部分能够正常兑付，回报就已经很可观了。”

米尔肯在大学期间，就开始动用少量资金涉足垃圾债券的投资。

他敏锐地发现，实际情况比教授书中所写更好：“由于美国在二战后逐步完善了许多监管措施，旨在保护投资者不会因为企业的破产或拖欠债务而遭到损失，如克莱斯勒汽车公司这类大公司是不准许破产的，它的股票并不会停止交易。反而导致债券的信用等级越低，其违约后投资者得到的回报越高。”

他把这些垃圾债券形象地定义为值得拥有的“所有权债券”。

在 70 年代米尔肯功成名就后，曾在和某位知名企业家聊天时，很经典地阐述了“所有权债券”这个看似自相矛盾的词汇。

他说：“是的，你持有公司 40%股权，但我手上握有你们公司 1 亿美元的债券。只要你有一次无法支付利息，我就能拿走你整个公司。”

米尔肯认为，这种债券在利率风险很大的时期反倒能保持稳定，因为其回报主要是与公司的发展前景相连，而不是与利率挂钩——垃圾债券的关键是能否还本，或能够多大程度上还本。

1970 年，米尔肯从沃顿商学院毕业，进入德崇证券，以一名初级研究员的身份，对垃圾债券展开了深度研究。

（注：米尔肯毕业加入的是德雷克塞尔-费尔斯通证券公司。1971 年这家公司和另一家同样运营困难的小券商合并成立德崇证券）

这是一项艰苦的工作，当时的华尔街几乎没有任何公司对此有过研究，主流焦点还是交投活跃的股票。

米尔肯为之付出的努力令人难以想象。

早期他住得偏远，每天上下班要坐两个多小时公交车。米尔肯会戴一顶矿工安全帽，因为帽上有灯，可以供他在公交车上持续阅读资料。

通过持续努力，米尔肯积累了大量数据翔实、逻辑清晰的统计资料和论证。

然后他带着这些装满数据的研究报告四处奔走，推荐客户购买高收益债券，或至少为了建立多元化组合，配置一些高收益债券。

慢慢地，米尔肯的努力起了作用，部分客户开始投资高收益债券，这为高收益债券市场注入了流动性。

流动性本身也吸引了更多的投资者，这就像著名的反身性理论。高收益债券因为低流动性造成的折价幅度正在逐步减小。

通过帮助企业利用垃圾债券融资，米尔肯推动了许多小企业抓住机遇挑战大企业，比如与美国微波通信公司（MCI）的合作。

MCI 公司创立于 1963 年，是电信市场的小玩家。当 MCI 向世界最大的电信公司 AT&T 发起挑战时，米尔肯利用垃圾债券帮助 MCI 融到 20 亿美元，使 MCI 成功打破 AT&T 对长途电话市场的垄断，一跃而成为全美第二大长途电话公司。

伴随着业务的扩大，在公司支持下，米尔肯设立了专门的债券买卖部门，并逐步成为高收益债券的“市场”本身。

米尔肯有能力在任何人需要卖出时买下来，然后将其卖给需要的客户。

到 1975 年，德崇证券公司 100%的利润来自米尔肯管理的部门。

到 70 年代末期，在米尔肯的引领下，高收益债券已经成为非常抢手的投资产品了。

但由于债券本身数量有限，已经无法满足众多基金公司的购买需要，于是米尔肯迅速开创了一条新的道路：杠杆并购。

杠杆并购指小公司借助发行垃圾债券，从市场上得到足够的资金，然后大量买进低估值大公司的公众股东持股，最终要么直接发出要约收购大公司，要么由意图保住饭碗的大公司高管做出溢价回购的决定。

在此过程中，小公司可以用未来将会掌控的大公司资产与现金流作为偿还债务的保证，以小博大完成“蛇吞象”。

比如 1988 年克莱斯意图收购雷诺烟草公司，收购价高达 250 亿美元，但克莱斯本身动用的资金仅 1500 万美元，99.94%的资金靠米尔肯发行垃圾债券筹得。

通过多次成功的案例，米尔肯展示了自己在垃圾债券市场的影响力。

最能展示肌肉的一次是 1984 年 12 月，皮根斯袭击海湾石油公司的要约收购。最终要约收购虽然没有成功，但它证明了米尔肯具备数天内筹集数十亿甚至上百亿美元的能力。

在这种能力的支持下，当某企业的收购项目获得米尔肯的认可时，米尔肯会发表一封公开信，声明“有高度信心”为收购企业提供必需的资金。

这封信是资本市场的追命夺魂枪，一旦发出，很少有上市公司能逃过被收购的命运。

米尔肯也由此被誉为“华尔街自 J.P.摩根之后最有影响力的金融思想家”。

到 1986 年，德崇证券的年度交易额已经高达 4 万亿美元，总收入 50 亿美元。

几乎凭借米尔肯一己之力，德崇证券从寂寂无闻的小投行跃升为全美第五大投行。

索普受牵连清算基金

索普和米尔肯之间的联系，源自索普的合伙人詹姆斯·里甘。

索普的基金比较独特，公司分为东西海岸两部分，相隔千里。索普的办公室在自己生活的新港，主要负责研究、编程并发起交易。

合伙人里甘的办公室在普林斯顿，主要负责行政管理、合规处理和基金营销以及部分交易的执行。

索普基金持续获利，里甘研究出一些避税手法，可以实现纳税延后，相当于享受了税务局的无息贷款。

其中比较经典的模式主要有两种：一种是在获利较高的年份，将部分股票亏损卖给某可信机构，造成当年账目上的亏损，然后在次年以原卖出价加上少量利息的价格买回来，无论届时市价是多少；

另一种是买下带有息票的国库券，然后将历年息票撕下留存，再将不含息票的国库券卖出，形成一笔账目表现为亏损、实际结果是持平的交易——当时的国库券是一种纸质凭证，发行时附带付息凭证，简称“息票”。持有者凭息票兑付利息。

里甘和米尔肯有一位共同的好友，因此索普基金的股票交易也是委托给德崇证券做的。

在里甘的第一个避税想法里，德崇承担了这个“可信机构”的角色。

而无息票国库券则勾起了米尔肯的浓厚兴趣，这相当于创造了一个全新的、信用评级为国债级别的零息债券市场，会有相当大的市场需求。

（注：零息债券，指以低于面值的价格发行，期间不付息，到期按照面值兑付的债券）

于是米尔肯成立了一家公司，专门做无息票国库券产品交易。普林斯顿-新港基金成为这家公司的合伙人。

1986 年 5 月，米尔肯手下一位高管因涉嫌内幕交易被美国司法部逮捕。11 月，案件波及面扩大，米尔肯也接到传票。

1988 年 9 月，美国证监会对德崇证券、米尔肯及其 4 名下属提起诉讼，涉及罪名 98 项，主要包括操纵储蓄与信贷机构、销毁会计记录、内幕交易、商业贿赂等。

（注：内幕交易：米尔肯及其亲信，在杠杆收购即将开展前买入目标企业股票。商业贿赂：用多种隐秘方法，向做出买入垃圾债券的基金经理或决策人支付贿赂。）

1990 年 4 月 20 日，米尔肯承认其中 6 项罪名，被判处 10 年监禁（实际只蹲了 23 个月监狱），终身禁入证券市场，赔偿和罚款合计 11 亿美元，其中罚款 2 亿美元、补缴税款 4 亿美元、民事赔偿 5 亿美元。

这个过程中，索普基金位于普林斯顿的办公室被税务局及 FBI 查抄，并以诈骗和税务欺诈等罪名被起诉。

经上诉，公司摆脱了罪名，但里甘被判有罪，入狱 6 个月并罚款 32.5 万美元。

索普对此一无所知，新港办公室无人被起诉。

只是由于诉讼期间客户们惶恐不安，不断提出赎回要求，让索普烦躁灰心，索性在 1988 年度结束后，将当时规模为 2.72 亿美元的基金清算解散。

神奇公式究竟神奇否？

米尔肯被起诉后，1989 年的美国垃圾债券市场崩盘。

米尔肯反复向投资者灌输的“投资者从垃圾债券上获得的收益，比从优质债券上获得的收益更高”的观点被推翻。

事实上，获得高额回报的主要是犯罪分子。

根据一家机构的数据分析，整个 80 年代，垃圾债券市场的整体年化回报率约为 3.79%。

这不仅低于同期股票指数基金收益率，也低于经常被米尔肯嘲笑的优质企业债券收益率，甚至连国债收益率也没达到。

垃圾债券的投资者承担了更大的风险，却只获得相当于货币基金的回报率。

数据也不支持米尔肯帮助了小企业成长的说法。

数据显示，1977—1990 年，共有 104 家企业经由德崇证券发行了垃圾债券，其中 24%的企业拖欠债务或破产，是同类企业拖欠债务或破产率的 5 倍。

事后看来，米尔肯的“天才”似乎在于他吸引人的魔力，他竟然使许多人相信了他所说的“低风险高收益”。

正如米尔肯的一个大客户对记者所说：“市场里有很大一部分人，无论迈克尔·米尔肯说什么，他们都会相信。”

事后，有位作家写了本非常有名的书记录此事，书名叫《贼巢：美国金融史上最大内幕交易网的猖狂和覆灭》，该书荣获普利策新闻奖。

垃圾债券收益更高的说法不靠谱，但米尔肯曾做过一笔很靠谱的小投资。

他在 1985 年向一位名不见经传的小伙子投资 700 万美元，成就了一位投资大师——今天以“神奇公式”闻名海内外的乔尔·格林布拉特。

国内引进乔尔的书有三本，分别叫《股市天才》《股市稳赚》和《价值投资的秘密：小投资者战胜基

金经理的长线方法》。

其中《股市天才》主要讲套利，包括合并套利、拆分套利、破产套利、重组套利、期权套利等，与格雷厄姆的《证券分析》思想一脉相承，

也与索普的部分套利案例逻辑一致，都强调仔细阅读相关法律文件，找到市场定价的盲点，实现确定性盈利；

《股市稳赚》则介绍和推广他发明的一种叫“神奇公式”的选股方法和投资策略；

《价值投资的秘密》侧重于探索如何通过构建组合超越指数本身，背后的逻辑与神奇公式基本一致，只是指标选择和权重设置略有不同。

乔尔的名气主要来自这个“神奇公式”，它的大致意思就是先算出企业的两个指标，然后做个排名，将排名相加后再排序，就可以买入了。

公式以“神奇”冠名，以其简单易懂、便利操作的特性，在国内外拥有广泛的拥趸。

国内外均有基金公司依照神奇公式发行对应的基金，在这些书籍和基金里，一般是这样介绍乔尔的：

“乔尔·格林布拉特管理的哥谭资本自 1985 年成立至 2005 年的 20 年间，资产规模从 700 万美元增到 8.3 亿美元，年均回报率高达 40%，其中前 10 年扣除费用后的年度复合增长率更是高达 50%，被誉为华尔街投资史的一项奇迹。”

老唐这种较真的人，看见数字喜欢按计算器，结果发现这几个数据之间的关系非常可疑：

如果是 20 年从 700 万美元到 8.3 亿美元，年化回报率是 26.97%，远远不到 40%；

如果前 10 年年化回报率 50%，那么 700 万美元应该在 1994 年变成 4 亿美元以上，这意味着后面 11 年的年化回报率不到 7%。

合理的推测，是 700 万美元和 8.3 亿美元之间，可能出现过客户的大额出入金，这两个数字并不能拿来计算乔尔的收益率。

那么哥谭资本的收益率到底是多少，神奇公式真的有那么神奇吗？

Figo

老唐，你的演义我已经在读第二遍了，争取下个月再写一篇读后感，感觉先前那篇写的太匆忙了点 现在给我的感觉，对于投资新手，最先应该读这本，读两三遍，然后根据兴趣，辅助于列出的一些参考书目，这样对于整个投资会有底层的框架认知，不容易走弯路。这个是投资的道，首先不走入邪道 然后再是读价值投资手册，理解估值的基础，对于企业经济属性的理解，后部的企业分析是很好的实操素材。这部可理解为投资的术，掌握这些，可以开始考虑进场操作了。 第三步进阶才应该是财报手册了，这是投资的细节部分，可以理解为操作手册，纯技术的。 这个层层递进的学习过程接受起来会更容易，当初我可是直接从读财报入手，作为一个财务素人，搞制造业研发的工程技术人员，看到那么多术语，我没有被吓退应该算表现不错，但真的很痛苦。 如果老唐先出的是这本演绎，然后是价值投资实战手册，然后才是读财报，我可能进步更快。 写完这本，老唐算是把整个价值投资需要理解掌握的知识打造成一个完整的有架构性的拼图，让这东西成了最普通人都可拿起来就用，真是善莫大焉啊！

作者

我同意你的顺序

爱吃派的 panda

感觉老唐现在不做套利了，除了打新股。能说下是什么原因吗？

作者

一者没有注意到什么好机会，二者伴随体量的增加，套利行为对整体收益影响越来越小，不太值得花时间了。

nigel

唐叔叔，您对索普那种玩法有研究过吗？

作者

可转债套利或其他套利，以前经常做，还写过科普文章，但很显然达不到索普的深度之万一

第760篇.　　2020.05.23 - 老唐实盘周记2020/05/23

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-05-23

本周交易

周一开盘以均价 96.05 元，买入约 1%仓位的洋河。

当前持仓

目前持仓茅台 42%，腾讯 25%，洋河 12%，分众 8%，古井 B8%，海康 4%。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	42%	19000±10%	<9500	23000	16680	1328.00	12.26%
腾讯控股	25%	55000±10%	<27500	60000	36202	412.40	9.80%
洋河股份	12%	3150±10%	<1575	3700	1474	97.81	-11.48%
分众传媒	8%	……	<600	1400	699	4.76	-23.96%
古井贡B	8%	666±10%	<333	800	401	86.70	22.44%
海康威视	4%	4400±10%	<2200	5000	2800	29.96	-8.49%
沪深300						3824.06	-6.65%
上证指数						2813.77	-7.75%
2020/5/23			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.9190	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	43%	19000±10%	<9500	23000	16491	1313.00	10.99%
腾讯控股	26%	55000±10%	<27500	60000	36849	421.20	12.14%
洋河股份	11%	3150±10%	<1575	3700	1441	95.60	-13.48%
分众传媒	8%	……	<600	1400	721	4.91	-21.57%
古井贡B	8%	666±10%	<333	800	398	86.19	21.72%
海康威视	4%	4400±10%	<2200	5000	2886	30.88	-5.68%
沪深300						3912.82	-4.49%
上证指数						2868.46	-5.96%
2020/5/16			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.9159	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同而发生小幅变化；

②老唐买点或卖点，代表如果公司总市值触及此数值，老唐计划买入或卖出，与个股历史买入成本无关；

③仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

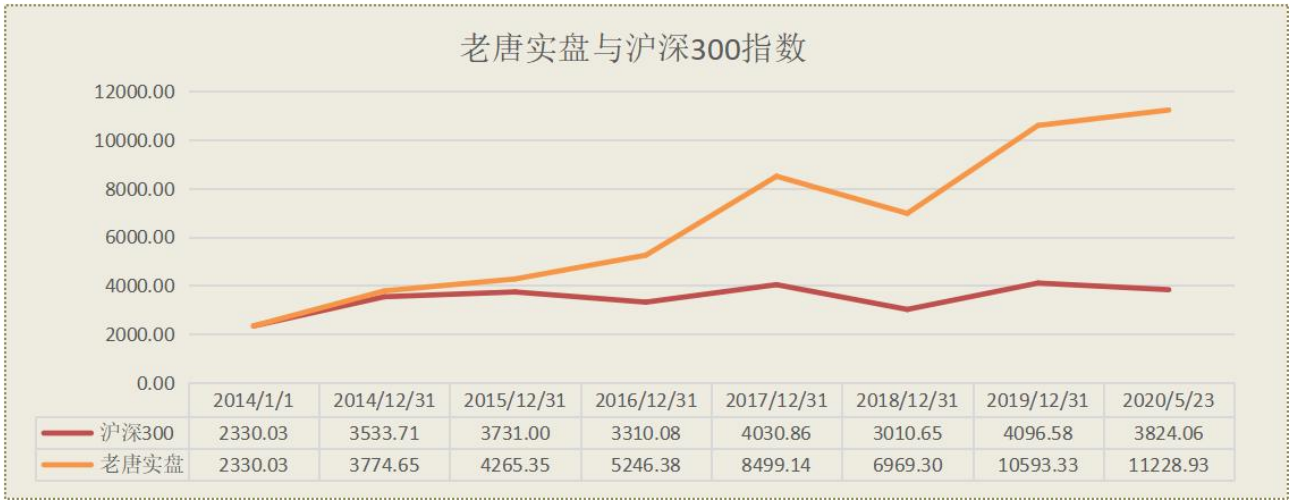
收益

2020 年内收益 6%（四舍五入数据）。

星期四当天，年内收益率曾突破 10%，结果周五一盆冷水浇下来，等于本周没开盘

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，6%（均不含新股收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 482。以 6.4 年折算，年化收益率约 27.9%。



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/5/23
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	3824.06
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	11228.93

重要事项

1.本周最重要的事件，是 ZM 关系跌入冰点。

好好一盘棋，不知道是如何变成现在这个样子的

谈影响的话，大致相当于一个生意人和自己最大的客户，把关系搞崩了。

这个最大的客户有多大呢？

过去 20 年，我国的贸易顺差——可以理解为国家的合并现金流量表上的经营现金流净额——总额 47518 亿，其中 35016 亿来自美国，占比 73.7%。

老唐所站的位置不够高，看到的信息不全面，没有能力评价双方究竟是如何走到这一步的。

总之一句话，目前两边的民间舆论都是越跑越偏，双边关系的趋势是越来越冷，资本和贸易往来将越来越难

国家、企业、你我的钱包，乃至整个世界，陆续都会感受到寒意的。

对内，只能依靠自家企业的抗打击能力。

对外，则期盼政治家们能够忽视那些“不惜一切代价”“必有一战”的疯子声音，给彼此找到台阶，像两个商人一样好好坐下来谈谈利益

这话题不宜深入，就此打住。

2.其次的事情就是 ZF 工作报告

报告里我看到了两个要点：

A.因为疫情和外围环境原因，今年不设增长目标。

这好像是过去 40 年里，ZF 工作报告首次放弃设定增长目标（企业也一样，绝大部分企业今年都只敢说“尽量、努力、争取……”）。

B.放水，放水，放水保就业。

3.本周又有大量优秀的读书笔记发来，我选中了 10 份。

仍然先披露入选者，之后再找时间陆续推送文章，以避免作者们焦虑。

入选文章是：

- 一个中心，两个基本点，三个忠告——雪球@云竹禅语
- 相信三种复利——公众号@攀谈一二
- 《巴芒演义》读后感——公众号@圆星星
- 选择比努力更重要——公众号@日拱一卒静水流深
- 《巴芒演义》读后感——知乎@风动情动
- 它山之石可以攻玉——公众号@太平桥大街 180 号
- 巴芒星空那些最闪亮的星——公众号@磊果果
- 当我谈基金投资时，我谈些什么——雪球@lisfranc
- 复走巨人路，再悟明镜梯——公众号@修锦读书志
- 唐三宝，不止是价投　——公众号@市井小冯

请以上朋友留下收货地址——如果选择老唐的四本书签名套装做奖品，

或

留下微信号——如果选择加老唐微信好友做奖品。

入选的公众号文章，烦请记得给唐书房打开白名单，谢谢

没有入选的，或是文章质量因素，或者可能是我没看见。

如果觉得是前者，可以再修改。

如果自己对文章挺满意，还可以在书房新文章的留言区（尤其是次条、二条、三条等留言较少的文章留言区）留下链接。

无论是否入选，输出本身已经是对自己的巨大帮助，是非常深入的学习过程。我相信所有写过读书笔记的朋友，都会有这个感触

4.有朋友希望看看六本东坡词签名版的照片。

字丑，就不发在文章里影响观瞻了

单独做了个自动回复，向书房发送“东坡”就可提取。

本周运动

本周跑步 2 次，单次 10 公里；游泳 1 次 1 小时；散步四次合计 25 公里。体重 85.3 公斤（175cm）。

下周预计交易

下周五海康分红到账，宣告非控股子公司陆续开始分钱钱了

由于六家公司分红总额仅占目前总市值不足 1.5%，比例很小，且并非同时到账，故以后收到红利的再买入不再预告

总体原则依以下顺序选择：

①当时谁在老唐买点以下，分红就买成谁；

②若都不在买点以下，就哪家公司的红利买入哪家公司股票；

③若红利金额不足以投入自身股票，随意处理。

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。

文中提及的任何个股，都有**腰斩**或翻倍的风险。请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记

祝朋友们周末愉快

走西门的大叔

除非中国不发展，或者中国实力可以碾压美国，不然中美关系好不了。老大老二关系不可能好的，葡西荷英的国运基本都是 100 年，美国也差不多该挪挪窝了。

作者

不同意你的观点。

先锋不要急~

做生意也有底线，和一个无赖做生意，想做好这生意也很难吧。或者换个角度，谁行谁上，谁能解决贸易战问题把方案交给上面岂不是利国利民的活雷锋，只在这批评有什么用呢？

作者

我没有批评，我也没有能力提供方案。我只是困惑于究竟怎么走到这步的。

syf

不过有一点，中国老百姓的求生欲是真强…地处东部，今天去乡下买枇杷，都 70-80 岁的老奶奶都在路边摆摊卖枇杷，而且是拼命推销的…我问一个老太太，我说今年枇杷大丰收，挣了不少吧，她说，哎，1w 不到一点…

作者

是的，中国人民对财富的渴望，是我们最大的竞争力。

第761篇.　　2020.05.23 - 有料有趣的价值投资史--by@fruitlake

fruitlake　唐书房　2020-05-23

五一长假，终于抽时间将老唐这本集大成的《巴芒演义》读完，那已经是五月五日上午，假期余额也已经严重不足。

读完后，我的心情可以用惊心动魄荡气回肠来形容。

因为这本书可不只是讲了巴菲特芒格，这简直就是写了整部股市投资史，可谓包罗万象。

要写这样浩大的历史，一定是千头万绪无从下手，就像老唐经常说的，老虎吃天无从下爪，不知道老唐当初是不是因此抠破脑壳。

不过从结果来看，却不是这样的。

这部书写得行云流水，好看好玩，兼顾深度与可读性，在严肃的历史描述中抖落各种花边新闻，同时牢抓价值投资的主线，一点都没有迷失在历史琐碎中。

难怪老唐自己对这本书的评价是最高的，光只是从立意角度来说，相对于《手财》等工具书就高出几个档次。

要对这样的书做出整体性的评估，写出针对性的读后感，对一般的人几乎不可能。

首先你要阅读超过 70 本以上的投资类书籍，还得对投资有深入认识，多半得是一名成功的投资者（这样才有说服力），

我自认没有这个水平，只能抽出书中对当下的我有启发的地方谈谈感想，是以为记。

书中在写巴菲特投资华盛顿邮报的时候，老唐描述了如下细节，“一名参议员把手放到苏珊的大腿上挑逗她”，“凯瑟琳.格雷厄姆的 x 头会被送进大型绞肉机”等等，让我瞬间误认为读到的是一本华尔街桃色新闻集。

老唐，你不是要教我们投资奥义吗，这这可是少儿不宜男人最爱啊。

读到这里，我只能感叹，这必将是一本带感的投资经典，尤其对男性投资者的心理的把握非常到位（个人投资者，俗称散户，多数是男性吧）。

以后我在给人推荐这本书的时候，首先一定是讲这两个颜色笑话，怎么都比灌输“复利”“护城河”“买股票就是买公司”等这样需要消耗脑力和耐性的苦逼概念强多了。

这些有趣有料的细节描述读起来让人轻松愉快，有些内容就让人很不愉快了，因为要开动脑子，而且开动了脑子也不一定搞得懂，比如凯利公式。

读到这里的时候，我就在想，老唐干嘛搞这种恼人的东西，多写点段子有什么不好吗？

待我读完了那个表格和后面的加减乘除，我一脸懵逼。

老唐说自己没念过大学，这我信，但我念过，我还学过高等数学，但这次我真的没看明白。

好在看起来这个公式对于投资赚钱并没什么用，不必管他，这是大牛萨缪尔森的结论，我的心理被很好的按摩了。

“中国佬”蔡至勇的故事相当精彩。

这也是我第一次听到这个名字，原来中国人也可以是华尔街的风云人物。

蔡至勇这一辈子可谓精彩纷呈，他踏对了风口，取得无数人羡慕的巨大成功。

虽然也曾经从巅峰跌落谷底，他自己却总是全身而退，不愧是人生赢家。

不过他的客户、公司的股东却好像总是输家，对他们来讲，选择蔡至勇作为基金管理人，可谓遇人不淑。

然后老唐给我们讲述了巴菲特清退基金的处理方式，对比让人感慨。

巴菲特老爷子说，我要清盘基金了，你们要钱可以，要股票也可以，都要一点也行。

拿钱走的，我再给你推荐靠谱的基金管理人。自己找基金管理人的，我还可以陪你去面试。

这个处理方式堪称完美，老爷子一辈子能挣这么多钱，长期屹立不倒，不能说没有好人品的因素。

芒格说过，要让自己配得起自己所获得的财富地位。因为德不配位而失败的，我们见怪不怪。

走在价值投资的大道上，我们除了修炼投资能力，修炼人品也是必须的，或许这是一种更重要的修炼。

有人说资本家是黑心的，更多的人认为富人总有道德瘢瑕，我自己也常常会恶意揣测，蔡至勇是很好的证明。

但事情真的是这样的吗？巴菲特的行为给出了否定的答案。

当我们总觉得富人不是好人的时候，在内心深处作祟的可能只是自己的嫉妒之心，是弱者心态，只是我们给它披了好几层外衣。

第一次看到长期资本的神奇故事的时候，我非常震撼。

华尔街投行大佬、诺贝尔奖得主等一批牛人组成的投资机构，号称每平方英寸智商全球最高。这不是搞投资，这是在搞核弹。

其前面几年年年高收益，最终被却走向了必然的失败。

当时我就想，黑天鹅必定是小概率事件，就算长期资本清盘，也不能代表说这种方式完全行不通，市场均值回归长期有效总是对的，难道后面没有人再来继续这个事业吗？

在老唐这里我看到了完整版本，不信邪的梅里韦瑟优化了数学模型，降低了杠杆重新组建了 JWM 基金，最终仍然是遭遇黑天鹅事件而被迫清盘。

读到这里，我被再次震撼了。资本市场太过复杂，再好的数学模型也没办法匡算人性，想用精密的模型战胜市场，诺奖得主也做不到。

我们个人投资者妄图揣测市场情绪，用宏观数据炒股猜涨跌的时候，是不是首先掂量下自己的智商呢？

老唐专门用一节《芒格的过度乐观》提到了芒格 1996 年的一篇演讲，叫做《关于现实思维的现实思考？》，里面讲了芒格对于可口可乐未来生意的评估。

现在看来，芒格错了，而且错得比较离谱。

每个人都会犯错，睿智如芒格也逃脱不了这个宿命，但错在可口可乐上，对我等小散是当头一棒。

可口可乐可是一家拥有强大护城河的消费品公司，价值投资者最爱。

芒格给了可口可乐未来年化 6%的增长，这个增长好似不算太高（我经常给远超 6%的增长预期），尤其对于可口可乐这种强势品牌消费品来说；

单瓶利润也应该可以维持，以至于可以抵抗通胀。

结果芒格老爷子这两点都错了。

芒格这么容易都错了，而且错在可口可乐上，那我岂不是随时都在错，我自己做投资这真是一条走得通的路吗？

我曾经以为价值投资就是找到一个好公司，然后以一个好价格买入就可以了，或者说我内心是这么期待的。

之所以有这种想法，仔细想想，与其说是蠢，不如说是懒。

找到一个好公司，或者说搞懂一个公司，对于一般人来说实在不是一件容易的事情。

这需要花费很多时间精力脑力，要读书要思考甚至实践，最终可能才能慢慢逼近”懂“，还可能不是真正的懂了，而是差之千里。

好不容易好似搞懂一家公司，还不赶紧买入挣钱啊。

如果说期间还要不断学习，不断精进，不断调整，不断否定，这太难了，投资这条路我走不下去了。

我们内心深处总是期望着一颗灵丹妙药，能瞬间解决所有问题。

当然根据市场有效理论，就算有这样一颗灵丹妙药，也轮不到我。

好在做投资不一定需要每次都对，老唐在书的后部分做了相当好的说明，表格简单明了，只用了小学数学。

我看懂了，这稍稍打消了我的疑虑。所以读书有时候也会让人变傻，尤其是读得不够多的时候。

《巴芒演义》的最后，老唐用---别瞅傻子，瞅地，这句名言结束这本经典。

可见这句话在老唐心中的地位，这应该是价值投资的核心内容。

这句话在老唐各种文章里面出现不下 100 次（我没数过，拍脑袋的），含义也被翻来覆去地中翻中，如果还不懂，那真是愚蠢。

但懂了就能做到吗，知与行能合一吗？

王阳明说，真知必能行，不能知行合一是不真知。

我们看似是懂了这些概念---买股就是买公司，股票短期是投票器，长期是称重机，我随口就来。

然后我们就在”懂了“这个外衣下搞赌博，获取刺激，幻想一夜暴富，这才是我们需要的。

枯燥的学习、伤脑的逻辑思辨、对自己的否定、无聊的呆坐都不是我们想要的。

及时行乐是必须的，平衡到未来的享受是看不见摸不着的，我们都是不耐的人，这个才是真相。

真知不是白来的，没有什么选择是完美的，价值投资的代价是挑战自己懒惰，动了人性最大的奶酪。

做时间的朋友必然付出现实的代价，今天的时间用来阅读《巴芒演义》，就不能用来钓鱼看电影刷微信。

我们不是不真知，是不愿意真知，至于行，暂时不考虑。

价值投资很可能是为我们个人投资者准备的唯一康庄大道，这是巴芒走出来的，老唐也走通了。

但我们要走好却不容易，那需要枯燥的阅读（对于大多数人吧）、孩子般的好奇心、对愚蠢懒惰的反思来陪伴，我们准备好了吗？

我很庆幸五一能够克服拖延症读完了这本《巴芒演义》，这不啻为一顿精神大餐，感谢老唐。

第762篇.　　2020.05.23 - 巴芒演义书评--by@名号很大

名号很大　唐书房　2020-05-23

由于这篇文章发表在豆瓣，无论你是通过查看豆瓣高分、财经书籍分类、还是通过搜索看到的这篇读后感，大概率你不知道唐朝为何人。

可能听过一点巴菲特的名字，对价值投资有一定的兴趣，看书评和读后感主要是想提前了解一下书的内容以及品质。

没错，这篇读后感就是写给你的。

读完全书我的第一感觉，这并不是一本我们平常理解中的演义。如果你理解的演义跟我原来头脑里的演义一样，是那种李元霸使八百斤神锤，关二爷显圣吓死吕蒙的演义。

不要被标题中的演义所“蒙骗”了，可能也会有少部分的读者也曾经跟我一样看过大量的巴芒官方传记和文稿甚至 youtube 视频，你会发现这本书中几乎不存在”演绎“的成分。

除了极少部分例如巴菲特的一些内心转变，老唐也直接在书中说明了此处皆是自己的推测。

其余部分全部依靠老唐超乎常人的资料搜集能力、在繁复的资料中抽丝剥茧的能力形成的价值投资”正史“，光附列中的参考书籍就高达 72 本之多。

（如果对老唐不了解的，强烈推荐关注他的公众号“唐书房”，看看他写的财报点杀部分。如果要着重了解老唐对信息的收集和处理能力，特别推荐《茅台篇》和《涪陵榨菜篇》。）

说完了演义，我们说说副标题，可复制的价值投资。

这里所指的价值投资，如果你是投资圈内的人，我相信你很快就能明白这里指代的是什么。

但是对于绝大部分投资小白来说，“价值投资”这个四个字可能跟废话差不多。

就像我跟我的朋友介绍这本书的时候，我说这本书是讲价值投资的，他们的第一反应往往是：“价值投资？”　“难道这世界上还有非价值投资吗？投资于没有价值的东西？”

这时候你要是再抛出，例如黄金就不是价值投资的论断，他们光用口水就能把你淹死。

正是因为大部分人直接采用字面意思理解“价值投资”的原因，所以你看所有基金经理在发售基金的时候，往往每个人都声称自己是价值投资。

你直接将任何你认识的没出事的基金经理的名字，加上“价值投资”四个字放百度里搜索，大概率你都能得到他们谈论价值投资的文章。

更夸张的是，我由于一些工作的原因接触到一些币圈的大佬，没想到的是他们居然也是“价值投资者”。

价值投资有时候就是一把政治正确的大榔头。

这一本书讲的价值投资，并不是大家通常意义上字面意思理解的投资于价值的投资方法，而是特指由华尔街教父格雷厄姆和多德教授首先提出来，由他的学生巴菲特和芒格发扬光大的基于证券的一种投资方法。

巴菲特使用这种方法孜孜不倦投资赚钱曾登顶美国首富，也被称为人类有史以来最伟大的投资者。

这里聊的价值投资跟微博荐股专家口中的“价值投资”还是有点区别的。

如果读到这里，你还是有兴趣读一读这一本书的话，恭喜你，你走在了投资最轻松的路上。

就像段永平所说的，投资有很多条路，但是巴菲特的东西好学，索罗斯的不好学。

我在上大学那会，就已经知道世界上最成功的投资者是巴菲特，并且有意的想学巴菲特的东西，

于是我买了《聪明的投资者》、《证券分析》、《穷查理宝典》，巴菲特各种传记等等，甚至还买了巴菲特推荐的《人性的弱点》芒格推荐的《影响力》等等。

但是说实话，看完这所有的书籍真正到自己分析企业准备投资的时候，又犯了难，看茅台吧，好似乎巴菲特不买这么高市盈率的股票，看腾讯吧，巴菲特从不买高科技股票。

就是你粗略的看这些传记、文章，最后得到的是一大堆零碎的教条和一些看起来很有意思的故事，但是就是串不起来作为一个真正的投资体系。

不过看了那么多的传记、采访、和语录，终于现在派上了一点用武之处，那就是我知道这本叫巴芒演义的书里讲的 98%的内容都是真实可考的。

这一点还不是最炸的，最炸的是老唐根据自己丰富的投资经验和远超过像我这种渣渣浮于表面的阅读体量，总结提炼了价值投资的四种实操投资体系，就像武侠门派的四种兵器招式，各位学徒可各自捡用。

你是远比我幸运的，现在可以直接从巴芒演义入手，先了解清楚价值投资演进的脉络，而且这个学习过程的容易程度和趣味性会超出你的想象。

这有点像我们在大学里学的导论课，而且是十分优秀的导论课，让我想起我曾经在大学时代看过的最好的公开课都来自导论课，一门是哈佛大学的 CS50，一门是耶鲁大学的心理学导论。

我发现最优秀的导论课往往都有这么一个特点，就是充满趣味性，而老唐采用充满八卦和细节的茶馆评书风格、章回体小说一般的阅读体验，极大地提高了财经类书籍的趣味性，

就拿我最近看过的一本在豆瓣也特别受欢迎的大作《随机漫步的傻瓜》来说吧，《傻瓜》一书也采用了部分故事的叙述手法。

但是如果《傻瓜》一书的易读性打个 7.8 分的话，我觉得《巴芒》大概应该可以打 80 分。

关于具体的内容我就不”剧透“了，读完这本书，如果你对投资还是充满热切的兴趣，强烈建议你再关注老唐的微信公众号，相当于本书附带的一本永远更新的价值投资习题集。

总结起来就三点，看这本书是正确的学习道路、内容翔实可靠、易读性高，非常容易读完。推荐对投资有兴趣的入手，读之。

如果这书你读完之后，发现并没有我吹的那么牛逼，并且这本书还只是你读过的少数几本投资书籍之

一，那我建议你可以广涉猎一些投资书籍，然后过个几年再来看看，很可能是你没走过弯路，容易的路来的太过容易。

感谢老唐，给我们带来如此精彩的书籍！

第763篇.　　2020.05.23 - 一部价值投资编年史--by@野狼

唐书房　2020-05-23

下文章来源于愚钝博士　，作者愚钝博士

我从小就听说过巴菲特的名字，但是直到上大学以前，对他的印象也仅限于道听途说的标签——股神，世界首富，抠门的富豪，等等。

2013 年，我从图书馆借了《穷查理宝典》。

那时候我还在读本科，正是塑造自己认知体系的年龄，不难想象当年我阅读这本智慧箴言录时的兴奋和震撼。

我领教了查理芒格颠覆性的思维模式。他的思想就像种子，在我尚且贫瘠的土地上生根发芽。

查理芒格给我打开了一扇新世界的大门，而沃伦·巴菲特，自然是这新世界里最精彩的主角。

一年后，我读完了厚厚的《滚雪球》。

那时我还没有投资的意图，只是出于单纯的好奇和兴趣，阅读人物传记。

现在回想来，很多细节还在脑海里电影一般闪回。巴菲特的许多经典案例，和隐含在背后的价值投资理念，那时就无声地在我的心里扎下了根。

2018 年初，我偶然了解到“唐书房”公众号。书房的文章让我又找到了当初读《穷查理宝典》的感觉。

彼时我炒股已经快 4 年了，起起落落却成绩平平，既没有认知积累，也没有财富增长。

我马上买了唐朝的《手把手教你读财报》，那是我第一次发现一种逻辑自洽、成绩可证的投资体系。

此前从没有人像老唐一样，如此清晰、形象地把投资的道理条分缕析。

我是一个物理学者，物理学最高级的优美，就是像 $E=mc^2$ 一样，把复杂的问题拆解，得到最简单的本质。

唐朝的“投资三板斧”，明白而深刻，把我领进了价值投资的殿堂。

后来我陆续又读了唐朝的《手把手教你读财报 2》，杨天南翻译的《巴菲特致股东的信》，也看了很多巴菲特的股东信原文和演讲实录，以及唐书房的每篇文章。

唐朝和巴菲特对我来说，就像素未谋面，但熟识已久的老友。

因为我在海外，一直无缘阅读《巴芒演义》全本。感谢朋友小喆替我买了一本，专门扫描成电子版发给我，这才让我在这周末彻底大饱“眼福”。

言归正传，在我来看，《巴芒演义》的价值是多维度的。

首先，这是一本有所侧重的巴菲特传记。

本书的参考文献有 72 本，相信唐朝为了写作这本书，阅读的资料远远不止这些。

书中很多细节和历史溯源，都是首次见诸文字。如果想要全面、立体地了解沃伦·巴菲特，我觉得《巴芒演义》是必读的一本书。

《巴芒演义》着重回顾巴菲特的投资生涯，对于早年经历和个人生活，本书着墨不多。

正如副标题所言，这本书追求的是研究“可复制的价值投资”。

本书虽然以巴菲特为主线，但覆盖了先后登上美国资本舞台的许多重量级人物：格雷厄姆、沃尔特·施洛斯、爱德华·索普、彼得·林奇、蔡至勇、桑迪·威尔、约翰·博格、香农、凯恩斯……

就像我本文的标题一样，这本书是一部价值投资编年史。

这样的叙事方式，带给读者的是前所未有的立体式阅读的感觉。原来这些耳熟能详的名字，都或多或少地跟巴菲特发生过交集。

其次，真实世界不是电影，巴菲特也不是始终笼罩着主角光环。

唐朝还让我看到了许许多多同样光辉闪耀的投资大师。

无论是举世闻名的巴菲特、戴维斯、格雷厄姆，还是“外行”的香农、萨缪尔森、凯恩斯，最终都在价值投资这条路上挖掘到了巨额的财富。

原来价值投资不是伯克希尔的专利，原来价值投资确实可以复制。

第三，《巴芒演义》可读性很强。

老唐的文字功力扎实，叙事活泼又不失严谨。

阅读这本书，完全没有啃大部头的艰涩感，反而有一种读小说时的酣畅淋漓。对我来说，真的是手不释“屏幕”。

第四，《巴芒演义》不只是对历史的叙述，更沉淀了唐朝自己的思考。

对于巴菲特在很多经典案例中的操作，比如当年收购伯克希尔纺织厂，比如可口可乐的买与“不卖”，比如对布法罗晚报和所罗门公司的“力挽狂澜”，

老唐在不是单纯复述巴菲特的行为，而是拿出当年的资料和报表，放弃“上帝视角”，穿越回当初的时间点，完整而细致地复盘这些案例，揣测、分析每个操作背后的逻辑。

写出有趣的历史性文字，可能只需要扎实的文笔和详实的调研；但对案例的深刻思考，如果没有深厚的投资功力和丰富的投资经验，则完全不可能做到。

透过这些复盘和思考，读者也可以领教到唐朝深厚的投资“内功”。

第五，《巴芒演义》拓展了我对伯克希尔的了解。

“买股票就是买公司”，是价值投资的核心理念之一。

作为价值投资者，对自己的公司一定要充分地了解。我自己不光是巴菲特的信徒，也是伯克希尔的股东。

《巴芒演义》这本书，也让我更完整、更全面地认识、了解了伯克希尔。

其中重要的一点，就是老唐替我弄清楚了伯克希尔近十几年表现“不佳”的原因——规模太大、投资受限。

前者我是知道的，后者我此前却并不了解。原来巴菲特从 2000 起，就被“绑住了手脚”，再也不能像以前一样低调地买买买了。

读完本书、写下这篇文章的周末，正好是我自己持仓组合迎来新高的日子（我每周末更新一次实盘净值）。

回溯过往，很多当时漫不经心的寻常经历，回头看时却发现已是人生的转折，比如中学时的奥林匹克

竞赛、大学的计算机、经济学知识，如今的价值投资，都是我通过阅读和自学积累下来的。

价值投资对我来说，不只是一种财富增值的手段，更是一种思维方式，一套认知体系，一种世界观，人生观，价值观，甚至是一种信仰。

巴菲特和查理芒格是我伟大的人生导师，更是投资路上的卓越领袖。唐朝先生也是我价值投资的领路人。

我衷心感谢巴菲特和查理芒格教给我的人生智慧和投资理念，也衷心感谢唐朝写出了《手把手教你读财报》《价值投资实战手册》《巴芒演义》这样精彩的作品。

书中自有黄金屋。相信所有价值投资者，尤其是所有唐书房的读者，都明白这句话的真谛。

愿所有唐书房读者，都可以日拱一卒，不期而至。

愿所有价值投资者，都能在投资的事业和人生的道路上，得偿所愿。

第764篇.　　2020.05.25 - 巴芒演义视频版上线，12小时限时福利倒计时……

永远好奇的唐朝　唐书房　2020-05-25

巴芒演义视频版，今日头条独家上线！

视频版共 42 集，每集 15~20 分钟，每周二更新 3 集。

正版发布渠道，请关注头条号：慧泉经管。

强调两句话：

①视频版是纪录片形式，里面没有老唐本人的影像资料，请勿因误解而购买；

②如果喜欢视频模式，请一定在今天下单。这个全集 99 元的价格，是老唐很努力为朋友们争取来的福利，仅限今日内有效

第765篇.　　2020.05.30－第二十六回 巴菲特专注搭讲坛 懂平衡芒格双丰收

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-05-30

纸质版《巴芒演义》请点击：当当下单　京东下单

音频版请到喜马拉雅搜索《巴芒演义》

巴菲特之所以选在 1969 年解散基金，是因为此时具备了三大条件。

条件 1：巴菲特通过 13 年代客理财，积攒了 2650 万美元的财富。这使 39 岁的巴菲特具备了摆脱客户资金的能力。

条件 2：从成为格雷厄姆的学生到 1969 年，道琼斯指数足足升了 5 倍，市场中很难找到足够的烟蒂去配置过亿美元的庞大资金。他不得不面临一个选择：要么放弃烟蒂股模式，要么缩减资金规模。

条件 3：在查理·芒格持续 10 年的推动下，巴菲特的目光已经不再局限于烟蒂股，他开始考虑和伟大企业长期共存的模式。这种模式和短期理财资金有着不可调和的矛盾。

其中，条件 3 是最重要的。

给你一个机会成为巴菲特，你愿意吗？

正如巴菲特所言：“是查理推动我在投资领域从猿进化为人，如果没有他，我会比现在穷得多。”

在巴菲特的生命里，芒格确实是最亲密的合作伙伴，甚至被朋友和亲人们戏称为“连体婴儿”。

但是，他俩的人生观和财富观，其实有着相当大的差异。

巴菲特是个超级专注的人，他对投资的热爱和投入，几乎无人能够相提并论，包括芒格。

人们常常注意到巴菲特在投资领域的耀眼光芒，却很难注意到他的付出。

坦率地说，此时如果有位神仙告诉我，只要我愿意一辈子过巴菲特那样的生活，马上就可以得到 6000 亿元人民币（约等于巴菲特 2019 年的身家），我不会接受这笔交易，估计你也不会愿意接受。

6000 亿元人民币，超过马云和马化腾财富总和，可以名列中国第一，世界第三。

为了想象这个数字究竟有多大，你可以假设每天烧掉 1000 万元——那是 230 斤百元大钞。大概需要你爷爷的爷爷在 1854 年生火，165 年全年无休烧到今天。

这还得要求 6000 亿元不生息，否则按照 3%的年利率，每天将产生近 5000 万元利息。

老唐为什么不肯接受这笔交易呢？让我们简单审视一下巴菲特的生活。

除了晚年慈善目的捐赠和对三个孩子的少量赠股之外，巴菲特一生从未出售过伯克希尔的股票。

而伯克希尔也仅在 1967 年实施过一次每股 0.1 美元的分红，让巴菲特收到不到 5 万美元的红利。

这意味着从入主伯克希尔至今的 50 多年，巴菲特几乎没有从这个庞大的财富堆里抽取任何物质上的好处。

巴菲特靠什么养家糊口呢？有据可查的主要是三大块：

其一是作为董事长的工资，早期是年薪 5 万美元，从 1993 年上调为 10 万美元，至今没变；

其二是巴菲特担任十几家公司的董事，每年有少量的董事津贴；

其三是巴菲特保有少量个人投资，数额低于身家的 1%。

巴菲特的原配夫人苏珊在花钱方面是一把好手。

在 1999 年维斯科公司股东大会上，有股东问芒格如何评价巴菲特至今还做些烟蒂类小型投资。

芒格略带调侃地答复：“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，她有属于她自己的奈特捷私人飞机，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，他可以买入一些烟屁股追忆旧时光，让他保持心情愉悦。”

至于巴菲特本人的消费，简直可以评价成“只为活着”。

论吃，永远是汉堡、牛排、三明治、可乐组合。50 多年风雨无阻在上班路上买麦当劳早餐，吃 2.61 美元还是 3.17 美元的套餐，取决于夫人给扶手箱里放多少零钱。

论穿，他从没在意过，若没人管，他甚至能穿两只不同款的皮鞋出门。家中任何人洗衣服时看到巴菲特，都会把他抓住，勒令他把衣服换下来。

论住，1958 年 3.15 万美元买的房子，普通中产档次，一直住到现在。

论行，2014 年女儿抗议他继续开破车让人尴尬，这才花了 4.5 万美元买的现在这辆凯迪拉克 XTS（目前在中国售价约 30 万元人民币）。

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，两儿一女都没能读完大学。当然，1999 年后巴菲特拨款让三个孩子都成立了慈善基金会，也算人到中年有了体面的工作。

这样的生活，大致相当于普通中产秃头男+地下室埋着一块永远不能动的巨型金砖吧！而且这块巨型金砖已经确定将在巴菲特身故后 10 年里，分批捐给各类慈善基金。

因此，巴菲特投入一生精力创造的巨额财富，本质上就一个价值。

芒格这样形容它：“财富是个讲坛，财富值数字越大，代表讲坛越高，来听讲的人也就越多。”

也就是说，财富对巴菲特的价值，是满足了巴菲特向更多人传教的欲望。

伴随财富的增长，伯克希尔股东大会参会人数从 1970 年的 8 个人，到 1990 年突破 1000 人，再到如今超过 5 万人，聚在讲坛下面听讲的人越来越多。

但用这种程度的个人牺牲，换来站在讲坛上传教的机会，扪心自问，是你想要的吗？我不想。

完美人生的诠释者：芒格

芒格完全不同。他相当低调，不喜欢暴露自己和家庭的情况。

作为大洋对面的中国投资人，很容易以为芒格就是那个“我没有什么需要补充的”伯克希尔副董事长。

实际上，芒格的成就远比我们想象中的大，无论从财富、事业还是家庭角度，芒格都算是完美楷模。

查理·芒格生于 1924 年元旦。他的事业是从 1949 年取得律师资格开始的。

芒格首先在 MPG 律师事务所工作到 1962 年，然后和托尔斯、希尔斯等 6 位同事一起离职创建“芒格和托尔斯律师事务所”（简称“MT”）。

这 6 人里面包含后来成为美国证监会主席的罗德·希尔斯和他的妻子卡拉·安德森·希尔斯。

罗德起初就是芒格招进 MPG 律所的，然后又和妻子一起参与了 MT 律师事务所的创建。

1974 年，罗德以 MT 律师事务所大律师身份，被福特总统任命为白宫首席顾问，后出任美国证监会主席。

多年以后，罗德依然在公开场合评价说：“（MT 律师事务所）傲视群雄，是全国最好的事务所。”

卡拉的成就丝毫不逊于丈夫。

她在 1973 年就被尼克松总统任命为美国最高法院助理大法官，后陆续担任过美国司法部助理部长、住房与城市发展部部长、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。

20 世纪 90 年代，中国加入 WTO 涉及的中美贸易和知识产权谈判，我国带队的是时任外贸部部长、后任副总理的吴仪，谈判对手就是这位同样有着“铁娘子”称号的卡拉·希尔斯。

芒格当时是 MT 律师事务所的精神领袖，按照合伙人的评价，“查理·芒格坚持什么，这家事务所就坚持什么”。

芒格以交游广泛而闻名，他除了是伯克希尔副董事长以外，还是加利福尼亚州报业集团“每日新闻集团”的董事长，以及号称“小伯克希尔”的维斯科金融公司董事长。

在他的人际关系网里，无论是商界、政界、媒体圈，类似希尔斯夫妻这样的人可不少。按照全球知名仓储式连锁零售公司好市多的 CEO 詹姆斯·辛尼格的说法，“查理认识谁都不值得大惊小怪”。

芒格不做律师已经 50 多年。他在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），但事务所迄今还保留着芒格的冠名和私人办公室。

事务所现在叫“芒格、托尔斯和奥尔森律师事务所”（后文简称“MTO”）。新增的冠名合伙人奥尔森，是加利福尼亚州 1998 年律师影响力排名第一的大律师。

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。”

MTO 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 MTO 律师事务所的人”。

这是从事业角度看芒格的成功。

芒格的身家估计约 70 亿美元——包含已经移交给孩子们的。芒格很早就将大量财产陆续移交给孩子们，让他们有能力在年轻的时候，就站在更高的起点去做自己喜欢的事。

70 亿美元的财富值不足巴菲特的一成。之所以如此，一方面是因为芒格 35 岁才从零开始；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。

和巴菲特仅有两儿一女不同，芒格通过两次婚姻拥有 5 个儿子和 3 个女儿，有一个庞大而幸福的大家庭。

1945 年，21 岁的芒格和 19 岁的南希结婚，8 年后因性格不合离婚。两人生了两女一儿：莫莉、温迪和泰迪。

很不幸，1955 年 9 岁的儿子泰迪因白血病离世。也正是因为治疗儿子的白血病，芒格耗尽了早期的积蓄。

难以置信地巧合，芒格的后任夫人也叫南希。这位南希的朋友和芒格的搭档托尔斯认识，芒格和南希被牵线相亲。

两人认识后相处融洽，于 1956 年结婚。南希带来两个儿子哈尔和戴维，婚后两人又生了三儿一女。于是芒格有了五儿三女和一大堆孙子孙女、重孙重孙女。

芒格和第二任夫人相濡以沫，非常恩爱。

8 个孩子的教育也都很成功，前面两儿两女都受芒格影响做了律师，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，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，芒格喜欢和家人一起围坐吃晚饭；晚上他会一边看书，一边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，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、尽快下决定、尽可能体面地做事，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。

即便是早期打几份工挣钱养家时，按照南希带来的老大哈尔描述，芒格也没忽略父亲的责任。

哈尔说：“查理除了没有生我之外，从任何方面都可以称为我的父亲。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。”

责任没有忽略，经济也没穷过孩子。大女儿莫莉回忆说：“他当时手头并不宽裕，但我开着白色敞篷

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。”

芒格兴趣广泛，按照比尔·盖茨的说法，“查理·芒格是我遇到过的最渊博的思想家。从经商原则到经济规律，从学生宿舍的设计到游艇的设计，他都没有对手”。

正因为兴趣广泛，所以芒格有钱后经常卖出伯克希尔股票去做些自己喜欢的事情，他可不想以精明而可悲的财富积累专家而闻名！

有据可查的，仅 1993—1997 年，芒格就卖掉了当时价值 2500 万美元以上的伯克希尔股票。

这些钱，给芒格及家庭创造了许多生活的乐趣。他至少给家庭购买或建造过 8 座以上的大宅，分别位于洛杉矶、圣芭芭拉、新港沙滩、夏威夷、明尼苏达等地，并雇用多名管家在各处负责管理这些宅子；

芒格在家庭度假的小岛上，设计并建造的超级大客厅，足以容纳芒格家族数十人的聚会；芒格建造网球场，并配置自动发球机用于锻炼身体；芒格建造船坞，建造家族专用码头……

甚至芒格会因为一位钓友的兴趣，投资 600 万美元开办船厂、雇用了 97 名技术人员和工人，花费三年时间，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，重达 107 吨。

大船建造完毕后，芒格出资帮助所有工人都找到新工作，然后解散了这家船厂。这一切，只因芒格觉得偶尔做做异想天开的事情很有趣。

芒格送出去很多伯克希尔 A 股。

他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-西湖学院等多家机构赠送过伯克希尔公司 A 股，每家都是几百股的数量。

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 1 股。伯克希尔 A 股 2019 年底股价约 34 万美元/股。

芒格说：“我送出了相当一部分的伯克希尔股票。我送了很多，因为我认为那样做是对的。”

芒格做慈善，不仅是捐钱送股票那么简单，他喜欢亲力亲为参与慈善项目。

比如，芒格担任慈善撒玛利亚医院的董事长长达 10 年，他参与管理，甚至参与类似医生招聘这样的具体事务。

这家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）”。

芒格担任着 5 个儿子的母校哈佛-西湖学院的校董，捐赠了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；

他也为夫人南希的母校捐赠了大量金钱，南希担任着马尔伯勒学校和斯坦福大学的校董……这样的例子还有很多，列举不完。

从这些有限的列举中，一个事业成功、兴趣广泛、对家庭和亲人负责且热心慈善的芒格，站在了我们面前。

在芒格心中，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。

巴菲特则完全不同，正如芒格总结的，“沃伦不打算花钱，他的钱最终统统要回馈社会。金钱对他而言只是一个讲坛，巨大的数字只是为了吸引人们来聆听他的教诲”。

正因为这样，巴菲特才对投资增值本身有着无与伦比的专注。

然而，巴菲特放弃人生其他那么多乐趣，用一生专注搭建的高大讲坛，芒格几乎是唯一有份儿共享的人。

巴菲特之所以对芒格这么慷慨，是因为芒格至少从投资思想、专业支持和人脉资源三个方面，为巴菲特的赚钱大业提供了宝贵的助力。

第766篇.　　2020.05.30－第二十五回 压力促生神奇公式 格老否定证券分析

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-05-30

纸质版《巴芒演义》请点击：当当下单　京东下单

音频版请到喜马拉雅搜索《巴芒演义》

乔尔·格林布拉特出生于 1957 年。

大学三年级时，他偶然在《福布斯》杂志上读到一篇名为《本杰明·格雷厄姆的遗愿与遗嘱》的文章，由此对格雷厄姆投资思想产生了浓厚兴趣。

随后他阅读了能找到的一切有关格雷厄姆的资料，成长为一名格雷厄姆的忠实信徒，在套利和烟蒂股模式上倾注了大量心血。

优秀的投资人：乔尔·格林布拉特

求学阶段，乔尔甚至与两位同学一起，借助沃顿商学院的一台有四间房那么大的电脑，对《证券分析》出版后几十年的烟蒂股，做了深入而全面的回溯研究。

研究结果被乔尔写成硕士毕业论文，1981 年公开发表在《证券投资组合管理》杂志上。

期间，乔尔从父亲的朋友那里募集到 25 万美元，开始了自己的基金运作，投资模式就是纯粹的格雷厄姆烟蒂和套利模式。

这只小基金只运行了两三年，累计获得约 44%的回报。

停止运行是因为乔尔找到一份全职工作：在一家做套利的小型投资公司做低级分析师，年薪只有 2.2 万美元，大约是同班同学平均工资水平的一半。

工作了大约 3 年后的某天，乔尔和同学在电话里聊天，说起如果能募集到几百万美元，就不想在这家公司继续干了。

很巧，这位同学为当时华尔街如日中天的“垃圾债券之王”迈克尔·米尔肯工作。第二天同学打电话过来说：“米尔肯愿意拿钱让你试试。”

哥谭资本就这样起步了，早期主要从事并购套利业务。

这些成功案例在乔尔后来担任哥伦比亚商学院客座教授时，经常拿出来作为课堂案例分析。这段时间乔尔的投资非常集中，年均收益率据说高达 50%。

在 2015 年一次由橡树资本创始人霍华德·马克斯主持的著名访谈里，乔尔面对镜头这样回顾道：

1985 年，我成立了自己的公司。10 年后，1994 年我们返还了全部外部资金。

在这 10 年里，我们扣费前的年均收益率是 50%。

在投资领域只有三个办法可以做到一年赚 50%。

第一是保持小规模。开业 5 年后，我们返还了一半的外部资金。10 年后我们返还了全部外部资金。

第二是集中投资。在那 10 年里，6 到 8 只股票占我们投资组合的 80%。我们的投资非常集中。

第三是需要一点运气。我们的投资特别集中，肯定需要一点运气。

很遗憾，由于全网查不到哥谭资本这 10 年的具体收益率数据，甚至联系哥谭资本公司，公司也拒绝提供。

所以不太清楚乔尔这年均收益率 50%的说法，究竟是指 10 年获利 5666%，年化收益率 50%；还是 10 年获利 500%，年均 50%（年化收益率 19.6%）？

备注：唯一明确是复合收益率 50%的，是《对冲基金怪杰》记录的一篇访谈，表述为复合收益 50%，最低的年度收益率为 28.5%。

但该访谈说业绩详见附录，经老唐联系出版方查找，在该书及乔尔所著的几本书内均查不到所提及的附录。

无论年化收益率是 50%还是 19.6%，都是很棒的业绩。但依据乔尔的访谈可以确定一点：至少在 1995 年前，乔尔的投资手法主要是集中投资，与平均买入 25~30 只个股的神奇公式完全无关。

“神奇公式”风靡投资界

2005 年，乔尔在新书《股市稳赚》里，首次提出“神奇公式”的概念 ，并回溯统计了 1988—2004 年 17 年间的美股数据。

回溯结论是：如果采用神奇公式，年化回报率将达到 30.8%，而同期标普 500 指数的年化回报率仅为 12.3%。

也就是说，神奇公式 1988—2004 年的收益率，只是统计回溯的学术研究，并非哥谭资本的实际回报。

即便是在 2005 年之后，乔尔也没有使用神奇公式。证据依然来自 2015 年的这次访谈，乔尔面对镜头说：“现在我们做长短仓投资组合，多空两边都有几百只股票。”

把神奇公式的面纱去掉，其底层逻辑和以 ROE（净资产收益率）和 PE（市盈率）结合选股有类似效果，并没有特别的神奇之处。

实际上就在《股市稳赚》的附录里，乔尔同样介绍了直接使用 ROA（总资产回报率）和 PE 构建另一种“神奇公式”的思路。

按照乔尔的表述，神奇公式的思想来自格雷厄姆，他只是对指标细节做了调整。

乔尔放弃了人们常用的 ROE（或 ROA）和 PE 指标，改用有形资本回报率和企业收益率作为选股准则，命名为“神奇公式”。操作流程分四步。

• 神奇公式第一步，计算有形资本回报率和企业收益率。

有形资本回报率=EBIT÷（净营运资产+固定资产）×100%

企业收益率=EBIT÷EV×100%

其中：EBIT=净利润+所得税+利息，它代表企业支付所得税和利息之前的利润。

之所以选择 EBIT 而不是净利润，乔尔是意图将使用不同资本结构和享受不同所得税率的企业，拉回同一个起跑线上比较。

EV=股票总市值+净有息债务

净营运资产=应收账款+其他应收款+预付账款+存货-无息流动负债

• 神奇公式第二步，利用上述指标对市场所有股票进行排名，并加总得分。

先将有形资本回报率从高到低排序，排名即企业在该项目上的得分；再将企业收益率做同样处理；两项排名得分相加即为总分。

比如一家企业在有形资本回报率指标排名第 1，企业收益率排名第 5，则总分为 6 分。

• 神奇公式第三步，将总分由低到高排列，选择总分最低的前 25 至 30 家企业股票平均买入。

• 神奇公式第四步，每年重排一次，卖出退出至 30 名开外的，买入新入选的。

就这么简单。

从底层公式可以看出，它就是“分散买入便宜好公司”的量化版。

用有形资本收益率排序，量化企业获利能力；用企业收益率排序，寻找低估的市场弃儿；通过两者相加，得出好公司里的弃儿，或弃儿里的好公司。

乔尔的贡献和施洛斯后期所做的修正一样，在标准烟蒂数量不足时，将格雷厄姆“绝对便宜”的标准，修正为寻找市场里“相对最便宜”的股票，以适应市场的新变化。

从集中到分散，其实是无奈的选择

以哥谭资本目前管理的基金收益率和投资方向看，乔尔已经彻底放弃了早期集中投资的高收益模式。

无论是神奇公式，还是“长短仓投资组合，多空两边都有几百只股票”，其共同特点就是分散。

不过很可惜，采用分散策略后的哥谭资本，实战结果相当普通，毫无神奇之处。

哥谭资本公司网站显示，公司发行和管理的基金有几十只，高峰期管理资金超过 60 亿美元（目前规模约 20 亿美元）。

网站首页主推的公司年化回报最高的五只招牌基金，截至 2019 年 9 月底收益都很一般，基本就是围绕指数小幅波动，具体收益情况如表 25-1 所示。

表 25－1　哥谭资本主要基金收益

基金代码	参考译名	成立时间	年化回报	同期指数	超额收益
GINDX	哥谭指数增强基金	2015/03/31	10.84%	10.68%	0.16%
GTRFX	哥谭总回报基金	2015/03/31	7.43%	10.68%	-3.25%
GVALX	哥谭大市值基金	2015/12/31	12.66%	12.83%	-0.17%
GDLFX	哥谭防御型多头基金	2016/09/30	12.91%	13.39%	-0.48%
GSPFX	哥谭 SP500 增强基金	2016/12/31	14.94%	13.14%	1.80%

这就让我们产生一个疑问，乔尔为什么放弃早期高回报的集中投资手法，转而走向分散投资之路呢？

他分享的一次投资经历，或许可以让我们管中窥豹，猜测转变的原因。乔尔这样描述这笔投资：

我们买了一家被拆分的公司，它旗下的 Comdex 公司是电脑展会做得最好的。

在拆分前，我们有办法按每股 3 美元买入。母公司计划以 6 美元发行新股，当时还没发布正式公告。

但是，我们可以通过买入母公司，并操作一个沽空，锁定 3 美元价格买入的拆分公司。

讲到这，这笔投资没问题。

可是，后来我们爱上了这家公司的生意。

Comdex 在拉斯维加斯经营展会业务。拉斯维加斯有大量场地，它可以随便租。

它租来的场地租金是每平方英尺 2 美元，转租出去的价格是每平方英尺 62 美元。

展会空间不够了，它可以再花 2 美元租来，然后再以 62 美元租出去。我们特别喜欢这家公司的商业模式。

它的股价开始是 3 美元，后来在 6 美元增发了一些。

在 3 美元的时候，我们重仓投资，因为我们有信心可以在 6 美元卖出去。

到了 6 美元我们没卖。我们爱上了这家公司，后来涨到 12 美元。

讲到这，还是没问题。

再后来，我们就倒霉了。

2001 年 9 月 9 日，这家公司收购了另一家展会公司，借了很多钱。“9·11”之后，没人敢去展会了，公司的业务一落千丈。

而且所有人都明白了金融杠杆的危害，大家都知道，借钱多了不好，借钱是冒险，自己只有 1 美元，却借了 9 美元，风险太高。

在这笔投资中，我明白了什么是经营杠杆。

一家公司，投入 2 美元能赚 62 美元。等销售收入下降时，收入少 62 美元，60 美元的利润就没了。

净利润一下子就掉下来了，这就是经营杠杆。我得到了教训，明白了什么是经营杠杆。

最后，我们在 1 美元多的价格清仓了。

世事难料，这笔投资让我对集中投资、经营杠杆有了更深刻的理解。

不管你再怎么厉害，水平再怎么高，集中投资 6 到 8 只股票，总是会遇到一个问题。

每两三年，总会有一两只股票表现不如预期，给我们带来 20%到 30%的下跌。每两三年，都会遇到这样的情况，从无例外。

有时候，是因为当时的市场不喜欢我们看好的股票。遇到这种情况，我们不在意。股票还在我们手里，就是更便宜了。我们明白自己手里的股票，只是它更便宜了，没关系。

有时候，是因为我们犯错了。我可以坦然接受错误。我清楚自己手里的股票，有时是我错了，有时是股票更便宜了。

我能接受这个现实。我也清楚，跌个 20%到 30%是正常的，股市投资本来如此。

问题是，给别人管钱，我心里就不好受了。

我觉得自己是个成熟的人，我清楚自己手里的股票，知道自己在做什么。只是总想着这是别人的钱。

我的投资者其实都是很好的人，问题在我自己。每当遇到大跌时，我总是不由自主地感觉很不好。

从这段话可以看出，至少截至 2001 年“9·11”事件前，乔尔依然是集中投资者。

2005 年乔尔提出神奇公式，意味着乔尔从集中转为分散的时间，最有可能发生在 2002—2004 年间，这恰好是 3 美元重仓 Comdex，涨到 12 美元没卖，最终 1 美元多清仓的重创期。

有理由推测，正是重仓股由大赢转为巨亏的大幅波动压力，推动他的投资体系从集中向分散转化。

乔尔的承压能力不太好，在经典电影《大空头》里也展示过。

《大空头》改编自真实事件，主人公是塞恩资本的创始人、基金经理迈克尔·伯利，电影里面叫劳伦斯的那位华尔街大佬就是乔尔。

乔尔早期投资了 1 亿美元给伯利。伯利 2005 年做空次贷产品后，价格不断上涨，乔尔无法承受压力，

在 2007 年巨亏时坚决要求撤资。

伯利使用无赖手段拖延，硬是扛到次贷崩盘，让乔尔的 1 亿美元变成 5.89 亿美元。

2008 年，伯利清盘了 8 年多总获利 726%的塞恩资本，隐退江湖，不再管理别人的资金。

集中投资和波动压力几乎是硬币的两面。压力要么来自自己的心理承受力不足，要么来自客户对短期回报的关注和要求。

面对这样一对矛盾，资金管理人有两个选择：放弃集中投资，或者放弃短期性质的资金。

乔尔选择放弃集中投资，减少波动压力，从而持续赚取基金管理费和收益分账。

这种转变符合乔尔作为格雷厄姆忠实信徒的身份，因为格雷厄姆本人晚年的思想演变轨迹同样如此。

一代宗师的自我否定

虽然格雷厄姆整个投资生涯里，超过一半的利润来自对盖可保险的集中投资，但那只是一次莫名其妙的神来之笔。

终其一生，格雷厄姆始终坚持并建议投资者采用分散模式，比如 1950 年初的报表显示，格雷厄姆-纽曼基金当时管理资金 570 万美元，并不算多。但除了持有债券外，还持有股票 75 只，可谓高度分散。

晚年的格雷厄姆，甚至直接否定了自己的《证券分析》，建议投资人只用简单的指标筛选出分散组合，然后借助市场先生在极度乐观和极度悲观之间的摇摆获利即可。

这次否定，以访谈形式刊载在 1976 年 9/10 月刊的《金融分析师》杂志上。

访谈由曾做过耶鲁大学投资委员会主席，出版过《赢得输家的游戏：精英投资者如何击败市场》《高盛帝国》等十多本相当有影响力的财经书籍的查尔斯·埃利斯主持。

查尔斯有个问题是这样的：“在选择股票投资组合时，您是否建议对个股进行仔细的研究和选择？”

格雷厄姆回答：

“总的来说我不建议这样做。现在我已经不再是证券分析技术的支持者了，而证券分析的目的就是找到绝佳的投资机会。

40 年前，当《证券分析》这本书第一次出版时，这应该算是一项非常有意义的工作。但从那时开始，情况已经发生了很大的变化。

过去，训练有素的证券分析师，能够以职业化的手段通过仔细研究，挑选出价值被低估的股票。

然而根据目前正在进行的大量研究，我怀疑在大多数情况下，这样的分析研究是否能挖掘出表现优异的股票，使其收益足以弥补研究成本。

当然，这并不意味着我支持如今被大学教授们普遍认可的有效市场假说。”

这是相当勇敢的自我否定。毕竟格雷厄姆本人在投资界被称为“价值投资鼻祖、证券分析之父”，其声誉几乎完全建立在《证券分析》的基石上。

这种自我否定，不仅显示了格雷厄姆的伟大胸襟，也说明格雷厄姆一生始终没有停止思考。

在格雷厄姆看来，“股票作为一个整体，具有明显的向上动力，或者说它们的长期趋势是看涨的”。

这很容易理解，正如种子在土地、阳光和水分的滋养下，会“无中生有”带来更多粮食一样，

一个正常社会，因为人的努力、分工的细化、贸易规模的扩大、科技的发展、劳动生产率的提高、人类需求的不断增长以及法币时代必然的通胀属性，等等，都会推动经济自然增长。

在这个增长中，企业作为创造财富的主要载体，必然长期看涨。

（注：法币，指本身无价值，由国家用法律形式强制赋予价值的货币）

但正如格雷厄姆所言：“我怀疑在大多数情况下，这样的分析研究是否能挖掘出表现优异的股票，使其收益足以弥补研究成本。”

在他看来，大部分不具备商业研究能力的普通人，只要通过一些简单的甄别，辅以分散策略，就可以获得不错的回报，学习和研究《证券分析》是完全没有必要的。

格雷厄姆逝世于 1976 年 9 月 21 日，享年 82 岁。就在去世的前一天，一家名为 Medical Economics 的杂志，刊登了一篇对格雷厄姆的访谈，算是格雷厄姆留给投资界最后的思想财富。

在这篇访谈里，格雷厄姆为普通投资人准备了一套无须任何艺术空间、直接可以照猫画虎的操作流程。概括起来大致如下：

①首先找出所有 TTM 市盈率小于 X 倍的股票，TTM 市盈率=市值/最近四个季度公司净利润。

②X=1/两倍的无风险收益率。例如，无风险收益率为 4%，则 X=1/8%=12.5。

③找出其中资产负债率＜50%的。资产负债率=总负债/总资产。

④选择其中至少 30 只以上，每只投入不超过总资金的 2.5%，即股票投入上限不超过总资金的 75%。

⑤剩余 25%资金，加上选股不足 30 家导致的剩余资金（若有），买入美国国债或其他无风险收益产品。

⑥任何一只个股上涨 50%后卖出，换入新的可选对象或国债。

⑦购买后的第二年年底，涨幅不到 50%的个股也卖出，换入新的可选对象或国债。若该股依然在新的可选对象名单里，放弃卖出。

⑧如此周而复始。

格雷厄姆说：“这是一种以最少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。

乔尔延续伟大导师的道路，走上通过分散来规避波动的体系，并创造出神奇公式的概念。

同样是格雷厄姆的信徒，巴菲特则走上另一条路，他选择去寻找永久性质的资金。

第767篇.　　2020.05.30－五月阅读回顾及好书分享

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-05-30

本月读了十本书。

听数字挺多，但实际上除了一本《会人会语话准则》需要费脑认真看之外，其他都是一些很轻松、不怎么耗时的书籍

比如唐诗宋词类的三本，比如有关酒业的两本。

甚至有两本书只是翻了翻，发现看不懂，就丢一边去了，总耗时也就个把小时，它们是《5G 革命》和《新基建》。

套用《巴芒演义》里赌神索普的话，这两本书提供了一种“否定性帮助”，让我知道：以自己的知识和智力水平，不用去那个领域浪费时间

本月有三本好书值得推荐：《鲜衣怒马少年时》、《大钱细思》和《迈克尔.波特竞争战略精髓》。

《鲜衣怒马少年时》

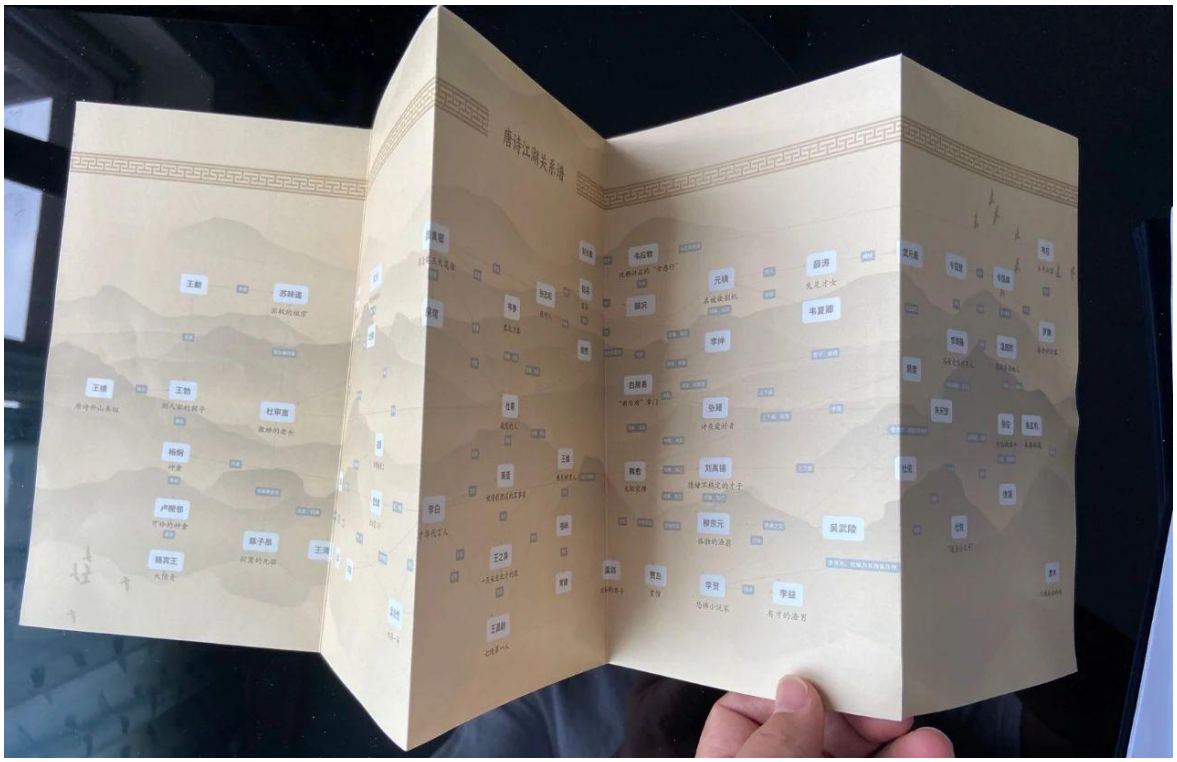
这本书的副标题叫“唐宋诗人的诗酒江湖”，看副标题你就大概知道内容了。

我用一句话评价这本书：它是唐诗宋词界的《巴芒演义》。

作者的写作手法和我写《巴芒演义》类似，也是将散落在大量资料里的诗词作者的故事和他们的作品挂钩，然后用一根若有若无的线串起来，组成一个唐诗宋词的江湖演义。

很巧的是，这本书的纸质版里，也夹着一张思维导图式的“唐诗江湖关系谱”。可惜没有包含书中的

宋代人物，只算半份。



这半份里涉及到的人物，我数了数，有六十多位。既有我们耳熟能详的人物，也有很多藏在犄角旮旯里，在读此书之前我没有听说过的诗词高手及其作品。

作者的写作风格也是茶馆评书风格。所以我虽然是第一次知道这位作者，但这种文字风格，让我立刻产生一种老朋友的感觉

对于喜欢唐诗宋词的朋友来说，强烈推荐。

这本书在微信读书就有，我就是在微信读书无意翻到的，一分钱没有花就读完了，感谢作者、感谢微信。

读完后，我买了本纸质版回来，一是因为喜欢，二者是要给我家领导看

《大钱细思》

这本书的作者是彼得.林奇在富达基金时录用的一位年轻人，名叫乔尔.蒂林哈斯特。

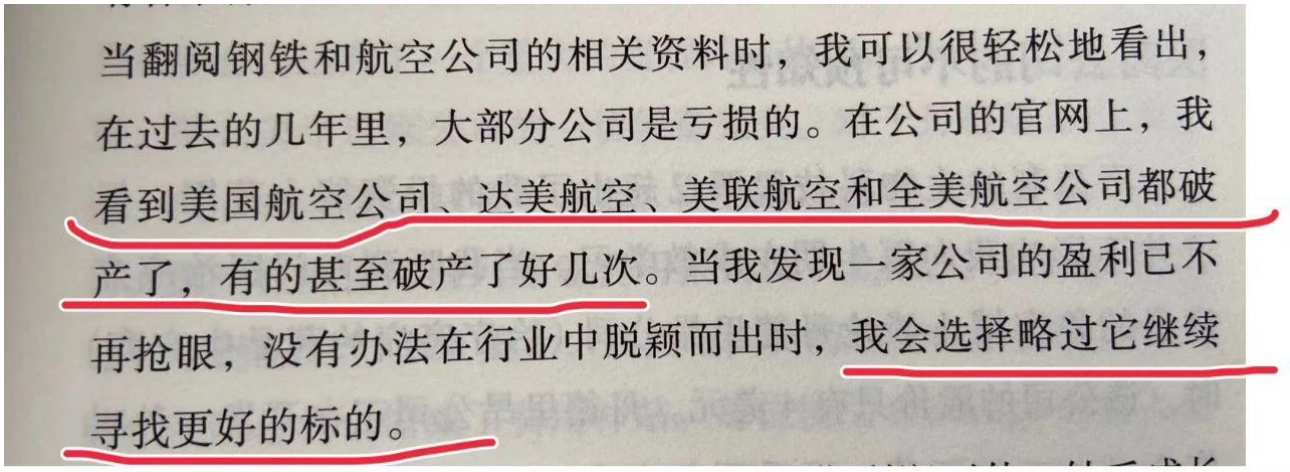
乔尔自 1989 年起掌管富达低价股基金，至本书完成时已经超过 28 年，年化收益率 13.8%。彼得.林奇本人为这本书写了推荐序，题目叫《投资界最会翻石头的人》。

书的英文原名叫《Big money thinks small》。我个人觉得如果用书中导读标题《大钱想的小》做书名，似乎比文绉绉的《大钱细思》更传神，更符合原书主题。

副标题叫《优秀投资者如何思考和决断》，全书内容分为五个章节，分别是：①投资心理，②投资盲点，③诚实、有能力的受托人，④赚的多，不如活得久，⑤价值几何。

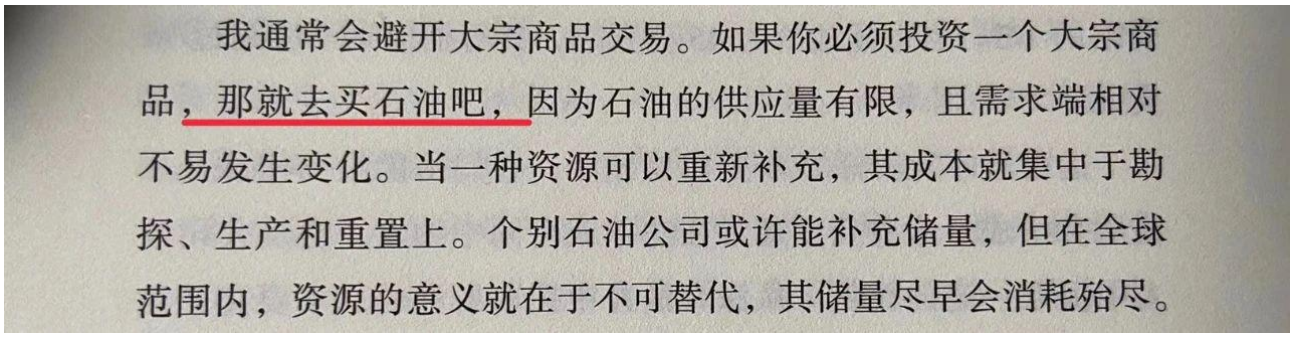
内容组成略显零碎，不够系统。似乎是作者的博客文章合集成书的，但胜在细节有趣。

比如作者在书里写到，自己很轻松地就排除了几家航空公司。

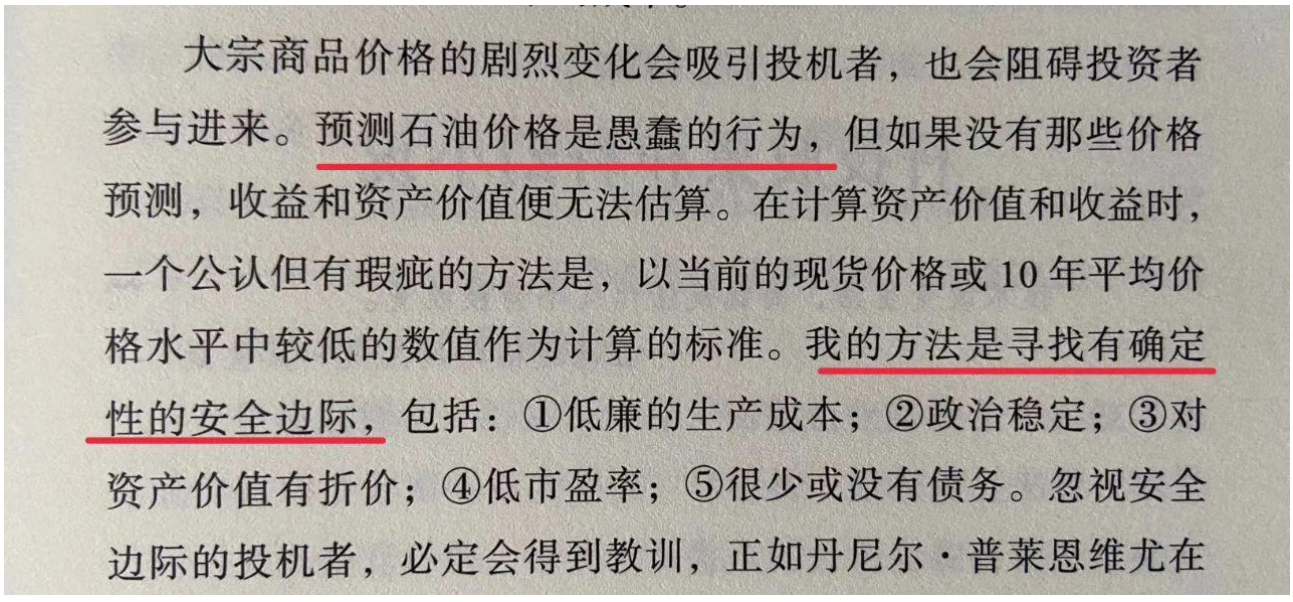

当翻阅钢铁和航空公司的相关资料时，我可以很轻松地看出，在过去的几年里，大部分公司是亏损的。在公司的官网上，我看到美国航空公司、达美航空、美联航空和全美航空公司都破产了，有的甚至破产了好几次。当我发现一家公司的盈利已不再抢眼，没有办法在行业中脱颖而出时，我会选择略过它继续寻找更好的标的。

这一小段是不是应该呈巴菲特阅读？问问股神为何忽略掉后辈轻而易举就能发现的“此处有坑”警示牌

再比如作者说自己一般不涉足大宗商品，但如果一定要投资的话，建议买石油，因为石油供应有限、需求稳定巴拉巴拉……


我通常会避开大宗商品交易。如果你必须投资一个大宗商品，那就去买石油吧，因为石油的供应量有限，且需求端相对不易发生变化。当一种资源可以重新补充，其成本就集中于勘探、生产和重置上。个别石油公司或许能补充储量，但在全球范围内，资源的意义就在于不可替代，其储量尽早会消耗殆尽。

结果我们都知道，作者神准地选中了这个世界上至今唯一一个跌成负价格的大宗商品


大宗商品价格的剧烈变化会吸引投机者，也会阻碍投资者参与进来。预测石油价格是愚蠢的行为，但如果没有那些价格预测，收益和资产价值便无法估算。在计算资产价值和收益时，一个公认但有瑕疵的方法是，以当前的现货价格或10年平均价格水平中较低的数值作为计算的标准。我的方法是寻找有确定性的安全边际，包括：①低廉的生产成本；②政治稳定；③对资产价值有折价；④低市盈率；⑤很少或没有债务。忽视安全边际的投机者，必定会得到教训，正如丹尼尔·普莱恩维尤在

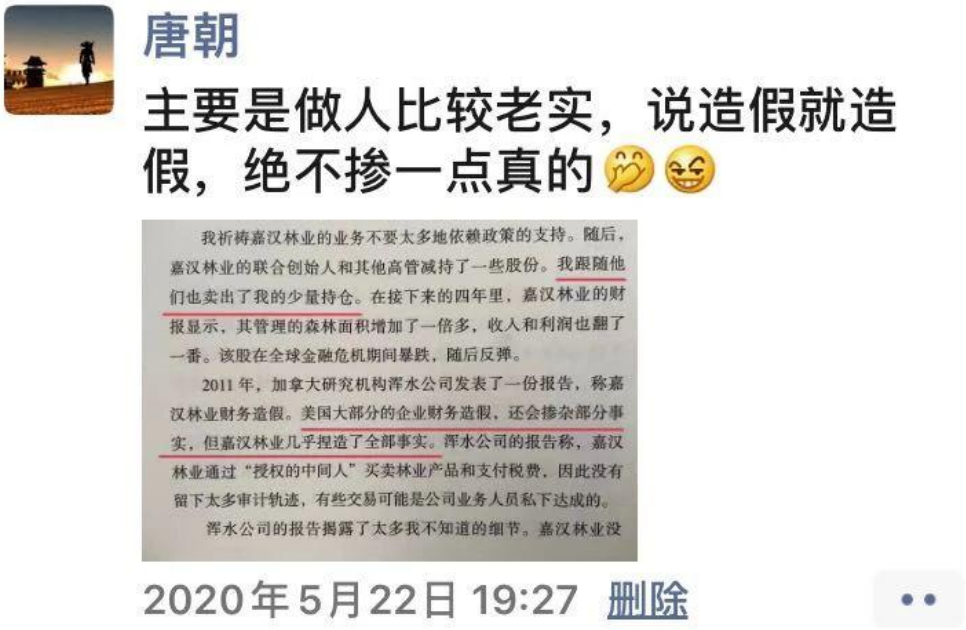
这不是嘲笑作者出错。这个错误，我认为比成功案例更有价值。

正如芒格喜欢说的那句建议人偷懒的话：不值得做的事情，就不值得做好。

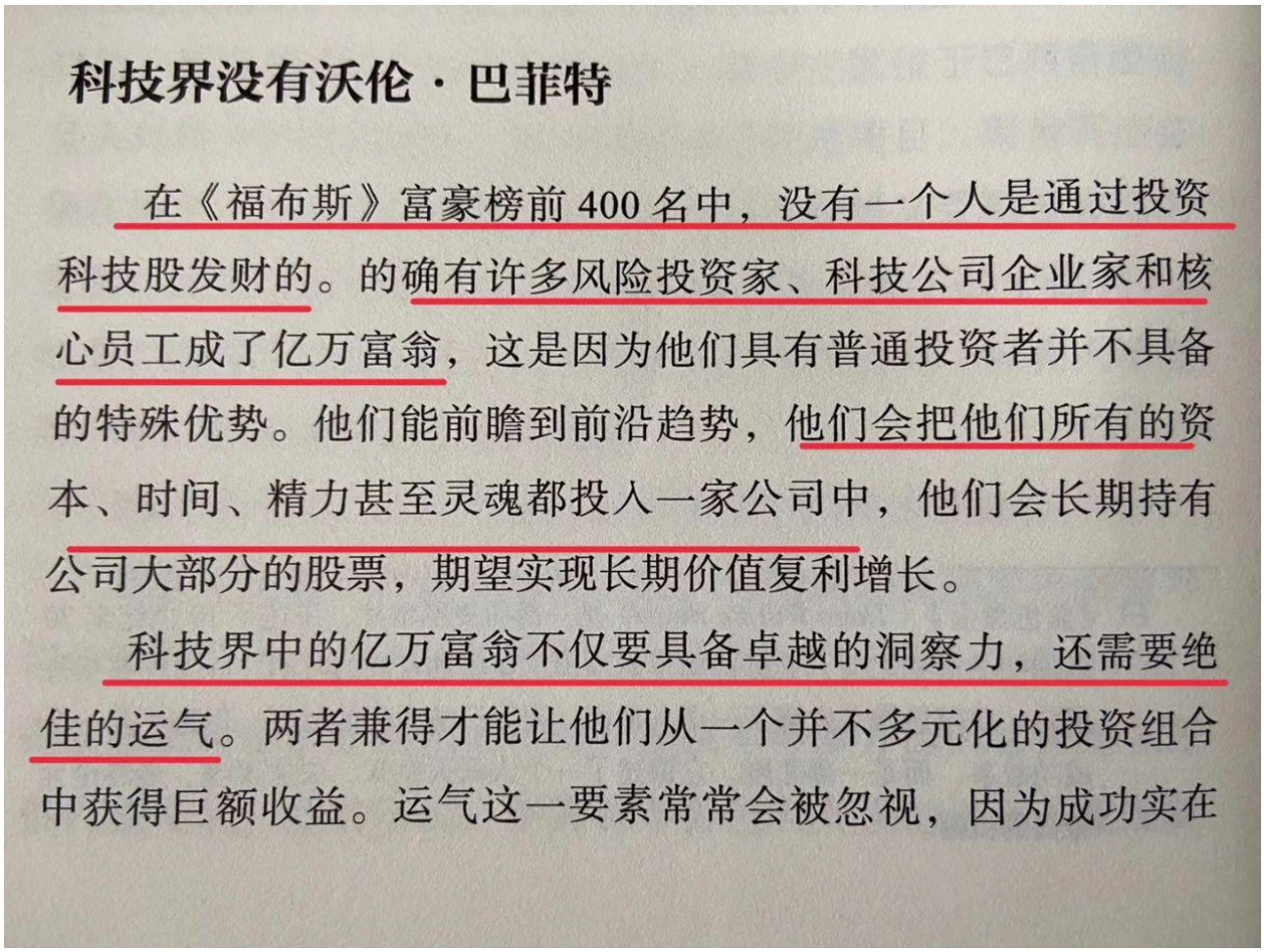
这个案例或许也是提醒我们，在愚蠢的事情上淘神费力、精雕细琢，或许还不如在正确的事情上香茶一盏的淡定轻松。

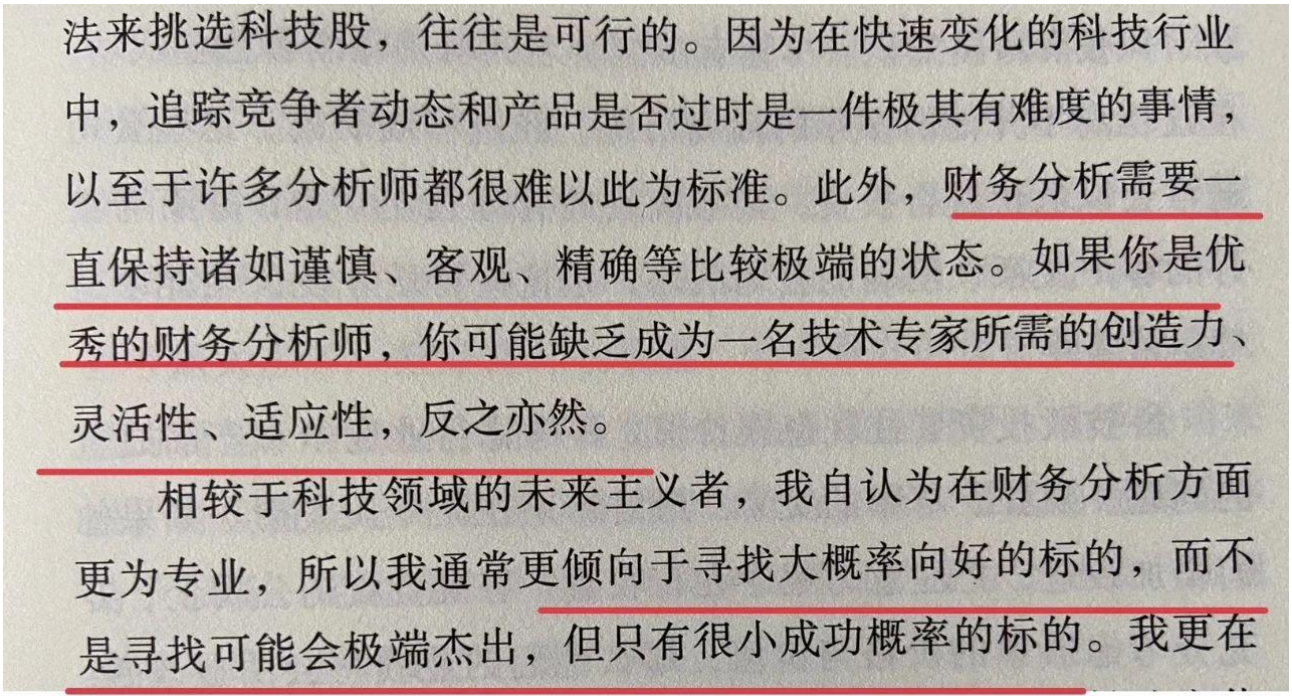
还有，作者分享的投资造假中概股“嘉汉林业”，侥幸逃脱后的感慨。

作者惊奇于“美国公司造假一般是真真假假，这家公司捏造了几乎全部事实”，老唐在朋友圈里调侃说：主要是人老实，说造假就造假，绝不掺一点真的。



由于作者的理念和老唐基本一致，所以看起来很轻松愉悦，几个小时就看完了。其中有两段话给了我眼前一亮的感觉，就这两段话，这本书值回书钱了




法来挑选科技股，往往是可行的。因为在快速变化的科技行业中，追踪竞争者动态和产品是否过时是一件极其有难度的事情，以至于许多分析师都很难以此为标准。此外，财务分析需要一直保持诸如谨慎、客观、精确等比较极端的状态。如果你是优秀的财务分析师，你可能缺乏成为一名技术专家所需的创造力、灵活性、适应性，反之亦然。

相较于科技领域的未来主义者，我自认为在财务分析方面更为专业，所以我通常更倾向于寻找大概率向好的标的，而不是寻找可能会极端杰出，但只有很小成功概率的标的。我更在

留个小作业：

你觉得这两段话触动我的什么思考？

老唐为什么会觉得这两段话能值回书钱？

大钱细思：优秀投资者如何思考和决断

作者：乔尔·蒂林哈斯特（Joel Tillinghast）、王列敏、朱真卿、郑梓超 译

当当

《迈克尔.波特竞争战略精髓》

很多朋友都问过我，关于企业定性方面的研究，需要读什么书？

这个答案的首选几乎铁定是竞争战略三部曲：《竞争战略》、《竞争优势》、《国家竞争优势》——来自竞争战略之父、管理思想界“活着的传奇”迈克尔.波特的三部名作。

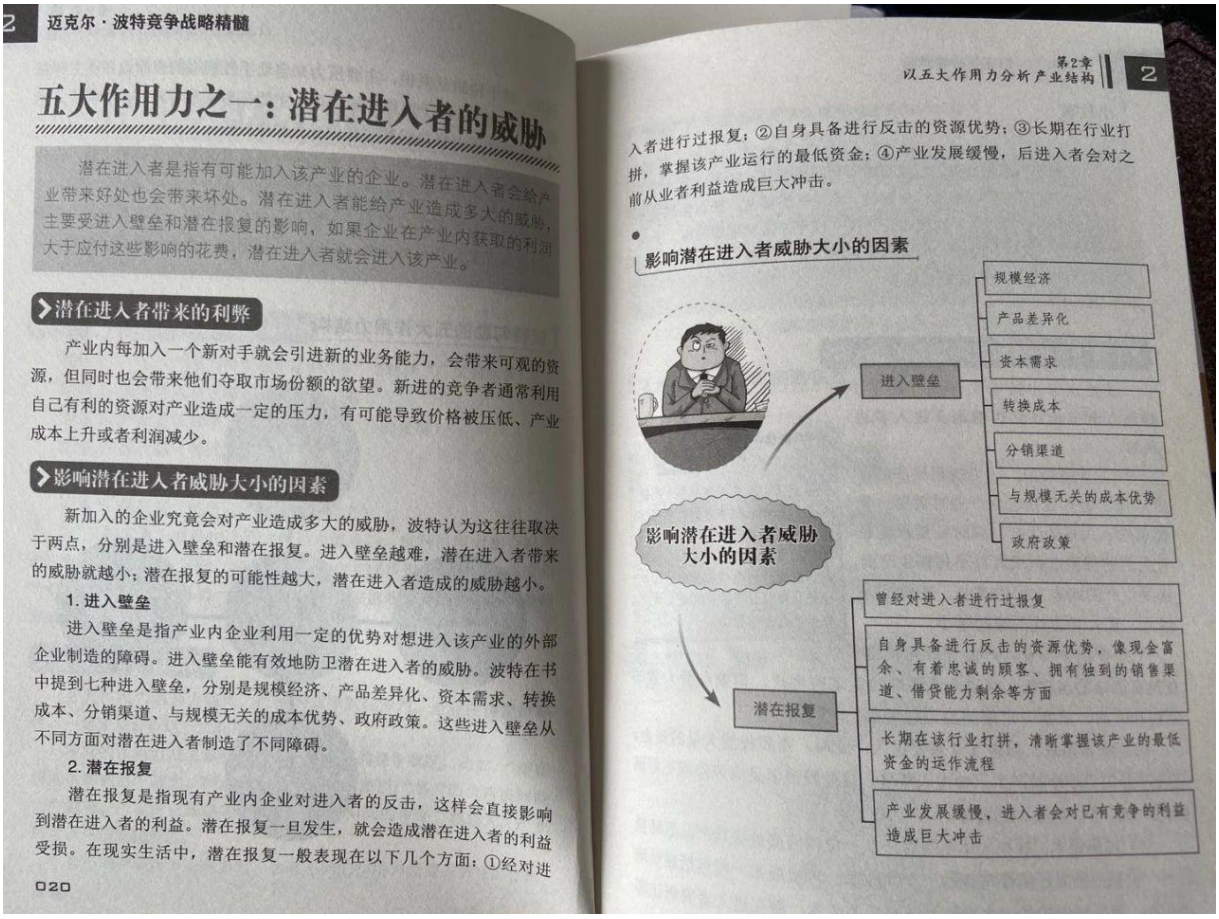
而这本书，简单的说就是一位细心读者做的读书摘要。

全书开本挺小，只有 224 页，薄薄的。与其说是一本书，不如说是一份学霸笔记的铅印本更合适。

它将迈克尔.波特著作的精髓，勾画并摘抄出来。略过一些论证过程、衔接用语，构成一本脱水干货类的学霸笔记——考试前急火火地找来临阵磨枪的那种

封面上总结的该书特点：“图文并茂、通俗易懂、两小时掌握核心要点”。我认为挺准确，没有浮夸成分。

随便拍一页给大家吧



2 迈克尔·波特竞争战略精髓

五大作用力之一：潜在进入者的威胁

潜在进入者是指有可能加入该产业的企业。潜在进入者会给产业带来好处也会带来坏处。潜在进入者能给产业造成多大的威胁，主要受进入壁垒和潜在报复的影响，如果企业在产业内获取的利润大于应付这些影响的花费，潜在进入者就会进入该产业。

潜在进入者带来的利弊

产业内每加入一个新对手就会引进新的业务能力，会带来可观的资源，但同时也会带来他们夺取市场份额的欲望。新进的竞争者通常利用自己有利的资源对产业造成一定的压力，有可能导致价格被压低、产业成本上升或者利润减少。

影响潜在进入者威胁大小的因素

新加入的企业究竟会对产业造成多大的威胁，波特认为这往往取决于两点，分别是进入壁垒和潜在报复。进入壁垒越难，潜在进入者带来的威胁就越小；潜在报复的可能性越大，潜在进入者造成的威胁越小。

1. 进入壁垒

进入壁垒是指产业内企业利用一定的优势对想进入该产业的外部企业制造的障碍。进入壁垒能有效地防卫潜在进入者的威胁。波特在书中提到七种进入壁垒，分别是规模经济、产品差异化、资本需求、转换成本、分销渠道、与规模无关的成本优势、政府政策。这些进入壁垒从不同方面对潜在进入者制造了不同障碍。

2. 潜在报复

潜在报复是指现有产业内企业对进入者的反击，这样会直接影响到潜在进入者的利益。潜在报复一旦发生，就会造成潜在进入者的利益受损。在现实生活中，潜在报复一般表现在以下几个方面：①经对进

020

第2章 以五大作用力分析产业结构 2

入者进行过报复；②自身具备进行反击的资源优势；③长期在行业打拼，掌握该产业运行的最低资金；④产业发展缓慢，后进入者会对之前从业者利益造成巨大冲击。

影响潜在进入者威胁大小的因素

这本书我倒是建议投资者人手一册，无论是否读过《竞争战略》原书。

不要将它看作一本著作，看成花几十元请了一位秘书帮你整理的一本笔记就好。既可以替代原书节约时间，也可以成为我们阅读原书的工具。

迈克尔·波特竞争战略精髓

作者：张秀军

京东

顺带，上个月忘记分享四月阅读了，补上。

唐朝

四月读书少，只看了四本半书，而且没什么特别好的书。

相比而言，《迷人的液体》勉强还行，但比起上个月看的该作者所写的《迷人的材料》，可读性和趣味性要差多了。而且也难懂些，好些内容看的半懂不懂的。

投资方面，全月无交易。沾茅台和腾讯的光，年内收益从三月底的-9%变成四月底的2%，月度涨幅超过12%（不计新股收益），算是一个大回血月份。

其它好像什么也没做。一个月时间恍兮惚兮地就过完了？？时间去了哪里？？🤔🤔

2020年5月1日 15:38 删除

你最近读过什么值得分享的好书吗？

文末申明：老唐荐书，只荐精品。所有推荐，均经肉测。每个字都代表书房观点

第768篇.　　2020.05.30－投资如何“修神功” --by@苇爸粘华

唐书房　2020-05-30

以下文章来源于小苇巴说　，作者小苇巴说

小苇巴说

全程直播一个股市小韭菜学习、思考和进步的过程，它到底能长成一棵大树，还是最终难逃被收割的命运？让我们一起来围观吧。小苇巴将在这里分享读书笔记、投资心得和生活感悟，让时间见证坚持，让学习托起梦想。投资快乐，生活多彩～一起奋斗吧～

今年一件幸事就是在唐书房抢到了老唐新作《巴芒演义》的签名版。

章回体古朴的外表下，流淌着的是诙谐又不失隽永的文字，娓娓道来，却暗藏功力，旁征博引，却了无痕迹。

读时几曾拍案称绝，读后想畅写所思，却又敲笔数日。

昨见老唐新文，说输出本身已经是对自己莫大的帮助，亦是非常深入的学习过程。我能借此机会，结合《巴芒演义》的阅读，对自己的投资心路历程做个总结，也是很好的事。

每个进入市场的人，谁不想凭借自己的聪明、勤奋或运气，练就一身无往不克的投资“神功”，笑傲市场，成就一番“股侠“神话？

从这个角度说，《巴芒演义》就是一代大侠股神巴菲特的养成史。

作为只有三年股龄的小虾，了无所成，不敢对如何修炼“神功”置喙，只想在此勾勒一下自己所领悟到的“修炼要诀”。

所云尽是个人感悟，不当之处，欢迎指正。

这要诀，我窃归之为九个字：生信念、戒贪欲、下功夫。

第一，生信念。

做任何事，都必先有个指导思想，有个自己认同的逻辑，这个逻辑就是“信念”。

如果没有逻辑支撑，很容易成也迷茫，败也糊涂，最终成败就只能交给命运了。在投资中，这个“信念”就是我们选择的“道”。

最终决定一个人走多远的，是你踏上的道路而不是你有多能跑。

《巴芒演义》中，老唐为我们展示了不同“道”上的投资大师们不一样的人生。

在第四十一回（P340）老唐为我们总结了四条有复制价值的投资正道，同时指出最具有学习价值的是巴菲特 1972—1999 年伴随优质企业成长的模式，也就是现在常说的“价值投资”。

要真正走上价值投资的道路，我们就必须坚信股市能赚钱。

老唐推荐书单里，有几本书就是帮你建立“股市一定能赚钱”这个信念的。

最典型的是西格尔教授写的《股市长线法宝》，这本书用详实的数据为我们展示了现金（美元）、债券（包括长、短期美国国债）和股票的收益率，在越长的时间范围内，股票就越能展现出惊人的优势。

在《巴芒演义》中，老唐又提到：“在法币时代，现金是唯一确定会贬值的资产”更加深了我们对应该在股市求生存的信念。既然股市这么能赚钱，那么赚的是哪里的钱？

首先要理顺的一个概念就是“股票”。老唐在《价值投资实战手册》中有精彩的阐释。他说，股票应该多从“股“的概念理解，少从“票”的概念出发。

总之，一句话：买股票就是买企业。企业赚到钱了，你就赚到钱了。

只要社会在进步，那么推动社会进步并分享社会进步带来的巨大红利的当然就是那些优秀的公司，买入这些公司的股票就相当于让公司所荟萃的社会精英，用他们优质的资源和绝佳的生意模式来源源不断的为我们创造财富。

关于这一点，但斌老师在《时间的玫瑰》里的一段话令我印象深刻——我们从来都不担心中国人创造和积累财富的能力。

秦末够惨了吧，楚汉相争，华夏疮痍，只用了几十年的休养生息，便有了国力昌盛、人民富足的文景之治；

南北朝政权对峙、人民流离，够惨了吧？也仅仅用了几十年，就有开皇、贞观之治，大唐盛世，百代想往；

五代十国够惨了吧?北宋统一以后几十年间，中国人就创造出占世界 GDP 一半的财富。

而今，又是和平岁月，聪明勤劳的中国人，一定会取得超越祖先的成就。

巴菲特说自己幸运，是因为自己出生在那个时代的美国。我们何尝不能更有底气的说，“我们更幸运，因为我们出生在这个时代的中国”呢？

所以，一定要坚信，如果你长期持有中国优质的企业，你一定能赚到钱。

既然可以赚到钱，那我们是否知足常乐，赚点就扬长而去，或只拿少部分资金图个乐，盈亏都不在乎呢？

我觉得杨天南先生在《一个投资家的二十年》中的观点可以帮到我们：投资是来解决问题的。如果你一切都好，一切无所谓，那当然无所谓，若有问题要解决，就要敢于下注。

下注的信心在哪里呢？也是在这个信念里。

我们一定能赚到企业成长的钱。但是要真正生起对价值投资的信念，还差最后一条要想通：

我们赚不到预测市场的钱。

想靠预测市场赚钱的人太多太多，这方面的理论和书籍也是层出不穷。

《巴芒演义》中（P349）讲农场的例子时，把这称为试图“猜对傻子想法”，简直是令人拍案叫绝的比喻。

我想到自己刚入股市的半年，兴致勃勃买了一堆书，诸如《从零开始学炒股》《K 线读图术》等，苦苦研究何谓 M 顶、十字星，啥叫三只乌鸦，以及它们代表的含义，总体的感觉就是一个字——虚，或者三个字——凭什么？

凭什么靠这些形态就可以预测后市？我想背后的原因需要深刻领会，于是又买来《量化分析》《金融心理学》等，试图为这些短线技术找到逻辑支撑，但最终发现，很难让人有通透的感觉，越深想就越迷茫。

也有人试图做“中线”，想从宏观分析入手，对未来较长一段时间内的市场走势作出预测。我没有读过这方面的书，不敢随便评论，只是简单的凭信念说——我不信。

能帮我们破除这些“猜傻子想法”的一本书，是《股市真规则》，书名听起来容易产生“错觉”，实际上半本书都在告诉你，技术分析和宏观预测都是靠不住的。

在《巴芒演义》中，老唐给了我们破除“预测市场”念头的大刀——长期资本的破产。

包含两位诺贝尔经济学奖得主的梦幻组合运用最先进的市场理论和数学手段最终仍以失败告终，作为智商和阅历远远不及他们的我们，怎敢自大狂妄到认为自己可以在这方面比他们做的更好？

实际上《巴芒演义》第 319 页的表格，已经用数据告诉我们，投资收益的来源主要是企业利润，而投机带来的收益，几乎可以忽略不计。

即使你以前确实赚到了预测市场的钱，即使现在你周围仍然还有很多人靠预测市场一夜暴富，即使有层出不穷的理论，甚至包括一些名人大腕，声称自己具有预测市场的方法，我们仍然要坚信——我们赚不到预测市场的钱。

偶尔的赚到不是赚到，长久的赚到是不可能的，这是有科学和数据支持并且经过大量实践检验的真理，我们必须坚信。

是谓之“信念”。

我闻是说，如醍醐灌顶，满心通透，不由得自己不信。

当然还是有很多人不信，谁都可以选择不信。佛渡有缘人。

第二，戒贪欲。

生起了信念，就可以着手做了，但是要想清楚做什么之前，先要想清楚自己不能做什么。

如果我们已有信念，其实不用人教，我们已经知道要怎么做。

我们既然相信，预测市场做不到，那么就应该相信——精确抄底做不到、精确逃顶做不到、差价做 T 做不到。

拿我自己来说，虽然觉得价值投资的理论是如此美妙，但是仍然在 390 元、410 元、640 元、800 元……等处多次卖飞茅台，并为此懊悔良久。为什么自己管不住手呢？

明知市场难测而想抄底、逃顶，无非两个字——太贪。

想尽最大可能短时间内赚最多的钱，不是贪是什么？想在你买后就涨，卖后就跌，不是贪是什么？正是贪念，让我们失去慢慢变富的耐心。

失去耐心的表现还有——盯盘、频繁操作等。

盯盘就像放弃原本美好的生活，虽然明知自己不买也不卖（涨跌停板所限，短期报价不会落在自己的买卖区间）却专门搬个凳子跑到农场交易市场围观傻子报价。

若是仅仅看看热闹也就罢了，如果自己的心潮随着报价的高低而起落，甚至激动狂躁、心跳加速，那就真是莫名其妙了。

有人做过研究，过于频繁的盯市，只会让人增加痛苦的程度。巴菲特也说，看市场报价最合适的时间是一年。

若见诸盈非盈、诸亏非亏，则心不乱。“股价”所带来的盈亏只是市场情绪的表现。

以前我曾留言问老唐为啥某票股价长期不合理，老唐只答“股价没有为什么”，一句胜过万言。

解此，再细品自己以前奉若圭臬的一些金句，如“会买的是徒弟，会卖的是师父”、“设置好止损止盈线”、“落袋为安”等，不禁一笑。

频繁操作本质上是一种盲目自信，盲目相信自己新看中的股票在扣除手续费后的表现超过卖出去的，或者盲目自信短期股价会向着自己期待的方向前进。

其实：

频繁操作的最大的罪过在于打扰了复利。

爱因斯坦说过，复利是人类第八大奇迹。

巴菲特能够拥有优异的长期表现，也是充分发挥了复利的作用。这让我想到古希腊哲学家芝诺说过的一个悖论：对于一个飞翔的箭矢，你一直盯着它看的话，它是不动的。

这个听起来荒谬的悖论，在量子力学里面竟然真的发现了——对于一个量子体系来说，如果你高频率的对其进行测量，那么它将停留在你最开始测得的状态而停止演化。

其背后的数学原因，也是这种高频的操作打断了指数函数的积累。这和高频操作会减少投资者的收益是多么相似!

怎样克服自己贪欲和由贪欲导致的盲目自信呢？巴菲特给出了能力圈的概念。

能力圈其实就是为我们的贪心划了一个界限——只赚并安于赚自己能赚到的钱。

不管外界多纷繁缭绕，诱惑多多，我们只呆在自己的能力圈里，安然悠哉，观那天边云卷云舒，管它别处涨停跌停。

如果看到哪个板块涨的好，就冲进去，或看到别人的股票涨得比自己好就羡慕嫉妒，也要买一些试试，那就是在能力圈里坐禅的功夫不到。

初入股市的我，热快积极频换手，到现在已经诚惶诚恐、如履薄冰，不敢乱动。既是不敢动，也是不想动。

能力圈是自己已探明的安全区域，圈外遍地荆棘，黑暗恐怖，虎狼环伺，皆欲食我。钱是血汗钱，身家之所系，暗处探明前，当作如是观。

所以，能力圈不在于大，而在于我们确定自己真的已经足够了解它。

我们似乎觉得其实不需要多勤奋，只要懒懒的呆在自己能力圈内吃喝玩睡就行了。

佛说懒惰，即非懒惰，是名懒惰。

所以我们还要下功夫，而且要下大功夫才行。要不然就会发现场面很尴尬——自己没有能力圈。

第三步，下功夫。

若听说安睡能赚钱，就随便买一些股安睡去也，到头来可能会一无所获（其实结局很可能超过很多股民）。

在任何领域要想取得不寻常的成就，要么有不寻常的天赋，要么就要付出不寻常的努力。

巴菲特和芒格都是终生学习的典范，芒格被称为“长着腿的书架”，巴菲特也从未停下过学习和思考的步伐，在 1972 年左右，他投资风格的转变也是向他人学习并深入思考的表现。

功夫下在何处呢？在《巴芒演义》全书的最后老唐分明给出六字真谛：

别瞅傻子，瞅地!

就是在告诉我们，功夫不要用在瞅傻子上。

瞅傻子，预测傻子，占用了自己过去大量的经历，短线技术分析、交易心理分析、金融心理学甚至宏观预测，本质上都是“瞅傻子”的学问。

老唐的态度很明白，也很坚决——别。

功夫要用在瞅地上去——发现好地，然后用合适的价格买下它。

有时，识别一块地是好地还是坏地只要一些常识即可，并不需要特别神奇的功夫。

但若要比普通懂常识的人看的准那么一丢丢，就需要下极大的功夫了，甚至要比去“猜傻子”更要勤奋。

书房的朋友应该都可以体会到老唐刷书的勤奋。

在怎样选择好地这方面，国外的书《股市真规则》后半部分写的不错，涵盖足够广泛。

但若要说深刻细致，据我目前看到的，还是老唐的《价值投资实战手册》关于茅台、腾讯、海康等企业的分析最好，再就是新书《巴芒演义》中对巴菲特几个收购案例的讲解。

凯利公式暗藏隐患，神奇公式“分散过度”，或许在启发着我们，想要靠研究出数学公式或机械化操作流程代替与时俱进、具体问题具体分析的思考，从而把投资真的变成“懒惰”者的游戏，是不可能完成的。

那有没有稍微省力的方式呢？我认为是——抄作业。

这让我想起有人嘲笑老唐盈利全靠茅台。这个嘲笑者才真是可笑。

就像大家都去买马，有一位买马者坚持认为千里马是千里马，千里马威武的时候，他认为千里马是千里马，千里马受伤了，他认为千里马是千里马，千里马饿了困了打盹了，他还认为千里马是千里马。

有人一会认为千里马是千里马，一会认为百里马是千里马，有人一直认为毛驴是千里马，最后比赛跑输了，有人出来嘲笑：“那个人赢了，不过是因为他能选出千里马，并坚持骑着千里马。”

要知道，投资理论千千万，投资大 V 千千万，每个理论和大 V 都有自圆其说的逻辑框架，也都非常有道理，有的能拿出复杂的数学方程来支持自己，有的能拿出优秀的过往业绩来作为证据，在如此繁多的理论和大 V 中，坚定认为某一个是值得信赖的，真的只是运气吗？

巴菲特选牛股是能力，难道投资者选出巴菲特就不是能力吗？

投资，终究还是认知能力的变现。

老唐曾经有一段绝妙的论说。以前看山是山，看水是水，追涨杀跌；后来看山不是山看水不是水，不敢追涨，也不敢杀跌；最后来，看山还是山，看水还是水，涨也追得，跌也杀得。

我想，用在抄作业这事上，亦应如是。

后记：有人曾因“傻子”的提法在书房怼过老唐。

其实老唐和我本文中的“傻子”并非藐视市场参与者，而是借指处于疯狂状态下的市场先生，同时借助这个形象，把观念深深刻在读者头脑中。

称是傻子，即非傻子，是名傻子。

补记：《巴芒演义》提及巴菲特用自己的财富布道。我们来看老唐这几年出版的几本书都做了什么。

说实话，我第一次接触到价值投资的理念，并非从老唐这里来，而是在巴菲特《致股东的信》、格雷厄姆《聪明的投资者》、西格尔的两本书《股市长线法宝》《投资者的未来》中看到的。

但是当我读了老唐的《价值投资实战手册》后，我发现自己读过的这几本书的主要观点被老唐精炼准确幽默的总结在前两章中。

若精力不够的同学，我建议读了老唐的这两章，价值投资的信念也便生起了。

有了信念，难处就在于分析企业了，其中读财报是必备技能，老唐用两本《手财》教大家，对企业的业务分析则贯彻在《手册》最后一部分以及书房的文章里。

老唐用一人之力给有缘人搭建了踏上价值投资道路的所有条件。

新书《巴芒演义》是在巴菲特真实的投资历史中，把这些“部件”串起来，让大家身临其境，重温巴菲特的智慧之光。

第769篇.　　2020.05.30－将价值投资融入生活--by@学习投资终身制

学习投资终身制　唐书房　2020-05-30

借用《斗罗大陆》的一句话来表达我对老唐的感谢：此生无悔入“唐门”!

一、关于疫情与心态

春节期间突如其来的新冠肺炎疫情，让我在老家度过了一个非常难忘的春节，让我得以沉下心来学习和思考，认真再读了《手财 1》、《实战手册》、《投资中最简单的事》等书籍。

我把这次当做一次反思和闭关，对自己进入股市这 6 年的跌跌撞撞做了总结，然后把自己制定的 5 年计划和 10 年计划跟家里的领导“汇报”了，获得领导的赞同，以后股票投资这块正式集中交到了我手里。

仓位方面：满仓过春节，在 2 月 3 日开市大跌中把一些闲钱都用来加仓了，然后就和父母一起“窑鸡”（用土搭窑烧柴，将锡纸包好的土鸡放进窑里。。。）、和儿子一起玩闹、然后看看电影、打打游戏就这么一天过去了，完全没有以前那种惴惴不安的感觉了，心态稳了。

可能，人只有在遭遇重大事件时才会发生思想的转变或质变，平时只顾埋头走路，而忘记抬头看天，平时只顾埋头工作，而思考的时间太少。

我现在有点明白《实战手册》的扉页上，老唐赠与的签字“财富是思考的副产品”的另外一层意思，不只是适用于投资，生活也一样。

五一这几天也基本在家看书，主要是看《巴芒演义》等书籍，没有去外地旅游。

我觉得驱车去菜地里（自己和几个朋友寻得一处有池塘的荒郊野地开辟的几块菜地）打点一下菜地，收获一些自己亲手种的无公害蔬菜也是相当不错的。

在树荫下喝点冰爽可乐、听着自己爱听的歌曲、看上一本好书，偶尔抬头望远方青山连天，白云朵朵，时不时看一眼远处在草坪上玩耍的妻儿，好不惬意，何须奔波于名山大川。

平凡的生活，平凡的投资。

二　、谈谈从巴芒等大师的光辉中得到的几点领悟

1、自知之明，专注能力圈，选择能够让自己安睡的策略和企业

施洛斯知道自己不能像彼得林奇那样一年走访好几百家公司，将企业研究透，他专注捡他的“烟蒂股”；

巴菲特的买的股票中有他童年就贩卖过的可口可乐和《华盛顿邮报》、经常使用的运通卡和吉列剃须刀等，都是他非常熟悉非常了解的公司，2000 年那些互联网股票都不碰，这都是专注自己能力圈的成功典范。

我联想到自己曾用 8 成仓买了万达电影，停牌 489 天，复盘前一天晚上，我到很晚才能入睡，在担心复盘后要数多少个跌停板，自己有多少钱要飞灰湮灭。

像 2020 年新冠肺炎疫情，没人去电影院，票房和爆米花都没有了，想想都觉得可怕。。。

亲身体会血淋淋的痛苦后才知道自己有几斤几两，才知道自己之前根本就不懂这家公司，这种公司根

本不是自己的菜。

投资必须要选择让自己安睡的策略和企业，如果一项投资让生活变得非常糟糕，那这项投资就是一项失败的投资。

2、与优秀的公司、优秀的人为伍--多看一二

巴菲特经过多次惨痛的教训后，才领悟到“与其把时间和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优质企业”。

领悟这句话不容易，股市里多少人都是付出了惨痛的代价，包括我自己。

所谓近朱者赤，近墨者黑，巴菲特遇到了芒格，成为“连体婴儿”，芒格丰富的商业经验、商业洞察力、广阔的人脉关系、完美的人格魅力成为巴菲特投资思想转变和成功的最大臂力。

与优秀的公司优秀的人为伍，你自己也会变得更加优秀更加成功，而且惊喜不断；

与烂公司烂人为伍，会惊险不断，惴惴不安，生活得非常累。

不禁让我想起了“为梦想窒息”的乐视网和贾跃亭，烂公司和烂人是没有下限的，让我十分笃定：与优秀公司优秀的人为伍才是王道啊。

老唐在《巴芒》扉页给我留的“多看一二”箴言，也有这层意思，多跟少数优秀的人、优秀的公司为伍，才能进步，其实生活中何尝不是如此！

3、不买业务复杂的公司。

如巴芒这样的投资界传奇，对可口可乐（主营业务如此简单的一个优秀公司）的经营判断都会出现巨大的偏差，都需要不断观察和修正，更何况普通投资者对其他经营业务复杂多元化的公司做出的经营判断呢？

对于非常复杂的公司，决定其经营业绩、利润成长的因素太多了，作为小散根本无法全部看清。所以，我觉得应该尽量寻找主营业务简单的优秀公司，避免多元（恶）化的公司。

4、心态好，不受宏观预测影响，不受市场先生的情绪影响

创立宏观经济学的凯恩斯本人的受挫经历，宏观资产配置权威的美林投资也在 08 年次贷危机中损失惨重被迫卖身，无需太在意宏观预测，避免投资周期股。

巴菲特之所以成为股神，一个关键原因就是他顿悟得早而且活的够久，20 多岁就学习价值投资，一直到现在快 90 岁了还在继续。

价值投资大师们基本都健康长寿，施洛斯 96 岁，费雪 97 岁，巴菲特现在 89 岁，芒格现在 96 岁，价值投资上真正悟道的往往是能够“跳着踢踏舞”去开心投资，乐观生活的人。

我认为价值投资是最适合、最贴近生活、最贴心的投资方式，“不要瞅傻子，瞅地”，有好的心态，才能不受市场先生和宏观预测的影响。

5、耐得住寂寞，看得穿诱惑

施洛斯在布朗公司狭小的壁橱里工作 18 年，而后租下布朗公司一个小办公室又度过了 29 年，坚持捡“烟蒂股”47 年；

巴菲特在 1958 年买的房子一直住到现在 62 年；耐得住寂寞，是投资大师们共同的品质。

20 多年前，老唐面对店老板错找的“50 元”诱惑时，短暂性丧失了基本的辨别能力。

研究一家公司时，你只盯住 F10 里面的净利润，就如同只盯着公司错找给你“50 元”，不懂财报分析，

就无法分辨真假，无法看穿虚幻的诱惑，你就有可能收到“50 元假钞”。

6、机会总是留给有准备的人

正如格雷厄姆为盖可保险上涨 200 倍的辩解所言，在重大机会来临的时候，你必须具备一定的手段、判断力和勇气，才能利用这些机会。

而投资者如何具备这些特性？

从大方面讲：靠经验和阅历，对商业模式的洞察，对商业世界的认知；

从细一点的方面讲，你要研究透一家企业，至少应该抓住企业最核心运营点、企业未来发展的关键逻辑和观测指标等，等机会降临时，你才能看得准，才能下得了重注，才能拿得稳当。

7、投资方法需要与时俱进--学习投资终身制！

巴菲特投资理念的进化，就是在不断的学习，吸收消化，不断完善，成就了建立伯克希尔金融帝国的投资思想体系。

从格雷厄姆那里学到了安全边际、企业内在价值、市场先生理论；从戴维森那里找到保险业的秘籍，获得源源不断的现金流；从费雪那里学会了购买优质成长企业；在芒格的推动下，完成了“猿到人”的进化。

巴菲特不单单从优秀的人那里学习，还从自己的失败案例中学习总结经验。

他从 1957 年开始写《致股东的信》，不断的反思自己的投资，甚至毫不留情的自我批评，如“买下伯克希尔是最糟糕的投资”等，

正是这种永不停止的学习、自我反省，提升了自己的认知，才能成就现在的股神传奇。

活到老学到老，巴芒为我辈展示了学习投资终身制的魅力。

三、看《巴芒演义》过程中的一个小插曲

五一前的一天晚上，吃晚饭，我躲进自己书房里看书，儿子在看动画片，到洗澡睡觉的点了，儿子还想继续看动画片，不肯去洗澡，各种耍赖。

经过他母亲一番协调、争执、警告均告失败，到后面我实在忍不住了，打了儿子屁股几下，屁股都红了一大片。

打完我就后悔了，尤其是当天晚上半夜里看到《巴芒》第二十六回：“巴菲特回家永远在阅读，脑袋里永远是公司和数据，从来不注意老婆孩子的存在”，“芒格财富和家庭都算是完美楷模，芒格喜欢和家人一起围坐吃饭，以身作则，教会孩子明确的为人处世原则”等等这些内容时。

我进行了反思：最近这段时间工作也挺忙的，吃完晚饭，我就爱往书房里钻，儿子来书房里找我玩，我基本都是把儿子推给他母亲了，对孩子的关注和陪伴少了很多，儿子也就晚上这差不多 3 个多小时能见到我。

我抽了自己一个耳光，然后我去卧室里看了一眼以趴着姿势熟睡的儿子，心里想：工作再努力、再努力赚钱、看再多的书，而没有陪伴好妻子、没有教育好儿子，那又有什么用？！

芒格才是我辈学习的榜样，投资不离开生活而融于生活，这是我读《巴芒演义》后得到的一个非常重要的领悟。

四、要走的道路，必富的信心

如果没有在 2018 年买了老唐的《手财 1》后扫码进入唐书房，如果没有经常窝在唐书房里汲取投资知

识，我估计还在那里过着追涨杀跌、惴惴不安的炒股日子。

唐书房对于我来说，是真正打开我投资方面成长之路的地方，如同巴菲特 1951 年一个寒冬进入的盖可保险总部；

老唐是我的偶像，如同巴菲特遇到了他的偶像和导师洛里默-戴维森（我不是把自己和巴神相提并论，只是一个比喻，呵呵）。

老唐可能不知道，书房里有我这么一个不怎么爱发言的“小学徒”，但是不可否认，我是受老唐的引导，跨入价值投资的大门。

反正我觉得自己无论如何也不会回到以前那种投机、追涨杀跌的风格了。

投资正道的 4 条路，我偏向第四条，因为我感觉自己已经跟着老唐的步伐走在了第 4 条路上，虽然只是在这条路上迈出了几小步。

我性格算是比较沉稳的，经过这些年股市的痛苦经历，心态向好，能沉下来好好学习，目前正是我自己精力最旺盛的年龄，为何不战，为何不跟随老唐的步伐，坚定不移地走下去呢？！

《巴芒演义》里面提到，巴菲特 26 岁时就想到以后的自己会非常非常有钱，甚至多到不知道该怎么花，巴菲特是“彻底理解了投资的底层逻辑，知道复利的威力”。

巴芒传奇，没法完全复制，但是他们的价值理念可以引导我们成长，让自己变得更加富有。

我目前没有这么强的信心，只是有预感，随着不断工作的同时，坚守自己的能力圈，日拱一卒，不断学习进步，坚定走第 4 条路，也许 10 年后，能实现工作自由，也许 20 年后能实现财务自由。

五、有几个问题想对老唐说

1、不懂怎么回事，看到《巴芒》这 42 章，让我联想起《鹿鼎记》里面的《四十二章经》。

《巴芒》里面也隐藏着投资、财富、人生的“龙脉”--“自然从不飞跃，坚守日拱一卒”、“别瞅傻子，瞅地”，不懂老唐有没有想到过这个，呵呵。。。

2、芒格曾多次利用他律师的职业素养、律师界的威望、律师界的人脉帮巴菲特度过难关。老唐喜欢看法律、金融方面的美剧，是不是有拓展这方面认知的考虑？

3、我读《手财 1》，从老唐那犀利直达人心际的语言中，我脑海里呈现了一位福尔摩斯侦探一般的人物形象，老唐能从财报中抽丝剥茧、发现蛛丝马迹，财报就是“唐探”的探案工具。

最后，我想借用《斗罗大陆》的一句话来表达我对老唐的感谢：此生无悔入“唐门”!

第770篇.　　2020.05.30 - 老唐实盘周记2020/05/30

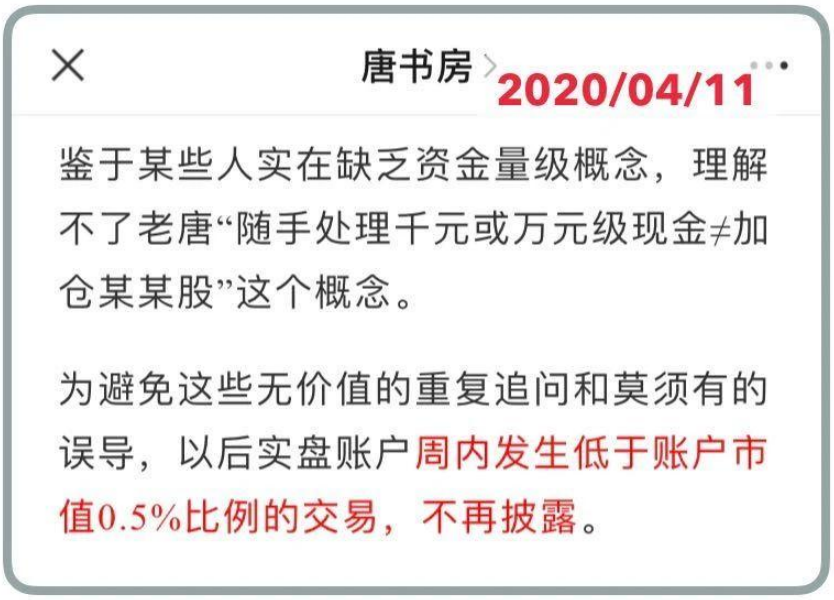
原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-05-30

本周交易

无

备注：实际周一均价 27.82 元买入海康威视，周五海康红利到账 104.25 买入洋河，两次的零碎尾款分别在 4.66 和 4.85 买入分众。

因买入金额占总市值比例远小于 0.5%，故记录为“无”——这个变化在 4 月 11 日实盘周记里披露过，类似行为以后不再备注



当前持仓

目前持仓茅台 43%，腾讯 25%，洋河 13%，分众 8%，古井 B8%，海康 4%。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	43%	19000±10%	<9500	23000	17164	1366.60	15.52%
腾讯控股	25%	55000±10%	<27500	60000	36081	410.40	9.27%
洋河股份	13%	3150±10%	<1575	3700	1590	105.51	-4.52%
分众传媒	8%	……	<600	1400	725	4.94	-21.09%
古井贡B	8%	666±10%	<333	800	402	86.70	22.44%
海康威视	4%	4400±10%	<2200	5000	2567	27.47	-16.10%
沪深300						3867.02	-5.60%
上证指数						2852.35	-6.48%
2020/5/30			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.9204	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	42%	19000±10%	<9500	23000	16680	1328.00	12.26%
腾讯控股	25%	55000±10%	<27500	60000	36202	412.40	9.80%
洋河股份	12%	3150±10%	<1575	3700	1474	97.81	-11.48%
分众传媒	8%	……	<600	1400	699	4.76	-23.96%
古井贡B	8%	666±10%	<333	800	401	86.70	22.44%
海康威视	4%	4400±10%	<2200	5000	2800	29.96	-8.49%
沪深300						3824.06	-6.65%
上证指数						2813.77	-7.75%
2020/5/23			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.9190	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同

而发生小幅变化；

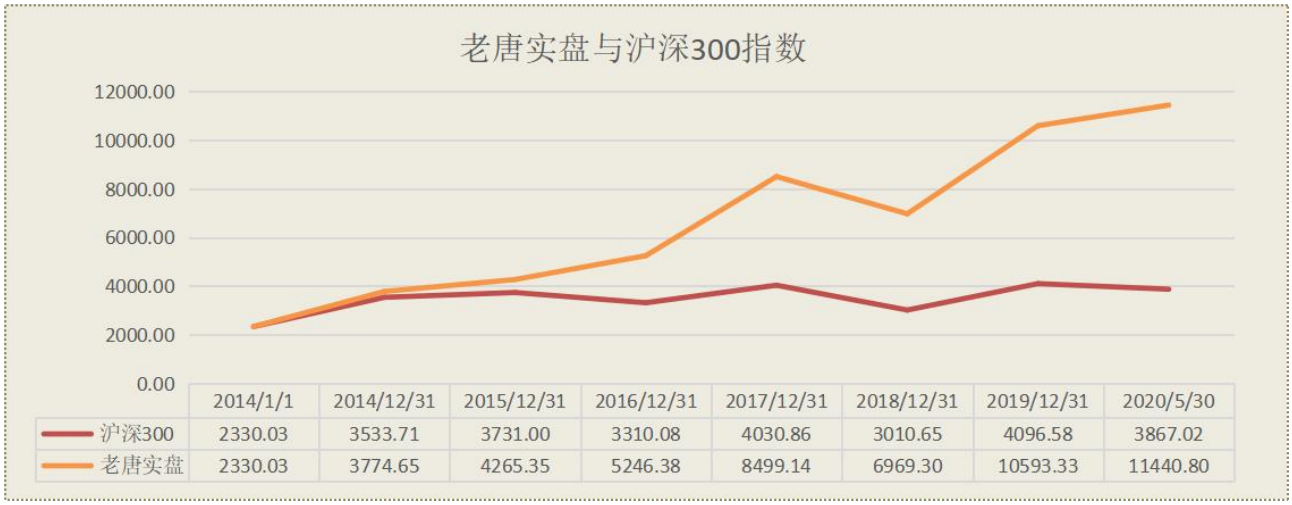
②老唐买点或卖点，代表如果公司总市值触及此数值，老唐计划买入或卖出，与个股历史买入成本无关；

③仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2020 年内收益 8%（四舍五入数据）。

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，8%（均不含新股收益）。若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 491。以 6.42 年折算，年化收益率约 28.1%。



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/5/30
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	3867.02
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	11440.80

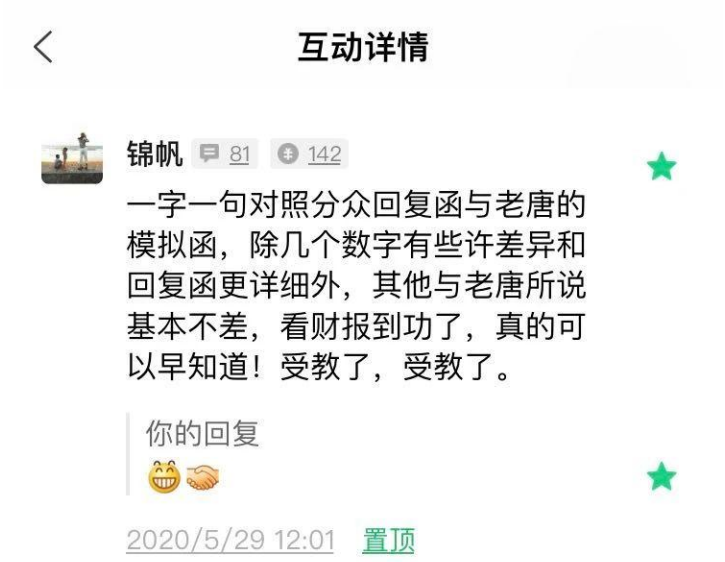
重要事项

1.分众回复交易所问询函

5 月 26 日，分众传媒回复交易所问询函披露。

已经有朋友对照 5 月 20 日书房发布的《模拟分众传媒答深交所问询函》一文，并发现：

“除几个数字有些许差异和回复函更详细外，其他和老唐所说基本不差。看财报到功了，真的可以早知道。”



我说这个不是为了吹嘘自己多厉害（再了解，分众的这笔投资还不是巨亏 ing），而是为了给朋友们展

示：

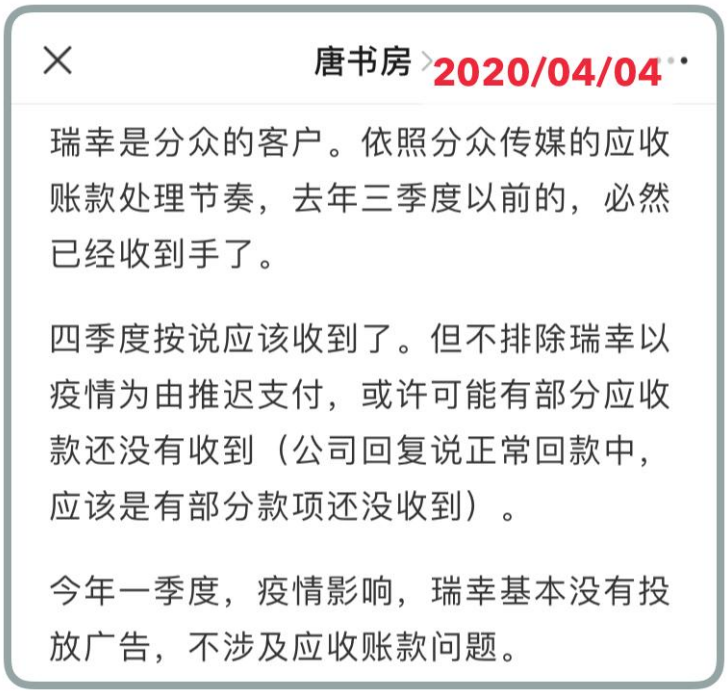
通过认真阅读财报，你确实可以做到“早知道”，你可以比市场绝大多数参与者更了解公司。

当然，必须强调：了解后能如何，那是另外一码事。了解也不一定能做出正确的选择。财报只是投资的起点，而不是投资的唯一依据，定性部分也是不可或缺的。

正好，在今天的五月阅读回顾里，我就要给大家推荐一本关于定性部分的好书。后文看

分众的回复函，基本就是老唐 5 月 20 日模拟回复的框架，所以这份回复函对我而言，新内容只有两点。

第一，披露了瑞幸咖啡的广告款已经全部收到，证实了《老唐实盘周记 2020/04/04》里的推测：



第二，提醒了我一个疏忽。

在模拟问答里，我谈到了阿里巴巴 2019 年广告费增长是因为巴拉巴拉……

但回复函披露数据提醒我，其实阿里巴巴 2018 年广告费 5.8 亿，2019 年广告费 5.6 亿，总金额是微降而不是增长（广告量增，单价下降，导致总金额下降）。

只是因为 2018 年末才成为关联方，仅有数百万广告费纳入“关联交易”披露，所以只看关联交易数据，似乎增幅巨大。

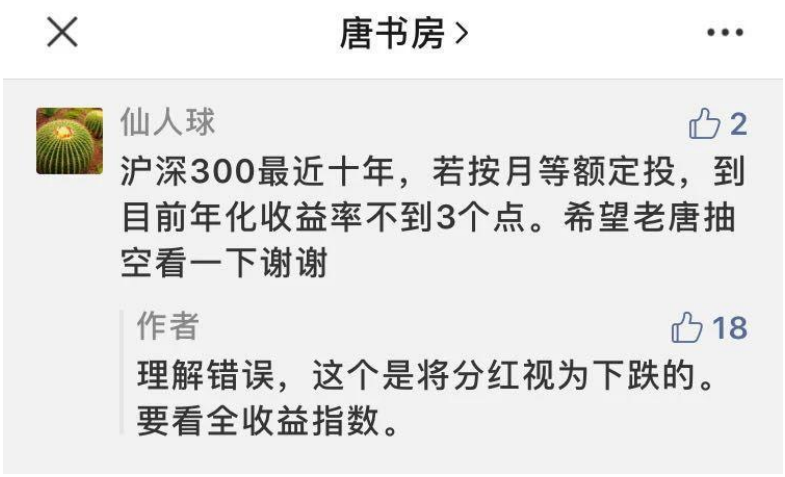
这个细节，我疏忽了。回复函帮我补上了这个疏忽

2. 关于指数基金投资回报

周一的文章留言区，有位朋友困惑于沪深 300 指数基金回报问题。

这个问题老唐多次回复过，不可以直接用沪深 300 指数去计算，必须使用全收益指数才行。

因为沪深 300 指数是将分红视为自然下跌，在时间复利影响之下，这个差异会相当巨大，足以影响投资决策。



老朋友潘壬子兄看到这条留言后，给我提供了一只他曾经买过的沪深 300 指数基金数据。

这只基金净值随时可查，而且是实战结果，不是逻辑推理，也不是数据回测，更加方便朋友们理解。

它就是“长城久泰沪深 300 指数基金 A（代码 200002）。

基金成立于 2004 年 5 月 21 日，至今 16 年。年管理费率 0.98%，到今天累计净值 4.7018 元。

十六年时间 1 元变成 4.7 元，折合费后年化收益率 10.15%。

3.五月阅读及好书分享

本月读书 10 本。

其中有三本推荐：《鲜衣怒马少年时》、《大钱细思》和《迈克尔.波特竞争战略精髓》。

相关推荐不小心写长了，我摘出来单独成文《五月阅读回顾及好书分享》放在今天第五条。

4. 选中的读书笔记

本周选中 5 份笔记。仍然先披露入选者，之后再找时间陆续推送文章，以避免作者们焦虑

入选文章是：

- 寻找大师们的足迹--雪球@我是一颗韭菜
- 每个人都能成为自己的巴菲特--知乎@龙之志
- 一边价投一边跑马--知乎@Loyd King
- 巴芒演义读后感--雪球@阿茂整饼
- 历史是面镜子--公众号@bxp 读书

请以上朋友留下收货地址——如果选择老唐的四本书签名套装做奖品，

或

留下微信号——如果选择加老唐微信好友做奖品。

没有入选的，或是文章质量因素，或者可能是我没看见。

如果觉得是前者，可以再修改。

如果自己对文章挺满意，还可以在书房新文章的留言区（尤其是次条、二条、三条等留言较少的文章留言区）留下链接。

无论是否入选，输出本身已经是对自己的巨大帮助，是非常深入的学习过程。我相信所有写过读书笔记的朋友，都会有这个感触

另外提醒两点：

A.伴随着大量读书笔记在书房的推送，类似“《巴芒演义》写了些什么，有什么要点”类型的读书笔记，被选中的概率一定是大大降低的

B.请尽量不要在读书笔记里，评价某某基金经理或某某 V 的书籍、理念及实盘，尤其是老唐了解不深的人。

你贬低别人，我必定不会在书房推送。但你表扬别人，因为不了解，我难免担心软文夹带，万一不属实误导了其他朋友就不好了，所以也可能因此葬送了你优秀的笔记

本周运动

本周因故无运动，只是散步几次，略。

下周预计交易

无

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能充满老唐个人的偏见和错误。

文中提及的任何个股，都有腰斩或翻倍的风险。请坚持独立思考，万万不可依赖老唐的判断或行为作出买入或卖出决策。切记切记

祝朋友们周末愉快

第771篇.　　2020.06.01 - 一个中心，两个基本点，三个忠告--by@云竹禅语

云竹禅语　唐书房　2020-06-01

一个中心，两个基本点，三个忠告

——《巴芒演义》读与悟

《巴芒演义》一拿到手后，如饥似渴的阅读起来。老唐的“中翻中”的语言，老少皆懂，简洁优美，幽默风趣。

如书上第 135 页蔡志勇收购业务是这样的描写：“蔡志勇买回来的那些‘骑士’，绝大部分迅速暴露了‘癞蛤蟆’的真容。”

再如书上第 138 页，用“郎情妾意，干柴烈火”形容美国铝罐公司购买联合麦迪逊公司的情况。

一遍读完，似不解渴，又读一遍。掩卷深思，细细品味，回味无穷，遂成此文。

1．一个中心：以构建自己的能力圈为中心

能力圈问题是投资者最核心最基本的问题。

俗语说“什么样的面粉做什么样的粑。”“没有金刚钻，别揽瓷器活。”

每个人要根据自己的能力、性格和兴趣构建自己的能力圈，真正懂得自己不懂的东西，在自己的“一亩三分地”里不断耕耘拓展自己的能力边界，构筑自己的护城河和安全边际。

在《巴芒演义》的第七、八回详细讲解了施洛斯一生坚守自己的能力圈，47 年取得年化收益率 20.09％的辉煌业绩。

施洛斯性格内向，不善言辞，但他耐得住寂寞，一生恪守格雷厄姆的烟蒂股理论，坚持低估类股票投资。

他常年待在一个“壁橱”里翻看各种资料，对着企业的各种报表，按着计算器，寻找“市值低于有形资产净值三分之二，甚至于净营运资产三分之一的企业。”一旦找到稍有成色的烟蒂，猛吸一口。

施洛斯持股分散，少则六七十只，多则一百多只。股票涨上去就分批卖出，再找便宜的买。偶尔有踩到“屎”或者卖出股票又飙涨的情况，也坦然接受。

有自知之明的施洛斯在自己能力边界内的投资策略，对于我们普通投资者有很强的借鉴意义。

老唐坦言自己对保险公司“看不懂”。

在《对保险股的思考》的一文中写到：“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。”

不懂不买，这是老唐在自己能力圈边界做的正确的事，确定性事。所以老唐在 2014—2019 年取得年化 28.7％的骄人战绩。

创造性提出“戴维斯双击”的戴维斯家族一生只投保险公司，47 年的年化回报率接近 25％。

戴维斯的投资策略就是“寻找 10 倍以下市盈率、业绩增长达到 10％—15％的企业。”然后坐享业绩和市盈率的双增长推动股价的翻倍增长——“戴维斯双击”。

这也是戴维斯家族的能力圈。

值得注意的是，巴菲特并购许多保险公司，但他目的不是投资保险公司，而是通过控股保险公司，获取低成本的保险浮存金，再投资获利。

2．两个基本点：（1）是如何面对市场波动；（2）如何给企业估值。

（1）资本市场是由形形色色的人组成的，人性的贪婪与恐惧亘古不变，资本市场的起起落落，股价的涨涨跌跌也就不断重复，永远不变。

在南海投机泡沫中赔的血本无归的物理学家、数学家牛顿对人性慨叹道：“我可以计算出天体运行的轨迹，却无法预测人性的疯狂。”

格雷厄姆用 “市场先生”来形容市场的波动。“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。”

如果你没有长期思维，没有耐心和定力，情绪受“市场先生”的影响，追随着他的一举一动，结果你会损失惨重，甚至出局。

巴菲特在《聪明的投资者》的序言中强调：“要一生投资成功，只需要两个因素——有一个正确合理的思考框架让你能够做出正确的投资决策；有一种能力让你控制住自己的情绪以避免情绪破坏这个思考框架。”

克服人性的从众心理，抑制人性的贪婪与恐惧，不受市场巨大的情绪影响力，保持理性，成了价值投资者的必修功课。

（2）老唐通过巴菲特的 “农地投资案”，提出“估值就是比较和选择”的精辟论断。

在《巴芒演义》第 344 页老唐解释道：

“投资和估值，不是要在某投资对象上赚一倍或赚十倍的思考方式，而是一个永续的思维模式：永远只在两个可以理解的投资对象之间，选择产出更高的那个。

他是比较，是选择，不是精确计算。农地产出高，选择让财富以农地的形态存在。反之，如果农地产出还不如类现金资产高，那就让财富以类现金资产的形态存在。”

老唐“中翻中”的直白语言，把估值写的看似容易，实则不简单。

如何比较？如何选择？去阅读企业的财报！《手把手教你读财报》的副标题就是“财报是用来排除企业的”。

巴菲特说：“你必须了解财务报告，它是企业与外界交流的语言，一种完美无瑕的语言。只有你愿意花时间去学习它，学习如何分析它，你才能够独立地选择投资目标。你在股市赚钱的多少，跟你对投资对象的了解程度成正比。”

在今年接受采访时，股神巴菲特再次强调投资者 “必须要懂会计”。

老唐曾说“我就喜欢和数字较真，一看到数字我就拿计算器按。”

老唐的四本畅销著作，有两本是介绍会计知识的，一本是讲的企业估值和企业案例分析也用到会计知识，《巴芒演义》里面涉及的投资案例也要用到会计知识进行分析。

真正理解和懂得一家公司，第一步是对企业一份又一份，一年又一年的财报详细分析，这是长年坐冷板凳，与数字打交道的枯燥活。

几人能坚守？所以说，价值投资大道上人烟稀少、冷冷清清。

这也可以从唐书房的最近讲解会计知识的几篇推文的阅读量可以看出。

《老唐中翻中之：金融资产减值新规》第一篇阅读量有 2.5 万（止 5 月 15 日数据，下同），第二篇只有 1.8 万，而《中翻中之：合同资产 vs 应收账款，合同负债 vs 预收款项》只有区区 1.1 万。

3.三个忠告：（1）谨慎预测市场；（2）远离杠杆；（3）知行合一。

（1）谨慎预测市场

宏观经济学理论的创立者凯恩斯在 1929 年股市大崩溃中，蒸发掉 80％的财产。

事后他就自己根据宏观经济的投机活动时反思道：“我们无法证明在不同经济周期借助市场的系统波动买卖股票可以获得盈利。”

巴菲特直言“我不看宏观经济预测。所有宏观经济预测类的文章，对我而言是废纸。”

在 2008 年金融危机爆发后，他写道：“我无法预测股市的短期波动，对于股市未来一个月或一年会涨会跌我一无所知。”

老唐直言“到买点就买，到卖点就卖，中间就看书喝茶陪老婆。”

投资大咖如此，作为普通投资者何必热衷于短期的市场预测、纠结于明日的股价涨涨跌跌、打听内幕消息和小道消息呢?

老唐在《巴芒演义》第四十二回，有对价值投资者这样的一段忠告：

“投资者只要抛开对傻子想法的幻想，坚持每次决策都对农地品质及农地产出有深入研究和回报测算，通过不断地学习和修正，让判断失误越来越少，让单次错误造成的损失越来越小，就足够了。剩下的，相

信组合和复利的威力就好。”

（2）远离杠杆

远离杠杆，这四个字价值万金。

只要账面上有借来的钱，就等于把命运交给“市场先生”这个疯子手中。

老巴说：“资本市场里，什么离奇的事情都有可能发生。”这不，今年巴神也惊呼“活久见”。

所以，珍爱生命，远离杠杆！

（3）知行合一

电影《后会无期》里韩寒说：“听过很多道理，依然过不好这一生。”

有人说，“知易行难。”老唐说，“真知，行不难。”

价值投资者需要有对投资极度强烈的兴趣，更耐心、独立判断的精神和善良的品性。老唐对巴神取得巨额财富时总结道，善良是有复利的。

价值投资是一个不断学习的过程，不断阅读的过程，带着兴趣以及诚实的态度一点一滴积累知识，才能感受到知识的复利增长。

价值投资者一路是孤独的旅程，要有长期思维，以长期的视角看问题。需要思考的是这个公司为什么赚钱？怎么赚钱？将来会赚多少钱？等等。

“日拱一卒”，认真研究“农地”的产出，真正懂得一个公司一个行业，相信“时间的复利”，自然投资的硕果“不期而至”。

第772篇.　　2020.06.01 - 海康36问

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-06-01

本文所有问题，均来自 5 月 18 日《关于海康威视最新年报及一季报的问题》留言区。我删掉了重复的，对问题做了精简表述。回复如下：

1）谦之竹：第一次向老唐提问题，什么是应收票据的贴现和背书，到底是什么作用？如何理解？

老唐：贴现=支付一点费用，将没有到期的承兑汇票提前换成钱。比如 100 万应收票据，换 97 万现金；背书=拿没有到期的承兑票据当做货款，支付给供应商完成采购。

2）裙裙：P54 海康公共事业群（PBG）营收增幅小余总营收增长和其他 2 个事业群增长，是海康在其深耕的公安、交通、政务的份额下降导致的吗？请教如何查找相关信息证实或证伪。

老唐：2019 年公共服务事业群收入是　155.86　亿元，同比增长 4.09%，主要受到公安行业需求不足、落地项目较少的影响。

企事业事业群收入是 125.91 亿元，同比增长　23.88%，保持相对较高增速，是因为企事业数字化转型的需求显现，公司在各个行业的智慧业务应用优势较为突出。

中小企业事业群收入 93.56 亿元，同比增长　23.38%，是因为　2018　年中小企业事业群业务受到渠道去库存的影响，基数较低。

这类信息通常在公司定期披露的投资者关系活动记录里会有，比如本段就来自 4 月 25 日的公告，投资者日常保持对公司公告的正常关注即可。

3）哈哈 88：老唐，我想请教一下，为什么优秀的海康在你的实盘组合里占比最低，你最大顾虑是什么？谢谢！

老唐：隔着屏幕已经感觉到你的脑袋里充满了问号，或许还有个大大的惊叹号和一堆假设的答案？！

很遗憾，聪明人容易想复杂，老唐的答案没有那么绕。目前仓位占比低，只是因为：海康进入我的买点时，手头没钱。手头有钱时，海康不在买点。

4）木：应收票据中，因出票人未履约而转应收账款的票据 2.33 亿元是什么意思？

老唐：就是字面意思。这个一般不是银行承兑汇票，是商业承兑汇票。到期后开出承兑汇票的企业没有付款，从应收票据转入应收账款科目。

5）木：按道理，中心控制产品毛利率趋势应该随着智能化提高而提高？毛利率下降 2.46%的原因是？

老唐：产品毛利率高低主要受制于供求关系，没有随着产品科技含量提升的必然规律，比如可以对比今天的手机和三十年前的大哥大。

6）吴庆宇：请教老唐，19 年报第 81 页海康微影与中电科租赁签订的融资租赁合同怎么理解?谢谢了！

老唐：厚道大股东的扶上马、送一程行为。

7）勇：小白才开始学读年报，175 页存货账面余额 11,709,834,827.62，而 120 页审计报告中提到的存货账面余额　11,197,875,576.92，这是个错误吧？可能这个问题价值不大，但还是希望老唐给个答复，谢谢

老唐：不是错误。120 页表述很清楚，112 亿不包含已完工未结算资产。175 页表格的 117 亿减去表格里的 5 亿已完工未结算资产，就是 120 页的 112 亿。

8）每天：海康年报 60 页的应收款项融资期末 12.57 亿，61 页应收款项融资年末帐面价值 2.72 亿。请问老唐有什么区别。谢谢！

老唐：12.57 亿银行承兑汇票金额，2.72 亿是其中处于质押状态的部分。

9）小英：请教：海康威视 2019 年年报中对于应收账款单项计提的条件貌似没有提及，2018 年年报上有。海康是不再进行单项计提了，还是说单项计提没有硬性条件，由公司认定？

老唐：是否需要单项计提，由公司判断，非强制要求。一般来说，只有单项应收账款金额较大，有一定的坏账风险，预期对当期利润影响较大，才需要单项计提。

10）琦：唐老师，5 月 24 日海康持股 13.43%的股东龚虹嘉因自身资金需求拟减持不超过 2%公司股份。请问大股东连续减持，对海康经营会不会产生什么影响？

老唐：不会。其性质和你卖出海康股票道理一样。

11）一无所有：海康威视的净利润和现金收入比一直低于 1，在估值的时候是不是要对利润打折呢？

老唐：需要。我的估值表里，已经打过折了。

12）于木疙瘩　：请教老唐，19 年财报里的 P167 页“信用期内”和“逾期一年内”两个合起来是之前年份的“逾期一年内”，这样理解对吗？

老唐：逾期和账龄很难一一对应理解，也没有必要去对应。按照我对过去历年计提及回收情况的观察，总体来说，海康的计提政策是严谨的，在没有重大改变之前可以直接信任其计提数据。

13）苏洋：您提到过按照时间（账龄）计提的，无需转回。但海康 2019 年报 p174 的其他应收款有转回，请问这是怎么回事？

老唐：首先，之前我回复分众财报没有转回记录的问题时，说的不是无需转回，而是按照组合计提的坏账，如果有转回，数额是进了坏账准备池子，无法/也不需要/单独披露。

其次，海康 174 页披露数据是针对其他应收款的。其他应收款是非经常性的，不按照组合计提坏账准备，与经常性的、按照组合计提的应收账款处理模式不同。

14）云溪：唐朝老师您好！①海康的财务费用为 640068177 而利息收入为 699779882 什么原因？②海康的负债利率均四点多。是否高了？

老唐：①财务费用不是 6.4 亿，是-6.4 亿，即净收入 6.4 亿。其中利息收入 7.2 亿，利息支出 2.6 亿，汇率上赚了 1.8 亿，于是 7.2-2.6+1.8=6.4 亿。财报 196 页有明细披露。

②你所说的四点多，应该指的是财报 190 页披露的质押贷款部分。那是 PPP 项目借款。通俗的说，就是借鸡下蛋项目，当地银行专项贷款，抵押品就是贷款所投入的项目，这种情况下四点多的贷款利率不高。

15）周燕：p186，以抵消后净额列示的递延所得税资产或负债的列表中，递延所得税资产和负债年末互抵金额 81722298.41，是怎么计算的？

老唐：财报 154 页有说明。

16）周燕：p187，短期借款列表中，有本金有利息，用[利息/（年末余额+年初余额）/2]，结果连 1%都不到，明显不合理。怎么才能知道企业的借款利率是否合理？

老唐：不可以那样计算。那个数据指的是尚未偿还的短期借款中，尚未偿还的本金是多少，尚未偿还的利息是多少，并不代表这部分利息是这部分本金产生的。

当公司的有息负债发生时，年报里会直接披露借款利率，可以和银行同期贷款标准利率做对比。

17）周燕：p189，其他应收款之预提费用是什么费用？年初 2.98 亿，年末 6.08 亿。

老唐：预提费用，指按照会计规则，应该支付但暂时还没有支付现金出去的费用。比如预提的租金、保险费、借款利息、固定资产修理费用等。

18）周燕：p182，2018 年在建工程转入固定资产（房租及建筑物）20.32 亿，而 2019 年转入只有 1.49 亿。2018 年建造合同形成的已完工未结算资产有 14.57 亿，那么是否意味着 2019 年至少可转入固定资产 14.57 亿？实际上 2019 年转入固定资产总和只有 3.34 亿。

老唐：理解错误。已完工未结算资产，是公司给客户做的工程，不是自己的在建工程和固定资产。

19）潜龙勿用 Ark：海康年报 P175　存货中的产成品账面余额达 60 亿，比年初增长 50%以上，是否有合理性和必要性？本年海康毛利率略增，是否有这部分的原因？

老唐：被美帝列入实体清单，以后采购会受限。在切换供应商之前，大量备货，给自己留下缓冲时间，合理且必要。毛利率与此无关。

20）杨明：老唐你好，海康与大华同属安防行业，在收入构成里海康分前端，后端，中心控制等，而大华则直接分为产品和解决方案，我想问一下，解决方案指什么，海康咋没有？

老唐：你可以理解为海康披露的更细。

21）苏洋：p188 公司对预收款项的注释里，已办理结算 14.27 亿-已经结算未完工 1.4 亿=12.87 亿（含税）=2019 建造合同含税营收。毛利为 1.54 亿。毛利率为 12%。这和公司 p55　对建造合同 22.66%的毛利率差距很大。这是怎么回事？

老唐：已确认毛利≠全部毛利。

22）張鵬：①年报中海康的净利润 124 亿，远远低于经营现金流净额 77 亿。1 季报甚至现金流净额为-39。

②近十年报表数据均显示净利润低于经营现金流净额，是否应该质疑净利润的含金量？

老唐：①.本期主要是增加大量采购导致的当期现金流出增加。大量采购是因为被美帝列入实体清单后，需要切换供应商，备点原料让自己从容一些。

②.净利润和经现流净额问题，我个人的看法主要是因为业务规模越滚越大带来的期末应收账款规模增加造成的，2018 年 7 月 22 日的《简单聊聊海康威视中报及最新估值》一文里，我写过这个问题，你可以回看。

从保守角度考虑，估值时可以对其净利润做打折处理。我的估值表格里，就是打过折的。

23）Insanity：年报 148 页，固定资产折旧预计残值率海康为什么是 10%？但根据《国家税务总局关于做好已取消的企业所得税审批项目后续管理工作的通知》（国税发〔2003〕70 号）第二条之规定固定资产残值比例统一为 5%，比较疑惑，希望解答。谢谢！

老唐：你提到的规定是短期暂行条例，已经失效了。关于残值，公司管理层有一定的自主判断权力，只是设定后轻易不能修改。

24）CHEN：中美关系越来越恶化，假设海康威视完全失去海外市场，影响几何？

老唐：海外营收占约 28%，其中美国市场营收占约 6%。如果真的走到完全失去那一步，影响不会小。

25）w.wen：海康威视 2019 年报，P63 页，金融衍生品问题，初期投资成本 10.1，收益 0.02，本期购入 14.1，累计收益 0.12，期末 9.8。那么 14.1+10.1+0.12-0.02-9.8=14.5，请问 14.5 亿去哪儿了？谢谢！

老唐：衍生金融资产主要是类似远期外汇合同、外汇期权合同及利率掉期合同等投资，是公司为了避免境外业务相关外汇资产和外汇借款的风险而实施的防范措施。

这些产品通常既有多头、也有空头，不能像股票一样将所有数据加总去计算余额。

26）印 Ian：华为海思是海康的芯片供应商，若华为海思以后不给海康供应芯片，海康的未来如何？

老唐：如果发生你说的情况，估计海思会破产。而海康会寻找其他供应商，估计会带来成本的上升或者性能的下降。

27）大漠孤烟：海康威视近些年应收账款周转天数逐年增加，2019 年已达到 100 天以上。看了历年报表，应收票据在减少，应收账款在大幅增加，不知什么原因？

老唐：过去两三年宏观环境的压力吧。

28）庆：海康威视的年报和一季报的营业成本增长幅度小于营业收入的增长幅度，我的问题是去年受美国贸易制裁导致采购限制，今年一季度疫情影响，采购成本增加幅度不是应该更大吗？从而导致营业成本增加幅度大于营业收入的幅度吗？

老唐：①本期的采购成本和利润表营业成本不能混为一谈。营业成本里包含的原材料成本，是你本期卖掉确认了收入的那部分产品的历史采购成本，不是本期新采购原材料总金额或单价。

②营收增幅取决于销售量和单价两个因素，即使是成本增加的情况下，如果产品平均售价增幅大于成本增幅，也会导致营收增幅超过成本增幅的情况。

29）观霖：您好老唐，海康财报我没有什么问题，只有一个细节比较担心，财报 162 页显示：今年很多并表企业不再享受税费利率优惠的政策，如果企业从税率从 10%到 15%，15%到 25%的话，对本年度甚至今后的净利润影响还是蛮大的，不知道是否需要下调企业估值，谢谢

老唐：这些税收优惠主要是两大块，一是高新技术企业资格认定，二是西部大开发优惠。后者已经宣布会持续，前者基本可以肯定会延续认定。

30）vins：海康分拆萤石上市后，是按子公司来并表，还是算投资收益？

老唐：这要看分拆上市时的新股发行规模。若发行后海康还是控股股东，按子公司并表。反之，就是联营企业，算投资收益。通常而言，会继续是子公司。

31）李航：19 年年报 p129 合并现金流量表，收回投资收到的现金和投资支付的现金，和去年差别好大，这个两个数字是怎么算的？

老唐：主要是期间是否有理财产品到期的影响。财报 59 页有披露。

32）林飞：请问老唐，2019 年报 p91 股权激励新发行了 1.2 亿股，对应发行价格 16.98 元/股，而发行日实际股价是 28.74 元，请问两个价格之间的价差体现在哪里呢？

老唐：股权激励发行价格和市价之间的差额，相当于是公司支付给员工的薪酬，在整个股权激励存续期内作为费用加权分摊。

加权分摊这个词是我自己编的，不是会计术语。我举个简单的例子说明：

比如你所在的公司现在给你了一笔股权激励，总数 36 万股，行权价格 10 元，今日市价 15 元。未来三年只要你年底在职，就可以按照约定的行权价得到 12 万股。行权价和今日市价之间的 5 元差额，实际就是公司给你的薪酬的组成部分。

这 36 万股里的 12+6+4=22 万股的差价 110 万元，算成公司今年的费用；6+4=10 万股差价 50 万元算成明年的费用（你要在职两年，才能拿到第二个 12 万股，所以这 12 万股分摊在两年里，第三年同理），4 万股（20 万元）算成后年的费用。

该费用理论上讲应该跟随该名员工原本的薪酬归属，分别计入生产成本、管理费用、销售费用或研发费用（看此人属于什么部门），但实践中上市公司一般直接计入管理费用，或者列为非经常性损益，同时在所有者权益里调整股本和资本公积科目。

33）林飞：请问老唐，2019 年报 p62 重庆科技园二期，根据公告建设周期是 2017 年 9 月至 2019 年 12 月，为何到目前为止项目进度才 14.58%？是否项目遇到了什么问题？财报上找不到解释。

老唐：重庆科技园一期项目已经于 2018 年完工。2019 年财报披露信息为重庆科技园二期，预算投入 7.6 亿，目前投入 1.1 亿，项目进度 14.58%。

34）林飞：请问老唐，2019 年报 p190，欧元信用借款，年利率为 0.85%，为何比质押借款利率低这么多？

老唐：欧元区利率本身很低。

35）成长性思维：唐老师，2019 年年报 P54 营业收入构成分产品中的其他项占比 14.94%，而且 14 年以来占比都在 12.8%以上，这些其他的业务是什么，年报里面也搜索不到相关的解释！

老唐：海康给客户做安防或其他工程的过程中，会用到一些自己不生产的东西，这些东西的销售收入和采购成本归入“其他”项披露。

36）成长性思维：年报 P176 建造合同形成的已完工未结算资产，被计入存货了，按正常我的理解不是应该计入资产吗？

老唐：这是针对给客户做的工程而言的。预计一年内会和客户结算的，计入存货。超过一年时间才会结算的，计入非流动资产。

文末申明

以上回复为老唐的个人理解，若有错漏之处，欢迎朋友们直率指出

本文是纯粹的财报知识分享，不代表对股价或企业价值的任何评判，请勿依据本文观点做出买卖决策。

姚恩

我也不明白股权激励的计算方法

作者

搞不懂你会卡在何处，小学数学。36 万股，每年解冻 12 万股，第一个 12 万股差价算第一年的费用。第二个 12 万股平均分在前两年里，一年 6 万股差价费用。第三个 12 万股平均分在三年里，一年 4 万股差价费用。所以第一年是 12+6+4=22，第二年是 6+4=10，第三年是 4。很难懂吗？卡在哪儿？

第773篇.　2020.06.04 - 第二十七回 芒格推动思想进化 喜诗展示优质魅力

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-06-04

纸质版《巴芒演义》请点击：当当下单　京东下单

音频版请到喜马拉雅搜索《巴芒演义》

先说投资思想。

巴菲特说：“查理用思想的力量拓展了我的视野，在他的帮助下我以不可思议的速度从猿变成了人。如果不是他，我会比今天穷得多。……我对他的感激无以言表。”

这里的“从猿到人”指的是在芒格的推动下，巴菲特从格雷厄姆传授的“关注企业现有资产清算价值”的投资体系，转化为“关注企业未来自由现金创造能力”的投资体系。

按照芒格的谦辞，自己的作用被巴菲特夸大了，即便没有自己，巴菲特最终也会走上这条路的。

为什么呢？我们看看巴菲特的性格和他所面临的历史环境就知道了：这条路他非走不可，简直不可能有其他选择。

从猿到人迈出的重要一步

从巴菲特 1950 年秋天成为格雷厄姆的学生算起，一直到 1969 年夏天清盘基金的 19 年里，美国股市整体处在一轮波澜壮阔的大牛市，道琼斯指数从 200 点出头上升到千点附近。

推动大牛市的动力很多，除了众所周知的二战后美国经济的高速发展之外，主要还有两个原因：一是美元和黄金脱钩，二是信息技术的发展。

二战后美元和黄金的逐步脱钩，导致通货膨胀成为无可阻挡的必然趋势。

按照美元通胀系数计算，1969 年的 152 美元才能与 1950 年的 100 美元大致等价。

这种压力下，资本的逐利天性必然推动资本从储蓄或债券转移到股市。

按照纽交所数据，1929 年大萧条爆发之前的巅峰时期，美国也仅有四五百万人参与股市（总人口约 1.2 亿），而 1970 年美国已经有 3100 万股民（总人口 2.05 亿），占比超过 15%。

另一方面，电视、广播和报纸等信息传播工具的快速发展，改变了信息传播的范围和速度。

加上美国证监会成立后对企业信息披露要求的不断完善，其结果就是，烟蒂股模式必将面对可投资对象越来越少的局面。

此时，要坚持格雷厄姆投资体系，只能是维持较小的资金规模，或许可以获得不错的收益“率”，但需要接受利润“额”不大的事实，如同施洛斯的人生。

反之，如果要满足赚取更多金钱的强烈欲望，寻求改变就是唯一选择。

至于因谁而变，即便没有芒格、费雪，或迟或早也可能会有其他人出现。从这个角度说，芒格的谦辞是有道理的。

然而，投资有个重要规律：金钱有时间价值。

早一天转变就有早一天的价值，这个价值差异在长期复利规律下，会庞大得惊人。

芒格是最早、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，我会比现在穷得多”也是正确的。

丰富的阅历带来看问题不同的视角

芒格刚接触投资时，投资体系实际上是受巴菲特影响，走的也是格雷厄姆烟蒂路线。

但是，格雷厄姆和巴菲特是从学校毕业就直接进入投资行业，而芒格在接触投资行业前已经有过丰富的商业经验，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）……

通过这些生意，芒格已经亲手赚到过高达 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，非常容易就能发现：

①有些生意天然就更容易赚到钱。比如印刷厂就很难提价，因为报纸立刻就能将业务交给其他工厂印刷。

而报纸提高广告价格，广告主却很难抗拒。

②同样的生意，由不同的人管理可能产生巨大差异。比如同样的地块，原来的业主拿着只能是巨亏，而芒格买下来却有办法让它变成暴利项目。

这些生意的特质和人的因素，恰恰是格雷厄姆所忽略的。甚至格雷厄姆还特意叮嘱弟子们不要去关心这些区别，盯住财报数据就够了。

除了商业经验，芒格及其父亲的律师生涯，也让他轻而易举地发现：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，会让他们有意无意地就避开潜在的麻烦。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里，天然就隐藏着滋生麻烦的种子。

以烟蒂股思想挖掘到的便宜股票，绝大部分也是遇到这样或那样麻烦的企业，否则也不会便宜到清算价以下。

它们就像生活中麻烦不断的人，往往因为公司文化和生意特质，注定解决一个麻烦，后面可能跟着一串麻烦。

在芒格看来，烟蒂投资就仿佛不断寻找一些烂人，和他们做完一次生意就绝交，再重新寻找下一拨烂

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保持高度警惕（永远不要低估烂人的下限），而且由于对于烂企业需要在价值回归后及时出手，对时机的把握和新信息的关注度要求很高。

一旦资金量变大后，必然面临心力交瘁的困境，活得非常累。

买下那些由优秀的人掌控的优秀企业则不同。

优秀企业和优秀的人一样，因为优秀所以更优秀，反而经常挑战成就的上限。

投资者买下优秀企业后，往往并不需要再做什么，只要坐着享受优秀者努力的成果就好。

同时，还可能不断接触优秀的人身边那些同样优秀的人和企业，毕竟“物以类聚、人以群分”。

与优秀的人为伍：惊喜不断

举个典型的例子。

1983 年巴菲特买下布鲁姆金夫人（巴菲特喜欢称呼她为“B 夫人”）的家具商场后，不仅顺藤摸瓜买下了 B 夫人妹妹和妹夫的波仙珠宝商场；

还因 B 夫人家族的盛赞，买下了家具同行比尔·蔡尔德经营的犹他州家具业霸主威力家居；

又经蔡尔德介绍买下得州家具业霸主繁星家具公司；再经上述三家 CEO 推荐，买下波士顿家具业霸主乔丹家具公司……

这几家公司至今都是伯克希尔的印钞机。

巴菲特经常在年报里夸赞这一连串收购“实在是棒极了，伯克希尔不仅得到了杰出的零售事业，同时也让我得以认识天下最好的朋友”。

这些人里让人印象最为深刻的，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：

这是有关犹他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。

比尔跟他经营团队的大部分成员都是摩门教徒，因此他们的店星期天不营业。这样的惯例其实不适合用在零售生意上，因为对大部分的顾客来说，星期天正是他们购物的大好时机。不过尽管如此，比尔还是带领这家店，从 1954 年他接手时的 25 万美元营业额，一路成长到 1999 年的 3.42 亿美元营业额。

比尔认为威力家居应该也能在犹他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。

我相当怀疑星期天不营业的政策，能否在陌生地区抵抗对手七天无休的强力竞争。当然，由于这是比尔负责的事业，所以尽管我对此持保留态度，但是我还是尊重他的商业判断和宗教信仰。

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。等盖好商场，确定营运良好后，再以成本价卖回给伯克希尔。要是营运不如预期，那么伯克希尔可以不必付一毛钱。这样，潜在的庞大损失就可以由他单独承担。

我告诉比尔很感谢他的提议，但若伯克希尔想要获取投资回报，那就必须承担潜在风险。比尔坚持说，如果因为个人的宗教信仰而使得公司经营不善，他希望能够单独承担苦果。

这家店于去年 8 月顺利开幕，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，比尔拒绝收取任何利息。

从来就没有一家公众公司的经理人会这么做，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开心雀跃。

这就是和好人打交道的力量。

好人、好企业不断用自身努力制造惊喜，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，因为任何具备基本商业常识的人都不难理解：忽略公司生意特质，直接看财报数据，相当于将煤油灯、传呼机生产企业 100 元账面资产，等价于茅台酒、中华烟生产企业 100 元账面资产，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；

他忽略企业性质，将不同企业的账面资产视为同样意义的数字比较，这绝对是荒谬的；

掌管资产的人也是决定资产价值的重要组成部分；等等。

成长股投资之父：菲利普·费雪

这些思想，现在一般归为菲利普·费雪成长股体系。

费雪（1907—2004 年）毕业于斯坦福大学，大概就在格雷厄姆琢磨出烟蒂体系的同时，费雪探索出另外一条道路：投资那些具备业务和管理竞争优势的企业。

他总结出一种通过对目标企业的竞争对手、顾客、供应商和离职雇员来全方位了解企业的方法，并将其命名为“闲聊法”（今天叫作“企业调研”）。

在费雪看来，投资者最重要的是去了解一个行业或一家公司究竟是如何运作的，而不是只看报表数字上的账面资产价值。

1958 年，费雪将自己的投资思想体系整理出版。

这本名为《普通股和不普通的利润》（国内一般翻译为《怎样选择成长股》）的图书在投资界影响很大，主要由于这本书长期占据斯坦福大学商学院投资课堂。

费雪本人于 1961 年和 1962 年以这本书为框架，在斯坦福大学商学院讲授投资学。

当时的学生杰克·麦克唐纳德，从 1968 年起成为斯坦福大学商学院的投资学教授，一直到 21 世纪初。

在这几十年里，从斯坦福大学商学院里走出无数的投资精英，他们的学习教材里无一例外都有一本《普通股和不普通的利润》。

在这本书里，费雪提出了选择成长股的 15 个原则，以及一个伟大的思想，“如果买入了正确的企业，卖出就变得不那么重要了”。

书里提出的很多投资理念，直到今天依然闪烁着灼灼光芒。譬如：

- 重视公司的产业前景、业务、管理及盈利增长能力。
- 把公司的管理层必须诚实且具备充分的才能作为选股的前提。
- 通过竞争对手去了解目标企业的优劣势。
- 区分企业成长究竟因为幸运，还是因为能力。

- 永远只用闲钱投资，这样才有能力长期持有优秀企业。
- 买入股票是因为公司优秀而不是因为股票便宜。
- 对于优秀的企业过于关注股利是不必要的。
- 企业利润率高于次优对手两三个百分点就是好的投资对象，过高的利润率里往往隐藏着风险。
- 关注一家企业的超额利润究竟来源于哪些竞争对手无法模仿的做法。
- 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。
- 真正优秀的企业数量极少，发现后要长期持有，仅仅因为盈利一定幅度就卖出是愚蠢的。
- 持股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，等等。

费雪一生业绩不错，他的主要持股基本都是持有二三十年以上的，大多数获利在数十倍甚至数百倍，其中持有最长的是摩托罗拉，1955 年买入持有至 2004 年。

只是由于费雪个人选择，他仅仅为 12 位富裕的客户打理资产，没有公开披露过业绩。

以合适价格购买优质企业

芒格灌输给巴菲特的思想，基本和费雪体系类似，但主要是芒格自己思考出来的。

芒格说：“在我第一次听说费雪时，我的投资风格就已经和他很接近了。”

不过芒格也坦言，有费雪这位知名投资家背书，加强了自己质疑格雷厄姆体系的信心。

巴菲特 1962 年左右拜访过一次费雪。

他后来这样回忆这次见面：

“费雪是一位天生的老师，对于一个渴望知识的学生有问必答。40 多年来，在我的投资理念里，处处都渗透着他的思想。否则，伯克希尔-哈撒韦的股东不可能有如此之多的财富。

40 年前，只有本杰明·格雷厄姆和菲利普·费雪是我心目中的投资伟人。今天，依然如此。”

好朋友芒格日复一日灌输的这些思想，启发了巴菲特思考买便宜货的问题所在。

同时，芒格自 1962 年起也创立了基金，他俩的基金在 1962—1969 年期间共存，估计这个业绩对比也推动了巴菲特向费雪、芒格思想靠拢。

表 27－1　1962—1969 年巴菲特与芒格基金收益率比较

时间	道琼斯指数	道琼斯涨跌幅	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%
1969－5	949.22	－3.5%	6.8%	
1969	805.04	－18.1%		28.3%
年化收益率			30.2%	35.6%

巴菲特说：“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。这是他对我最大的影响。要把我从格雷厄姆有局限性的观点中解救出来，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。”

巴菲特内心逐步接受了以合适价格购买优质企业。

他说：“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。”

然而，真正帮助巴菲特和芒格彻底摒弃烟蒂投资，转向陪伴优质企业成长投资体系的标志性事件，还是对喜诗糖果的投资。

好企业散发的魅力

喜诗糖果公司的家族接班人，因为兴趣不在糖果经营上，所以打算将喜诗糖果公司出售。

巴菲特在伯克希尔 1991 年致股东信里这样回顾这场交易：

1972 年 1 月 3 日，伯克希尔买下了喜诗糖果。

当时卖方报价是 4000 万美元，但公司账上有 1000 万美元的闲置资金，因此真实报价可以理解为 3000 万美元。

当时查理和我还不是很了解一家市场特许事业的真正价值。

我们看到公司账面净资产只有 700 万美元后，向对方表示 2500 万美元是我们可以接受的价格上限——我们当时确实是这样想的。

幸运的是，卖方接受了我们的报价……整个交易没有因为我们愚蠢地坚持 2500 万美元价格上限而告吹，我们好幸运。

这说明巴菲特已经意识到，格雷厄姆传授的“买价绝对不能高于净资产、最好低于净流动资产的 2/3”规则，已经成为成功投资的障碍。

这家账面净资产只有 700 万美元的企业，以 3000 万美元买下来，依然是一笔无比超值的生意。

后来的事实证明，哪怕当时加高一倍的价格买下，依然是一笔长期超高回报的优质投资。

但这样的出价，一定会被格雷厄姆老师评论为“脑子烧坏了”。

巴菲特买下喜诗后，喜诗仍然由原班人马经营。

当时的公司副总裁查克·哈金斯，在其后几十年里一直是喜诗的 CEO。

喜诗糖果年度净利润从 1972 年的 208 万美元，一直增长到 2007 年的 8200 万美元，累计为伯克希尔贡献利润 13.5 亿美元（之后年度未单独披露）。

更重要的是，喜诗盈利能力的增长不依赖资本投入，公司产生的几乎每一分现金，都可以回流给伯克希尔，让巴菲特拿去买买买。

正是因为这些买买买，伯克希尔才陆续拥有了更多规模更大、盈利能力更强的企业。

如果将巴菲特运用喜诗所贡献的现金再投资收益也计算进来，喜诗的贡献可能是个天文数字。

在 1997 年的股东大会上，巴菲特这样回忆道：

喜诗糖果是我们第一次购买品牌企业，这对于习惯于出价 50 美分去购买 1 美元的我们来说，是一次艰难的跳跃。……

谢天谢地，我们幸运地收购了这家公司，它教会我们很多东西。

如果没有收购喜诗的经验，我们就不会在 1988 年去购买可口可乐的股票。

所以，今天我们在可口可乐上赚到的 110 亿美元，很大部分要归功于喜诗糖果。

没有喜诗这个关键案例，就没有今天的伯克希尔帝国，没有我们所看见的世界头号“股神”。

喜诗糖果案在伯克希尔帝国发展史上的重要地位，无论如何强调都不过分。

那么喜诗这个投资对象，是如何被发现的呢？这就要说到芒格给巴菲特提供的另一项帮助：宝贵的人脉关系资源。

第774篇.　2020.06.04 - 当我谈基金投资时，我谈些什么——by@lisfranc

lisfranc　唐书房　2020-06-04

当我谈基金投资时，我谈些什么

——读唐朝《巴芒演义》有感

盼望中，收到了唐朝先生的新作《巴芒演义》，立即抛下刚啃了一半的《聪明的投资者》第 4 版，优先利用闲暇时间阅读起来。

唐派文风是众所周知的通俗易懂、深入浅出，逻辑严密而又不失幽默风趣，以至于我一上手就停不下来，但终因时间问题遗憾“三气看完”而没有“一气呵成”。

唐朝先生对纷繁复杂的历史事件和投资案例进行抽丝剥茧般复盘和再现的能力从来就没有让人失望过，对相关案例和事件的解读也逻辑合理自洽，其生动形象与精辟甚至还超越预期。

总之，《巴芒演义》带领我叩开了尘封的历史之门，亲历一幕幕精彩过往。非常过瘾！

作为一本作者和读者都公认可以传世的大作，当然从多个角度看都堪称完美，也有很多追求完美的高手牛人第一时间就写出了一篇篇经典的读书笔记，从各个角度赏析品评这本《巴芒演义》，深度挖掘了其在投资、文学、艺术、历史、商业、哲学、人生智慧等诸多方面的价值，大部分都能击中我的内心。

似乎已经没有什么我还能发表的意见了。我还有什么要补充的吗？

我想了良久，有一条思绪在脑海中幻化翻飞，竟然形成了一定的脉络，这是一个尚无人关注的实用主义的角度，那就是一个长期投资人对基金投资的思考和认识。

在这个问题上，《巴芒演义》确确实实给了我很大的启发和思考。于是整理脑中思绪，借用村上春树的书名，匆匆写下本文《当我谈基金投资时，我谈些什么》，作为我的《巴芒演义》读书笔记。

作为一个（价值）投资者，在对投资有了基本的理解之后，我完全认同巴菲特和唐朝先生将优秀企业的股权作为财富承载客体的理念，持有甚至占有企业股权的思维随着阅读思考的深入而愈发清晰和强烈。

虽然我早已在股市开了户，但直至我明白了投资对于人生的真正含义之后，我才知道自己是在干什么。

投资于我而言，并不是投入消费甚至娱乐级别的小量资金进进出出，赚了换个车换个房，亏了也无关痛痒。

与此大不相同，我所理解的投资是把此生已积累和未来将积累的所有财富（除了住房和生活消费之外），都配置到最优质的资产之上（而我目前所能理解的优质资产非权益资产莫属了）。

这个量级的资金可能会远远超出自己年收入数倍，如果最终输了，失败的可能就是整个人生。

所以，这是一个贯穿一生的不能言败的历史赌局，必须先胜而后战，彻底想清楚投资必然胜利的底层逻辑到底是什么。

然而，由于当下财报研读和企业分析的能力尚不足，自己只敢利用小额的资金进行选股配置操作，边学边练；而大额的资金，则寄希望于长期投资一些股票基金。

我所谓的长期，真的是很长的时期，至少是十年，也许是二十年、三十年或更久，这些钱我都是可以不动的，我甚至根本就没有想过此生会不会去花它。

我希望我的投资收益能够跑赢 GDP，跑赢 M2，跑赢市场，跑赢当下的我自己。这就是我现在给定的条件，我该怎么做？

普通人能想到的无非就是选择几只优秀的有名的公募或者私募基金，分散配置，并长期持有，分享经济发展的红利。

以上思路听起来挺像那么回事的。实际上呢？

实际上《巴芒演义》给出了历史的答案。

毋庸置疑，《巴芒演义》的主题是讲述格雷厄姆、巴菲特、芒格等一代代投资大师和投机大师的投资故事和理念，但我们换个维度观察，投资大师沉沉浮浮的经历背后，却是千千万万个人投资者的命运。

能成为大师的客户是幸运的，但并不是每个人都善始善终，普通人能否分享到时代红利，还需要些许投资智慧。

因此，我认为《巴芒演义》其实还展示和演绎了普通投资者应当如何修行进化，才能与优秀的投资大师相伴成长，与拙劣的投机分子分道扬镳，尽早摆脱被割韭菜的命运。

让我们走近《巴芒演义》，以投资（投机）大师们的客户的视角，看看里面作为龙套甚至路人甲乙丙的个人基金投资者的故事吧。

一、一代宗师格雷厄姆和他的客户们。

20 世纪 10 年代，格雷厄姆初出江湖（当时才 20 出头的年龄），一位哥大教授就投资了 1 万美金（相当于今天的人民币 175 万元），并愿意收益平分。

教授攒个 175 万元也不容易，居然敢于全部投资个一个刚毕业的毛头小伙，并接受收益平分的条件，其风险偏好可见一斑。

第一年顺风顺水，接下来两年却出现巨亏而被迫斩仓，教授的投资应该是打了水漂。

在格雷厄姆郁闷到想自杀之际，教授毕竟是教授，表现出很好的修为和涵养，没有对这个年轻人施压和翻脸，而是提出了由格雷厄姆每个月向账户偿还 60 美元的可行性方案。

以时间换空间，客户和基金经理相互理解支持，共渡难关。果然两年后股市又明显回升，格雷厄姆终得翻身，此时教授应该是回本了吧。

接下来牛市来临，鸡犬升天，未来的证券分析教父此时竟然也喊出了“好的投资就是好的投机”的口号。

市场不分对错，业绩说明一切，有了好的业绩，一位叫罗·哈里斯的大客户愿意投资 25 万美元给格雷厄姆，并且每年固定 1 万美元底薪，外加超额提成。

未来几年继续走牛，格雷厄姆大获成功。

就在格雷厄姆自信心爆棚而希望提高分账比例时，哈里斯及时踩下了刹车，连同其哈佛法学院的同学本杰明·科恩一起都选择了退出（科恩投了 10 万美元）。

哈里斯和科恩在这一波当中提前止盈，应该也是赚得盆满钵满，只是不知道离开了格雷厄姆，是否跳进了其他大坑。

大客户退出没有关系，仍然有 40 万美元的资金追随，按照格雷厄姆制作的高提成分账合同继续。

股市继续走牛三年，于 1929 年见顶，此时，委托格雷厄姆的资金已然达到了 250 万美元。

接下来就是 4 年的暴跌，格雷厄姆的业绩分别是-20%、-50.5%、-16%、-3%，累计亏损达 70%，1932 年底剩下的资金仅有 37.5 万美元。

在此间，多少财富灰飞烟灭？

如果你是 1929 年才追随或加仓格雷厄姆的投资者，你会怎么办？

继续坚定持有甚至追加投资，还是黯然认栽、割肉离场？

我相信，250 万美元中，一定有不少资金选择割肉，在谩骂中就此告别了大师的舞台和光辉。

1933 年的格雷厄姆，站在历史的底部坚定抄底，获得了 50%的回报，也让客户看到了曙光。

为了摆脱历史亏损的负担，鼓励格雷厄姆认真赚钱，通情达理（可能是无可奈何吧）的客户们与格雷厄姆达成了新的协议，甩掉历史包袱，以 1934 年 1 月 1 日的资金量为起点，重新计算年度盈亏。

第二年，轻装上阵的格雷厄姆就挽回了全部亏损。与此同时，格雷厄姆的传世巨著《证券分析》问世，宣告格雷厄姆投资体系基本成型，奠定了格雷厄姆在投资领域的一代宗师地位。

接下来格雷厄姆-纽曼公司的业绩毫无悬念地蒸蒸日上，凭借《证券分析》里有章可循的投资方法，1936 年至 1956 年二十一年间扣费后年化回报率达到了 14.7%。

作为这个期间的格雷厄姆的客户，无疑是幸运的，持续分享到了大师最长期最稳定的成长业绩。

只是有多少投资者从头到尾吃到了这些红利，我们已经无从得知了。

二、股神巴菲特和他的客户们。

1956 年 5 月巴菲特成立的第一家合伙企业，投资者全部是至亲好友，这个相当于是种子投资不可复制，没有借鉴意义，不多说。

第二家合伙企业只有一个投资者，从格雷厄姆那儿转来的老教授霍默·道奇，一个人投了 12 万美元，妥妥的大客户。

第三家和第四家合伙企业跟第一家类似，也都是比较亲信的人投资。

第五家比较有意思，是当地名医戴维斯，也不认识年轻的巴菲特，只是听他巴拉巴拉了一个多小时，感觉很像自己朋友的儿子芒格，就慷慨投下 10 万美元，有魄力！

还有陆续成立的几家合伙企业的投资人情况也差不多，连同前面几家在 1962 年整合为了“巴菲特有限合伙公司”，净资产达到了 717.85 万美元，巴菲特自己也投入了绝大部分身家，达到 102.5 万美元。

也不知是慧眼识英才还是踩中了狗屎运，巴菲特合伙公司从成立起就从来没让这些客户失望，当年买当年赚，年年持有年年赚。

这些人这可比格雷厄姆早期的客户幸运多了。其原因我认为有二：

第一，巴菲特始终是在投资的框架下演化因而难以亏损，格雷厄姆却经历了投机到投资的颠覆性变革。

第二，巴菲特经历的时代，是二战后美国几十年的长期向上，再也没有过三十年代的长期大萧条。

这两点当中，时代给予的大红利可能更为重要。

1969 年巴菲特清算基金，坦诚地给了所有投资人多种选择：退还现金、选择股票还是都来一点。

选择股票，意味着继续将财富交由巴菲特打理，在这当时和现在看来，似乎都是明智的选择，但其实从 1969 年之后的六年内看来却不然：

从 1969 年持有股票，到 1975 年末，股价仍然比 1969 年时还低 4 美元。又是多么艰难的坚守！

三、再来看看巴菲特同班的比尔·鲁安同学和他的客户们。

巴菲特清算基金后，以负责到底的责任感对于选择拿现金的客户推荐了几位基金经理，其中就有其哥大的同学比尔·鲁安。

那些听从建议，将资金委托给比尔·鲁安的红杉基金的客户，其命运将是：

“起初情况非常不妙，连续 5 年跑输大盘。其中 1973 年和 1974 年还分别亏损 24%和 15.7%。到 1974 年末，净值只有 0.845 元（即 5 年后还亏损 15.5%），直到第七年才追上指数。”

面对这样的开门黑，又有几个客户能够坚守甚至追加？坚守的客户中，他们是靠信念、理性支撑还是装死撞大运呢？

接下来的 8 年，鲁安相当争气，来了个惊天大逆转，年化收益率达到 18.2%，远超同期标普指数年化 10%的收益率。

再接下来的 20 年，鲁安依然跑赢指数，终不负巴菲特当年的背书举荐。

四、公募明星蔡至勇和他的粉丝们。

上海人蔡至勇从 1958 年发行富达资本基金，其后连续四年（1959 年至 1962 年）年化收益率超过 50%，秒杀同期的巴菲特。

接下来的 1963 至 1965 年，富达资本基金延续神话，成为华尔街传奇，一举吸纳了 10 亿美元资金。

当年的巴菲特尽管已经非常优秀，但一方面收益率逊于蔡至勇，另外一方面管理的资金总额仅 3700 万美元，根本不是一个量级。

1966 年蔡至勇另立门户，创建了曼哈顿基金，凭借良好的历史业绩募资 2.47 亿美元，从此开始了坑杀粉丝的不归路。

尽管曼哈顿基金 1966 年和 1967 年业绩令人失望，但蔡至勇的名气仍然使投资者追加抄底，基金净值缩水的情况下其规模在 1968 年不降反升，达到 5 亿美元，可见历史业绩的惯性之强大。

接下来继续漫漫长夜，1968 年亏损 6.9%，1969 年亏损 36.8%，1970 年亏损 28.8%，直至 1974 年基金

客户累计亏损超过 70%。

期间割肉赎回者估计无数，基金规模仅剩 5400 万美元，再也没有翻身。

这就是当年叱咤华尔街的天之骄子，“东方魔术师”，万众瞩目的超级明星杰拉德·蔡的基金经理职业生涯。

前八年流弊闪闪，佛挡杀佛；后八年一溃千里，万劫不复。

站在 1966 年的当口，你作为一名投资者，会怎么投？选择八年业绩报表的超级明星蔡至勇？还是低调的巴菲特？

如果你的答案是巴菲特，那就要回答一个问题：凭什么？1966 年的你，怎么可能知道后八年黯然离场的是蔡至勇而不是巴菲特呢？

五、芒格好友古瑞恩和他的客户们。

古瑞恩的职业生涯战绩：1965 至 1983 年的 19 年间，年化回报 32.9%，扣费后年化回报 23.6%。

看起来非常棒的业绩，投了古瑞恩的投资者，似乎躺赢稳赚啊。可惜事实应该完全不是这个样子的。

古瑞恩高度集中的风格，注定了收益率大起大落。最好的两年收益率 180.1%和 171.9%，最惨的两年则是-42.1%和-34.4%。

而且整个 19 年的收益率分化为“爆好、差、好”三个阶段：“前 5 年 27 倍年化 93%；接着 5 年腰斩有余（-52%）；后面 9 年 17 倍年化 37%。”

面对这样一种超级大波动，作为投资者的你，能说什么好呢？

正如《巴芒演义》书中坦言，“这要是哪个倒霉鬼眼热别人 5 年 27 倍，在 1970 年入伙，那真是惨不忍睹。持有 5 年还腰斩，恐怕不容易坚持走完后面的 17 倍”。

是啊，你要投资古瑞恩，就要问问自己，凭什么能够坚持到最后？能够在深坑中等来救赎，而不是蔡至勇那样的黯然收场。

六、天才组合长期资本管理公司和他的客户们。

由诺奖得主和美国财政部副部长领衔的长期资本管理公司，招募了大量科学天才，号称“每平方英寸智商密度最高的地方”，利用量化模型作债券套利。

如此豪华的阵容，如此“科学”的投资逻辑，一开始就引得了大型银行、政府基金、大学基金、华尔街巨头、好莱坞明流等有头有脸的机构大咖的热捧，普通老百姓根本没机会上车。

基金起初的表现也不负众望，1994 年至 1997 年间 4 年 4 倍，年化 41.4%。

然而，1998 年的一次十级西格玛事件，一把就让基金价值清零。前 4 年再好的业绩，又有何用？

七、成长股大师彼得·林奇和他的客户们。

彼得·林奇管理的麦哲伦基金在投资界非常有名，大家都熟悉他著名的 13 年年化 29%的不败战绩。

但是，很少有人去剖析他具体的业绩构成。

按《巴芒演义》书中的分析，林奇基金收益最肥美的阶段是早期的 1977 年 5 月至 1981 年的 4 年半时间，年化收益率达到了 40%，然而能够分享此阶段业绩的投资者并不多，整个基金规模不足 1 亿美元。

从 1982 年到 1990 年 5 月底的 8 年半，林奇基金的年化收益率为 23%，同期巴菲特年化收益为 26.5%，指数是 16.2%。

林奇基金末期的时候规模达到了 140 亿美元，但这些后期的投资者，有多少是分享到了林奇的整个黄

金职业生涯呢？

这个难以确定。不过确定的是，“客户申购基金时缴纳的 2%-3%申购费，实实在在地给富达基金公司创造了数以亿计的财富。”

如果当初林奇不急流勇退，继续管理基金直至今天，是创造辉煌还是身败名裂，谁又知道呢。毕竟历史是不可假设的。

基金经理的职业生涯可以很短暂，可是作为投资人的你，面临的却是一辈子的选择。

动辄三五十年，就算起步时遇到了好基金，途中又该如何坚守？如果基金变了，你又该如何善终？

八、指数基金之父约翰·博格和他的客户们。

《巴芒演义》的后几回，讲到了巴菲特推荐指数基金的故事。

巴菲特从 1993 年开始有保留地推荐指数基金，认为指数基金虽好，但是还有更优方案。1996 年再次推荐，依然有保留。

到了 2003 年继续推荐指数基金，这时候就开始变了，没有后面的“但是”了。再往后，巴菲特越来越频繁推荐指数基金，都是无保留的，不带“但是”的。

指数基金来自何处？为何如此受股神青睐？这又牵扯出了一名投资界巨人约翰·博格。

博格的一生都致力于指数基金投资理念的传播，并亲自打造了先锋领航集团，率先推出低费率的指数基金，让事实说话胜过千言万语的雄辩，胜利之神最终选择了博格。

几十年的历史证明，作为市场本身的指数基金，是很难被主动基金战胜的。博格“以一己之力改变了一个行业”。

今天，指数基金正在成为全球市场增长最迅猛的投资品种，并成为巴菲特口中众多高薪基金经理无法逾越的高峰。

我们可以想象，在美股市场，近三四十年来，有多少投资人在惨遭毒打之后认清了市场真相，选择了皈依指数基金，并深受其益。

指数基金过往的业绩已经是历史，对当下的我们而言最重要的是它简单清晰的逻辑，直指未来，让人听得懂、学得会、拿得住。

只要美国经济继续发展，只要人类科技持续进步，只要法币时代通货膨胀成为必然，那么上市公司利润增速必然超越 GDP 增速，作为与上市公司整体市值挂钩的指数基金，自然会生生不息，永续增长。

对的，永续增长，这个信念太重要了，它彻底杜绝了你对“蔡至勇现象”的恐惧和对“十级西格玛事件”的担忧。

让你在恐惧时刻敢于加仓而不是割肉，甚至让你根本就不会有恐惧时刻，将自己的精力都放在生活和工作当中，夜夜安睡，在不经意之间慢慢守住自己的财富，慢慢增值，慢慢变富。

这是美国的指数基金投资逻辑和历史事实，中国的呢？逻辑是相同的逻辑，至于事实验证嘛，中国的资本市场实在还太年轻，且行且珍惜。

《巴芒演义》中投资者购买基金的故事还有很多很多，以上只是给我留下深刻印象的那部分。

以史为镜，可以知兴替。

读着唐朝先生的《巴芒演义》，把自己想象为一个穿越历史的基金投资人，循着大师的历史业绩，设身处地地思考：站在当年的每一个时点，我将如何抉择？

再延伸想象一下投资（投机）大师兴衰沉浮背后可能有过的无数投资者的悲欢离合，无数财富的聚来散去，其间甚至还有不少家庭甚至生命的幻灭，我对权益资产投资的领悟又深刻了几分。

每个基金投资者都渴望买中投资大师的黄金周期，蔡至勇的前八年、格雷厄姆的后二十年、古瑞恩的前五年和后九年……

然而，对于一个普通人从大概率上来讲，这怎么可能呢？

一个普通投资者能够遇上投资大师已然不易，你还能有眼光取其精华去其糟粕吗？我认为是不现实的。

不是每个人都有幸遇到巴菲特、索普、施洛斯这样业绩稳定的超级投资家并投下重注。

我们普通人能够遇到的基金经理更多的可能是业绩时好时坏，尤其是在市场先生更为疯狂的 A 股，价值回归是需要时间的，你避开了糟糕的业绩，意味着你也将避开优异的业绩，最优解也许只能是全盘接受。

思索至此，投资之路，在我面前清晰而又迷惘地呈现出了以下几条：

第一条路，兜底之路——指数基金。

这个没有什么好说的，相关底层逻辑已经非常清晰，买指数就是买国运，下注中国未来的经济持续发展。

简单不费事的，就买费率最低的沪深 300 宽基指数基金，还想进一步找刺激的，可以结合市场估值辅以中证 500 指数、创业板指数、亦或行业指数。

这条路最大的难处在于，如何做到对相关底层逻辑的“真知”，以保证“行不难”？毕竟，沪深 300 指数过去十年徘徊不前，除非点位踩得正好，否则即便你买了并坚守十年，至今收益可能还不如存款呢。

如何说服自己去坚信未来十年、二十年指数会以平均年化 8%+的速度增长，并把自己的大量财富配置上去，需要智慧，也需要勇气。

第二条路，后视镜之路——公募基金。

公募基金大概率跑不过市场，这在美股几乎是个实锤。

然而在 A 股，仍然充满了争议，相反的观点既有现象又有逻辑。

现象是，过去十多年，指数表现实在太渣，确确实实有不少公募基金能够战胜指数，业绩在那儿明摆着，都可查证。

逻辑是，中国市场的流动性以散户为主，公募基金与散户之间的 PK，赢面还是较大。

于是乎，就产生了这样的选基思路：首先用后视镜方法筛选出过去三年、五年和十年业绩和各方面指标都不错的基金；

然后再尽一切可能去搜集了解该基金的基金经理的理念和选股方式，看自己是否认同；

还有进一步的能力的话，再去分析该基金过去的仓位记录，看看是否知行合一。

最好能通过这两三步筛选出几只基金，分散持有。

然而，选择公募基金难以解决的一个问题就是：如何规避“蔡至勇现象”？在一个踩中风口的基金经理业绩巅峰慕名买入，接下来可能就是均值回归的漫漫长夜。

亦或如何坚守住“比尔·鲁安开门黑”？在一个优秀的投资大师倒霉时买入，坚守数年最终迎来光明。

是啊，一个基金的业绩优秀了十年，可能从第十一年开始就不再优秀，不优秀的原因可能多种多样：年度排名压力、基金公司的战略安排、基金规模的影响等等。

这个时候，强大的历史业绩惯性和路径依赖使你不可能及时醒悟，等到有一天你能够醒悟时，已是时

光不再，财富灰飞。

一只股票你还可以研究其基本面是否变质，对于一只公募基金你如何知道它的基本面？

这些问题，真的很难简单回答，也许只能寄希望于对基金经理的理念和能力进行研究考察吧。

新的问题又在于，公募基金经理远在高大上的大型基金公司，不是每个投资者都有资源去深度认知的，于是就有了第三条路。

第三条路，理念人品之路——私募基金。

近年来，私募基金泛滥，有多少私募是德才兼备的，无法言说。

私募的特点在于“私”，不需要公之于众，让外人难以认知。

从巴菲特最早的十家有限合伙公司合伙人身份即可看出，私募基金的客户，本应限定在对基金经理自身非常亲密、了解和信任的人的范围。

我国的《证券投资基金法》第九十一条规定，“非公开募集基金，不得向合格投资者之外的单位和个人募集资金，不得通过报刊、电台、电视台、互联网等公众传播媒体或者讲座、报告会、分析会等方式向不特定对象宣传推介。”

由此也可见，国家禁止私募基金公开宣传和向不特定对象推介，其客户范围也理应限制在少数熟人之间。

这似乎是一种合伙开公司的理念，基金经理和投资人之间其实不是公司和客户的关系，而是一种合伙人关系，合伙人之间彼此知根知底，我出资金你出智力，一起开公司赚取利润。

在这种合伙理念下，基金经理就像公司的 CEO，必须是你所认可的德才兼备的人，才值得委以重金。

而反过来，基金经理也要选择好的合伙人，能够在关键时刻投赞成票而不是撤资掉链子的合伙人。

如何判断德才兼备的 CEO 和好的合伙人呢？一是双方要有充分的时间和机会认识了解，信任对方的人品和能力；二是投资者也需要有一定深度的投资知识和世界观，至少大家在理念上要惺惺相惜，高度认同。

当好的人遇上了好的钱，投资者找到了德才兼备的基金经理，才能够相互成就，创造出伟大的业绩。

私募基金一般持仓相对集中，投资方式相当灵活，难免会遇到大幅跑赢或跑输大盘的情况，甚至会在较长时间持续。

若投资者对基金经理信任不深，越涨越买，越跌越卖，自己亏损不说，巨大的压力还不利于基金经理作出理性的判断，极容易陷入一种无解的恶性循环之中。

在基金经理和投资者的双向选择中，我自己就曾经被一位仰慕已久的基金经理拒之门外，理由是我对他的投资理念了解不够深入，尚未找到足以说服他可以为我管理财富的充分理由。

是的，你是有钱，可我凭什么非要为你管理呢？这就是一个优秀基金经理的牛气。

找到一个或几个可以托付终身的德才兼备的私募基金经理，并相守相依，也是一名普通投资者长期的投资之路。

我的巴菲特和施洛斯，你们在哪里呢？

第四条路，理念升级之路——抄作业。

看到这条路，在书房或者雪球浸泡的大多数同学都会会心一笑吧。

没错，我把抄作业也归为了一条投资之路，跟买基金是并列的。

在我看来，那些已经被证明了的具有投资实力而又不愿意为别人管钱的大 V 们，其本质就是私募基金

经理。

只不过，大 V 不直接为你管钱，双方没有任何权利义务关系。

我甚至还认为，不少作为独立投资人的大 V，因为没有管理别人钱财的压力，与私募基金经理相比多了一份轻松，反而更能以健康的心态作出理性投资决策，业绩往往还不错。

至于作业的逻辑是否能看懂，是否能认可，认可后抄不抄，抄多少，完全取决于你自己的认知。

你需要将自己的投资理念和能力不断升级到新的水平，才能保证配得上抄作业的基本心理状态。

否则，一旦业绩不妙就心态失衡，骂骂咧咧，对人对己都没有好处，最终也难免翻车失败。

第五条路，永恒自由之路——独立投资。

买基金也好，抄作业也罢，始终是拿来主义，不是自己的东西，风险和弊端也都显而易见。

投资者的终结大招，还是要回归到自己独立投资的道路上来，方能从必然王国进入到自由王国。

我非常认同唐朝先生的说法，这条路需要长年累月地阅读、学习、思考，需要日拱一卒、天天精进，需要干到生命的最后时光，这似乎就是一条不归之路。

但是，它通往自由，通往最后的胜利，一路上是艰难的，也是幸福的。

上面五条路，是我读了《巴芒演义》之后的一些启发和思考。

我以为这五条路并不冲突，可以齐头并进，协同发展，《巴芒演义》中的投资大师们，不也常常委托其他人投资嘛。

投资之路于我而言，才刚刚起步，以上只是今日之我的认识，也许随着时间流淌，我的观点也会发生改变甚至颠覆。

当然也不排除一个很现实但并不算太糟糕的结果，那就是经过多年的学习和实践之后，发现自己无法战胜市场，自己的能力圈就在指数基金，最终毅然回归第一条路。

就算是这样，我也不会后悔过去两年和即将投入的数年时光的付出。

就像索普和香农花费精力研究技术分析一样，这些道路的尝试和折腾于我而言至少会提供一种“否定性帮助”，也是很有价值的。

当我谈起基金投资之时，我想谈起《巴芒演义》中大师们的历史业绩和五条投资之路。

投资是没有终点的游戏，是永远不下牌桌的博弈，不要用这一把赚了多少钱来衡量，也不要只盯着三五年的年化收益，而忘记了大道，忘记了远方。

经典传世佳作从来不以什么高不可攀的专业面目示人，而应该是雅俗共赏的，《巴芒演义》就是这样一部作品。

他既可以作为一本职业投资者深研的严肃学术著作，进入投资教学课堂；又是一本普通投资人的投资入门读物甚至非投资人的休闲读物，她将大洋彼岸百年以来投资界的各色人物与精彩案例向你娓娓道来，让你受益匪浅。

期待并相信多年以后，《巴芒演义》依然能启迪一代代的投资人。

受投资造诣所限实在谈不出更高深的道理，谨以此篇角度奇特的读书笔记，向我们无私的可敬的唐朝先生致以崇高谢意。

第775篇.　　2020.06.04 - 古井贡酒18问

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-06-04

本文问题，来自 5 月 18 日《关于古井贡最新年报及一季报的问题》留言区。

关于古井贡的提问不多，留言区一共才 25 条留言。删掉重复和抢沙发的留言，剩下 18 个，集中回复如下：

1）宝宝胖鸡：老唐如何看待黄鹤楼酒业的业绩真实性问题，如果存在古井通过渠道让利等方法做高收入，您将如何看待？

老唐：我之前的文章里写过：黄鹤楼酒业踩线达标，我认为其中操作痕迹很大，经销商可能在其中扮演了配合的角色。

且由于对赌条款是“连续两年完不成”则原价退回股权，目前仅剩今年和明年。所以，今年很有可能因疫情原因，来一次无法完成，顺带也消化前期渠道压货。

甚至我猜测原卖家王天龙今年可能会主动减免目标，这也是面临这么大疫情下的人之常情。老唐本人就曾在今年 1 月 29 日，主动向租我两间写字间的公司提出：共度时艰，免他们两个月房租。

2）宝宝胖鸡：老唐您好，财报 132 页，其他流动资产的附注期初数和主表数对不上，是因为金融资产重分类了吗，那最新的报告是放在了哪里了呢？

老唐：在财报 116 页。

3）宝宝胖鸡：老唐好，古井贡酒的销售费用占比超过很多酒企，在销售费用的明细中有一个综合促销费和劳务费不太明白。请问这主要是什么业务产生的？您知道古井贡的销售模式大概是怎样的吗？

老唐：请参看《价值投资实战手册》244~246 页。

4）Sun：关于古井的技改项目，应该是热点问题，我想知道的是这个项目从长期和短期两方面对公司的影响如何？对公司内在价值提升几许？

老唐：参看 3 月 3 日书房文章《聊聊古井贡的扩产计划》。

5）陈志锋：请教老唐：古井生产人员 5452 人，产量 9.4 万吨，人均　17.2 吨；洋河是 6023 人，产量 17.9 万吨，人均 29.7 吨；今世缘生产人员 2083 人，产量 3.18 万吨，人均 15.3 吨；为什么都是浓香企业，人均效率差异这么大？谢谢。

老唐：这个区别不算太大，可以从企业体制、自动化设备占比角度去解释。正巧，这个问题，我在阅读老窖财报时也思考过。分享两张我曾经发在朋友圈的草图给你——文字我就不截图了，避免吵嘴，数据自己解读。

酒类	销售量	吨	142,684.91	146,426.14	-2.56%
	生产量	吨	137,865.2	156,750.5	-12.05%
	库存量	吨	45,350.24	50,169.95	-9.61%

相关数据同比发生变动 30%以上的原因说明

□ 适用 √ 不适用

(4) 公司已签订的重大销售合同截至本报告期的履行情况

□ 适用 √ 不适用

(5) 营业成本构成

行业分类

单位：元

行业分类	项目	2019 年		2018 年		同比增减
		金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重	
酒类	原材料	2,618,480,096.93	85.42%	2,493,466,778.30	84.99%	5.01%
酒类	人工成本	170,437,243.49	5.56%	176,446,424.13	6.01%	-3.41%
酒类	制造费用	276,500,707.96	9.02%	263,794,683.61	8.99%	4.82%

(6) 报告期内合并范围是否发生变动

√ 是 □ 否

1、期末减少的合并企业为注销子公司泸州博大酿酒有限责任公司；

2、期末增加的合并企业为投资设立的子公司：广西泸州老窖进口酒业有限公司、成都天府熊猫百调酒业有限公司、泸州百调同道大叔星座酒销售有限公司、泸州老窖百调创新电子商务有限公司、泸州老窖优选电子商务有限公司、泸州老窖商业发展（北美）股份有限公司。

(7) 公司报告期内业务、产品或服务发生重大变化或调整有关情况

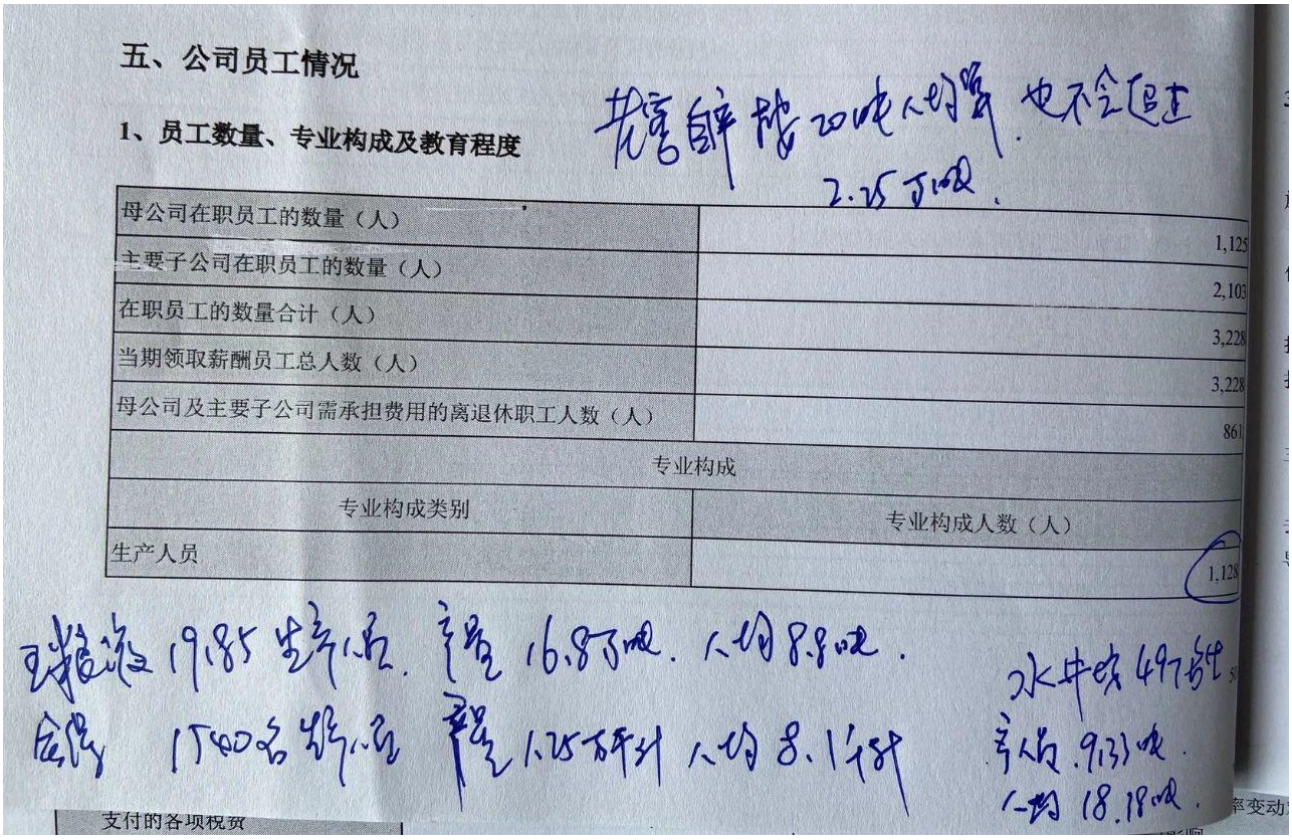
□ 适用 √ 不适用

(8) 主要销售客户和主要供应商情况

公司主要销售客户情况

前五名客户合计销售金额（元）	10,447,279,425.97
前五名客户合计销售金额占年度销售总额比例	66.05%
前五名客户销售额中关联方销售额占年度销售总额比例	0.00%

公司前 5 大客户资料



五、公司员工情况

1、员工数量、专业构成及教育程度

母公司在职员工的数量（人）	1,125
主要子公司在职员工的数量（人）	2,103
在职员工的数量合计（人）	3,228
当期领取薪酬员工总人数（人）	3,228
母公司及主要子公司需承担费用的离退休职工人数（人）	861
专业构成	
专业构成类别	专业构成人数（人）
生产人员	1,128

支付的各项税费

6）凌雁爪：老唐，古井营业利润率 27%，口子窖 49%，请问古井是否三费花太多了，是否会有被口子超越的危险？

老唐：2018 年 5 月 28 日《主要白酒公司点评⑤》一文里谈过这问题，我直接拷贝过来给你：

“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。”

7）Heisenberg：老唐你好：2020 年销售收到的现金只比营业收入只高 3%，为什么没体现出来全部的增值税率？2018 和 2019 也是同样的疑问，感谢

老唐：如果全部现金交易，当期销售收到的现金理论上应该=营业收入×（1+增值税率），但实务中会受到这么几个因素的影响：应收账款的增加或减少，应收票据的增加或者减少，预收款的增加或者减少。

8）林飞：请问老唐，古井 2019 年报 p15 页扣除不可提前支取的结构性存款和定期存款后现金流量净额为 19.97 亿，而目前为 1.92 亿，中间差额 18.05 亿应该就是结构性存款和定期存款。 而 p150 显示不可提前支取的结构性存款及定期存款以及质押用于开具银行承兑汇票的定期存款为 26.75 亿，多出的 8.7 亿体现在哪里呢？

老唐：15 页文字表述的含义是：2019 年比 2018 年“多支出”了 18.05 亿结构性存款和定期存款。也就是 150 页的本期发生额 26.75 亿-上期发生额 8.7 亿=18.05 亿。

9）宇龙：为什么资产计量里面的累积折旧存在本期减少金额，这个折旧累积怎么还会减少呢？

老唐：某项固定资产损毁、报废、出售、送人、盘亏等行为，都需要从累积折旧里将该固定资产对应的折旧一起转出去，累积折旧就这样“减少”的。

10）宇龙：古井的产能并没有100%利用。但是古井却搞一个89亿扩产能的大跃进，同时近几年，基本上上市白酒公司都在扩产能。我看19年五粮液的中低端销售在萎缩，虽然古井销售量加了8k吨，实际上行业整体消费量是在下降中，我觉得中低端未来竞争非常激烈，是不是意味着这个投资是败笔，古井的投资价值要打折扣？

老唐：中低端未来的竞争趋势确实是越来越激烈，行业整体消费量的确是在下降，名酒的增长来自消费升级和对其他厂家市场份额的碾压。关于对古井贡扩产问题的看法，请阅读3月3日书房文章《聊聊古井贡的扩产计划》。

11）Witton：老唐怎么看古井2019年预收款由11.5亿降为5.3亿，以及古井在开拓全国市场可能面临的问题在哪？

老唐：企业经营中的正常现象。开拓全国市场可能面临的问题非常多，多到我列不出来，所以我发工资请了一大群人，让他们去列问题，去解决问题。

12）Leje：古井贡酒，营收百亿目标已经实现，下一个百亿计划，我觉得要从几个方面去实现:1安徽市场继续保持稳定增长，价格提升可以贡献一部分营收。2外部市场的开拓，一方面利用湖北黄鹤楼提供营收，同时还可以使用黄鹤楼的渠道带来古井贡酒的部分销量。另一方面，开拓长三角市场。这点我觉得是有点难的，洋河，今世缘的存在会给古井带来不小的压力。3古井新的产业园已经投入使用，生产出来的酒，如何卖出去才是最重要的，如果不开拓省外市场，我觉得很难实现再一个百亿的营收，省内基本饱和，提价肯定没问题，销量再增加，我觉得有困难。老唐可否针对这点3做个分析？

老唐：我觉得你说的挺好，我没有什么新观点可补充的。

13）Super：古井将建重大工程，却不减分红，是否意味着古井不会通过发债或出让股权筹集资金？

老唐：应该不需要。

14）骑牛小鬼僵尸：古井2019研发投入2.69亿，研发费用4000多万，研发资本化为0，数对不上呢？

老唐：研发投入除了研发人员薪酬、相关设备及耗材等之外，还可能包含购买的相关固定资产、无形资产的支出，这部分支出只有每年的折旧和摊销才算作研发费用。

15）Matt Zhou：年报46页，员工总数比上年增加1358人（16%），主要是销售人员增加778人（48%）。可能是什么原因导致的？

老唐：基本上生产、销售、技术、财务、行政都增加了人员，应该是扩产所需的人员储备和培养吧。

16）AMMI：唐长老好！请教:古井B股会和A股合并吗？有哪些可能方案？

老唐：不知道。不操心。

17）Daniel-Balance Inc：A.古井贡酒的品牌看上去还是比较中低端，最多说是中端，近几年，或者说十年来看，向上爬升的前景如何？B，管理层是否一直保持B股的现状，要死不活？

老唐：A.我对古井贡品牌向上爬升的概率持轻度乐观态度，详情见《价值投资实战手册》244~247页，“创新推动发展”和“深厚的文化内行”两小节。B.期望能一直如此。不过这事情不归公司管理层管，这是更高层面的事情。庆幸的是似乎现在高层还顾不上去解决B股问题，这样的状态预计应该还能保持一些

年头吧。

18）於明亮 Austin：古井 b 常年估值是古井 a 的一半。如果永远都这样那该怎么办？

老唐：偷着乐，别表现的过于张扬和得意，那样容易招人讨厌。实在赚太多，承受不了心理压力，可以考虑做些慈善回馈社会

文末申明

以上回复为老唐的个人理解，若有错漏之处，欢迎朋友们直率指出

本文是纯粹的财报知识分享，不代表对股价或企业价值的任何评判，请勿依据本文观点做出买卖决策。

第776篇.　　2020.06.06 - 相信三种复利——by@panco

唐书房　2020-06-06

以下文章来源于攀谈一二　，作者 pancho

攀谈一二

记录个人点滴进步，分享生活些许体悟，希望以这样的方式不断敦促自己，日上一阶，永不止步。

文| pancho

《巴芒演义》是唐朝先生的最新力作，也是他自称最得意之作。我很少复读一本书，但此书到手不足一月我已读了两遍。

和书房内各路大神相比，初入“唐门”的我写下这篇读书笔记的勇气完全来自对老唐的钦佩、对老唐文字的喜爱和老唐微信号的诱惑，于是有了个人微信公众号和它的第一篇文章。

《巴芒演义》归为“股票投资”类书籍，其内容却不仅仅限于投资，老唐胸中万卷书、一手惊堂木、四十二回合，围绕巴芒两位主角，在风趣幽默的历史叙事中，讲述别样的人生哲理。

在历史和现实的佼佼者们身上，总有熠熠发光的优点值得我们学习和追随，不断去探寻他们成功路上的一个个路标。

做投资不可不知复利效应，读了本书，我认为除了财富的复利，我们还应相信选择复利、时间复利和好人复利。

一、相信选择复利——成年后任一时刻所拥有的东西，都是过往时光所有选择的复利堆积。

我们知道伯克希尔哈撒韦是巴菲特巨额财富的支柱，这座财富大厦是一天建成的吗？答案当然是否定的。

6 岁的巴菲特，已经选择在做和其他小朋友不一样的游戏——从爷爷杂货店买进整包可乐、口香糖挨户拆零销售赚取差价；

少年巴菲特已经开始小试牛刀开发各类挣钱小生意；

大学毕业后的巴菲特没有听从父亲和导师的建议到大企业找一份稳定工作，坚持自己的投资梦想选择回到家乡从股票经纪人做起；

重返华尔街后，拒绝接过格雷厄姆接班人的大旗选择再回家乡创立合伙基金；

当市场逐渐对长期投资者不利后选择以“分披萨的厚道方式”解散了合伙基金；

在烟蒂股投资中受挫后，逐渐选择陪伴优质企业成长；选择喜诗糖果、选择华盛顿邮报、选择可口可乐……

与其说巴菲特是投资大师，不如说巴菲特是精于做选择的大师，一次次的选择奠定了伯克希尔帝国这座大厦的基石，为巴菲特日后的封神之路打下了坚实而深厚的基础。

在我看来，老唐同样善于选择，并充分享受到了选择的复利。

老唐出生贫寒，但小时候的老唐选择了“性价比”最高的爱好——阅读。

在追求财富上，年轻时候的老唐已白纸黑字列出财富目标并选择了投身“股海”，虽然曾经爆仓破产，但老唐在错误道路上付出的努力和时间绝不亚于在正确道路上的付出。

在人生伴侣的选择上，老唐找到了那个最信任他的人——用老唐的话说，在他身无分文时依然用饱含崇拜和信任的眼光鼓励他前进。

在人生道路的安排上，老唐选择当了十几年的“宅男”——主业是阅读和码字，副业是投资。

缺少以上任何一个选择，我想都不会有今天的老唐和《巴芒演义》。

在巴菲特看来，投资是为了在未来更有能力消费而放弃今天的消费。

说白了其实就是要会做选择题，是选择类现金资产(银行存款、货币基金、各类债券)，还是实物投资品（黄金、古董、艺术收藏品)，还是权益类资产（优质股权、指数基金）？

就长期回报率而言，现金及货币基金＜长短期债券＜实际（名义）GDP＜全社会所有企业回报均值＜所有上市企业回报均值＜沪深 300 企业回报均值＜xxx(具体优质公司)，想明白了这一点，自然会做出最佳选择。

在仓位选择上，老唐始终满仓，这和巴菲特随时保留大量现金矛盾吗？答案是并不矛盾，这是选择了陪伴优质企业成长道路的前提下对比各类投资品种收益后基于理性的最优选项。

作为书房读者和老唐粉丝，容我大胆臆测一次（个人臆测，而非老唐真实态度)，在书房内老唐避而不谈的 zy 和 zy 股，老唐就做了两个选择，一是对比传统与现代、经验与循证，老唐都选择相信基于随机双盲大样本可复制理念的后者。

二是在现阶段还有很大争议容易导致友人撕逼翻脸的话题，老唐最终选择在公众场合回避不谈，利人利己。

在《巴芒演义》中，老唐用一定的篇幅描述了巴菲特和芒格在投资之外的家庭生活，向读者提出“是否愿意得到巴菲特的财富但需要过他同样生活”之问，不禁令读者倍感唏嘘，选择的代价哪有那么轻松愉悦啊！

也许那个唯一能够和巴菲特一同站上万人朝圣的讲台，还能诠释完美人生的查理才是真正的人生赢家吧。

说老唐善于选择，那么我们应该像抄实盘作业一样复制他吗？甲之蜜糖，乙之砒霜，记得书房有读者留言问老唐：“酒精是一级致癌物，既然为了健康生活为什么不戒酒？”

老唐答（非原话)：“人活着并不是只为了活得长，在可能的折寿和确定的享受美酒陶醉之间他愿意选择后者。”

追随老唐并不需照搬老唐之所有选择（包括投资对象)，而是要像他一样清楚的知道自己的选择和必将为这个选择所付出的代价。

二、相信时间复利——“日拱一卒，不期而至”是对时间复利最好的注解。

杨天南老师给《巴芒演义》的推荐序取题为“在严肃的历史中潇洒穿行”，我认为潇洒二字真是画龙点睛之笔。

百年美国金融史，从格雷厄姆开始，各路投资大师依次粉墨登场，人物出场顺序的拿捏编排，性格特点的生动刻画，重大事件的点缀穿插。

如何把巴芒投资理念的演变在历史的故事线中讲清楚说明白，同时不让读者觉得晦涩难懂或枯燥无趣。

老唐潇洒地做到了，用他一贯深入浅出（俗称“中翻中”）的语言，游刃有余的让读者大饱眼福、掩卷称快，正如老唐经常调侃自己对企业估值的基础就是二年级数学，正可谓大道至简。

探寻“点石成金”的魔力就在书中，单单本书的参考资料就有 72 本之多，成书的背后是滴水穿石的日积月累，是庞大的知识储备和长年累月的深入思考。

老唐公众号 2016 年至今已发表原创文章 530 篇，可见认知的高度、文字的功夫需要扎实的积累和时间的复利。

回到书中的两位主角——巴菲特和芒格，这对好搭档一见如故，思想的火花一擦就是大半辈子。

两位 90 多岁的老人同样把绝大部分时间花在了认知提升上，芒格知识面涉猎之广被称为“行走的图书馆”，巴菲特同样把大量时间花在阅读上，成为巨富的他们正印证了老唐那句话：财富是思考的副产品。

纵观各路投资大师，指数基金之父约翰博格年终 90 岁，烟蒂股集大成者施洛斯年终 96 岁，套利大师索普年终 88 岁，成长股投资之父费雪年终 97 岁，投资界几乎没有英年早逝的成功者，因为时间永远和胜利者站在一边。

尚还年轻的我们，何必要幻想寻找到一夜暴富的机会，何必要妄图通过参与负合博弈的赌博、彩票、“炒”股等游戏实现财富增长，凭运气赚来的钱，你能确定不凭实力再赔回去？

近一个世纪的证券投资历史已经为后人总结了 4 条投资正道：①低费率指数基金②确定机会的套利③一揽子烟蒂股④陪伴优质企业成长，至于选择哪条道路，仁者见仁智者见智，但首先得明白自己的性格特

点和价值观念。

我们已经站在那些丰碑式人物的肩膀上，正如今人没有必要再去重新证明牛顿第二定律或爱因斯坦相对论，而是直接使用它们就好。

曾经我觉得这些大师的名字都很遥远，他们的成功难以复制，但在老唐这个逆袭者身上，我看到了一条“成功可以复制”的康庄大道，当然，脚下还有他“我命由我不由天”的努力。

老唐作为巴菲特的信徒，选择的是第 4 条道路，我个人认为四十多岁老唐的认知已经超过了当年同样年纪的巴菲特，这是“后浪”的幸运，也是“后浪”的使命。

芒格说，“想得到一样东西最好的方式是让自己配得上它。”请相信努力的意义，请相信时间的复利，当有一天你配拥有，你自然就会拥有。

三、相信好人复利——与优秀的善良的人为伍，总会有不断的惊喜和收获。

巴菲特今天的巨大成就，与他的人品和朋友圈有莫大的关联，这个视个人声誉高于一切的人，用人格魅力吸引了众多至交，也因此而幸运的在人生几次至暗时刻得到关键援手从而顺利过关。

古人云“与善人居，如入芝兰之室，久不闻其香；与恶人居，如入鲍鱼之肆，久不闻其臭”说的也是这个道理。

“近善远恶”说得容易实践起来可没那么轻松，巴菲特年轻时候也在检便宜货和烟屁股，直到碰了一鼻子灰后才开始慢慢转变投资理念，而芒格在巴菲特之前就发现了在判断企业价值时“人”的重要因素。

《巴芒演义》原书这样描述芒格的认知：

“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，会让他们有意无意地就避开潜在的麻烦。那些生活中麻烦不断的人，往往并不是运气不好，而是他们的性格和行为习惯里，天然就隐藏着滋生麻烦的种子。”

看到这段我不禁拍案叫绝，巴菲特能拥有芒格这样的搭档真是无比幸运。

芒格早年就鼓励巴菲特脱离老师格雷厄姆纯烟蒂股投资思想的影响，更多关注除了账面数字之外“人”

这个关键因素，陪伴优质企业成长的思想种子终于提前被放进了土壤。

不再拘泥于导师的投资理念，幸运得到喜诗糖果，与 B 夫人家族达成系列友好交易，悄悄出手可口可乐等等，巴菲特收获了陪伴优质企业成长的巨额收益。

在我看来，投资大师中最大程度享受到好人复利的恰恰是“股神”本尊，有了芒格为代表的一众思想大师和金融圈的能工巧匠，才能让巴菲特可以一辈子快乐地“跳着踢踏舞去上班”。

老唐一直以来在网络上免费分享自己的理念，公开实盘交易，认真解答读者疑惑，基于的是一种回馈社会的价值观念。

老唐说他不会开知识付费，因为巴芒思想和免费的互联网彻底改变了他的人生轨迹，免费分享是一种感恩。

我想这何尝不是一种好人复利的传承呢？未购书的朋友也可以在公众号免费阅读《巴芒演义》的连载。

唐书房是我近一年多阅读最多的公众号，有的文章甚至是一看再看，虽然从未谋面，但我已把老唐当作人生路上的引路人，对他价值观念的认同，投资理念的认同，人生态度的认同让我和其他众粉丝一样自称为“归入唐门”。

感谢老唐的无私分享，你字里行间充盈的人格魅力让我钦佩折服，巴菲特多年之后回忆第一次接触到导师格雷厄姆思想时用“就像看到了一道光”来形容，在此借用这句话向您表达敬意。

感谢一年多前在微信“看一看”分享唐书房文章的那位朋友（我已忘了是你们中的哪一位），感谢你给我带来了人生中的一份好人复利。

感谢互联网和这个时代，让思想交流和精神沟通成本几降为零，每个人都不再缺乏学习的机会。

读一本投资书，并不一定就能做好投资，正如读一本科普类、历史类、经济类书籍并不能让我们成为相关领域专家。但通过阅读一本好书，成为更好的自己，是大概率的事。

但愿未来的人生路上，我们做好选择，信任时间，珍惜好人，成为更好的自己。

投资还是小白，错漏一定存在，欢迎交流指正！

第777篇.　　2020.06.06 - 老唐实盘周记2020/06/06

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-06-06

本周交易

无

当前持仓

目前持仓茅台 43%，腾讯 25%，洋河 13%，分众 8%，古井 B7%，海康 4%。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	43%	19000±10%	<9500	23000	17898	1425.00	20.46%
腾讯控股	25%	55000±10%	<27500	60000	37883	434.20	15.60%
洋河股份	13%	3150±10%	<1575	3700	1647	109.30	-1.09%
分众传媒	8%	……	<600	1400	804	5.48	-12.46%
古井贡B	7%	666±10%	<333	800	379	82.50	16.51%
海康威视	4%	4400±10%	<2200	5000	2689	28.77	-12.13%
沪深300						4001.25	-2.33%
上证指数						2930.80	-3.91%
2020/6/6			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.9134	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	43%	19000±10%	<9500	23000	17164	1366.60	15.52%
腾讯控股	25%	55000±10%	<27500	60000	36081	410.40	9.27%
洋河股份	13%	3150±10%	<1575	3700	1590	105.51	-4.52%
分众传媒	8%	……	<600	1400	725	4.94	-21.09%
古井贡B	8%	666±10%	<333	800	402	86.70	22.44%
海康威视	4%	4400±10%	<2200	5000	2567	27.47	-16.10%
沪深300						3867.02	-5.60%
上证指数						2852.35	-6.48%
2020/5/30			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.9204	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同而发生小幅变化；

②老唐买点或卖点，代表如果公司总市值触及此数值，老唐计划买入或卖出，与个股历史买入成本无关；

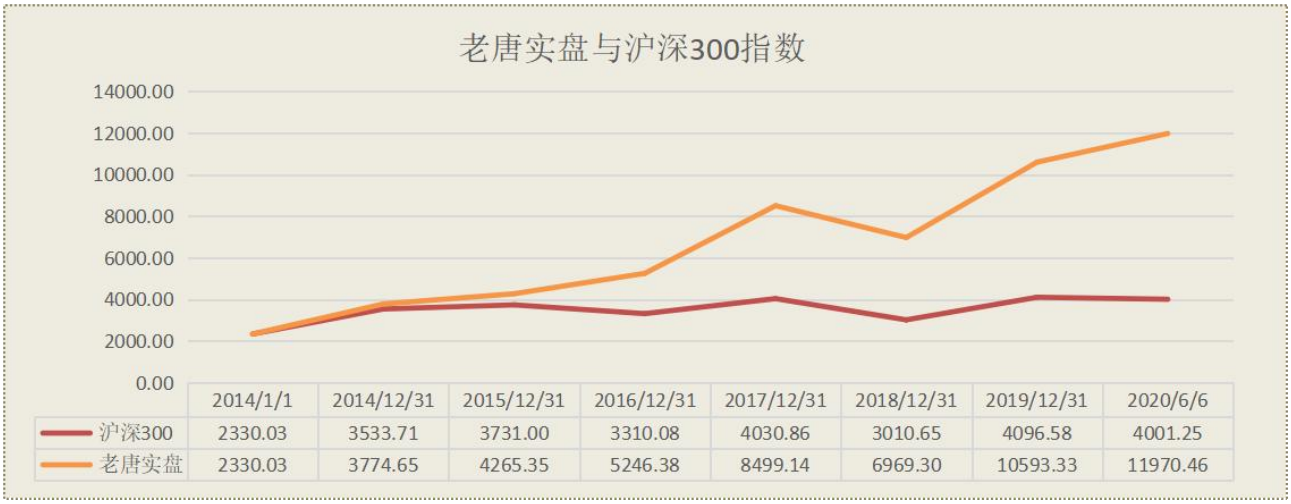
③仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2020 年内收益 13%（四舍五入数据）。

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，13%（均不含新股收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 514。以 6.43 年折算，年化收益率约 29%。



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/6/6
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	4001.25
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	11970.46

这是老唐实盘净值历史新高。

它意味着 2014 年初的 200 万，在没有一分钱新钱进入的情况下，到今天会变成 1028 万（未计算期间新股收益）。

期间老唐呆坐不动，每天都是满仓持股，股灾 1.0、2.0、3.0，什么熔断灾、杠杆灾、贸易战灾、新冠疫情灾……一个也没有躲过。

从未英明逃过一个顶，从未成功抄过一个底，每天看盘累计不超过两分钟，交易次数屈指可数，所有企业的估值逻辑和买卖价格均提前披露。

能力有限，人又懒，所以六年多里买过的股票屈指可数，不用看记录也回忆的起来：

- 有大赚的：茅台、古井 B、民生、招商。
- 有小赚的：腾讯、洋河、老窖、信立泰、双汇、国投、川投、伟星新材、粤高速 B、长安 B、伊利。
- 有小亏的：海康、张裕 B、宋城、永新——后三者都是 1000 股观察仓。
- 也有巨亏的：分众传媒（按大家习惯的与买入成本比，参与快两年了，至今还亏着 28%）。

老唐的记忆力如果没有衰退的话，应该没了。六年多时间里，经手过的股票就这些。

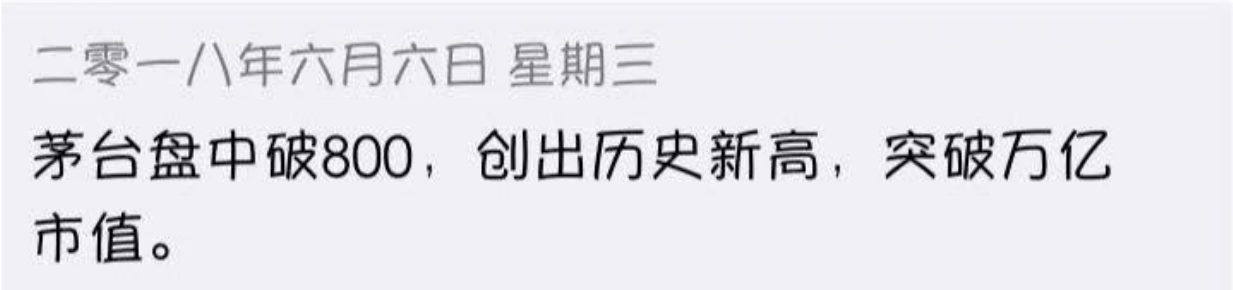
究竟是赌中茅台的幸存者偏差，还是体系之必然？朋友们自己做结论

重要事项

1.控制情绪赢一半。

很巧的一件事，导致我想分享一段神奇的事情给大家，就放在重要事项里吧。

前天我偶尔翻日记，发现两年前的 6 月 6 日，我的日记里写着“茅台盘中破 800 元，创出历史新高，突破万亿市值。”



我记得随后就是一波大跌，持续了四个多月，最低跌到 509 元。

正好我 2018 年 5 月份卖掉了一套叠拼，于 5 到 9 月分 4 次收到款（定金、首付、过户、买家按揭批准后的尾款），趁股市大跌买的不亦乐乎。

茅台，我记得自己是低于 700 开始加仓，一直到 549 结束——过程书房有记录。

当时网络上一片谩骂和嘲笑，甚至有数位大 V 成文谈论老唐是黑心忽悠、水平垃圾、赌个龙头圈粉卖广告为生……云云（书房老朋友一定有印象），其数量和程度大致不少于两个半月前谩骂和嘲笑老唐持有分众和洋河的言论。

唐书房 2020/03/21

今天的分众未来如何，我暂且不敢说，从股价大约略高于6.8元时（千亿市值），我已经公开承认我暂时难以对它做出判断，还需要观察，600亿~1400亿之间不买不卖。

对于洋河，老唐今天又白屏黑字放下一个判断：今天在洋河上嘲笑老唐的人，和2013~2017年嘲笑老唐茅台的人，基本上是同类垃圾水平。

无外乎就是**把疯子+傻子组成的市场先生当做自己的标准，然后拿着一把错误的尺子到处现眼**。

这些骂老唐的，有些是真傻，只要市场先生敢大把送钱，一定当场吓死的那种。也有些只是坏，踩踩老唐过过瘾，只是为了几个点击和回复。

老唐很少回应这些。

谩骂和嘲笑无外乎不过是表达“老唐水平不怎么样”。我对此结论其实无争议，算同伙，我也认为“老唐水平不怎么样”。

一般我能写文章回应的时候，通常都是谩骂的人数和语言肮脏程度，已经达到令人忍无可忍的地步了。

这偶尔会成为一个很好的市场情绪观测点。

股市里经常有人说“庄家似乎就是盯着我那几百股，我不卖不涨，我一卖必涨”。

虽然是个玩笑，但其实也证明虽然散户千千万，互不相识互不来往，但这个群体里，有很大一部分人的心理承压能力和承压极限以及压力下的行为动作，是惊人的相似。

正因为如此，才会出现很多人精准地“卖底买顶”之神迹。

从 2018 年 6 月 6 日到 2020 年 6 月 6 日，茅台涨幅超过 80%（如果从 509 算，涨幅约 180%）。

同样，上面 3 月 21 日这段“忍无可忍”，也是个神奇的时间点。

3 月 21 日是个周六，神奇的是，洋河本轮上涨就是从 3 月 23 日周一开始的。

从 3 月 23 日开盘价 81.05 元到此时的 109.3 元，上涨了约 35%，期间没有任何一天低过 3 月 23 日开盘价。

分众类似，从 3 月 23 日开盘 4.17 元，涨到 6 月 5 日收盘 5.48 元，上涨了 31%。和洋河不同的是，期间下跌了将近 8%，最低跌至 3.85 元（565 亿市值），然后才上涨的。

期间两家公司也没有披露什么重要新闻，也没有发生什么基本面的重大改变，这一切就是市场群体的情绪波动。

神奇的散户，神奇的谩骂，神奇的市场心理，神奇的书房回应

这并非个案，大家一定还记得 3 月 19 日中午一点左右，老唐推送《阴天》歌词的篡改版。

无论是回看从那个时间开始的全面上涨，还是回看当时文章下面的留言，都能发现 3 月 19 日中午一点左右，简直就是悲观情绪的巅峰

我举这个几个例子，是想阐述如果能避免用短期股价波动去评判一笔投资，你就不会和乌合之众一起情绪共振，投资就已经赢了一半。

请千万不要将上述表述理解为“老唐成功预测到了底”——绝对错误。

我是事后谈论这个群众情绪和股价走势的巧合，不是事前预测。

老唐从不认为有人有能力预测到底。如果有，要么是缺乏自知的傻子，要么是存心欺诈的骗子。

2. 下周开始周内停更。

我打算开始写《手把手教你读财报》的新准则升级版了。

这本书上市五年半，纯粹靠读者口碑，纸质版印量 39 万册，电子版销售几万册。考虑到普遍存在的纸质和电子盗版，我估计影响的人数应该超过 50 万。

影响类型不同。有的人是看了我的书买了茅台，挣钱了；

有的人是通过我的书，走上了价值投资的道路；

有的人是通过我的书，学习了一些财报分析技术，避开一些雷或者自己找到一些好公司；

当然，也有人是白白浪费了几十元钱。

但不管影响的人多或少，将时间投入到这本书的升级版上，一定比我分享几段理论鸡汤、分析几家企

业的财报或者给几家企业做个估值更有价值，帮到的人更多，力量也更持久，所以我将它作为优先选项。

从今日之后，若没有什么重要的事，周内可能不会更文了。

我尽量保证周六的实盘周记正常更新。

按照我前四本书写作的经验，估计从启动到交稿大概三个月左右，从交稿到出版可能也是三个月左右。正常预测，年底应该可以见得到。

不用担心书房长期停更，书房的约束从来不是题材，不是内容，而是我的时间和动力。

永远不要担心投资领域里会不会有一天变的无话可说。实际上我书房墙角还钉着一大堆原本计划写的主题。

每一张纸都本该变成一篇原创文章的，只是因为没时间或当时缺了激情，所以它们才至今依然在墙上凌乱。

我自认只要我想写，书房不会缺原创，而且是不会缺优质原创。

我对这个有信心，是因为我也在不断学习，不断思考。而投资世界本就是一个充满未知的世界，从来不会缺新东西、新话题

等新书写完，书房应该会恢复正常更新的。

另外请放心，老唐承诺的《巴芒演义》免费连载会照常继续。

只是为了减少回复留言的时间耽误，我打算挂在每周六实盘周记下面同时推出。

3. 书房留言合集分享。

前段时间，以王冠亚、马斯文、杨帆、王帅为首的书房 66 名志愿者，将书房截止 2020 年一季度总结之前的所有文章评论区的留言，整理并筛选后分类做成了合集。

原本我计划的是分类推送给大家。但拿到这份文件后，发现不大可能实施，因为实在太多了，居然有113万字，1400多页。

所以，我索性将他们整理的版本，直接上传到百度网盘。

以下链接，我设置的是永久有效。链接我放在文末“阅读原文”上，直接点击就可以过去。

https://pan.baidu.com/share/init?surl=ZcrlNfv-tAz9cbachVfIcg

提取码：jqg4

这里面还包括了过往书房朋友们做的唐朝全集、电子书、以及雪球旧帖合集等。

老唐都是一字未动，原汁原味，正确、错误以及期间思考变化都在。

正巧老唐要停更了，缺了读物的朋友自己下载吧。不用考虑版权问题，只要不做商业用途就好

这66位朋友已全部成为老唐的微信好友。

我相信大家会对他们的奉献心存感激的，这工作量实在不可小觑

他们的工作记录，也经由志愿者之一史岭兄整理成文，放在他的公众号里。愿意了解的朋友可以点击史岭兄的文章阅读。

- 唐书房留言整理背后的故事--(1)前言
- 唐书房留言整理背后的故事--(2)建群
- 唐书房留言整理背后的故事--(3)纲领
- 唐书房留言整理背后的故事--(4)协作
- 唐书房留言分类模板及示例
- 唐书房留言整理背后的故事--(5)收官

4.本周的读书笔记，我选中了4份。

仍然先披露入选者，之后再找时间陆续推送文章，以避免作者们焦虑。

入选文章是：

- 当指数增长遇到均值回归——雪球@冰海渔夫
- 关于价值投资的一点思考——公众号@上下求索小学徒
- 与智者谈话——雪球@易心后语
- 写给宝宝的第六封信-投资道路上的灯塔——雪球@爱理财的兰菇凉

请以上朋友留下收货地址——如果选择老唐的四本书签名套装做奖品，

或

留下微信号——如果选择加老唐微信好友做奖品。

没有入选的，或是文章质量因素，或者可能是我没看见。

如果觉得是前者，可以再修改。

如果自己对文章挺满意，还可以在书房留言区留下链接。

最好是在书房推送文章的当天，选择在次条、三条等留言较少的文章留言区里发链接。

无论是否入选，输出本身已经是对自己的巨大帮助，是非常深入的学习过程。我相信所有写过读书笔记的朋友，都会有这个感触

5.本周的读书笔记，我选中了4份。

只要推送就会被自动删除，如下图。

估计里面有某些不可描述的文字，通不过系统检测。

这个我也木有办法，只能抱歉了。

本周运动

本周没有跑步，游泳 3 次，单次 1 小时。散步 4 次，合计 38 公里。平均体重 85.4kg（175cm）

下周预计交易

无

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。

文中提及的任何个股，都有**腰斩**或翻倍的风险。请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记

祝朋友们周末愉快

圆星星

留言整理非常棒，美中不足的是其中文档电子目录对不上。花了一个多小时重整了目录，希望能帮点小忙。链接：https://pan.baidu.com/s/1dOo5eOG1TwTx6Cmjt-PWhw 提取码：n2av

作者

辛苦星星了，谢谢

A.GX 证券 李宸霄

老唐，这次美国航空股上涨，又有好多人嘲笑巴老，你怎么看呢

作者

第一，股价波动没有谁猜得准，巴老也不是根据预测股价来买卖的。卖了涨，买了跌，都是投资生涯里的常态。第二，巴神在航空股上好像不到两个点的投资总额，亏一半也就亏一个点，小事。第三，嘲笑巴老的人都很蠢。双方手里的尺子不一样。巴老说的是肉臭了，嘲笑者说的是哈哈，臭了还不是照涨

桩仕参

趁着 618 大促，《巴芒演义》来一本，算不算价值投资

作者

不算。倒是暴露了一个理念误区：价值投资是追求付出的价格，低于企业内在价值（未来现金流折现值），不是低于账面净值。拿买书举例，付出的是书价，得到的是内容及内容附加在自己的资本或人生上所可能带来价值的折现和，价值投资是比较他们的差异。比较今日买价和之前买价或者书的定价，是错误的思路。

Armstrong

感谢老唐，让我对价投自我感觉好像开悟了一样。不过，我觉得老唐对企业的估值，短期走势分析有些小缺憾，导致对分众，洋河，乃至海康有些看走眼，至少节奏没踩对，导致大批抄作业的失望。他们没注意老唐的重仓在茅台，关注点不一样，结果就不一样。不过，老唐还是难得的良师，引人入价投的良师。

作者

你说的不对，我不是“对短期走势分析有小缺憾，节奏没踩对”，是我根本就不懂什么短期走势，也从来不分析，更不知道什么玩意儿是节奏。如果你是冲着这些东西来的，我可以确定的告诉你，你走错地方了。

等待和希望

老唐，你提到的投资的底层逻辑，是不是就是复利的滚雪球效应呀？多谢

作者

投资的底层逻辑是 all cash is equal。

龙虾炒饼（一花一世界）

唐老师您好，在手 1 自由现金流是经营现金流净额减去投资活动现金流净额，在价投里自由现金流是经营现金流净额减去固定资产，无形资产，长期资产支付的现金，算了一下，数据差别挺大，这个该怎么理解？谢谢

作者

不管怎么理解都是对的，不管怎么理解都是错的。凡是想通过财报数据计算出一个自由现金流出来，都是“精确的错误”。既然都是错误，也就无所谓差异大小了。

杨

分众既然没有给出合理估值，又不在能力圈，为啥没有及时认错，导致巨亏。知行未能合一

作者

“知行未能合一”这个结论不接受。虽然你进书房两年多了，但你显然没有认真看过我的思考过程。我可以理直气壮的告诉你，本人的分众投资知行合一，而且是 100%知行合一。不过，对分众认知不够，判断有错，这个结论接受。乃至说水平垃圾，导致巨亏，我也接受。我继续学习，力争以后少犯（还会犯的）…

Figo

我自认只要我想写，书房不会缺原创，而且是不会缺优质原创。

有这句话我就放心了

跟老唐开个玩笑，别介意。

老唐这句话在我看来实在是霸气，以我有限的经历，看过不少公众号，最后都放弃了，因为炒现饭，翻来覆去没营养了。

走价值投资的路，研究商业，世界永远都在变化，永远说不完道不尽，不像 k 线，头肩顶，翻来覆去都是，今天股市如果不上涨就是下跌，要么平盘

作者

没丝毫霸气。企业研究者，从来不需要担心内容问题，举个例子，假如你有 25 家关注企业，仅半年报和年报的阅读分析，愿意去读去写，就是 50 篇原创财报分析，而一年就 52 周，加上周记、总结、偶尔的灵感，随便就填的满满，只会觉得时间不够用。而且……股市是由四千家企业组成的未知海洋

大象

老唐，能用你犀利的中翻中风格解释下“研发投入资本化”名词吗。谢谢!!

作者

简单的说，就是开发阶段的费用，有部分可以记录为资产，不作为当期费用扣除。

大象

那是否可以进一步理解，将资本化投入占比为零的会计方法更谨慎。

作者

可以

第778篇.　　2020.06.14－第二十九回 巴菲特身陷欺诈案 大律师背书保清白

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-06-14

纸质版《巴芒演义》请点击：当当下单　京东下单

音频版请到喜马拉雅搜索《巴芒演义》

芒格对巴菲特投资思想潜移默化的改造，以及高质量朋友圈提供的人脉资源与投资对象，一起提升着芒格在巴菲特心中的地位。

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不可或缺的重要力量。

发现风险和解决问题的最佳搭档

美国的法律体系和我国不同。我国是成文法，美国是判例法。

所谓成文法，就是法律制定权在某最高机构（例如全国人大），法院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出来的。

正因此，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协助。

因而，美国律师数量多得吓人。截至 2016 年底，全美在册律师 1315561 人，按照 3.24 亿人口总数计算，平均不到 250 人拥有 1 名律师。

与之相比，我国人口总量是美国的 4 倍有余，但全国律师总数量仅约 30 万名，平均约 4700 人才拥有 1 名律师。

巴菲特没读过法律专业。但巴菲特的投资，除了二级市场直接买卖以外，其他的收购及经营都涉及大量法律事务。

幸好芒格本人就是一名高水平的律师，而且专长正好是商业法。同时，芒格自己的律师事务所拥有大量顶级法律人才，芒格知道谁专长于哪个领域。

所以，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，而且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，是我完美的合伙人。”

两个人早期各自独立投资的时候，已经是每天电话往来多次。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，这件事是这样子的。”

然后芒格通常会回复：“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。”

巴菲特说此时自己才能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?”

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：巴拉巴拉……

沉默。

巴菲特：巴拉巴拉……

芒格：“所以说你担心的是价格问题？”

巴菲特：巴拉巴拉……

沉默。

巴菲特：巴拉巴拉……

芒格：“如果你等一等，我觉得你会得到你想要的价格。”

巴菲特：巴拉巴拉……

芒格：“那就这样。”

挂机。

对于这样的场景，巴菲特说：“查理从来不是按字收费的人。他可以只在电话里嗯哼三声，就帮我处理完四页的备忘录。”

芒格在巴菲特的决策过程中，实际担任着发现风险和帮助巴菲特解决犹豫点的角色。

正如盖可保险 CEO 路易斯·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。查理没有思维定式，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。”

被疑商业欺诈，深陷法律泥潭

不仅芒格本人在巴菲特的投资决策中起着风险发现者和最后把关人的重要角色，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。

就拿蓝筹印花这个投资案例来说。

上回说过，古瑞恩将蓝筹印花推荐给巴菲特和芒格时，蓝筹印花正处于官司缠身的状态。

这些官司最终能否胜诉，如果败诉最坏情况会付出多大代价，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，有些可以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。”芒格的继子哈尔这样回忆道。

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，对待买股票的态度很像某些见不得账上有现金的散户——能凑够买一手的钱，就绝不让钱闲着。

当巴菲特发现蓝筹印花有投资价值时，他陆续分别用过自己个人、苏珊个人、巴菲特合伙基金、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主体买过蓝筹印花股票。

买入规则就是：哪个账户上有钱，就用哪个账户买入。

再加上芒格、戈特斯曼、古瑞恩等人及其关联公司的参与，结果就是蓝筹印花公司的股东结构不知不觉成为一张蜘蛛网，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伯克希尔公司的股票。当这些公司账上有钱，而市场有伯克希尔股票出售时，巴菲特也会贪婪地动用这些公司账上的现金买入。

围绕着巴菲特、伯克希尔和蓝筹印花，总计有超过 40 个持股主体。他们之间相互混乱的持股，形成一团完全无法看懂，任何一笔交易都可能引发超过 40 个主体之间利益波动的乱麻。

最终，蓝筹印花收购维斯科金融案，触发了美国证监会对这团乱麻的犯罪调查。

1975 年 2 月，美国证监会签发传票，全面调查蓝筹印花公司收购维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。

证监会的一份调查报告里写着：“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。

这场景和美剧《亿万》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“新闻女王”凯瑟琳·格雷厄姆出双入对，而成为华尔街的焦点人物，颇像美剧《亿万》里的基金经理、亿万富翁埃克斯。

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坦利·斯波金，其风格也像极了《亿万》里的南区检察官查克。他不信任华尔街，作风强硬，盯住的案子胜率极高，做出过很多令大公司心惊胆寒的裁决。

恰好当时 MT 律师事务所合伙人罗德·希尔斯刚刚被总统任命为美国证监会主席，从避嫌的角度说，证监会对蓝筹印花公司及巴菲特和芒格的调查，或许有意识地更加严格了。

复杂并购引发监管层怀疑

简单地说，事情大体是这样的。

1972 年夏，巴菲特和芒格通过蓝筹印花公司买入 8%的维斯科金融公司股票。

1973 年 1 月，维斯科金融公司计划和另一家名叫圣芭芭拉的财务公司合并。

巴菲特和芒格认为这个合并方案，是让维斯科金融的股东们用手中低估的股票去换圣芭芭拉已经高估的股票，会损害维斯科金融公司股东的利益。

于是巴菲特和芒格动用蓝筹印花公司资金，大举购买维斯科金融的股票，意图否决合并。

六周内，蓝筹印花公司买下了他们能找到的每一股维斯科金融股票，总计持股达到维斯科金融公司总股本的 17%。

由于维斯科金融主营是储贷业务（类似我国的城市信用社或农村信用社，是一种非银行金融机构），根据证券法，收购此类金融机构超过 20%以上的股份，需要获得美国证监会的批准。

因此，他们还能继续买入大约 3%的股份。

为了确保阻止合并，芒格和巴菲特希望说服大股东彼得斯家族。

彼得斯家族本来希望通过和圣芭芭拉的合并，提振维斯科金融低迷的股价。蓝筹印花的总裁试图劝彼得斯改变主意，没有成功。巴菲特决定自己飞到旧金山和彼得斯面谈。

彼得斯坚持必须采取一些措施来提振维斯科金融低迷的股价，巴菲特承诺否决合并后自己会采取措施做到这一点。彼得斯最终被巴菲特说动，同意投票反对合并。

巴菲特和芒格成功阻止了合并。该消息披露后，维斯科金融股价大幅下跌至 11 美元附近。

此时，蓝筹印花公司出价 17 美元/股，公开收购维斯科金融公司 25%的股票。

这个出价远高于市价，按照巴菲特的解释，因为合并是被自己搅黄的，那么由于合并失败造成的维斯科金融公司股价大跌，自己是有责任的，所以自己以高于市价收购，对维斯科金融股东才公平。

但美国证监会不仅认为巴菲特搅黄合并案的行为，导致维斯科金融公司股价下跌，损害了部分维斯科股东的利益；

同时还认为，巴菲特以明显高于市价的出价收购维斯科公司部分股份，又损害了蓝筹印花公司小股东的利益。

于是美国证监会执法处开始追踪巴菲特和芒格的活动，并对巴菲特、芒格及蓝筹印花公司展开调查。

这次调查搞到巴菲特几乎崩溃。

按照法律要求，他交出了几大箱交易记录、备忘录、笔记以及给相关人的信件等材料。

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很多感性和朦胧的东西，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，其实已经因焦虑引发背痛而深受折磨。

大律师背书，终得清白

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，他希望自己任何时候都能坦坦荡荡地站在报纸的头条。在他心中“声誉就像一个精致的瓷器，价值昂贵却很容易破碎”。

建立一个好名声需要付出一生的努力，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：失去多少金钱都可以接受，但绝对不允许损失声誉。

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，同时芒格作为共同行动人，也将受到牵连。

而此事的最终解决，完全依赖 MT 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——芒格的律师事务所当时的全名叫“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维斯科金融公司时，人为提高维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，并对维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，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，完全是因为证监会执法处的头儿斯波金彻底信赖里克肖塞尔。

斯波金说：“这次主要是因为信赖里克肖塞尔，他是我一生所见到屈指可数的优秀律师之一。无论他告诉你什么，你都可以相信。”

斯波金不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过分浮夸的花言巧语，但因为它出自里克肖塞尔之口，斯波金就认为这些评论是真诚和恰当的。所以，斯波金感觉他有责任赦免巴菲特。

斯波金认为作为公诉人，必须将诚实的人因过失而犯的错误和骗子的欺诈行为区别开。对于骗子要毫不留情，实施严厉的打击。

在巴菲特和芒格一案上，他相信了里克肖塞尔，认为巴菲特和芒格不是骗子，只是考虑得不够周全。

因此，证监会执法处只是轻轻地拍打了一下巴菲特的小脑袋瓜，放他过去了。

后来，经过证监会的批准，蓝筹印花陆续收购了维斯科金融 80.1%的股权，将维斯科金融公司变成蓝筹印花的控股子公司，直至今日芒格依然是维斯科金融公司董事长。

维斯科金融在芒格手上被打造成一个以投资为主要业务的控股公司。由于投资体系基本类似，投资方向也有很多相似之处，维斯科金融一直就像微缩版的伯克希尔。

在伯克希尔设置 B 类股份之前，维斯科金融在美国股市有“穷人的伯克希尔”之称。

蓝筹印花是芒格和他的律所同事将巴菲特本人从法律困境解救出来的案例。

不仅如此，在有些投资案例里，巴菲特的投资成败本身也几乎完全取决于芒格和他的律所同事，比如布法罗晚报案。

第779篇.　　2020.06.14 - 第三十回 收购报业四面楚歌 步步申诉向死而生

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-06-14

纸质版《巴芒演义》请点击：当当下单　京东下单

音频版请到喜马拉雅搜索《巴芒演义》

巴菲特意图收购布法罗晚报

布法罗市是纽约州第二大城市，位于美国和加拿大交界处著名的尼亚加拉大瀑布边上。

因为大瀑布下建设大型水电站的天然优势，布法罗市电价便宜，所以这里聚集了一大堆高耗能企业，以钢厂居多。

在 20 世纪 70 年代，当地有两家报纸：布法罗晚报和布法罗信报。

晚报创立于 1880 年，由报业巨头巴特勒家族拥有；信报由著名作家马克·吐温于 1870 年创立（次年卖掉了）。

马克·吐温早期曾经参与银矿股票投机，暴富过。暴富后他放弃了新闻记者职业，退休并过上奢华的生活。

按照他的描述：“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。”

和几乎所有的投机一样，每个泡沫都有一根针等着。泡沫破裂时，马克·吐温赔得一塌糊涂。

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，我偿还了债务之后，发现自己还剩下 50 美元。”

正是由于这些经历，马克·吐温用他特有的幽默方式，总结过很多有关投机的段子，比如，

“十月是炒股最危险的月份，其他危险的月份有七月、一月、九月、四月、十一月、五月、三月、六月、十二月、八月和二月”

“人的一生，只有两种情况不应该参与投机：输不起的时候和输得起的时候”等。

虽然教训深刻，但投机的快感如同毒品一样让人难以摆脱。

后来马克·吐温多次参与风险投资及投机活动，成功输光所有资产并欠下一屁股债。

马克·吐温化债务为动力，一部又一部的经典著作在还债压力下诞生。

想来也幸亏他投机破产，否则世上只会多一个举止轻浮的暴发户，却少一位“嬉笑怒骂，皆成文章”的传世作家。

掌控晚报的巴特勒家族和掌控信报的康纳斯家族，自 1914 年起就达成君子协定，前者出周一到周六的晚报，后者出一周七天的早报。

伴随经济的发展，收入的提高，休闲时间的增加，周日报纸发行量越来越大，广告商也更加侧重投放周日广告。

没有周日版的晚报陷入不利地位。再加上掌控报纸几十年的凯特·巴特勒于 1974 年去世，家族后人准备卖掉报社。

在 1976 年圣诞节前的一个宴会上，一位报业经纪人代表布法罗晚报开价 4000 万美元，想把报纸卖给华盛顿邮报。

邮报掌门人凯瑟琳当时正为邮报内部强大的工会力量头疼，拒绝了晚报的邀约——当时布法罗晚报工会力量更强大，其员工收入在美国报业员工同盟 131 家报纸中排名第 7。

那段时间，正是苏珊出轨，巴菲特与凯瑟琳交往密切之时。当天也在宴会上的巴菲特，知道消息后有点心动。

此时巴菲特已经拥有一家奥马哈太阳报。

对报纸情有独钟

巴菲特对报纸的兴趣，萌芽于青少年时期送报纸赚钱的记忆。但真正在头脑中滋长，是受卡罗尔·卢米斯的影响。

卡罗尔·卢米斯是《财富》杂志的撰稿人，她在 20 世纪 60 年代经比尔·鲁安介绍和巴菲特认识。

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，俩人认识后不久就开始密集通信。很快巴菲特就说“除了查理，卡罗尔迅速成为我最好的朋友”。

几十年来，卡罗尔一直是巴菲特致股东信的御用编辑，直到今天我们每年读到的巴菲特致股东信，仍然由卡罗尔负责修改和定稿。

在卡罗尔的影响下，早在 60 年代后期，巴菲特对新闻的兴趣已经非常浓厚。

他曾在 1968 年试图收购一份娱乐性报纸，没有成功。就在这笔收购失败时，苏珊的一位朋友找上门来，想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。利普斯热爱爵士乐，由此和同样热爱爵士乐的苏珊相识，共同推动成立了奥马哈爵士乐团。

利普斯从岳父手上继承了奥马哈太阳报，成为报社最大股东兼发行人。

太阳报不是当地主流报纸，主要刊登当地最大报纸奥马哈先驱报不登的一些警情通报、权贵丑闻、社区新闻、八卦花边之类的文章。

1968 年，奥马哈本地规划的一条新公路，将要穿过太阳报报社大楼，利普斯需要筹集一笔钱建设新大楼，而现有股东们不愿意新增投资。

几经周折，利普斯找到巴菲特。经过洽谈，1969 年 1 月 1 日，巴菲特以 125 万美元的价格，收购了太阳报原股东全部股权，仍然由利普斯负责经营。

1968 年太阳报净利润约 10 万美元，收购作价 125 万美元，年回报率 8%，很一般。

但鉴于巴菲特 1969 年找投资目标已经很困难，账上闲钱很多，加上又喜欢新闻业，收购就这样发生了。

利普斯在报业经营方面很有能力，奥马哈太阳报经营情况相当不错，还因揭露儿童城慈善基金财务丑闻的报道，荣获 1973 年美国新闻界最高荣誉奖——普利策奖。

这个财务丑闻最初的线索，就是巴菲特阅读儿童城财务报表时发现并转交利普斯的。

报纸获普利策奖，让巴菲特很有成就感，也提升了他对新闻业的兴趣。

晚报深陷诉讼和工会的泥潭

相对奥马哈太阳报而言，布法罗晚报是份大报，发行量和影响力都要大很多。

经过几轮磋商，1977 年 1 月 8 日，巴菲特和芒格以 3250 万美元的价格收购布法罗晚报 100%的股权。

1976 年布法罗晚报税前利润 170 万美元，税后净利润约 92 万美元。3250 万美元的收购价相当于 35 倍市盈率，算相当乐观了。

大部分资料里有个以讹传讹的说法，说巴菲特这笔投资花掉近半身家。错的。

1977 年巴菲特个人身家的确只有 7200 万美元，但是购买晚报的主体并不是巴菲特，而是伯克希尔的子公司蓝筹印花。

经过伯克希尔和蓝筹印花两层架构的间接撬动，分母不能套用巴菲特个人财富数据。

当时伯克希尔控制资产规模在 5 亿美元左右。3250 万美元的投资，的确是截至当时巴菲特最大的单笔投资，但仍不足总资产的 10%。

在巴菲特的脑海里，报业只能是“胖者生存”——每个城市只能有一家报纸，老二非死不可。

所以收购完成后，巴菲特和芒格就决定发行周日版。两人认为，信报的命脉就是周日版广告。

只要能抢占信报周日版的部分市场份额，信报必然走向崩溃，最终让晚报独霸天下。

巴菲特和芒格筹划在 1977 年 11 月推出周日版，前 5 周免费，之后按每份 30 美分销售，而信报周日版售价 50 美分。

信报当然不会坐以待毙，他们发动了一场声势浩大的公关战。

通过大量的头版报道，将巴菲特塑造成外来入侵的冷血巨头，通过抢夺他人的工作岗位谋取暴利，而信报则可怜巴巴的像是为保护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，这角度引发大量读者的共鸣。

不仅如此，信报还向法庭提起诉讼，控告晚报违背《谢尔曼反托拉斯法》，实施掠夺性定价、不公平竞争，意图迫使信报破产，实现市场垄断。

芒格从洛杉矶招来他强大的律师搭档们应战。

很遗憾，对手抓住了巴菲特一个软肋——《华尔街日报》曾刊登一篇文章，引用过巴菲特好友戈特斯曼的话，“沃伦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，想要多高就设多高”。

戈特斯曼是巴菲特的好朋友，多元零售的合伙人，他的这段话可信度很高。

所以，尽管巴菲特努力辩解，但这段话实在太过形象，在法庭上活灵活现地展示了一位车匪路霸的恐怖模样。

而且很巧，巴菲特真的拥有一家收费桥梁公司的股份——位于加拿大奥兰多市的大使桥。

这座桥梁连接底特律和温莎，承载着美国和加拿大这对当时全球最大的贸易伙伴间年度运输量的 1/4。

伯克希尔通过子公司维斯科金融公司持有这座桥梁 24.9%的股份。这让巴菲特在法庭上非常被动。

经过艰苦的诉讼，最终法庭没有禁止晚报出周日版，但禁止晚报免费赠送报纸，禁止打折销售，对周日版广告版的面积设置了限定条件。

同时，不允许晚报对信报发表诽谤性言论。更糟糕的是要求晚报用户每周都要填一份表格，明确表明续订周日版的意图，否则自动视为放弃续订。

信报大肆报道胜利，信报员工也“热心地”承担起监督晚报的工作。

很快他们就发现，部分用户没有填表格照样能收到报纸，这当然要第一时间将证据提交法庭。

法官认为晚报藐视法庭，官司继续……

不利情况下，广告商纷纷倒向信报，晚报周日版广告收入仅约信报的 1/4。

1977 年晚报出现高达 140 万美元的巨额亏损。在巴菲特的投资历史中，这是亏钱速度和数量的双重纪录。

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。

官方传记《滚雪球》里这样描述此时的巴菲特：

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，他像

一个金甲虫一样围绕着卡罗尔、艾丝翠和凯瑟琳，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，我要接受并忍受一大堆限制，根本没有心情去欣赏什么文笔。”

【注：艾丝翠.孟克斯是此时巴菲特的同居女友。两人于 2006 年正式结婚】

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，他不想再和法官对峙，他宁愿让 3250 万美元打水漂。

他刚刚从一场艰难的诉讼（指证监会对维斯科收购案的调查）里逃离。巴菲特迫切希望了结一切，不再宣誓作证、接受传讯以及跟法官斗法。

“我不想上诉，我感觉这会是一场旷日持久的战斗，并且还会激怒法官。一旦激怒他，他会强制我们执行禁令，我们的损失会更大，而信报会借机发起猛烈的攻击，那样会不断扩大它的影响力。我声称我们不上诉，反正无论如何一年半载后我们一定会失败，会停刊的。罗恩和查理告诉我，我错了。我确实错了。”

律师团队奋力拼杀，布法罗晚报起死回生

最终芒格说服了巴菲特，提起上诉。

其实芒格此时也非常艰难，他刚刚经历一场失败的白内障手术，导致左眼眼球被摘除，安装了玻璃义眼。

更悲惨的是，右眼也有失明的危险。芒格说自己不想活了，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。

他拒绝做右眼的白内障切除手术，选择保守治疗。芒格就这样戴着一副厚厚的白内障专用眼镜，靠一只独眼度过了 40 多年。

启动上诉程序的同时，巴菲特恳请太阳报总裁利普斯来布法罗帮忙。

利普斯不喜欢布法罗的气候，不想去。巴菲特转而请求他每个月坐镇一周。利普斯无法硬起心肠让巴菲特失望，勉为其难答应了。

经过芒格和律师朋友们艰苦的努力，1979 年 4 月，美国第二巡回上诉法庭推翻了地方法院对晚报的禁令。

但是信报立刻对此提起上诉，寻求维持原判，双方律师继续舞起疲惫不堪的战剑拼杀。

高昂的律师费用加上自杀式的割肉竞争，两家报纸均亏损严重。可是，谁也不敢退出战斗，都想坚持到对方倒下。

1980 年，利普斯搬到布法罗全职工作。但不管利普斯多么能干，也是无力回天，报社每天都在失血。

表 30-1 是布法罗晚报 1978—1982 年年度税前利润。

表 30－1　1978—1982 年布法罗晚报税前利润　　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

期间卡车工会趁火打劫，提出涨薪要求。他们认为晚报管理层不敢在和信报拼杀的关键时刻，冒着停刊的风险拒绝要求。

卡车工会在 1980 年 12 月的一个星期一宣布罢工，晚报命悬一线。

巴菲特急得像热锅上的蚂蚁，他说，“我真想派一群人去把这些家伙狠狠地揍一顿，但这显然不是个好方法”。

最终，巴菲特决定向死而生，破釜沉舟赌一把。

巴菲特周二早晨面见工会成员并告诉他们：“报纸只剩下有限的几滴血，如果它继续失血，那将无法生存。”

巴菲特明确表示，宁愿承担 4000 多万美元的损失，也绝不会妥协！

他说：“如果今天报纸不能出版，我就从今天开始停发工资，并解雇全部员工。”

最终工会害怕了，当天下午报纸恢复了正常运行。

在巴菲特和利普斯的共同努力下，晚报逐渐出现转机，尤其是利普斯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。晚报亏损额显著下降，1981 年只亏损了 121.7 万美元。

即便如此，巴菲特和芒格此时对这次收购，依然持严重悲观的看法。

芒格在 1981 年蓝筹印花公司财报的董事长致辞部分忏悔道：

“如果没有布法罗晚报和它现在所背负的赤字，我们本应该有 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。”

后来的事实证明，收购或许是个错误，但芒格的“百分之百肯定”是个更大的错误。

1982 年信报撑不住了，宣布停刊。晚报立刻变成印钞机，报纸更名为“布法罗新闻报”（公司还是叫布法罗晚报公司），一周 7 天同时发行日报和晚报，并一次性大幅提高了广告价格。

戈特斯曼没有说错，巴菲特确实是垄断后马上提高收费。

1983 年公司盈利 1935 万美元，一举将历年亏损全部赚回来。这一年，巴菲特开始在伯克希尔公司财报里单列披露布法罗晚报的经营情况。

1984 年公司和工会签约，大幅上调员工薪酬。但即便如此，当年依然盈利 2733 万美元。

这年的致股东信里，巴菲特“自信地”阐述了他对报纸的理解。他写道：

“一份垄断的报纸带来的经济效益非常之好，它简直就是商界中人梦寐以求的。在一般行业，品质不好的产品，生意一定不好。但在报业可不是这样的，一流的报纸盈利丰厚的同时，一份三流的报纸照样会赚得盆满钵溢，甚至还可能超过一流报纸，只要这份三流报纸在它所在区域拥有垄断地位。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 年报社盈利 2992 万美元，至此全部投资已经收回。该年度致股东信里，巴菲特首次将布法罗晚报和内布拉斯加家具商场、喜诗糖果并列称为“伯克希尔三大主要事业”。

1986 年报社盈利 3474 万美元。同年美国实施税改，企业所得税从先前的 46%降低为 34%，公司净利润激增。

巴菲特在当年致股东信里写道：“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 7 笔收购命名为“伯克希尔七圣徒”。

1988 年美国和加拿大签署自由贸易协定，边境城市布法罗经济腾飞，布法罗新闻继续日进斗金。表 30-2 是 1983 年之后布法罗晚报公司历年税前利润。

表 30－2　1983—1999 年布法罗晚报税前利润　　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

注：2000 年后，由于伯克希尔规模日益庞大，布法罗晚报被归入“其他”，不再单独披露。

多种因素成就一项成功的投资

和喜诗糖果一样，布法罗晚报盈利也不需要增加多少资本投入。譬如 1999 年税前利润 5500 万美元，但年初公司净资产仅约 3000 万美元，净资产收益率高到变态。

这样的特性下，布法罗晚报给伯克希尔贡献了大量现金，支持巴菲特买买买。

本案例展示的是一个大获全胜的结果，但军功章上除了巴菲特本人的努力之外，芒格和他的律师伙伴们的贡献也绝对不可小视，甚至可以说，如果不是芒格和律师朋友们的坚持，这笔投资很可能在 1979 年就以亏损告终，成为巴菲特的著名败笔之一。

甚至我们还能发现，这笔投资里运气也占了很大成分。几乎每个环节都不是确定的。

比如：假如上诉法庭没有推翻地方法庭的判决，事态会如何发展？假如信报找到资本支持，继续斗下去，晚报能赢吗？假如当时工会拒绝妥协，报纸停刊，结局又会如何？

华盛顿邮报董事长凯瑟琳·格雷厄姆，在 1997 年撰写回忆录时，对于布法罗晚报案做了如下回顾：

沃伦建议我们考虑收购布法罗晚报，如果我们不采取行动，他就会动手。虽然布法罗晚报在市场占据主导地位，但它仍然面临着强大的竞争以及缺少周日版等问题。在我们决定放弃以后，沃伦收购了它。经过一番努力，布法罗晚报取得了成功。不过，我仍然认为我们做出了正确的决定。

是的，美国新闻界最有权势的女人，掌管华盛顿邮报 35 年的报业巨头，对巴菲特一生影响最大的女性，几十年后回顾说“我仍然认为我们做出了正确的决定”，因为这里面有太多不可测因素，邮报介入完全可能深陷泥潭，变成一笔失败的投资。

第780篇.　　2020.06.14－唐三宝，不止是价投 ——by@市井小冯

唐书房　2020-06-14

以下文章来源于市井小冯　，作者 Supppig

这篇读后感不仅仅是针对《巴芒演义》，而是通过阅读《手把手教你读财报》、《价值投资实战手册》以及唐书房中的大量文章之后的有感而发。

整篇文章会分为两个部分，第一部分会讨论《巴芒演义》带给我的所感所悟，第二部分会讨论老唐教

会我的，超越了价值投资领域的三件宝物，我称之为“唐三宝”。

Part1.《巴芒演义》读后感

1 先筑理念，再筑方法

老唐一直挂在嘴边的巴菲特关于价投的必修二课：“如何应对市场波动以及如何给企业估值。”

以前的我从来没想过这个问题：为何要把“如何应对市场波动”放在“如何给企业估值”前面？

通过阅读《巴芒演义》，我明白了一个道理：“绝大部分的投资大师都是先构筑起自身的投资理念，然后再结合自身特点因地制宜地发展出属于自己的投资方法论。”

个人觉得学习方法论应该放在学习底层理念之后。

施洛斯先构建起自己的“烟蒂股”投资理念，然后构筑出了紧跟时代发展的“烟蒂股”选股方法论，纵观其投资生涯，基本没有改变其底层的投资理念，微调的永远只是“烟蒂股”的选股标准。

巴菲特更是如此，永远是投资理念先打下根基，再去寻找适合自己的估值和投资企业的方法。

早期的巴菲特先通过《证券分析》学习了格雷厄姆的投资理念：比如“买股票就是购买企业的一部分所有权”、“安全边际理论”还有“市场先生寓言”。

等巴菲特拥有了基础的价值投资理念之后，他再去主动学习财务会计知识，同时跟随格雷厄姆学习“烟蒂股”的具体选股方法：“购买市值低于有形净资产甚至是净营运资产三分之二的的企业”。

后期在费雪和芒格的影响下，其投资理念开始转变，慢慢向“陪伴伟大企业成长”靠拢，此时的巴菲特才构建出属于自己的新的价值投资方法：比如“护城河理论”、“净资产收益率标准”以及“经济商誉概念”等分析企业的方法。

在讨论股票的社区里随便打开一个帖子，总是有数不胜数的股民们津津乐道地谈论着各种各样的“技术分析术语”：比如“底部放量”，“V 型反转”和“金叉突破点”等。

为什么这么多股民在股票市场里一直处于亏钱状态，因为大部分股民都是过于追求无用的方法论，而忘记了投资中最重要的根基——正确的投资理念。

其实老唐的《巴芒演义》通过多位投资大师的成长经历已经告诉了我们一个简单却十分重要的道理：先树立起正确的投资理念，再去寻找适合自己的具体投资方法，这是一条大概率可以让个人获得满意投资回报的道路。

2 认清自我，选好道路

做投资之前有一件事情十分重要，那便是要拥有清晰的自我认知，要清楚自己的性格，明确认知自己的优点和缺点是什么，然后再选择适合自己的投资道路。

老唐在书中的结尾处一共总结出了四种有复制价值的投资正道：（1）低费率指数基金模式；（2）确定机会的套利行为；（3）一揽子烟蒂股模式；（4）陪伴优质企业成长模式。

这并不意味着每一条路你都要走，或者说每一条路你都能走得通，最最关键的前提就是你要清楚地认识自己，从而判断出自己适合哪条道路。

比如《击败庄家》的作者，知名数学家爱德华·索普，在我看来他就有着十分清晰的自我认知，他十分相信自己的数学能力和热衷于自己的概率研究，所以他选择了结合数学、概率和计算机分析的高频交易作为自己的投资手段，成立对冲基金，终于成为一代投资大师。他选择的就是确定机会的套利道路。

再比如十分清楚自己不擅长社交的施洛斯，将自己的一辈子用于机械重复的会计计算上，专心致志地

在“烟蒂股”上下功夫，他个人丝毫不在意“烟蒂股的肮脏”，成为了投资界交口称赞的“格雷厄姆体系最纯粹的传人”。

最后看看巴菲特，在经历过登普斯特农具机械公司的投资一役之后，巴菲特彻底明白了自己性格中最脆弱但又是最珍贵的一点：他把自己的声誉看得比一切都重要。

所以尽管在伯克希尔上亏损累累，他依旧不愿意轻易解散公司，因为他不希望再出现个人名誉扫地的状况。通过伯克希尔的经历让他大彻大悟，发现陪伴优质企业成长才是最适合他的道路。

无论你是否已经开启了投资旅途，不妨先停下来，做一个深度的自我剖析，然后再选择适合自己的投资道路，这样才能坚持不懈地走下去，最终享受到属于自己性格优势上的复利威力。

3 享受投资，视钱若副

老唐在书中剖析了巴菲特和芒格两者的人生观和财富观。

很明显芒格追求的是不局限于投资的丰富多彩的世俗生活，巴菲特追求的是专心致志地将投资做到极致水平。

两人的生活方式虽然差异极其巨大，但不难看出的一点是两人都十分享受投资带给自己的乐趣。

我很喜欢老唐在书中说过的一段话：“走陪伴优质企业成长的投资道路，不仅可能享受到赚钱的乐趣，还能发现自己越来越懂商业，越来越能理解商业社会的运行规律，能够和不同行业的人士深入地聊下去。更关键的是，学无止境，在这条路上的投资人的生活永远是充实和满足的。”

我是一只工作九九六甚至九九七的程序猿，两年前刚刚毕业的时候根本没有想明白自己的人生追求在哪里，只是觉得当前的工作还行，生活也还过得去，工作很忙却感觉不到人生的充实与满足。

在机缘巧合的情况下接触了股票市场，在各大炒股微信群中突然看到有人推荐《手把手教你读财报》，然后顺藤摸瓜找到了老唐。

看着老唐公众号里洒脱快乐和自由自在的文字，我心生羡慕，不只是羡慕老唐的财务自由，更是羡慕老唐思维之独特，见识之广博和讲解之通俗易懂。

于是在老唐的启发下，原本几乎不看课外书的我，开始进行了大量的阅读，在这期间，我学会了非常非常多有意思的知识，整个思维方式发生了十分巨大的变化，也想明白了投资以外的人生追求。

现在的工作依旧十分忙碌，但每一步都走得十分充实、坚定与快乐。我始终把老唐的八字真言记在心中：“日拱一卒，多看一二。”

虽然芒格和巴菲特都十分富有，但是他们的生活重心从来不在钱上，他们人生最大的乐趣都是持续不断地发现自己思维和认知中的弱项，并持续改善这些弱项，不断地提升自己整体的认知水平。

我个人最推崇的关于价值投资的投资观便是：不要把生活的重心放在钱上，而应该享受价值投资带来的认知提升的快乐，钱只是认知水平提升过程中的副产物。

4 勤于阅读，善于整理

从杨天南老师为本书做的序言开始，到多篇被老唐选中的读者读后感，都出现了对老唐丰富阅读量的赞叹：一本《巴芒演义》便引用了 72 本书籍的资料。

我也十分敬佩老唐的阅读量，同时从这个阅读量我推测出了老唐作为价值投资者最强大的一点：资料的分类整理能力。

想想若无优秀的资料整理能力，怎么可以在短短三个月的时间内将 72 本书中的内容信手拈来，整合

到《巴芒演义》当中吗？

想必这 72 本著作中的绝大部分书籍都是老唐曾经阅读过而且觉得有启发意义的书籍，对于书中有用的知识，老唐定是做了一定的记录，用于日后的查找。

老唐曾经多次在公众号的文章里有意无意地显露出其强大的资料整理能力，比如在老唐分析贵州茅台的时候就提出过茅台基酒产量便是推测茅台盈利最重要的数据，可是在李保芳书记上任之前（2013 年以前），这个数据都是不公开发布的，所以老唐只能通过各种各样的信息渠道去获取各种数据，最后整合推理出茅台历年的基酒产量。

目前我们所处的时代是信息爆炸的时代，如果要做到像老唐一样出色，除了大量的阅读外，还必须具备一样不可或缺的技能，那便是资料的分类整理能力，这样才可以把真正有用的知识和数据保留下来，等到需要使用的时候可以随时调阅，从而印证自己的思考。

Part2. 不止于价投的“唐三宝”

不仅仅局限于价值投资的“唐三宝”便是：唱、跳和篮球。哦不，应该是多读，多悟和多写。

之所以称其为超越价值投资的“唐三宝”，是因为如果能做好这三件事，个人所获得的东西会远远超出价值投资领域，你将会拥有一个更加充实，更加有意义以及更加快乐的人生。

1 第一宝：多读

2020 年 4 月 14 日老唐在公众号上发布了一篇名为《财富三轮车与阅读的价值》的文章。将老唐人生成长过程中用到过的最强力的武器——阅读，开宗明义地放在了篇名之中。

其实在认识老唐之前，我是一个在同学和同事眼中学习非常勤奋的学霸，但是我非常清楚地知道，我的勤奋仅仅局限于学校的课本和工作相关的专业书籍，对于课外和业余的书籍我没有动力也没有兴趣去阅读。

所以那时的我看待世界的眼光非常狭隘，理解事物的方式也十分偏颇，尤其在考虑自己的前途时，我感觉到的不是清晰明了，而是迷茫和未知。

后来我很认真地思考过这个问题：“为何我不爱阅读专业以外的书籍？”，刚开始我没有很明确的答案，但是现在的我可以给出一个大概的答案：“那是因为我没有体会过阅读带来的真正乐趣。”

中国的教育体制让学生的阅读更像是一项任务，而非一项身心愉悦的文娱活动，渐渐地我一看到书籍便联想到了课堂，联想到了课堂便联想到了作业，这便形成了一种心理上的厌恶投射：阅读课外书籍≈课外补课。

尽管是一名别人眼中的学霸，但我并不真正热爱自己的专业，我只是强迫自己学习成绩要好，阅读对于我来说更像是一种自我约束而非自我愉悦的活动。

但是这一切从接触老唐和价值投资后开始发生了变化，26 岁的我开始尝试在没有任何人强迫和鞭笞下的自我阅读（PS:实不相瞒，刚开始读书其实还是为了在股市里赚多点钱，没想到后来的心态发生了变化）。

我第一次体会到了阅读的快乐，这种快乐远远超越金钱和物质。那一刻我真正明白在一个未知的世界里遨游的乐趣。

我从来没想到阅读《手把手教你读财报》会是如此乐趣盎然的一件事，也没想到自己会变成一个 11 点下班之后，继续捧着《价值投资实战手册》看到凌晨一两点然后早上八点爬起来上班的书虫。

可以毫不夸张地说，是老唐改变了我对阅读的看法。正如凯恩斯说过：“困难不在于接受新观念，而

在于摆脱旧观念。”关于阅读这件事，我要衷心感谢老唐。

现在的我乐于阅读一切自己感兴趣的书籍，而不仅仅局限于投资领域。没想到自己要到 26 岁以后才明白“开卷有益”四个字的真正含义。

十分感谢老唐教给我的第一宝：多读。

2 第二宝：多悟

老唐教给我的第二宝便是：多悟。所谓的多悟指的就是多进行自我思考和自我判断。

中国杰出的史学家陈垣对于“史源学学习”（即寻找史料的源头）这门课的《课程说明》中，有一句关于历史学的金句：“勿信人之言，人实诓汝。”中翻中的意思便是：“不要相信人家说的，人家都是骗你的。”我觉得这句话也适用于金融市场。

投资者所处的金融市场是一个充满了各种各样信息的市场，在这个庞大的市场里面有各种各样的人产生着数不胜数的信息。

“人实诓汝”可能有各种各样的原因，也许是有意的，也许是无意的，也许是恶意的，也许是善意的，也许是来自官方的，也许是来自私人的，也许是有利益关系的，也许是没有利益关系的.....。

作为在这种环境中谋求生存和追求复利的投资者，最重要的一项能力便是自我思考和自我判断的能力：不要轻信市场里任何人说的任何话。

很多人经常在老唐的公众号里骂老唐，说老唐的投资水平不行，说老唐误导了大家导致自己在分众还有洋河上大幅亏损。

这些人缺少的就是自我判断和自我思考。老唐一直强调自己的言论和观点都是充满偏见的，为何他们还要把老唐的话奉为金科玉律和投资标准。

我也十分崇拜老唐，但正如芒格所说：“我成功的最大秘诀便是理性”，所以我不会把老唐说的一切话都当作真理或者标准，而是需要经过自我思考和自我判断之后，从老唐的观点中提取出对自己有用的信息。

我相信老唐也希望读者能用这种方式看待自己。

回看老唐的三本书：《手把手教你读财报》，《价值投资实战手册》以及《巴芒演义》。

每一本书里面都充满了老唐经过深入自我思考和自我判断之后形成的独特观点，每次我看到老唐的新颖观点总会不自觉地拍手称赞，在想到老唐整天调侃自己的小学学历之后，作为研究生的自己更是心生惭愧，同时佩服不已。

十分感谢老唐教给我的第二宝：多悟。

3 第三宝：多写

老唐教给我的第三宝便是：多写。所谓的多写指的就是多将自己读和悟之后形成的观点和想法写下来。

为何要多写呢？这里我借用严耕望先生的一段话来回答大家。

著名的历史学家严耕望先生是一个理想状态的学者，他有一段话我非常喜欢：

“写作是很重要的，假若有人非常恬静、有学问、并不想发表为人知，那么他就可以只研究问题，不必写作了？我想此大不然。写作不但是为了向外发表、贡献社会，同时也是研究工作的最后阶段，而且是最重要最严肃的研究阶段。

我知道每个人不管是要写论文也好，还是写文也好，脑子里总是有各种各样的火花，但是如果你沉浸在你那美妙的火花当中就完了，而不动笔把它写下来，那么这个火花永远只是火花。

火花是最容易熄灭的。因为平时找材料，思考都是零碎的，未必严密也无系统。你要到写作的时候，各种矛盾，各种缺隙和问题就可能钻出来了，须得经过更精细的复读，更严密的思考，这条论断才站得住，否则只能算是个人看法，算不上成熟的学问。

千万别有拖延症，千万养成写作的习惯，哪怕你写片段。就是说，好，我现在有一个想法，我哪怕就写个三五百字就放在这里，这也是好的。”

相信读过老唐所著书籍和所写文章的读者，都会佩服老唐的文笔及其强大的中翻中能力。

我觉得老唐的文笔和强大的中翻中能力最主要得益于老唐一年上百万字的公众号写作的历练。

当仅仅是将观点保留在心中的时候，我们不会太在意自身观点的逻辑性与稳固性，倘若我们要将其写成文章，我们便会对自身观点的逻辑性进行深入推敲，这样的好处便是“火花般的观点”会变成“大树般的根”，深深地扎进你的心中，火花一吹就灭，但树根却会牢牢地驻扎在心里。

老唐总是在自己的公众号文章中鼓励读者多去写作，多把自己的想法和观点表达出来。

正是老唐的影响，我也开始了大量的写作，的确当将自己所说所想放在纸上的时候，个人思考的深度会变深，对于问题的理解也会有一些意想不到的突破。

十分感谢老唐教给我的第三宝：多写。

我大学念的专业是自动化。从控制系统的角度来看，老唐教会我的三样宝物：多读、多悟和多写，其实已经构成了一个完整的控制系统。

多读负责的是系统的输入端功能，多悟负责的是系统的控制器功能，而多写负责的便是系统执行单元（执行单元主要用来执行控制系统输出的动作）功能，如下图所示：

可以说这三宝缺少一样都会让控制系统缺少重要的环节，从而导致重大的控制缺陷。

反之如果一直坚持“唐三宝”，就会有持续不断的进步，这种进步很可能是缓慢且点滴积累的，正如老唐印在《巴芒演义》扉页的莱布尼兹的名言：“自然从不飞跃。”

降低进步和前进的期望值，踏踏实实地“日拱一卒，多看一二”，某天你回头一看，会猛然惊觉，自己已在从未想象过的高峰之上。

最后借用法国历史学家马克·布洛克的一段话，送给《巴芒演义》的作者以及我的偶像——老唐：“在我看来，对于一个作者的无上赞扬，莫过于说他能以同样的语言向学者和学童述说同样的知识。”

感谢老唐教会我的一切，真心谢谢老唐。

第781篇.　　2020.06.14 - 与智者谈话 ——by@易心后语

易心后语　唐书房　2020-06-14

与智者谈话　——读《巴芒演义》有感

唐朝的前三本书我是一本不落全都买来拜读，包括公众号“唐书房”里的每篇文章也都生怕错过。

对于老唐的才华文笔及超强的“中翻中”能力我是非常欣赏的。

但是在买《巴芒演义》之前，我却着实打算不花那个“冤枉钱”了。原因有三：

一则市场上关于巴菲特的书太多了，巴菲特的故事都快被讲烂了。坚持了这么多年的价值投资，我自信巴老的事迹我还是略知一二的。

第二，从2001年入市，经历了十多年的追涨杀跌再到2012年的一朝顿悟，这七八年我一直在践行的就是价值投资。

巴老有句话：“价值投资很简单，懂的人讲五分钟就听明白了，不懂的讲一辈子也听不明白。”

说那么多再去探讨一些价值投资的原则类的东西，对我来说已经没那么重要了。

第三，老唐在书房里已经讲明将全文连载，有这个大便宜捡，再去花银子怕不是价值投资者的行径了吧。

然而，从老唐开始在唐书房连载几天以来，我渐渐不淡定了。

虽然是一本投资类的书，又涉及那么多令人讨厌的外国人名和公司，老唐的讲述依然那么生动，行文依然那么流畅，语言依然那么诙谐，重要的是干货依然满满。

这么好看又值得收藏以备随时翻阅的经典，不能每天烹茶以待，品评一二，却只能抱个手机，眼花缭乱的囫囵吞枣，真是一件大憾事，想想都觉得憋屈。

买！必须买！一刻也等不及了……当当网的效率真的很赞。头天晚上下单第二天中午就到了。

拆开包装，翻开崭新的《巴芒演义》，从封面到扉页，从序到引子，我一字不落认认真真地又读了一遍（虽然我在书房和购书网站都已经读过）。

心里那个美，就像吃了一颗顺气丸一样浑身上下那么通体舒畅……

整本书读下来非常过瘾。

全书脉络清晰，结构巧妙，叙事酣畅淋漓，将百年投资史上的顶级高手们的轶事娓娓道来，引人入胜，让人爱不释手，欲罢不能。

全书从价值投资鼻祖格雷厄姆讲起，一幅20世纪初波澜壮阔的美国金融风云历史画面缓缓拉开。

“江山代有人才出，各领风骚数十年”，各门各派、投机投资、大牛大咖悉数闪亮登场。

群雄并起，逐鹿华尔街……“有人的地方就有江湖”，从此，江湖恩怨，名利纷争，道不尽“滚滚密西西比河南逝水，浪花淘尽英雄”……

掩卷沉思，心绪飞扬。再翻开自己在书中所作的标记和批语一一回味品咂，感悟良多，若有所得。

有几点收获记录下来分享给大家，也备自己日后慢慢玩味揣摩。

一、“对市场的危险性产生直观认识，并不需要多么高深的知识，关键是没有被利益蒙住双眼。”

书中第四回讲到1929年大崩溃的前夜，连续几年的大牛市已经使人们不断地被洗脑——买到就是赚到。

市场的火爆已经使乞丐、擦鞋童、理发师都要信心爆棚地告诉你如何发财。这一幕何曾熟悉。

2007年的那个“万点不是梦”的A股大牛市中，我亲身经历了全民炒股的疯狂。

随着股市4000点、5000点、6000点的一路狂奔，身边的同事、朋友、同学一个一个都按捺不住杀了进来，就连单位打扫卫生的阿姨都瞅空凑到我们跟前推荐几只股票。

促使巴鲁克决定卖出的那两个故事果然时不时地改头换面，重现市场。

“再也没有比相信无须付出却能有所收获更加危险的幻想了”。

即使智慧如投资大师格雷厄姆都舍不得离开，“提醒我们人性永远不变的贪婪与疯狂。”

谁都知道舞会结束的钟声敲响后，一切尘归尘、土归土，留下的只是一地鸡毛。

然而谁都不愿意相信自己会是击鼓传花游戏中的那个傻子。

中国有句成语叫“利令智昏”，一语道破天机。也正是2008年的那次大熊使我重新认识和思考市场，开始寻找适合自己的生存之道。

二、“对自己性格优劣势的清醒认识，其实也是一种能力圈，甚至是更重要的能力圈。”

“条条大路通罗马”，投资中最重要的事是你要正确地认识自己，正确地评估自己，找到最适合自己的那条路。

彼得·林奇精力充沛，善于与人打交道，他每年走访几百家公司，成为最优秀的基金经理人。

施洛斯性格内向，耐得住寂寞，喜欢和数字而不是人打交道，遇到问题倾向于逃避。

但是他固守自己的能力圈，“尤其是在收益率持续几年超越市场的现实下，依然坚持认为自己所做的就是最简单的、任何人都可以做到的统计工作，完全没有自我膨胀。

这种自我认识自我约束的能力”最终成就了施洛斯。这位被格雷厄姆认为没有投资天赋的雇员一生只老老实实专注于烟蒂股，然而这并没有影响他日后登顶成为世界级的投资大师。

可见，一个人贵在有自知之明，找到自己的性格优势所在，择善固执，才能形成自己的核心竞争力。投资如此，人生亦然。

三、“市场保持非理性状态的时间，可能会持续到你破产之后。”

《巴芒演义》中最让人唏嘘的就是长期资本公司的故事。

曾一手打造出华尔街传奇赚钱机器所罗门债券交易部的天才人物约翰·梅利韦瑟、1997年诺贝尔经济学奖得主：罗伯特·默顿和迈伦·舒尔茨、美国财政部副部长兼美联储副主席戴维·马林斯，

几位创始人和合伙人梦幻般的履历和耀眼的光环使长期资本公司被称为“每平方英寸智商密度高于地球上其他任何地方”。

然而就是这样一批创造了4年4倍，基金回报率年化41.4%的的天才级选手组成的超级豪华阵容在证券市场上遭遇了“十级西格玛事件”，瞬间轰然倒塌，令人扼腕。

智商高低并不是资本市场的入门条件，企图将市场的非理性状态用数学模型计算出来是一件荒唐的事情。

正如巴菲特所说，“资本市场，什么离奇的事情都可能发生。你要做的是处理好自己的事，力求在最离奇事件发生时，你仍然能够活着。”

四、“估值就是比较，永远选择让财富以收益率更高的资产形态存在。”

巴菲特说过，投资只需要学会两门课：如何估值和看待市场波动。价值投资者绕不开一件事就是估值。

老唐创造性的提出，“估值就是比较，是一个永续的思维模式，永远只在两个可以理解的投资对象之间，选择产出更高的那个。”

这是读完全书我最大的收获。

价值投资者终其一生所做的其实只有一件事——那就是资金分配，永远把资金分配在盈利能力更强的资产上。

我曾经困惑于仓位管理：究竟应该满仓还是应该留出一部分现金以备不需。

我也曾困惑于手中持有的茅台应该在极度高估时抛出，还是要像巴菲特持有可口可乐那样“陪伴优秀企业共同成长”，死了都不卖。

我还曾困惑于巴菲特后期为什么买入并不优秀的的能源股和公用事业股以及不属于他的能力圈范围的苹果……

那么现在读完全书一切问题迎刃而解。

正所谓“法无定则”，深刻理解老唐提出的这一核心原则，投资自然可以“从心所欲不逾矩”。

德国诗人歌德曾经说过：“读一本好书，就是和许多高尚的人谈话”。

读《巴芒演义》就是在和许多智者谈话，书中精辟独到的见解，丰富睿智的哲理，令人如沐春风，醍醐灌顶。

能够找到老唐这样的智者同行真是我们普通投资者之幸。期待老唐再出新作！

第782篇.　　2020.06.14 - 老唐实盘周记2020/06/13

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-06-14

本周交易

无

当前持仓

目前持仓茅台 42%，腾讯 25%，洋河 13%，分众 8%，古井 B7%，海康 4%。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	42%	19000±10%	＜9500	23000	17792	1416.37	19.73%
腾讯控股	25%	55000±10%	＜27500	60000	38491	441.00	17.41%
洋河股份	13%	3150±10%	＜1575	3700	1669	110.73	0.21%
分众传媒	8%	……	＜600	1400	772	5.26	-15.97%
古井贡B	7%	666±10%	＜333	800	376	81.80	15.52%
海康威视	4%	4400±10%	＜2200	5000	2693	28.82	-11.97%
沪深300						4003.08	-2.28%
上证指数						2919.74	-4.27%
2020/6/13			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.9137	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	43%	19000±10%	<9500	23000	17898	1425.00	20.46%
腾讯控股	25%	55000±10%	<27500	60000	37883	434.20	15.60%
洋河股份	13%	3150±10%	<1575	3700	1647	109.30	-1.09%
分众传媒	8%	……	<600	1400	804	5.48	-12.46%
古井贡B	7%	666±10%	<333	800	379	82.50	16.51%
海康威视	4%	4400±10%	<2200	5000	2689	28.77	-12.13%
沪深300						4001.25	-2.33%
上证指数						2930.80	-3.91%
2020/6/6			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.9134	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同而发生小幅变化；

②老唐买点或卖点，代表如果公司总市值触及此数值，老唐计划买入或卖出，与个股历史买入成本无关；

③仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2020 年内收益 12%（四舍五入数据）。

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，12%（均不含新股收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 509。以 6.45 年折算，年化收益率约 28.7%。

重要事项

1.纳斯达克指数创历史新高。

美帝纳斯达克指数周三突破万点，创下 10086.89 的历史新高。

五年前的 6 月 12 日，也是一个周五。上证指数创下 5178 高点，收于 5166 点。

当天纳斯达克指数基本在同一水平，收于 5051 点。

然后二者擦肩而过，分道扬镳，一个向南一个向北。

历经五年，上证指数今天 2919 点，大约相当于纳斯达克指数（9588 点）的 30%。

美帝股市收复疫情之中的全部跌幅，并创下历史新高，显示了投资者对美国经济的信心。

“或许”美国疫情没有我们日常看到新闻所言的那么严重——注意，我说的是“或许”。

我和大家看一样的新闻，对实际情况并没有更多了解，只是通过股市表现所做的猜测。

此时回想一下日韩疫情爆发时，我们读到的信息和产生的印象。然后再对比目前被全球抗疫领域视为成功典范的日韩疫情现状。这种对比和思考，往往可以帮助我们在面对各类信息冲击时，更平淡和理智一些

2.北京疫情死灰复燃。

6 月 11 日，北京爆发了第一例本土案例。

6 月 12 日，北京确诊 6 例本土案例。

6 月 13 日，北京确诊 36 例本土案例。

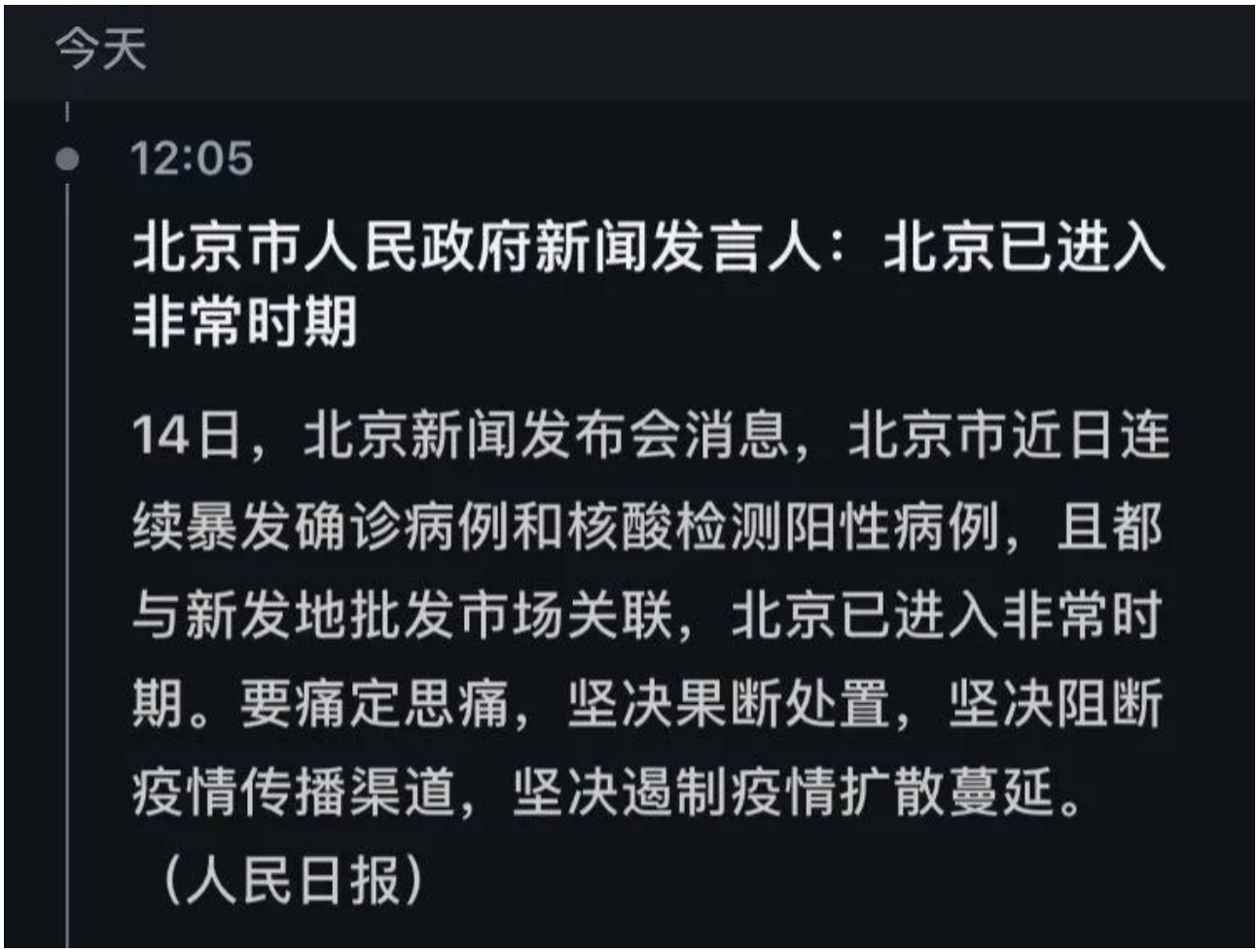
目前追溯到北京新发地批发市场——此时看这个市场的名字，感觉又邪门又刺眼

新发地批发市场是一个人和物的集散地，目前还不知道病毒究竟是依附于人传播，还是依附于物传播。

目前新发地市场及周边小区已经全部封闭，不出不进。气氛瞬间紧张起来了。

未知的情况下，对北京人的工作生活可能会造成严重冲击。

甚至可能因为对疫情的恐惧，以及对我国“不惜一切代价”抗疫的预期，使资本市场受到短期恐慌性冲击。



这也是无可奈何的事情，只能期盼早日找到源头，追溯到所有进过市场的人员，尽快控制住疫情的扩

散。

不过，这次追溯有个优势，新发地是个农产品及海鲜批发市场，进入市场的人大概率会发生至少一次购买行为，而目前的购买行为基本都是通过支付宝和微信支付，比较容易查找和锁定。

希望北京的朋友们珍重，做好自我保护，也做好家人的防护措施，力求平安度过此次冲击

3.中国金融领域开放的一大标志性事件。

昨天，央行给美国运通颁发了银行卡清算业务许可证。这标志着美国运通成为目前国内唯一一家获得银行卡清算业务许可证的外卡组织。

同时微信支付已经确定支持美国运通信用卡与微信支付的绑定。

此事已经推动很多年了，本身是中国金融市场开放的一部分，其本身不值得惊讶。

但在这个节点获批，或许说明中美之间的一些分歧，并没有影响到中国金融市场对外开放的步伐。或者说中美之间在表面的唇枪舌剑下，依然有顺畅的沟通与协调渠道。

4.温岭油罐车爆炸。

昨天下午 16 时 40 分，一辆油罐车在沈海高速浙江温岭西出口匝道爆炸。

截至今天早晨九点的信息，已有 19 人死亡，171 人住院治疗，其中危重伤员 23 人。

不知道大家看了网上的视频没有，太吓人了。一辆油罐车爆炸居然能形成那么大的威力，场面堪比血腥战争。

为死难者默哀，也祝福伤者能挺过难关。同时也提醒我们，路上开车，尽量离油罐车远点儿

5.本周的读书笔记，我选中 3 份。

仍然先披露入选者，之后再找时间陆续推送文章，以避免作者们焦虑。

入选文章是：

- 巴菲特的投资脉络及三点思考——雪球@陈且慢
- 投资中不重要的事——微信公众号@小苇巴说
- 不想写一篇《巴芒演义》的吹水文章--微信公众号@西门漫记

请三位朋友留下收货地址——如果选择老唐的四本书签名套装做奖品，或留下微信号——如果选择加老唐微信好友做奖品。

没有入选的，或是文章质量因素，或者可能是我没看见。

如果觉得是前者，可以再修改。

如果自己对文章挺满意，还可以在书房留言区留下链接。

最好是在书房推送文章的当天，选择在次条、三条等留言较少的文章留言区里发链接。

无论是否入选，输出本身已经是对自己的巨大帮助，是非常深入的学习过程。我相信所有写过读书笔记的朋友，都会有这个感触

本周运动

本周没有跑步，游泳 3 次，单次 1 小时。散步 4 次，合计 38 公里。平均体重 85.4kg（175cm）上周日（6 月 7 日）中午出门，昨晚八点多回来。

期间不仅没有运动，反而天天宵夜，烤肉扎啤催肥，结果体重飙升至 86.7kg

此情此景，只能高歌一曲：

心若在、梦就在，天地之间有真爱。

看成败、人生豪迈，只不过是从头再来

从头再来

下周预计交易

无

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。

文中提及的任何个股，都有**腰斩**或翻倍的风险。请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记

祝朋友们周末愉快

第783篇.　　2020.06.20－第三十一回 家庭妇女被迫掌舵 新闻女王两难选择

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-06-20

纸质版《巴芒演义》请点击：当当下单　京东下单

音频版请到喜马拉雅搜索《巴芒演义》

在巴菲特的投资思想从寻找烟蒂转化为伴随伟大企业成长后，很快他碰到了一件兼具两种体系优点的投资案例——华盛顿邮报。

这个案例不仅给巴菲特带来了巨额收益，使巴菲特的投资体系更加丰满，更重要的是，这笔投资对巴菲特的人生道路产生了巨大的影响。

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，并从此进入美国上流社会圈子。

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”，从此登上美国政治经济的中心舞台，也由此产生了无数的新机会。

这位凯瑟琳到底是个什么人呢？为什么被称为“美国最有权势的女人”呢？这一回咱们说凯瑟琳。

出身名门气自华

说凯瑟琳必须从凯瑟琳的父亲说起。

凯瑟琳的父亲尤金·迈耶是位大牛人，非常有钱。有钱到什么程度，老唐举两个例子说。

①1910 年迈耶和妻子结婚，俩人是乘坐私人列车到全美旅游度蜜月的。

②迈耶投资的一家车身制造公司被通用汽车并购，迈耶当时选择了接受现金而不是通用的股票。如果当时他愿意接受股票，那么他就是通用汽车公司最大的股东。

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、购入熟悉的证券并长期持有。多领先的投资观啊！

到 1915 年，迈耶的身家已经在 4000 万到 6000 万美元。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。

凯瑟琳小时候在华盛顿的家，拥有 40 个房间，十几个佣人、司机以及多名负责照顾马匹的仆人。

乡下有巨大无比的别墅，坐落于迈耶买下的 700 英亩大农场之中，雇有几十名工人照顾。

迈耶曾在 7 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；早在 1913 年，迈耶就是纽约证券交易管理委员会委员；

他担任过 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。

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”，暗地里代表罗斯柴尔德家族对美国实施控制。

这虽然是无稽之谈，但可以让人侧面感受到迈耶当时的地位和影响力。

凯瑟琳的妈妈美艳惊人。两人在 1908 年的初次相遇，就是因为迈耶在一家美术馆门口，偶尔听见两位刚刚走出来的男人聊天说，“里面正在参观展览的那位美女，比墙上挂的任何艺术品都漂亮”。

迈耶听后好奇地跑进去看美女，结果立刻被美女迷住了。后来，一靠人品二靠金钱，迈耶“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。

凯瑟琳的美女妈妈不是花瓶。她当时是《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、音乐和文学都保有浓厚的兴趣，1911—1913 年在哥伦比亚大学修中文。

1923 年，她还出版了一本专著，叫《中国绘画：李龙眠的思想与艺术思考》，艺术造诣之深可见一斑。

注：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。

苏东坡曾这样夸过李龙眠画的马：“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。问汝平生功业，黄州惠州儋州”。

凯瑟琳的父亲于 1933 年 6 月收购了创办于 1877 年、当时发行量在首都垫底的《华盛顿邮报》。收购后迈耶陆续投入超过 500 万美元，经历了九年半的亏损后才开始盈利。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。它已经成为全国性重要报刊，美国国会必读品，是一份品格高洁、独立的媒体，是行业的积极力量。”考虑到这褒奖之词出于竞争对手之口，可信度应该相当高。

因为父亲的资历和地位，凯瑟琳从小到大的社交圈子里，充斥着各种官二代富二代：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，等等。

“白富美”与“高智帅”的故事

凯瑟琳和丈夫菲尔·格雷厄姆初见的场景，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。

1939 年秋季的某个晚上，凯瑟琳去一位朋友的公寓里参加聚会，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聚会的朋友头上，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。菲尔抬头准备发怒，怒气却在目光抵达肇事者的脸蛋后烟消云散。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，又和凯瑟琳的一位闺蜜交往，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差距还是很大。菲尔的父亲后来甚至还因为觉着凯瑟琳家实在是“富得令人发指”而不同意菲尔和凯瑟琳的婚姻。

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·迈耶变成凯瑟琳·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。

1942 年 7 月，菲尔参军，进入华盛顿情报部门工作。1944 年 10 月菲尔调到菲律宾，在盟军西南太平洋战区空军司令乔治·肯尼将军手下工作。

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，在岳父的游说和邀请下，菲尔进入报社担任岳父的副手，学习经营报纸，做好成为接班人的准备——迈耶虽有个儿子，但他喜欢医学，不喜欢媒体。

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，迈耶接受了，年仅 31 岁的菲尔顺理成章地成为邮报掌门人。

迈耶把邮报股份分为有投票权的 A 类股和无投票权的 B 类股两种。A 类股的 70%给了菲尔，30%给了凯瑟琳，其余孩子则得到现金补偿。

当时价值数十万美元的 B 类股，被迈耶无偿赠送给 711 位报社员工、独立发行商及慈善基金。报社员工每人拿到 4 到 20 股不等。

迈耶真是个善良而慷慨的资本家。

1971 年，华盛顿邮报公开上市时，每股拆为 60 股，发行价 26 美元。迈耶早期送出去的 1 股，在 1971 年价值 1560 美元。

到凯瑟琳 1993 年退居二线时，这 1 股的价值为 138840 美元。拿持有数量最少的（4 股）员工来说，不计期间分红，也有超过 55 万美元的财富。

邮报从 1946 年起进入菲尔时代。

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，进入广播和电视领域。

1954 年，收购竞争对手《时代先驱报》。1955 年，邮报成为首都最大的报纸，独占市场约 50%的份额。

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，成为世界著名智库兰德公司理事会成员。

他与历任总统、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。

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。

1961 年 3 月，华盛顿邮报收购《新闻周刊》，1962 年 8 月收购《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信卫星公司，并出任集团主席。

四星上将、前欧洲盟军总司令诺斯塔德将军，出任通信卫星公司董事长，与菲尔搭档。

菲尔的影响力越来越大，凯瑟琳的社交网络也越来越热闹。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，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，但不久后确诊“躁狂抑郁症”，8 月 3 日在自家农场里开枪自杀。

家庭主妇变身霸道总裁

46 岁的凯瑟琳，这个一直以来被父亲和丈夫的耀眼光辉掩盖、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，在没有任何正式工作经历的情况下，被迫走上历史舞台，于 1963 年 9 月 20 日出任华盛顿邮报总裁，开始了她传奇的后半生。

作为美国 500 强企业里唯一的女性总裁，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既低估了遗传基因，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，但凯瑟琳开始了认真学习。据巴菲特说，凯瑟琳办公桌边贴着一张纸条，上面写着“左边资产，右边负债”。

同时，她接手并重建了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公开上市，共计发行约 60 万股 B 类股，募集资金 1500 万美元。

公司是同股不同权架构，全部 B 类股占总股本的约 80%，享有公司 1/3 的表决权。占总股本比例约 20% 的 A 类股，享有公司董事会及股东大会 2/3 的表决权。

A 类股大部分由凯瑟琳持有，小部分由凯瑟琳的四个孩子持有。由于公司存在大量不同时期不同条件行权的期权，故准确股权数量计算比较烦琐，以上均为约数。

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，曾经想游说凯瑟琳共同收购一家叫《纽约客》的杂志。

在 1971 年 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，淋得像落汤鸡一样去邮报总部大楼拜见凯瑟琳。

但凯瑟琳对《纽约客》不感兴趣，这次仅仅持续约 20 分钟的会面，相互都没有留下什么深刻印象。

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。

当时美国国内反对美越战争的运动正如火如荼。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。

这份绝密档案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，仅仅因为不想承认决策失误，就坚持用谎言忽悠美国年轻人上前线送死。

6 月 13 日的《纽约时报》刊登了该绝密档案的第一部分，引发了国内反越战大游行。

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，邮报一位编辑也搞到了这批文件。

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》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》的禁令刊登，可能被视为挑战法律和藐视法庭，导致凯瑟琳因间谍罪入狱——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，这份文件的披露，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美国总统及前任国防部长等人的声誉。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。在上市承销合同里，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”。

这意味着如果邮报被告上法庭或者被禁止发行，公司的上市进程会遭受毁灭性打击。

但如果不刊登，又违背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，让政府得以在保护国家机密的大旗下控制言论自由。

新闻不履行监督职责，就没有力量可以监督政府了。

刊登，失去的可能是公司、是上市、是财富、是报纸、是朋友、是整个上流社会交际圈；

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，是读者和报社员工的信心，是整个新闻行业的信誉。何去何从？

千钧重担压在凯瑟琳一个人身上，公司管理层、编辑及印刷厂员工，此刻静静地等待在机器旁，等待着凯瑟琳做出改变历史的决策。

第784篇.　　2020.06.20 - 第三十二回 关键战役邮报登顶 长期持股高额回报

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-06-20

纸质版《巴芒演义》请点击： 当当下单 京东下单

音频版请到喜马拉雅搜索《巴芒演义》

勇敢与美貌并存，自由与正义的化身

凯瑟琳在哆嗦和颤抖中做出人生最重要的决策。

她在回忆录里这样描写这艰难的一瞬：“我惊慌失措，又忐忑不安，深吸一口气说道，‘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，《华盛顿邮报》从《纽约时报》手中接过接力棒，向美国人民披露了这份可能给《华盛顿邮报》及凯瑟琳本人带来毁灭性打击的文件。

美国政府立刻起诉邮报及相关人员。6 月 18 日晚上 8 点 5 分，偏向邮报立场的法官格赛尔驳回政府诉求。

政府连夜上诉，凌晨 1 点 20 分，上诉法庭推翻格赛尔法官的判决，禁止《华盛顿邮报》继续刊登文件内容。

但鉴于此时报纸已经出厂并散发数千份，上诉法庭同意禁令不适用于当晚。格赛尔法官给邮报争取到一天时间。

政府和邮报的官司一直打到最高法院，最高法院 9 名大法官之间争议也很大。

6 月 30 日下午两点半，举世瞩目之中，9 名大法官以 6∶3 的投票结果判政府败诉，《华盛顿邮报》和《纽约时报》有权继续刊发。

凯瑟琳赢了！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。

这是凯瑟琳和白宫的第一次冲突，但不是最厉害的一次。很快，第二次冲突来临。

第二次冲突中，凯瑟琳再次大获全胜，并直接导致尼克松总统下台。凯瑟琳也因此被冠以“全世界最有权势的女人”称号。

她成为时代的传奇——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。

用勇气与智慧扳倒美国总统的女人

第二次冲突就是著名的水门事件。

水门事件起源于 1972 年 6 月民主党全国总部水门大厦发生的一桩入室盗窃案。

当时绝大部分媒体只是将它当作不入流的花边新闻报道，而《华盛顿邮报》的编辑却抽丝剥茧地发现入室者不是贼，是尼克松政府派去的人。

他们试图在民主党总部安装窃听器，破坏民主党的竞选活动。

事件曝光后，尼克松政府从各种可能的角度向邮报施压，其中最有名的是美国司法部部长在电话里说，“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”！

面对白宫的巨大压力，凯瑟琳迎难而上，将司法部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，白宫丑闻不断被挖掘：窃听竞选对手、窃听白宫工作人员、窃听记者、做伪证，等等。

这场舆论洪流，最终推动美国参众两院通过两个提案：①成立专门委员会调查水门事件及总统大选中其他舞弊行为；②启动对尼克松总统的弹劾调查。

奇迹发生了，尼克松成为美国历史上首位因丑闻辞职的总统，与此事有关的数名白宫官员锒铛入狱。

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”。

危机中买入华盛顿邮报，巴菲特结识凯瑟琳

每一份荣耀背后都有沉甸甸的代价。

早在 1973 年春，凯瑟琳和白宫斗得不亦乐乎时，尼克松总统不仅明令拒绝邮报记者进入白宫做新闻报道，还指示联邦通信委员会以邮报下属四家电视台中的两家，经营许可证即将到期需要重新申领为契机，向凯瑟琳发起攻击。

此时，邮报工会也趁机组织了大罢工。

不能做白宫新闻报道，会损失大量重要新闻源；电视台许可证不能顺利申领，威胁到华盛顿邮报近半经营利润；工会大罢工甚至可能导致邮报停刊。

负面危机的集中爆发，华盛顿邮报股价开始暴跌，从高点 38 美元/股一直跌到 16 美元/股。

巴菲特就是此时登场的。

他于 1973 年 2 月开始买入华盛顿邮报，最早的买入价位 27 美元/股（1972 年年报显示每股收益 2.02 美元），买入总额约 50 万美元；

买入后股价继续下跌，5 月巴菲特于 23 美元附近投入 92 万美元；之后股价继续下跌，9 月巴菲特以 20.75 美元的均价继续买入 376 万美元；11 月之前又追加了 544 万美元投入。

至此，巴菲特累计买入 467150 股 B 类股，总投入 10627605 美元，平均买入价约 22.75 美元/股。

巴菲特成为仅次于格雷厄姆家族的第二大股东，持股比例约 10%——华盛顿邮报上市后经过送股、转股、期权行权和回购，总股本约 475 万股。

巴菲特的持续买入，引发了凯瑟琳的担忧。她担心这是一个恶意收购者，目的是将格雷厄姆家族挤出华盛顿邮报，或者至少在邮报内部形成制约凯瑟琳的力量。

于是凯瑟琳搜罗了大量有关沃伦·巴菲特的书籍和资料来了解，并于 1973 年 11 月 5 日约见了巴菲特夫妇。

在这次会面中，巴菲特盛赞了凯瑟琳对华盛顿邮报的管理，阐述了自己的财务投资理念，两人长达 28 年的友谊就从这一天开始。

当然，信任没那么容易建立，当天巴菲特不仅将自己拥有的投票权全部委托给凯瑟琳的儿子，而且还给凯瑟琳写下书面保证，保证自今日之后，未经凯瑟琳允许绝不再买 1 股华盛顿邮报股票。

当晚，凯瑟琳为巴菲特夫妇举行了盛大的欢迎晚宴，巴菲特第一次被带进上流社会交际圈。

对此巴菲特毫无准备，连当晚的礼服都是凯瑟琳的助理应急去给巴菲特租的。

巴菲特带着胆怯和不适应进入了晚宴，他艰难地应对左手边坐着 1972 年总统竞选民主党候选人埃德蒙·马斯基的夫人、右边坐着美国驻联合国大使乔治·布什夫人（未来的老布什总统夫人）的尴尬局面。

同时瞠目结舌地看着一名参议员把手放在苏珊的大腿上挑逗她。

巴菲特回忆说：“我当时像要死了一样，我不知道对这些人说些什么。”

一笔投资被套三年：市场虽偶尔会发疯，但绝对不傻

巴菲特这笔投资进入后就被套三年。一直到1976年股价也没有触碰过22.75美元的买入均价，最惨时浮亏约30%。

巴菲特给华盛顿邮报的估值是不低于4亿美元，他的买入是在约1.3亿美元市值开始的，最低买入位置是1亿美元市值，均价在1.1亿美元市值位置。

相对于4亿美元估值而言，不足3折。然而，市值最低跌至8000万美元以下。

正如巴菲特在致股东信里写的那样："一年前我们觉得便宜得可笑的股票，如今变得更加便宜。无比智慧的市场，将股价调整至企业价值的2折以下。"

对此，巴菲特在他1984年发表的著名演讲《格雷厄姆与多德部落的超级投资者》里这样说道：

1973年，华盛顿邮报公司总市值为8000万美元，那时任何一天你都可以将其资产卖给十位买家中的任何一位，而且价格不会低于4亿美元，甚至还会更高。该公司拥有华盛顿邮报、新闻周刊以及几家市场地位举足轻重的电视台，这些资产目前的市场价值高达20亿美元，因此，愿意支付4亿美元的买家并非疯狂之举。

为什么不到合理估值的三折，然后还能暴跌30%以上，市场其他投资者都不会算账吗？其实没有巴菲特描述的那么简单。

正如保罗·萨缪尔森所说："巴菲特有次演讲中说'任何傻瓜都看得出来华盛顿邮报的股价太低了'。我不算傻瓜，但我就没看出来。"

这笔投资套了三年多的主要原因，是邮报下属电视台经营许可证官司前后打了两年半，邮报仅诉讼费就支付了超过100万美元，企业前景和利润的不确定性大增。

等1976年官司尘埃落定，当年股价就暴涨了120%多。

市场虽然偶尔会发疯，但绝对不傻。低价的出现一般都伴随着某些重大利空，犹如塑化剂于茅台，瘦肉精于双汇，三聚氰胺于伊利……

投资者如果意图获取企业经营增长之外的超额收益，就必须在利空袭来时冷静、理性地思考，判断各种可能性的概率，影响情况，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20年后的1993年，当凯瑟琳宣布退休的时候，巴菲特在年度致股东信里写道：

"1973年我们斥资1060万美元买下的股份，时至今日我们每年从公司拿回700万美元的分红，同时持股市值已经超过4亿美元。"

凯瑟琳本人对巴菲特的到来评价甚高，在她的自传里写道：

好运再次降临我的头上，沃伦·巴菲特买进我们的股票，成为股东，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。

在许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，只是愈发依赖于他的建议，喜爱这种状态。

实际上，他正在教我思考商业问题的基本方法，而这恰恰是我期盼已久的。

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，下至生活中琐碎的小事，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，指导凯瑟琳和凯瑟琳的儿子唐纳德·格雷厄姆学习财务报表阅读方法和相关商业知识，并不断肯定他们的进步和努力。

凯瑟琳和唐纳德都从巴菲特这里收获良多。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”。

凯瑟琳引领巴菲特成功走入上流社会

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和上流社会社交礼仪。

这个过程中，巴菲特的妻子苏珊高度怀疑两人有私情，为此和巴菲特闹得很不愉快。

也是在此期间，苏珊开始尝试做歌手，并和自己的网球教练来往密切。

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艾丝翠·孟克斯（时年 31 岁）撮合给巴菲特，然后和网球教练搬去旧金山海滩别墅双宿双飞。

这个别墅购置于 1971 年，买价 15 万美元。2018 年 10 月，巴菲特以 750 万美元的价格把它卖掉了，47 年 50 倍，年化回报率约 8.5%。

没有证据证明凯瑟琳和巴菲特之间有男女之情。毕竟凯瑟琳比巴菲特大 13 岁，而且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。

巴菲特虽然此时已是身家 7200 万美元的富翁，但在商业之外的领域，巴菲特并没有什么生活情趣或特别魅力，或许只是凯瑟琳眼中的一个“土财主”吧！

凯瑟琳的人生是丰富的。

在凯瑟琳的领导下，华盛顿邮报发展良好。

在报纸运营走上正轨后，她还亲自出马采访过罗马尼亚共产党领袖尼古拉·齐奥塞斯库、沙特王室、埃及总统、伊朗国王、利比亚领导人卡扎菲、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世界政坛传奇人物。

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。

从公司上市到凯瑟琳退休的 22 年间，带给股东的年化回报率是 22.3%，把标普 500 指数（7.4%）和同行业绩（12.4%）远远甩在后面。

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，次年获得普利策奖，是一本相当精彩、相当具有可读性的传记。

我的一生略小于美国现代史：凯瑟琳·格雷厄姆自传

作者：著 者：[美] 凯瑟琳·格雷厄姆（Katharine Graham） 译者：萧达 后浪

2001 年 7 月 17 日，凯瑟琳与巴菲特一起参加太阳谷峰会期间，摔了一跤，经抢救无效后逝世，享年 84 岁。

太阳谷峰会由华尔街投资银行家、巴菲特在可口可乐董事会里的好友、亿万富翁赫伯特·艾伦私人举办，是美国商界每年一度的精英大聚会，顶级精英社交圈的重要活动。

太阳谷峰会 1983 年首次举办，其后每年 7 月举办，每次 5 天。

美国时任总统小布什发表声明，高度评价并哀悼凯瑟琳·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。”

凯瑟琳离世对巴菲特打击相当大。官方传记《滚雪球》里这样描述这种悲痛：

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……

持股40年的传奇落下帷幕

2013年，唐纳德·格雷厄姆分拆了华盛顿邮报，将报社和报纸业务卖给亚马逊公司CEO贝索斯，将不再拥有邮报的公司更名为“格雷厄姆控股公司”。

巴菲特1973年投入1063万美元买入的股票，到2013年市价约12亿美元，不计期间红利，增值超过110倍。

如果巴菲特将其卖出，要缴纳约4亿美元的税收。

巴菲特再次利用从可可豆套利案例里学来的节税经验，照猫画虎节约了这笔税收。

巴菲特和唐纳德安排了一次交易，将格雷厄姆控股公司旗下三块合计约10.9亿美元的资产，剥离出来单独成立一家公司。

包括：①格雷厄姆控股公司持有的伯克希尔股票，市价约4.6亿美元；②格雷厄姆控股公司旗下的一家电视台，市场价值约3.6亿美元；③2.7亿美元现金。

然后，格雷厄姆控股公司用这家新公司100%的股权作为对价，回购巴菲特持有的约12亿美元格雷厄姆控股公司股票。

熟悉的配方，记忆中的味道。相比格雷厄姆控股公司直接用12亿美元现金回购，格雷厄姆控股公司少支出1.1亿美元；同时伯克希尔得到免税的10.9亿美元，多赚约2.9亿美元。

至此，这段持股40年的传奇落下帷幕。

在这40年里，巴菲特给予凯瑟琳很多帮助，同时凯瑟琳的人脉圈也给巴菲特创造了大量的投资机会。

其中1976年盖可保险濒临破产时，由凯瑟琳牵线搭桥的盖可保险新CEO伯恩与巴菲特的会谈，对巴菲特的投资事业产生了巨大的影响。

成就了巴菲特投资史上一笔比华盛顿邮报、布法罗晚报回报更高、意义更加重大的经典案例。

第785篇.　2020.06.20－选择比努力更重要——by@静水流深

唐书房　2020-06-20

以下文章来源于日拱一卒静水流深　，作者源远流长

日拱一卒静水流深

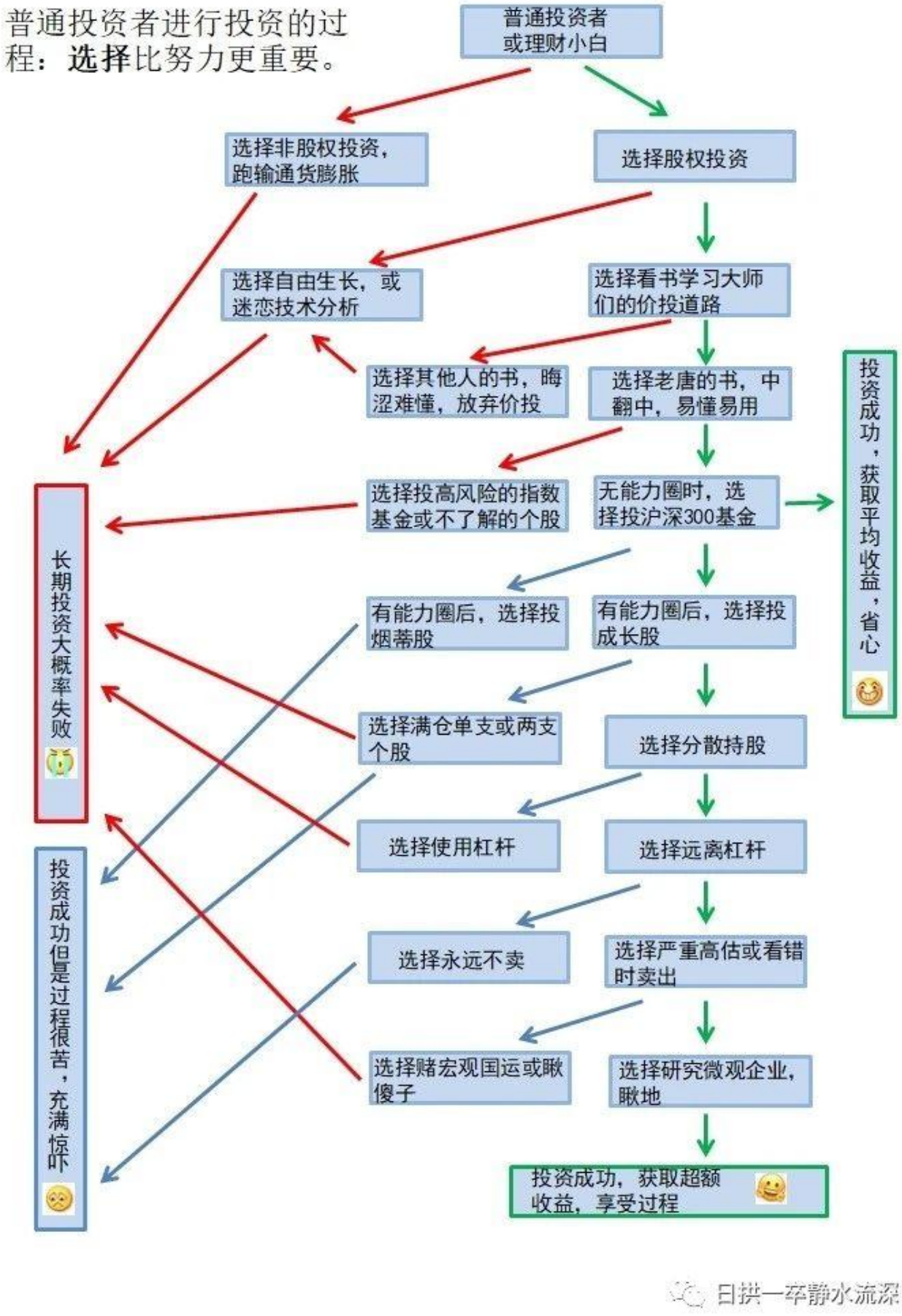
本公众号主要记录我们学习理财知识的心得以及一些生活随想，期望通过“输出倒逼输入”来促使自己思考和进步。

用“选择比努力更重要”这句烂大街的话作为标题，我其实是有点担心的，担心自己的读后感被老唐误杀，因为标题显得没有新意。

我通过阅读本书，结合自己和身边人的理财经历，深刻的领会到了选择的重要性。

理财之路漫漫其修远兮，如果一开始的选择是错的，会越努力越不幸，最终南辕北辙。如果选择了正确的方向，投资成功可能会迟到，但绝不会缺席，因为价值投资是可以复制的，而成功速度取决于努力程度和知行合一。

成功的投资需要每一步都选择正确，我把《巴芒演义》书里提到的重要选择和唐书房其他文章里提到的重要选择总结到一起，做成了一个如下图所示的流程图，用来时刻提醒自己在投资路上要选择正确的方向。



本文提要

一　书中大师们做过的选择，以及我的感悟。

二　　自己，身边朋友和网友做过的选择，和我的反思。

三　　真知，做出对的选择不难。

读过《巴芒演义》后我最深的体会就是：选择比努力更重要。

选择不对，努力白费；选择对了，事半功倍。尤其普通投资者和理财新手来说，选择的重要性更是远超努力。

第一部分 书中大师们做过的选择，以及我的感悟。

先来看一些《巴芒演义》书中的例子，大师们在关键历史节点上的选择都很正确，正所谓步步为营，而曾经做出的一些错误选择也让他们尝尽苦头。而另外一些无对错之分的选择，则导致了大师们不同的生活方式。

例子 1：巴菲特年幼时编写马经卖给赌马的赌徒们，结果自己也信了，下注赌马，赔掉 175 美元后，选择认赔收手（P2）。

我的感悟：这里的重点是，巴菲特在输掉 175 美元的巨款（这应该是一笔巨款，因为巴菲特高中毕业后才累计赚了 5000 美元）后，没有像很多赌徒那样输红了眼而失去理智，没有下更大的注试图把输掉的钱赢回来，而是做出艰难的选择，选择不再赌马。

就像老唐说的，股神也是从普通人一步步成长起来的，巴菲特年幼的时候也做过赌马这种投机，不过少年巴菲特的过人之处是能及时认输收手。

我推测这可能与巴菲特从小就开始做生意赚钱有关系，他更知道赚钱的不易，也理解赚钱的规律，所以不肯再把辛苦赚来的钱去投机一些镜花水月的东西。

正如老唐在新书最开始引用的那句话：自然从不飞跃。质变的前提是量变，靠赌博来一夜暴富是违反自然规律的，一年三倍易，三年一倍难，靠技术分析和好运气积累的财富，极有可能在下一次趋势投资中大幅亏损。

老唐一直给我们讲，对于投资新手来说，先赢，而后求大赢。在没有建立起企业分析能力和本金很少的时候，最稳妥的方式是投资指数基金，而且还节省下大量宝贵时间用于职业生涯的个人发展与提高。

举个例子，一个人如果有 30 万本金，每天需要投入 1~2 个小时（一年就是 365~730 小时，按每个工作日 8 小时计算，约有 45~90 个工作日花费到了研究投资上）来学习研究理财，每年的收益率 10~20%，每年可以获利 3~6 万元。

但是如果把这些时间投入到工作上，带来的长期个人收益很可能不止 6 万元，还给企业乃至社会带来了收益，而且职业生涯早期得到了发展提高。就像大家常说的：有时候，投资年轻的自己是更好的投资。

例子 2：1949 年，巴菲特在阅读《聪明的投资者》前，已经有 7 年的炒股经历，不过这段经历也像股市里的大多数人一样，沉迷于技术分析，幻想和热点消息。（P4）

我的感悟：在美股牛长熊短的市场大背景下，巴菲特前 7 年的炒股可能也赚到了一些钱，但是巴菲特不满足于此，因为他试图建立一个长期稳定获利的体系，所以巴菲特被《聪明的投资者》一书深深吸引，反复阅读甚至熟读成诵。

此时巴菲特刚刚 20 岁，能在年轻的时候就选择格雷厄姆价值投资体系这个被少数人信奉的体系，巴菲特已经在起跑线上把一大批技术分析派的人甩在身后，因为技术分析的不确定性会使收益剧烈波动，长期收益跑输指数。

这里不得不提利弗莫尔的反面例子。利弗莫尔靠天赋和后天努力，在华尔街翻手为云覆手为雨。

他曾多次大赚，却也多次大亏甚至破产，但是他又能多次背负巨债东山再起，甚至在 1929 年股市大崩溃中赚到过亿美元。

（根据《巴芒演义》第 P354 的附录 B　美元价值速算 推算，1929 年的 1 亿美元约等于 2019 年的 2510/172=14.6 亿美元或 104 亿人民币）。

但是他还是在 1934 年再次破产并在几年后饮弹自杀。（P10）。

我的感悟：从他自杀前留下的“我的人生是一场失败”纸条，我们也能看到，利弗莫尔实际上否认了自身的投资体系。

试想，连利弗莫尔这么有天赋的人都用不好技术分析，我们普通人又怎么能玩得转 K 线分析这种趋势投资的方法呢？

套用佛的话：K 线无边，回头是岸。历史也证明，价值投资才是长期稳定盈利的不二之选，如果不想多次暴富又多次破产，需要早日远离技术分析派别，选择价值投资。

例子 3：价值投资的开山鼻祖格雷厄姆也曾选择过投机，1907-1909 年格雷厄姆和妈妈的本金全部亏光（P7），亏光的原因是使用了融资杠杆。

在另外一场原始股的骗局中，格雷厄姆投入的 5000 美元短短几天就赚了 300%（P25）。现在回头看，这种使人亢奋的赚钱速度足以引起警惕，后来追赶轮胎翻新的概念让他们损失了三分之二的本金。

在 1929 年的股市大崩溃中，格雷厄姆再次因为杠杆受伤，虽然这次杠杆只有 125%。这次暴击使格雷厄姆充分认识到，用具有“反身性”的杠杆交易，是在冒险和赌博（P31）。

我的感悟：可能忘记了年少时的教训，格雷厄姆未能从小时候亏光本金的经历里吸取教训，而在 1929 年股灾时依然使用杠杆。

但是投资大师的过人之处在于，在第二次被杠杆暴击后，格雷厄姆深刻反省并认清了杠杆的真面目，从而选择不再使用杠杆。

说起杠杆，老唐一再和我们说远离杠杆，因为市场波动无法预测，就是神仙也无法准确在每次的市场上涨时上杠杆，在市场每次的下跌时撤杠杆。

说到格老投过的轮胎翻新概念，我们 A 股历来不缺火爆的概念，但是所有概念股最后都泡沫破裂，让参与者亏损惨重，所以我们要选择远离概念炒作，不去当水中月镜中花的接盘侠。

例子 4：索普在读过一本爱德华兹写的《股市趋势技术分析》后，就理解了技术分析行不通并立刻放弃，索普的高明给他节省了大量宝贵的时间。

香农则是在阅读了大量书籍，经过彻底研究后才最终放弃了技术分析道路（P175）。

我的感悟：老唐也不止一次和我们分享他 1995 年进入期货市场的经历，那时老唐通宵达旦，发奋学习研究技术分析书籍，最终不幸破产。

老唐的研究能力已经在价值投资道路中充分被证明和展示，所以研究能力如此强的老唐都无法驾驭技术分析，我们普通的投资小白又哪来的信心和勇气，能靠技术分析长期稳定盈利呢？

例子 5：老唐在四十一回里总结了大师们演示的有复制价值的四条投资正道，这四条道路都有人成功走过，但是我们必须清醒的认识到选择某条投资正道所带来的不同生活。

施洛斯是纯正的烟蒂股投资模式，但是这种烟蒂股模式带来的生活非常人能够接受，施洛斯需要日复

一日的翻看厚厚的标普手册并进行大量计算，才能持续不断的从破烂里找出能吸一口的烟蒂（P49）。

在1972年收购喜诗糖果之前，巴菲特也选择了烟蒂股投资。烟蒂股投资仿佛是与“烂人”打交道，而且要不停的寻找下一批“烂人”，在短暂的交易过程中对交易对手保持高度警惕，带来的是心力交瘁和非常累的生活。

陪伴优秀企业共同成长的道路，则是和优秀的人打交道，买入优秀企业后，不需要再做什么，只要等着分享优秀者的成果（P207）。

选择烟蒂还是优秀的成长企业，决定了生活中是充满惊吓还是充满惊喜（P209）。

“指数基金教父”博格在一个10年期内跑赢78%的股票基金，而且改变了指数基金的行业（P328）。

我的感悟：指数基金模式最适合理财小白们，把钱分散投资到最优秀的一批企业的股权上，长期看轻松跑赢债券，黄金和通货膨胀，不需要投入很多时间去研究企业，又可以把节省的时间投入到职业生涯发展。

确定的套利机会适合进阶型投资者，但是需要进行较多的知识储备，而且如今A股的套利机会日趋减少，可能不如把学习套利的时间研究优质企业。

烟蒂股投资的两套模式中，控制类投资不适合普通投资者，因为普通投资者不可能有这么多的资金来持续买入并控股公司。

低估类投资是一种行之有效的投资方式，但是需要不停的寻找低估的股票，而且低估的股票如果回归价值时间太长会浪费大量时间成本。

最后一条正道，陪伴优质企业成长，是价值投资的终极模式，是老唐所说的“大赢”阶段。

如果我们在投指数基金的过程中坚持学习，彻底看懂几个企业并合理估值，就可以力争获取超过指数基金的收益，通过和几个优秀企业共成长来获取“大赢”。

第二部分 自己，身边朋友和网友做过的选择，和我的反思。

1. 我自己的选择历程，我从2012年开始接触理财，从最开始的零存整取存款，到基金定投再到主动申购基金。

2013年市场行情平淡，市场的低位波动让我失去了耐心，持有的大部分基金都在2014年春节前后转换为了货币基金，遗憾错过2014年-2015年的大牛市。

没能享受到大牛市的上涨，却赶上了股灾的断崖下跌，因为我和大多数人一样，对股票知之甚少，却跟风在2015年上半年疯牛时开户进入股市，享受了几个月的泡沫后，没能躲过股灾，赚到的钱全部亏掉，还损失了一部分本金，后来在2015年下半年全部清仓，做了完美的高吸低抛 。

清仓后我将近一年没有入市，大亏损后我非常迷茫，2016年买过大块头的技术分析书籍，也买了好几本价值投资的书，包括老唐的手财1，小小辛巴的重剑无锋，水晶苍蝇拍的股市进阶之道和邱国鹭的投资中最简单的事。

虽然买的价投书不少，但始终没有认真去学，大多数理财书籍比较枯燥，而自己又心急想赚快钱，根本静不下心学习看价值投资的书。

努力钻研了一段时间的技术分析书后，我在2017年重回股市，那时候还是走研究图形，短线炒作和听信消息的路。

由于对企业研究不充分，买了不了解的企业，而且越跌越补仓，最终在某支电池股上亏损40%，其他

股票也亏损不少。

最终，2017 年跑输沪深 300 指数 30 个百分点，而当年的沪深 300 指数上涨 20%。2018 年股市阴跌不止，我更是失去了耐心，不但没有低位建仓，反而低位恐慌割肉，继续高买低卖，把一半的资产又转移回了货币基金。

2018 年亏损 30%，按说熊市是学习提高的好时机，但是在建立个人投资体系上我仍然没有进步。

2019 年开始仔细学习唐书房的文章，逐渐的认识到，价值投资是在股市长期稳定盈利的唯一道路，于是买了老唐的价值投资实战手册，领略到了老唐“中翻中”的威力，发现手册比手财 1 更偏入门，从此开始成为老唐的铁杆粉丝。

2020 年又买入老唐的巴芒演义，从价值投资的发展史开始学习价值投资，做到从源头上认同价值投资。

回想近八年的投资理财之路，先是选择了低风险理财投资，却又在 2015 年选择杀入股市，完成了从低风险投资到高风险投资的飞跃，可惜亏损也跟着飞跃了。

在股市摸爬滚打的五年，见过疯牛的上涨，也见过股灾的凶残；见过 2017 年的小牛市，也见过 2018 年的慢熊市。见过很多，思考却很少，后悔醒悟的太晚，而且踩遍了前人踩过的坑，浪费了大量宝贵时间。

终于明白，如果不去思考反省，**再多的股市投资经历也无法自动转变为经验，经过反省的才是经验，否则只是无意义的追涨杀跌**。

经过反思，经验才会不停的修正自己的投资体系，进而指导自己的进步。

2. 我身边的朋友也有很多人在理财，但是正如老唐在手册里说的，大部分人选择了来股市打发时间。

大部分人将股市视为赌场，不愿花时间去研究企业，最多看两眼图形就决定买入，热衷于打探消息，让别人推荐股票，或者跟着别人乱买。

我曾经想拉一批小伙伴一起学习价值投资，建了一个近百人的微信群，却发现群里没有人愿意讨论价值投资，都选择看图形炒股。

更有几个人说看投资理财书是没有用的，如果看书有用的话，每个人都成为投资高手了。我听完这句话表示惊讶，因为这是一个股龄近十年的小伙伴的言论。

于是下定决心自己研究价投，让他们乱炒去吧，因为老唐在之前的一篇文章里说，至少 90%的人注定不可能成为成功的投资人，时间越来越宝贵，不必浪费在无所谓的投资观不同的人身上。

投资的经验教训，大师们已经帮我们铺好了路，何不吸取经验教训，而非要去亲自走一遍弯路呢？

再看看一些网友，总是喜欢抄底博反弹。有时我无法理解 A 股的傻子如此之多，一个多次说扇贝跑了的水产公司还一直有 4 万股东。乐视网都基本确定要退市了，每天还有几亿的交易量，估计 3 万股东里有很大比例的散户。

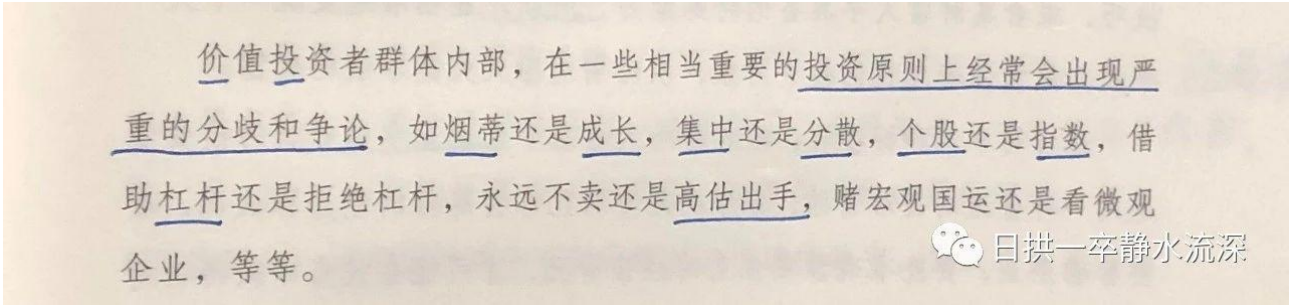
A 股里有这么多的好企业，何不选择拥抱好企业，而去和“烂公司”打交道？在垃圾堆里再怎么努力，也很难捡出金豆子，大多数时候，烂企业不会反转，只会变得更烂。

第三部分　真知，做出对的选择不难

看完了大师们的选择，反思自己过去的选择，终于明白对于我这种普通投资者，什么选择才是正确的选择，选择比努力更重要。

还记得老唐在自序第一段提出的这些选择吗？读完《巴芒演义》，选择不再困难，因为你明白了选择

背后的逻辑。



现在，我对自己应该选择什么有了清晰的答案。

1. 投资不一定是投资股市，但要**选择投资有生产力的资产**，让资本在扩大再生产中产生利润而增值，而不是选择类现金资产或无生产力的资产。

换言之，优秀的股权长期收益远高于债券，现金类资产和黄金。如果选择了现金类或者黄金，难以跑赢通货膨胀。

2. 入股市之前，**选择看大师们的书**，而不是自由生长或误入技术分析派别。

大师们的宝贵经验和惨痛教训可以让我们少走很多弯路，节省大量的时间，而投资越早进入稳赢的价值投资就越早享受复利。

当然很多新手低估了股市赚钱的难度，以致于不愿意付出时间去学习价投书。

因此，有几年股市投资经历、穿越至少一次牛熊周期的人可能对价投大师们的经验教训会有更深的顿悟。

3. 在国内，理财新手学习巴菲特的价值投资理论要**选择老唐的书**。

我看过几本别的价投书籍都因为晦涩难懂而最终放弃，老唐强大的“中翻中”能力让大师们的理论浅显易懂，从而帮助新手们更好更快的达到“真知”的水平。

而且，选择老唐的四本书要遵循正确的顺序，不是按照出版时间先后的顺序，而是应该按照以下顺序：《巴芒演义》→《价值投资实战手册》第一章、第二章→《手把手教你读财报 1》和《价值投资实战手册》第三章，最后，如果对银行股感兴趣可以阅读《手把手教你读财报 2》。

《巴芒演义》的易读性趣味性可以让读者明白价值投资的源头和成长历程，从而真正认同大师们的选择和投资体系。

《手册》的第一章、第二章则教会大家两条最核心的价投理念：无惧股价波动，合理估值能力圈内的企业。

读完这些后，阅读手财 1，跟随老唐先理解最简单的生意之一：白酒，进而把读财报排雷的技巧学到手。

4. 对于理财新手，**选择沪深 300 指数基金**而不是个股。

理财新手们在建立能力圈前，买入沪深 300 指数，而不是投中小盘指数、创业板指数、行业指数乃至个股（风险排行：沪深 300 指数＜中小板指数＜创业板指数＜行业指数＜个股）。

沪深 300 包括了 A 股最优秀的 300 家各行业上市公司，买入这个指数就是和国内最优秀的大企业共同成长，而且通过分散降低了风险。

中小企业在经济恶化时抵抗力不如大企业，所以中小板创业板指数不适合新手。

行业指数更是慎之又慎，买入之前要清楚这个行业的前景和盈利逻辑，有无业绩支撑，而不是像2020年1~2月份科技半导体行业指数那样，炒作过后一地鸡毛，从最高点腰斩。

另外一个原因是，大部分人是兼职投资，还有自己的工作。时间就像是股票账户里的资产，在投资收益不足以维持生活时，要**把时间分配在产出更高的地方。**

就像是前文里面计算的那样：30万本金，每天需要投入1个小时（一年就是365小时，按每个工作日8小时计算，约有45个工作日花费到了研究投资上）来学习研究理财，每年的收益率20%，每年可以获利6万元。

但是如果把这些时间投入到工作上，带来的个人收益很可能不止6万元，同时还给企业乃至社会带来了更多的收益，而且职业生涯早期的关键时期得到了发展提高。

5. **选择优质成长股**而不是“烟蒂股”。

和上世纪的美股不同，A股因为投资者众多，股价有一定溢价，业绩不好的公司股价也很难降到格雷厄姆的烟蒂股标准，某些达到烟蒂股标准的可能是报表造假，公司实际净资产低于报表数据。

烟蒂股投资是典型的与“烂公司”打交道，很多人对公司研究不够，只是听信内幕消息认为公司业绩能够困境反转，事实是烂公司只会不停的带来惊吓，不如选择能够看得懂的优秀成长股，给自己带来惊喜。

与优秀的人和公司共成长，省心省力，所以巴菲特可以每天跳着踢踏舞上班，所以老唐可以有大量的时间阅读思考陪伴家人。

6. **选择分散持股**而不是满仓单支或两支股票。

不满仓单支股票是因为无法100%确定这支股票不出问题，人有可能犯错。

老唐多次告诉我们，集中程度与确定性有关，确定性越大，护城河越宽广的股票资金占比越高，这也是不拿茅台换分众的原因。

7. **选择不加杠杆**。

老唐用亲身经历一再和我们说；远离杠杆，远离杠杆，远离杠杆。市场先生的情绪可能会随时失控，我们远离杠杆是为了在市场失控时仍然可以活着。

8. **选择只在明显高估的时候才卖出**，只有达到了合理估值的150%或者50倍市盈率才卖出，且卖出后三年内大概率可以合理估值买回来，否则就一直持有优秀企业。

老唐卖出个股的原因大多不是高估，而是对企业的认识发生了改变。

9. **选择看微观企业**而不是赌宏观国运。

宏观的国运不是我们可以控制和预测的，影响国运的因素太多。

不管国运好坏，总有一批优秀企业满足国民的需求，而且影响企业的因素要少很多，研究企业比研究国运简单的多。

10. **选择瞅地**，别瞅傻子。

牢记股票的股属性是可以研究的，而票属性是傻子们的报价，不管傻子们报超低价（选择继续种地）还是报超高价（选择把地卖给傻子），我们都可以赚。

研究股属性可以增长经验扩展能力圈，而研究票属性（即技术指标）只会徒增追涨杀跌的经历。

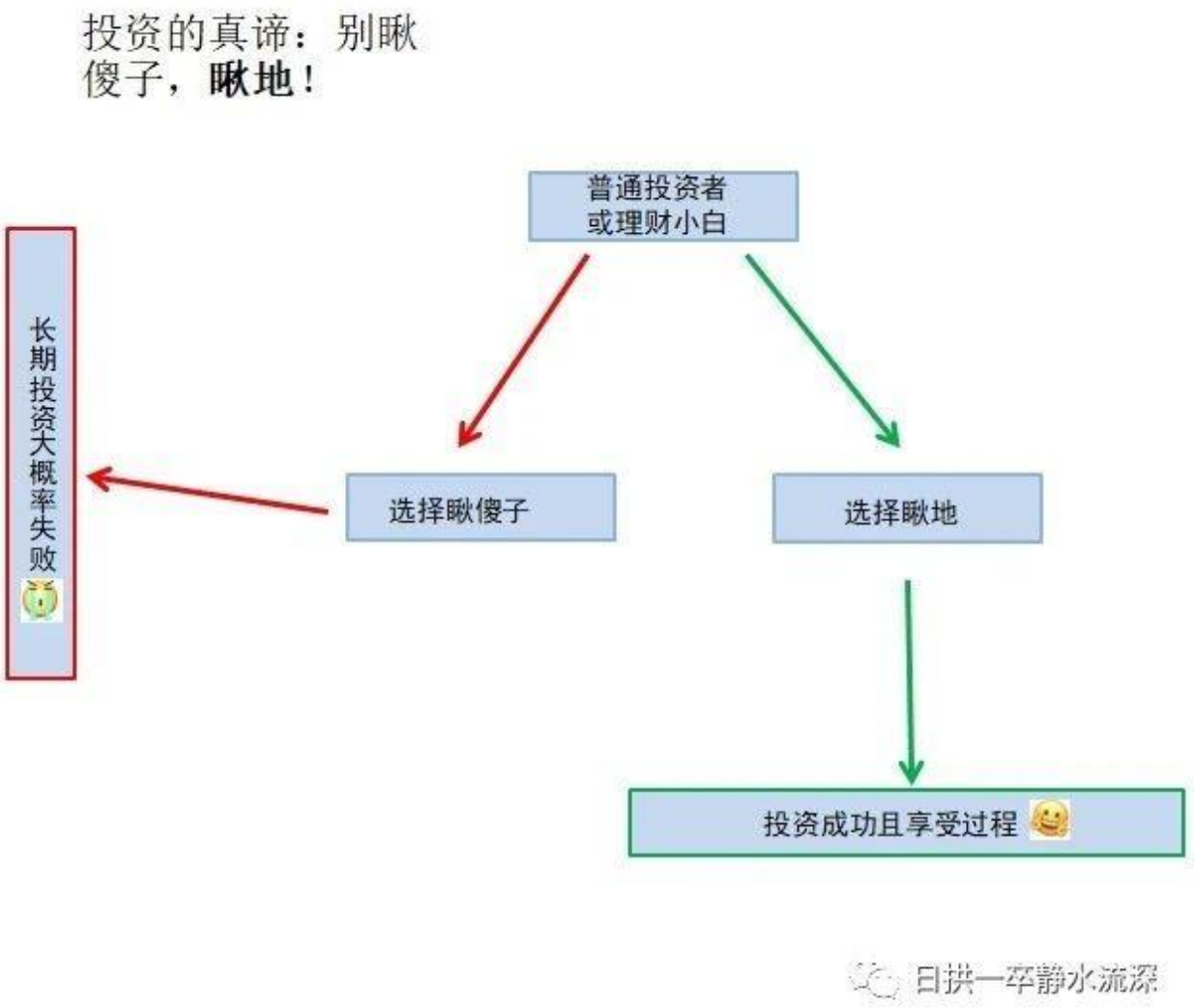
11. **选择产出更高的投资对象。**

投资的本质：永远只在两个可以理解的投资对象之间，选择产出更高的那个对象，这也是卖出和买入

的判断标准。

至此，我对自己选择什么有了清醒的认识。小伙伴们在努力的过程中，不要忘了经常停下来想想，自己正在努力的方向是否是正确的选择，要记住，先选择正确的道路，努力才有效！

庆幸自己选择了老唐来学习价值投资，老唐高超的“中翻中”技能和无私分享，让我彻底领悟了投资的真谛就是简单的六个字：别瞅傻子，瞅地！



第786篇.　　2020.06.20 - 投资中不重要的事——by@小苇巴说

唐书房　2020-06-20

以下文章来源于小苇巴说　，作者小苇巴说

小苇巴说

全程直播一个股市小韭菜学习、思考和进步的过程，它到底能长成一棵大树，还是最终难逃被收割的命运？让我们一起来围观吧。小苇巴将在这里分享读书笔记、投资心得和生活感悟，让时间见证坚持，让学习托起梦想。投资快乐，生活多彩～一起奋斗吧～

上周读了老唐新作《巴芒演义》，收获良多，读后感《投资如何“修神功”？》幸被书房选中，兴奋之余，重整思绪，觉得还有些体会要写出来与大家共勉。

所云皆是一个投资小虾的个人感悟，难免多拾前辈牙慧，倘能贻今人一笑，也是莫大的安慰。

投资中，有很多重要的事。读《巴芒演义》，倒让我觉得有很多事，自己一直孜孜疲倦，深埋其中，而它们也许根本就不重要。

让我来按照在《巴芒演义》中对应的先后顺序，把这些事捋一捋。

一、搜罗消息不重要

《巴芒演义》第四回（P32）有这样一个段子：巴鲁克的一位迷人的女亲戚，偶然听到他在电话里和人说“联合煤气公司”，然后就当作内幕消息买入了该公司的股票，最后惨亏。因为——她没听清巴鲁克的后话“卖出这个股票”。

但是，第十一回（P82）提到了格雷厄姆和巴菲特在购买联合电车公司上对内幕消息的不同态度。巴菲特通过与管理层亲密聊天，得知公司将会以超过股票面值的数额分红，因此大力买进，最终获利颇丰。

女亲戚的“内幕消息”把自己坑惨，巴菲特的“内幕消息”却让自己赚翻，那我们应对“内幕消息”或者“最新消息”持怎样的态度呢？

拉斯·特维德在他的《金融心理学》中提到这样一个故事：1815 年英法战争期间，罗斯柴尔德家族雇佣快速帆船到前线侦察，先于英国公众甚至在英国政府得到了拿破仑战败的消息，然后他们开始抛售英国股票，当时英国民众对这场与拿破仑的战争很敏感，都紧盯着罗斯柴尔德家族的举动，他们见罗斯柴尔德家族抛售，就以为英国战败了，也跟着纷纷抛售，结果罗斯柴尔德家族却在秘密收购，狠狠的赚了一笔。

可见，能不能把“消息”变现，关键在于消息是否真实。女亲戚因为没有核实消息的真实性而吃亏。巴菲特亲自与管理层聊天，罗斯柴尔德家族甚至雇人去前线，他们在保证消息真实性上，付出了比常人更多的努力，他们赚到的钱，就是由这部分“努力”换来的。

作为普通小股民，我们如何能保证自己听到的消息是真的呢？如果朋友告诉你，他是从某大人物的“小姨子”那里听来的消息，也许你能保证朋友是铁的，但你能保证“小姨子”把话听完整了吗？

我们也许会说，现在市场制度趋于健全，上市公司不敢随便披露虚假信息，网上很多消息也都有图有真相，真实性毋庸置疑。这些信息，我们可以利用吗？

其实，罗斯柴尔德家族能赚钱并不在于掌握了准确的消息，而是在于比别人更早拿到消息，并有足够的时间差让他们完成市场操作。但是今天，在世界任何一个角落发生的离奇或者不离奇的事件都能在瞬间传遍世界任何一个角落。消息以近乎光速传播。那市场消化一个消息要多久呢？

薛兆丰老师在《经济学讲义》中提到一个例子：美联储约定将在 2013 年 9 月 18 日下午两点宣布一个重大的货币政策，其内容必定会对当天的市场交易产生重大影响。果然到了时间点，消息一宣布，市场立刻做出了剧烈反应。这本没什么稀奇。有一个现象却引起了注意——芝加哥的市场反应，竟然比纽约的市场反应快了那么几毫秒。

要知道，消息是从华盛顿美联储总部发出的，传到纽约需要 2 毫秒，传到芝加哥则需要 7 毫秒。所以通常情况下，每当华盛顿发出新消息，总是纽约市场比芝加哥市场早几毫秒做出反应。但是这一次，芝加哥反应得竟然比纽约快。为此，联邦储备局专门成立了一个委员会来调查这件事，看看是不是消息事前被走漏了。

过去我们常认为，人们接收到新消息后，要根据经验和数据对资产进行重新评估定价，再制定交易策略，这整个过程需要多长时间？是几天、几小时、几分钟还是几秒钟呢？而事实竟然是——几毫秒。我们下班回到家吃完饭，打开手机、电视，搜罗各种消息，这些消息对预测股价难道还有任何价值吗？

《巴芒演义》第二十一回（P160）提到了萨缪尔森和尤金·法玛的有效市场假说。该理论认为：在法律健全、功能良好、透明度高、竞争充分的股票市场，一切有价值的信息已经及时、准确、充分地反映在股价走势当中。巴菲特和芒格对有效市场理论不甚苟同。按照我的个人理解，有效市场理论还是很有些道理的，可以在短期和长期两个角度来理解。

在短期看，因为大量的交易者已经对消息做出了“有效”反应，消息已经被市场瞬间“消化”，这时再根据消息来预测股票的短期走势，已经占不到任何便宜。也就是说，因为市场能在极短的时间内，“有效”消化信息，那么我们依据消息做出的任何预测市场短期走势的努力都是无效的。

在长期看，正是因为市场在极短的时间内，就潦草的“消化”了消息，而消息的更深层次的内涵、将会对公司产生怎样的影响甚至是是否会产生影响，都被市场因反应太快而忽略。那些真正能静下心来分析的投资者们有足够的时间制定他们的策略。长期来看，市场终究还是会“有效”反应企业真实的价值，一切因为消息刺激和情绪涨落而带来的波动终将退去。

市场确实是“有效”的——在短期内，它能“有效”快速“消化”掉各种消息，因此短期投机者徒劳；在更长的时间跨度上，它最终能有效反应出企业的真实价值，因此长期投资者获益。

二、精深数学不重要

投资要不要掌握复杂精深的数学知识呢？这让我想自己在清华物理系读量子物理博士的时候，有个师兄去应聘金融公司，没通过，原因竟然是——被认为数学背景不够。

所以在很长一段时间内，我一直认为要做好投资就必须要掌握精深的数学，至少我们物理系玩烂的那些——微积分、微分方程、概率统计、数理方法、线性代数、矩阵论等等——被认为是不够的。

读过老唐《价值投资实战手册》与《手把手教你读财报》后，我发现分析财报的核心和难点都不在数学。如果投资需要精深的数学，那么不曾高中毕业的老唐将何以取得如此优异的成绩？

《巴芒演义》第五回（P37）提到，格雷厄姆晚年在总结其投资思想时，给出的公式并不复杂：

企业价值=当前正常收益×（8.5+2G）×4.4%/RF

假设当前收益为 1，我们可以把它写成更易用的形式:

合理市盈率（PE）=（8.5+2G）×4.4%/RF

其中 RF 为无风险收益率。即使是只学过小学数学，也很容易对这个公式做出正确运算。

如果有人确实拥有远超众人的数学能力，那么他是否可以籍此获得同样出类拔萃的投资成就呢？

《巴芒演义》第二十五回（P189）讲到乔尔的神奇公式，当然神奇公式远远谈不上复杂，其操作流程也还算比较简单的。但与格雷厄姆和巴菲特比起来确实更加重视数学计算，令人大跌眼镜的是，恰恰是在采用了神奇公式后，乔尔的投资业绩开始由卓越走向平淡。

更让我们确信深奥的数学并不能带来优势的例子是第三十七回（P302）中由诺奖得主和美联储副主席组成的超明星团队“长期资本”的破产。要说数学能力、经济学理论和八面灵通的信息搜集能力，没有人能比得上他们，然而他们还是破产了。

其实，在格雷厄姆和巴菲特的投资体系里，有一个十分重要的概念为我们避开了对繁杂运算的追求，

那就是——安全边际。

巴菲特谈到“安全边际”时，用了一个比喻：“当你修建一座大桥时，你坚信它的承重量为 3 万磅，但你只会让重 1 万磅的卡车通过这座桥。这一原则也适用于投资。”

如果我们这样做，就不会纠结于大桥的承重到底是 3.1 万磅还是 2.9 万磅，也无需用复杂的模型推算卡车的重量是 1.1 万磅还是 0.9 万磅了。

大道至简，重剑无锋，**过度着眼于精细，常常失之于大体。战略的正确永远比战术的精确更重要。**

三、仓位管理不重要

如果我说仓位管理不重要，肯定很多人不信，当我敲完这几个字以后，我也有些惊诧:怎么会这样？——明明很多人告诉我们：仓位管理很重要，股债平衡很重要。但是我们看：

《巴芒演义》第八回（P55）讲到，施洛斯说“我从来不持有现金，我总是满仓投资。这可能好，也可能不好。和持币等待相比，我觉得满仓投资更踏实。我常年仓位都是接近 100%，最少的时候也是 90%仓位，那还是股票崩盘之前。”

如果把我们所有的资产看作一个整体，有多少配置成股票、多少配置成债券、多少配置成现金、多少配置成房产，这其实就是仓位管理，本质上是一个资产配置的集中还是分散的问题。

关于股票、债券和现金的优劣问题，西格尔教授在《股市长线法宝》中给了我们确定无疑的结论：长期回报率——股票>债券>现金。所以不少人（包括我）认为，股票应该越多越好，现金应该越少越好。

但是我们也必须备有一定的现金，**其意义并不在于股市暴跌时有足够的钱杀入抄底，而在于当生活中遇到麻烦时不至于被迫卖出股票。**这正是建立在尽可能多、尽可能长期持有股票的原则之上的。

我猜，施洛斯背后的逻辑亦是如此。

那么，只看股票这部分，我们应当如何配置某个或某类个股的仓位呢？

《巴芒演义》第二十五回（P193）有这样一段话：

集中投资和波动压力几乎是硬币的两面。压力要么来自自己内心的心理承受力不足，要么来自客户对短期回报的关注和要求。面对这样一对矛盾，资金管理人有两个选择：放弃集中投资，或者放弃短期性质的资金。

确如老唐所说，从集中到分散，其实是无奈的选择。分散在减小了波动的同时，也降低了收益。

要想取得超额收益，就要做到——敢于重仓。

然而这并不容易，首先需要我们想清楚的一件事就是——**波动并不是风险**。套用巴菲特和老唐的农田例子来说，可以拆成两句话说：①傻子的报价起伏波动不是风险，原因不解释；②不同年份庄稼收成的起伏波动不是风险，因为“一定会遇到糟糕的年份，也一样会遇到一些好得异常的年份”。

关于这件事，芒格也曾说过：“只要你能顶住价格波动，拥有 3 只股票就足够了。”

至于某家企业的仓位多重，我觉得取决于两个因素:**第一，你有多了解它**。如果不了解，哪怕持有 1 股都是不应该的。要想敢于持有，那就必须要足够了解。但只是了解是不够的。

比如，经过足够深入细致的了解，你发现瑞星咖啡有 80%的可能性暴雷，有 20%的可能性让你一夜暴富，那么该不该重仓呢？这可能是个带有个人主观色彩的命题，但我还是坚信走的久才能走的远，因此我认为还有——**第二条：确定性有多大**。

我想这就是为什么那么多牛人重仓茅台和腾讯的原因，因为他们发现这两个企业的业绩具有超强的确

定性。

书房里经常有人问老唐，“为什么不将 950 元的茅台换 7 元的分众？”（这句话最新版本可以是“为什么不将 1300 元的茅台换 5 元的分众”），除了老唐说到的尽可能不卖的原则外，我想背后可能还有这样一层因素—分众业绩的确定性不如茅台，对于一个低估但业绩确定性不足的企业，过于重仓，可能会有遭遇黑天鹅的风险。

雪球上有位“乐趣”大叔，A 股持仓常年只有一个茅台，这正是人家有见识有能力的体现——因为有能力，所以可以避免被迫分散。

本文说仓位管理不重要，意在说我们并不需要从仓位管理的角度出发，为了仓位管理而管理仓位。一切应着眼于企业值不值得买，敢不敢于多买，心中但有企业好坏，并无仓位高低。

四、解不解套不重要

说到“解套”这个词，我们最熟悉不过。甚至，我身边有的朋友自从踏入股市以来，“解套”就变成了他的终极梦想。

相关言论更是司空见惯、不绝耳目——“解了套就清仓”、“解了套就走，再也不买这垃圾”、“解了套就换茅台”……等等。

所谓“解套”，不过是指的市价超过了“我的成本”，所谓“我的成本”不过就是我建仓那天的买入价（若有加减仓或做 T，则为平均持仓价格）。为什么这个“买入价”就像金雕石刻一般深深烙在我们心头呢？

我想，背后的原因是——人都是损失厌恶的。简言之，就是：损失一块钱带来的痛苦超过赚一块钱带来的喜悦。

痛苦过程大概是这样的——我在这只股票上还“亏着钱”，要是“割肉”离场，那么我这一波买卖行为，会造成“实实在在”的损失，这将是十分痛苦和令人懊悔的。

但是，我们想想看，每只股票每天都有成千上万的交易者，每个人都有个“买入价”，也就是“成本”，那谁的“成本”更重要一些呢？如果要“解套”，那应该先照顾谁呢？答案显然是：都不重要，都不照顾。

一个普通的不能再普通的小股民在某个极其平常的时候的买入价，没有任何理由会对市场走势产生哪怕一丝一毫的影响。既然毫无影响，那我们基于这个“成本”所制定的任何交易策略，都将是荒谬可笑的。

世上本没有“套”，想的次数多了，也便成了“套”。“套”只是我们心中的一个幻象，一种纠结。

所以，要摆脱“套”的影响，我们要做的第一件事是：

克服损失厌恶心理。

损失厌恶心理，让我们熬不住亏损，割肉了，输了，过段时间慨叹“我本来可以回本的”；损失厌恶心理（担心“回撤”）让我们熬过了“亏损”，却熬不过“盈利”，过段时间后慨叹“我本来可以赚更多”。

如果我说，熬得住“红”比熬得住“绿”更重要，老唐必当如是点拨：“熬”什么呢？

着了一“熬”字，心还是被“套”了。

若要让自己的心不被“套住”，还要想明白一件事：

沉没成本不是成本。

前文说“买入价”并不是我们真正的成本，那什么才是呢？关于这件事，芒格曾说过一句很有智慧的话：“最好”总由“第二好”来衡量。

我们做一件事的成本，由除了这件我们认为这件“最好的事”以外的可选择的“第二好的事”决定。这第二好的事，就是我们做“最好的事”的机会成本。

“机会成本”是着眼于未来的成本，“沉没成本”是着眼于过去的成本，沉没成本并不是真的成本。

如果我们在 10 元买入乐视网，那“10 元”仅仅是我们的沉没成本，对未来不会有任何影响。如果我们有这样的想法—这时候要不是钱被乐视网套住，那么我会以“200 元买茅台”。那“以 200 元买茅台”才是我们继续持有乐视的真实成本。或许有一天乐视网真的涨到了 11 元，我们开心的“解套”并“获利”离场，然后心得意满的以 1200 元买入贵州茅台，那将是多么凄凉的事情。

《巴芒演义》第九回（P64）在总结戴维森案例的经验时，说：陷入泥潭，不要着急挣扎，放弃历史成本干扰，按照一笔新交易重新思考。

最后，我还是想用老唐在书房里的一句话作结：一个投资者，什么时候能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。

五、是否“破净”不重要

《巴芒演义》第十六回（P119）讲到了巴菲特此生中最失败的一笔投资之一（或许可以去掉“之一”二字）——买入伯克希尔-哈撒韦。

巴菲特认为“我们用远低于营运资产的价格买下了伯克希尔-哈撒韦，这代表我们几乎一分钱没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。”

多么无懈可击的逻辑，结果最终“它在 10 年内的净亏损不断增加。最终，我们仍然以远远低于营运资产的价格卖出。”

这种“捡便宜”的心结在我们每个人身上都有。在进入股市的第一年（2017 年），我以捡便宜的心态买入了大量破净银行股，后来（2019 年）开通港股通，我就像一只贪婪的饿狼发现满是绵羊的新天地，大量且分散的配置了破净的银行、基建、能源股，最终没亏钱，当然也没赚到钱。

我并非是说这些公司不好，而是说我仅仅因为其“破净”而盲目买入的做法不对。

这涉及到我们对什么是“资产”的理解。

著名经济学家欧文·费雪曾经说过：凡是可以产生收入的都是资产。

可以计价写入资产负债表的厂房设备、现金存货是资产，不能写进资产负债表的特许权、专利权、品牌价值等也是资产，甚至优秀的股权机构、杰出的管理层、优秀的企业文化，这些都是资产。

如果只盯着财报中的资产表看，将会遗漏很多重要的东西。茅台赤水河独有的微生物环境算多少钱呢？其强大的品牌又算多少钱呢？腾讯掌握的数据资源、优秀的平台土壤算多少钱呢？伯克希尔巴菲特、芒格杰出的管理才能算多少钱呢？

资产说到底，是一个面向未来的概念。其本质不在于现在值多少钱，而在于将来能产生多少收入。

作为普通股投资者，我们不能把资产的当前价值做为唯一依据来决定是否买入，就像巴菲特所说（《演义》P120）“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。”

其实，谨慎看待市净率，还有一个因素——资产负债表的可信度。

资产负债表不可尽信至少有两个原因。一是管理层可能的失误，比如以超高溢价收购其他公司，这将会为资产表的商誉项目记入一个过高的数字，导致总资产“虚高”；一是管理层可能的操纵，一个项目算

成资产还是算成负债，作价多少，都有不少猫腻，我们普通投资者很难辨别清楚。

对于某些资产，其重置成本很高，比如长江电力的机组和大坝、首都机场的航站楼等等。在人力、物价都提高的今天要想做出相同的机组、大坝、航站楼肯定要花更多钱（可能也涉及到政策的问题）。

这些资产在负债表中，不仅没有体现出其公允价值所应有的增长，反而在原成本基础上进行了折旧处理，买入这些公司，会占到“很大的便宜”。这些“便宜”确实是实实在在的，但我更倾向于把它看作一种护城河，因为“资产”终究还是面向未来的。

六、牛市来不来不重要

因为入市晚，4000 点以上的“牛市”对我来说只是个传说。其实最初进入股市，也是抱着“赶上牛市，赚一把就走”的心态来的。据我了解，周围盼牛市的朋友并不在少数。

《巴芒演义》第二十回（P147）黑色小标题“**火爆市场和短期暴利让长期投资者倍感艰辛**”。言明了长期投资者在火爆的牛市中其实是痛苦的。

借用《巴芒演义》最后一回中买地的例子。价值投资者“盼牛市”就像一个热衷于把农场的收入用来买地的农民，盼望周围的地价暴涨一样。是不是很荒唐可笑？

农民在“牛市”中确实是痛苦且纠结的，周围疯狂的报价，不仅是在引诱他把土地卖了换钱，以后很可能因此失业，还在引诱他花高价买入土地，在随后的暴跌中倾家荡产。

如果市场报价实在太疯狂，农民将会不得不冒着永远失去土地的风险，而被迫（注意是“被迫”）收下地价上涨的钱，想来这也未必是一件幸福的事。

“牛市“不可盼，那“熊市”可怕吗？

可怕。如果你用短期资金炒股，甚至上杠杆，那熊市就是末路。

老唐在他所有书的个人简介处都写着自己用爆仓破产换来的四字真言——“远离杠杆”，活得久永远比跑的快重要，任何让自己的投资生涯有可能提前结束的事，都应该尽量避免。

如果你是长期投资者，那“熊市”实在太可爱了。

对一个一门心思就想多买土地的农民来说，周围卖家竞相报出低价甩卖土地的状态实在是太美好了。

在“熊市”中，他不仅不需要被迫收下地价上涨的钱，而且还可以悠哉游哉的收揽大量肥沃土地。

在《价值投资实战手册》中，老唐用泸州老窖为例，为我们演示了一个极端恐怖的牛市（每年下跌 5%，长达 24 年）中，长期坚持分红买入的收益有多么恐怖（24 年间年化收益 21.38%）。

至于在熊市中应该怎么做，老唐在《巴芒演义》第三十二回（P253）有这样一段话：

市场虽然偶尔会发疯，但绝对不傻。低价的出现一般都伴随着某些重大利空，犹如塑化剂于茅台，瘦肉精于双汇，三聚氰胺于伊利……投资者如果意图获取企业经营增长之外的超额收益，就必须在利空袭来时冷静、理性地思考，判断各种可能性的概率，影响情况，然后做出自己的选择，并承受这种选择带来的结果。

就像今年的新冠疫情引发的市场恐慌，几乎所有股票都在跌，玉石同摧，金沙俱下，如果我们能独立判断出茅台、腾讯、脸书这些公司几乎不受疫情影响，在一定意义上还可能受益的话，那么果断加仓会带来超额收益。

事后诸葛亮常说去年是牛市、上个月是牛市……

还是老唐一语道尽——他说，“牛市”和“熊市”是伪概念。

七、能力圈多大不重要

在《巴芒演义》第三十八回（P308）老唐摘录了1996年巴菲特致股东的信，里面有这样一段：

投资者真正需要的是给你选中的公司估值。请特别注意“选中的”这个词，你不必成为每家公司或者许多公司的行家，你只需要将自己限定在能力范围就好。能力范围的大小不重要，重要的是，你知道他的边界。

能力圈不需要做到很大，能把它做深是能力，能知道它的边界并诚实的认为自己确实不懂圈外的事，是境界。

中国平安和贵州茅台并称A股价值投资两大阵地，老唐也写了不少关于保险和中国平安的文章，但是他却不止一次声明：自己不懂保险。

没有人会觉得老唐说不懂保险是因为他研究和理解能力差，这恰恰是他的能力的境界的表现。不懂不可怕，不知道自己不懂才有些可怕。

能力圈大不大不重要，有没有很重要。极端一些的例子，如雪球上“乐趣”大叔。他A股持仓只有茅台，即使他确实是因为别的都不懂，只懂白酒，甚至只懂茅台，并坚持只买自己懂的，因而常年满仓茅台，那又何碍于他取得如此辉煌的战绩呢？

不需要太大的能力圈不代表我们不需要学习、不需要读书，因为真正知道自己能力圈的边界，是很难的，挖深能力圈是永无止境的，这些都要我们持之以恒的读书、学习。

八、巴菲特买啥不重要

最近巴菲特在航空股的割肉引起了广大投资者的注意。股神买什么、卖什么，也一直是人们热议的话题。

《巴芒演义》为我们详解了很多巴菲特投资的案例，有成功的，也有失败的。我想，老唐写这本书的目的，也并不是让我们知道巴菲特的持仓，甚至也不在于这一个个案例的具体表现，老唐要教给我们的，是巴菲特背后思考的逻辑和理念。

《庄子》里有个词讲得好，叫“得意忘形”，如果我们理解了巴菲特投资背后的真意，又何必在乎他的持仓这个外在的形式呢？

为什么巴菲特买什么不重要？

因为，第一，巴菲特也可能错。只要是人，就可能犯错，而且可能犯大错。相信读了《巴芒演义》后不少人一定会有这个体会。

第二，我们并不一定知道巴菲特的买入逻辑。如果我们真的信仰巴菲特，那么在不了解别人买入逻辑的情况下，就不能简单抄他的作业，即使那个“别人”是巴菲特本人。

说来也怪——如果我们相信巴菲特，就不要随便抄巴菲特。

当然，我们可以承认自己的无知，能承认自己的无知的人本来就很厉害。同时，我们承认巴菲特是很善于选股的人，这样即使不清楚他选股的逻辑是什么，就是出于简单的信任而抄作业，那么当然也是对的。

抄不抄人家的作业，本质上还是个要“渔”还是要“鱼”的问题。有的人能得到“渔”，有的人只能得到“鱼”，这两类人都是厉害的，都是我们学习的对象，毕竟多数人这两者都得不到。

第787篇.　　2020.06.20－老唐实盘周记2020/06/20

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-06-20

本周交易

无

当前持仓

目前持仓茅台 42%，腾讯 26%，洋河 13%，分众 8%，古井 B7%，海康 4%。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	42%	19000±10%	<9500	23000	18087	1439.84	21.71%
腾讯控股	26%	55000±10%	<27500	60000	40119	460.40	22.58%
洋河股份	13%	3150±10%	<1575	3700	1632	108.29	-2.00%
分众传媒	8%	……	<600	1400	762	5.19	-17.09%
古井贡B	7%	666±10%	<333	800	378	82.29	16.21%
海康威视	4%	4400±10%	<2200	5000	2820	30.18	-7.82%
沪深300						4098.71	0.05%
上证指数						2967.63	-2.70%
2020/6/20			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.9122	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	42%	19000±10%	<9500	23000	17792	1416.37	19.73%
腾讯控股	25%	55000±10%	<27500	60000	38491	441.00	17.41%
洋河股份	13%	3150±10%	<1575	3700	1669	110.73	0.21%
分众传媒	8%	……	<600	1400	772	5.26	-15.97%
古井贡B	7%	666±10%	<333	800	376	81.80	15.52%
海康威视	4%	4400±10%	<2200	5000	2693	28.82	-11.97%
沪深300						4003.08	-2.28%
上证指数						2919.74	-4.27%
2020/6/13			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.9137	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同而发生小幅变化；

②老唐买点或卖点，代表如果公司总市值触及此数值，老唐计划买入或卖出，与个股历史买入成本无关；

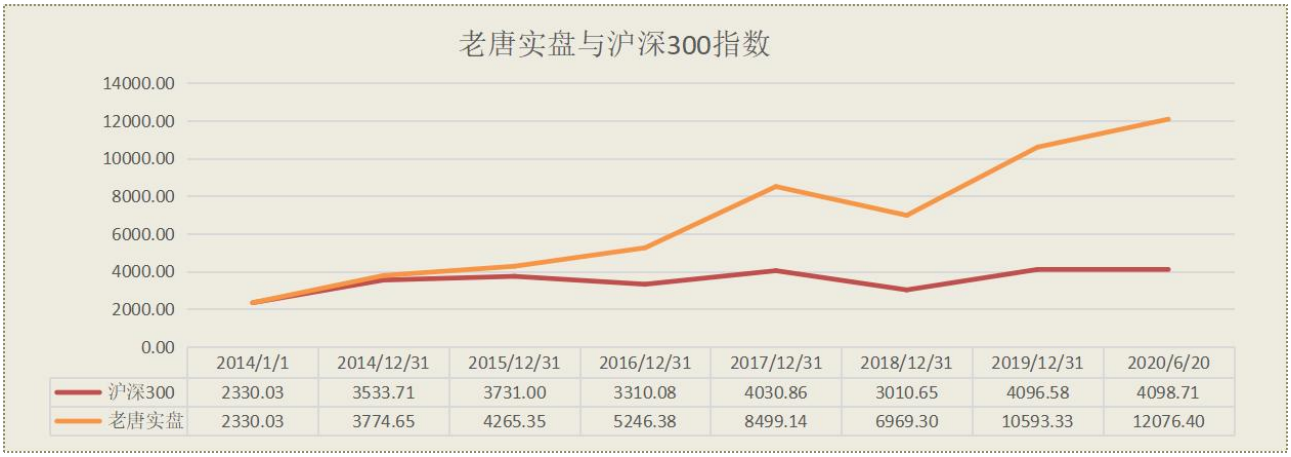
③仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2020 年内收益 14%（四舍五入数据）。

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，14%（均不含新股收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 518。以 6.47 年折算，年化收益率约 28.9%。



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/6/20
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	4098.71
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	12076.40

重要事项

1.马化腾抛出近千万股腾讯，套现约 43 亿。

本周腾讯公司披露，在 2020 年 6 月 9 日-6 月 12 日小马哥累计卖出腾讯股票 964.78 万股，出售均价约 444.4 港币，累计套现 42.87 亿港币，持有公司股份比例从 8.53%降低为 8.42%。

这类事情于我而言，和前段时间海康威视二股东、副董事长龚虹嘉套现一样，没有什么关心价值。但因为有很多朋友询问，所以简单聊聊。

如同芒格早期不断出售伯克希尔公司股票，用以买豪宅，做慈善，享受生活一样，这完全无关股价判断，只是一种价值观的体现。

简单粗暴的说，就是对某些人而言，资产从 50 亿变成 100 亿，远远没有拥有一辆自己喜欢的爱车，心仪的游艇，或者帮助了一个想帮助的人，感谢了一个想感谢的人……更快乐，更有成就感。

就这么简单。

芒格卖出伯克希尔股票，去享受生活、做慈善，甚至送给素不相识的好书作者，因为那样让他更快乐；

龚虹嘉卖出海康威视股票去投资其他初创企业，或许成功、或许失败，但这些投资让他更有成就感。

龚虹嘉的减持是出了名的不择时、不择价，用钱就卖，不管高低。我看小马哥也是如此

2004 年上市时，小马哥持有腾讯 14.43%股份。如果小马哥持股不动，到今天财富值大约应该有 5800 亿人民币。

然而，从 2005 年开始，几乎每年他都有减持，累计套现总额约 230 亿。目前小马哥身家约 3400 亿，少了 2400 亿。

这是不是说明小马哥对腾讯股价的“判断”烂的一塌糊涂呢？并不是。还是那句话，这只是对人生价值的判断不同。

相比在港交所账户上多记录 6%股份，对马化腾来说，十五年里陆续到手的 230 亿带来的享受、慈善、对家族乃至亲朋的帮助、以及或许还有部分个人其他投资，附加着更多快乐、更大价值。

人生不可重复，不是每个人都以财富值最大化为目标

厚着脸皮拿老唐自己和芒格、马化腾、龚虹嘉这类牛人并列说说——虽然我的财富差他们好几个数量级

毫不避讳的说，从《手把手教你读财报》出版并一举成为财务类小众书籍里的销售奇迹后，几乎每个月老唐都能收到媒体和网络平台的各类邀请。

包括采访报道、出席论坛、公开演讲、网络课程、企业培训、专栏开设、收费圈群等等。

还有，鉴于老唐实盘还算过得去的表现，以及书房部分朋友的认可，鼓动老唐发行私募基金的平台和投资者也是一大堆。

我相信大家都能看出来，如果我去参与这些，多了不敢瞎吹，一年百万级别的金钱，大概/也许/可能/或者/还是阔以拿到的吧？

上周还有位读者在读后感里写到，他是花了 1999 元参加某某商学院的培训课，因为这家商学院用老唐的《手把手教你读财报》做教材，然后才顺藤摸瓜摸到书房来的

然而，过去六年，可曾见老唐接受过任何媒体采访，出席过任何论坛，做过任何演讲，销售任何收费课程，或者开设收费星球、群什么的？一次也没有。

是老唐视金钱如粪土吗？不是，老唐喜欢金钱——公众号里有广告就是铁证

只不过对我而言，夫妻两人平静而悠闲的生活，比一年几百万乃至几千万更有价值，所以有些钱我明知可赚，但不愿去赚。

理解了这点，以后再遇到龚马减持，多看他们依然持有的几百亿、几千亿，少看刚拿走的几亿、几十亿，多多理解他们还有持股待涨之外的其他人生乐趣。

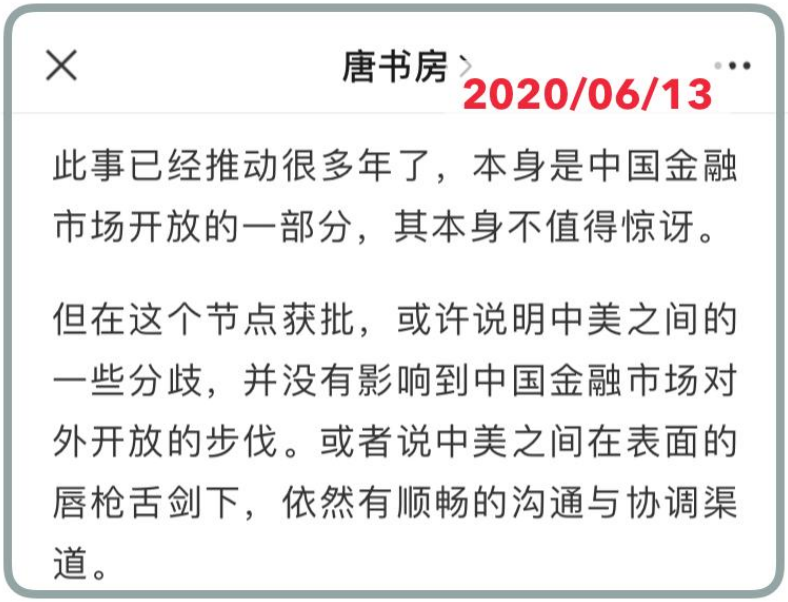
这样，你或许就不会再追问类似“老唐，董事长总经理都在减持，你还不跑？”的问题了

2. 金融领域继续扩大开放。

继上周央行给美国运通颁发了国内第二张、外资第一张银行卡清算业务许可证（这个证到今天只有中国银联和美国运通两家拥有），本周首家外资全资控股的期货公司诞生。

摩根大通期货公司，本周拿到第一张外资全资期货公司牌照。

期货牌照对你我而言没什么关心价值，这件事的价值在于，它进一步验证着上周对中美关系的偏乐观判断



注意：此处偏乐观仅指可能没有公开信息展示的那么糟，双方还在沟通接触，还有挽救余地。

3. 上证指数即将迎来 30 年来首次大修。

上证指数发布近三十年来（指数 1991 年发布，以 1990 年 12 月 17 日上海股市总市值为基点 100 点）的首次大修，将自 7 月 22 日起生效。

修订方案要点有三：

A.新股推迟纳入指数。

最近 5 年新股上市后平均连续 9 个涨停，新股上市后第 11 个交易日计入指数的规则，对指数有明显的扭曲。这次做了修订。

以后，上市后日均总市值排名沪市前 10 的大市值新股，在上市 3 个月后计入指数，其他新股上市一年后计入指数。

B.将 ST 股从指数里剔除。

截止 5 月底，上证指数里包含 85 只 st 股，对指数影响不大。

C.纳入科创板股票。

7 月 22 日，科创板开板一年，也应该纳入了。

这次规则改变，不用担心衔接问题，上交所采用的是无缝衔接方式。

老唐中翻中一下这个无缝衔接：

比如 7 月 21 日上证指数收在 3150 点。当天收盘后，上交所按照新规则，将指数成分股该剔除的剔除，该加入的加入，然后将新的指数成分股 7 月 21 日总市值视为 3150 点。

第二天所有成分股开盘涨跌造成的总市值变化，直接除以 3150 点，即可得出涨跌幅并计算出最新的指数点位。

当然，不要以为指数修订后，你就更容易赚到钱了，不搭界的

是否能够持续赚钱，和指数编制规则一毛钱关系也没有。坦率说，上证成分股十之八九都是垃圾。

朋友们只要“多看一二”，坚持“别瞅傻子，瞅地”，超越指数并不是什么难事

4.国务院提出要推动金融系统全年向企业合理让利 1.5 万亿。

这个事儿，怎么说呢？毫无疑问是银行业的利空，是这块“地”的盐碱化。

在利空程度上有分歧是正常的，但如果在利空利好的性质问题上还有讨论，基本上不是傻就是坏。

朋友们都知道，老唐写过一本关于银行的书。虽然它的豆瓣评分是老唐四本书里最低的，只有 8.4 分。

巴芒演义：可复制的价值投资：可复制的价值投资

9.4 (150人评价)

唐朝 / 中国经济出版社 / 2020-3 / 69.00元

手把手教你读财报：财报是用来排除企业的

8.7 (3038人评价)

唐朝 / 中国经济出版社 / 2015-1-1 / 49.00元

价值投资实战手册

9.0 (733人评价)

唐朝 / 中国经济出版社 / 2019-1 / 59.80

手把手教你读财报2：18节课看透银行业

8.4 (479人评价)

唐朝 / 中国经济出版社 / 2017-1-1 / 56

但我个人骄傲地认为，它仍然是投资者了解银行股的必读书籍。

它将拗口的专业术语“中翻中”成一看就懂的入门科普读物，且里面包含有老唐个人对于银行股价值的理解，是真正的“投资者写给投资者”的实战手册。

然而，老唐个人却在 2018 年将持有的招行和民生清空。很多朋友都问过我为什么？

部分原因我在 2018/10/29 日的《对卖出股票的思考》一文里写过。还有部分原因曾在留言里聊过，后来好像被猪八戒吃掉了

今天我尽量隐晦地再表述一次。本想做个惊喜彩蛋，放在赞赏后的自动回复里。

想想还是觉得有点打扰打赏的读者——不是每位打赏的朋友都对银行股的事儿感兴趣。算了，白送我做成自动回复，感兴趣的朋友自己向书房发送“x”提取阅读。

如果发送后没有收到对应回复，那就别问了。谢谢

除了“让利 1.5 万亿”的政策之外，本周关于银行业还有一条小新闻，很不起眼，但很罕见，也很重要。持有银行股的朋友们应该注意到：

新三板上市公司新疆喀什农商行，5 月 22 日股东大会表决通过分红方案：10 派 1 元现金。

6 月 18 日公司发布公告称“公司收到喀什银保监局电话通知，要求本行按照‘少分红、多留存’的原则，将股东大会通过的分红方案下调，修订为 10 派 0.8 元。”

什么含义，持有者自己分析。老唐无观点表达。

5.北京疫情。

过去九天，北京新增确诊病例 205 例。按照中国疾控中心流行病学首席专家吴尊友的观点，这次疫情有两大谜团待解：

第一是北京已经有 50 多天没有病例，所以这次复发，一定不是北京原发，是外边来的。

但病毒究竟是从哪儿来的，是通过人传播还是通过物传播，现在还是一个谜。

第二是通过在新发地市场的排查，在水产品周围的人感染率比较高，其次是牛羊肉。

大家都保重，我看这段时间尽量避免吃水产品和牛羊肉算了，反正也不是非吃不可

6.本周的读书笔记，我选中 3 份。

仍然先披露入选者，之后再找时间陆续推送文章，以避免作者们焦虑。

入选文章是：

- 通古今之变，成一家之言——公众号@掘阅斋
- 行走在慢慢变富的路上——豆瓣@没想好叫什么
- 巴芒演义时间线（图片版）——公众号@进击 2020

请这三位朋友留下收货地址——如果选择老唐的四本书签名套装做奖品

或

留下微信号——如果选择加老唐微信好友做奖品。

无论是否入选，输出本身已经是对自己的巨大帮助，是非常深入的学习过程。

我相信所有写过读书笔记的朋友，都会有这个感触。

借着这个激励，将双手放在键盘上，给自己一个成长的机会吧！

本周运动

本周游泳两次，单次一小时；

跑步两次，一次十公里，一次 4.5 公里（中途下雨返回）；

陪我家领导散步 4 次合计 34 公里。

体重 85.4kg，环比上周的 86.7kg，降 1.3kg（175cm）。

App 显示格式为平均体重，实际为单次称重。口径统一为周六起床、马桶打坐结束后数据

本周环比效果明显，除了常规运动之外，还因为本周戒了宵夜，同时三餐变两餐，午饭用水果替代。

下周预计交易

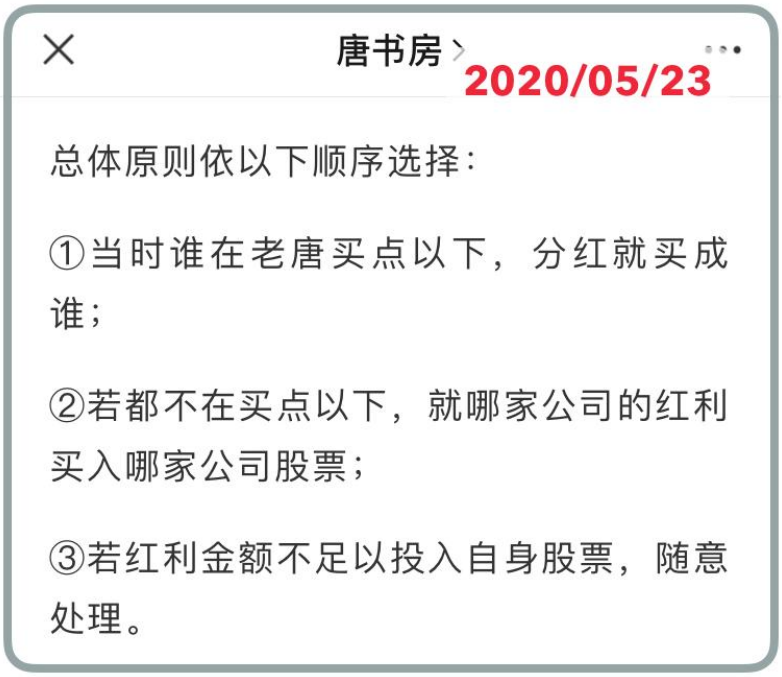
下周茅台和洋河分红，茅台每股分红 17.025 元，洋河每股分红 3 元。分红款都是 6 月 24 日（周三早上）到账。

今年六家公司现金分红总额，占此时（6 月 20 日）账户总市值的 1.24%。

其中三家白酒公司以 62%的持仓占比，提供了 80%的分红。尤其是洋河，以 13%的持仓占比，产出约 28%的现金分红，贡献巨大。

下周三到账茅台和洋河的分红现金，占今日总市值的 0.85%。

其预计使用方法，已经在上个月首家非控股子公司分红时表述过



原则无变化，具体交易会在下周的实盘周记里披露。

预回答：如果你要问：“已经超过买点了，怎么你还买”？

请向书房发送“有钱”提取旧文重读

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。

文中提及的任何个股，都有**腰斩**或翻倍的风险。请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记

祝朋友们周末愉快

另：下周四端午节，

提前祝朋友们端午安康，

小长假吃安逸、耍舒服、睡过瘾

第788篇.　　2020.06.27－第三十三回 盖可保险绝地逢生 伯克希尔如虎添翼

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-06-27

纸质版《巴芒演义》请点击：

当当下单 京东下单

音频版请到喜马拉雅搜索《巴芒演义》

自 1948 年格雷厄姆以 71.25 万美元买下盖可保险 50%的股份后，盖可保险就进入成长快车道。

到 1975 年之前，盖可保险市值最高超过 15 亿美元。这主要应归功于创始人古德温夫妇和第二任 CEO 洛里默·戴维森。

1970 年戴维森退休时，盖可保险已经是全美第五大汽车保险公司。

盖可保险陷入危机

然而，戴维森之后的管理层更关注企业规模排名，加上当时股市牛气冲天，公司降低保单价格并首次将蓝领工人和 21 岁以下驾驶员纳入投保范围，意图吸引更多资金用以投资。

这两个战略性转变，导致公司规模不断扩大的同时，也走向了亏损和崩溃的边缘。

保单定价错误、20 世纪 70 年代美国高达两位数的通货膨胀（高通胀使实际发生的修车费用和医疗费用比预计值高）以及 1973 年的大股灾，使盖可保险遭受双重打击，浮存金成本大幅提升的同时，投资收益大幅下滑。

1975 年公司承保亏损 1.9 亿美元，经投资收益弥补后年度净亏损依然高达 1.26 亿美元。

更恐怖的是，公司计提的准备金数量不足以应对保险索赔，全国多个州的保险委员会准备宣布盖可保险破产清算。

公司股价从前期高点 61 美元暴跌至 2 美元，市值跌落至约 5000 万美元，最大跌幅接近 97%。

已退出董事会但依然持有盖可股票的格雷厄姆，在面对采访时表示了极度震惊。

格雷厄姆说：

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，不知有多少大公司都无法承受一年 5000 万美元到 1 亿美元的损失。这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。

看到格老说“不寒而栗”“闻所未闻”，甚至用上了“损失那么多的资金，你也得是个天才”，基本能够确定格雷厄姆在盖可亏损和衰落前，没有从财务报表上发现蛛丝马迹。

不仅格雷厄姆没有提前发现盖可保险衰落的迹象，另一位以保险专家著称、一生只投保险股、创造投资界著名术语“戴维斯双击”、当时盖可保险最大的个人股东、盖可保险董事会成员、投资大师谢尔比·戴维斯（戴维斯父子同名，此处指老戴维斯）也没有提前看出衰落。

戴维斯是 1961 年买入盖可保险的。但此时，他的处理非常糟糕，他趁巴菲特买入导致股价从 2 美元反弹至 8 美元附近时清仓，倒在黎明前最黑暗的时刻。

除了格雷厄姆和戴维斯，盖可保险的股东里还有后来全球最大的保险巨头 AIG 董事会主席汉克·格林伯格、《证券分析》的合著者多德教授以及盖可保险的前任 CEO 洛里默·戴维森等知名人士。

这些人都没有提前发现盖可保险的衰落。这个事实或许足以提醒我们：保险业相对复杂，单纯从财报数据上很难分析其未来。

约翰·伯恩临危受命

盖可的股东们实在咽不下这口气，他们以欺诈罪起诉公司管理层。起诉结果不知，但在股东们的努力下，公司迎来了新 CEO 约翰·伯恩。

时年 43 岁的伯恩是旅行者保险公司的资深高管，刚刚因竞争旅行者保险 CEO 一职落败而辞职闲居。

盖可董事会临时主席大肆吹捧伯恩，说你如果接管盖可，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 月伯恩出任盖可保险 CEO。

伯恩是保险业的牛人。后来的盖可保险以及之后伯恩掌管的白山保险集团，都是伯克希尔王冠上最璀璨的明珠。

不仅伯恩本人是牛人，伯恩的俩儿子也是牛人。伯恩的儿子马克·伯恩创立了一个对冲基金“价值资本”，伯克希尔在 1998 年 7 月投资了 2.7 亿美元（后追加至 6.04 亿美元）。

价值资本寻找金融衍生品中的狭小套利空间，然后使用高额杠杆放大潜在盈利。这种风格的基金能获取伯克希尔的投资，用巴菲特的投资哲学完全解释不通。

在 2003 年股东大会上，有股东询问伯克希尔为何会投钱给价值资本，巴菲特给出的解释理由中居然有一条是，“我认识他父亲很久了，他父亲给我们赚了很多钱。我和芒格都很喜欢马克和他的兄弟帕特里克。我们信任他们”。

信任到什么程度呢？巴菲特是马克·伯恩的教父。顺带说一句，这笔投资 2006 年收回了，原因不详。

马克·伯恩的兄弟帕特里克·伯恩是美国电商巨头 Overstock 的创始人兼 CEO，精通汉语，翻译并出版了英文版的《道德经》，还是位职业拳击手。

2015 年，帕特里克创建了区块链公司 tZERO，2018 年下半年接受中国创投金沙江资本 2.7 亿美元的投资，是区块链行业有史以来规模最大的单笔投资。

巴菲特约见伯恩，密谈达成共识

巴菲特 1951 年后始终关注着盖可保险的发展。

面对 1976 年仅 2 美元的股价，巴菲特心动了。这份心动，除收益角度的考虑之外，或许也有验证和老师之间理念分歧的意思。

《巴菲特传》曾这样记录师徒二人关于投资理念的分歧：

大约是在盖可保险公司陷入困境时，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，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），而格雷厄姆认为这样的内容对于一般读者太过艰深了。

格雷厄姆建议个人投资股票的资产占个人总资产的比例上限为 75%。巴菲特则要激进得多，他认为只要价钱合适，他会将全部家当投资在股票上。

巴菲特执意坚持自己的观点，不惜因此而放弃合著者身份，只是让自己的名字出现在书的致谢部分。

有意思的是，没有什么比此时的盖可更能彰显二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。

老师说它缺乏安全性，弟子认为只要管理得当就是千载难逢的投资机会。谁对谁错？

投资究竟是只看财报数据，还是要关心管理者的人品和能力？

由谁来管理，能够如此彻底地影响一家公司的投资价值吗？巴菲特投下真金白银去验证了。

巴菲特找凯瑟琳帮忙，两次约伯恩见面。

伯恩正忙于四处奔波为盖可保险续命，且四处碰壁、屡遭打击。大约担任 CEO 三周后，伯恩就后悔了。

他说：“我被搞得焦头烂额，我开始思考自己是不是犯了一生中最大的错误。我的妻子多萝西依然在哈特福德，她不停地哭。”（指妻子不想搬家到盖可保险总部所在地，怕前景不妙又要搬）

面对新闻女王的邀约，焦头烂额的伯恩勉强答应了。勉强是因为伯恩从来没有听说过巴菲特，不想为一个无名之辈浪费宝贵的时间。

幸运的是，他最终和巴菲特在凯瑟琳家里坐下，长谈了好几个小时。按照伯恩的表述，是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，没有会谈纪要。但通过他们后来的行为，可以反推出他俩计划的让盖可保险起死回生必须采用的措施：

①规模服从利润。砍掉全部高成本保单，或提高这类保单的价格，将综合成本费用率重新拉回 100% 以下。

②寻找再保险同行分摊风险。

③迅速融资增加公司资本金。

④说服保险委员会，不要宣布盖可保险破产清算。

巴菲特介入，盖可渐露转机

措施①，伯恩已经在实施。

在和巴菲特会面之前，伯恩已经陆续砍掉了不少分支机构。两人会面后，伯恩继续加大关闭亏损机构和裁员的步伐。

在这期间，最广为人知的代表性事件，是伯恩在新泽西州申请提高保险费率，被州保险委员会主席拒绝。

伯恩当场把公司在当地的经营许可证拿出来，拍在主席桌子上咆哮，“还给你这该死的执照，我们不再是新泽西州的企业了”，然后立刻解雇了州内 2000 名员工，并通知州内 3 万承保客户另寻保险公司。

和伯恩分手后几小时，巴菲特马上在 2.125 美元的价位买进价值 50 万美元的盖可股票，并很快将投资总额追加到 411.6 万美元，合计买入 1294308 股，平均买入价 3.18 美元、

这不算内幕交易吗？老唐表示高度怀疑。

然后，巴菲特安排伯克希尔旗下保险部门对盖可提供再保险，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可，请沃乐科给点时间，不要逼盖可破产。

正是因为巴菲特的介入和承诺，原本已经拒绝为盖可保险融资的所罗门公司，转而答应帮助盖可募集资本。

之前，所罗门公司二把手古弗兰拒绝的理由很清晰，他对伯恩说，“我不知道谁脑子进水了，会买你们那些垃圾再保险合同”。

此时，“脑子进水”的巴菲特亲自到古弗兰办公室，说自己已经承诺买下那些“垃圾再保险合同”，并保证自己“愿意以比市价更高的价格，买下所有的盖可股票”。

对古弗兰来说，承销风险已消失，当然要改主意！

最终，所罗门帮助盖可从华尔街融资 7600 万美元，其中巴菲特认购了 1941.7 万美元。

也正是因为这次合作，古弗兰和巴菲特成为好友，为巴菲特 11 年后身陷所罗门泥潭埋下了伏笔。

巴菲特以一己之力，搞定了挽救盖可必需的四条措施中的三条：再保险、资本金和说服监管层。

随着伯克希尔提供再保险带来的信心和新增资本金到位，监管当局和其他再保险公司的信心自然也就重新燃起，盖可保险破产的风险消失了。

就在此时，伟大的本杰明·格雷厄姆与世长辞，享年 82 岁。他没能看到得意弟子的验证结果。

在巴菲特的大力支持下，伯恩展示了充沛的精力和惊人的管理才能。

他砍掉公司 40%的客户，卖掉公司的人寿保险业务，只保留了 7 个州及华盛顿特区的业务。盖可保险的经营状况迅速改善。

1979 年，巴菲特再次投入 475.5 万美元买入盖可股票。1980 年巴菲特追加 1885 万美元，持股总量达到 720 万股，约占公司总股本的 1/3。

这 720 万股累计投入 4713.8 万美元，平均买入成本约 6.55 美元。当年盖可公司净利润突破 6000 万美元。

1980 年底，盖可股价超过 14 美元，巴菲特所持 720 万股市值超过 1 亿美元。

期间，盖可保险不断回购公司股份，使巴菲特在没有新增投资的情况下，持股比例由 1/3 上升到约 51%。1989 年盖可净利润首次突破 2 亿美元，巴菲特持股市值突破 10 亿美元。

全面收购盖可保险

盖可保险部门和投资部门的经营业绩，让巴菲特垂涎不已。他开始计划收购剩余 49%的股份。

这令巴菲特垂涎的业绩，一方面来自盖可直销模式固有的低成本护城河，另一方面也依赖于伯恩为公

司选中和招揽的两名优秀管理人员。

巴菲特曾在完成收购的1995年致股东信里这样表述：

1995年，我们同意支付23亿美元的现金，收购盖可保险剩余的一半股权。这算是个天价！

好在，它不仅让我们可以百分百地拥有这家竞争优势一直存在且深具成长潜力的企业，

更重要的是我们将拥有盖可两位杰出的经理人：负责保险运营的托尼·奈斯里，负责投资业务的路易斯·辛普森。

托尼一生只服务过盖可保险一家公司。

1961年18岁的托尼进入盖可保险，从最底层做起。伯恩接任公司CEO时，托尼是盖可保险的中层业务骨干。

之后，托尼在喜欢提拔有闯劲的年轻人的伯恩手下，升迁顺利。

1980年升任副总裁，1985年高级副总裁，1987年执行副总裁，1989年升任公司总裁。

在伯恩手下，托尼学到很多。他后来评价说：

伯恩为盖可留下两项宝贵的遗产。首先，他将公司从濒临倒闭的边缘救回来，当时很少有人能做到这一点。

伯恩是个充满魅力、令人信服的人，任何溢美之词加到他身上都不为过。

另一项则是他在公司实施了全新的管理模式，其中很多保留至今。尽管几十年里发生很多变化，但伯恩教我们的管理模式精髓依然留在公司。

我们这些人都从伯恩那里学到很多，关于保险业、关于管理以及其他很多东西。我一直都很感激他。

1991年托尼担任公司联席CEO，负责公司保险业务运营。

1995年巴菲特收购盖可剩余股权时说：“52岁的托尼已经在盖可任职34年。他集智慧、精力、品格和专注力于一身，是我心中运营盖可保险业务的不二人选。如果我们足够幸运，托尼应该还能为我们再掌管保险部门34年以上。”

托尼担任联席CEO直到2018年（后期兼任公司董事长），他最主要的成就，是持续数十年给伯克希尔带来成本为负的资金。

巴菲特在2018年财报里说，盖可保险1996—2018年保险业经营利润是155亿美元。这意味着客户作为一个整体，将几百亿美元交给盖可用于投资，不仅利润全部归盖可所有，而且客户还额外缴纳了155亿美元的资金保管费。

天哪，他怎么做到的，太神奇了！

为此，巴菲特特意用一个单独章节感谢托尼，章节题目就叫“盖可保险和托尼”。

巴菲特先用五个自然段介绍了托尼在公司的经历，然后写道：

盖可保险现在是美国第二大汽车保险公司，承保收入比1995年增长了1200%。

自我们购买以来，承保利润总计为155亿美元(税前)，可用于投资的浮存金从25亿美元增长到221亿美元。

据我估计，托尼通过管理盖可保险，使伯克希尔公司的内在价值增加超过500亿美元。

更重要的是，他是所有管理者的榜样，他帮助4万名同事识别和发现他们自己没有意识到的自身潜能。

去年，托尼决定辞去CEO一职。6月30日，他将这一职位移交给长期搭档比尔·罗伯茨。

我熟知并观察比尔运营公司多年，知道这是托尼的又一个正确决定。

托尼仍然是董事长，并将在他的余生继续帮助盖可保险成长。他不会少干的。

伯克希尔所有股东都应该排队感谢托尼，我排第一个。

伯恩给盖可保险留下的第二个人才是路易斯·辛普森。

1995 年致股东信里巴菲特说：“辛普森的存在，可以确保如果查理和我万一有什么突发意外，能够有一位杰出的专业人士立刻接手我们的工作。”

2000 年巴菲特公开宣布，如果自己去世，大儿子接任伯克希尔董事会主席，而伯克希尔的投资业务由辛普森接管并负责。

辛普森是 1979 年伯恩招聘来的投资总监（巴菲特也面试了），跳槽到盖可保险之前，是一家投资公司下属资产管理部的总裁。

之所以跳槽，原因和巴菲特解散合伙基金很相似——希望找到足够长期的资金来实现他的投资理念。

辛普森的投资理念与巴菲特和芒格惊人地相似，在集中度上甚至比巴菲特更加激进。

1995 年，他掌控的 11 亿美元投资资产仅集中在 10 只股票上，看上去可能比巴菲特更偏向于芒格和费雪那边。

1979—2004 年 25 年间，辛普森的投资年化收益率是 20.3%，略低于巴菲特同期 22.7%的年化收益率。

不过，辛普森和巴菲特的业绩计算有个小区别：辛普森的投资和普通投资者一样，全部通过股市购买上市公司股票，投资收益率用市值波动衡量。

而同期巴菲特的投资，大部分是整体企业收购。这部分无市值波动，巴菲特用公司账面净资产增加值汇报收益率。

巴菲特很早就意图全资收购盖可保险，但一直拖到 1994 年 8 月 17 日才第一次向盖可董事会提出，主要原因是受限于监管规定。

美国证监会对伯克希尔旗下拥有大型保险业务的同时，收购另一家大型保险公司持有疑虑。

但是，当监管机构同意后，巴菲特和以托尼和辛普森为首的盖可董事会的谈判也持续了一年之久。收购协议直至 1995 年 8 月 25 日才达成。

双方的主要分歧有三：其一，巴菲特起初希望以伯克希尔股票交换盖可股票的形式完成收购，但由于伯克希尔股票单价太高，大部分盖可小股东连一股也换不了；

其二，伯克希尔自 1967 年后从未分过红，很多盖可股东对此有疑虑；

其三，如果用现金出价，巴菲特只愿支付 50 美元/股——1994 年底盖可收盘价为 49 美元（经历过一拆五），而盖可董事会的要价是 70 美元/股。

双方僵持了一年左右，最终巴菲特没能抵抗住盖可账面浮存金及托尼和辛普森两位大神的诱惑，同意按照 70 美元/股的价格，支付 23 亿美元现金收购剩余 49%的股份。

这台吸金利器兼高速印钞机，终于彻底落入伯克希尔的口袋。

这是一次相当成功的收购。毫不夸张地说，盖可保险负成本吸收浮存金的能力和辛普森具备的投资能力，使盖可成为巴菲特在福布斯排行榜登顶过程中最重要的助推器。

盖可保险的成功，增强了巴菲特在保险领域不断扩张的信心。

然而，世上没有永远不败的战神，很快，巴菲特收购的另一家保险公司，就差点给伯克希尔造成重大

损失。

第789篇.　　2020.06.27－第三十四回 乐观出价通用再保 遭受重创公开忏悔

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-06-27

纸质版《巴芒演义》请点击：

当当下单　京东下单

音频版请到喜马拉雅搜索《巴芒演义》

保险行业独有的特色

戴维斯家族在长期扎根保险业期间，观察到一个行业规律：小的保险公司生存能力很弱，稍不小心就会濒临死亡。

关于这规律背后的原因，戴维斯家族是这样表述的：

保险业始终困在一个无法解决的公共关系问题中。一个广为人知的保险公司品牌不一定值钱，其他行业很少有这种情况。

消费者可能偏爱可口可乐、舒洁面巾或是强鹿草坪机，但没有人会特别喜欢国家农业保险公司或是保德信保险公司提供的保险。

精明的顾客会挑出那些在信用评级机构眼中获得高分的保险公司，然后再从中找出保险最全面、价格最低廉的那家。

究竟是盖可保险、旅行家保险，或者大都会保险、公平保险，对于顾客来说都无所谓。

通常，他们所购买的就是保险经纪推销给他们的产品。他们对这些竞争者基本上一视同仁——一视同仁地怀疑和憎恶。

如果有什么不幸发生，比如死亡、病痛或受到伤害，他们就感觉钱花得值；

但如果风平浪静，他们就会抱怨购买保险糟蹋钱，保险公司滥要价。

任何意图提高保险价格的公司，总是落下贪得无厌和存心欺诈的恶名，而实际上它们的利润时有时无，经常在盈亏平衡点上挣扎。

在财产保险、意外伤害领域，连续的丰年过后往往是一连串的荒年。

巨大的灾难例如飓风、地震、洪水或其他类似的巨灾，造成的数以十亿计的索赔总额，使财务状况不佳，资本实力薄弱的保险公司破产倒闭。

财力雄厚的保险公司幸存下来，重新组合、提高保单价格，维持着并不稳定的繁荣，并很快又投入更加激烈的竞争循环中。

每一位保险业的幸存者背后，都有数十数百位同行倒下，他们死于各种原因：恐慌、萧条、过于乐观的承保、昂贵的开销、通胀影响的高昂赔付、不当的管理以及糟糕的运气。

就在盖可一路高歌时，巴菲特在伯克希尔年报里也一再提醒股东注意保险业的风险。

比如他在 1987 年年报里写道：

保险业被一系列不利的经济因素诅咒，长期来看前景黯淡，因为它面临大量竞争对手，极低的行业准入门槛和很难做出差异化的产品。

对于任何保险公司报告的盈利数字，你应该保持高度怀疑的态度（包括我们在内）。

过去十年的记录显示，即便是很多业内名声显赫的保险公司，它们当初报告给股东的盈利数据后来都被证明错得离谱。

最有良知的保险公司也无法准确预测长期保单的真实成本。但奇怪的是，会计师每年就是有办法给这些数字背书，出具无保留意见并表示这些数字是公允的。

我认为要想描述出财产保险公司的真相，会计师的意见应该这样写：

“我们依赖管理层提供的损失准备与损失费用调整后产生的财务报表。实际上，这些估计数字的细微变化会对公司利润和财务状况产生巨大的影响。

受限于损失计提等多项信息的先天不足，而我们却被要求必须出具意见，所以我们认为我们的意见是我们完全无法对这些数字的准确性表达看法……”

然而，“股神”也是人，在连续多年的高速增长之下，巴菲特在 1998 年 2 月底发出的致股东信里，一反常态地表达出一种亢奋状态。他写道：

真正令我们感到兴奋的是保险部门，盖可正处于爆炸性的成长阶段，而且这种爆炸性成长预计还将持续下去。

我们的资金成本是负的，只是持有这些资金我们就已经在赚钱了。

自从 1967 年我们进军保险业以来，我们控制的浮存金就以每年 21.7%的速度增加。

更棒的是，这些资金完全不用成本，事实上它们还付我们保管费。

可讽刺的是，就会计原则而言，它属于我们的负债。这些负债对于伯克希尔而言，其价值甚至远高于列在报表里的同等数额的股东权益。

盖可本年度的承保利润是 8.1%，这数字远高于一般同业水准，也远高于我们的预期。

我们除了盖可以外的其他保险部门，虽然规模较小，但经营效益同样令人激动。

这 5 家规模较小的保险子公司平均承保利润率为 15%，两位 Don、Rod、Brad 和 John 带领这 5 家公司为伯克希尔创造了可观的利润，而且我们预计未来还会更加可观。

巨资收购通用再保险

乐极生悲，这话在投资领域再合适不过了。没多久，巴菲特就谈成了一桩更大的收购，收购对象是美国最大的再保险公司——通用再保险。

再保险也叫分保，再保险公司就是保险公司的保险公司。

当保险公司接受了潜在赔付金额较大或风险比较集中的保单后，通常都会通过向再保险公司购买保险，将部分赔付责任转移。

分保模式一般有三种：①按比例分保。当赔付发生时，双方按照约定比例同步赔付。②超额分保。当保险公司赔偿超过某金额后，由再保险公司承接之后的赔付义务。③按比例分保和超额分保相结合。

巴菲特计划收购通用再保险时，伯克希尔旗下已经有再保险业务，是在国民赔偿保险内部发展起来的。

再保险业务的负责人是被巴菲特称为天才、和托尼一起作为伯克希尔运营 CEO 备选接班人的阿吉特·贾恩。

相比托尼，阿吉特有巨大的年龄优势，他比托尼小 8 岁，比巴菲特小 21 岁。

所以托尼 2018 年已经退休，阿吉特在 2018 年刚被任命为伯克希尔集团副董事长，全面负责集团保险

业务。

阿吉特是印度人，1978 年从哈佛商学院毕业后进入著名的麦肯锡公司工作。

他在麦肯锡的老上司迈克尔·高柏 1982 年跳槽伯克希尔负责再保险部门，阿吉特于 1986 年接受高柏的邀约加入伯克希尔。

阿吉特回忆说："刚加入伯克希尔的时候，我甚至连保险和再保险两个单词怎么写都不知道。幸运的是，当时正是保险行业发展的黄金时期，根本不需要精通业务，只要知道一些基本数字就够了。"

当时伯克希尔介入再保险领域，最大的优势是资本。

阿吉特说："当时再保险行业的资金缺口非常大，行业需要大量的资本，沉得住气的资本，能够承担风险的资本。而伯克希尔是少数拥有大量资本的实体之一，所以整天都有处理不完的交易和电话。"

阿吉特很快就在行业里展示出惊人的天赋。6 个月后，阿吉特就被要求负责伯克希尔全部再保险业务，并直接向巴菲特汇报——高柏担任伯克希尔保险集团首席运营官直到 1993 年。

由于再保险主要从事被巴菲特称为"霹雳猫"（Super cat insurance）的巨灾保险，所以需要的人手不多。

1997 年，阿吉特管理的再保险业务部门仅有 14 名员工，却创造了 3.69 亿美元的税前利润，占整个伯克希尔营业利润的 13%。

或许正是阿吉特领导的再保险部门惊人的收益，触发巴菲特将目光投向了通用再保。

1998 年 6 月 19 日，伯克希尔宣布通过出让伯克希尔 18%的股权，整体收购通用再保——增发 272200 股伯克希尔 A 股，约等于伯克希尔原股本的 22%，用以交换通用再保全部股权。22÷122×100%=18%。

以当天伯克希尔股价 80900 美元折算，收购总价约 220 亿美元。

为何选中通用再保险？

通用再保险 1997 年保费收入 83 亿美元，净利润 9.36 亿美元，巴菲特出价相当于 23.5 倍市盈率。

收购之前的 11 年，通用再保的北美地区财险综合成本费率均值是 100.6%，也就是说经营支出和赔付加总，是收到的保费收入的 100.6%。其他地区及其他业务的综合成本费率稍高，平均值为 103%。

1997 年，通用再保的保险部门承保亏损为 0.33 亿美元，这相当于通用再保的融资成本。

公司的利润来源于投资收益。公司持有的投资组合价值 246 亿美元（其中浮存金约 150 亿美元），税后投资收益 9.69 亿美元。

这个税后的投资收益率其实很低，仅为 3.94%，但因为融资成本仅 0.33 亿美元，所以有了 9.36 亿美元净利润。

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 不到 12%。收入和净利润增长也不算出色，过去 10 年，保费收入年化增长率 10.2%，净利润年化增长率 6.6%。

就这样一组数据，一贯谨慎的巴菲特怎么会给出 23.5 倍市盈率的收购价呢？

回顾 1967 年巴菲特收购国民赔偿保险公司时的出价：

国民赔偿保险当年保费收入是 1680 万美元，净利润 160 万美元，拥有 3190 万美元投资组合。

巴菲特估值 600 万美元，卖家要价 860 万美元。最终成交价 860 万美元，折合 5.4 倍市盈率。

通用再保的收入和利润大体为国民赔偿的 500 多倍，浮存金数量为 700 多倍，成交价却是 2500 多倍。

对于收购通用再保险的理由，以巴菲特在 1998 年年报里阐述的意思，主要是四点：

①通用再保很优秀，这个品牌在业界代表着品质、正直和专业。在 CEO 隆·弗格森的带领下，这个招牌必然会更加响亮。

②被伯克希尔全资收购后，通用再保不用再去考虑利润波动对债信评级或股价的影响，不需要再为平滑利润而放弃某些业务。

③通用再保的渠道、技术与管理，和伯克希尔拥有的财务优势可以形成互补。

④通用再保的投资业务是弱项。收购完成后，通用再保高达 150 名员工的投资部门将解散，巴菲特本人将接管投资业务。

其中没有直说的意思就是，可以预计通用再保的投资收益将大大提升。

这个出价和表态，展示了巴菲特对通用再保的信心和对收购的乐观。

然而，就在巴菲特公开发表“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，市场连续给了他几记响亮的耳光。

巴菲特看错了

1998 年和 1999 年，全球连续发生多起重大灾难事故，让通用再保支付了巨额赔付。

不仅如此，通用再保 1999 年为 5 部好莱坞电影提供的保险全军覆没，直接导致损失 1 亿美元。

更搞笑的是，通用再保被一家骗子公司直接骗走了 2.75 亿美元……这一切，让投资者对巴菲特对通用再保的判断产生了严重的怀疑。

这些损失拖累了伯克希尔 1999 年的表现。在当年指数上涨 21%的情况下，巴菲特创下有史以来最低的年度投资回报率——0.5%，伯克希尔股票价格下跌 20%。

2000 年 3 月 1 日发出的致股东信里，巴菲特给自己 1999 年的表现打分为 D（不及格），他用“特别惨”（exceptionally poor）形容通用再保公司的经营情况。

他写道：“1999 年，通用再保的承保绩效特别惨。”当年通用再保收到的每 1 美元保费，平均产生了 1.25 美元的赔偿。

这个糟糕状况甚至拖累伯克希尔股价腰斩，各大报刊和网络论坛将巴菲特骂得狗血淋头。

著名的《福布斯》杂志幸灾乐祸地发表言论：“沃伦·巴菲特 1998 年收购通用再保时，可能根本没有预料到所面临的……风险。”

或许是巧合，或许是压力，巴菲特于 2000 年 4 月住院了。他后来回忆这段经历说：“我当时浑身插满管子——我讨厌那样。”

到 2001 年 2 月巴菲特可能感觉有转机了。

他在致股东信里写道：“通用再保险公司的形势已经开始出现明显好转。隆·弗格森和琼·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。”

这里巴菲特公开夸 CEO 隆·弗格森，但早在 8 个月前，曾经被巴菲特夸成“品质、正直和专业的代表”的弗格森，已经“被退休”。

这位前 CEO 在 2001 年 3 月 25 日的《商业周刊》上发表了一封公开信。里面有这样两段话：

通用再保在伯克希尔麾下运行的前三年，业务一直萎靡不振，我应该为此承担完全的责任，对此我不准备否认或者辩解。

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，说他已经对通用再保公司和我完全失去了信心。我并不同意这个说法，而且事实也不完全是这样。

两人谁对谁错，我们不去管它，但至少我们知道巴菲特买进通用再保后，曾公开宣称过“非常失望，对公司和CEO完全失去信心”。

事情还没完。

2001年发生了一件惊天地泣鬼神、闻者伤心见者流泪的大事——震惊世界的“9·11”恐怖袭击。

不可思议的是，就在2001年5月，巴菲特特意向通用再保公司强调，要缩减恐怖主义风险集中的大厦和客户。

更加不可思议的是，巴菲特为了阐述这种风险的危害程度，特地用一栋大楼的数据来阐述遭遇恐怖袭击能造成多大损失。他举例用的楼就是9月11日被撞毁的世贸中心。

当年三季报，巴菲特估计“9·11”给通用再保造成大约17亿美元的损失。

这该死的通用再保，巴菲特忍无可忍，他破天荒地在公司网站发帖严厉批评通用再保。

巴菲特旗下任何公司，历史上从未损失过这么多钱，甚至连这笔钱的零头都没产生过。

2001年度致股东信里，巴菲特沉痛地写道：

“9·11”恐怖袭击让我们的浮存金成本飙升至12.8%，这是自1984年以来的最惨记录。

2001年我们栽了个大跟斗，主要原因是通用再保产生了大幅亏损。

过去我一再保证，通用再保的承保一向相当有原则，事实证明我看错了。

虽然管理层的出发点是好的，但公司还是违反了前面我提到的三项原则，并为此付出极大的代价。

……虽然听起来可能过度乐观了，但我还是要向大家保证通用再保的承保纪律正在恢复。

可惜一年后巴菲特不得不再次向股东认错。

2002年的致股东信里他继续写道：

事实证明我的看法大错特错，通用再保的文化以及作风在近年来已彻底变质。管理当局包含我本人在内却不自知。这家公司的业务很明显地定价不当。

此外，通用再保更是不知不觉地累积了致命的风险。例如……事实上，我们可以说如果不是今天有伯克希尔做后盾，“9·11”事件的损失就足以危及通用再保的生存。“9·11”事件的发生，严重暴露了通用再保的经营缺陷，这是我早该注意却偏偏没有注意到的。

2001年底，通用再保试图将以前年度计提不足的损失准备补足，但事后证明补得远远不够，这使通用再保必须在2002年再补提13.1亿美元的损失，以修正以前年度所发生的估计错误。

当我面对这些后来才被我发现的疏忽时，我突然想起一句相当贴切的歌词:“我真的希望我现在依然不知道我当初不知道的事情。”

（备注：这句歌词引自Wish I didn't Know Now，意思是说他因为知道了当初的疏忽，而感觉无地自容）

我可以向各位保证，未来我们的首要目标就是避免损失准备计提不足……我们将努力让通用再保按照伯克希尔的规则做事。

总的来说，我相信现在已经可以排除通用再保倒闭的风险，它已准备好开始为伯克希尔贡献大量无成本的浮存金了。

通过上述忏悔和反省，我们很明显能够知道，这笔投资其实就是巴菲特看错了，后来确实起死回生了，但那并不是投资之初的规划。

那么，智者巴菲特究竟是怎么做出这个错误的收购决策的呢？

第790篇.　　2020.06.27－通古今之变，成一家之言——by@掘阅斋

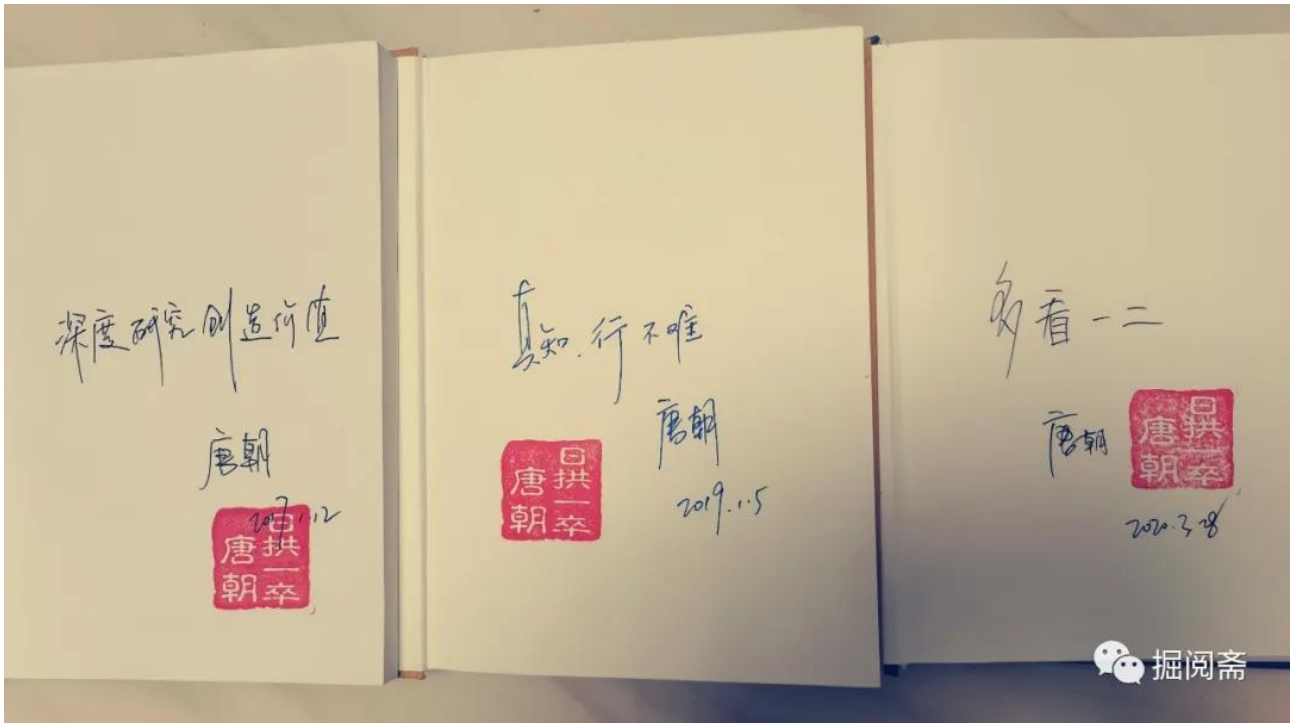
唐书房　2020-06-27

以下文章来源于掘阅斋　，作者蜉蝣

掘阅斋

矢志财务自由目标、践行价值投资大道。坚持阅读、坚持写作~

《巴芒演义》上承十九世纪，下启二十一世纪，纵贯三百年，钩连上百杰，乃投资史类的顶级著作，地位相当于《史记》，历久越发弥新。



《巴芒演义》上承十九世纪，下启二十一世纪，纵贯三百年，钩连上百杰，乃投资史类的顶级著作，地位相当于《史记》，历久越发弥新。

在我心中，《演义》却尤胜《史记》。《史记》乃司马迁遭受宫刑孤愤而作，《演义》却是老唐在笑谈中道尽古今，前者深沉厚重，后者诙谐渊博。

《演义》于我的两重价值

（一）明辨价值投资各派，坚定质朴巴式投资

老唐是个细节控，全书狠抓细节，活灵活现展示了主角巴菲特打怪升级之路，也巧妙风趣穿插了价值

投资名门的辉煌往事。

感兴趣的朋友，一定要随着老唐的思路反复细品，才能品出真味。此处，先略去不表。

格雷厄姆通过投资实践及著述授课，完成了他作为价值投资门派祖师爷的实践和理论双丰收。

他原创性地提出投资涵义、股票即所有权、市场先生、安全边际，以及定量估值的方法，宛如盘古劈开混沌，万物得以滋养。

当然，相同的时空维度，还有闲云野鹤般的大神凯恩斯也独立发展并实践了价值投资门派的学说。

在价值投资门派，有三个后辈耀耀生辉：

1、沃尔特·施洛斯：格老掌门弟子。天资驽钝，内敛沉稳，恪守师命，毅力非凡。

他一辈子在布朗公司拥挤的办公室工作，而且只服务数量有限的客户，数十年如一日专注交易低估的烟蒂股，分散买入—耐心待涨—卖出获利—分散买入—耐心待涨-卖出获利……

任凭世事沧桑变幻，管它股市波诡云谲，47 年来，他自一招应之！

施洛斯是最原教旨的格式投资者，但并非完全复刻师傅，在仓位管理上，他认为“和持币等待相比，我觉得满仓投资更加踏实”。

2、约翰·博格：凯老私淑弟子。

格雷厄姆有个宏大使命，毕生致力于普及价值投资，意图通过构建简单易行的投资程式，让每个普通人都能投资成功，获取满意的回报。

他的弟子虽然人才辈出，但无一实现师傅夙愿，而是由凯老弟子博格完成。

博格在大学时，就研究美国股市的回报到底来源于哪？他承继师傅的分析框架，从实业和投机两个角度详细论证，终于发现吃惊的结论：

标普 500 指数 110 年内实现 9.1%的年化投资回报率，其中 8.8%来源于实业，0.3%来源于投机。

在此研究基础上，博格发展出更加注重实业回报的低成本指数基金，并迅速席卷全球，他因此被世人尊称“指数基金教父”。

3、沃伦·巴菲特：格老首席弟子。

天赋异禀，外向开朗，专注赚钱，长袖善舞。

巴菲特从 6 岁开始，就尝试各种手段赚钱，销售可乐、花生、口香糖、爆米花，回收废书报、旧高尔夫球，取送报纸，编售马经，出租游戏机，炒股投机……

直到他偶然阅读《聪明的投资者》，迅速被这确定性的股票投资赚钱大道痴迷，如愿以偿求学求职于格老门下。

在格老退休后，巴菲特也循着师傅轨迹代客理财，捡过很长一段时间的烟蒂，并控股改造烟蒂公司。

但在芒格、费雪的启发下，逐步由猿进化成人，将他捡到的最大烟蒂——伯克希尔哈撒韦成功转型发展为全球大型的多元投资控股公司。

价值投资门派由巴菲特发扬光大，其成就堪称格老首席弟子，甚至青出于蓝而胜于蓝，通过年复一年的致股东信，发展出有别于其师的巴氏投资。

老唐从投资理念的角度，以收购喜诗糖果为分界，将巴菲特的投资分为两个阶段：

其一，烟蒂股投资阶段 1957-1971 年，15 年 41 倍，典型代表为桑伯恩、邓普斯特、伯克希尔等，年化收益 28.1%；

其二，陪伴优质企业成长阶段，但这个阶段比较复杂，受限于巨额资金和公开披露规则，以 2000 年为界，划分为上半场 1972-1999 年，28 年 654 倍，典型案例如可口可乐、华盛顿邮报、大都会等，年化收益 26.1%，2000 年至今则是下半场，收益乏善可陈。

由此，真正值得我们学习，也是最原汁原味巴菲特投资理念和实践的是第二阶段的上半场，即 1972-1999 年，质朴纯粹。

《演义》第四十二章是我心目中最核心的章节，反复阅读 7-8 次，未来依然会无数次翻阅。

在不到七页纸的空间里，老唐把巴氏投资精髓讲得深入浅出透彻澄亮，我彻底臣服完全认同，搬运如下：

核心基底：“股票不是一个交易筹码，它是所有权的凭证。”

投资模式：规避市场波动，坚定陪伴优质企业成长。

估值本质：“永远比较，永远选择，永远让财富以收益率更高的资产形态存在。”

留存再投：投资那些不依赖于新增额外资本，却能不断留存盈利再投资或者贡献红利给股东的企业。

宏观预测：凯恩斯放弃宏观预测投机，巴菲特认为宏观预测是废纸，芒格没有通过宏观预测赚过钱。

市场波动：“对投资者有用的是市场先生的口袋，而不是脑袋。”

组合投资：“投资者要做的、也可以做到的，是通过持续学习和研究，努力让自己的判断正确率高于 50%，让组合和复利规律，在超过 50%正确的前提下释放更大威力。不断重复，从成功走向更大成功。”

投资真谛：别瞅傻子，瞅地。

（二）尽信书不如无书，老巴小技被揭穿

《演义》虽然以巴菲特为主角，但并没有为了主角光环，而无限塑造股神的伟光正形象，而是客观生动记录和剖析了股神的小九九，让人忍俊不禁，这正是《演义》有别于其他投资史书籍的关键所在。

1、打探内幕消息获利：

格雷厄姆有很强的社会正义感和投资道德洁癖，他坚决反对投资者与公司管理层私下接触，主张公开获取信息，否则就是欺诈，对其他投资者不公平；

这一点在施洛斯身上得以继承，他同样只依靠公开信息做出投资决策，而且还一辈子不投资烟草股票。

但巴菲特显然有违师门祖训，帮格雷厄姆打工期间，他利用业余时间，悄悄摸摸跑到联合电车公司，与管理层进行私密友好的沟通，打探到公司将进行特别分红，一阵狂喜，付诸行动，利用自有资金尽最大可能买入联合电车公司股票，短短几周获利一倍，单笔生意所赚金额创造了家族记录。

2、冲动吞下最大烟蒂：

巴菲特买入伯克希尔哈撒韦成本价不到 8 美元/股，而且时任总裁西伯里·斯坦顿答应以 11.5 美元/股回购，巴菲特合伙公司投资获利超过 50%，本来这是笔很好的烟蒂股投资。

但斯坦顿临时失信，将收购价格擅自改为 11.35 美元/股， 换成一般人，获利都超过 50%，也不在乎这 1-2%的差价，可能就全部卖给斯坦顿，可巴菲特坚决说 NO！

老巴冲冠一怒为烟蒂，为了总额 1.5 万美元的差价，持续利用合伙公司 25%的资金（1028 万美元）大举买入伯克希尔，并成功控股公司，赶走斯坦顿和他儿子，出了口恶气。

但悲剧也由此酿成，以至于老巴晚年仍然后悔不已：“我最愚蠢的一笔交易，就是买下了伯克希尔哈撒韦。”

并且公开估算，因为这笔愚蠢交易造成 2000 多亿美元损失。

3、言而无信报纸涨价：

巴菲特收购布法罗晚报后，违背两大报纸长达 60 年的君子协定，积极低价倾销周日版，但也因此惹上了麻烦的官司。

晚报带着镣铐发行周日版，即便芒格和利普斯拼尽全力，依然没法扭转每年上百万美元的巨额亏损。

晚报和信报，就这么比拼实力干耗了五年，背靠大金主的晚报活下来了。

老巴立刻将布法罗晚报更名为布法罗新闻报，每周七天同时发行日报和晚报，实现完全垄断，并且不惜公然违背自己百般辩解才勉强树立的人设，大幅度提高广告价格，一举将历年亏损全部赚回。

4、曲线减持收购再保：

巴菲特不愧是资本运作高手，通过老唐抽丝剥茧的描述，令我叹为观止。

老巴增发 22%的伯克希尔股票，换购通用再保 100%股份，然后立刻抛售再保持有的股票并全部换成债券，此举相当于变相在高位减持 22%的伯克希尔股票，仅仅付出 9.35 亿美元的税收，涉嫌偷税漏税。

说起偷税漏税，自从见识到杰伊·普利兹克在可可豆投资中的神操作后，老巴就一直默默模仿，最近一次是 2013 年巧妙设计退出华盛顿邮报/格雷厄姆控股公司。

言归正传，老巴心怀鬼胎，涉及公司 1/5 资产的投资，居然没找副董事长芒格商量，而且在召开董事会议时，做了个芒格纸人放到会议室，录音播放“我没什么补充的”，这就当成芒格的表态了，真是滑稽至极。

为了处理通用再保这颗大毒瘤，伯克希尔花了近十年时间，持续亏损了 70-80 多亿美元，才实现毒素出清。

书中此类案例甚多，仅枚举以上几例，勉励自己：尽信书不如无书，一定要形成自己的独立思考。

老唐于我的三重价值

（一）价值投资的引路人

如大部分散户进入股市的节奏，我是 2015 年大牛市如火如荼的三四月，由投机公募基金到开户投机股票，所幸当时因为买房买车搞装修忙结婚，投入本金并不大，总共才 2 万多元。

尤记得当时创业板、中小板股票如日中天，作为新股民还买不了创业板，但通过汇添富互联网这只当时神奇的公募基金每天持续赚钱。

当时上雪球，目的是为了关注市场热点消息，有一位大 V 是追逐题材的高手，在股票账户，跟随他抄作业赚了些小钱。

然而，股灾来了，虽然投入本金不大，但亏损的幅度不小，印象中达到 50%。

痛定思痛，我反思可能是因为自己学艺未精，于是把这位大 V 所有文章全部仔细研究了一遍，里面有一篇文章转变了我投资命运，那是篇点评和推荐雪球投资大咖的文章，老唐赫然在列。

我把他推荐的所有大咖都加了关注，投资的世界因此变得丰富多彩。

那时，看到每个大咖都会推荐《聪明的投资者》，我就懵懵懂懂开始阅读，开篇就让我惊讶，原来我一直在投机，而且是没有任何分析，听个消息就开始投机；

原来股票还有市盈率、市净率、股息率等这些估值方法，投资股票要有安全边际；原来市场先生是可

以被利用的，而不是被他牵着鼻子走……

纸上得来终觉浅，绝知此事要躬行。看完《聪明的投资者》只是对价值投资有个朦胧的印象，帮我揭开这层朦胧面纱的，正是中翻中之王——老唐。

通过 2-3 个月的关注，话痨的老唐成功占领了我的心智，开始认真思考股票投资，并将投资本金加大到 10 万，照抄老唐作业。

印象中老唐 2015 年下半年持仓，茅台占比 40%、银行（招商+民生）占比 40%，两投及其他占比 20%。

贵州茅台单价太高，我当时迷信分批建仓，因为全部资金只能买 300-400 股就没抄，这可真是损失巨大；

恰好我也使用了五六年的招商信用卡，好感度比较高，银行仓位没完全照抄，而是买入 3 成半招商银行（2000 股）；还抄了约 2 成的川投能源（2000 股）；

我在大学时看过董明珠两本传记，也时常留意她的“雷人”言行，比较佩服她，当时她在不停增持股票，就跟着她买入 3 成半格力电器（也是 2000 股）；另外 1 成仓位是现金。

我就这么阴差阳错构建了自己的投资组合，照虎画猫学着老唐做长期投资，现在想想真是后怕，万一当时没选中老唐的作业，而是抄了康得新、康美药业、东阿阿胶等貌似价值股的股票仓位，那几年后将会出现怎样的惨剧？

老唐非常高产，我也甘之如饴。随着抄作业赚到钱，我也给自己立了个规则：老唐的每篇文章，至少研读两遍。

往后的日子，都有老唐相伴，每逢股市暴跌，总是能享用老唐熬出浓浓鸡汤。

很多暴跌后的投资鸡汤，我印象不深了，但对于分析泸州老窖上市以来分红送股变态级回报的文章，我应该读了几十遍。

后来开设唐书房，这篇文章被梳理成《散打投资 13：普通案例中的大道》和《散打投资 14：熊市的变态级汇报》。

直到如今，虽然我的投资体系陆续建立，心态已然平和，但每逢暴跌引起情绪波动，必会阅读散打 13 和散打 14 这两篇最最珍视的文章。

老唐引导我进入价值投资，并且以唐书房这个强大载体，以 4 本畅销书（除了手财 1，另外 3 本都第一时间抢到签名版）来持续影响我的投资之路，对老唐的感谢已经词穷句乏，所有谢意大概恰似滚滚长江水吧。

（二）价值投资者的生活方式

1、生活决策

老唐有血有肉，给我们展示的是价值投资者的生活方式，亦不是严苛的价值投资者的生活方式，在我看来，更近乎查理·芒格。

老唐出生贫寒，以中专生身份起步（当时的中专生包分配，也很厉害了），炒期货、创业、投资房产、投资股票、畅销书作家，每一步都没有白费，每一步都认真总结，一步步走出了持续上涨的慢牛，嫂子小琴的投资回报至少在万倍以上，年化收益非常变态惊人。

曾经咨询过老唐关于全职投资者社保及养老金是否缴纳，老唐的态度是：自己的养老问题自己解决，不占国家便宜，不给国家添麻烦。

正是基于对投资和复利的深刻认识，老唐早早就洞见遥远的未来，这让我抵制住家里领导关于购买重疾保险的狂轰滥炸，源源不断把每分自由现金流都投入到股市；

未来有幸全职投资，我也必将高举老唐的旗帜，贯彻老唐的做法，不给老龄化日益严重的国家添麻烦。

老唐还回复过 20 多年来最遗憾的事情，大概就是没多生一个小孩。如今，普遍认为小孩是“吞金巨兽”，坚持只要一个小孩，或者不要小孩，大部分人都是着眼于短期利益，计较短期得失，回避生儿育女的压力。

但以长期视角看待这问题，父母老了，孩子大了，全家共享天伦之乐，如芒格一大家子同框合照，那是多么幸福的场景；在中国的世俗社会，孩子们之间还可以互诉衷肠、互相帮衬、共谋事业，这也是多么美好的事儿。

至于老唐不愿意被提及的梗，那更是真实的生活写照，10 手茅台如果能换来 1 辆舒适的 Q5，有何不可？诚如老唐所言，如果不换，他还开着 20 多万里程的老君越呢。

工作赚钱、资产投资都仅仅只是生活的手段，而非生活的目的，以长期视角看待问题，我愿意牺牲短期利益，勇敢接纳第二个“吞金巨兽”，也会利用投资赚到的金钱小幅度进行消费升级。

2、生活状态

阅读，对于个人的成长，大概是性价比最高的投资。

深受老唐影响，我也养成了持续阅读的习惯，每天总要翻阅几页书，才不觉得日子白过。

可能因为输入太少，不敢轻易输出，读了很多，却写的很少，为了提升阅读的效率，享受阅读的复利，未来要求自己必须要加强思考和写作。

跑步，亦是从老唐这汲取的养分，这项孤独的运动给投资带来的好处太多，几乎与投资共通。

当一个跑者奔跑在广袤无垠的田野上，眼里只有前方金灿灿的麦穗，和煦的微风吹拂他的面庞，欢快的小鸟婉转啼鸣……大概也是价值投资者所能感同身受的境界。

伉俪，自从老唐首次公开叙述夫妻自驾游，家里领导就成为你们的小迷妹，整天拿着复利终值系数表盘算何时能达到你们的生活状态。

老唐率先垂范，证明了价值投资确实可以带来财务自由，自由的人生可以延展出丰富多彩的画卷，阅读、煲剧、健身、旅行、公益等构建的生活在前方向我和领导召唤，期待未来十年能达到。

教育，尤记得老唐的雪球头像是儿子涂鸦的超人，老唐《致即将踏入大学校园的儿子》情真意切，满满都是父爱，涵盖了学习、生活、交友、性格、商务实践等，每一句都给当时还没结婚的我启迪。

在 2017 年成为父亲后，惭愧并没有做到言传身教，在未来，时刻警醒自己：要想收获理想的儿子，首先自己得成为优秀的老爸！

3、人生心态

不知是幸运，还是老唐有超强记忆，我的三本签名书，居然没有重复的签名。

老唐的四条格言，也代表了老唐的心态，格言都很浅显易懂，不需要做过多解释，希望自己能躬身实践：

①日拱一卒、不期而至；②多看一二；③真知，行不难；④财富是思考的副产品。

（三）价值投资者的人生意义

圣人三不朽，立德、立功和立言。在我心目中，随着时间的推移，老唐的价值会更加突显。

立德，老唐自皈依价值投资门派以来，其言、其行并未有任何投机行为，而是知行合一，始终坐稳太师椅，淡看股市波动涨跌；

而且更难能可贵的是老唐如巴菲特一般，数年如一日慷慨搭建投资讲坛，不厌其烦教诲芸芸散户，启发和引导数以百万计的小散户走向可持续盈利的价值投资大道。

能做到以上两点的，放眼全国，又有几人？

立功，老唐以公开方式向我们展示了原教旨价值投资者的投资历程，每天满仓持股，交易及时披露，6 年 5 倍，年化 29%。

期间，股灾、熔断、贸易战、新冠疫情…全部都肉身经历，从没有成功逃过顶，也没有成功抄过底。

一年三倍者众，三年一倍者寡，在过去 6 年，能与老唐媲美的公开业绩何在？

立言，《手财 1》《手财 2》《实战手册》《巴芒演义》，老唐出品，必属精品，不仅仅令专业人士爱不释手，非专业人士也受益匪浅。，每本书都是现象级的销量，常年霸占书籍排行榜单。

唐书房，更是不知不觉数百篇，不仅文章精彩，留言互动亦是多有裨益，几乎每天都有人在翻读旧文和留言。

能将原创投资书籍卖出老唐销量，能有每篇文章 3-5 万深度读者的投资者，全国又有何人？

日本海军战神东乡平八郎以弱克强，全歼不可一世的俄罗斯太平洋舰队和波罗的海舰队，在庆功宴上，面对如潮水般的赞誉之声，默默出示腰牌：“一生俯首拜阳明”。

在老唐的熏陶下，价值投资已深入我心，但自知仅仅一小蜉蝣，惟愿对自己、家人和社会做点力所能及的小事，如若有机会示众心中腰牌，我亦默默亮出“一生俯首拜老唐”。

第791篇.　　2020.06.27 - 巴芒演义时间线（图片版）--by@好奇心小池

唐书房　2020-06-27

以下文章来源于进击 2020　，作者好奇心小池

进击 2020

阅读带来思考，思考带来价值。

昨天推送了巴芒演义时间线的纯表格版本，发现由于手机屏幕太小字体稍大的话文字会错行，阅读体验不是很好（手机横屏会好一些）。

今天试着把这个导出来用图片格式重新发一次，这下看起来就好多了。

由于没有买软件会员，转换过来有个水印，但完全不影响阅读。

还有就是这个原表的 excle 和 pdf 我传到网盘了，需要的可在对话框回复“巴芒演义”获取链接。

做这个表的初心是在读书过程中，看到书中讲某年某月某人某事，我习惯性算一算主人公当时是多少岁，开始就想简单记录一下，然后发现表越做越大。

再然后我就下了点功夫认真弄了一下，就有了这个 14 页 excle，完了回过头翻看，发现还有点价值，于是拿出来分享。

老唐的这本书是以人物加时间为主线，而这个表完全按照时间的先后顺序人物依次登场，你会发现书

中不同章节的事件有一些是发生在同一时间，于是就相遇在同一行表格中，放在一起阅读竟然能感受到一点新的思考。

相信这个时间线搭配当当网那张思维导图，能够帮你更加潇洒地在严肃的历史中穿行　　。

表中没有包含书中全部人物，只有部分我认为相对重要且可以追溯出生日期的。

为了简便并和书中人物年龄统一，年龄计算方法为：当年出生不考虑几月份直接计为 0 岁，第二年计 1 岁，依次类推。

巴芒演义时间线

时间	重要事件	相关人物年龄
1883年	约翰·梅纳德·凯恩斯出生。	凯恩斯0岁
1894年	格雷厄姆出生。	格雷厄姆0岁
1902年	洛里默·戴维森出生。 凯恩斯考入剑桥大学。	凯恩斯19岁 戴维森0岁
1906年	凯恩斯毕业参加公务员考试以第二名的成绩成为大英帝国印度事务部职员。	凯恩斯23岁
1907年	格雷厄姆母亲开设股票账户，帮妈妈从报纸上查看涨跌幅，是其第一次接触股票。入市不久遭遇的大跌，股市在大约22个月的时间里腰斩。 菲利普·费雪出生。	格雷厄姆13岁 费雪0岁
1908年	凯恩斯获得剑桥大学讲师职位。	凯恩斯25岁
1909年	凯恩斯因发表的《概率论》晋升剑桥大学国王学院院士。 股市收复失地，但由于杠杆原因格雷厄姆母亲的股票账户已经亏光。	凯恩斯26岁 格雷厄姆15岁
1911年	格雷厄姆进入哥伦比亚大学求学。	格雷厄姆17岁
1913年	凯恩斯出版了他第一部经济学巨著《印度的通货与金融》。	凯恩斯30岁
1914年	格雷厄姆大学毕业，进入华尔街工作。 凯恩斯开始小金额试探性投资（投机），7月28日第一次世界大战爆发，欧洲金融系统瘫痪，8月2日凯恩斯受财政部委托参与政府对金融系统的拯救。	凯恩斯31岁 格雷厄姆20岁
1915年	拯救金融系统凯恩斯表现出色，1月凯恩斯成为大英财政部官员。	凯恩斯32岁
1916年	沃尔特·施洛斯出生。	施洛斯0岁
1917年	2月凯恩斯被任命为财政部负责外汇管制和对美借款机构的领导，直接向首相和财政大臣汇报。 9月格雷厄姆在《华尔街杂志》发表处女作《债券价格中的怪现象》，12月美股复苏，进入“咆哮的二十年代”的大牛市。 凯瑟琳出生。	凯恩斯34岁 格雷厄姆23岁 凯瑟琳0岁
1919年	年初，凯恩斯作为财政部首席代表，代表大英帝国出席巴黎和会； 6月因凯恩斯反对战胜国向德国所要巨额赔偿无法和赔偿委员会达成一致，辞去首席代表职位，重回剑桥任教，在剑桥用两个多月时间，将自己的观点和逻辑整理成《和平的经济后果》一书。 格雷厄姆出版《投资者必读》一书，书中提出口号：“好的投资就是好的投机”，建议投资人用“合适的价格买入具有远大前景的企业股票”。	凯恩斯36岁 格雷厄姆25岁

1920年	凯恩斯因《和平的经济后果》大红后赚的4000英镑资金起步，直至4月，投资市值达1.4万英镑高峰，5月转亏为负值； 凯恩斯总结经验，找出版商预支1500英镑和熟识银行家借5000英镑，成立了AD信托投资公司，并开始接受投资者委托理财。 格雷厄姆被提升为公司初级合伙人。	凯恩斯37岁 格雷厄姆26岁
1921年	凯恩斯接受国王学院委托，负责学院的捐赠基金，基金规模22800英镑。	凯恩斯38岁
1922年	凯恩斯的AD信托投资公司运行顺利，个人资产达到21558英镑。	凯恩斯39岁
1923年	一雨衣公司的老板拿出25万美元交给格雷厄姆管理，7月格雷厄姆从就职9年的经纪公司离职，建立了格雷厄姆公司。	格雷厄姆29岁
1924年	格雷厄姆发表文章《价廉物美却乏人问津的股票》，文内详细介绍了8只烟蒂股。 洛里默·戴维森参加工作，在华尔街任债券推销员。 查理·芒格出生。	格雷厄姆30岁 戴维森22岁 芒格0岁
1926年	格雷厄姆提出新的分账比例，留下了40万美元从年初开始的按照新标准结算； 格雷厄姆推动输油管公司的特别分红； 年底，重要的合伙人杰里·纽曼进入公司，很快成为格雷厄姆的搭档，负责格雷厄姆公司除交易决策以外的一切事务。	格雷厄姆32岁
1927年	凯恩斯为国王学院的捐赠基金累计赚取了57600英镑； 凯恩斯卖掉AD信托投资公司，个人资产达39500英镑。 1927年4月格雷厄姆9岁儿子牛顿夭折。	凯恩斯44岁 格雷厄姆33岁
1928年	格雷厄姆又生了儿子小牛顿（1954年自杀）。	格雷厄姆34岁
1929年	凯恩斯失去80%以上的财产，AD信托投资公司直接破产，凯恩斯开始思考和转型，开始逐步放弃通过预测宏观经济进行投机。 年初，巴鲁克要求格雷厄姆一起工作，格雷厄姆拒绝，此时管理的资金高达250万美元； 2月6日格雷厄姆在哥伦比亚大学的证券分析课开课； 格雷厄姆基金年底亏损20% 3月10日蔡至勇在上海出生。 5月8日，约翰·博格出生。 7月戴维森做空美国无线电公司，在大奔溃之前爆仓。 10月月底美股暴跌，大奔溃开始，以此为标记美国进入大萧条。 11月下旬巴菲特母亲受孕。	凯恩斯46岁 格雷厄姆35岁 蔡至勇0岁 博格0岁 巴菲特-1岁
1930年	巴菲特出生。 指数先涨后跌全年下跌20%，格雷厄姆亏损50.5%。	格雷厄姆36岁 巴菲特0岁

1931年	指数下跌超过52%，格雷厄姆亏损16%。	格雷厄姆37岁
1932年	凯恩斯开始转型投资高分红的公用事业股，并持续获得良好回报。 7月8日，指数创新低。全年下跌23%，格雷厄姆亏损3%。从大崩溃开始至1932年，4年时间格雷厄姆实现近70%的亏损； 大崩溃期间，格雷厄姆在《福克斯》杂志发表系列文章《美国企业破产比活下去更有价值吗？》，并专注挖掘“烟蒂股”，7月8日，道琼斯指数见底回升。格雷厄姆获得了大幅超越市场的收益率； 格雷厄姆开始创作《证券分析：原理与技巧》。 爱德华·索普出生，学生时代一路学霸。	凯恩斯49岁 格雷厄姆38岁 索普0岁
1933年	1933年格雷厄姆获得了超过50%的回报，这让客户们重新看到了曙光。 凯瑟琳父亲收购了当时发行量在首都垫底的《华盛顿邮报》。 桑迪·威尔出生。 《证券法》颁布。	格雷厄姆39岁 凯瑟琳16岁 桑迪·威尔0岁
1934年	凯恩斯新的投资哲学基本成型。 格雷厄姆巨著《证券分析：原理与技巧》出版，宣告格雷厄姆投资体系基本成型，奠定了格雷厄姆在投资领域大宗师的地位； 《证券交易法》颁布，科恩起草《证券交易法》时，其中部分条款咨询过格雷厄姆，格雷厄姆一生引以为傲。 美国证监会成立。 施洛斯高中毕业在华尔街应聘为券商跑腿员，一个月后调到出纳部。	凯恩斯51岁 格雷厄姆40岁 施洛斯18岁
1935年	《控股公司法》颁布。	
1936年	凯恩斯出版经济学巨著《通论》。 格雷厄姆公司更名为格雷厄姆-纽曼公司。 施洛斯参加了格雷厄姆主讲的纽约金融学院的夜校课程。 利奥·古德温夫妇创立盖可保险。 巴菲特开始通过上门推销可乐口香糖赚钱。	凯恩斯53岁 格雷厄姆42岁 戴维森34岁 施洛斯20岁 巴菲特6岁
1938年	5月凯恩斯在学院捐赠基金遭受严重损失时写的备忘录阐述了自己在投资中坚持的三大原则。 现金流折现估值法首次出现在当年约翰·威廉姆斯的《投资价值理论》一书中。	凯恩斯55岁
1939年	《信托合同法》颁布。	

1940年	6月5日凯瑟琳和菲尔·格雷厄姆结婚。 巴菲特从书中初次知道复利的概念，并向小伙伴宣布自己计划35岁前成为百万富翁。	凯瑟琳23岁 巴菲特10岁
1941年	珍珠港事件爆发。	
1944年	彼得·林奇出生。 比尔·格罗斯出生（债券天王）。	林奇0岁 格罗斯0岁
1945年	查理·芒格和第一任妻子南希结婚，婚后生了两女一儿，儿子9岁因白血病去世，芒格因此耗尽了早期积蓄。	芒格21岁
1946年	施洛斯1月入职格雷厄姆-纽曼公司。 6月31岁的菲尔·格雷厄姆成华盛顿邮报掌门人。 迈克尔·米尔肯出生（垃圾债券之王）。 凯恩斯去世。	凯恩斯63岁 格雷厄姆52岁 施洛斯30岁 凯瑟琳29岁
1947年	巴菲特按照父母的意愿考入沃顿商学院。	巴菲特17岁
1948年	盖可保险股东出售股份，戴维森和一位律师负责寻找买家，格雷厄姆买下50%股份并任董事长，戴维斯在此期间跳槽至盖可并担任投资主管。 华盛顿邮报收购哥伦比亚广播公司55%股份，又收购两家电视台，进入电视和广播行业。 巴菲特父亲议员连任失败，回到奥马哈，巴菲特也趁机回到奥马哈读书。	格雷厄姆54岁 戴维森46岁 凯瑟琳31岁 巴菲特18岁
1949年	格雷厄姆完成并出版了《聪明的投资者》。 蔡至勇获得波士顿大学硕士学位，进入纺织厂工作。 查理·芒格取得律师资格证，在MPG律所工作。	格雷厄姆55岁 芒格25岁 蔡至勇20岁
1950年	年初格雷厄姆的基金报表显示其管理资金570万美元，除了持有债券还持有75只股票，持股高度分散。 约翰·博格在大学读到凯恩斯1936年的巨著《通论》，书中投资部分对博格的人生产生了巨大影响。 巴菲特初次读到了《聪明的投资者》； 申请进入哥伦比亚大学成为多德和格雷厄姆的学生； 人生第一次参加股东大会，并结识了施洛斯。 蔡至勇跳槽富达基金，任证券研究员，开启传奇之旅。	格雷厄姆56岁 蔡至勇21岁 博格21岁 巴菲特20岁
1951年	约翰·博格撰写了论文《投资公司的经济角色》，并被推荐给惠灵顿基金公司老总，博格因此入职惠灵顿。 巴菲特拜访盖可保险，遇到洛里默·戴维森。	戴维森49岁 博格22岁 巴菲特21岁
1952年	巴菲特同苏珊结婚。	巴菲特22岁

1953年	巴菲特女儿苏茜出生。	巴菲特23岁
1954年	巴菲特进入格雷厄姆公司工作； 参与巧克力片公司套利。 华盛顿邮报收购竞争对手《时代先驱报》。	凯瑟琳37岁 巴菲特24岁
1955年	施洛斯从格雷厄姆-纽曼公司辞职，租了布朗公司的“壁橱”开创自己的公司，以10万美金起步； 格雷厄姆的另一名学生汤姆·纳普接替施洛斯的岗位。 巴菲特投资联合电车公司案例。 华盛顿邮报独占约50%市场份额成首都最大的报纸。 1806年创建的伯克希尔和1888年创建的哈撒韦合并，合并后的公司堪称当时的纺织业巨无霸。	施洛斯39岁 凯瑟琳38岁 巴菲特25岁
1956年	格雷厄姆打算退休，邀请巴菲特成为合伙人，巴菲特拒绝； 巴菲特此时拥有14万美元的财富； 巴菲特回到奥马哈，5月成立第一家合伙公司，9月10月成立了第二家第三家； 巴菲特初次买入邓普斯特。 查理·芒格和第二任妻子南希结婚。 桑迪·威尔开始在华尔街做证券经纪人。 索普一次聚会上和物理学家费曼聊到轮盘赌，产生兴趣学习数学去研究。 约翰·凯里推出凯利公式。	格雷厄姆62岁 芒格32岁 巴菲特26岁 索普24岁 桑迪·威尔23岁
1957年	格雷厄姆公司解散，老布朗退休，纳普进入布朗公司。 6月巴菲特第四家合伙公司成立，8月第五家成立； 巴菲特成为邓普斯特董事。 乔尔·格林布拉特出生。	格雷厄姆63岁 巴菲特27岁 乔尔0岁
1958年	戴维森接任盖可保险董事长。 菲利普·费雪出版《普通股和不普通利润》。 巴菲特以3.15万美元购买了他一直住到今天的住房； 购买桑伯恩地图公司经典案例。 蔡至勇发行自己的基金——富达资本基金。 6月索普拿到数学博士学位并担任大学临时讲师，冬天在拉斯维加斯测试轮盘赌博，输掉后对低成本的21点产生兴趣。	戴维森56岁 费雪51岁 蔡至勇29岁 巴菲特28岁 索普26岁

1959年	布朗公司经施洛斯介绍成为巴菲特合伙基金的主要经纪公司； 2月巴菲特第七家合伙公司成立； 巴菲特和芒格初次见面。 蔡至勇当年业绩50%+，巴菲特25.9%，指数20%。 索普在麻省理工借用IBM 704电脑的计算证实了自己的研究，计划提交论文，会见了香农院士，香农给索普推荐了凯利公式。	施洛斯43岁 蔡至勇30岁 巴菲特29岁 索普27岁
1960年	8月巴菲特第八家合伙公司成立，之后依次又成立了第九家和第十家。 蔡至勇业绩50%+，巴菲特22.8%，指数-6.2%。 桑迪·威尔和三位好友创建了一家证券经纪公司（希尔森前身）。	蔡至勇31岁 巴菲特30岁 桑迪·威尔27岁
1961年	1月索普在美国数学家协会做的概率与博弈专场报告，被华盛顿邮报发表引起轰动，验证自己的理论，去赌场实战很快赢光庄家筹码并遭赌场拉黑，索普将目光投向华尔街。 3月华盛顿邮报收购《新闻周刊》 5月巴菲特最后一家合伙公司成立； 上半年合伙基金一共持有邓普斯特30%股份，8月和9月又大笔买入，发出要约收购。 蔡至勇业绩50%+，巴菲特45.9%，指数22.4%。	凯瑟琳44岁 蔡至勇32岁 巴菲特31岁 索普29岁
1962年	8月华盛顿邮报收购《艺术新闻》，10月菲尔接受总统邀请担任美国通信卫星公司集团主席，圣诞凯瑟琳发现菲尔和女秘书恋情，两人一度走向离婚。 1月巴菲特全部合伙公司合并为“巴菲特有限合伙公司”，巴菲特自己的钱也全部投入公司，并租了办公室； 4月任命芒格推荐的哈利·巴特勒出任邓普斯特CEO； 拜访费雪，并评价其为投资伟人； 冬季巴菲特首次买入伯克希尔·哈撒韦。 查理·芒格从MPG律所离职创建MT律所，当年芒格也创立了自己的基金。 蔡至勇的上半年大额亏损，下半年压反弹，继续延续业绩50%+ 爱德华·索普出版《击败庄家》	费雪55岁 凯瑟琳45岁 芒格38岁 蔡至勇33岁 巴菲特32岁 索普30岁
1963年	8月凯瑟琳丈夫自杀，9月凯瑟琳被迫出任邮报总裁。 蔡至勇神话继续 继续清算邓普斯特期间当地居民发动“赶走巴菲特”运动，巴菲特开始对烟蒂投资产生恐惧和反感。 11月美国运通色拉油丑闻案发生，股价下跌。	凯瑟琳46岁 蔡至勇34岁 巴菲特33岁 索普29岁

1964年	蔡至勇神话继续。 巴菲特通过实地调研后开始购买美国运通股票； 4月巴菲特父亲去世； 伯克希尔CEO回购股份，正式收购价和巴菲特当初的约定价相差0.125美元引起巴菲特愤怒，转而决定继续购买。	蔡至勇35岁 巴菲特34岁
1965年	蔡至勇神话继续，其管理的基金规模突破10亿，整个富达基金规模40亿，成美国最大基金公司，蔡持有公司20%股份为公司二把手。老约翰逊计划退休并希望儿子接班，蔡至勇出售股权，离职创立自己的曼哈顿基金。 5月巴菲特正式接管伯克希尔，任命肯·蔡斯为CEO； 巴菲特致股东信：做投资不适合持有过度分散的股票； 年底管理资金总额3700万。	蔡至勇36岁 巴菲特35岁
1966年	约翰·博格成为惠灵顿基金公司CEO。 蔡至勇募集2.47亿的曼哈顿基金2月15日正式运行，当年业绩令人失望。 巴菲特生平发现第一次找不到可买的股票，将新加入的680万美金闲置，并做空700万美金来保护现有组合。 6月比尔·格罗斯大学毕业，通过《击败庄家》学到了方法，带着200美元来到拉斯维加斯，至10月赚到1万美元。	蔡至勇37岁 约翰·博格37岁 巴菲特36岁 格罗斯22岁
1967年	巴菲特为安慰伯克希尔股东，实施一次分红，这是入主伯克希尔至今55年里唯一一次分红； 用合伙基金持股61%的伯克希尔收购国民赔偿保险公司； 开始抛售美国运通股票； 当年收益率35.9%。 蔡至勇基金业绩令人失望。	蔡至勇38岁 巴菲特37岁
1968年	蔡至勇的基金规模超过5亿美元，当年收益率-6.9%，在全美共同基金排行倒数第六。蔡把公司卖给CNA，任公司副总裁并继续管理基金。 巴菲特经古瑞恩介绍，发现蓝筹印花公司； 清仓美国运通； 巴菲特当年收益率58.8%，致股东信嘲笑蔡至勇“不成长基金”。 比尔·格罗斯服完兵役进入加州大学，硕士期间读到索普1967年出版的《战胜市场》，受其影响将研究方向投向可转债，毕业后进入PIMCO,在PIMCO成长起来，后被人称为“债券天王”。	蔡至勇39岁 巴菲特38岁 格罗斯24岁

1969年	蔡至勇的基金亏损36.8%。 1月巴菲特收购奥马哈太阳报； 5月巴菲特清盘规模1亿的合伙基金，此时个人财富2650万美元； 巴菲特因拉尔夫邀请“面试”索普，二人惺惺相惜，当日索普预言巴菲特会登顶全美富豪榜。 11月索普的基金开始运行，至1988年年底年化19.1%，运行期间没有任何一年亏损。 彼得·林奇入职富达基金。	蔡至勇40岁 巴菲特39岁 索普37岁 林奇25岁
1970年	戴维森退休，盖可保险跻身全美第五大汽车保险公司。 蔡至勇的基金亏损28.8%。 伯克希尔股东大会参加人数：8人。 米尔肯从沃顿商学院毕业进入德崇证券。	戴维森68岁 蔡至勇41岁 巴菲特40岁 米尔肯24岁
1971年	格雷厄姆退出盖可保险董事会。 5月华盛顿邮报路演期间巴菲特和芒格拜见凯瑟琳游说其共同收购《纽约客》杂志，大约20分钟的会面不欢而散； 6月凯瑟琳带领华盛顿邮报上市； 6月16日，凯瑟琳华盛顿邮报接力纽约时报曝光美国政府丑闻，一战成名，成为全国性顶级大报。	格雷厄姆77岁 凯瑟琳54岁 巴菲特41岁
1972年	凯瑟琳领导下的邮报报道了“水门事件”，之后邮报经历政府严重打压和工会的罢工双重打击，股票开始暴跌。 巴菲特与芒格经蓝筹印花总裁介绍和芒格公司合伙人马歇尔推动，买下喜诗糖果。 《证券投资者保护法》颁布。	凯瑟琳55岁 芒格48岁 巴菲特42岁
1973年	盖可保险遭受通货膨胀和大股灾双重打击，利润开始下滑。 施洛斯的儿子加入其公司，搬出工作了18年的“壁橱”，租了布朗公司一间办公室，此时基金规模400万。 惠灵顿公司主力基金惠灵顿基金规模从22亿下降至9亿美元，当年公司利润190亿美元。 蔡至勇黯然离职CNA。 奥马哈太阳报因揭露儿童城慈善基金丑闻获得普利策奖（巴菲特在阅读财富时发现的线索），此事让巴菲特很有成就感并提升了对新闻业的兴趣； 2月巴菲特开始买入华盛顿邮报股票，之后在5月9月11月继续买入，成为第二大股东； 11月凯瑟琳收了大量资料来了解巴菲特，于11月5日约见了巴菲特夫妇并为其举行了欢迎晚宴，两人28年的友谊由此开始； 华盛顿邮报因水门事件的报道获得“普利策奖”。	施洛斯57岁 凯瑟琳56岁 蔡至勇44岁 博格44岁 巴菲特43岁

1974年	1月惠灵顿公司董事会发动“政变”罢免博格，博格展开反击。 蔡至勇与发妻离婚并于一个月后再婚，曼哈顿基金累计亏损70%，叠加赎回，基金规模缩水90%。 索普美国汽车公司（AMC）精彩套利案。	博格45岁 蔡至勇45岁 索普42岁
1975年	5月先锋投资集团成立，接管原惠灵顿公司管理的11只基金 索普的基金改名“普林斯顿-新港合伙基金”。 米尔肯管理的部门创造了德崇证券100%利润。 盖可保险净亏损1.26亿美元，准备金不足以应对保险索赔，多个州准备宣布其破产清算，市值跌落至约5000万美元，最大跌幅接近97%。	博格46岁 索普43岁 米尔肯29岁
1976年	9/10月刊《金融分析师》刊载了格雷厄姆的访谈，直接否定了自己的《证券分析》，建议投资者分散投资； 9月20日Medical Economics杂志刊登了格雷厄姆的访谈，访谈中格雷厄姆为投资人准备了一套简单可直接操作的投资流程； 9月21日格雷厄姆去世。 8月第一指数投资基金（先锋SP500指数基金）成立，大获成功。 旅行者保险公司资深前高管约翰·伯恩出任盖可保险CEO，凯瑟琳牵线伯恩与巴菲特会谈，之后巴菲特立即买入盖可股票； 巴菲特为收购盖可保险发行债券融资时，与比尔·格罗斯产生交集，之后两人保持长期联系，格罗斯视巴菲特为导师； 同样也是在帮助盖可保险融资时，巴菲特和所罗门的古弗兰成为好友。	格雷厄姆82岁 约翰·博格47岁 巴菲特46岁
1977年	巴菲特和芒格以3250万美元收购布法罗晚报； 巴菲特和妻子苏珊分居，苏珊把咖啡馆侍女艾斯翠撮合给巴菲特，自己和网球教练搬去旧金山。 5月林奇被任命为富达麦哲伦基金管理人。	巴菲特47岁 林奇33岁
1978年	蔡至勇收购联合麦迪逊保险18%股份。 巴菲特好友古弗兰升任所罗门兄弟公司董事长兼CEO。	蔡至勇49岁 巴菲特48岁
1979年	巴菲特继续购买盖可保险股票。	巴菲特49岁
1980年	巴菲特继续买入盖可保险至公司总股本的1/3，年底由于公司不断回购，使巴菲特在没有继续买入的情况下持股比例上升至51%； 股东大会谈：做空赚钱太难。 林奇管理封闭的麦哲伦基金从1977年5月至1980年底年化超过40%。	巴菲特50岁 林奇36岁

1981年	桑迪·威尔将希尔森以9.3亿的价格卖给美国运通，出任公司二把手。 索普AT&T经典投资案例。 林奇的基金开放申购，申购情况一般，当年收益16.5%，基金规模刚刚突破1亿。 乔尔·格林布拉在《证券投资组合》杂志上发表了研究《证券分析》出版后几十年的烟蒂股写成的硕士毕业论文。	索普49岁 桑迪·威尔48岁 林奇37岁 乔尔24岁
1982年	蔡至勇将联合麦迪逊保险以1.6亿美元卖给美国铝罐，任二把手负责铝罐公司收购转型。 布法罗信报停刊，晚报起死回生，更名为布法罗新闻报。 10月林奇进行了一次电视节宣传，效果很好，年底基金规模突破4.5亿美元。	蔡至勇53岁 巴菲特52岁 林奇38岁
1983年	巴菲特买下B夫人的家具商场； 布法罗新闻报盈利1935万美元，一举将历年亏损全部赚回。 林奇的基金新增10亿美元申购，规模突破16亿美元，成全美第二大基金。	巴菲特53岁 林奇39岁
1984年	美国铝罐利润创纪录突破1亿美金，过半利润来源于蔡至勇收购整合的部门。 布法罗新闻报和工会签约提高员工薪酬，当年依然盈利2733万美元； 巴菲特发表演讲《格雷厄姆-多德部落的超级投资人》； 当年圣诞节伯克希尔彻底摆脱纺织业务。 林奇的基金新增10亿美元申购。 米尔肯展示肌肉，垃圾债券数十天可以筹集数十亿美元。	蔡至勇55岁 巴菲特54岁 林奇40岁 米尔肯38岁
1985年	布法罗新闻报盈利2992万美元，至此巴菲特的全部投资已经收回。 桑迪·威尔因为与董事会不和离职运通，后通过注资成为商业信贷公司大股东兼CEO。 米尔肯的700万投资成就了乔尔·格林布拉特歌谭资本的起步。 林奇的基金新增17亿美元申购。	巴菲特55岁 桑迪·威尔52岁 林奇41岁 米尔肯39岁

非会员水印

1986年	美国铝罐利润突破3亿，大部分利润由蔡至勇管理的部门创造。蔡将铝罐制造业资产连同“美国铝罐公司”品牌卖给“董事会入侵者”尼尔森·佩尔茨 蔡给公司起名普瑞玛瑞卡金融服务公司，升任公司CEO,成为第一个担任道琼斯指数成份股，财富500强，金融业前TOP20企业CEO的亚洲人。 巴菲特致股东信写到永远不会卖出喜诗糖果和布法罗新闻报； 哈利·巴特勒出任伯克希尔旗下K&W公司CEO,再次带领公司走出困境。 桑迪·威尔入主商业信贷公司时从美国运通带走的得力助手杰米·戴蒙（现任摩根大通COE,伟大银行家）任首席财务官，10月，二人成功率领公司上市，募资8.5亿。 2月林奇的基金规模50亿美元，成全美最大基金。 米尔肯凭几乎一己之力将崇德证券发展为全美第五投行； 5月米尔肯手下一高管因涉嫌内部交易被司法部逮捕。	蔡至勇57岁 巴菲特56岁 桑迪·威尔53岁 林奇42岁 米尔肯40岁
1987年	10月9日道琼斯暴跌23%，普瑞玛瑞卡由于高负债资金链脆弱，股价暴跌，桑迪·威尔通过增发股票加现金的方式以16.5亿美元收购普瑞玛瑞卡，蔡至勇因此获利6000万美元。 9月28日，为抵御佩雷尔曼入侵，古弗兰向巴菲特发行7亿美元所罗门公司优先股； 巴菲特年底开始买入可口可乐； 布法罗新闻报被巴菲特列为伯克希尔七圣徒。 5月林奇的基金规模突破100亿美元，8月突破110亿美元，10月股市崩盘，基金一周时间缩水至72亿美元，当年基金收益率1%。	蔡至勇58岁 巴菲特57岁 桑迪·威尔54岁 林奇43岁 米尔肯41岁
1988年	布法罗新闻报由于城市经济腾飞，继续日进斗金。 9月证监会对崇德证券、米尔肯及其四名下属被提起公诉。 崇德证券和米尔肯的调查牵连到索普基金位于普林斯顿的办公室，引起客户恐慌不断赎回，索普烦躁灰心将基金关闭。	巴菲特58岁 索普56岁 米尔肯42岁
1989年	巴菲特继续买入可口可乐，随后买入消息曝光，股价飙升，买入计划搁浅； 将痴迷捡烟蒂归为自己的“错误”，并向投资者布道以合理价格买入好企业要比用低廉价格买入普通企业好得多。 美国垃圾债券市场崩盘。	巴菲特59岁 米尔肯43岁
1990年	伯克希尔股东大会参加人数：1000人。 4月米尔肯被判10年监禁，终身市场禁入，11亿美元罚款。 5月彼得·林奇退休，其基金规模140亿美元。	巴菲特60岁 林奇46岁 米尔肯44岁
1991年	凯瑟琳的儿子唐纳德·格雷厄姆接班华盛顿邮报。 所罗门国债丑闻爆发，公司面临破产危机，巴菲特芒格和MTO律所紧急介入； 当年股东大会宣布：华盛顿邮报、大都会通信、可口可乐、盖可保险四只股票死了都不卖。	凯瑟琳74岁 巴菲特61岁

1992年	6月所罗门危机基本解除，巴菲特之后增持了公司部分股票。	巴菲特62岁
1993年	凯瑟琳正式退出公司管理。 巴菲特作为董事长的工资从年薪5万美元上调为10万美元； 继续买入可口可乐，持股数量凑齐至1亿股，至此买入结束； 致股东信中谈论指数基金：有投资能力没必要投资指数基金。 桑迪·威尔带领的普瑞玛瑞卡以10亿美元从运通买回希尔森，9月普瑞玛瑞卡与世界第六大保险公司合并，沿用旅行者集团名称，威尔掌控的资产规模超1000亿美元。	凯瑟琳76岁 巴菲特63岁 桑迪·威尔60岁
1994年	巴菲特致股东信：高度赞扬《通论》第12章。对宏观预测视而不见。对买入标的只关注价格不择时。 8月索普成立对冲基金--山脊线合伙公司。 因所罗门国债事件而离职的前债券部门负责人约翰·梅利韦瑟和一帮天才合伙人创建的长期资本基金在2月底开始运作，当年回报率28%。	巴菲特64岁 索普62岁
1995年	巴菲特买下比尔·蔡尔德家族的威力家居； 巴菲特花23亿美元买下盖可保险剩余48%的股份完成全面收购。 当年先锋投资集团管理的基金平均费率低至0.31%（同行1.1%）。 当年长期资本基金回报率59%。	博格66岁 巴菲特65岁
1996年	巴菲特致股东信中谈论指数基金：指数基金不错，但是重点强调了如何构建自己的投资组合。 旅行者集团市值超越美国运通。 长期资本基金回报率57%	巴菲特66岁 桑迪·威尔63岁
1997年	施洛斯宣布封闭基金。 《我的历史：凯瑟琳·格雷厄姆自传》出版。 9月24日旅行者集团以90亿收购所罗门兄弟，并与当初蔡至勇收购的美邦证券合并为所罗门美邦公司； 巴菲特所持所罗门股份交换为旅行者3%股份市值17亿美元，随后将其抛售并写下纸条吹捧桑迪。 长期资本基金回报率25%，基金运作三年期间只有一个月有超过1%的亏损	施洛斯81岁 凯瑟琳80岁 巴菲特67岁 桑迪·威尔64岁

1998年	蔡至勇宣布退休。 10月巴菲特在佛罗里达大学演讲：如果能找到6家不错的企业已经足够分散； 巴菲特通过出让伯克希尔18%股权整体收购通再保险，当年年报阐述了收购理由； 在一档电视访谈里巴菲特经比尔·盖茨之口，强调伯克希尔-哈撒韦是所有做过“最糟糕的”投资；。 旅行者集团和花旗集团合并，成为商业史上最大规模的合并案，合并市值1400亿美元，合并公司用花旗名称和旅行者小伞标识，威尔和原花旗COE并列为联席CEO。 5月开始长期资本遭遇崩溃，其持有的巨额金融衍生品如崩塌或引起金融系统危机，9月美联储着急华尔街营救，巴菲特隔岸观火。	蔡至勇69岁 巴菲特68岁 桑迪·威尔65岁
1999年	洛里默·戴维森去世。 7月巴菲特在《新闻周刊》上谈论钱多主意少，《商业周刊》上说宏观预测是废纸； 启动对中美洲能源的收购； 通用再保表现糟糕，巴菲特年度投资回报0.5%（有史最低），伯克希尔股票下跌20%（当年指数上涨21%）； 巴菲特拨款让三个孩子成立了慈善基金会。	戴维森97岁 巴菲特69岁
2000年	2月证监会要求伯克希尔的必须按照信息披露规则如实及时披露投资标的； 通用再保的糟糕状况拖累伯克希尔股价腰斩，各大媒体发表言论讽刺巴菲特； 4月巴菲特因病住院。 4月桑迪·威尔赢得董事会斗争胜利，独掌花旗，成为全球最大金融帝国领袖，年薪1.5亿美元。	巴菲特70岁 桑迪·威尔67岁
2001年	7月17日，凯瑟琳与巴菲特一起参加太阳谷峰会期间摔了一跤，抢救无效后逝世； 911恐怖事件，给通用再保造成巨大亏损。	凯瑟琳84岁 巴菲特71岁
2002年	施洛斯公司清盘，基金规模1.3亿 巴菲特股东大会谈做空：只能小额下注，赚不了大钱却能大亏。 1999年至2002年，通用再保的保险部门累计亏损74.7亿美元。 索普对赚钱兴趣降低，山脊合伙公司关闭，续存八年零一个季度里年化18%。	施洛斯86岁 巴菲特72岁 索普70岁
2003年	巴菲特收购克莱顿房屋公司； 通用再保保险部门摆脱亏损，实现1.45亿美元税前利润； 致股东信：谈指数基金对大多数投资人来说是最理想的选择；持有的股票没有在泡沫最大时卖掉是个严重的错误。 《财富》杂志评选商界25位最有影响力人物，其中有两位职业投资人——第一巴菲特和第十比尔·格罗斯。	巴菲特73岁 格罗斯59岁

2004年	费雪去世 巴菲特致股东信谈指数基金：投资者只要简简单单搭顺风车就可以。	费雪97岁 巴菲特74岁
2005年	巴菲特致股东信谈指数基金：投资机构整体回报落后于简单的指数基金。 乔尔·格林布拉特在新书《股市稳赚》首次提出“神奇公式”的概念。	巴菲特75岁 乔尔48岁
2006年	当年致股东信披露后，巴菲特公开发起百万赌局，挑战任何基金管理人的5只主动基金10年内跑不赢先锋SP500。	巴菲特76岁
2008年	芒格在当年维斯科金融公司股东大会上谈钱太多的苦恼。 巴菲特和门徒基金总裁的指数基金vs主动基金赌局从1月1日开始计算。 蔡至勇去世。 梅利韦瑟及其天才合伙人后来成立的JWM基金再次遭遇小概率时间被迫清盘。	芒格84岁 蔡至勇79岁 巴菲特78岁
2010年	巴菲特溢价收购北方伯灵顿铁路； 10月在电视财经节目里说估算过伯克希尔的错误造成的损失大于2000亿美元。	巴菲特80岁
2011年	巴菲特致股东信：对有生产力、类现金、无生产力三种资产的看法。	巴菲特81岁
2012年	施洛斯去世。	施洛斯96岁
3013年	唐纳德·格雷厄姆拆分了华盛顿邮报，将报社和报纸业务卖给亚马逊CEO； 巴菲特持有邮报股票40年，不计期间红利，增值超过110倍，使用合法避税的方式出掉了邮报股票； 致股东信：分享自己1986年购买农地的案例。	巴菲特83岁
2014年	巴菲特花4.5美元买了凯迪拉克XTS。	巴菲特84岁
2016年	巴菲特致股东信谈指数基金：美国投资者应该给约翰·博格树立丰碑。	约翰·博格87岁 巴菲特86岁
2017年	芒格在每日新闻集团股东大会上解释伯克希尔为何投资航空公司。	芒格93岁 巴菲特87岁
2019年	伯克希尔股东大会参加人数超过5万。 1月“指数基金教父”约翰·博格去世； 年底先锋投资集团管理资产5.9万亿美元，是全球最大的基金管理公司。	约翰·博格90岁 巴菲特89岁

第792篇.　　2020.06.27 - 2020年6月阅读及好书分享

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-06-27

本月读书 10 本。其中有三本值得推荐。

分别是《汴京之围》、《文明、现代化、价值投资与中国》和《肖星的财务思维课》。

简单谈论一下推荐理由吧

《汴京之围》

我以前推荐过这位作者的《中央帝国的财政密码》。

也是因为财政密码写的不错，所以我又买了作者《汴京之围》、《中央帝国的哲学密码》和《中央帝国的军事密码》——这也是我常见的发现好书的模式。

后两本密码还没拆封，但以《汴京之围》的阅读体验看，大概率不会差。

《汴京之围》是完全围绕北宋靖康耻的前因后果，结合宋、辽、金三国史书，将一件事情的前因后果，

演化变化的细节呈现出来了。

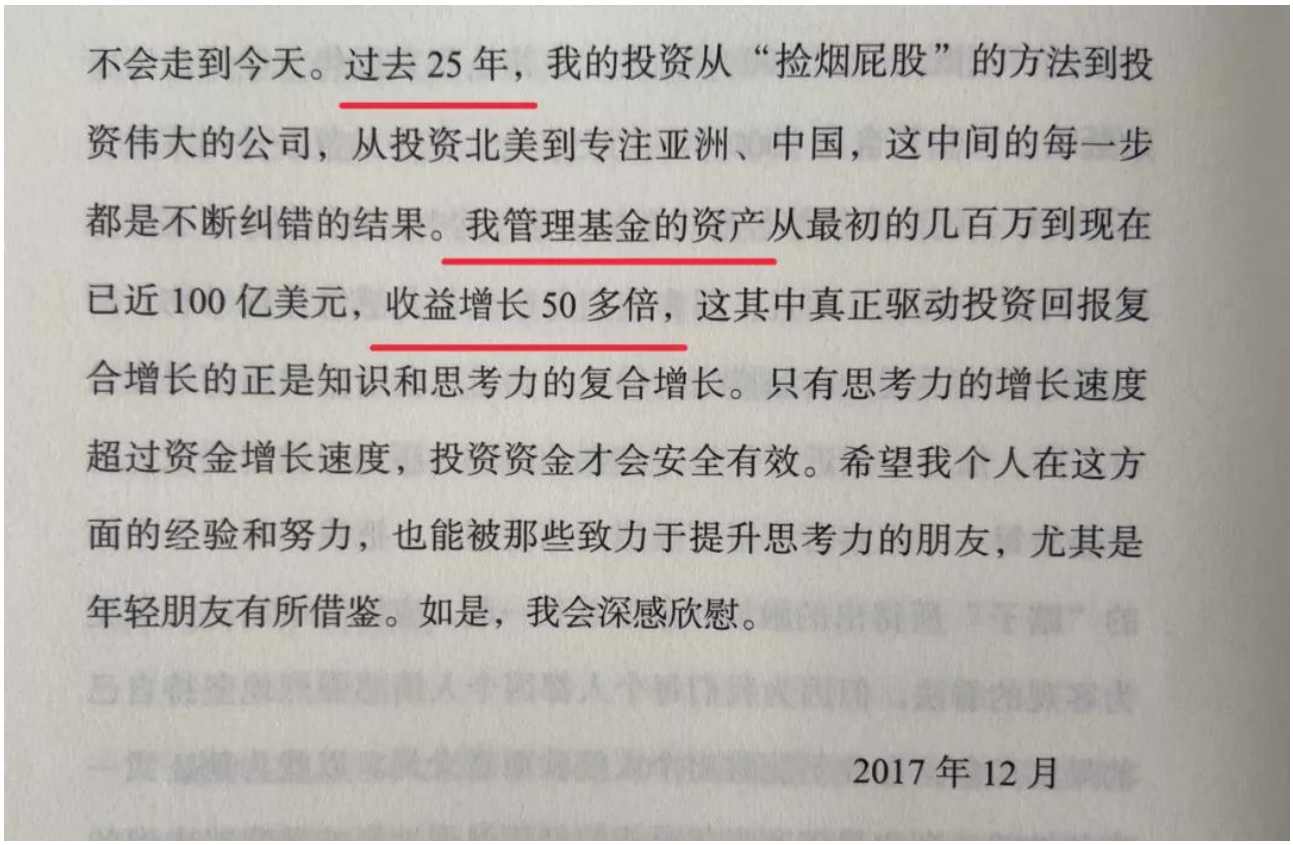
其中既有荡气回肠的历史大事件记录，也有人文关怀的小人物卑微命运，属于我特别喜欢的那种历史类书籍。所以，今天的荐书，首推它。

《文明、现代化、价值投资与中国》

我知道这本书的作者，是因为他牵线翻译出版了《穷查理宝典》，并为《穷查理宝典》写了序。

芒格对他的评价颇高，认为他是中国的巴菲特。

按照书中介绍，李录是 1996 年从哥伦比亚大学商学院毕业，然后成为投资人，1997 年成立喜马拉雅资本管理公司，开始做私募基金。


不会走到今天。过去 25 年，我的投资从“捡烟屁股”的方法到投资伟大的公司，从投资北美到专注亚洲、中国，这中间的每一步都是不断纠错的结果。我管理基金的资产从最初的几百万到现在已近 100 亿美元，收益增长 50 多倍，这其中真正驱动投资回报复合增长的正是知识和思考力的复合增长。只有思考力的增长速度超过资金增长速度，投资资金才会安全有效。希望我个人在这方面的经验和努力，也能被那些致力于提升思考力的朋友，尤其是年轻朋友有所借鉴。如是，我会深感欣慰。

2017 年 12 月

上面这段收益介绍，略含糊。

如果我们将“收益 50 多倍”最大化理解为 59 倍，时间对应 25 年，则李录的年化收益率是 17.7%。

如果同样 59 倍，对应时间为 1997 年设立基金开始，则 20 年年化收益率为 22.6%。

作为管理百亿美元规模的基金经理，获得这样的收益率相当令人满意了。

正巧我两个月前看到一篇“一日售罄，狂卖百亿”的爆款基金报道，文中有对国内顶级基金经理的介绍，当时顺手摘抄相关内容如下：

唐朝

当前市场上，基金经理的人数已经超过2100位，这位易方达基金的萧楠经理是前24名之一。自其2012年9月28日管理该基金以来，截至今年3月31日，任职回报达到239.08%，折合年化回报17.65%，大幅跑赢同期业绩和沪深300指数。出色的长期业绩让他实现了2016年至2019年金牛奖的四连庄

金融圈炸了！又有基金"一日售罄"，狂卖100亿！最高95%投A股，...

2020年4月8日 20:15 删除

金牛奖四连庄，年化收益率 17.65%。这样的真实数据或许能够打消某些朋友对收益不切实际的幻想。李录的收益率不错，时间也够长，理念同样来自巴菲特和芒格。

既然是同一对儿师傅教出来的，所以书中有大量内容和书房一贯分享的理念一致，自然是认同感很高不过，我对该书的前半部分，关于文明与现代化的部分，不太感冒。理由如截图

唐朝

这书网络口碑极好，推荐的人多，我也知道作者是实打实的牛人，但读了约三分之一，暂时还没感觉出来好来😏

一者可能是所写的事情绝大部分是我知道的，二者主要是我特别不喜欢宏大叙事风格的书籍。动辄几十万年变迁，或者某思想文化影响，总觉得处处有坑。

先不说几十万年前的资料是否真实可信，单就这些周期轻微一哆嗦可能就是前后几百年的差异，摆龙门阵搞辩论可能高大上，能指导人类行为吗？我持怀疑态度。

再者说，影响历史的因素太多了，目前反推的那些斩钉截铁的必然，有极大可能是当时万千偶然因素中碰巧落实的那个。好比买车，本胖分析了一堆车的动力参数，质量口碑，性能优势，最终促成决定的其实是我家领导说，这个好看🤦

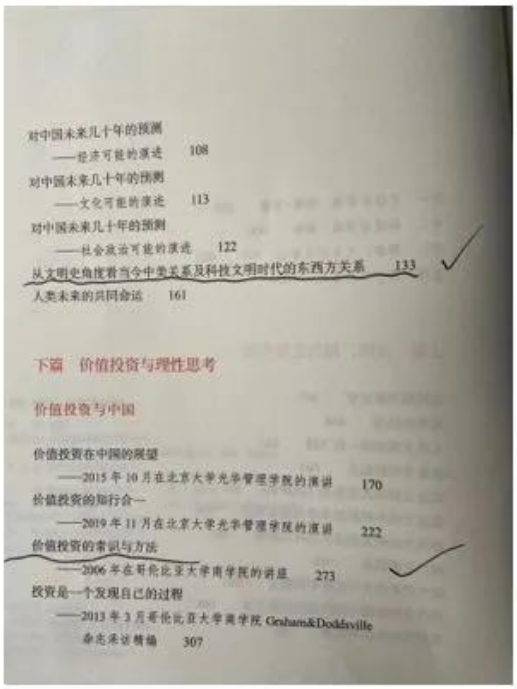
收起

其实关于文明发展的类似论述，老唐以前推荐过一本《中国巨债》，我认为数据、逻辑和论述，优于李录这本书的前半部分。

但是这本书有两章我认为非常有价值，就这两章已经值回 N 倍书钱了。

唐朝

全书读完，最有价值的是以下两章。其他部分一般，也可能网络吹捧略有过头，导致期望值太高的缘故吧😁。总体还是物超所值，值得一读。



25天前

所以，推荐阅读

《肖星的财务思维课》

肖星教授是清华大学会计系主任，真正的资深专业人士，而且看照片还是大美女一枚

她的这本书结构清晰、表达准确，特别适合财务小白入门。论清晰和简单程度，我认为超过我的《手把手教你读财报》，推荐阅读

不过，很遗憾，我在阅读过程中发现了两处比较重大的知识错误，已经经由华章出版社的编辑朋友转告了肖老师。

肖老师看后回复“下次加印时修改”。所以，如果不急的话，建议等一段时间，等买下次加印的版本。

当然，已经看过老唐发的两处纠错照片和纠错文的朋友，愿意现在买也无妨，阅读到这两段时，自己

做个标注即可。

其他书籍里，《他们正在改变中国》上下集，也值得翻翻。

这套书是 40 位财经媒体记者，撰写的关于 40 家代表性企业创业、发展、挫折、壮大的故事，分别按照 80 年代，90 年代，00 年代，10 年代归集，对于迅速了解这些企业有一定的帮助。

但因为是多人合集，水平参差不齐，单家企业的篇幅也不是很长，所以只能浮光掠影地做了解，不要抱太大希望。

这些企业里包括光大、招行、海尔、吉利、华为、平安、温氏、万科、娃哈哈、福耀、联想、新希望、美的、苏宁、顺丰、阿里、新浪、腾讯、华夏幸福、网易、京东、永辉、恒大、携程、海航、比亚迪、华大基因、海信、老百姓、分众、宜信、美团、爱奇艺等知名企业，

对于做投资的朋友而言，我觉着有一定的阅读价值，但没有达到老唐推荐的程度。买不买、读不读，朋友们自定

其他几本书，对书房的朋友们而言，没什么太大阅读价值的，可以直接略过。

老唐荐书，只荐精品。所有推荐，均经肉测。每个字都代表书房观点

凡老唐推荐过的书，会收入书单。

向书房发送关键词“书”，即可提取老唐过去推荐过的好书合集。

第793篇.　　2020.06.27 - 老唐实盘周记2020/06/27

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-06-27

给朋友们的端午小长假问安

本周交易

周三开盘，将茅台和洋河的分红以均价 106.38 加了洋河，不足一手洋河的剩余部分，在 5.58 元换成了分众。

今年六家公司里分红最大的两家处理完毕。后面还有古井贡 B 和分众传媒的分红，数额较小，合计现金分红仅占总市值约 0.2%。

当前持仓

目前持仓茅台 42%，腾讯 26%，洋河 13%，分众 8%，古井 B7%，海康 4%。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	42%	19000±10%	＜9500	23000	18341	1460.01	25.22%
腾讯控股	26%	55000±10%	＜27500	60000	42295	485.00	29.54%
洋河股份	13%	3150±10%	＜1575	3700	1587	105.33	-2.02%
分众传媒	8%	……	＜600	1400	815	5.55	-11.34%
古井贡B	7%	666±10%	＜333	800	391	85.00	20.04%
海康威视	4%	4400±10%	＜2200	5000	2829	30.27	-5.52%
沪深300						4138.99	1.04%
上证指数						2979.55	-2.31%
2020/6/27			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.9129	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	42%	19000±10%	＜9500	23000	18087	1439.84	21.71%
腾讯控股	26%	55000±10%	＜27500	60000	40119	460.40	22.58%
洋河股份	13%	3150±10%	＜1575	3700	1632	108.29	-2.00%
分众传媒	8%	……	＜600	1400	762	5.19	-17.09%
古井贡B	7%	666±10%	＜333	800	378	82.29	16.21%
海康威视	4%	4400±10%	＜2200	5000	2820	30.18	-7.82%
沪深300						4098.71	0.05%
上证指数						2967.63	-2.70%
2020/6/20			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.9122	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同而发生小幅变化；

②老唐买点或卖点，代表如果公司总市值触及此数值，老唐计划买入或卖出，与个股历史买入成本无关；

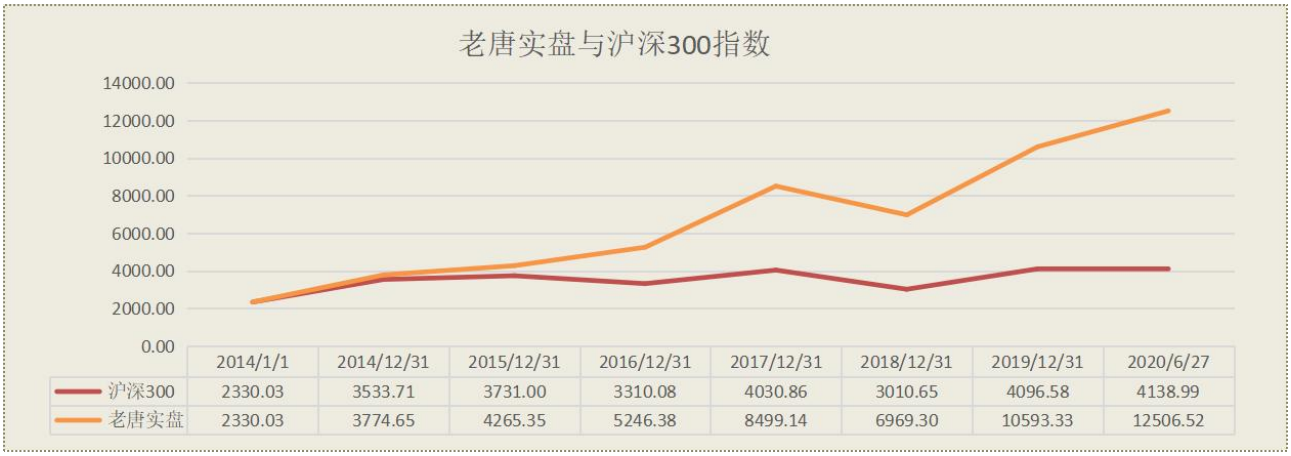
③仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2020 年内收益 18%（四舍五入数据）。

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，18%（均不含新股收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 537。以 6.5 年折算，年化收益率约 29.5%。



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/6/27
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	4138.99
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	12506.52

重要事项

1.本周前两大持仓茅台、腾讯继续创历史新高。

茅台目前市值 1.83 万亿，腾讯市值 4.63 万亿港币（人民币 4.23 万亿）。

伴随着他俩的历史新高，老唐实盘市值也继续创出新高。

不过很可惜，自从真正理解了投资的底层逻辑以后，创新高变的没啥感觉了，快感甚至不如一篇文章的阅读量创新高或者打赏率创新高。

这算不算一种“损失”？

借用去年 12 月我给阿迪唐的一段回复（聊天截图经过当事人同意），提醒朋友们：这种麻木也是投资活动的“风险”之一

去年 11 月 16 号，老唐提醒朋友们“2.7 万亿的腾讯是高确定的送钱时刻”。

年报出来后的 3 月 18 日，老唐再次写到：

“腾讯就三个字‘等收钱’。游戏和广告构成基本盘，短期增长看游戏出海和企业服务，长期增长点还有金融深化和投资价值体现”。

当天腾讯股价 333 港币，市值约 3.18 万亿港币，或 2.9 万亿人民币。

这个时间段里，市场爆款文是《全面反思腾讯的战略》、《腾讯没有梦想》，全网阅读量以千万计。

老唐蜗居书房、声如蚊呐，留言区质疑者众（甚至有谩骂和怀疑老唐居心的）、压力重重

好在，这一切喧嚣，随着股价一涨，风平浪静。

今天，腾讯的梦想有了，战略也对了

这就是市场先生的本来面目。

相信这新鲜出炉的“别瞅傻子，瞅地”的案例，只有认真旁观，过脑思考了，哪怕你没有在这个过程中赚到财富，它也是巨大的收获，价值不菲的收获

因为在你的投资生涯里，你「必然」还会遇到很多次类似场景。

2.关于银行股观点的一个误解。

上周周记里，从国务院的“推动金融系统年内向实体企业让利 1.5 万亿”的大事件，聊到作为写过银行财报书籍的老唐，为何在 2018 年清仓银行股的话题。

可以成文说的理由，在 2018 年 10 月的《对卖出股票的思考》写过。

上周周记冒险以自动回复（不发表）的形式，简单解释了无法成文的另一半敏感理由。

结果不出所料，很快被八戒吃掉了，来得晚的朋友没看到

为了书房的长期存在，我一贯侧重讨论投资领域，很少涉及社会敏感话题，也希望朋友们没看见就没看见，不要追问了

今天重提这个话题，是要解释一个误解。

上周周记后，有不少人声称老唐说银行变成盐碱地了，要颗粒无收。老唐说看好银行的大 V 非蠢既坏……

在留言区里，我特意详细解释了这个误解，但始终不断有人来询问甚至质疑。

我后来再看后台，才发现我回复过的这位朋友不知出于什么考虑，将自己的留言删掉了，导致老唐的回复也消失了。

今天特意截图纠正这个误解。

互动详情

老男孩 11 1

[留言已被用户删除]

你的回复

你误解了两点：第一，我没说银行变成了盐碱地，而是说政策环境正在导致银行这块地的“盐碱化”，也就是产出正在降低。你说你不懂盐碱化这个用语，显示你可能没读过《巴芒演义》或者《价值投资实战手册》，因为这个问题在这两本书里重复讲过。我暂时无法理解连我的心血结集都不看的“信赖”😁

你的回复

第二，我没说过“看好银行的人非蠢即坏”，我说的是将“国务院推动金融系统年内向企业让利1.5万亿”这个政策解读为利好银行的人，非蠢既坏。这是完全不同的两个观点，我认为你的误解偏差很大。还有，我觉着你这种抄作业的方式很危险🦉🫵

老男孩

抱歉，唐老师，文章我是昨天晚上加班时间看的，看的比较匆忙，可能误解了您的意思，然后这个问题一直在心里盘旋，今天上午也是在上班时间没来得及再细看就评论了，可能说的有些唐突，向您道歉，另外我说的是不懂银行业以及[redacted]不是不

我相信我解释的很清楚，盐碱化表述的是一种趋势，指银行这块“地”有产出下降的趋势。

不是指银行这块地变成盐碱地，要颗粒无收了，要亏损了……

非蠢即坏指的是将“让利 1.5 万亿政策”解释为利好银行的人，而不是指目前投资银行或者看好银行的人。

老唐是个不喜欢热闹的人，自认普通中年胖子一枚，水平普通，能力普通，长相普通，经历普通，一切都普通。

不过就是因为喜欢嘚吧嘚吧，莫名其妙成为所谓大 V，成为某些小范围的关注热点。

这是我喜欢嘚吧的代价，因为戒不了键盘，所以只能承受，靠自己尽最大可能躲开热点，躲开聚光灯来化解。

我已经最大限度地将自己约束在半封闭状态的公众号里，从不寻求关注，从不推广书房。

尽最大可能不沾热点，不和其他大 V 互动，从不主动去评价其他大 V 。

我只展示我的观点、我的依据。从来无意说服任何人，也无意评论任何人。连留言区里但凡涉及到对其他大 V 的负面言论，我也是尽可能不做上墙处理。

我自己觉着已经是基本做到人畜无害了（唯一能想到的害处，可能就是“骗”大家点了几个广告，“糟蹋”了几本书钱吧），还请书房的某些朋友以善意出发，不要挑动所谓大 V 之间撕那啥。谢谢

关于疫情传递给银行业的压力，这是明摆着的事情，但凡能稍微有点理性的人，都不难得出结论。

这不，本周美联储也动手了，昨天美联储发出新规“考虑到全球新冠疫情的不确定性给银行资产质量造成压力，美联储禁止银行在三季度内派息或回购股票。”

强调一句，我说的是银行业的经营压力，说的是银行这块地的真实获利能力，没有谈论股价。

股价会如何波动，我从不具备判断能力。

3.黄鹤楼对赌业绩完不成的概率大增。

本周，古井贡酒的股东大会上，董事长梁金辉暗示黄鹤楼酒业绩承诺有可能落空。

他说：“对黄鹤楼酒业绩承诺情况已有思想准备，黄鹤楼业绩完成了，说明管理层积极有为；完不成，我们也能做出最大的理解。”

对于黄鹤楼业绩完不成造成的影响，梁金辉表示“公司管理层已经做了充分的思想准备。”

这个事情倒不意外，早在年初市场最担心这个问题时（股价 69.52 港币），老唐就在《老唐实盘周记 2020/02/08》中写到

市场人士可能担心疫情冲击之下，会导致古井在黄鹤楼的股权按照原价回售给原主王天龙，导致古井公司几年心血丧失殆尽。

关于这个问题，我的看法是三句话：

①2020年对赌协议中约定的黄鹤楼酒业营收和净利润达成的概率近于零，

②黄鹤楼股权回售发生的概率也近于零；

③古井贡B拥有巨大的安全边际，以稍微长远一点的眼光看，2020年古井本身的营收和净利润情况，以及黄鹤楼酒业的营收和净利润完成情况，对古井贡B投资价值的影响几乎可以忽略。

①和③都容易理解，②的含义是指：

A.正常推测，在这种不可抗力的影响下，无论从商业道德、利益及长远合作的角度看，王天龙会在今年的对赌协议中主动放弃一些要求，如同老唐1月29日主动联系租客免掉对方两个月房租一样。

商业社会是一个合作共赢的价值增长领域，不是一个你死我活的零和游戏，伙伴遇到困境时选择共度时艰是一个商人最合理最有利的反应。

B.假设王天龙漠视不可抗力因素，坚持要求2020营收和利润目标，对于不差钱的古井贡，也不过是利用一些奖励政策，将黄鹤楼产品从工厂搬运到渠道，并从利润表及现金流量表上“漂亮地完成”业绩即可，不是什么大事。

目前，观点没有变化。

4.本周的读书笔记，我又选中 3 份。

仍然先披露入选者，之后再找时间陆续推送文章，以避免作者们焦虑。

入选文章是：

- 2020，这次不一样吗？——豆瓣@Olivier
- 价投之必看书籍、可以少走很多弯路——雪球@Diligentjenny
- 《巴芒演义》读书笔记——公众号@kingroom 的成长记录

请这三位朋友留下收货地址——如果选择老唐的四本书签名套装做奖品，或，留下微信号——如果选择加老唐微信好友做奖品。

无论是否入选，输出本身已经是对自己的巨大帮助，是非常深入的学习过程。我相信所有写过读书笔记的朋友，都会有这个感触。

借着这个激励，将双手放在键盘上，给自己一个成长的机会吧！

我再次关注到历次入选的高水平笔记文章，绝大部分来源于很少粉丝的账户，甚至是新注册账户，有些账户里《巴芒演义》读书笔记甚至是唯一的一篇文章

猜测可能性有二：

其一是市场不识货。

很多文字驾驭能力不错，投资理念正统的投资者，因为不善于利用热点，不善于表现自己，所以没有被发现，没有成长为关注者众多的“大 V”；

其二是大 V 人设障碍。

很多人一旦成为大 V，就要保持“我早就知道、我早就懂”的人设。

只愿意展示自己阅读外国人写的书，或者是名气非常大、一般不和普通大众来往交流的中国“高手”写的书。耻于阅读没啥名气的、经常在网上嘚吧嘚吧的身边“低手”著作。

这种心理上莫名其妙的以学习为耻的心态，可能也是大部分人进化轨迹是抛物线，而不是持续东北向的原因吧

这里老唐可以自信且骄傲的说：《巴芒演义》这本书，恰巧是越了解巴菲特及相关投资人书籍和事迹的人，越是在投资领域里有过深入思考的朋友，越能发现其中的原创思想和重要价值。

反倒是了解很少甚至完全没接触过巴菲特思想的新手，容易当做故事集看待。

所以，卖书郎老唐大喊一声：关注书房的大 V 们不必害羞，走过路过不要错过。读读演义并不可耻，老唐保证她对高手也是物超所值

六月阅读

本月读书 10 本，有三本值得推荐。

相关分享我放在今天的第三条。感兴趣的朋友点击本文标题下的“唐书房”三个字，转到第三条阅读。

本周运动

本周游泳一次一小时；跑步两次，单次十公里；陪我家领导散步 4 次合计 34 公里。

同口径体重 85.5 kg（175cm），环比上周增加 0.1kg，一定是粽子惹的祸

对，没错，责任主要在粽子

下周预计交易

无

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。

文中提及的任何个股，都有**腰斩**或翻倍的风险。请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记

祝朋友们周末愉快

第794篇.　　2020.06.30 - 2020年上半年小结

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-06-30

或许是近因效应作祟，或许是 2020 年上半年确实发生了太多事，总之过去的半年，感觉真的如同下图：

疫情

最为刻骨铭心的，当然是新冠疫情带给我们从未体验过的关门闭户式春节，活了四十七年，头一回经历。

对于投资者而言，封城那天正好是股市春节前最后一个交易日，当时我们一家三口已经自驾回老家了，正在丈母娘家院子里招猫逗狗，结果股市暴跌，手机不断弹出各种提示。

最为惊悚的是香港一位管姓专家的言论，说疫情比 2003 年非典严重的多，感染人数和死亡人数起码是非典的十倍起跳——最终的事实确实证明管专家说对了。

2003 年非典时期，老唐几乎没有感受到严重性。

当时是一家公司的总经理，有一个运作近两年的矿山项目，正在紧要关头，哪里顾得上什么非典正典的，带着司机奔忙于大凉山的崇山峻岭中。

唯一的记忆就是每天会被拦下来很多次，几乎所有的国道县道都有人拦路测体温。其他完全没啥印象了。

这次是真怕了

武汉封城的次日就是大年三十，心怀忐忑地团了个年。

大年初一的新闻让人感觉越来越糟，干脆去超市搞了点采购，初二一大早就开车回成都。

就在我们离开老家一个小时左右，就得知老家封村了。算我们跑得快

一路没有出高速，靠采购的零食和饮料支撑，一家三口当天就回到家。

回家的第二天还是第三天就看到有司机在高速上下不来了，一身冷汗

回家后就开始了全封闭式春节。还好，平时本就宅习惯了，除了领导每两天出去采购一次，我和儿子基本不出门。

三月初，情况终于平静下来了，成都已经连续 10 天零新增。儿子耐不住了，飞回了上海。我们也开始探头探脑地出门活动。

新书

受疫情影响，去年圣诞交稿，原本计划在 3 月初出版的《巴芒演义》，一直无法开工印刷，拖到四月底才面世。

虽然由于免费连载的缘故，这本书的销售量并不理想。

但于我而言，她是我最得意的作品，算是老唐迄今为止对投资世界做的最大贡献吧，其价值远远超过创下财务小众书籍销售奇迹的《手把手教你读财报》

她汇集了老唐在投资领域里二十多年的阅读和思考。其中部分原创性的思想和解读，是整个中文世界，甚至是西方世界里都没有的。

我相信她会改变很多人的命运，其价值会在未来得到肯定的，甚至不排除被翻译成其他语种传播到其他国家和地区去。

（一直说等当当 1 万册定制版销售完毕后，给大家推送定制版的思维导图。但至今也没销售结束，所以大家还需要再等等）

投资

今年的投资没什么可说的，不仅持股品种没有变化，而且因为新增资金不多，所以连持股比例变化也不大。

在老唐的 2019 年年终总结里记录的持股情况如下表

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	42%	16500±10%	<8250	21000	14858	1183.00	103.47%
腾讯控股	25%	55000±10%	<27500	50000	32114	375.60	19.95%
洋河股份	13%	3850±10%	<1925	4700	1665	110.50	19.83%
分众传媒	10%	……	<600	1400	919	6.26	21.84%
古井贡B	6%	666±10%	<333	800	319	70.81	86.98%
海康威视	5%	4400±10%	<2200	5000	3060	32.74	30.28%
沪深300						4096.58	36.07%
上证指数						3050.12	22.30%
2019/12/31		注:腾讯控股及古井B股价为港币价格报价，今日汇率:0.8951					

2020 年 6 月 30 日的最新持股

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	41%	19000±10%	<9500	23000	18377	1462.88	25.46%
腾讯控股	27%	55000±10%	<27500	60000	43457	498.60	33.17%
洋河股份	13%	3150±10%	<1575	3700	1584	105.14	-2.20%
分众传媒	8%	……	<600	1400	818	5.57	-11.02%
古井贡B	7%	666±10%	<333	800	383	83.28	17.61%
海康威视	4%	4400±10%	<2200	5000	2836	30.35	-5.27%
沪深300						4163.96	1.64%
上证指数						2984.67	-2.15%
2020/6/30			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.9124	

对比看，就是小幅上调了茅台和腾讯的估值和买卖点，小幅下调了洋河的估值和买卖点，其他公司无变化。

上半年六只个股，三涨三跌，胜率和抛硬币瞎蒙差不多

翻了交易记录，由于新增少量资金和年内分红所得，半年有过屈指可数的几次交易：2 月 29 日 73.1 港币买入了古井 B；

在 101 元、87.11 元、96.05 元、106.38 元加了四次洋河，还有就是每次剩下买不了其他股票的钱买入了分众。

有限的交易次数之外，就是最常见的“本周交易无”了。

截止 6 月 30 日，年内股票账户收益 19%（基金净值法，已经过滤了新入资金的影响），市值创历史新高。

	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/6/30
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	4163.96
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	12598.93

公开披露实盘六年半以来，年度收益分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，19%（均不含新股收益）。2014 年元旦的 100 元成长为 2020 年 6 月 30 日的 541 元，六年半时间年化收益率 29.7%。

另外，今年中新股 17 签，不计入股市收益。卖出新股后，若资金没有转出，我记录为实盘增加资金。

感谢我大中华股市的馈赠，一直不动脑糊里糊涂的捡钱，不知道该感谢谁，只能大喊一声“社会主义就是好呀，就是好！”

2015 年 7 月，儿子刚刚考上大学的时候，老唐曾经写过《致即将踏入大学校园的儿子》给他。信当时发在雪球，2017 年搬来书房。

信中有这么一条：

“目前，你 2012-2013 年间投入的 2.1 万元本金，已经升值为 4 万元。从今日至 2020 年 7 月（毕业一年后），没有动用的部分，老爸保底 5 倍合计 20 万返还给你。”

很遗憾，没有做到 5 倍：4 万×1.13×1.23×1.62×0.82×1.52×1.19=13.36 万。6 月 27 日，按照保底承诺，给儿子转过去 20 万，让他自由安排。他收回了压岁钱，我了结一件承诺

指数基金

我在书房曾写过几篇关于指数基金的文章，分别是

- 指数基金的投资逻辑和误区
- 扩胸与减震
- 指数基金配套小工具
- 老唐的医药指数基金投资及逻辑
- 以及 2019 年年终总结。

2019 年年终总结里，老唐记录了 2019 年购买的两只医药指数基金的情况。当时市值为 97 万，我在文中写到

我打算下一个交易日将它们凑整为100万后，不再增加了。

明年再有零零碎碎的小钱进账，拟考虑买成和恒生指数挂钩的指数基金（稍微大额的资金还是会进入老唐实盘买股票）。

鉴于这些资金不进入股票账户，不计入老唐实盘，简单起见还是考虑选择场外基金。

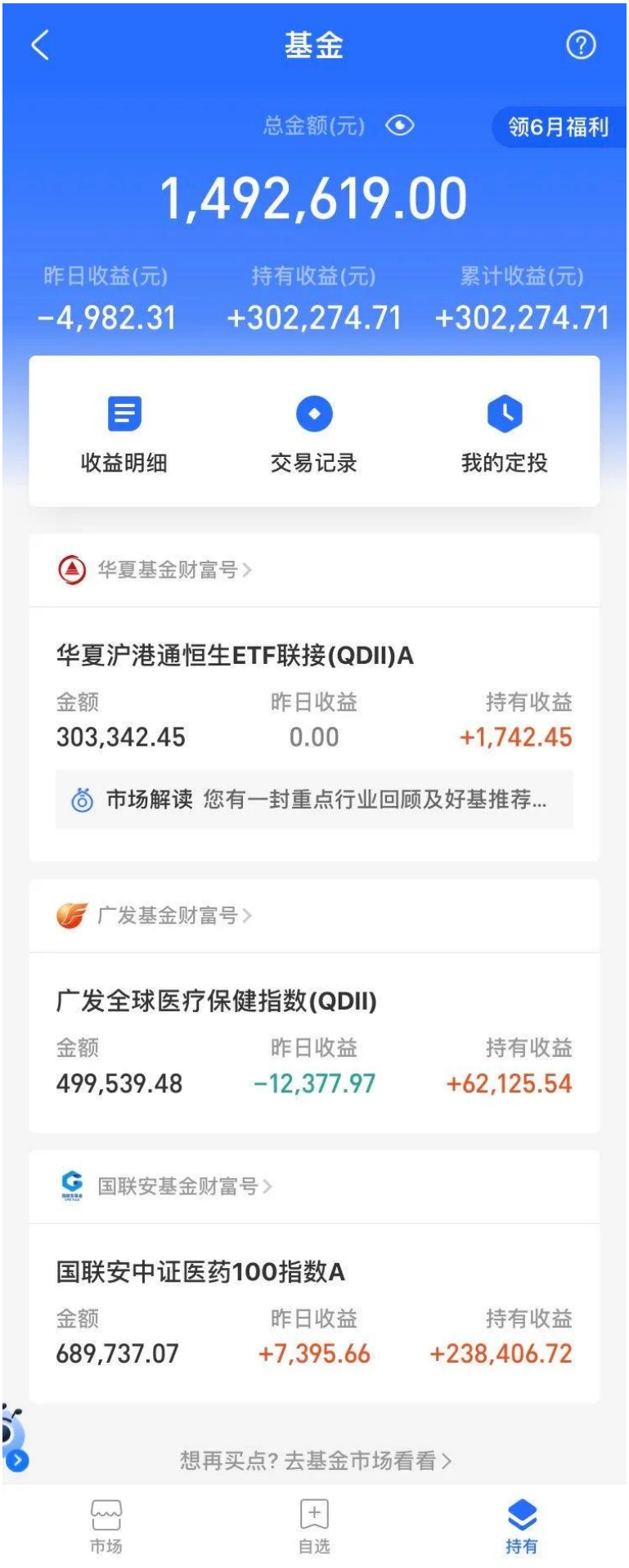
初步看，如果在支付宝内买，可选000071华夏恒生ETF联接A，或000948华夏沪港通恒生ETF联接A；如果在微信里买入，可选对象就只有000948了。

开年我就是这么做的，将医药基金补足 100 万后不管不问。

今年的一些零碎收入，陆续买入了 000948 华夏沪港通恒生 ETF。

上半年恒生指数比较弱，半年下跌了 13.35%。我的 000948 整体收益 0.58%，算基本持平吧。

医药指数没加没减，从年初的 100 万变成了 118.9 万，收益率 18.9%，和我的股票实盘账户持平。整体情况截图如下：


基金
总金额(元)
领6月福利
1,492,619.00
昨日收益(元)
持有收益(元)
累计收益(元)
-4,982.31
+302,274.71
+302,274.71
收益明细
交易记录
我的定投
华夏基金财富号
华夏沪港通恒生ETF联接(QDII)A
金额
昨日收益
持有收益
303,342.45
0.00
+1,742.45
市场解读 您有一封重点行业回顾及好基推荐...
广发基金财富号
广发全球医疗保健指数(QDII)
金额
昨日收益
持有收益
499,539.48
-12,377.97
+62,125.54
国联安基金财富号
国联安中证医药100指数A
金额
昨日收益
持有收益
689,737.07
+7,395.66
+238,406.72
想再买点? 去基金市场看看
市场
自选
持有

读书

上半年读纸质书 47 本，电子书没有记录。不过电子书多数是 YY 小说，就不算阅读吧。

其中肉测出的好书，给大家陆续推荐过 11 本：

- 1 月：《中央帝国财政密码》、《保险公司财务分析》；
- 2 月：《你的权利从哪里来》、《中国巨债》；
- 3 月：《迷人的材料》；
- 4 月：无推荐；
- 5 月：《鲜衣怒马少年时》、《大钱细思》、《迈克尔.波特竞争战略精髓》；
- 6 月：《汴京之围》、《文明、现代化、价值投资与中国》、《肖星的财务思维课》。

历史推荐书单，向书房发送“书”就可以提取。

另外读了十几家公司的财报。不过今年懒，没写什么企业分析文章，踏雪无痕，什么也没有留下。

~~**运动（本项已删除）**~~

~~谁问运动跟谁急。~~

~~今年上半年不是由于那啥那啥那啥啥啥原因嘛，总之运动量锐减，跑步游泳都锐减，体重也从 2019 年底的 84 公斤，上升了 2 公斤。~~

其他似乎也没什么值得记录的事情了。

上半年大体如此，外面波涛汹涌，书房里依然风平浪静，安安静静地度过了 2020 年艰难的上半年。

期盼下半年我天朝国泰民安，朋友们事事顺心，书房里一团和气至于投资嘛，就随它去了，涨跌都高兴

第795篇.　　2020.07.04 - 第三十五回 曲线减持暗动心机 偷鸡不成险蚀把米

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-07-04

纸质版《巴芒演义》请点击：当当下单　京东下单

音频版请到喜马拉雅搜索《巴芒演义》

巴菲特为何要收购通用再保险

结合当时的市场环境及收购后巴菲特的相关动作，老唐推测可能有三个原因，共同推动了巴菲特的收购决策。

第一个原因，是巴菲特更多地考虑了收购后，自己掌控通用再保投资部门，可能实现的投资收益，而不是通用再保目前报表上展示的收益。

当巴菲特看见通用再保 1997 年度财报时，脑袋里想到的可能不是 9.36 亿美元净利润值得付出多少钱，而是“哇，投资收益率才 3.94%，真是一颗好白菜让猪拱了。要是 246 亿美元在我手上，怎么也要从 3.94%变成 9.43%吧？那投资收益就不是 9 亿多，而是 23 亿多”！

要说巴菲特控制这些浮存金，能达到 9.43%以上的投资收益率，绝对不算过于乐观。

毕竟巴菲特 1965—1997 年已经实现 33 年年化收益率 24.3%，而且代表美国股市平均收益率水平的标

普 500 指数，1965—1997 年也实现了 11.7%的年化回报率。

这样看，预估 10%以内的年化回报率完全算是保守可靠的。

以这样的投资回报率估算，其他条件不变的情况下，仅仅通过更换通用再保的投资决策人，年度净利润就可以轻而易举地超过 23 亿美元。

这样思考，220 亿美元的出价似乎就不算高了。

第二个原因，是垂涎通用再保手中的浮存金。

1998 年伯克希尔披露的浮存金构成里，通用再保 149.09 亿美元，盖可保险 31.25 亿美元，伯克希尔旗下其他保险和再保险公司合计 47.2 亿美元。

这意味着收购通用再保，可以让伯克希尔旗下浮存金的规模扩大为原来的近三倍。

前面说过，在巴菲特看来，浮存金虽然在财务报表上列为企业的负债，但它的实际价值甚至比同等金额的股东权益更有价值。

道理很简单，虽然两者都能给公司创造利润，但股东权益是要求回报的，而且要求的回报还不低。

举个简单例子，如果我有一种赚钱的方法，预计每年可以赚到 20%利润，此时张三愿意入股 100 万元，李四愿意以 5%利率借给我 100 万元。

那毫无疑问，李四的钱对我更有价值，每年可以多给我创造 15%的利润。正因为如此，此时通用再保账面约 150 亿美元浮存金，在巴菲特看来，值得发行价值 150 亿美元以上的股票去交换。

同时，通用再保公司还有 83 亿美元净资产，220 亿美元的出价略低于两者之和。

第三个原因，也是巴菲特从未明说的原因：他可能意图利用市场先生这个傻子，曲线减持手中持股。

老唐高度怀疑，决定是否收购通用再保的原因可能是前两个，但选择 1998 年 6 月这个时点收购，以及出 220 亿美元高价收购，可能是由第三个原因决定的。

内在价值与股价：伯克希尔是否被高估？

1998 年上半年，美国股市涨得如火如荼。道琼斯指数首次突破万点，过去 5 年涨了 3 倍，过去 10 年涨了 5 倍。

6 月，伯克希尔股价飙升至最高每股 84000 美元，半年涨幅高达 82.6%。这个价格直到 5 年半以后（2003 年 11 月）才被重新触摸到，期间最低于 2000 年 3 月跌至 40800 美元。

84000 美元是 5 年前股价的 5 倍多，是 10 年前股价的 20 倍，是 20 年前股价的 530 倍。

以市净率 PB 作为观察标准的话（PB=股价/每股净资产），20 年前伯克希尔股价是每股净资产的 60%，10 年前是 160%，5 年前是 200%，此时超过 300%。

1998 年 6 月 19 日，巴菲特和弗格森共同宣布伯克希尔收购通用再保，那天伯克希尔的股价是 80900 美元/股。

以巴菲特对伯克希尔内在价值的判断，此时伯克希尔股价确定高估。

巴菲特虽然没有说过伯克希尔的内在价值究竟是多少，但根据他在年报里的解释，是可以大致推算出这个数据的。

在 1996 年、1997 年和 1998 年的致股东信，巴菲特这样表述伯克希尔内在价值和股价之间的关系：

在 1995 年致股东的信中，当伯克希尔的股价达到每股 36000 美元的时候，我曾经告诉过你们：

（1）伯克希尔近些年来的市场价值表现已经超出了其内在价值，尽管后者的表现也非常令人满意；

（2）这种特别优异的表现不可能无限持续下去；

（3）芒格和我在那个时候并不认为伯克希尔的价值被低估。

自从我发出这样的提醒至今，伯克希尔的内在价值已经大大增加，而同期股价却没有太大变化。

当然，这意味着我们的股价在 1996 年落后于我们的企业经营。

因此，今天的股价与内在价值的比值已经与一年之前大不相同。以芒格和我的观点看，今天的比值更加合理。

——1997 年 2 月 28 日发布的 1996 年度致股东信。

当时伯克希尔股价 35500 美元。账面净资产的增加当然不是经营伯克希尔的最终目标，真正重要的是每股内在价值，虽然在伯克希尔两者通常以相当接近的幅度波动，就像是 1997 年便是如此。

受惠于盖可保险爆炸性的成长，伯克希尔的内在价值以接近账面净资产值增长的幅度增加了。

——1998 年 2 月 27 日发布的 1997 年度致股东信

当时伯克希尔股价 55800 美元。1997 年度伯克希尔账面净资产增长 34.1%。我们公司目前的股价远远高于账面净资产……

虽然伯克希尔 1998 年的内在价值也大幅增长，但绝没有达到账面净资产增加 48.3%的程度。

不过尽管如此，我还是必须强调，目前伯克希尔的内在价值仍远高于账面净资产值。

——1999 年 3 月 1 日发布的 1998 年度致股东信。

从以上用词推理，巴菲特和芒格认为 1995 年致股东信发布时约 36000 美元的股价是高估的；

经过一年成长，1996 年致股东信发布时股价 35500 美元，基本合理；

1997 年伯克希尔内在价值增长幅度和净资产 34.1%的增幅基本吻合，即意味着 1997 年底伯克希尔内在价值可以估算为大约 35500×134.1%≈47600 美元。

1998 年全年内在价值增幅达不到 48.3%。我们假设企业上下半年内在价值增幅基本稳定，意味 1998 年 6 月宣布并购时，伯克希尔的内在价值确定低于 47600×124%≈59000 美元。

那么，按照 80900 美元的股价折算出的 220 亿美元收购价格，在巴菲特心里的实际价值，最多不超过 59000÷80900×220 亿=160 亿美元。

不超过 160 亿美元的出价，购买 150 亿美元浮存金，意味着对通用再保全部净资产和所有业务部门的作价近于 0。

面对高估，巴菲特真的不动心吗？

不知道是“股神”的精准计算还是巧合，总之，通用再保的股东们投票走完程序实施换股时，伯克希尔股价真的跌到了 59000 美元附近。

通用再保 100%股权交换来的伯克希尔股票，市值恰好是 160 亿美元。

从这个意义上说，整个通用再保公司业务部门只要不亏到资不抵债，就算是市场先生白送的。

不仅伯克希尔自己的股票涨幅巨大，伯克希尔持有的股票同样涨幅巨大。

1997 年末，不包括并表范围的全资和控股子公司，伯克希尔投资部门共计持有 362.5 亿美元的股票。

前八大持仓及仓位占比分别是：可口可乐 36.8%，吉列 13.3%，美国运通 12.2%，房地美 7.4%，富国银行 6.3%，迪士尼 5.9%，旅行者集团 3.5%，华盛顿邮报 2.3%。

这些持仓里，有两只股票不是巴菲特主动买入的：迪士尼和旅行者集团。前者是迪士尼收购大都会通

信时换来的，后者是旅行者收购所罗门换来的。

1998 年，巴菲特正忙着抛售这两只股票。

由于市场火爆，上述个股都出现了大幅上涨。

以第一大重仓股可口可乐为例：1997 年末可口可乐股价收于 66.69 美元，1998 年 6 月底收于 85.5 美元，半年上涨 28.2%。

此时巴菲特持有的 2 亿股可口可乐市值超过 170 亿美元。

这 2 亿股是巴菲特在 1988 年、1989 年和 1994 年分三次买入的，合计买入成本是 12.99 亿美元。

现在，股票已经涨到 170 多亿美元，过去 10 年巴菲特还从可口可乐公司收到现金红利近 7 亿美元。这是一笔不足 10 年时间获利约 13 倍的经典投资。

此时，85.5 美元/股的股价，24.7 亿股的总股本，可口可乐公司市值超过 2100 亿美元。

而 1997 年年报显示，可口可乐公司净资产 73 亿美元，净利润 41.3 亿美元，市净率近 30 倍，市盈率超过 50 倍。

巴菲特面对高估，真的毫不动心吗？

恐怕不是。巴菲特的名言是，“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，他自己会觉得是罪恶。

曲线减持有妙招

巴菲特这样完成曲线减持：

向通用再保全体股东增发相当于伯克希尔原总股本 22%数量的新股，换购通用再保 100%的股份。然后立刻将通用再保持有的股票全部抛售，全部换成债券。

在 1998 年的年报里巴菲特这样描述这个过程：“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。”

通过这个举动，巴菲特调整了伯克希尔持有的股票和债券的仓位占比，变相实现对伯克希尔、可口可乐及当时伯克希尔所有持股高位减持总量的约 22%。

很有意思的是，如此金额巨大的一笔投资，巴菲特罕见地没有和芒格商量。

芒格曾公开承认等自己知道伯克希尔要收购通用再保时，收购已经进行了很久。

1998 年 9 月 16 日，伯克希尔召开股东大会，表决对通用再保的收购，芒格没有参加。巴菲特首次用了真人大小的纸版芒格，搞怪式地坐在主席台，并播放芒格的录音，“我没什么好补充的”。

巴菲特是不是也觉得用曲线减持这种手段，有点居心不正，难以获得芒格的支持？旁人无从得知，只能猜测。

到 2000 年 3 月，伯克希尔公司股价下跌至 40800 美元，不到 1998 年 6 月高点的一半；同期可口可乐公司股票跌至 37 美元，同样不足 1998 年 6 月高点的一半。其他股票也都有近似幅度的下跌。

巴菲特确实实现了曲线减持的目的。

为何要曲线减持？

巴菲特之所以要曲线减持，而不是直接抛售，老唐推测可能至少有三个原因。

原因一，巴菲特持股数量巨大，直接抛售很容易打压公司股价。

尤其是巴菲特本人的巨大影响力和可口可乐董事会成员身份，抛售甚至可能引发市场恐慌，导致股价

抢先暴跌，预期利润无法实现。

原因二，之前大都会通信公司股票的“波段”操作阴影，使巴菲特很难下决心对被自己归为“死了也不卖”的股票直接实施抛售。

巴菲特在大都会这家公司上做过“波段”，操作过程大致如下：

①1978 年，巴菲特以约 24.68 美元/股的价格买进约 25 万股，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 年致股东信，巴菲特信誓旦旦地将大都会列为和华盛顿邮报、盖可保险并列的三大“死了都不卖”的股票。

④1987 年致股东信，再次强调大都会、华盛顿邮报和盖可保险的股价再怎么涨，也不会卖。

⑤1993 年食言，以 63 美元价格卖掉 1000 万股。股票经历过一拆十，相当于以 630 元的价格卖掉了 100 万股。1994 年底，股价收于 85.25 美元，相比 1993 年 63 美元的卖出价，又涨了 35%。

⑥1995 年大都会被迪士尼收购。股价相比巴菲特的卖价翻倍，达到 127 美元/股。63 美元卖出的 1000 万股，少赚了 6.4 亿美元。

6.4 亿美元对巴菲特来说有多痛，看看喜诗糖果和布法罗晚报两大至爱的利润吧：1993—1995 年，喜诗糖果净利润合计为 8241 万美元，布法罗晚报净利润合计为 8870 万美元。

⑦1997—1998 年，巴菲特正在不断减持用大都会换来的迪士尼股票，期间因从“死了都不卖”变成大幅减持，且卖出价过低而被媒体和市场大范围嘲笑和打脸。

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道：“可口可乐和吉列可以说是世界上最好的两家公司，我们预期未来几年它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、大都会通信、可口可乐和盖可保险。和我们的全资子公司一样，这些股票就算得到远超内在价值的报价，我们也不会出售。”

一共宣布四只“死了都不卖”的股票，其中一个变成全资子公司。另外三个里面，对大都会食言且抛售价位超烂，还给不出任何解释。巴菲特只是在年报里调侃自己“看起来大家似乎应该给我找一个指定监护人”。

此时再卖出一只“死了都不卖”，恐怕巴菲特以后再说“死了都不卖”，只会换来嘘声一片。

这甚至会直接损害伯克希尔在并购市场的巨大竞争优势。

伯克希尔在整体收购方面一直有个巨大的竞争优势——伯克希尔不会在收购后拆分出售或整体转手企业。

这优势不仅会帮助伯克希尔优先拿到优质企业控股权，甚至可以在比别人出价更低的情况下达到目的。因为它对那些不想放弃公司经营权、只是因为继承或避税需要而出让股权的优质企业原股东很有吸引力。

原因三，当时市场整体高估，不管是卖出伯克希尔还是伯克希尔持有的股票，面对数以百亿计的现金，如何选择投资品种，是一个相当令人头疼的问题。

或许唯一的选择就是债券了，但是以巴菲特的风险观看，即便是偏高估的可口可乐股票，“风险”也比债券小多了。

巴菲特的风险观

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的核心。

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）

按照巴菲特和芒格的风险观，一项投资的回报，来源于你预计持有的时间段收到的红利，和最终以保守估计的合理市盈率出售股票所得。

它是否有风险，取决于这个回报水平是否明显超过无风险利率与通货膨胀之和。

因此，投资的风险大小与两个因素直接相关：一是预计持有时间的长短，二是对公司盈利及分红估算与最终实际情况的接近程度。

预计持有时间短的，红利因素几乎可以忽略，回报主要来源于出售股票所得。

在预计较短的持有时间，股价是否会达到保守估计的合理市盈率位置，完全是随机因素，无法分析和掌控。

而预计持有时间较长的，考虑到贪婪和恐惧交替出现的不变人性，考虑到资本的逐利天性，股价到达“保守估计的合理市盈率位置”的概率，伴随持有时间的延长而增加。长到一定时间，概率是 100%。

沃顿商学院金融学教授杰里米·西格尔教授对 1871—2012 年美国股票和债券数据展开的一项研究表明，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%。

以巴菲特的长期视角来看，可口可乐股票优于债券是 100%确定的事情。

事实也是如此，巴菲特自 1989 年至今 30 年时间，实际收到现金分红超过 88 亿美元，2019 年底市值 221.4 亿美元。

而如果持有债券，即使按照 8%利率估算，30 年收到的利息不过 12.99×8%×30=31 亿美元，本息和仅 44 亿美元。

但是，我们也要看到，这笔投资的成功，主要是 1989—1998 年带来的。

如果以 1998 年 6 月市值 170 亿美元为起点，直至创出历史新高的 2019 年底，这 21 年半其实相当失败。期间获得红利不到 82 亿美元，目前市值 221.4 亿美元，年化回报率不足 3%。

年化不足 3%，连债券也比不了，更不用说股票指数了。

1998 年用 170 亿美元投资收益率为 5%的债券，本息和超过 340 亿美元。1998 年用 170 亿美元投资标普 500 指数基金，今天市值约 640 亿美元。

对此，巴菲特事后表达了后悔，但没有给出解释。

在伯克希尔 2003 年致股东信里，巴菲特写道：

对于目前我们持有的股票组合，我们既不觉得兴奋，也不持负面看法。

我们持有一些优质企业的部分所有权，它们去年内在价值都有了一些提升，但股价基本反映了内在价值。

当然，这也代表我没有在泡沫最大的时候卖掉这些持股，实在是个严重的错误。

如果这些股票今天的股价体现了它们的内在价值，那你一定会很纳闷，四年前股价远远高于内在价值的时候，我在做什么。

我当时到底在想什么，我自己也觉着非常奇怪。

在 2006 年股东大会的交流环节，巴菲特这样答复股东的质问：

“可口可乐确实曾经被荒谬地高估过，但你们不能因此责备可口可乐的 CEO。

你们可以责备我，因为我没有在 50 倍市盈率时卖掉它”。

第796篇.　　2020.07.04 - 第三十六回 可口可乐双重错误 通用再保持续失血

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-07-04

纸质版《巴芒演义》请点击：当当下单　京东下单

音频版请到喜马拉雅搜索《巴芒演义》

如果在巴菲特一生所有的投资案例里，挑选最有学习价值、最能引发思考的一个案例，我会选可口可乐。

这个案例几乎包含了巴菲特巅峰时期所有的思考，以及最重要的遗憾和反思。

可口可乐无疑是一家非常优秀的企业。2019 年正好是可口可乐上市 100 周年。

如果一个人在 1919 年上市时购买 100 美元的可口可乐股票，然后股息再投入至 2019 年末，市值约 5200 万美元。

巴菲特与可口可乐的缘分

巴菲特在 1986 年就受邀成为可口可乐公司的金融顾问。这个邀请来自巴菲特幼时邻居、1981 年起担任可口可乐总裁的唐·基奥。

巴菲特对唐·基奥的评价很高，他曾这样说过：

唐·基奥最强的能力就在于他总能迅速看穿事情的本质，说话做事能够直切主题。把复杂的问题变简单是他的处事原则，也是我的处事原则。

投资银行家赫伯特·艾伦曾经说过，在他的朋友中竞选美国总统并能成功当选的人只有两位，一位是杰克·韦尔奇，另一位就是唐·基奥。

我对这一论断完全同意，他俩天生就有这种超凡的才干。从他俩身上你能学到很多东西。

虽然和唐·基奥相识多年，但是每次见到他时，都会有一种如沐春风的感觉，就和当年我第一次喝到樱桃口味可乐时的感觉一样。

唐·基奥比巴菲特大 4 岁，两人的家相隔大约 100 米远。

1956 年，26 岁的巴菲特事业刚起步时，曾几次到基奥家游说基奥投资 2.5 万美元、1 万美元或 5000

美元。基奥都以没钱为由拒绝了。

基奥当时对妻子说：“这家伙整天不上班，像个二流子，怎么能把钱拿给他呢！”

基奥那时是一家咖啡公司的销售员，该公司于 1964 年被可口可乐收购，基奥随之进入可口可乐。

1993 年唐·基奥离开可口可乐总裁位置，受华尔街著名投行艾伦公司创始人、可口可乐公司董事、巴菲特好友赫伯特·艾伦的邀请，出任艾伦公司董事长。

1999 年艾伦公司组织的太阳谷峰会上，排在巴菲特前面的演讲者，是基奥的女儿克拉克·基奥。

克拉克在发言里回忆小时候的趣事，提到父亲当年曾拒绝巴菲特的投资要求，与一笔巨额财富擦肩而过。

克拉克发言结束后，巴菲特也谈了这段往事。

他说自己 1962 年 6 月 21 日又去基奥家，试图再次游说基奥投资。结果怎么敲门都得不到回音。

巴菲特说：“此时光线太暗，没法看书，但睡觉又太早。看屋里漆黑，他们明明在家，就是不理我。克拉克，你什么时候出生的？”

“1963 年 3 月 21 日。”克拉克回答。

“你看，克拉克，历史就取决于这些小事，你应该为那天你父母没有搭理我而感到庆幸。”

这应该是巴菲特即兴创作的段子。

悄悄买入可口可乐

1987 年 10 月大股灾，可口可乐股价大幅下跌。从高点 53 美元左右下跌至 29 美元后才展开反弹。

巴菲特是在 1988 年末开始买入的。当年买进 1417 万股，买进均价 41.85 美元。

按照 1987 年可口可乐每股收益 2.43 美元计算，约折合 17 倍市盈率。

为了防止市场察觉，巴菲特叮嘱经纪人每天买入量不得超过市场日成交量的 30%。

即便如此，1989 年巴菲特追加买进 918 万股后，就被市场发现了。基奥直接打电话问巴菲特：“是不是你在买我们公司股票？”

巴菲特买入的消息曝光后，股价飙升。买入计划被迫搁浅。

两年合计买入的 2335 万股，约占可口可乐公司总股本的 6.9%，累计投入 10.24 亿美元，约占当时伯克希尔公司净资产的 30%。

1989 年内买入均价约 46.95 美元，对应 1988 年每股净利润 2.42 美元折算，约 19 倍市盈率。

1989 年底，可口可乐股价涨到 77.25 美元，巴菲特持股市值约 18 亿美元，期间收到约 1600 万美元分红，总体获利超过 77%。

1990 年和 1992 年，公司两次 10 送 10，巴菲特持股数量变成 9340 万股。

1993 年 4 月，巴菲特以 1.5 美元/股的价格，卖出 300 万份看跌期权，有效期至当年 12 月 17 日，执行价格为 35 美元。

意思是巴菲特收到每股 1.5 美元后承诺：当年 12 月 17 日之前，无论可口可乐股价跌成什么样，期权买家都有权按照 35 美元/股的价格，将 300 万股可口可乐卖给巴菲特。

很可惜，1993 年可口可乐最低股价就是 4 月份的 37.5 美元。巴菲特确实白得 450 万美元，但等待让他错失低价买入的机会。

后来，巴菲特大概是强迫症发作，在 41.65 美元追高买入 660 万股，将持股数量凑整为 1 亿股。

至此，巴菲特在可口可乐上的全部投入结束，总投入 12.99 亿美元。

促使巴菲特买入可口可乐的催化剂

自 1972 年收购喜诗糖果后，巴菲特就尝到了品牌的伟大力量，并很早就关注了老邻居基奥领导的可口可乐。

但为何拖延到 1988 年末才动手购买呢？

大部分资料说是因为 1987 年 10 月股灾，导致可口可乐股价大跌，这才勾起巴菲特买入的。

但这个理由解释不了他为何不在 1987 年第 4 季度到 1988 年第 3 季度，股价波动于 29 和 44 美元之间动手，却在 1988 年末股价更高时启动买入。

经过对当时可口可乐历史的还原，老唐站在巴菲特的角度揣摩了很久，认为推动他在 1988 年末动手买入的催化剂，非常可能是可口可乐 1988 年末认错的一次失败实验。

这个实验起于 1985 年 5 月，可口可乐董事长郭思达和总裁基奥启动了一个大胆的行动，他们投入几千万美元研制出一种新的可乐。

这种新可乐在几乎所有的盲测中，口感评价都优于传统可口可乐。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，平均每天有超过 8000 位消费者致电公司，表达对可口可乐修改口味的震惊和愤怒（另外还收到 4 万多封抗议信）。

顾客们声称改变可口可乐的味道，打破了美国人的梦想，剥夺了自己人生唯一的乐趣，如同重写圣经一样不可接受。

很多顾客抢购和囤积老可乐，并表示永远不会购买新可乐。甚至有顾客声称如果公司不将口味改回原样，就去法院起诉公司。

郭思达和基奥拒绝放弃明显更好喝的新可乐，他们做出的屈服是同时销售新旧两种口味的可口可乐，并将大量推广费用倾斜于新可乐，反复用盲测来证明新可乐更好喝。

可惜美国人厌倦这种把戏，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，不仅没有取得预想效果，反而扰乱了消费者对可口可乐的认知。

百事可乐乘虚而入，第一次以微弱优势，在美国本土市场获得主导地位。

郭思达和基奥终于大梦初醒，于 1988 年末决定放弃新可口可乐的宣传，重新聚焦传统可口可乐。

正是这次新旧可乐之争让巴菲特认识到，即便替代品可以拿出可信证据，证明品质更好，它也无法替代可口可乐在美国人心中的地位，无法对可口可乐公司竞争力形成伤害。

此时，可口可乐公司的无敌投资价值才真正被巴菲特确认，于是启动买入。

拒绝高位离场，反遭市场蹂躏

这时的买入，是一笔完美符合巴菲特投资理念的投资：

①高达 30%以上的净资产收益率；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动态市盈率不足 20 倍。

其后 10 年，这笔投资也确实展示了高额回报。

但到 1998 年中，在可口可乐市盈率超过 50 倍的位置，巴菲特需要面临艰难抉择了。

如果决定卖出，挺容易的，毕竟获利超过 13 倍，已经是相当精彩的一笔投资。

此时可口可乐不仅有高估之嫌，而且还爆发很多利空：前董事长刚去世；新董事长上任后，可口可乐因食品安全事故在比利时、法国、挪威、卢森堡等多国相继被禁售；百事可乐借机抢占市场份额。

但巴菲特没有减持，而是选择和基奥、艾伦合谋发动了一场“政变”，于 1999 年 12 月 1 日逼迫 52 岁的 CEO 道格退休。

此时巴菲特全然忘记了自己 21 个月前，曾在致股东信里写过，“我相信，在道格的带领下，可口可乐公司将继续勇往直前”。

巴菲特 1969 年在市场高估时曾清仓离场，1998 年的巴菲特变了，这次他拒绝高位离场，选择陪伴优质企业共同走下去。

这是巴菲特更大幅度偏离格雷厄姆，投向费雪和芒格的怀抱。

真的“死了都不卖”吗？

然而，市场教育了巴菲特，于是，巴菲特又将自己的屁股悄悄地向格雷厄姆老师那边挪了挪。

他反省道，“我当时到底在想什么，我自己也觉着非常奇怪”，“你们可以责备我，因为我没有在 50 倍市盈率时卖掉它”。

市场教育的直接结果，就是巴菲特自 1998 年后，再也没有表示过对哪只上市公司的股票“死了都不卖”（无法占市场先生便宜的非上市公司例外）。

1998 年至今，巴菲特多次毫不吝啬地夸过吉列、宝洁、富国银行、穆迪、运通、箭牌、好市多、沃尔玛、亨氏、卡夫、高盛、IBM、苹果等多家优秀企业。

但是，他再也没有宣称哪只股票属于“死了都不卖”的非卖品。

在深刻学习费雪和芒格陪伴优质企业成长理念的同时，巴菲特再次捡起格雷厄姆教他的“利用市场先生的钱包”理念。这是对格雷厄姆的小幅回归。

没有在 50 倍市盈率以上卖出，除了理念影响外，巴菲特和芒格对可口可乐未来业绩的乐观判断，也是一个重要原因。

芒格的过度乐观

1996 年 7 月 20 日，芒格曾经发表过一个著名的演讲，题目叫《关于现实思维的现实思考？》。

这篇演讲作为凝结芒格一生智慧最重要的 11 篇演讲之一，收录在《穷查理宝典》第四章。

演讲里芒格提出一个问题：如何利用 200 万美元资本金，在 150 年时间里打造一个市值超过 2 万亿美元的商业帝国？他就是以可口可乐举例。

演讲中芒格谈到可口可乐在 2034 年达到 2 万亿美元市值的方法和可能性。

他说：“它如今市值 1250 亿美元，只要每年平均增长 8%，2034 年市值就可以达到 2 万亿美元。从现在开始，它的销量只需要每年增长 6%，到 2034 年就能达到 29200 亿瓶（8 盎司/瓶，约 6900 亿升）。

根据可口可乐以往的销售业绩，这个增长速度是可以达到的。而且 2034 年之后，可口可乐增长的空间依然很大。”

依据数据反推，可口可乐 1995 年全年销量应该是 3010 亿瓶左右，折合约 710 亿升。

按照芒格预计的 6%销量增速，2019 年应有 2875 亿升销售量。但是 2019 年真实的可口可乐销量约 1750 亿升，只有估计值的 60%；

按照芒格每年 8%的市值增幅，2019 年市值应该在 7300 亿美元以上，实际可口可乐 2019 年末市值只

有 2370 亿美元，年增长仅 2.8%，甚至比不上国债。

芒格不仅高估了销量，也高估了单瓶盈利。

芒格在演讲里，他预计可口可乐有能力不断提升单瓶盈利，从而对抗通货膨胀。

然而事实是，过去 23 年可口可乐净利润增幅低于销售量增幅，证明单瓶利润额是降低了。

如果再考虑到 2019 年的 1.6 美元，购买力与 1996 年的 1 美元相当，可口可乐在通胀面前同样弱不禁风。

23 年足够“长期”了。观察这 23 年的真实数据，我们能够发现两个重要的原则：

①即便是类似可口可乐这样产品简单的企业，投资者要对其利润增长水平做出准确预测，依然相当困难；

②在投资后企业发展顺利、市值增长喜人时（1996 年已经赚了 8 倍），投资者做出乐观预测的可能性会更大，哪怕是芒格和巴菲特这样的智者。

2017 年 2 月 15 日，在每日新闻集团公司股东大会上，一位股东向董事长芒格提问：“您写过一篇文章，讲如何用 200 万美元创造一家价值 2 万亿美元的公司。如果今天再给您 200 万美元让您说说如何创造，您会怎么说？”

芒格回答：“我说不出来。我讲的那个例子完全是事后诸葛亮。我先知道结果，后编的故事。事后诸葛亮好做，解释过去比预测未来容易多了。那篇文章，起初是个演讲稿。我的那次演讲很失败，那篇文章也很失败。”

或许，这才是巴菲特在 1998 年后，再也没有宣扬过“死了都不卖”的原因吧！

即便是简单如可口可乐，对它的经营判断也可能出现巨大偏差，需要不断观察和修正，更何况其他企业呢？

通用再保险的遗毒

可口可乐的故事还没有完。因利用通用再保曲线减持埋下的遗毒，巴菲特付出很大代价和很多年时间才彻底解决。

1999—2002 年，通用再保的保险部门累计亏损 74.7 亿美元（收购前通用再保公司净资产 82 亿美元），到 2003 年，保险部门终于摆脱亏损，实现了 1.45 亿美元的税前利润。

巴菲特在当年致股东信里庆幸地说：

通用再保在 1998 年并购进来后，一直是伯克希尔的问题小孩。

糟糕的是，它还是个重达 400 磅的巨无霸小孩，所以它对我们的整体表现造成了严重的负面影响。

多亏了乔和泰德的卓越工作，这一切总算成为过去式了。

借着这喜悦时刻，巴菲特同时向股东披露了另一份成果。他写道：

我们 2002 年初着手清算通用再保的衍生金融部门，它有 23218 份合约流通在外，总计 884 位交易对象（我甚至不会念某些交易对手的名字，更不用说去评估这些公司的信用）。

打那时起，我们就很努力地清理这些合同。可惜两年后的今天，我们还有 7580 份合同流通在外，牵涉 453 个交易对象。

这就像一首乡村歌曲形容的：你不离开，我怎么去想念你呢？

清理这个部门的代价相当高，光是 2002 和 2003 年的税前损失就达到 1.73 亿美元和 0.99 亿美元。……

这样的结局比起万一发生金融危机，许多衍生品交易双方都无法履约的惨况，已经算是不幸中的大幸。

不管你具备多么丰富的金融知识，也无法从衍生金融的相关文件里了解到它到底会带来多少潜藏的风险。

事实上，你越了解这些衍生品，你就越知道这些官方文件能带来的信息是多么有限。借用达尔文的话就是“无知者无畏”。

接下来是忏悔时间，如果当初我快刀斩乱麻关掉通用再保衍生品部门，我确信至少能省下 1 亿美元。

查理和我当初收购通用再保时，就知道衍生品部门很讨厌，只是当时的账面盈利数字误导了我们。

2004 年，巴菲特继续向股东汇报：

关闭通用再保衍生品部门的工作仍在进行。我们三年前决定退出这个市场，但要实现退出太难了。

衍生品理论上流动性很高，目前温和的市场环境也有利于退出，但截至年底我们依然有 2890 份合约缠身（高峰时有 23218 份）。

衍生品和地狱有点类似，进去都很容易，想退出来可是太难了。

这些衍生品要求随时用市价记录，我也相信经营者已经尽力反映其真实价值，但由于衍生品真正结算时点可能要落在几十年以后，这使市价的计算依赖太多变量，根本不可能靠谱。

然而，以此为基础计算的奖金要年年发放，难怪虚幻的数字满天飞。

2005 年，这个讨厌的衍生品部门继续让伯克希尔流血不止。巴菲特在致股东信里说：

在 2005 年继续努力清算通用再保衍生品业务过程中，我们又损失了 1.04 亿美元。

自从我们开始清理以来，我们累计损失高达 4.04 亿美元。原来我们有 23218 份合约，2005 年初下降到 2890 份。

你也许以为我们的损失到此为止了，但事实上我们依旧血流不止，2005 年未平仓合约减至 741 份，代价就是 1.04 亿美元的损失。

不仅如此，2005 年通用再保四位高管被起诉与 AIG 前 CEO 共谋财务诈骗，五人最终在 2008 年 2 月全部被判罪名成立。

2006 年巴菲特继续处理通用再保的问题，到年底剩下 197 份合约，当年只产生了 500 万美元的损失。

2007 年致股东信里，巴菲特终于可以大喘一口气，他写道：

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 年我收购它时，这些技巧和纪律已经不在了，而我居然完全忽视了。

现在多亏通用再保的 CEO 乔和他的搭档泰德，他们恢复了公司昔日的光彩。

巴菲特这段经历，让老唐想起自己 20 年前的一件羞愧的事：

有次买东西，店主错把一张 50 元的钞票当作 20 元，混在其他零钱里找给我。那一瞬间我心跳加速，匆匆忙忙就离开了。

到家才发现 50 元是假钞！估摸巴菲特也是类似心态，以为自己曲线减持的妙计精彩无双，被得意和窃喜掩盖了双眼，导致放松了对收购对象的甄别尺度。

2008 年，由金融衍生品引发的危机波及全球，无数大型金融企业巨亏甚至破产。

巴菲特在致股东信里，再次用黄段子阐述了衍生品的难点。他写道：

衍生品合同通常几年甚至几十年都不用结算，期间彼此可能又向对方提出了很多要求。

难以量化的纸上资产和负债构成资产负债表的重要部分。

同时，大型金融机构共享着互相依赖程度非常高的交易网络，亿万富翁们的应收和应付都集中在有限几个大型机构里，这些机构同样负担着各种方式的杠杆。

结果导致这个网络里的每个人，与试图逃避性病的人面对的难题一致：事情不仅取决于你和谁上床，还要取决于他/她和谁上床。

第797篇.　　2020.07.04 - 巴菲特的投资脉络及三点思考--@陈且慢

陈且慢　唐书房　2020-07-04

写了两次读后感都没有入选，本想放弃，但每次老唐实盘周记中那句：“无论是否入选，输出本身已经是对自己的巨大帮助，是非常深入的学习过程。”始终萦绕在耳畔，我相信所有写过读书笔记的朋友，都会有这个感触。

本次读后感也是属于晚上思考时候的一次灵光乍现，结合自己整理的对巴菲特的成功投资列表（见文末），梳理出了巴菲特的投资脉络并思考了三个问题：

巴菲特的投资脉络

一、什么样的企业值得买？

1、早期：学习格雷厄姆的投资方法，烟蒂股法赚钱或套利。

2、中期（也就是老唐认为的巴菲特可以学习的黄金段）：烟蒂股投资和套利出现了疑问，但没有人点破自己也没想透，遇到芒格和学习了费雪的投资理念后，加上投资喜诗糖果的试验品和催化剂作用，巴菲特转向了好企业。

3、后期：由于资金量越来越大，信息不对称的鸿沟被逐渐填平，聪明人越来越多，投资工具越来越先进，确定性的可投资机会越来越少等因素制约，转向了能追上购买力的诸如公共事业投资等；

二、值得买的企业什么时候买？

1、烟蒂股：按照格雷厄姆的方法寻找、买入、卖出；

2、好企业：王子遇难时，或者以合理的价格买入。

3、纯财务投资：能够让钱追上购买力并能容纳大资金就投资；

三、买了之后怎么办？

1、烟蒂股（纯公式化投资）：

（1）、等待价值回归后，扔。

（2）、通过一系列骚操作，榨干现金流，实现预期价值后，扔。

（3）、看错 or 骚操作不灵，扔。

2、好企业（洞悉人性和投资底层逻辑的投资）：

（1）、自带浮存金的企业（保险业、蓝筹印花），买入并长持；

（2）、能够持续产生令人满意的正向现金流的企业（喜诗糖果、可口可乐、报业等），买入并长持；

3、纯财务投资：

（1）、寻找能维持或战胜购买力的机会，买入并持有，否则更换；

三点思考：

一、巴菲特的投资脉络这么简单明了，但巴菲特却只有一个，甚至成功的投资者都是寥寥无几，而更多的则呈现“七亏二平一盈”的分布，为什么？

1、投资的底层逻辑不清晰；

投资底层逻辑就四条：买企业、市场先生、安全边际和能力圈。很多人能倒背如流，但真正实践起来，依然困难重重。真正明白这四条底层逻辑，我姑且比喻成走上夹头之路必须通过的四关：第一关买企业关，这关我觉得是四大底层逻辑中最容易接受并且是最简单的，但绝大部分投资者还是只买票不买股，只瞅傻子不瞅地；第二关能力圈关：对于能力圈，很少有投资者知道自己知道，知道自己不知道，更多的是不知道自己到底知不知道；第三关：安全边际关，这关要求就高了，你不光要准确判断某个标的的价值，还要等待和忍耐到他开始打折出售的时候；第四关：市场先生关，这关关乎人性的很多层面，光一个面对股价波动估计就能淘汰掉绝大部分人，破山中贼易，破心中贼难啊！

对于这四关，不知，所以行很难，苍蝇困在玻璃房，看似前途一片光明却毫无出路。真知，行就不难，夹头的神是统一的，但形却各异，条条大路可通罗马，并且大路上一点也不拥堵。

2、懒；

如果说底层逻辑是内功心法的话，那外在还是需要不断练习实践来增加自己内力，这个练习和实践最好的两个途径就是：读书和思考。

（1）、想的太多，书读得太少；

有人说我阅历丰富，不用读书了，凭经验就行了。不读书，行万里路，那是快递和外卖小哥。一万小时定律摆在那里，做成一件事情没有量的积累就想收获质的变化，是在缘木求鱼。老唐一本《巴芒演义》就有 72 本参考书。更何况真的做到了一万小时，要想成为集大成者，还需要天时地利人和。

读书，尤其是读好书，是我们用现在花的时间去慢慢寻找未来自己的样子。不要功利性地只读跟价值投资有关的书，就像画画需要留白，人生需要旅行一样，读些看起来跟价值投资毫无关系的好书，有时反而会激发一些灵感。很多在某一领域的集大成者，除了专业知识，其浑身上下还是长满了艺术细菌的，如老唐中翻中、幽默风趣、把复杂的知识和原理简单粗暴呈现的细菌，想必跟读苏东坡、林语堂甚至一些 yy 小说也有一定关系吧。你现在读的每一本闲书甚至书中的某一句话，将来可能在某种特定情境下不经意间让你灵感迸发，解决你某个困扰已久的问题。

（2）、拿来主义、懒得思考或思考不深；

老唐的文章可学，作业可抄，甚至老唐的思考都有路径可循，为什么投资还是失败者居多，说白了，关键是懒。你跟他说投资成功是需要时间积累和下功夫的，他给你来个两耳不闻窗外事，一心只看 K 线图，说起来他还说自己勤奋不已呢，每天开盘实时盯盘，盘后花时间复盘。每天 A 股看完看港股，港股收盘看欧股，欧股完了有美股，美股完了几个小时候 A 股又开盘了。交易日异常忙碌和充实，休息日异常空虚和寂寞。你跟他说你有一种独门的炒股秘籍可以快速赚钱，他都懒得想一下为什么就会慷慨赴死。总之，你永远无法叫醒一个装睡的人。

读书和思考，会让我们知道的越多，不知道的反而会更多，但对自己所知的确定性会越来越大。确定性加大对夹头意味着什么，我们花了巨大的精力分析企业、阅读财报、参悟夹头，不就是为了提高哪怕那么一点点确定性，好让复利这个放大器将现在的跬步积累成未来的千里么。

二、为什么那么多优秀的人愿意跟巴菲特干而不是自己干？

1、巴菲特是一个值得托付的人；

书上 P284 页上：“伯克希尔不会在收购后拆分出售或整体转手企业。这优势不仅会帮助伯克希尔优先拿到优质企业控股权，甚至可以在比别人出价更低的情况下达到目的。因为他对那些不想放弃公司经营权、只是因为继承或避税需要而出让股权的优质企业原股东很有吸引力。”

2、能够得到巴菲特的青睐本身就是一种巨大的肯定；

能跟巴菲特一起工作不仅是一种荣耀，更是不断提升自我突破自我的动力。就像当年巴菲特愿意不计报酬跟着格雷厄姆一样。巴菲特这里能将马洛斯的尊重需求和自我实现需求发挥到淋漓尽致。

最近老唐的留言由王冠亚和一群志愿者整理完毕，也是基于同样的道理，正因为老唐强大的实力背书，才能让志愿者们将能够被选中作为一种荣耀，能够无条件不计报酬为整理留言而努力，因为整理本身就是对老唐思想的一次再回顾再思考再提高。《巴芒演义》读书笔记的入选率那么低，为什么依然有人孜孜不倦地思考和总结，将自己的想法告诉老唐和书房的朋友，就因为老唐巨大的影响力和号召力，能够被老唐看中，本身就是一种高度的肯定，一种自我价值认可的满足。另外，在书房里跟志趣相投、感觉舒服的人在一起交流沟通，那是一种愉悦，一种幸福，也是养生和长寿的秘方。

3、伯克希尔舞台的特殊性；

如果自己干，舞台是自己搭建的、导演是自己、演员是自己、灯光舞美摄像等都是自己，人的精力毕竟有限。而巴菲特的伯克希尔作为一个大的平台，提供了更广阔的发挥自己能力的舞台和天地，万事具备，只需要优秀演员们尽情发挥即可，而且这个舞台上的表演没有标准、没有约束、甚至没有落幕的具体时间。唯一的要求是你配的上这个舞台。

三、为什么巴菲特对那些优秀的人经营企业那么放心？

1、巴菲特懂得“一个人做一件事的方式是其做所有事的方式”。（此句引用自把老唐所有文章整理成册的“@四川成都孙杰荣”）

中国有句古话，三岁看老，巴菲特正是深刻理解了一个人的能力可以提高，但性格很难改变的道理。古有士为知己者死，今有众人拾柴让伯克希尔的价值投资薪火越烧越旺。对商业的理解让巴菲特成为第一，对人性的洞察让巴菲特成为唯一。可以说巴菲特不仅是商业上的大师，更是洞悉人性的大师。

2、以前朋友相亲的时候只有一个要求：女的，活的。这种看似无门槛实则高壁垒的活，实在不是一般人能干的。我这朋友一把年纪至今单身。

伯克希尔这种去中心化的管理方式看似无门槛，实则门槛很高，在进入伯克希尔下属某个企业管理层之前，巴菲特和芒格两位大神就已经对其进行了长期的观察和考察，能入巴芒二人法眼的人本身就经过了层层筛选，他俩心中早就知道谁是最适合某个企业的，正因为成竹在胸，所以才会放任自流。

3、拥有一件东西最好的方法就是你配得上；

巴菲特配得上这些优秀的职业经理人，配得上芒格、凯瑟琳等一众优秀的人。而那些优秀的人也同样没有让巴菲特失望。他们之间是相互成就、相互依赖的关系。正是这种互相之间相互欣赏、相互信任、相互依存、共同奋斗的水乳交融的关系，才能让伯克希尔一次次不断自我迭代和进化，超越自我，一次次创造奇迹。

附：巴菲特的成功投资列表

巴菲特的成功投资一（包括但不限于）

序号	收购或入股的企业	出售部分或全部或需要入股的原因	老巴收购后经营者及经营结果	收购或者入股企业的启示	备注
1	1983 年买下内布拉斯加家具城（B 夫人经营）P208。	书中未提及	至今都是伯克希尔的印钞机 P208。1985 年致股东信“伯克希尔三大主要事业” P238。	与优秀的人为伍，惊喜不断。巴菲特经常在年报里夸赞这一连串收购“实在是棒极了，伯克希尔不仅得到了杰出的零售事业，同时也让我得以认识天下最好的朋友”。	收购这几个家具或者珠宝商店属于小试牛刀，为后面收购更大的更好的企业打下基础。
	顾滕摸瓜买下了 B 夫人妹妹和妹夫经营的波仙珠宝商场 P208。	书中未提及	至今都是伯克希尔的印钞机 P208。		
	B 夫人家族的盛赞，买下了同行比尔赛尔德经营的犹他州家具业霸主威力家居 P208。	书中未提及	至今都是伯克希尔的印钞机 P208。赛尔德爱达荷州开分店，亏了算自己，赢了归伯克希尔，老巴评价“从来没有一家公司经理人会这么做，不难想象与这样的经理人共事，让我每天早上上班时多么地开心雀跃” P208- P209。		
	又经赛尔德介绍买下德州家具业霸主维维恩家具公司 P208。	书中未提及	至今都是伯克希尔的印钞机 P208。		
	再经上述三家 CEO 推荐，买下波士顿家具业霸主乔丹家具 P208。	书中未提及	至今都是伯克希尔的印钞机 P208。		
2	蓝筹印花公司	1963 年，美国司法部以贸易限制和州内垄断为由起诉蓝筹印花公司。反垄断宣司旷日持久，股价一蹶不振。古晚恩发现了价值，巴芒对他进行了评价，结果认为值得下手 P219。	蓝筹印花公司账上超过 6000 万美元的浮存金，老巴用来收购喜诗糖果、布法罗晚报、维斯科金融等公司，这些公司至今依然是伯克希尔的摇钱树 P220。	不仅给巴菲特提供了宝贵的浮存金，更是对巴菲特和芒格一生的投资体系形成重大影响的喜诗糖果要出售的信息，就是蓝筹印花总裁知晓后通知巴菲特的。	除了保险之外唯一存在浮存金的企业。
3	喜诗糖果	家族接班人，因为兴趣不在糖果经营上，所以出售 P213。 巴菲特全资收购，幸好副总查克哈金斯是热爱喜诗糖果的，并且经营得有声有色。	仍然由原班人马经营，当时公司副总裁查克哈金斯在其后的几十年里一直是喜诗的 CEO。 1972 年 2500 万美元收购，净利润从 1972 年的 208 万美元，一直增长到 2007 年的 8200 万美元，累计为伯克希尔贡献利润 13.5 亿美元（之后年份未披露），更重要的是盈利能力不依赖资本投入，每一分现金都回流给伯克希尔让老巴买买买 P213。 1985 年致股东信“伯克希尔三大主要事业” P238。 1986 年致股东信“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” P239。	1997 年股东大会巴菲特回忆“喜诗糖果是我们第一次购买品牌企业”“是一次艰难的跳跃”“如果没有收购喜诗的经验，不会 1988 年购买可口可乐，今天可口可乐上赚的 110 亿美元，很大部分要归功于喜诗糖果” P214。	喜诗糖果是巴菲特从烟蒂股进化到好企业的试验品和催化剂。

雪球：陈日慢

巴菲特的成功投资二（包括但不限于）

序号	收购或入股的企业	出售部分或全部或需要入股的原因	老巴收购后经营者及经营结果	收购或者入股企业的启示	备注
4	奥马哈太阳报	利普斯从岳父手上继承奥马哈太阳报，1968 年奥马哈规划一条公路，要穿过太阳报大楼，利普斯需要重建大楼但没钱，股东们也不愿意新增投资，几经周折找到了巴菲特 P235。	1969 年 1 月 1 日，巴菲特以 125 万美元价格收购太阳报原始股东全部股权，仍由利普斯经营。利普斯在报业经营方面很有能力，奥马哈太阳报经营相当不错，还因揭露儿童城丑闻获得 1973 年普利策奖 P233，后利普斯经营更大的布法罗晚报。	报纸获得普利策奖，让巴菲特很有成就感，也提升了对新闻业的兴趣。	巴菲特新闻业投资的启蒙。
5	布法罗晚报	晚报和信报的君子协定导致没有周日版的晚报陷入不利地位，且掌控晚报几十年的凯特巴特勒 1974 年去世，家族后人准备卖掉晚报 P232。	收购后深陷诉讼和工会的泥潭，亏损的压力，苏珊的出轨，法庭和舆论对巴菲特人品的质疑……多重压力下巴菲特面临崩溃 P235。 太阳报总裁利普斯帮忙经营，1980 年全职工作 P237。在芒格带领的律师团队奋力拼杀下 1979 年法庭难题解令，但依然面临自杀式割肉竞争 P237。1982 年信报撑不住了宣布停刊，布法罗晚报立刻变成了印钞机 P238。1985 年致股东信“伯克希尔三大主要事业” P238。1986 年致股东信“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” P239。1987 年，巴菲特首次将包括布法罗晚报在内的 7 笔收购命名为“伯克希尔七圣徒” P239。1988 年美国和加拿大签署自由贸易协定，边境城市布法罗经济腾飞，布法罗新闻继续日进斗金 P239。	布法罗晚报跟喜诗糖果一样，给伯克希尔贡献了大量现金，支持巴菲特买买买。 虽然案例展示的是胜利的结果，但主要功劳在芒格及律师团队，不然可能会成为巴菲特著名的失败案例。这笔投资里运气也占了很大因素，每一个环节都存在巨大的不确定性。凯瑟琳格雷厄姆在回忆是否收购布法罗晚报时都认为不收购是做出来了正确的决定 P240。	一个差点进入巴菲特最失败投资的案例摇身变成极其成功的案例，其中的故事用跌宕起伏，一波三折来形容都毫不过分。
6	华盛顿邮报	尼克松总统拒绝邮报进入白宫做新闻报道，损失大量重要新闻源；电视台许可证是否能顺利申领，近半经营利润受到威胁；工会大罢工；P251。	进入后被套三年，最惨浮亏 30% P252。1972 年水门事件胜利，1973 年获得普利策奖，最大危机已经消除，巴菲特 1973 年 2 月开始买入股票，明显是优秀企业逐渐走出泥潭后的投资，但还是跌了 4 年，4 年中有大把的时间可以从容在低位买入，为什么明明已经在低位了市场还是不予认可，书上说是下属电视台经营许可证宣司前后打了两年半，企业前景和利润的不确定性大增。等 1976 年宣司尘埃落定，当年股价就暴涨了 120%多。	20 年后的 1993 年股东信“1973 年我们斥资 1060 万美元买下的股份，现在每年能拿回 700 万美元分红，同时市值已超过 4 亿美元” P253。 凯瑟琳引领巴菲特成功走入上流社会 P254。 在凯瑟琳家里跟伯恩密谈后介入盖可保险 P261。	王子一时遭难。 市场偶尔会发疯，但绝对不傻。这就是价值投资的魅力，虽然短时间市场先生有极度乐观或癫狂的一面，但价格终究会反应价值，低价的出现一般都伴随着某些重大利空，犹如催化剂之于爆发，三聚氰胺之于伊利。

雪球：陈日慢

巴菲特的成功投资三（包括但不限于）

序号	收购或入股的企业	出售部分或全部或需要入股的原因	老巴收购后经营者及经营结果	收购或者入股企业的启示	备注
7	盖可保险	戴维森之后的管理层更注重规模排名，牛市时降低保单价格并将营销工人和 21 岁以下驾驶员纳入投保范围，这两个战略的改变，导致公司规模不断扩大的同时，也走向了亏损和崩溃的边缘。后又遭到大股灾，股价从最高 61 美元暴跌至 2 美元，市值跌去 97%P257。	旅行家保险公司伯恩施危受命 P259，巴菲特密谈伯恩，并采取 4 条措施。密谈后追加投资，对盖可保险提供再保险释放信心，巴菲特亲自打电话给保险业监管负责人沃乐科请求给点时间不要遣盖可破产 P261。 1980 盖可利润突破 6000 万美元。1980 年底股价超 14 美元。1989 年利润首次突破 2 亿，巴菲特持股突破 10 亿美元 P262。 不仅百分百拥有竞争优势一直存在且深具成长潜力的企业，更重要的是收获了两位杰出的经理人 负责保险运营的托尼亲斯里 P263（截止 2018 年，居然在盖可任职了 57 年，2018 年股东信专门用一章感谢托尼 "伯克希尔股东都应该排队感谢托尼，我排第一个" P263）和负责投资业务的路易斯辛普森 "确保我和查理万一有什么意外，辛普森能立刻接手我们的工作" P264。	格老 "不意而美" "闻所未闻" "损失那么多的资金，你也得是个天才" 格雷厄姆在盖可亏损和崩落前没有从财务报表上发现蛛丝马迹。戴维斯双击的创造者投资大师谢尔比戴维斯，AIG 主席汉克格林伯格，《证券分析》的合著者多德教授及盖可前 CEO 洛里默戴维森也没提前看出端倪。这个事实足以提醒我们：保险业相对复杂，单纯从财务数据上很难分析其未来 P258。	王子一时遗难。 这个案例其实也间接解答了老唐为什么不投保险股。 书房留言：唐朝：赚钱的秘诀不在于冒险，而在于避险。永远不理解不了的东西，无论它一年 3 倍还是一年 300 倍。
8	可口可乐	1987 年 10 月大股灾，可口可乐股价大幅下跌 P288，促使巴菲特买入可口可乐的催化剂：1985 年 5 月新旧口味可乐口味之争的战略失误 P290。	其后 10 年，这笔投资也确实展示了高额回报，获利超过 13 倍 P291。 但此后高位来减持，使回报率骤降，可口可乐 2019 年末市值只有 2370 亿美元，年增长仅 2.8%，甚至比不上国债 P291- P293。	巴菲特拒绝高位高场，反遭市场嘲笑，老格也过度乐观了。P291-293。 可口可乐这笔 23 年的投资，可以发现两个重要的原则：1、类似可口可乐这样简单产品的企业，投资者要对其利润增长水平做出准确预测，依然相当困难；2、在投资后企业发展顺利、市值增长喜人时，更容易做出乐观的预测，哪怕是巴芒这样的智者 P293。	王子一时遗难。 老唐认为可口可乐的案例是巴菲特一生所有的投资案例中，最有学习价值、最能引发思考的一个案例 P287。

雪球：陈且慢

第798篇.　　2020.07.04 - 复走巨人路，再悟明镜梯--@修锦

唐书房　2020-07-04

以下文章来源于修锦读书志　，作者修锦

修锦读书志

一个带着好奇努力理解世界，顺便记录读书、思考、行动和个人成长的公众号

————《巴芒演义》读书随感

一、前言

从手财 1 到现在的《巴芒演义》，这已经是老唐的第四本书了。

一直以来钦佩老唐将读书融入生活，感叹老唐勇于在网络上展现真实的自我，也惊叹于老唐那强大的“中翻中”能力，总能将复杂的东西讲的简单。若投资界有追星这一说法，那老唐必然从投资至生活都会是我的偶像。

对我个人来说，手财 1 将我领入一个新的世界，是我这辈子接触的最重要的书，那么在这本书出来后，我想要在后面要加一个“之一”了。

这是一本有着新奇视角，小说阅读感的历史书，它以满满的 72 本参考资料为基础，将其互相穿插、融会贯通，承载着跃然纸上的诸位大师，将美国投资界数百年的宏大历史放进轻松有趣的阅读体验中。

很难想象老唐是怎样将“散打巴菲特”在 3 个月内整理并写出这么一本纵观整个美国投资史的书籍的，其中智慧源于书房却又高于书房。

更喜欢的是章回体这一形式，让整本书籍更加的充实饱满有趣，领着读者穿越历史的跌宕起伏，旁观诸位投资大师们精彩绝伦的故事。

通过读史来重走一遍巨人们走过的道路，一者能够清晰的了解各种投资方式变化的历史背景以及局限性，“干掉”各类书籍之间互相矛盾的地方，捋顺各种书籍中眼花缭乱的投资方式，为后来的价值投资者指明康庄大道；

二者引导个人投资者走向正确的投资理念，选择适合自己的投资道路，尽管历史上的投资大家们的投资方式各不相同，但是理念上殊途同归；

三者通过阅读历史，我们能学到很多失败的教训，这些东西要么花钱也买不到，要么一买就是花重金，成功道路千万条，失败道路一条条，都白纸黑字摆在那里，想要成功，学习失败是必不可少的；

四者学习当事人在不同选择下的思维方式，对自己思维的磨练和成长有着重要的作用。

五者人性在历史的映照下显得格外清楚，回过头看人性的变化，对于理解市场有着莫大的作用；

六者通过观察各位投资大师投资体系形成，对于个人投资者投资体系的构建有着重要的指引作用。

读史可以观己，明自身，美国投资界的变迁也是美国的成长史，历史上无鲜事，观美国的投资史对于中国投资者投资中国同样有着极大的借鉴意义。

二、解决问题

记得天南老师说过“投资是为了解决问题的”，而投资的问题从何解，从生活中，从自身经验中，从书籍中他人经验中求得。

对于我个人来说，《巴芒演义》至少从以下几方面帮我解决许多问题：投资什么？在哪儿投资？有哪些方法？投资中的“择时”？普通人可学习投资否？学习什么？

对这些方面的深刻理解，短期来看不仅在选股方面有着具体的帮助，长期看明晰了投资道路和路径，有效避免犯下大错。

1、投资什么？

投资是为了未来更有能力消费而放弃今天的消费，在巴菲特的投资体系里，他将资产分为“有生产力资产、类现金资产和无生产力资产”。

无生产力资产如古玩、黄金等不产生现金流，只期望有“接盘侠”以更高的价格买走；

类现金资产如纸币、货币基金等在法币时代是少数注定亏损的资产，因此持有类现金资产的情况只有：1.短期生活必须，2.中期特定目标支出，3.短中期意外备用金；

有生产力资产中最好的一类是只需要很少的资本投入，就可以保证在通胀期间维持其产出的购买力。

最好的有生产力资产才是我们需要寻找并投资的。

这让我联想到马克思提出过“商品价值是无差别的一般人类劳动的凝结”。

可交易的资产都是商品，如果用社会必要劳动时间这个角度来衡量价值，资产的价值即是无差别的必要劳动时间。

体现在投资上就是用个人的无差别的必要劳动时间换取类现金资产，之后用类现金资产等价交换能够自身能够不断产生社会必要劳动时间媒介资产，某种程度上讲可以说**用自己的时间换别人时间的部分所有**

权。

这样考虑的话将钱换为生产力资产就成了理所当然的事情了，想要自己的劳动时间不被不断增长的社会总体劳动时间冲淡份额，最好的办法就是换取能够不断自我产生劳动时间的商品。

此外，对于这三类资产的具体分类，并不局限于哪一种投资品，如自己手里有一套每年能收租的房子，而且自己并不打算通过买它盈利，那它就可以算有生产力资产。

同理，股市里许多并不产生任何回报的股票，也可以归于无生产资产。

2、在哪儿投资？

“历史总是螺旋式上升的”，人类社会似乎天生就是为了对抗熵增而生的，制度不断完善，信息不断透明，新技术不断涌现，生产力不断提高，人类需求不断增加。

这样一个历史背景下加上法定货币的出现，“生产力资产”的价值不断增长成了理所当然的事情。

人类度过了农业时代、蒸汽时代、电气时代，达到了如今的信息时代，期间尽管出现了诸如“一战”、“二战”、“逆全球化”这样的“暂时倒退”的现象，但人类从未停止过脚步，社会总体是不断上升的。

时代的发展中总有些弄潮儿，人类社会如此，国家中也是如此，前有英国、荷兰，后有美国，现今以及未来会有中国吗？

当下的中国跟 20 世纪 60 年代的美国颇有些相似，改革开放后经济日趋繁荣，建立了门类齐全的现代工业体系，工业产值占全世界 30%，全球第一的货物贸易额，庞大的国内市场，不断增强的军事力量，不断进步的科技，不断涌现的创新产品：共享单车、手机支付、5G....

不仅如此，花呗、京东白条等分期付款产品的普及，当下的大多数年轻人也似乎正在摈弃老一辈的节俭传统，更愿意抵押未来享受现在，更愿意多元化的消费，这也将反应到企业盈利中。

在未来的中国哪类企业会增长迅速？

未来中国告别高增长已成定局，在人口的老龄化、资本过剩、房产需求降低的同时，高学历人群和工程师红利撑起的新兴产业将迅猛发展，赚钱的门槛变得越来越高。那是个钱比机会多的时代，优秀的企业势必表现出品牌化、专业化、资本化。

有句老话叫“一个人的命运不仅要靠自我奋斗，也要考虑历史进程”，这句话似乎可以从这次疫情中找到答案，有两个月准备感染人数依然超百万的美国对比最早爆发疫情却最早控制的中国，其中差距令人深思。

对于中国的年轻人来讲，我们可能没有处于一个最好的时代，但是我们处于一个还算不错的地方。

选择**押注中国**似乎也成了理所当然的事情。

3、有哪些方法？

老唐根据价值投资的发展历史总结了 4 条可行的康庄大道。

以巴菲特、费雪为代表的陪伴企业成长道路，以施洛斯为代表的烟蒂股道路，以约翰·博格为代表的指数基金，以及格雷厄姆、巴菲特、索普都使用过的套利。

陪伴企业成长的道路像位不断成长，看重全局的胜利，未来可统兵百万的大元帅。可容纳的资金非常之大，其天花板可参照巴菲特，前期不断拓展能力圈，寻找、判断企业价值优秀企业需要花费的精力大，但之后与优秀企业共同成长却是轻松愉悦的，只需要不断跟踪公司的经营动态。

更有趣的是，这条道路能够不断学习商业知识、提高商业素养，了解优秀的管理层，加深对市场的认

知和对人性的理解，总之，是个非常有意义的过程。

烟蒂股道路像位令行禁止的勇猛将军，将自己擅长的事情做到极致，同样可打胜仗。但相对来说可容纳的资金量较小、花费的精力较大，要不断发现新的便宜货，也要不断关注手里的，优点是只需要与数字打交道，在坚守能力圈的同时不断关注手中股票价值是否达到标准就够了。

指数基金的道路像位守成之将，恪守先辈之教训，从无大败大胜，但求一个稳字。这可能是不愿意花费太多精力又想获取时代红利最好的办法了，只需要坚守策略，就能获得超过市场大多数人的回报，因此这条也是巴菲特、格雷厄姆极力推荐，最适合普通人的投资方式。

最后一条道路**套利**的道路人人都可以用，只要你发现了 100%确定的机会，那就大胆去捡钱吧。

不得不感叹一声这个年代的投资者是多么幸运，不仅生在一个不错的地方，还有老唐这种将已经走通的道路，一条条掰碎了送到大众面前的投资大师。

普通投资者只需要选择一条适合自己的道路，保持方向不变，一路走下去，至于你喜欢跳着走，还是跑着走，还是横着走那就看个人了。

4、投资中的“择时”

所谓择时，对于投资来讲就是看价值与价格之间是否诱人，或是否令人恐惧。

价值是一个区间，而价格又是个围绕着价值，但范围更大的区间。

格雷厄姆的市场先生理论，巴菲特的投资两门课之一“如何面对市场波动？”，都在说一个东西：**人性**。

市场上所有投资者的预期加上人性的助推使得价格走向极端，于是获取超额收益的机会就这么来了。

因为人性存在，时常推动着市场从有效走向无效，所以才有了巴菲特、芒格、索普、香农...这些获得超高收益的**投资大师存在的空间**；

因为人性存在，才必须保证**资金的长期性**，在这个前提下，你才有战胜市场的可能，否则，格雷厄姆和戴维森在 1929 年爆仓就是最好的写照；

因为人性存在，在充满理性投资者的美股，黄金十年之后，同样让巴菲特这辈子多经历了 4 次熔断，所以有了第二个前提：**耐心**，人性永远存在，这个市场上有的是机会，不要急于一时。

如果说市场上的人性是可利用的，那么在个人投资者决策中，人性就是**绊脚石**。

人性是复杂的，也是在投资中永远要面对的，每位投资者在不同阶段都会遇到不同的人性的影响，前有乐观追涨悲观杀跌，后有乐观时更乐观，悲观时更悲观。

投资是一场修行，“股神”也会有不理性的时候。

1969 年的巴菲特因市场高估关闭合伙基金，1999 年却过于乐观，在可口可乐价格远高于内在价值的时候“死了都不卖”，如果说股神的经验是**对市场过于乐观**，那么老唐在判断分众经营的时候，在分众最乐观的时候更加乐观，就是**对个股过于乐观**了。

如何深刻认识人性？我想除了长时间修行，就只能时刻铭记“乐观时悲观点，悲观时乐观点，理性评估，不懂不碰”这些交了巨额学费的经验了。

5、普通人可学习投资否？

纵观各位大师们的成长历史，有格雷厄姆、巴菲特、索普、香农、查理·芒格这些学霸、学神，也有坚守能力圈的“普通雇员”施洛斯、连续五年跑输大盘的比尔·鲁安、“接盘侠”古恩瑞...这些”普通人“。

投资这条路容得下天才和普通人并行，尽管格雷厄姆、巴菲特等天才们踏出了这条路，但施洛斯、鲁安、古恩瑞等人学习天才们的思想同样能走通这条路，这是件极好的事情，因为这条路足够宽。

那如何成为大师呢？大师们都有哪些特质？

先来看看几位天才：

巴菲特早期对钱的兴趣，后期对“搭讲台做一个布道者”感兴趣，并愿意为之行动；他高中毕业就能赚得相当于今天 40w 的金钱；他不迷信权威，有自己的思考，对未知好奇、为人诚信、受人信任。

格雷厄姆做统计员时搜集一切可以帮助分析企业资产质量的资料，最终发现套利机会以及低估的股票；23 岁时候已经形成了投资领域重要的认知，开始代客理财...

索普：天生学霸，对事物的好奇以及钻研劲儿，使得他研究 21 点并建模计算出一种能够获取概率优势的算牌策略，并在之后研究认股权证和可转债定价模型。其应用在 AT&T 的套利案中寻找错误定价展现的淋漓尽致。

香农：天生学霸，处于对未知领域的好奇和探索，阅读了能摆满图书馆三个图书馆的股市相关书籍。

....

天才们之所以为天才，是因为他们首先付出的足够多，如格雷厄姆踏入华尔街后收集一切可帮助分析的资料，香农接触股市的时候阅读了能摆满图书馆三个图书馆的股市相关书籍。

此外，他们有着强烈的**好奇心**，因此他们懂得延迟满足，**不会立求结果**，并有足够的动力去做这些事而不觉得枯燥。最后，他们还共有的一个特质就是**专注**，坚持勤奋的他们才能真正在想做的方面做出成就。

天才们的智商我们很难学，但这些特质和天才们的思考是我们可以学习。

我们不是巨人，我们可以踩在巨人的肩膀上。

从普通人成长为投资大师的“施洛斯们”更值得我们学习，他们没有天才的智商和天赋，但他们肯学

习，愿意向着天才学习，学习他们的思想和特质，这本身就是一项能力；

然后，“施洛斯们”**不断学习，高度自律，忍得住极度枯燥，投身于行得通的大道**，并顺应时代不断修正。

对于普通人来讲，我们至少可以站在巨人的肩膀上，保持一颗永远充满好奇的心，学习他们的一切成功，一切失败，学习他们的思想和品行，向他们不断靠拢。

6、学习什么？

1）失败经验

查理说过:“如果我知道我会死在哪儿，那我就不会去那儿。”

成功的路千条万条，但是失败的道路往往都一样，学习大佬们在哪儿倒下过，又从哪里爬起来的经历，吸取过来，避免走弯路，也省了一大笔学费。

格雷厄姆：

a、1916 年股市大跌，唱片店款项被外聘经理挪用，由于加了杠杆且遭遇流动性危机，格雷厄姆被迫斩仓。

b、在大牛市乐观的时候过于乐观，代客理财放弃固定薪水，修改分账条例，大萧条来时生活维艰，向客户请求支付生活费

c、大崩溃来临之前，格雷厄姆明知市场高估的情况下忽视市场危险，在大崩溃来临之后，又并未放弃沉没成本且不断斩仓

d、大崩溃时，账上有借来的钱，命运就不由自己掌握，市场存在“反身性”

e、1952 年劝说巴菲特去宝洁这样的大型企业，认为市场一定会再次回到 200 点一下

巴菲特：

a、发现市场明显高估的时候未向 1967 年一般离开市场

b、收购伯克希尔，未吸取邓普斯特农具的经验，再次投入便宜的烟蒂股。起初根据内幕判断买入，而后根据两点预期和冲动不断加码，投入大笔资金数年之后清理掉，算上资金的时间价值却并未赚钱。

c、收购国民赔偿保险公司。并未动用个人闲置资金，而是动用了伯克希尔的资金，使得许多人搭上了伯克希尔这趟便车。

d、收购通用再保

e、大都会公司的曲线波段操作

f、巴菲特对可口可乐的遗憾和反思，对市场对业绩的错误判断

g、投资所罗门

h、卡夫亨氏、特易购、爱尔兰银行、康菲石油公司、德克斯特鞋业

芒格：

a、对可口可乐业绩的过度乐观（再简单的企业预测未来都很难）

戴维森：

a、1929 年认为市场高估，做空美国无线电，由于存在杠杆以及市场短期涨跌的不可控，于暴跌之前爆仓

b、股市崩溃之后，不断追加保证金，在泥潭中挣扎，在错误的方向上越走越远。

乔尔·格林布拉特：

a、投资 Comdex 失败，偏离和初始计划，爱上了该公司的生意，集中投资重仓之后未发现经营杠杆的危害，该公司股票经历和 3-12-1 美元的波动；

此外，再给别人管钱的时候，乔尔自己清楚自己手里的股票，但是别人不清楚，起对于市场波动的压力承受能力较低。

总结下来，大佬们的失败集中在资金性质管理、面对市场波动时对企业价值过于乐观或悲观、对企业价值判断错误、格雷厄姆预测市场走势、难以克服的过往有效经验。

其中最常出现的是对**企业价值判断错误**，但是这却是影响最小的一类；其次是面对市场波动时**对企业价值过于乐观或悲观**，这是较少发生的一类，但是一发生造成的损失难以估计，也是最需要警惕的一类。最后是**难以克服的有效经验**，这个可以归为人生选择一类，影响极度重大，但又难以发现，发现时往往已经走了很远了，要走出需要时机与运气。

所以在走好开头的选择之后，**最需要警惕的是过于乐观或悲观，其次就是保持对价值判断的敏感性，用组合去对冲可能的风险。**

2）思考层次

一个人的层次和思考方式是很难自我改变的，这是一个人最底层的东西，有机会跟着巨人们学习他们的思考层次和思维方式，向他们靠近，可以说是非常重要的机会。

巴菲特一直是站在更高的层次思考：着眼于资本的更有效配置。他也是这么做的，寻找闲置资金，并配置到更高收益的资产上去。

我们可能做不到巴菲特能寻找到浮存金这样的长期闲置资金，有效配置资金我们是有可能的，基于此，投资者所有的行为就围绕着比较各类资产的收益了。

更重要的是，我们可以去试着想想其他领域最高的层次是什么？领域的大师们是怎样做的？这样至少能保证走在正道的概率远大于误入歧途的概率。

3） 如何看待宏观和技术分析

这个问题应该是绝大数投资者都会遇到的一个问题。老唐其实讲过多遍，不过我一知半解，还是会迷惑。

后来读到凯恩斯和长期资本两位诺奖得主的例子，豁然开朗。

第一、忽略宏观波动，选择低风险复利之路

决定投资的回报依靠的是**时间、本金、收益率**。大师们的收益一般在 20%左右，而普通人通过不断的学习和研究，绝大多数人的长期回报率应该都会落在 10%-20%这个区间内；

由于每个人本金不同对于其收益期望的数量级也会不同，有 10w 本金的人一般不会去想 1 亿，100w 可能要现实一点；而有 1 亿的人可能想的就是 5 亿、10 亿。

所以，对于个人投资者来说，决定自己能否达到所期望收益的那个决定性因素，其实是**时间**。

时间的背后是复利和低风险在起作用，但是这两者的前提是需要你**长期在场**，因此没有哪个投资大师是只靠着收成好的年份成为大师的。

因为短时间、高收益率、低风险是一个不可能三角，选择了高收益和短时间，就放弃了长期在场，放弃了复利和低风险。

而投资里永远需要面对的就是风险，大家比的是谁在悬崖上爬的高而不是爬的快。

为什么说长期在场是条**低风险的复利之路**？

已经有无数资料证明股票的企业是长期能够抵御通货膨胀甚至跑赢的最佳资产，约翰·博格在他的毕业论文中给出：尽管期间经历了两次世界大战，多次金融危机和政治危机，但普标 500 指数依然在 110 年实现了年化 9.1%的投资回报，其中 8.8%回报来源于实业，所以长期来看市场的风险是相对较低的。

人类难以满足的需求和科技生产力的发展，带来的就是经济螺旋式上升，有好的年份也有差的年份，但是长期来看一定是往上走的。

企业经营增长带来的实业收益将会反应到股票价格中，因此陪伴以盈利为目的企业成长，着眼于企业盈利，天然的就站在了一条很难失败的低风险之路上。

第二、宏观难以预测，常发生黑天 鹅事件

如果说标普 500 指数长期年化 9.1%不够说服人，那么**宏观经济学鼻祖凯恩斯**在 1929 年失去超过 80%资产，在大崩溃之后放弃预测宏观经济波动进行投机的模式，转向自己了解并且对它的管理层有信心的企业中；

同样，**长期资金的天才们**遭遇十级西格玛事件，在失败之后重建 JWM 基金再次踩中极小概率事件，被迫清盘。

这两个例子足以说明宏观经济极难预测，交易模型建立的再好，拥有再多的聪明头脑，依然会被宏观教训。

至于技术分析，首先索普与香农这两位天才直接否定技术分析，其次，其精密程度是远远不如长期资本的天才们建立的交易模型的。

我想这两个理由应该够了，我肯定是没这些天才聪明的。

所以忽略宏观，长期投身市场，是条相对安全的道路，不过也只是相对而已，在市场中呆的久了，也定会遇上一些异常极端的事情，也必须随时做好被市场教训的准备。

4）如何走出过去经验

先看看巴神是怎么从烟蒂股投资走到陪伴优秀企业成长这条道路的：

独立思考发现与烟蒂股投资理念不同的投资方式，开始存疑；

经营邓普斯特农具被赶走，名誉受挫，内心开始抵制；

投资伯克希尔白干几年，对烟蒂股投资方式的适用性起疑；

喜诗糖果等案例更好更成功的经验起作用；

芒格、费雪等人的影响。

如果一种经验过去很有效，现在同样有效，预计未来依然会有效果，想走出来是很不容易的。

综合巴神的改变，要转变到新道路上需要以下条件：

独立思考，不迷信权威

旧道路上的失败或是挫折

接触优秀的人，拥抱不同的视角，接受不同的经验

使用更好的经验并起作用

所以普通人最需要做到的就是先学会独立思考，不迷信权威，才有机会接触更多同样独立思考的人，

得到更多的经验和视角；

其次就是得到更多的失败经验，自己经历也好，看别人的也好，都是可以的；最后就是在过程中尝试应用更好的经验。

5）如何走出人生低谷

有些经验在自己没经历之前经历过，将会是笔很珍贵的财富。

一生顺风顺水的巴菲特和芒格也遭遇过人生低谷。

1975 年在蓝筹印花收购维斯科金融公司案中，巴菲特和芒格被证监会认为“商业欺诈”并展开调查，这让一向以名誉为生命的巴菲特焦虑到背痛，最终全依靠芒格的人脉（MT 律师事务所的查克·里克肖塞尔）的帮助才转危为安。

1977-1978 年间，才摆脱蓝筹印花案诉讼中的巴菲特，再次遭遇收购的法布罗晚报与法布罗新报之间的诉讼。

在这个过程中，两报相争不断亏损、苏珊出轨、法庭和舆论对巴菲特人品的质疑...多重的压力将巴菲特击垮了，他担忧更大的亏损，更差的名声。与普通人一样，他也想逃避，但最终没有。

期间芒格也同样遭遇了历史低谷：身体上经历了一场失败手术，左眼被摘除，右眼也有失明的危险；在外还要面对各种诉讼，但依然坚持。

巴菲特和芒格两人都是很理性的人，但却在遭遇低谷有着不同表现，似乎查理要更加理性和坚强一点。

原因可能有：1.查理有个更加幸福家庭，和第二任妻子南希相濡以沫和懂事的孩子们，背后定有他们的支持。2.相比爱布道的巴菲特有名誉这个软肋，查理一向不在乎这些，他更看重家庭，因此面对的外部压力小一些。

而能度过危机成就了法布罗晚报案的辉煌，主要原因还是巴菲特那群朋友和家人的支持：围着凯瑟琳、卡罗尔、艾丝翠转以分散注意力，芒格坚持上诉，利普斯和芒格的律师伙伴们的帮忙....

所以，想度过人生低谷：**1.打造一个幸福美满的家庭，家人的支持永远是最有能量的。2.有一群能给予安慰和帮助的朋友。3.自我的坚持不懈。4 对于外部压力看淡一些。**

6）如何做人

巴菲特的一生中，朋友对其的助力不可谓不小。

以芒格为首的一众好友，帮助巴菲特转变投资思想，汇集人脉，在无数收购案中提供专业支持，带来了蓝筹印花、喜诗糖果等优秀公司，也同样在欺诈案中帮巴菲特背书。这才能克服重重困难，将巴菲特推向世界首富的宝座。

而反观蔡至勇，1968 年管理超 5 亿美金的时候，巴菲才不到 1 亿美金，而最终巴菲特成为首富、成为名垂青史的人物，蔡至勇老年再次出现在人们眼中却是因为取消婚礼、为钱上诉这类八卦新闻。

论才华蔡至勇可能也不差，但是两人之间如此大的差距，只能归结于蔡至勇将没了所有人脉和口碑。

优秀的人总是相似的，理性、诚实、爱学习、勇于承认错误、知错能改...

且从上面几个能够学习的方面看，为人是真的很重要很重要，根据吸引力法则，**你是怎样的人，你才能交到跟你一样的人，才更有能力走出过去经验和人生低谷。**

7）行业看法

有句话叫因地制宜，**投资里有因人制宜。**

比如保险业这样的投资其实只适合巴菲特这样需要浮存金的人，其实保险业行业空间大、但分散、难以建立垄断优势，并且有个致命的缺陷就是很难只靠财务报表这种现有的信息去预测未来，保险的业务实际上很复杂，容易遭遇到难以评估影响和后果的小概率事件的打击。

这种事情戴维森、格雷厄姆或者巴菲特都很难看出来。对于绝大数人来说我想是没这能力的，而且巴菲特投资保险业主要是为了浮存金这个能够发挥自己能力的长期资金。

还有个比较印象深刻的就是报纸业、食品饮料这种轻资产企业，在垄断条件下所发挥出来的盈利能力极为恐怖，并且这类企业业务相对简单，容易判断未来，其投资逻辑普通人也能学习并做出选择。

8）投资组合

对于个人投资者来说，一个优秀的投资组合的重要性怎么说都不为过。

老唐在书中举了个初始资金 100 万，投资两家公司各 50 万元的例子来说明投资并不需要次次正确，因为组合和复利结合的威力会放大正确的影响力。

投资中看错是很常见的，今年 2 月巴菲特抄底航空股于 4 月清空所有航空股，很明显就是巴神又看错了，疫情的变化导致巴神觉得航空公司的逻辑变了，因此认赔出局，这种事情巴菲特也不能幸免更别说大多数个人投资者了。

既然对于个股的判断可能会出现错误，用墨菲定律来说，呆的时间久了那势必会遇上这种错误，不可避免，只能减轻影响。

那么**以组合的视角看待整体的成功**才是投资者最需要做的。一方面好的投资组合可以用内部组合去对冲个股可能出现的风险；另一方面按照个股之间不同的定位给予权重追求整体的成功率，最终用复利来放大正的影响。

组合因此也具有动态性，需要根据环境及时调整，比如这次疫情对巴神判断将会改变人们的生活方式和生产方式，因此对组合中的航空股进行了调整。

三、结语

书中的知识涉及方方面面，个人只是挑出来些许，还有诸如怎样看待巴菲特投资生涯的两个阶段？哪个阶段对广大个人投资者有借鉴意义？巴菲特是怎样看待金融衍生品的？浮存金在巴菲特登上首富宝座上发挥了什么作用？以巴菲特、芒格、古恩瑞为代表生活方式怎样选择？巴菲特的风险观等等，篇幅所限，就不一一列出了。

再次表示对老唐的钦佩，用易读的语言将诸位大师塞进书里，著成这本类似投资大纲的书籍，给大多数读者选择权，让我们看完之后可以去挑自己感兴趣的人物再去深入研究。

毫不夸张的说，这将是一本能流传下去的投资知识普及书籍，对新手极其友好，将投资中很多坑借着大师们的例子娓娓道来，形象生动、具体，让人印象深刻。

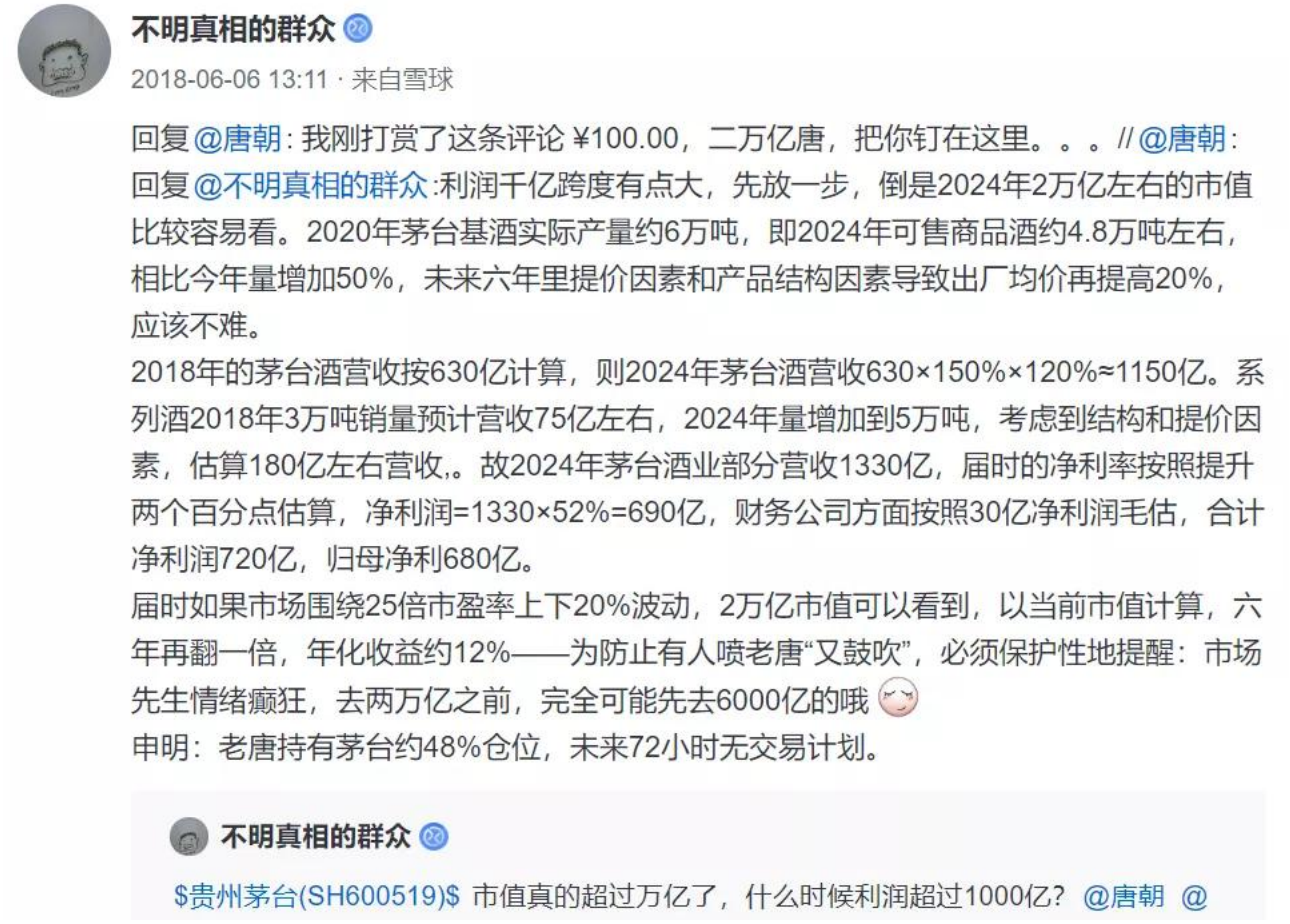
读这本书，犹如站在一座巨人们走过的万里阶梯下，被老唐领着一步步向上攀登，时不时停下来，擦走一片冰梯上的雪花，讲述大师们最风采最落魄的时候。

第799篇.　　2020.07.04 - 关于茅台即将触及卖点的思考和后续计划

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-07-04

有多少人能想到茅台这么快就要触及 2 万亿市值了？反正我是没想到

倒是在两年前茅台市值刚刚突破万亿，市场一片恐高时，老唐在方丈的@下，给过一个两万亿市值的计算，认为：2024 年看两万亿比较容易。



不明真相的群众

2018-06-06 13:11 · 来自雪球

回复@唐朝：我刚打赏了这条评论 ¥100.00，二万亿唐，把你钉在这里。。。//@唐朝：回复@不明真相的群众:利润千亿跨度有点大，先放一步，倒是2024年2万亿左右的市值比较容易看。2020年茅台基酒实际产量约6万吨，即2024年可售商品酒约4.8万吨左右，相比今年量增加50%，未来六年里提价因素和产品结构因素导致出厂均价再提高20%，应该不难。

2018年的茅台酒营收按630亿计算，则2024年茅台酒营收630×150%×120%≈1150亿。系列酒2018年3万吨销量预计营收75亿左右，2024年量增加到5万吨，考虑到结构和提价因素，估算180亿左右营收,。故2024年茅台酒业部分营收1330亿，届时的净利率按照提升两个百分点估算，净利润=1330×52%=690亿，财务公司方面按照30亿净利润毛估，合计净利润720亿，归母净利680亿。

届时如果市场围绕25倍市盈率上下20%波动，2万亿市值可以看到，以当前市值计算，六年再翻一倍，年化收益约12%——为防止有人喷老唐"又鼓吹"，必须保护性地提醒：市场先生情绪癫狂，去两万亿之前，完全可能先去6000亿的哦

申明：老唐持有茅台约48%仓位，未来72小时无交易计划。

不明真相的群众

$贵州茅台(SH600519)$ 市值真的超过万亿了，什么时候利润超过1000亿？@唐朝 @

我自己觉得逻辑够清晰，预测也够保守。但可惜依然是收获了一片骂声，都是痛骂“二万亿唐”吹票割韭菜的

今年初，我给茅台的三年后合理估值是 1.76 万亿±10%，一年内卖点是 2.1 万亿。

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	39%	17600±10%	<8800	21000	13547	1078.56	-8.83%
腾讯控股	26%	55000±10%	<27500	50000	32783	383.00	1.97%
洋河股份	13%	3850±10%	<1925	4700	1683	111.71	1.10%
分众传媒	11%	……	<600	1400	970	6.61	5.59%
古井贡B	6%	666±10%	<333	800	317	70.17	-0.90%
海康威视	5%	4400±10%	<2200	5000	3193	34.17	4.37%
沪深300						4144.96	1.18%
上证指数						3083.79	1.10%
2020/1/4			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8961	

年报出来以后，我小幅上调了三年后合理估值到 1.9 万亿±10%，卖点调整为 2.3 万亿。

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	44%	19000±10%	<9500	23000	15707	1250.56	5.71%
腾讯控股	27%	55000±10%	<27500	50000	35458	406.40	8.20%
洋河股份	11%	3150±10%	<1575	3700	1372	91.06	-17.59%
分众传媒	7%	……	<600	1400	633	4.31	-31.15%
古井贡B	7%	666±10%	<333	800	309	67.09	-5.25%
海康威视	5%	4400±10%	<2200	5000	2778	29.73	-9.19%
沪深300						3796.97	-7.31%
上证指数						2808.83	-7.91%
2020/4/25			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.9134	

估值的计算过程见 4 月 27 日的文章《茅台估值、买点及卖点计算过程演示》及 2019 年 2 月 20 日的《实战细节分析：老唐为什么不用 950 的茅台换入 7 元的分众？》

我相信几乎没有人想到（包括老唐在内），仅仅两个月后，茅台来到了 1.9 万亿之上

这几天，书房后台，以及线下跟着老唐买了茅台的熟人们，或多或少地开始一键三连：

- 到了卖点你真的会卖吗？
- 卖出后买不回来怎么办？
- 卖出后你拿着现金又买什么呢？

我先回复结论：

①到了卖点你真的会卖吗？

会。今年年底前如果触及 2.3 万亿，我会按计划开始卖出，并在 50~60 倍市盈率之间实现清仓。

具体步骤是：

将持有的全部茅台分为等量的三份，2.3 万亿卖出一份。如果卖出第一份后股价转头下跌，剩余部分继续持有；

如果卖出后继续上涨 10%（2.53 万亿），卖出第二份。如果卖出第二份后下跌，剩余部分继续持有；

如果继续上涨 10%（2.78 万亿），清仓。清仓后继续涨，那就不属于我的啦……（请脑补《疯狂的石头》里面，飞天大盗麦克吊在翡翠上空的场景）

②卖出后买不回来怎么办？

我对人性有信心，我认为一定会有机会买回来的。

这些卖出的份额，我会在预计当年净利润的 20~25 倍市盈率之间买回来。

这个“当年”，不是指 2020 年，它可能是任何一年。买入价也可能远高于 2.3 万亿——不知道我表述清楚没有？

就是说，我相信能有合理估值以下的机会买回来，但我没有能力确定股价何时会跌至合理估值以下。

所以我的买点会随着时间推移发生变化。

比如到 2023 年净利润预计为 700 亿，那么我 2023 年内可能愿意在 1.75 万亿以下买入。

但也可能是 2025 年，若 2025 年净利润已经触及 1100 亿（随口说的举例数字，如有雷同，纯属瞎蒙），那么可能 2.75 万亿以内我可能就会买入，不管它是不是高于我曾经的卖价。

③卖出后的现金会买入什么？

很抱歉，这个我也不知道，要届时继续上秤比较才知道。

其实原则很简单，就是**在自己能理解的范围内，股权有明显便宜占，就用现金换股。现金有明显便宜占，就用股权换现金。**

左右不过就是**“永远比较、永远选择，永远让财富以收益率更高的形态存在”**。

什么叫明显的便宜呢？

来，我们复盘看看什么叫“明显的便宜”？

在老唐 2014 年 7 月开始创作，2015 年元旦出版的《手把手教你读财报》里，面对 1800 亿市值的茅台，老唐曾白纸黑字的写下：

如果我是茅台集团老板，我会让股份公司贷款 1000 亿元，加上自有的 200 多亿现金，按照 300 元/股的价格，回购注销全部 4 亿股流通股，然后退市。

「注：当时总股本 11.42 亿股，300 元股价对应 3426 亿市值，相对当时 1800 亿市值溢价 90%」

账目很简单，哪怕茅台的销售和利润不再增长，始终保持 2013 年的 300 亿营收、220 亿税前利润（151 亿归属上市股东所有的净利润）的状况，也只需要 7 年左右就可以还清全部贷款，将这只母鸡每年生产的金蛋全部收入囊中。

记得有很多朋友不理解为什么 7 年左右就能还清？我列个表吧：

年度	营收	税前利润	期初贷款	当年还息	息后利润	所得税率	税后净利	当年还本	年底贷款余额
2014	300	220	1000	72	148	25%	111	111	889
2015	300	220	889	64	156	25%	117	117	772
2016	300	220	772	56	164	25%	123	123	649
2017	300	220	649	47	173	25%	130	130	519
2018	300	220	519	37	183	25%	137	137	382
2019	300	220	382	27	193	25%	144	144	237
2020	300	220	237	17	203	25%	152	152	85
2021	300	220	85	6	214	25%	160	85	0

备注：简单起见，忽略了少数股东损益影响，下同。

上表意味着，按照 7.2%的利率计算，于 2014 年初贷款 1000 亿，溢价 90%回购所有小股东的股份。

假设未来营收 0 增长，也能在 7 年左右还清全部贷款，将之后所有的净利润全部装入自己的腰包。

而保持 300 亿营收不增长，是站在当时我能清楚地看到的一个保守目标。

实际上，从 2014 至今，若按照茅台实际的营业收入和税前利润，上面那个表会变成如下模样：

年度	营收	税前利润	期初贷款	当年还息	息后利润	所得税率	税后净利	当年还本	年底贷款余额
2014	322	219	1000	72	147	25%	110	110	889
2015	334	220	889	64	156	25%	117	117	772
2016	402	240	772	56	184	25%	138	138	634
2017	611	387	634	46	341	25%	256	256	378
2018	772	508	378	27	481	25%	361	361	17
2019	889	588	17	1	587	25%	440	17	0

基本上自 2018 年底就可以还清全部贷款。

2019 年 440 亿净利润，乃至今后所有的净利润，将全部进自己口袋。

这就叫“明显”的便宜。

而且，这明显的便宜中还有两个参数是高度保守的估算：

①这是以 3426 亿市值的角度去看，已经有明显的便宜。事实上，当时的市值只有 1800 亿。

②假设里用的是 7.2%的贷款利率，实际上这些年的贷款利率从未达到过这个高度。

真正认真读过《手把手教你读财报》，或者认真跟踪过书房茅台相关文章的，个人财富乃至投资理念，在这几年里应该都已经出现了巨大的变化。

甚至不排除部分朋友的溢美之词：被老唐改变了命运

期间持续的价值判断我们跳过去，转眼来到 2020 年。

公开实盘六年半以来，第一次遇到有朋友开始担心：“万一卖掉以后，一直涨，买不回来可怎么办？难道就这样与优质企业一拍两散？”

市场有个关于“阳线改三观”的顺口溜，很有意思，大致是这么说的：

一根大阳线，千军万马来相见；

二根大阳线，龙虎榜上机构现；

三根大阳线，股评大 V 齐推荐；

四根大阳线，散户追高不听劝……

这就是典型的近因效应。

人的思考里很容易对近期因素给予更大的权重，而淡忘较为远期（曾经的近期）因素的影响。

在暴跌面前，人们会恐慌（书房朋友们一定还记得 3 月 19 日老唐窜词版《阴天》留言区里的恐慌），在暴涨面前，人们会兴奋。

自然而然，暴跌时做出的计划一定偏保守，而暴涨后做出的计划一定偏乐观。

这种情绪不仅指你有我有大家有，睿智如查理.芒格也一样有。

手里有《巴芒演义》的朋友，可以翻阅重读 292 页和 293 页内容

所以，在我看来，要想在市场长期生存和获利，首要的因素就是：

不在恐慌和亢奋时做决策，或者说只在气氛平淡时做决策。

然后依照决策执行，并平静地接受结果，不断重复、重复、重复。

不要以为优质企业就不跌，茅台 8.8 倍市盈率的“音容笑貌”还常常浮现在我眼前

下面让我们在狂热中，享受享受祖师爷的智慧洗礼吧。

以下文字均摘自本杰明.格雷厄姆的《聪明的投资者》一书。不同位置、不同段落用书名隔离：

即使手握优质企业，投资者也应该明白股价是会波动的，所以不应该因股价下跌而焦虑，或因价格上涨而过分喜悦。

——《聪明的投资者》——

一位真正的投资者不太可能相信，股市每日或每月的波动会使自己更富有或更贫穷。

但是，长期的和大幅度的波动会怎样呢？在此会产生一些现实问题，也有可能产生一些更复杂的心理问题。

市场的大幅上升，会立即给人们带来适当的满足感以及谨慎的担忧，同时也会使人产生强烈的不谨慎冲动。

你的股票上涨了，很好！你比以前更富有了，很好！

但是，价格上涨是否过高，你应该考虑出售吗？或者，你是否会因为低价时购买的股票太少而责备自

己呢？

或者（这是最坏的想法），你现在应该认可牛市气氛，像绝大多数公众那样满怀热情，陷入过分的自信和贪婪（毕竟你也是公众中的一员），并且进行更多的危险投资吗？

到目前为止，最后一个问题的答案显然是否定的。

但是，即使是聪明的投资者，也可能需要很强的意志力来防止自己的从众行为。

——《聪明的投资者》——

市场波动对投资者的实际影响，还可以从股东作为各企业所有者的角度加以考虑。

持有上市股份的人实际上具有双重身份，并且他可以在两者之中有选择地加以利用。

一方面，他的地位类似于少数股东，或非上市企业的隐名合伙人。

这样，他所得到的结果完全取决于企业的利润，或企业资产价值的变化。

通常情况下，他会通过最新的资产负债表来计算自己享有的净值，以决定自己在这间非上市企业里的权益价值。

另一方面，普通股投资者持有一纸证书，一份印刷好的股票凭证。

他可以在不同的时间，按不同的价格随时将其卖掉（在市场开业时），因此，他常常可以将其从资产负债表中完全消除掉。

最近几十年股市的发展，使得一般的投资者更依赖于股票行情的变化，而不像以前那样，大多数人仅仅把自己看做企业其中一个所有者。

原因在于，当他有可能集中购买某成功企业的股票时，该企业的股价几乎总是会高于其账面净资产价值。

在支付这些市场溢价的同时，投资者要承担很大的风险，因为他必须依靠股市本身来证明自己投资的合理性。

在如今的投资领域，这是一个最重要的因素，而且它没有得到应有的关注。

整个股市报价系统中包含了一个内在矛盾：公司过去的记录和未来前景越好，其股价与账面值之间联系越小。

但是，超出账面值的溢价越大，公司内在价值的基础就越不稳定。换句话说，这种“价值”就更加取决于股市的估值方式和情绪的变化。

这样，我们最终面临一个悖论:公司做得越成功，其股价的波动可能会越大。

——《聪明的投资者》——

由于普通股（即使是投资级的普通股）都会不断地出现大幅度的价格波动，因此，投资者必然会对从这种价格大幅波动中获利的可能性感兴趣。

他面临着两种可能获利的方法:择时法和估值法。

我们所说的择时，是指努力去预知股市的行为——认为未来走势会上升时，购买或持有；认为未来走势会下降时，出售或停止购买。

我们所说的估值，是指尽力做到股价低于其公允价值时买入，高于其公允价值时卖出。

……

我们确信，无论采用哪一种方法，聪明的投资者都能得到满意的结果。

我们同样确信，如果投资者以预测为基础强调择时交易，那么他最终将成为一个投机者，并要面对投机所带来的财务后果。

在外行看来，这种区别非常不明显，而且也没有得到华尔街的普遍认同。

——《聪明的投资者》——

投资者和投机者之间最现实的区别，在于他们对待股市变化的态度。

投机者的主要兴趣在于预测市场波动，并从中获利；

投资者的主要兴趣在于按合适的价格购买并持有合适的证券。

实际上，市场波动对投资者之所以重要，是因为市场出现低价时，投资者会理智地做出购买决策；

市场出现高价时，投资者必然会停止购买，而且还有可能做出抛售的决策。

我们并不认为，投资者非要等到市场价格最低时才去购买，因为这可能意味着长期的等待、收益的损失，甚至可能错失投资机会。

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——除非整体市场估值水平超出合理估值标准所能解释的范围。

——《聪明的投资者》——

细细体会祖师爷的智慧吧！资本市场没有新鲜事。

强烈申明

这又是一篇寻求对的清楚，错的明白，不玩模糊含糊之词的价值投资之“术”。

无论你是否认同，是否感恩，是否打赏，老唐都必须要**郑重提醒**：

本文为老唐的个人思考，文中看法可能**充满个人偏见和错误**。

老唐从来**不具备**预测股价涨跌的能力。

所以，对于本文观点，你一定要独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买卖决策。

尤其是从理论角度说，一个人多次正确后，**未来错误的概率应该是越来越大的**。

切记切记，独立思考

第800篇.　2020.07.04 - 老唐实盘周记2020/07/04

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-07-04

本周交易

无

当前持仓

目前持仓茅台 41%，腾讯 27%，洋河 14%，分众 8%，古井 B6%，海康 4%。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	41%	19000±10%	＜9500	23000	19368	1541.79	32.23%
腾讯控股	27%	55000±10%	＜27500	60000	45669	524.50	40.09%
洋河股份	14%	3150±10%	＜1575	3700	1871	124.13	15.47%
分众传媒	8%	……	＜600	1400	834	5.68	-9.27%
古井贡B	6%	666±10%	＜333	800	389	84.65	19.55%
海康威视	4%	4400±10%	＜2200	5000	3119	33.38	4.18%
沪深300						4419.60	7.89%
上证指数						3152.81	3.37%
2020/7/4			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.9115	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	42%	19000±10%	＜9500	23000	18341	1460.01	25.22%
腾讯控股	26%	55000±10%	＜27500	60000	42295	485.00	29.54%
洋河股份	13%	3150±10%	＜1575	3700	1587	105.33	-2.02%
分众传媒	8%	……	＜600	1400	815	5.55	-11.34%
古井贡B	7%	666±10%	＜333	800	391	85.00	20.04%
海康威视	4%	4400±10%	＜2200	5000	2829	30.27	-5.52%
沪深300						4138.99	1.04%
上证指数						2979.55	-2.31%
2020/6/27			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.9129	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同而发生小幅变化；

②老唐买点或卖点，代表如果公司总市值触及此数值，老唐计划买入或卖出，与个股历史买入成本无关；

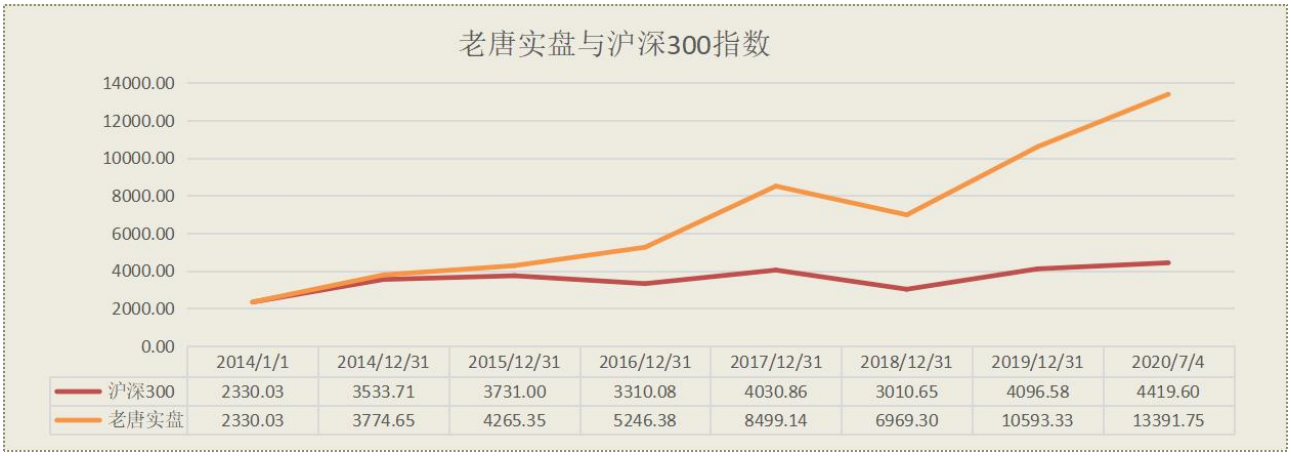
③仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2020 年内收益 26%（四舍五入数据）。

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，26%（均不含新股收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 575。以 6.51 年折算，年化收益率约 30.8%。



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/7/4
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	4419.60
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	13391.75

重要事项

1.洋河披露回购进程。

本周，洋河披露六月回购进程。

六月累计投入约 1.09 亿，回购近 103.7 万股，六月买入均价 104.7 元。

截止 6 月底，累计回购股份约 703 万股，耗资 6.6 亿，回购均价 94.2 元。

公司计划回购总额度是 10 至 15 亿之间，最高回购价格为不高于 132 元。

对回购一事，我没有什么观点。

多一个股权买家来竞争，对买家老唐而言是坏事；

低于企业内在价值回购，对股东老唐而言是好事；

回购注销还是用于股权激励，在我看来是一码事。真正要关心的不是股权激励，而是股权激励的标准和价格。

三者合并，好坏都有，关注价值不大。

2.昨天（7 月 3 日）腾讯的广告平台宣告统一。

这事儿掩盖在老千妈事件热点下面，少有人注意。

如果说老千妈事件是千万级的损失，那么这个广告整合其实是千亿级的大事件。

只是后者没有前者那么有趣，没有前者那么便于传播。

腾讯的赢利点比较多，广告系统整合说了很久，一直没有实质性进展。

昨天的统一入口发布，总算说明这个整合取得了重大进步。

目前的腾讯广告是两大山头组成：微信广告是一个山头，独成体系。其他所有平台合计是另一个山头。

两个体系少量交叉、大量分离，利益冲突、沟通不畅，制度成本高昂。

这是腾讯广告系统一直为市场诟病的重大问题。

现在，终于统一为一个入口、一个体系了：ad.qq.com。

它的核心价值在于整合了腾讯全系统的流量，并将客户的竞价集中在了一个体系里。

我个人认为至迟从四季度开始，这个整合的结果，就会体现在腾讯广告业务的营收增长数据上。

腾讯虽然已经是巨象，但《腾讯控股，巨象尚未停步》，它依然在进化，依然是《看不见边际的腾讯》。

顺带说一件小开心的无关事项：

本周，老唐被邀请为微信公众号平台“洗稿投诉合议小组”成员。以后可以为保护原创、打击洗稿盗版，贡献一点自己的力量了。

虽然一毛钱报酬也没有，但也挺开心的，傻乐

3.茅台逼近老唐卖点的问题

今天茅台市值 1.94 万亿，相比老唐一年内卖点 2.3 万亿，仅有不到 19%的距离。

这两天，无论是书房后台的朋友们，还是跟着老唐买了茅台的亲友邻居们，或多或少地开始了一键三

连式追问：

- **到了卖点你真的会卖吗？**
- **卖出后买不回来怎么办？**
- **卖出后你拿着现金又买什么呢？**

这是很有价值的现场教材，老唐正好借机阐述一下与此有关的思考。不小心写长了，单独成篇，放在

今日第三条推送

4.关于新三板精选层打新问题。

本周新三板精选层打新的结果出炉，很多朋友询问我是否参与了，什么结果？

其实我在多篇文章的留言区都回复过：不参与。

原因呢？也不是啥判断，依然还是老唐心中永远的那台秤：**永远比较、永远选择、永远让财富以收益率更高的资产形态存在。**

下面是前几天老唐在小区邻居群里，针对这事儿的发言截图（截图使用已获当事人同意）

我是把它看成新生事物，试一下又不会死。万一、万一活了呢。

用发展的眼光看

2020年6月29日 11:59

我倒不是觉得它会死会活，而是一个机会成本的问题。新三板是预缴现金参与，比例配售，也就是说它要占用现金的。问题在于，如果我有现金，我买股票了，我的预期年化收益率在15%以上（能不能达到另说，预期反正是这样的），拿去参与打新肯定要超过这个预期才有价值。但我看市场一众砖家的分析，预计年化一般都看在6%~10%之间的，先不说安全性和流动性问题，这个收益率，我怎么可能有现金去招待它呢？木有木

其实就这么简单。没有什么高大上的宏观政策理解，也没有什么含义深刻的管理层意图剖析——惨了，真话显 Low，天边飘来一排失望中带着鄙视，鄙视里饱含失望的小眼神

5.本周读书笔记，我选中 4 份。

仍然先披露入选者，之后再找时间陆续推送文章，以避免作者们焦虑。

入选文章是：

- 一个懂得辩证法的大侦探——豆瓣@Andrew
- 明正道、释疑惑、知行止——雪球@沧海云舒
- 巴菲特和他的朋友们——公众号@鹭由器
- 读巴芒演义，悟人生价值——公众号@Elaine 成长记

请这四位朋友留下收货地址——如果选择老唐的四本书签名套装做奖品，或，留下微信号——如果选择加老唐微信好友做奖品。

无论是否入选，输出本身已经是对自己的巨大帮助，是非常深入的学习过程。

我相信所有写过读书笔记的朋友，都会有这个感触。借着这个激励，将双手放在键盘上，给自己一个成长的机会吧

本周运动

本周游泳 2 次，单次 1 小时；跑步 1 次 10 公里；陪我家领导散步 4 次合计 30 公里。

同口径体重 85.7 kg（175cm），环比上周增加 0.2kg.

上周把责任推给粽子，这周给谁呢

想来想去，应该怪我的小学语文老师

是语文老师培训我背诵“谁知盘中餐，粒粒皆辛苦”，导致我养成了“一扫光”的良好习惯，就这样变成胖胖。

就这样被肉肉征服

切断了苗条的路

我的心里有点苦，

我的筷子犯迷糊

就这样被肉肉征服——预备，唱……

背老师，您好

下周预计交易

下周分众和古井分红

分众传媒：10 派 0.7 元（含税，下同），7 号到账。

古井贡分红，A 股股东每股 1.5 元，9 号到账。B 股股东每股约 1.6404 港币，13 号到账。

注：AB 股东分红一样多的，只是按照股东大会决议通过次日的港币汇率 0.9144 折算过。

这两笔钱仅占账户市值的 0.2%，没什么需要思考的。

套用之前分享过的处理方案：谁在买点就买谁，都不在买点就谁的分红买成谁。

预计 7 号开盘买入分众，13 号开盘买入古井 B。

关于分红扣税问题，问的朋友很多。

我把 2016 年 6 月的一个旧帖拷贝过来给新朋友吧：

1）分红时一律不扣税；

2）等你卖出股票时，算你的持有时间（自你买进之日算到你卖出之日的前一天，下同），超过一年的免税；

3）等你卖出股票时，持有时间在 1 月以内（含 1 个月）的，补交红利的 20%税款，券商直接代扣；

4）等你卖出股票时，持有时间在 1 月至 1 年间（含 1 年）的，补交红利的 10%税款，券商直接代扣；

5）分次买入的股票，一律按照先进先出原则一一对应计算持股时间；

6）当日有买进卖出的（即所谓做 T），收盘后系统计算你当日净额。

净额无变化，相当于无交易，不影响持股时间计算。

净额为买入，记录为今日新买入。

净额为卖出，则按照先进先出原则，算成你卖出了最早买入的对应数量，按上述规则扣税。

7）通过国内券商港股通渠道买入的股票，一律按股息的 20%扣税；

8）直接开港股券商账户买入的，买入境内内资企业在港上市的股票，按照股息的 10%扣税。其他类

型企业不扣税。

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。

文中提及的任何个股，都有**腰斩**或翻倍的风险。请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记

祝朋友们周末愉快

第801篇.　　2020.07.11－第三十七回 蹚浑水拯救所罗门 看笑话围观赌金者

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-07-11

纸质版《巴芒演义》请点击：

当当下单　京东下单

音频版请到喜马拉雅搜索《巴芒演义》

做投资，面对简单的企业一不小心也会踩坑，对复杂的企业岂不是要更加警惕？

是的，就在巴菲特收购通用再保的同时，他就直接拒绝过一家全球知名的“复杂”企业抛来的橄榄枝。

这家企业拥有全球独一无二的豪华阵容，号称“每平方英寸智商密度高于地球上其他任何地方”，它是著名的长期资本公司（LTCM）。

巴菲特和长期资本的渊源，要从所罗门兄弟公司说起。

在 1976 年拯救盖可保险的过程中，巴菲特与当时所罗门兄弟公司二把手古弗兰建立了深厚的友谊。

1987 年，已经是所罗门董事长的古弗兰送上了一笔条件相当优厚的交易，用来交换巴菲特的帮助。

巴菲特误入所罗门

当时，在“垃圾债券之王”米尔肯的支持下，著名兼并天才罗纳德·佩雷尔曼意图收购所罗门。

由于佩雷尔曼和米尔肯一贯是收购后改组管理层、分拆出售企业资产，再加上古弗兰和米尔肯是众所周知的不和——两年前两人曾经在公开场合差点打起来，而且，自那以后，两家公司就切断了相互之间的所有债券交易。

所以，以古弗兰为首的所罗门管理层，绝对不想被米尔肯和佩雷尔曼收购。

佩雷尔曼 1943 年出生于美国一个豪门望族，毕业于沃顿商学院。他是 2019 年福布斯全球亿万富豪榜第 149 名。

佩雷尔曼的父亲是一位并购行家，拥有一家庞大的钢铁工业集团，所以佩雷尔曼在读大学期间就曾经投资 80 万美元收购过一家啤酒厂，三年后分拆卖掉获利 200 多万美元。

佩雷尔曼常见的操作手法，是买进一家“丑小鸭”公司，将公司亏损业务分拆卖掉，留下公司的壳，然后利用历史亏损潜藏的税务优惠，收购优质资产，经过管理优化后转手出售给行业巨头。

以此为目的，佩雷尔曼喜欢精确盘算最少购买多少股份可以实现控股，哪些业务和机构可以卖掉，收购什么目标业务可以形成互补，最终要卖给谁。

所以，市场对他的评价是“佩雷尔曼不像个企业家，更像个手拿计算器在市场晃悠的二道贩子”！

盯上所罗门之前，佩雷尔曼刚刚在米尔肯的支持下，通过发行垃圾债券，完成对化妆品帝国露华浓的收购。

佩雷尔曼入主后，分拆出售了露华浓保健品部门，同时将公司机构一举削减 80%。

露华浓是佩雷尔曼收购生涯中唯一专情对待的公司，至今依然在佩雷尔曼掌控中。2018 年 1 月，佩雷尔曼刚刚把露华浓 CEO 的宝座移交给女儿黛布拉。

佩雷尔曼不专情的性格，在他的私生活里也有体现。他一生结婚 5 次，离婚 4 次——这可能是财富榜排名下滑的因素之一，佩雷尔曼在 1991 年就是富豪榜第三名。

佩雷尔曼的婚姻一直是八卦媒体的最爱，尤其是第三任妻子达芙，据说是美国前总统克林顿的红颜知己。

更有意思的是，克林顿拉链门丑闻女主角莫妮卡·莱温斯基，就是经佩雷尔曼推荐进入白宫的。

为了抵御佩雷尔曼的入侵，古弗兰拒绝了佩雷尔曼的出价，转而于 1987 年 9 月 28 日向巴菲特发行 7 亿美元条件优厚的优先股。

优先股每年享有固定 9%红利，3 年后有权按照每股 38 美元的价格转成普通股——当时所罗门股价约为 32 美元。

如果届时不转股，所罗门兄弟公司自 1995 年 10 月 31 日起的 5 年内分批赎回。同时，巴菲特保证 7 年内不增持所罗门股份。

虽然看上去利润丰厚且几乎万无一失，但巴菲特这笔投资的“择时”可谓烂到家了。

9 月 28 日确定投资，交易履行完毕后的一周左右，就爆发了世界性大股灾。10 月 19 日，著名的黑色星期一，道琼斯指数单日跌幅 23%，创 20 世纪单日跌幅纪录。

所罗门股价遭重创，跌至低点 16.62 美元。不过，说择时烂透了，是老唐的调侃。巴菲特其实不择时，他只依据价值和价格差异行事。

就在黑色星期一发生的前一周，10 月 12 日前后，巴菲特已经指示经纪公司将他持有的普通股，除了三只“死了都不卖”（大都会通信、盖可保险、华盛顿邮报）的股票，其他的几乎全部清仓了。

芒格起初就不太赞成投资所罗门。

《滚雪球》里记录：“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。’”

芒格后来很得意地说：

“我们颇有一些先见之明，当时我们在大都会和所罗门有相当数量的股份，沃伦建议我去加入大都会董事会。我说：沃伦，你绝对不需要我在那儿。所罗门会有很多麻烦，需要我们两个人都在。”

果然，所罗门出了大麻烦，麻烦来自债券交易部门负责人梅利韦瑟和他的得力手下莫泽尔。

所罗门的麻烦事儿

事件复杂，简化后大致如下：

美国财政部发行的美国国债，历来是金融市场的硬通货，是全球交易量最大的金融产品之一。

国债的发行模式是这样的，买家通过主要交易商（一共 40 多家，所罗门是最大的一家）向财政部报出要求利率和申购数量。

财政部从要求利率最低的报价算起，一直到满足预备发行数量为止，最高要求利率为成交利率。

低于成交利率的申报者，得到申报数量；高于成交利率的申报作废；等于成交利率的申报者部分或全部成交。

举例说明。

假设财政部准备发行 100 亿美元国债，大家报出要求利率和申购数量如表 37-1 中的前两列，则成交利率和数量如表中后两列所示。

表 37 -1　申购国债中标过程

要求利率	申购数量	成交利率	获得数量
2.78%	30 亿	2.95%	30 亿
2.82%	10 亿	2.95%	10 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%	40 亿	—	0
……	……	—	0

为了防止垄断操纵，财政部规定任何公司申购数量不可以超过发行总量的 35%。

所罗门公司债券部经理莫泽尔钻了个空子，他不仅用所罗门自营账户提出顶格申报，同时还利用客户账户提交申报，然后在客户不知情的情况下，将获配债券转入所罗门自营账户。

后来的调查结果显示，莫泽尔有 8 次申购比例超过 35%上限，其中 4 次，他申购到发行债券总量的 75%。

如此大量债券在手，所罗门基本可以控制该债券的短期波动。

他们通过拉高市价的方式逼空，迫使国债空头在到期日以高价平仓，从而为公司创造暴利，相关人等则获得高额奖金。

莫泽尔的行为后来被上司梅利韦瑟知道并汇报给董事会。但不知为何，董事会轻描淡写地略过了。

巴菲特知道此事时，也没意识到问题的严重性，还是芒格提醒他说这是个大麻烦。

说到底，数万亿美元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。

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，可能毁掉美国证券系统的国际声誉，减少国债买家，从而提高政府的融资成本。

财政部一次很偶然的询问函，让莫泽尔盗用客户账户的事穿了帮，司法部反垄断局开始介入调查。

美联储和财政部考虑取消所罗门主要交易商资格，以儆效尤。

若所罗门主要交易商资格被取消，将面临大客户出走、债务触发保证金追加要求，甚至触发债务提前归还条款等重大危机。

华尔街投行的资产负债表规模一般都很大，所罗门当时市值约 40 亿美元，但债务规模高达 1500 亿美元，在华尔街投行中仅次于花旗集团。

公司每天都有几百亿美元的债务滚动到期，若触发信用危机，归宿只能是破产。届时巴菲特的 7 亿美

元将分文不剩。

紧急介入挽救所罗门

美元面前无小事，巴菲特和芒格紧急介入所罗门。

计划由巴菲特担任董事长，芒格接管审计委员会，MTO 律师事务所冠名合伙人奥尔森和首席律师邓纳姆接管法律事务。

奥尔森介入的第一天，就被纽约南区检察官召见。要知道，是否指控所罗门的权力掌握在检察官手上。

奥尔森当场对检察官做出一个非同寻常的承诺：放弃所罗门公司“律师—当事人保密特权”!

这条宪法赋予的特权，是用来保证客户与律师之间的交流内容免受调查的。

奥尔森保证不管 MTO 在调查中发现什么，都不会对检察官保密。

说得直白一些，此刻 MTO 押上律所声誉和大律师的执业资格，承诺绝不隐瞒客户商业机密和犯罪行为，以换取检察官暂时不指控所罗门。

事情当然不是一个承诺能解决的，中间有巴菲特、芒格及 MTO 律师团惊心动魄的大量努力。

举一个惊险的环节，距离股市开盘还有不足 7 小时，财政部决定取消所罗门主要交易商资格。

巴菲特收到消息后，立刻找到财政部部长布雷迪（伯克希尔原董事长蔡斯的侄子），用拒绝担任所罗门兄弟董事长、让所罗门宣布破产作为要挟。

所罗门如果破产，将是美国历史上最大规模的金融企业破产，连锁反应将导致所罗门合伙人、债权人及交易对手破产，会给世界金融市场带来巨大的灾难，具体损失程度无人能够准确估计。

经过一系列人脉沟通和谈判权衡，财政部部长布雷迪与美联储主席格林斯潘等决策人，基于巴菲特、芒格和 MTO 押上声誉的诚意，

同时也确实担心巴菲特描述的恐怖场景肆虐金融市场，最终将对所罗门的制裁修改为：所罗门可以保留自营账户申购权，但暂不能代替客户申购。

事后财政部对所罗门也只实施了 2.9 亿美元罚款，除梅利韦瑟离职、莫泽尔入狱 4 个月之外，没有起诉任何人。

这结局几乎比所有股东预想的都乐观。巴菲特说，这主要归功于 MTO 的奥尔森和邓纳姆。

豪华阵容组建长期资本公司

1992 年 6 月危机基本解除。巴菲特离开所罗门，并任命 MTO 首席律师邓纳姆接任董事长职位，之后巴菲特增持了部分所罗门股票。

在邓纳姆的领导和推动下，1997 年所罗门以 90 亿美元的价格，出售给桑迪·威尔控制下的旅行者集团。

伯克希尔所持股份交换为旅行者集团约 3%的股份，市值 17 亿美元，巴菲特随后陆续将其抛出离场。

所罗门出售后，邓纳姆重新回到 MTO 律师事务所。

而约翰·梅利韦瑟，这位曾在 20 世纪 80 年代一手创造所罗门债券交易部，打造出华尔街传奇赚钱机器的天才级人物，因此事离开所罗门后，创建了长期资本基金。

由于所罗门债券部门的核心交易员，几乎全部是梅利韦瑟从各大学院里挖掘的，梅利韦瑟一直是他们可以依靠的大树，是他们的保护伞，是他们的慈父，呵护和照顾着他们。

所以，当梅利韦瑟离职后，这些人基本都选择了跳槽长期资本。

紧接着，梅利韦瑟还邀请到诺贝尔奖得主罗伯特·默顿和迈伦·舒尔茨入伙（从“赌神”索普 21 点论文推出期权定价模型并因此而获得诺贝尔奖的经济学家）。

这两位此刻是国际金融界的泰斗级人物，大部分华尔街精英要么是他们的学生，或学生的学生，要么就是读着他们写的教科书入行的。

默顿和舒尔茨之所以愿意入伙，是因为他俩认为长期资本公司将是他们检验学术成果的最好机会。

长期资本交易模型的底层逻辑，就是两位诺奖得主的期权定价模型和有效市场理论：

金融产品的市价虽然随机出现，但和宇宙里广泛存在的其他随机事件一样，它们也会呈现某种分布。

具备足够的数据就可以统计出分布形态。一旦市价偏离正常态，下注赌它回归就可以让长期资本获取利润。

因为随着时间的推移，有效市场的必然结局是价格回归正常态。

这套理论其实没错，问题出在“随着时间的推移”几个字上。

这个时间究竟是多长，或许应了凯恩斯那句名言：市场保持非理性状态的时间，可能会持续到你破产以后。

梅利韦瑟并没有止步于两名诺奖得主，他还邀请到一位重磅人物——美国财政部在任副部长兼美联储副主席戴维·马林斯。

马林斯在美联储的声望仅次于美联储主席格林斯潘，被普遍认为是格林斯潘的继任者。

这是市场上唯一能请到在任美联储副主席入伙的基金公司。这不仅给长期资本创造了广泛接触国际大银行的机会，也使各国准政府投资机构趋之若鹜。

而且，马林斯是处理所罗门丑闻的直接负责人，他的加盟相当于给梅利韦瑟做了人品背书。

凭借创始人和合伙人梦幻般的履历、历史回报和学术声誉，这群天才毫不费力就募集到截至当时，基金史上最大规模的启动资金：12.5 亿美元。

资金主要来自大型银行、政府基金、大学基金、华尔街巨头、好莱坞名流、保险公司、养老基金等。

惊人业绩突遭黑天鹅

基金从 1994 年 2 月底开始运作，当年回报率 28%；1995 年 59%；1996 年 57%；1997 年 25%。

4 年 4 倍，年化 41.4%。对于规模如此巨大的债券套利型基金，用“传奇”已经不足以形容。

更让人惊掉下巴的是，在基金运作前 3 年里，只有 1 个月有超过 1%的亏损。

直到 1998 年 4 月底为止，基金最大月度亏损仅 2.9%。

在逆天业绩面前，基金规模迅速膨胀到约 74 亿美元。

这时候长期资本基金的认购资格，对于所有合伙人也已经是一种需要争抢的奖励和荣耀。

几乎所有的合伙人都把身家投入了自己的基金——包括前 4 年分得的管理费和业绩提成。

1997 年底，基金强行退回了外部投资者的 27 亿美元。留下的 47 亿美元中，有 19 亿美元是合伙人的。

此举当时引发众多投资者的愤怒，但仅仅几个月后，这帮被清退的家伙就乐得在家烧高香了。

1998 年 5 月，天才们设计的精密模型里的十级西格玛事件（可能性只有 1/1024 的事件）降临——日本股市暴跌，俄罗斯国债违约，克林顿拉链门丑闻，一系列事件让全球金融产品出现信任危机，投资者不计价格抛售所有疑似潜藏风险的资产，换入类似美国国债这样的安全资产。

在长期资本模型里，那些必将收拢的收益率，不仅没有收拢，反而持续扩大，大量本应负相关的对冲

资产同向运动。

5月基金亏损6.7%，6月亏损10%，7月持平，8月巨亏44%。

长期资本在全球所有产品上的套利活动，同时出现亏损。多元对冲、全面分散风险的资产组合失灵，模型全面崩溃。

9月1—23日，基金又亏损25%。1998年9月23日，星期三，基金还剩5.55亿美元净资产。

隔岸观火

此时的长期资本，持有约1400亿美元资产及1.25万亿美元的金融衍生品合约。

如果长期资本崩塌，将引发无数交易对手无法结算，整个市场丧失流动性，结局可能就是整个金融系统的崩塌。

美联储紧急召集华尔街14家大银行商量救灾。

同时，长期资本通过高盛集团，向包括巴菲特在内的多位实力金主，表达出让股权的意图。

巴菲特不仅没有同意，反而在得知消息后立刻致电通用再保负责人：“长期资本公司快不行了。不管是谁来为长期资本的相关产品投保，没有抵押物或保证金绝不办理。记住，绝不办理”!

经多位巨头紧急斡旋，巴菲特最终在9月23日11时40分勉强传真过来一张一页纸的意向书，核心就三句话：

①伯克希尔、高盛和AIG分别出资30亿、7亿和3亿美元组成一家新公司。

②新公司出价2.5亿美元，收购此刻长期资本净值为5.55亿美元的全部投资组合。只要资产不要人，不承担收购前责任。

③不接受内容修改，限12:30前签字，否则意向失效。

梅利韦瑟团队将这个出价视为人格侮辱，其他巨头们则意见不一，最终没能在50分钟内达成一致。

后来，还是美联储敦促14家大银行组成的银团，凑出36.5亿美元实施紧急救助，代价是14家银团获得长期资本90%的股权，剩余10%归合伙人之外的原基金投资人。

合伙人年初的19亿美元资本归零，事情就这样结束了。

巴菲特说他完全无法理解长期资本这16个人：

他们为了赚自己不需要的钱，把自己需要的钱全部搭进去。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？

一切皆有可能

营救行动结束一周后，诺奖得主舒尔茨举行婚礼（二婚）。

婚礼现场舒尔茨和默顿发生口角，起因是舒尔茨意识到用数学模型预测市场很危险，而默顿坚持认为可以通过优化模型解决问题。

舒尔茨在婚礼上宣布，自己婚后将放弃舒尔茨姓氏，改随妻子姓。

梅利韦瑟及其天才合伙人，吸取长期资本失败的经验和教训，对模型进行了更深入的细化和完善，并严格将杠杆率控制在15倍以下，又创立了一只基金JWM。

2008年，JWM基金再次踩中1/10N小概率事件，被迫清盘。

这一切，正如巴菲特所总结的：

“资本市场，什么离奇的事情都有可能发生。你要做的是处理好自己的事，力求在最离奇事件发生时，你仍然能够活着”。

第802篇.　　2020.07.11－第三十八回 指导思想与时俱进 投资首选指数基金

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-07-11

纸质版《巴芒演义》请点击：当当下单　京东下单

音频版请到喜马拉雅搜索《巴芒演义》

1998 年收购通用再保后，遭遇连续几年的重创，让巴菲特内心谨慎起来，开始更加强调指数基金的厉害。

这种细微变化，就隐藏在每年的致股东信里。

巴菲特是如何看待指数基金的？

在 1998 年前，巴菲特曾经在两年的致股东信里谈论指数基金。这两次表述经常被指数基金拥趸断章取义地引用。

但这两年，巴菲特表达的真正意思其实是：“指数基金不错，但自己如果有基本的投资能力，就没必要去搞指数基金。”

1993 年致股东信，巴菲特第一次谈论指数基金，他写道：

通过定期投资指数基金，一个什么都不懂的业余投资者竟然往往能够战胜大部分专业投资者。

奇怪得很，当傻钱知道自己的缺陷时，它就不再是傻钱了。

但是，如果你是稍有常识的投资人，对商业有基本了解的话，你应该能够找出 5 到 10 家股价合理且具备长期竞争优势的企业。

此时分散投资理论对你就毫无意义了，它反而会损害你的投资成果并增加你的风险。

我实在无法理解一名投资人为什么要把资金投向了解和熟悉程度是第 20 名的企业，而不是集中在前面几名最熟悉、性价比最高的投资上。

这段话的前半截经常被用来证明巴菲特说过“指数基金可以帮助业余投资者战胜大部分专业投资者”。

可惜从上下文看，巴菲特表述的意思明显在“但是”之后：有商业常识的投资人，应该集中投资 5 到 10 家股价合理且具备长期竞争优势的企业。

1996 年致股东信里，巴菲特第二次谈起指数基金。他写道：

对于各位的个人投资，我可以提供一点心得供大家参考：大部分投资者，包括机构投资者和个人投资者，早晚会发现最好的投资股票方法是购买管理费很低的指数基金。

扣除各种费用后的指数基金投资收益率，肯定能够超过绝大多数投资专家。

但是，你也可以选择自己建立投资组合，此时有几个要点是需要你牢记的：

投资并不复杂，但说它很容易也不现实。投资者真正需要的是给你选中的公司估值的能力。

请特别注意“选中的”这个词，你不必成为每家公司或者许多公司的行家，你只需要将自己限定在能力范围就好。

能力范围的大小不重要，重要的是，你知道它的边界。

要成功地投资，你不需要了解β值、有效市场理论、现代投资组合理论、期权定价或者新兴市场。实际上，你最好对此一无所知。

在我看来，投资专业的学生只需要学习两门课程就够了：“如何给公司估值”和“如何面对市价波动”。

当然，商学院和学术界是不会同意我这种观点的。

作为一名投资者，你的目标应当仅仅是以理性的价格买入一家你能理解的、在未来5到10年甚至20年时间确定会成长的公司之部分股权。

随着时间的推移，你会发现只有很少的公司能够符合这样的标准。所以一旦发现一家合乎标准的企业，你就应当大量买入。

在这期间，你必须尽量坚守一个原则：如果你不想拥有某公司股权10年，那就不要考虑持有它10分钟。

将一些符合标准的公司构成组合，之后你会发现它的市值自然而然地就会不断增长。

尽管我们很少承认，但这正是伯克希尔股东们积累财富的秘诀。

这次巴菲特确实夸奖了指数基金是最好的投资股票方法，但阐述的重点依然在“但是”之后：如何构建自己的好企业组合。

正如巴菲特1998年10月在佛罗里达大学商学院的那场著名演讲里谈到的：“要是你能找到6家不错的企业，就已经足够分散了，用不着再分散了，而且你能赚很多钱。”

1998年底收购通用再保后，巴菲特被市场一通“胖揍”，直到5年后通用再保才止住亏损的势头。

那年（2003年）的致股东信里，巴菲特再次谈到指数基金，表述与之前出现明显区别。他说：

那些收费非常低廉的指数基金（比如先锋基金公司旗下的指数基金）在产品设计上非常适合投资者。

我认为，对于大多数想要投资股票的人来说，认购成本低廉的指数基金是最理想的选择。

注意，这次后面没有“但是”。

2004年致股东信延续了这种风格：

过去35年来，美国企业创造出非常优异的业绩，按理说股票投资者也应该获得丰厚的回报，只要简简单单地搭上顺风车就可以了，持有低成本的指数基金就可以达到这样的目的。但为什么绝大多数投资者收益平平甚至惨不忍睹呢？我认为主要有三个原因……

再往后，巴菲特越来越频繁地在各种场合推荐指数基金，表述干脆变成类似“个人投资者的最佳选择就是买入一只低成本的指数基金，并在一段时间保持持续定期买入”；

甚至是“把你所有的钱都投资到像先锋500指数基金那样的低成本指数基金上”。

2005年致股东信里巴菲特直接指出：

投资管理机构及基金经理，向他们的客户收取大量费用。

然而，将这些机构和经理当作一个整体来看，他们是通过收费让客户赚得更少，让客户的回报率落后于最简单的指数基金被动投资。

开百万赌局力挺指数基金

2006年致股东信披露后，巴菲特公开发起百万美元赌局，挑战所有的基金管理人。

巴菲特声称，任何基金管理人都可以选择至少5只基金，巴菲特赌10年内这5只基金跑不赢先锋SP500

指数基金。

巴菲特说：“我充满期待地等待各位基金经理来挑战，毕竟他们有能力让客户掏出几十亿美元来，他们不应该害怕拿一笔小钱出来和我赌一把。但是，随之而来的是一片寂静，几千名职业投资经理里最终只有一个人——泰德·西德斯应战了，他是门徒基金公司（门徒基金管理着 35 亿美元资产）总裁。”

泰德选择了 5 只 FOF 基金（FOF 基金指专门投资基金的基金），这 5 只基金持有 200 多家基金，相当于泰德雇用超过 200 名信心满满的华尔街精英，以及他们背后的专业投研团队管理自己的资金。

如此大规模的样本，基本可以确保隔绝运气因素。泰德的基金组合将与先锋 SP500 指数基金比赛，赛期 10 年，从 2008 年 1 月 1 日起计算。

10 年后，5 只基金和标普 500 指数基金收益率对比结果如表 38-1 所示。巴菲特承诺不暴露 5 只参赛基金的名称。

表 38－1　5 只参赛基金与标普 500 指数基金收益对比

年份	基金 A	基金 B	基金 C	基金 D	基金 E	标普 500 指数基金
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%	—	18.0%	21.8%
总收益	21.7%	42.3%	87.7%	2.8%	27.0%	125.8%
年化收益	2.0%	3.6%	6.5%	0.3%	2.4%	8.5%

5 只基金无一例外全部跑输——基金 D 已经于 2017 年初清盘，总收益和年化收益率均按 9 年计算。

5 只基金均在开赛第一年跑赢指数基金，但之后的 9 年，最厉害的 C 基金也仅有 3 年跑赢指数，其次是 A、B 各 1 年，D、E 则 9 年全输。

赢得赌局的巴菲特说：

长期看，确实有部分有经验的人能超过标普 500 指数的表现。然而在我的一生里，我也就提前判断出 10 位左右的专业人士，能够如同我预期的一样完成这一壮举。当然，一定有成千上万的指数超越者是我没有见过的，毕竟跑赢指数并非不可能。

不过，问题在于大多数试图跑赢指数的基金经理最终都会失败。

为何难以战胜指数？

难道基金经理岗位自带诅咒？巴菲特继续解释背后的原因。

股市投资者可以划分为两大群体：打算在证券市场上获得超越指数收益的投资者，这群人可被称为“主动投资者 A”；与他们相对的另一个群体是“被动投资者 B”。

按照定义，B 的仓位总和大致和指数构成接近，自动获得指数收益。那么，A 作为另一个整体也必将等于指数收益。

然而，由于主动投资者需要承担大笔年费、巨额业绩报酬，以及活跃交易的佣金税费成本。

同样扣除成本后，A 群体收益一定低于 B 群体，因为 B 群体对管理人没什么资历和智力要求，只需缴纳象征性管理费用以及几乎可以忽略的交易税费（当指数成分股发生变化时交易）。

那么，主动投资者群体里难道就没有跑赢指数的吗？当然有。

主动投资者群体扣税费前，收益率等于指数收益，已经意味着群体内必然分布着高于指数、等于指数和低于指数的三类。确实有人跑赢。

假设主动投资者群体内部，三部分人群大体平均分布，各占 1/3。这首先意味着已经有 2/3 人群收益率低于指数。

同时，扣费前超越指数的群体里，有部分超越幅度太小的，扣除税费后的收益率也可能低于指数。

这就是无论投资者如何努力，注定是绝大多数群体无法战胜指数的根本原因。

不仅如此，即便是短期战胜指数的基金经理，仍然有很多因素导致其大概率走向失败。

首先，投资领域短期内很难区分运气和能力。

1000 名基金经理或 1000 只猴子来预测市场，都可能产生至少 1 位连续 9 年正确的。

这让寻找基于能力（而不是运气）跑赢指数的少数基金经理变得更加困难。

其次，人们不会排队将钱交给连对 9 年的猴子，却会排队交给连对 9 年的基金经理。

由于基金经理依赖规模和收益提成获取收入和声誉，所以他们必然倾向于接受更多的投资资金。

可是，管理几亿甚至几十亿元资金，与管理几百万或几千万元所需能力不一样，关注对象不一样。

结果就是，无论前期的成功靠的是运气还是能力，随着基金经理被超出个人能力上限的资金池淹没，失败就在资金规模最大时来临了。

实际上，即便是类似彼得·林奇这样的传奇基金经理，也是早期资金少的时候成绩斐然，伴随着资金增加，收益逐渐变得平庸。

虽然展示的基金年化收益率很高，但真正赚大钱的只有早期投资者。

芒格对此评价说：“成功的基金吸引大量的资金，但其日后的表现往往平庸。然而，它们会一直吹嘘自己的年化回报率，并会提及自己多年前的成功。这种做法很有误导性。”

成长股投资大师：彼得·林奇

彼得·林奇生于 1944 年，大学暑假期间曾到因蔡至勇和内德·约翰逊而声名显赫的富达基金公司实习。

1969 年林奇服完兵役后，入职富达成为股票研究员。1977 年 5 月被任命为富达麦哲伦基金管理人。

麦哲伦基金由富达旗下两只亏损严重的基金合并而来——只剩 600 万美元的麦哲伦基金（早期由内德管理）和只剩 1200 万美元的 Essex 基金。

这两只基金此前 5 年累计亏损超过 5000 万美元。按 0.6%的管理费标准，不合并已经无法负担基金经理的薪水。

林奇接手后表现神勇，1977 年 5 月—1980 年底，麦哲伦基金年化收益率超过 40%，这个期间不开放申购（具体年度收益率数据参看本书附录 A）。

1981 年，麦哲伦基金再次合并富达旗下另一只亏损严重的小基金“道氏理论基金”，然后向公众开放申购。

起初，申购情况相当平庸。1981 年基金获得了 16.5%的投资收益率，但累加新申购资金后规模才刚刚突破 1 亿美元。

变化来自 1982 年 10 月的一次电视宣传。

1982 年 10 月的一个周末，林奇登上著名电视节目《华尔街的一周》，以“过去五年最成功的基金经理”身份，与 800 万电视观众分享投资策略。

虽然林奇在《战胜华尔街》里坦言，“我向 800 万电视观众描述的投资策略，与我实际使用的投资策略并不是一回事”，但林奇在电视上说的那套策略，确实得到了观众的认可。

电视宣传的效果非常好。林奇说：“基金销售奇迹般地大增……申购资金汹涌而来。”

1982 年底，麦哲伦基金规模扩张至 4.5 亿美元。其后伴随着美国股市走牛，申购规模一路扩大。

1983 年新增 10 亿美元申购，基金规模突破 16 亿美元，成为全美第二大基金；1984 年新增 10 亿美元申购；1985 年新增 17 亿美元申购；

1986 年 2 月基金规模突破 50 亿美元，一跃成为全美最大基金；1987 年 5 月基金规模突破 100 亿美元；1987 年 8 月突破 110 亿美元。

1987 年 10 月股市崩盘，麦哲伦基金一周内缩水至 72 亿美元。

按照林奇自述“整个 10 月有 6.89 亿美元申购和 13 亿美元赎回，是我经历的首次净赎回”推测，大崩盘期间麦哲伦基金损失至少超过 30%。

还好，1987 年底股市反弹，全年指数上涨 5.1%，林奇保住了 1%的正收益率。

这宝贵的 1%，成就了林奇 13 年无亏损的纪录。1990 年 5 月底林奇离职时，麦哲伦基金规模是 140 亿美元。

在林奇任职期间，基金从不足 2000 万美元，扩张到 140 亿美元。期间究竟给客户创造了多少净收益，很难计算，也没有人去计算。

但客户申购基金时缴纳的 2%~3%申购费，实实在在地给富达基金公司创造了数以亿计的财富。

若以开放申购时间为界，林奇管理的麦哲伦基金大体可以分为两段：

前段为 1977 年 5 月至 1981 年合计约 4 年半，总规模小于 1 亿美元，年化收益率略高于 40%；

自 1982 年到 1990 年 5 月底的约 8 年半，年化收益率约 23%。期间，1977 年至 1981 年 5 个完整年度，指数年化收益率 7.9%，巴菲特年化收益率 28.3%；1982 年至 1990 年 9 个完整年度，指数年化收益率 16.2%，巴菲特年化收益率 26.5%。

这不是否认林奇的优秀。在长达 13 年里，大幅超越市场平均水平，绝对是相当难得的高水平，无愧“投资大师”“传奇基金经理”的称号。

但林奇的投资生涯至少有三个缺憾，这让投资者对于学习他的投资体系心有余悸。

一是林奇的投资生涯仅 13 年，期间美国股市正好处于大牛市，标普 500 指数总计上涨 463%，相当于沪深 300 指数从 3000 点上涨至 16900 点。

期间即使是走烟蒂股路线的施洛斯，年化收益率也有 25%。这让人很难估算林奇投资生涯里的运气成分占比。

二是林奇 13 年年化约 29%的记录里，前期资金少时收益率高，后期资金多时收益率低。

与巴菲特持续稳定的高收益率相比，缺乏资金容量和长期稳定性。

三是林奇的投资模式对于个人精力要求太高了。

正如施洛斯所说：“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。”

所以，林奇 47 岁就结束了自己的基金经理生涯。

即便如此，林奇这样的基金经理恐怕也是千里挑一甚至万里挑一。找到一个林奇的难度，或许并不比找到一只十倍股容易。

而巴菲特反复推荐的，他认为能够超越绝大部分基金经理的先锋 SP500 指数基金，就完全不需要担心这个问题。

所以，巴菲特给第二任妻子艾丝翠留下的遗嘱，就这样安排……

Lucy.lu

唐老师，您好，为什么基金经理资金量越大，收益反而越平庸呢？难道是因为基金经理在资金量越大的时候越难做到面对市场的波动，还是他们对企业的估值做得越差呢？

作者

资金量急剧增加会带来两个客观负面因素和两个主观负面因素。客观影响因素是：第一，可选对象少了，有很多较小市值或交易量的企业因为容纳不了大资金而无法买入；第二，被迫超出能力圈活动，个人研究和理解能力一定是有限的，资金量的增加容易导致不得不买入更多“新的、自己理解不透的“企业。

两个主观负面因素是：第一，投资者总是在看到基金收益良好后，受赚钱效应影响才增加资金投资，而这种时候，往往是一轮大涨以后，大部分投资对象都不便宜了，基金经理面对大量涌入的金钱，不得不放松买入标准或扩大买入范围；第二，基金规模的扩大一般伴随着基金经理长期的获利，这个时候人容易自负。

第803篇.　　2020.07.11 - 《巴芒演义》读后感--by@95后小袁

95 后小袁　唐书房　2020-07-11

我在鼓起勇气写读后感之前，曾在《唐书房》后台给老唐留言，我问：“如果我理解了书中所阐述的东西，却碍于写作能力不能很好的表达出来该怎么办？”

得到的回复是：“不行，憋也要憋出来。”

受到老唐的鼓舞与激励，我一定得写一篇能进老唐“精选读后感”的文章！

在反复阅读《巴芒演义》三遍后，我开始了码字。

本来我的方向是将章节拆解、分类出各章节所表达的东西，但是这个方向，在精选读后感中，已被优秀的读者捷足先登。

所以，我思考了许久，我应该要写一些不一样的东西，于是我将《巴芒演义》分成三个部分，分别为《杠杆》、《人》与《我在书中学到的东西》共三章，用来阐述书中所讲到的部分知识。

说部分知识应该是我自己信心的表现，可以这样说：《巴芒演义》这本书，几乎是近代投资史中，最全的案例展现与分析。每章节都是精品中的精品，反复阅读此书，更能明白其中的奥义。

所以，我谈到的东西，只能算是冰山的一角，更多的东西则需要读友们，反复阅读与揣摩啦。

《杠杆》

老唐在本书《引子》中的开篇，写的第一句话“1929 年 10 月 28 日，黑色星期一，道琼斯指数暴跌 13.47%”。借用老唐的开篇，我的读后感也将从这一个点开始侃侃谈来。

对老唐引用暴跌而不是现在来看道琼斯指数达到 24000 点的开篇，我理解的是，投资者一定要认清短期市场情绪的无法预测，更重要的是避免自己用上高比例杠杆。

从书中看格雷厄姆在大萧条时期的案例，“道琼斯指数在不到三年的时间，先腰斩，再腰斩，然后又一个腰斩，跌 12%以后才见底”。

那些短期加杠杆博反弹的人群中，在一波接一波的汹涌浪潮下，都将被深埋海底。

超级会用杠杆的巴菲特。这里老唐也打趣的说，格老最有名的弟子巴菲特（格老倡导不使用杠杆），利用一种不具有反身性、对投资不造成压力的杠杆，并且让这种杠杆成为他登上世界头号股神宝座的重要加速器。

产生这样一个师徒观念不同的地方，其实是格老在大萧条之前使用过 8%的保证金利息，买入 2%收益率的股票，而徒弟却是用 2%的利息且资金存在超长不用兑付的使用期，买入 8%收益率的股票，这就是截然不同的结果。

大萧条时期格雷厄姆 4 年时间实现近 70%的亏损，格雷厄姆本来有机会逃顶，但这一切都是自己的信心在作祟。

这也引起了我对卖出决策的思考，其实老唐在书中多次说到“市盈率 50 倍”这个关键词，这也不由得我开始理解，为何老唐会在 50 倍市盈率后，薅市场的羊毛。

其中估值和收益率的影响肯定是最大的，但是历史的重复性也是历历在目的。

阅读本书后我打消了自己使用融资融券的想法，因为融资融券的利率高达 8%左右，如果我使用如此高额的保证金利率去买入一家年收益率 4%-8%的股票（市盈率 25 倍-12.5 倍），那很显然，这是非常错误的做法。

当然如果我们能得到一种年利率 2%，且长期不用兑付本金的资金可使用，那我肯定不会像格老那样死板的不选择使用杠杆。

相信通过本书了解了巴菲特的财务由来，大部分人都是会使用的。

这就是我在本书中对投资股票是否使用杠杆的理解。

《人》

与优秀的人为伍：惊喜不断。我在书中看到一个极度优秀人格的管理人，倘若未来有幸买入一家由这样的管理人执掌的公司股票，真的是想不赚钱都难。

这个人就是比尔·蔡尔德，书中对比尔的故事是这样写道的：

比尔认为威力家居应该也能在犹他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。

但是由于比尔与经营团队的大部分成员都是摩门教徒，星期天不营业，能否在陌生地区对抗七天无休

的强力竞争，这是巴老所担心的。

可比尔提出了一个特别的提案，他愿意个人投资 900 万美元，以私人的名义买下土地。等盖好商铺，确定运营良好后，再以成本价卖回给伯克希尔。

若营运不及预期，伯克希尔可以不必付一毛钱。这样潜在的损失将由比尔承担。

最后这家爱达荷州分店开业，立即造成当地轰动，比尔随即就以成本价将产权办理过户，并拒绝收取任何利息！

看完这一段后，我内心表示无比的敬佩这位叫比尔·蔡尔德的管理人。我看过的一些公司中，至今还未找出一位如此优秀人格的管理人。

可能是我眼拙或者是了解不透彻，但我的确更多看到的是一些没有底线，掏空上市公司资产做法的管理人。

就比如一家上市公司公然孵化一家即将盈利的公司，却以成本价卖给关联方、上市公司高额租赁控股方资产、上市公司融资成功后，控股方高溢价卖给上市公司资产....等等，这些做法都是肥了实控人，害苦了股东。

然而这一系列的做法，最后都被认可是合法的。所以就如同书中所说“烂人、烂企业则经常给我们制造惊吓！”

说到这里我想以书中所谈到的“人”，做一个大致的总结，本书围绕着巴菲特的人生与遇到的人，展开了一列重要的事件进行拆解与详细的讲述。

如若巴菲特没有遇见这些对投资观、人生观带来重要改变的人，很可能在“威斯克金融”一案中，就已锒铛入狱！

说这个案例是因为我对书中所述的理解是，人这一辈子会遇见很多人，选择和什么样的人为伍，至关重要！

在我彷徨、无知的时候，能遇见老唐，我认为这应该是我人生中最重要的一次转折点。

《我在书中学到的东西》

首先让我深度的了解了近代史投资家的案例，让我的眼界变宽了。我从来没有这么容易的读懂一本书，而且还能高度明白了事件的反面性。

我看到了之前我看《滚雪球》时没有细究的东西，我没能想到的就是，《滚雪球》中有太多我未挖掘到的东西，最后都被老唐一锅一锅的炖好，端了上来。

特别是收购通用在保险的的案例，“曲线减持暗动心机，偷鸡不成蚀把米”太生动了，看完关于收购通用在保险案例的章节后，我觉的我看事物的层面提高了，很多事情表面呈现的往往与实际相差特别大。

来到最后，投资到底是什么？《巴芒演义》第四十二回农地案例投资真谛：别瞅傻子，瞅地。

谈最后这一段的时候，我要将我自己经营的实业投资来比喻农场。

我与朋友合伙开了一家舞蹈培训班，我占股 30%，朋友占股 70%，我与女朋友主管教学，朋友管招生、管理与教学。

做的很小，现在也没招到多少学生，更加别谈规模。

其实我觉得搞实业真的比投资股票难多了，第一个自己得花时间，花精力，满脑子想的是怎么教好学生与招到更多的学生。除了这些，真的从来没有去关注这家培训班，明天能以多少钱的价格卖出去，也从

未奢望别人能花多少钱来买这个培训班。

通过自己的努力，实现了周末兼职就业，一年下来，扣除成本后，分红也能赚到 20%的收益(合伙入股时的本金收益)。

我自己经历的这个案例，与农地案例相似，更多关注的东西是农作物的产出，根本没有必要在乎别人的出价。

而股票投资比实业好的地方，就是在未来的某一天一定会出现一个阔气的大财主，愿意花高价来买你的股票。

如果我培训班门口每天都会站着一个报价的人，给出一个不同的价格，那么促使我交易的一定是，我能占他大便宜的价格。

而想要做到占那个不厌其烦，每天 9.30 都准时来给我报价人的便宜，那就应该要做到对培训班的了解非常深入。

真的知道了，占便宜也就不难了！

写这篇文章花了两天，近 10 个小时，反复修改了很多次，删了很多，又重新码了很多。主要还是想表达从书中学到的三个投资理念，

第一、就是市场的不可预测性、

第二、人对了，世界就对了。

第三、如何像经营农场般来做投资。

不知道我写的东西，读者或唐叔看来，与我所理解的东西是否沾边。毕竟这篇文章如果没有唐叔在书房后台的回复，是不会出现的。

不管能否进您的精选，我努力了　　我以为我不能做到，没想到我能做到，我想这就是我这两天最大的进步吧!!

第804篇.　　2020.07.11 - 读巴芒演义，悟人生价值--by@Elaine

Elaine　唐书房　2020-07-11

新春之际，受到新冠疫情的影响，空闲时间多了起来，遂开始各种探索，阅读、健身、美食 DIY，一个都不能少。

偶然的一瞥，看到某留言处提及想了解价值投资，可以看看唐书房。

好奇如我，在饱览唐书房的所有文章之后，就立刻视唐朝为人生的导师，此刻即是人生的拐点。

《巴芒演义》看了三遍了，迟迟未能提笔，生怕自己的读后感不够深刻。

奈何我本布衣，也就谈谈自己的肺腑之言。怕什么真理无穷，进一寸有进一寸的欢喜。

1.打破偶像包袱，真真实实

唐老师极其低调，注重个人隐私。

只能在零零碎碎的留言和文章中，对他有一些了解：擅于思考，实践出真知，懂生活，还幽默风趣，

特别成都。

90 年代中专毕业，其实比现在的本科生值钱多了，学历的高低只是时代的产物，学到的知识和本领才是真知。

另外，文如其人，通过字迹，就知道老唐是个认真的人。在企业工作过，也有过自己的企业。在股票市场挣扎过，也有爆仓的经历。

老唐不是闪闪发亮的明星，而是和你我一样的普通人，就像身边那个聪明的朋友。

要说有什么不同，那就是老唐爱读书，会读书，爱思考，会思考。

在我看来，《巴芒演义》其实就是老唐的读书笔记，他读书之多，懂得融会贯通，那一本本难啃的大著作，在他的笔下，似乎像一幕幕剧情，跃然纸上，让人欲罢不能。

和金融投资业的专业著作相比，巴芒多了一些生活趣味，少了一丝无聊枯燥。多了一些小道消息，少了一些高谈阔论。

《巴芒演义》只可能出自唐朝，不可能出自某位学位头衔显著的大家。但其价值和意义，绝不会输给任何一位大家。

《巴芒演义》就是用来打破偶像包袱的。

高坐在价值投资神坛上的巴菲特，在学生时期也并非数一数二的尖子生，而是沉迷于自己赚钱爱好的小男生。

他学习了关于如何挣钱的书，并勇于付出时间，各种方法花式挣钱：倒卖可乐、送报纸、编马经、当高尔夫球童、经营赌博机，小脑袋瓜始终在思考着，哪个赚钱就做哪个。

这么看来，咱从小帮家人跑腿赚点外快，大学期间靠翻译挣点生活费，虽然没有那么有创意，但也有异曲同工之处。

在读到《聪明的投资者》之前，在师从格雷厄姆之前，在股票市场，巴菲特也只是分母而已。

看来 A 股的韭菜，只要好好学习，也有成为巴菲特的潜质。

巴菲特是幸运的，可以师从格雷厄姆，从此开启价值投资的征程。

巴菲特的亲朋好友是幸运的，可以由巴菲特帮他们投资理财，看看现在拥有伯克希尔 A 股的投资者们，拥有多少让人羡慕的财富。

能够认识唐朝并向他学习的我们，也是同样的幸运。

巴菲特可以成为格雷厄姆的学生，从理论和实践中学习价值投资。我们的机会更宝贵，可以看到唐朝的每一笔交易实盘，还能读到他的呕心沥血的著作和文章，真所谓知无不言言无不尽。

很多人成名之后，就会将自己之前的经历加以包装，似乎除了努力，就只能靠可遇不可求的运气。

但老唐的剥丝抽茧，就是为了让我们明白，只要能掌握价值投资的体系，财务上的成功是绝对可复制的，不信，去看看老唐的实盘记录。

2.人生可以多一项选择

这是最好的时代，也是最坏的时代。

现在的经济压力，一点都不小，高企的房价，压得人喘不过气来。没有金汤匙的孩子，只能努力奔跑。

知乎上多少生物化学机械专业的大学生，转行去了 IT，但 IT 高薪的背后，996 的作息是大家众所周知的。

如果是出于兴趣，那当然无可厚非，哪怕 007 也是自己心甘情愿的。

然而多少人看上的是 996 背后的高薪，付出了常人难以想象的体力和脑力。

常言道，钱没了可以再挣，身体垮了就不行了。可不选择高强度的工作，还可以怎样挣钱买房，给家人好的生活条件呢？

学校只是告诉我们要好好学习，继续考研，读博，似乎高学历就等于高薪。

但受到社会磨炼的我们都知道，学历只是敲门砖，重要的还是靠自己的能力，是否能够帮助别人解决问题。

而且薪资是需要综合宏观经济环境、行业、个人素质等很多因素来考量的。

学习价值投资，可以让我们多一项选择的权利，让我们以平常心面对生活。

在现在的社会分工下，只要不是太懒太笨，找一份喜欢的工作，小两口齐心协力，努力工作+学习理财，就算从零基础开始，实现生活小康指日可待。就像定投沪深 300 就能战胜 GDP 一样毋庸置疑。

重要的是，你享受这份工作，不管是面对掌声，还是面对挑战，都会觉得充满激情。

多少人在工作中违规操作，只是为了多一点灰色收入。多少人在下班时间虽然无所事事但仍然不敢下班，只是为了给领导留下好印象，以便可以在年底加薪时多一点辛苦分。

有了好的理财成绩，可以让我们挺直腰板，只做自己认为是对的事情。

遇到忙时该付出就付出，遇到闲时该休整就休整，而不是活在别人的眼中。

贫贱夫妻百事哀，多少家庭的不和睦，是因为钱而引起的。

有一期奇葩说的辩题是，另一半一心想当咸鱼，你接受吗？

既然选择了当伴侣，TA 身上肯定有你欣赏的闪光点，何况现在有了价值投资负责挣钱，我当然接受了。

不对另一半有过高的期望，自然就少了抱怨和争吵。剩下的，就是考虑怎么好好过日子。

每个人对咸鱼的定义不一样，也许 TA 的咸鱼，只是觉得累了不想那么拼了。

更何况，咸鱼就一定没有价值吗？可以更顾家，更加关注孩子的成长，更加在意你的感受，难道不是另一种收获吗？

关于选择，可以安静下来，听听内心深处的声音。

按照巴菲特的学历，绝对算得上是高材生了，老师和父亲都劝他去宝洁这样的大型制造业求职，而他跟随自己的内心，选择了投资。

虽然有过挫折，比如伯克希尔就是他贴在额头上的教训，但他知错能改，并不断学习总结，点石成金，把伯克希尔从一个失败的制造业案例，变成了成功的投资 logo。

不经历风雨，怎能见彩虹，没有谁能随随便便成功。

愿你三冬暖，愿你春不寒，愿你天黑有灯，下雨有伞，愿你面对人生选择，更加自信坦然。

3.追求人生价值

叔本华说，痛苦和无聊是人类幸福最大的敌人。

我们的生活实际上就在这两种状态之间时强时弱地左右摇摆。求而不得时，我们感觉痛苦。可一旦拥有，除了片刻的欢愉，剩下的可能就会是无尽的无聊。

实现财富自由，是为了让我们有时间来做自己想做的事情，认为有意义的事情，实现自己的价值。

不然巴菲特、唐朝这样孜孜不倦地传播价值投资，难道是为了让我们从此可以肆无忌惮地当一个懒人

吗？

就像袁隆平研发杂交水稻，是为了养活了更多人，是希望这些人可以为社会贡献出一份力量，让世界更美好，而不是为了吃饱了撑着。

巴菲特和芒格，两人都已经 90 多了，还在管理着伯克希尔，年年召开股东大会，思路仍然清晰，语言仍然幽默睿智。

唐朝和杨天南，早已实现财富自由了，仍然笔耕不辍，不断传播价值投资的理念。

现在，价值投资可以助我们一臂之力，早日实现财务自由。而我们，想要实现怎样的人生价值呢？

有人喜欢云南的四季如春，有人喜欢武汉的四季分明，每个人都可以有自己的追求，我们的目的地，可以不一样。

人生是一场经历，在条件允许的情况下，儿时的梦想，可以开始重温，想学而还没来得及学的乐器，可以开始准备。

若是觉得还可以再做点什么，解决大家生活中的某个痛点，那就更好了。

感谢老唐笔耕不辍，可以分享给我们知识的财富。价值投资的路上，感谢有你。

第805篇.　2020.07.11 - 老唐实盘周记2020/07/11

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-07-11

本周交易

分众的红利买入分众，成交价 5.93 元。

买入仓位占比不足 0.1%，可以视为本周无交易。

当前持仓

目前持仓茅台 42%，腾讯 26%，洋河 14%，分众 8%，古井 B6%，海康 4%。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	42%	19000±10%	＜9500	23000	21529	1713.85	46.99%
腾讯控股	26%	55000±10%	＜27500	60000	47131	546.50	45.97%
洋河股份	14%	3150±10%	＜1575	3700	2020	134.05	24.70%
分众传媒	8%	……	＜600	1400	884	6.02	-2.75%
古井贡B	6%	666±10%	＜333	800	371	81.69	18.10%
海康威视	4%	4400±10%	＜2200	5000	3454	36.96	15.36%
沪深300						4753.13	16.03%
上证指数						3383.32	10.92%
2020/7/11			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.9028	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	41%	19000±10%	<9500	23000	19368	1541.79	32.23%
腾讯控股	27%	55000±10%	<27500	60000	45669	524.50	40.09%
洋河股份	14%	3150±10%	<1575	3700	1871	124.13	15.47%
分众传媒	8%	……	<600	1400	834	5.68	-9.27%
古井贡B	6%	666±10%	<333	800	389	84.65	19.55%
海康威视	4%	4400±10%	<2200	5000	3119	33.38	4.18%
沪深300						4419.60	7.89%
上证指数						3152.81	3.37%
2020/7/4			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.9115	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同而发生小幅变化；

②老唐买点或卖点，代表如果公司总市值触及此数值，老唐计划买入或卖出，与个股历史买入成本无关；

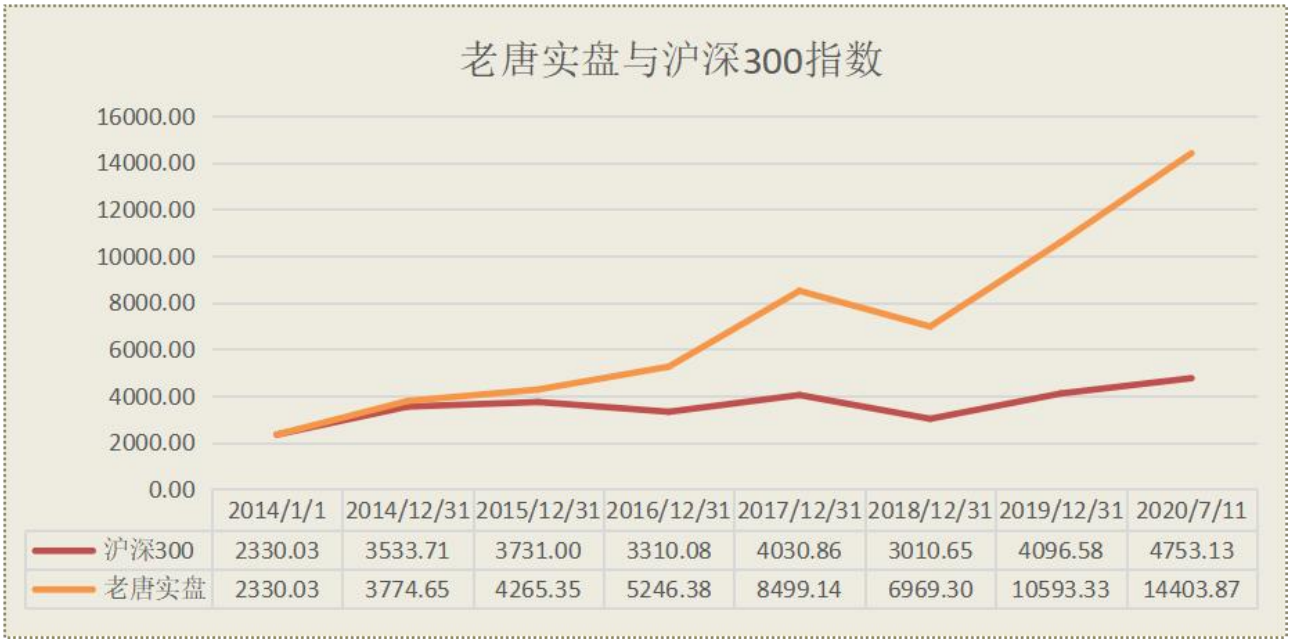
③仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2020 年内收益 36%（四舍五入数据）。

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，36%（均不含新股收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 618。以 6.53 年折算，年化收益率约 32.2%。



重要事项

1. 康美药业造假事件继续追责。

本周，康美药业实际控制人及团队十余人，因披露虚假财务信息被逮捕。

协助康美多次融资的广发证券被暂停保荐资格半年，暂停债券承销业务一年。

广发证券直接负责康美药业项目的 8 名相关人员，分别于 10 至 20 年不得担任投行职务或参与投行业务。

对于康美药业一干人等，等待的是刑事追责。

虽然由于法律本身的原因，最终肯定没有美国资本市场那么严厉——参看《巴芒演义》94 页，但毕竟也算是中国资本市场的重大进步。

广发证券暂停保荐资格半年，直接涉及到手中近 30 个等待 IPO 审批的项目，无论是经济损失还是业务损失都很严重。

相关个人的职业生涯也算基本结束——私下凭技术做做苦力还是可以的，但失去了签字资格，也就必将失去个人的主要价值。

这是值得浮一大白的开心事儿

除此之外，本周风平浪静，没什么值得关注的重要事项。

2.没啥重要的事情，借机闲聊几句吧。

本周股市一路高歌，市场活跃起来了，赚钱犹如探囊取物的“股神”此起彼伏，甚至就发生在很多朋友真实生活里。

受大氛围影响，市场参与者或多或少地有了一些亢奋情绪。

最明显的亢奋，是开始担心持股卖了以后买不回来怎么办，担心自己给持股的估值太低，看漏了一二三四等等多条利好因素，

担心自己在显而易见的牛市风口没有赚到钱，脑袋里经常跳出的词汇是“牛市来了，买什么？”……

总之一句话，在周边的人开始一周赚 30%、50%甚至翻倍的情况下，担心自己落后了，踏空了，赚少了。

正巧，本周在一个名叫“投资人记事”的公众号上，看到作者做的一个公募基金经理收益统计数据，或许可以作为一剂清新剂，让朋友们亢奋的大脑稍微平静一点。

看自述，作者是一位做过 17 年基金行业报道的媒体人。

她分享了一份表格，展示了执业时间超过 10 年的主动型公募基金经理战绩（不包含指数基金）。

数据显示掌管基金时间最长的、有连续可观察业绩的前十位基金经理，年化收益超过 20%的仅有一位：15 年年化 21.45%（第二名 11 年年化 12.54%）。

基金简称	基金经理(现任)	年龄（岁）	任职日期	任职年化回报 %	管理规模（亿元）
富国天惠精选成长A	朱少醒	47	2005-11-16	21.45	108.70
诸安先锋	杨谷,张堃	46	2006-06-22	11.96	29.35
富国天博创新主题	毕天宇	49	2007-04-27	10.53	81.54
银河稳健	钱睿南	46	2008-02-27	10.53	18.59
华宝动力组合	刘自强	45	2008-03-19	6.46	8.54
华夏收入	郑煜	49	2009-02-04	12.54	22.05
国联安精选	魏东	51	2009-09-30	11.54	7.26
华泰柏瑞行业领先	吕慧建		2009-11-18	12.01	15.93
汇添富策略回报	顾耀强	43	2009-12-22	11.87	154.02
易方达行业领先	冯波	47	2010-01-01	11.61	182.41

这个数据很让人震惊，也很残酷。但至少可以帮助朋友们冷静冷静，思考思考这组数据带给你哪些感悟。

比如，想想那些一周赚 30%、50%的人去哪里了？

短期赚钱，方法太多。但**想长期赚钱，一定要眼睛向内看：我能做出大致估值的企业有 ABCDE，今天跌到买点的有谁，触碰卖点的有谁？**

这基本不耗时间。所以，可以有很多时间，继续研究其他企业，直至将它变成“能做出大致估值的企业 FGH”。这个过程没人催你，没人和你拼 KPI，大可以悠悠闲闲慢慢来。

眼睛向外的，盯着什么会涨，最近炒什么题材，什么行业是风口…… 的，一时的 30%、50%爽，但从长期视角看，大概率的过手财神

只要不是为了寻求刺激，怎么选，应该很清楚。真就是为了寻求“大起大落的人生，实在是太刺激了”，当老唐没说

本周多位微信好友找老唐聊：

- 好企业（比如茅台）是否真的需要卖出？
- 2.3 万亿卖点设置会不会低了？
- 2.3 万亿卖点，是否意味着 2.29 万亿就不卖？等等。

一一回复效率太低，而且书房很多朋友可能也有类似困惑，不如老唐把自己的看法分享在这里，效率高一点。

首先，“好企业是否真的需要卖出”这个问题，我的答案很明确：**需要。足够高估的情况下，没有任何企业值得永远持有。**

投资永远是比较，是选择，是将财富放置在收益率更高的资产上。

拿茅台来说，在今天的 2 万亿说“好企业永远不需要卖出”的人，如果面对 20 万亿，200 万亿也不卖吗？我不信有人会这么说

“高估需要卖出”这一点确定后，接下来的分歧是“什么位置算高估”。

眼看着距离卖点仅有不足 7%的空间，老唐公开实盘六年半以来，第一次因为触碰高估而卖出的决策，或许就要发生了。

我其实很不希望卖出。

但很可惜，市场先生从来不在乎我的希望或失望。他总是按照一贯的疯癫步伐，自顾自地高唱着“我颠颠又倒倒，好比浪涛。我一脚低，一脚高，摇摇晃晃不肯倒”

那么，2.3 万亿卖点会不会设置低了？是否需要调高，以避免卖出？

这个问题每个人都可以有自己的答案。我也不认为我设定数值就是准确的。

估值从来就是一个区间。

这个 2.3 万亿，是按照今年 460 亿净利润的预估，取值 50 倍市盈率作出来的。

这里面的两个数值都是变量。

460 亿净利润，是一个估算，而且是一个相对保守的估算——估算过程看《老唐实盘周记 2020/01/04》和《茅台估值、买点及卖点计算过程演示》。

实际上，早在 6 月 1 日，高卫东董事长透露出来的口风，已经表露出今年可能要超预期：

“在确保全年目标任务“不降不减”的基础上，能快则快，把全年任务完成得更多更好一些”。

这是净利润变量。

市盈率变量更是无法预测，没有任何人能保证只涨到 50 倍市盈率。

市场癫狂起来，100 倍 200 倍都不是事儿，几百倍市盈率翻倍再翻倍的企业比比皆是。同样，49 倍掉头下跌，也丝毫不值得奇怪。

所以，质疑老唐的 460x50=2.3 万亿中任何一个变量，都是非常正常的事情，有疑问的朋友完全可以按照自己的思考做

但从经验上说，我认为有三个要点需要提醒朋友们：

第一，估算过程要有确定的逻辑和计算，能够说服自己。这个容易理解，应该不需要解释；

第二，估值和确定买卖点位这件事，最好在市场平静乃至悲观的时候做，不要在市场亢奋状态下做。

市场亢奋情况下，每个人或多或少都会在不知不觉中受到干扰的。不仅你会，我会，连睿智如巴芒二位老人也不例外——请参看《巴芒演义》可口可乐和通用再保两个案例；

第三，不要根据股价最近的波动，来回移动设定卖点。这个主要是防止自己患得患失，被市场先生牵着走。

设定，执行，接受后果。赚光世间的金钱不现实，踏踏实实赚到自己计划内的钱，更重要。

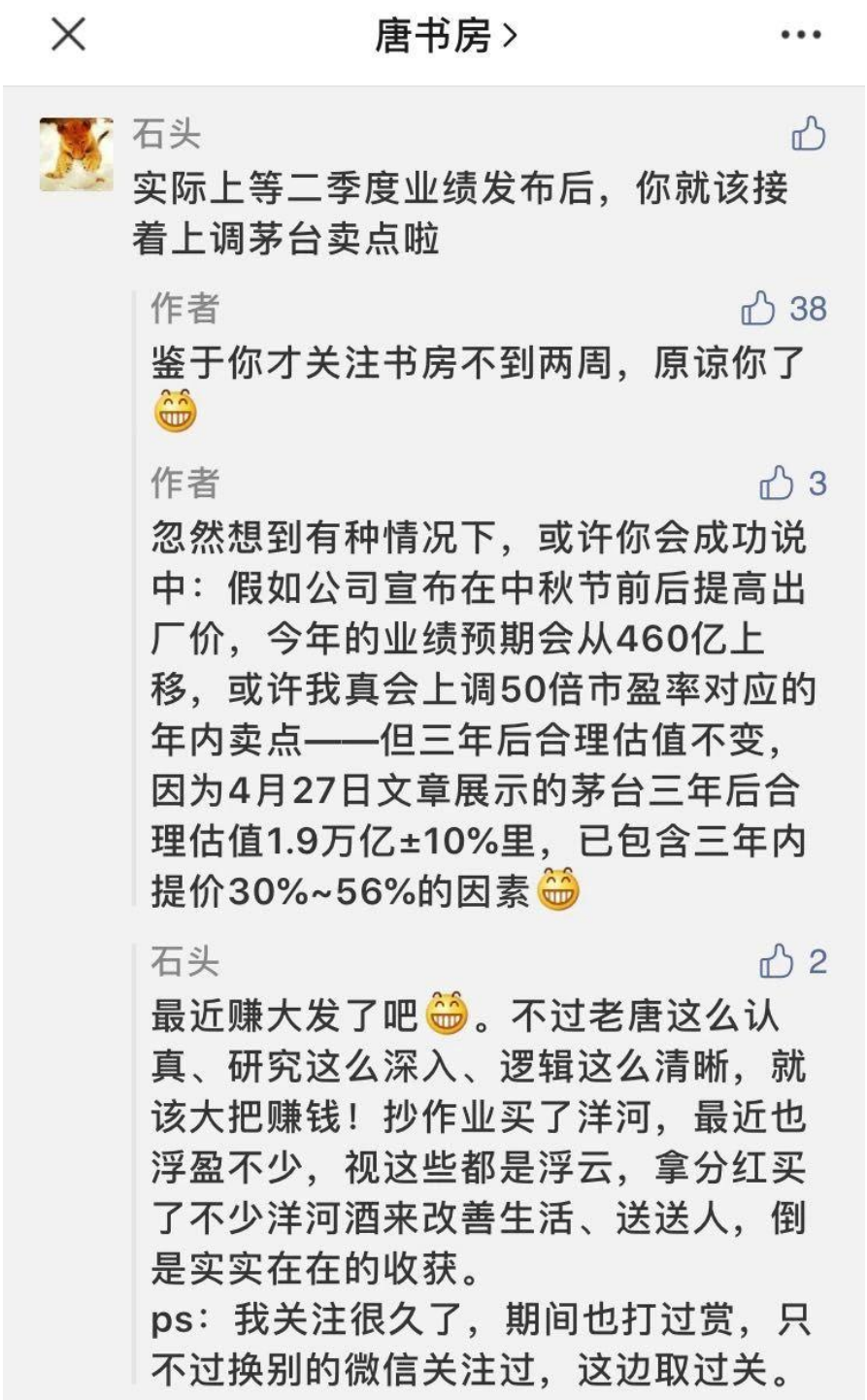
牛市是投资者的 windfall（风落之财，意外之财）。

价值投资者干的事情，有点类似守株待兔：在地里种树，然后收获树木的成长或者果实的产出。至于有兔子撞死在树上这等好事，有则捡之，无则拉倒。

若是将树挖出来，不断地移动地方，妄图提高兔子撞树的概率，那就舍本求末，成了荒诞的笑话。最终的结局，大概率是自己累成狗，兔子没堵住，树也被折腾蔫了，甚至死了

那么，老唐就绝对不会调整茅台的卖点呢？也不是。

在上周的[《关于茅台即将触及卖点的思考及后续计划》]一文留言区，我这样回复到：



如果公司宣布中秋节前后提高出厂价。且，在宣布前茅台尚未触及 2.3 万亿市值卖点，我可能会小幅上调年内卖点，但暂不会改变三年后估值。

卖点将会按照提价幅度，重估 2020 年预计净利润，然后继续乘以 50 得出。

至于三年后合理估值不做调整的原因，是因为三年后 700±10%净利润的估算里，已经考虑了出厂价提升至 1269~1519 的情况。

除非出厂价提升至 1519 之上，否则没有调整三年后合理估值的需要。

至于卖出如果发生，资金的买入对象，我心中已经有打算。但暂时保密，等卖出的事实发生后，我再告诉大家

当然，从乐观角度说，虽然距离仅有不足 7%，但也不一定就能触碰到。完全有可能就此转头下跌，然后就可以舒舒服服地赖到明年。

就仿佛 2012 年初一样，从 1 月的 170 元开始，到 7 月第一周冲上 260，涨幅超过 50%，比今年上半年还要刺激。

当时的市场舆论，基本上就是 270 乃至 300 都是三根指头捏田螺——稳拿。

结果呢？随后腰斩有余，三年后才回到 260 元以上。

所以，还是等兔子撞死在树桩上以后再说吧。

3. 中报披露要开始啦。

从下周开始，2020 年中报披露工作拉开序幕。

老唐再次提醒：在 p=p/e×e（股价=市盈率×每股收益，或市值=市盈率×净利润）这个永远不会错的数学公式里，

今年上半年股价涨幅，主要来自因大规模放水推动的市场情绪波动（即市盈率变化）。

e 本身整体是不理想甚至下滑的。这一点在中报披露之前，朋友们或许要提前做心理建设，届时不要惊慌失措，大呼爆雷

具体到老唐下属六家非控股子公司，还是 2020/02/01《鼠年开篇散打》里的结论：

受冲击最大的是分众传媒；

其次是洋河和古井，

海康稍难判断，预计受轻微冲击，

茅台和腾讯不受冲击。

以目前已知的情况观察，茅台和腾讯上半年应该保有不错的增速，尤其是腾讯。

受冲击最大的分众，冲击主要体现在营业收入上。至于净利润，可能因为本期坏账计提的减少以及因疫情而产生的租金减免，化解部分冲击。

洋河古井和海康，基本是营业收入和净利润受同幅度冲击。

4. 本周读书笔记，选中 1 份。

或许是行情好了，本周投来的读后感数量较少，我选中了 1 份。

仍然先披露入选者，之后再找时间陆续推送文章，以避免作者焦虑。

入选文章是：

自然从不飞跃　价投可以复制——公众号@主观的观

请这位朋友留下收货地址——如果选择老唐的四本书签名套装做奖品，或，留下微信号——如果选择加老唐微信好友做奖品。

无论是否入选，输出本身已经是对自己的巨大帮助，是非常深入的学习过程。

我相信所有写过读书笔记的朋友，都会有这个感触。

借着这个激励，将双手放在键盘上，给自己一个成长的机会吧！

本周运动

本周游泳 1 次，单次 1 小时；跑步 2 次，一次 10 公里，一次 12 公里；陪我家领导散步 4 次合计 28 公里。

同口径体重 85.4 kg（175cm），环比上周降低 0.3kg。

不用找背锅侠，哦耶！

下周预计交易

13 号古井 B 红利到账，买入约总仓位 0.1%的古井 B。

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。

文中提及的任何个股，都有**腰斩**或翻倍的风险。请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记

祝朋友们周末愉快

超

老唐，本人因为学会了价值投资赚了太多，在现实生活中找不到一个人能真正理解价投的，和朋友聊都不太理解我，甚至就是觉得我太狂妄自大，或者有些就等着我以后失败看笑话，自己觉得越来越孤独，不知道唐老师是否曾经有过类似的经历和感受？

作者

没有。如果不是朋友主动邀请我谈论，我从来不会跟别人谈投资，所以没有这种问题存在。

第806篇.　　2020.07.18 - 第三十九回 指数基金英雄丰碑 思想源泉宏观鼻祖

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-07-18

纸质版《巴芒演义》请点击：当当下单　京东下单

音频版请到喜马拉雅搜索《巴芒演义》

巴菲特在遗嘱里叮嘱，自己去世后遗产的10%配置短期国债（以应对意外之需），90%配置先锋SP500指数基金。

注意，这指的是除伯克希尔股份以外的财产。占巴菲特财富99%以上的伯克希尔股份，将在巴菲特去世10年内分批捐给多家慈善基金。

值得巴菲特托付身家的基金经理：约翰·博格

巴菲特一再推崇的先锋SP500指数基金，来自先锋投资集团，它的缔造者叫作约翰·博格。

在2016年的致股东信里，巴菲特写道：

无论是大型投资者还是小型投资者，都应该坚持投资低成本指数基金。如果要树立一座丰碑，用来纪念为美国投资者作出最大贡献的人，毫无疑问应该选择约翰·博格。几十年来，博格一直敦促投资者投资于低成本指数基金。……他已经帮助数以百万计的投资者，用自己的储蓄实现了更高的回报。如果不是博格，他们的回报要低得多。博格是他们的英雄，也是我的英雄。

约翰·博格和他的双胞胎兄弟出生于1929年5月8日，上面还有一个大两岁的哥哥。

博格出生时家庭条件很好，父亲曾经是飞行员，而爷爷是美国铝罐公司的创始合伙人——就是后来被蔡至勇掌控的那家公司。

然而，博格兄弟还在襁褓之中，就遭遇了美国股市大崩溃。博格家在这次大崩溃中几乎倾家荡产，连住房也失去了。

所以博格没享受到家族的福荫，从懂事起过的就是穷日子。由于家境所限，三兄弟里只能有一个读大学。

博格作为三兄弟里学习最好的，无可争议地获得了这个机会。

1950年，博格在普林斯顿大学时，读到宏观经济学鼻祖凯恩斯1936年出版的经济学巨著《就业、利息和货币通论》（下称《通论》）。这本书所构建的凯恩斯主义，是近百年对全球影响最大的经济思想。

书内的经济学内容博格读得半懂不懂，但其中关于投资的部分，对博格的人生产生了巨大的影响。

《通论》的投资论述

《通论》第12章分析长期预期，涉及股票投资。

凯恩斯在书里将股票收益的来源分为两部分：实业和投机。

实业指企业在整个生命周期产生的预期收入，投机则指预测市场心理变化引发的股价波动。两个因素的叠加构成投资者的长期预期。

1994年伯克希尔股东大会上，巴菲特高度赞扬了《通论》第12章的智慧含量，他说：**“凯恩斯的《通论》第12章是关于市场心理学和参与者行为的内容。在投资领域论智慧含量，除了《聪明的投资者》第8章和第20章之外，可能就要数凯恩斯这一章了”。**

凯恩斯在这一章里指出，当时市场参与者主要是个人，由于绝大部分人缺乏必要的商业知识，参与股市主要是意图获取短期投机收益。

这种情况下，股市犹如报纸选美竞赛，参与者要从100张照片中选出最美的6张。

选中的6人与最终得票最多的6人一致，就参与分享奖金。因此，每位参与者要选的，并不是自己眼中最美的，而是他认为最可能获得大家认可的美女。

几乎是同一时期，大洋彼岸的格雷厄姆在《证券分析》里写下类似观点，“股票投机其实就是一种心

理博弈，投机者 A 试图判断 B、C、D 的决策而后做出自己的决策，而 B、C、D 同时也在做同样的事”。

凯恩斯进一步补充，在股市投机活动中，任何短暂的无关事件，都可能引发荒谬的市场波动。

由于职业投资者或机构投资者的知识水平和判断能力普遍高于个人投资者，所以通过扩大职业和专业投资机构的占比，通过它们之间更理性的博弈，或许能矫正荒谬的波动。

投资收益来自何处？

在凯恩斯上述思想的引导下，博格做了大量数据研究，并写成毕业论文《投资公司的经济角色》。

在这篇论文里，博格提出一种对未来市场的展望，“共同基金的主要功能就是管理它们的投资组合，其他都是为之服务的。……未来行业的增长率可以通过降低销售费用和管理费用来实现最大化。……共同基金的市场表现并不会超过市场平均水平”。

博格一生的事业，基本上就是围绕这段话开展的。

在论文里，博格对美国股市回报来源做了分拆研究，分别统计出实业和投机两部分对收益的具体贡献，并将实业回报细分为分红和利润增长。

随着时间的推移，博格不断更新这个研究数据。表 39-1 是博格提供的 1900—2009 年 110 年跨度的研究结果。

表 39－1　标普 500 投资收益来源（%）

	1	2	3	4	5
时间	股息率	利润增长	实业＝1＋2	投机回报	总回报＝3＋4
1900—1909	3.5	4.7	8.2	0.8	9.0
1910—1919	4.3	2.0	6.3	-3.4	2.9
1920—1929	5.9	5.6	11.5	3.3	14.8
1930—1939	4.5	-5.6	-1.1	0.3	-0.8
1940—1949	5.0	9.9	14.9	-6.3	8.6
1950—1959	6.9	3.9	10.8	9.3	20.1
1960—1969	3.1	5.5	8.6	-1.0	7.6
1970—1979	3.5	9.9	13.4	-7.5	5.9
1980—1989	5.2	4.4	9.6	7.7	17.3
1990—1999	3.2	7.4	10.6	7.2	17.8
2000—2009	1.2	0.8	2.0	-3.2	-1.2
110 年平均	4.5	4.3	8.8	0.3	9.1

注：①博格将包含 500 家公司的标普 500 指数视为一个投资组合，每年现金分红总量/总市值得到股息率。

②对期初和期末的总利润增幅做年化处理，得出利润增长，比如 500 家企业期初净利润之和为 100，期末为 200，则 10 年利润翻倍带来 7.2%的年化回报率。

③对期初与期末市盈率变化带来的回报，年化处理后得出投机回报率。比如标普 500 指数期初市盈率为 10 倍，期末市盈率为 16 倍，那么 10 年 60%增幅折合年化回报率 4.8%。

实业与投机的回报加总就是整体回报率。

标普500指数110年内实现了年化9.1%的投资回报率，相当于1900年的1美元变成2009年的14478美元。其中8.8%回报源于实业，0.3%回报源于投机。

在整个110年里，虽然经历过两次世界大战，多次金融危机以及无数政治经济危机，但除20世纪30年代外，其他所有10年期实业年化回报率均为正数，在2.0%~14.9%。

投机回报则呈正负交杂状，在11个10年期内6正5负，年化回报率在-7.5%~9.3%。

这正如格雷厄姆所指出的："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。"

依照这个研究结果，博格在论文里展望，"通过大力发展更注重实业回报，忽略投机回报的基金业，不仅可以给投资人带来更稳定的回报，同时还能矫正短期市场波动"。

很多年后，博格谈及自己的论文时说，基金规模确实扩大了，但出乎意料的是荒谬的波动有增无减。大部分基金管理者和普通个人投资者一样荒谬，甚至有过之而无不及。

博格的毕业论文，被学校的某人推荐给了校友——威灵顿基金公司老板沃尔顿·摩根。

摩根和基金两位高管读后认为"博格比我们更懂基金业务"，博格就这样于1951年7月5日入职威灵顿基金公司，迈出事业第一步。

宏观经济学泰斗凯恩斯

趁博格刚入职，我们来观摩一下对其影响深远的凯恩斯本人的投资思想变迁史。

凯恩斯作为宏观经济学理论的创立者、当时全球大宗商品数据掌握最全面、对国际形势最敏感的投资者，他的投机经历及理念变化，对每位投资者都有着巨大的启迪作用。

约翰·梅纳德·凯恩斯出生于1883年，父亲是剑桥大学的讲师，出版过关于经济学和哲学的书籍。

凯恩斯自小聪慧，1902年考进剑桥大学，师从新古典经济学派创始人、剑桥大学经济系创建者、《经济学原理》作者阿尔弗雷德·马歇尔教授。

1906年凯恩斯大学毕业后参加公务员考试，以第二名的成绩成为大英帝国印度事务部职员。

在印度事务部工作期间，凯恩斯为他1913年出版的第一部经济学著作《印度的通货与金融》积累了大量数据和资料。

1908年凯恩斯获剑桥大学讲师职位，1909年因发表的《概率论》晋升剑桥大学国王学院院士。

1914年7月28日，第一次世界大战爆发。欧洲所有证券交易所全线关闭；

30日，一家从事德国业务的股票交易所破产，并波及其他交易所；

31日，英格兰央行受到黄金挤提冲击；

8月1日，俄国与德国开战，整个欧洲的票据承兑和贴现市场濒临瘫痪；

8月2日，凯恩斯收到财政部函件，请求他以财政部顾问身份参与政府对金融系统的拯救行动。

在整个金融拯救行动中，凯恩斯表现出色。1915年1月，凯恩斯成为大英帝国财政部官员。

1917年2月，33岁的凯恩斯被任命为财政部一个新机构的领导，负责英国外汇管制和对美借款事务，直接向首相和财政大臣汇报。

1919年初，凯恩斯作为财政部首席代表，代表第一次世界大战战胜国大英帝国出席巴黎和会。

6月，凯恩斯强烈反对赔偿委员会向德国索要的惩罚性赔偿，因为基于他掌握的出口、货币和工业生产数据，他认为这份《凡尔赛和约》约定的赔偿条款，必将导致德国经济崩溃，并最终损害整个欧洲大陆

的利益。

由于无法和赔偿委员会达成一致，凯恩斯一怒之下辞去首席代表职位，重回剑桥大学任教。

回到剑桥后，凯恩斯花费两个多月时间，将自己反对高额赔偿的观点以及背后的数据和逻辑整理成书，并以《和平的经济后果》为名出版。

这本书里，凯恩斯通过翔实的数据和严密的逻辑告诉读者，《凡尔赛和约》所要求的惩罚性赔偿，是德国经济无力承受的，最终必然导致德国产生恶性通胀。

这是份“死亡”之约，是残忍的胜利者在文明史上最残暴的行为之一，它将逼迫德国走向经济民族主义和复活军国主义道路上去，给德国和整个欧洲经济带来毁灭性的后果。

可惜战胜国的政治家们不愿意听凯恩斯的“英奸”言论。他们认为高额赔偿可以惩戒战争罪犯，让德国经济喘不过气才能避免德国再次强大。

虽然没有获得政治家们的认可，但这本书还是在大西洋两岸引起了广泛的争论，凯恩斯也因此一跃而成为欧洲经济复兴问题的核心人物。

后来的事实证明了凯恩斯伟大的预见性。

德国迅速爆发人类有史以来最严重的通货膨胀，寄一封信所需邮资从 1918 年的 0.15 马克变成 1923 年的 1 亿马克。

这难以想象的恶性通胀，成为希特勒崛起及第二次世界大战爆发最重要的催化剂。

凯恩斯的投资生涯：从投机到投资

凯恩斯很早就萌发了做投资管理的心。1905 年他在给朋友的一封信里写道：“我想管理一家铁路公司，或者筹备一只信托基金，至少也要‘骗取’一笔公共投资。掌握这些事情的原理，是如此简单而且还非常有趣。”

然而，凯恩斯的投资经历，完全不是他想象的那么简单，他经历了艰难的大赚大赔，之后又彻底逆转了自己的投资理念，逆转程度简直如同他的性取向一样。

凯恩斯早期是剑桥大学众所周知的同性恋者。

按照凯恩斯自己记录的性行为记录表（现由国王学院收藏），他第一次与男伴发生性行为是 1901 年。

自那以后，凯恩斯和多名男性伙伴保持着长期的性接触。据阅读过凯恩斯性行为记录表的人说，凯恩斯是一个“钢铁交配机器”，保持着数目夸张的性交往人数和次数。

然而，1918 年秋天，一个比凯恩斯小 8 岁的已婚女人——俄罗斯芭蕾舞演员洛波科娃，改变了这一切。

凯恩斯首先变成双性恋者，并将男同癖好保持至 1921 年，之后成为异性恋者。两人于 1925 年 7 月结婚，并携手走完整个人生。

凯恩斯的投资生涯以投机开始。最早的试探起于 1914 年，但金额很小。

等凯恩斯凭借《和平的经济后果》一书大红后，版税、报纸约稿及公开演讲，给凯恩斯带来 4000 英镑的起步资金——当时 1 英镑大约相当于 2019 年的 80 美元或 560 元人民币。

以当时凯恩斯公开发表的文章看，他可能是全世界掌握经济数据最全面的人，他几乎掌握一切外汇及大宗商品的相关细节：

美国生产多少捆棉花？铜、锡、镍、铝、煤和橡胶的全球主要供应商有哪些？数量如何波动？如何评估它们的价值？大宗商品贸易如何影响各国货币？……

这一切，加上凯恩斯在财政部的工作经历、写作《和平的经济后果》时做的研究以及在概率论方面的成果，让凯恩斯对从外汇和大宗商品市场赚钱有着强烈的信心，毕竟对手只是一群受限于学识和判断力的无知群众。

1920 年 4 月，凯恩斯登上投机生涯的第一个高峰，市值达到 1.4 万英镑。

不幸的是，“每一个投机泡沫，都有一根命中注定的针等着”，5 月，凯恩斯将账户亏成负数。

不服气的凯恩斯深刻总结经验教训后，找出版商预支了 1500 英镑版税，然后从一位相熟的银行家那里借来 5000 英镑，成立了新的投资主体——AD 信托投资公司，并开始接受投资者的委托理财。

他的投资方向不仅有外汇、大宗商品，还有股票。这一次能力和运气都站在凯恩斯这边，一切顺风顺水。到 1922 年，39 岁的凯恩斯个人净资产达到 21558 英镑。

1921 年凯恩斯接受国王学院委托，负责管理学院的捐赠基金——切斯特基金。基金总额大约 22800 英镑。

1922—1927 年，凯恩斯为基金赚取了 57600 英镑的净利润。1927 年底，凯恩斯卖掉了 AD 信托投资公司，个人身家达到了 39550 英镑。

很快，另一根针来了！

1929 年全球股市大崩溃，凯恩斯这次失去了超过 80%的财产，AD 信托投资公司则直接破产。

凯恩斯被打服了，他开始怀疑自己无法利用有关经济周期的“超群知识”以及掌握的大量数据赚到钱。

凯恩斯回顾了自己基于宏观经济的投机活动，发现自己娴熟的信贷周期投资理论对自己的投资似乎没有起到什么作用。

他说：“我们无法证明在不同经济周期，借助市场的系统波动买卖股票可以获得盈利。”

几年后的另一封信里，他更加清晰地表达了对基于信贷周期理论择时策略的失望。他写道：“在将近 20 年时间，我在 5 个不同的投资组合里尝试过这种投资策略，却从未取得一次成功。”

大崩溃之后，凯恩斯放弃了通过预测宏观经济波动进行投机的模式，转而寻找经营稳定、每年都有高额分红的公用事业股。

选择高分红公用事业股，是因为凯恩斯在大崩溃中观察到，当危机来临时，不直接创造短期现金流入的资产，总是最先被抛售。

这次转型支撑凯恩斯度过了大崩溃后更加残酷的大萧条。从 1932 年开始，凯恩斯持续获得良好回报。

到 1934 年，凯恩斯新的投资哲学基本成型，当年 8 月 15 日，他在给朋友的信里写道，“随着时间的流逝，我越来越坚信，正确的投资之道是将大笔资金投到你了解并且对它的管理层有信心的企业当中”。

这种表述代表凯恩斯彻底否定过去，犹如他从男同性恋者逆转为异性恋者。

1936 年凯恩斯在《通论》序言里，写下一句后来经常被巴菲特引用的名言，“困难不在于想出新主意，而在于摆脱旧观念”，巴菲特是在摆脱烟蒂理念后，才深切体会到其中隐含的智慧。

凯恩斯管理国王学院切斯特基金的业绩，准确地记录了转型结果。1929 年之后的业绩情况如表 39-2。

表 39－2　1929—1945 年国王学院切斯特基金的业绩

年度	基金收益	净值	英国股指收益率	指数净值
1929		100.00		100.00
1930	-32.4%	67.60	-20.3%	79.70
1931	-24.6%	50.97	-25.0%	59.78
1932	44.8%	73.81	-5.8%	56.31
1933	35.1%	99.71	21.5%	68.41
1934	33.1%	132.71	-0.7%	67.94
1935	44.3%	191.51	5.3%	71.54
1936	56.0%	298.75	10.2%	78.83
1937	8.5%	324.15	-0.5%	78.44
1938	-40.1%	194.16	-16.1%	65.81
1939	12.9%	219.21	-7.2%	61.07
1940	-15.6%	185.01	-12.9%	53.19
1941	33.5%	246.99	12.5%	59.84
1942	-0.9%	244.77	0.8%	60.32
1943	53.9%	376.70	15.6%	69.73
1944	14.5%	431.32	5.4%	73.50
1945	14.6%	494.30	0.8%	74.08
年化收益	10.5%		-1.9%	

1938 年 5 月，在基金又一次遭受严重损失时，凯恩斯写了份详细的备忘录交给学院，阐述自己在投资中坚持的三大原则：

①投资于经过认真挑选的对象，保证它们相对于真实和潜在的内在价值具有价格上的折扣，相对于同期的替代投资也更具性价比。

②坚定持有选定的组合，直到预期收益实现，或者有明显证据证明当初的决策是错误的。

③保持投资组合的平衡性。尽管集中投资股票会隐含一些风险，但不同的股票之间会形成风险的对冲。

1946 年凯恩斯因心脏病去世，享年 63 岁，去世时个人净资产 44 万英镑。

20 年后的 1966 年，凭借深入研究凯恩斯投资思想，并依赖《投资公司的经济角色》一文入职威灵顿基金公司的约翰·博格，已经奋斗为公司 CEO。

但很快，一场内部的权力斗争，将博格逼到命运的十字路口。

第807篇.　　2020.07.18－第四十回 先锋集团一鸣惊人 伯克希尔渐显颓势

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-07-18

纸质版《巴芒演义》请点击：当当下单　京东下单

音频版请到喜马拉雅搜索《巴芒演义》

博格于 1966 年登上威灵顿基金公司 CEO 宝座。

但不知是能力原因还是运气因素，无论是60年代后期的火爆牛市，还是70年代初期的全面股灾，威灵顿基金公司旗下基金规模持续稳定地——缩水。

受损最严重的主力基金威灵顿基金，管理规模从1964年的21亿美元下降到1973年末的9亿美元。

与规模下降同步的必然是利润，1973年公司利润仅190万美元。

受排挤成立先锋投资

失望中董事会发起了一场罢免博格的“政变”。

1974年1月23日董事会召开会议，以10∶1的投票结果要求博格辞职，并愿意为博格辞职支付累计36万美元的补偿。

唯一站在博格这边投出反对票的，是威灵顿旗下温莎基金的管理人约翰·聂夫。

博格拒绝辞职。董事会再次以10∶2的投票结果通过了解雇博格的议案。

两张反对票来自博格本人和约翰·聂夫——以低市盈率选股著称的投资大师。他从1964年开始管理温莎基金直至1995年退休，年化收益率13.7%，期间标普500指数年化收益10.6%。

博格不肯认输，他从第二天起就展开了一场夺回基金控制权的运动。

简单地说，就是他创造了一种新结构，鼓动威灵顿基金公司旗下11只基金成立一个基金管理子公司，所有权属于基金全体投资者。

管理子公司本身不以盈利为目标，日常运行费用及按需购买投资顾问的费用，由基金持有人分摊。

管理公司不再按年收取管理费——通常是基金净值的2%。

经过一年多的斗争，博格最终获胜。

1975年5月1日先锋投资集团注册成立，并承接原威灵顿基金公司管理的11只基金。

注：博格这个先锋英文为Vanguard，另外还有家叫Pioneer的基金，在国内也经常被翻译为先锋基金，但这俩先锋不是一家公司。

Pioneer基金公司由巴菲特的忘年交、《投机的艺术》（1930年出版）一书作者、投资大师菲利普·卡雷特于1928年2月13日创立。

从基金成立到1983年卡雷特退休，他管理Pioneer基金年化收益率12.9%，期间标普500指数年化收益率9%（含股息）。

老先生1998年5月去世，享年102岁。

先锋集团一鸣惊人

博格的先锋投资集团成立初期，借助先锋温莎基金约翰·聂夫良好的业绩和影响，度过了最艰难的转型期。

其后，博格摒弃了寻找优秀基金管理人的方向，转而以获取市场平均收益为主要目标，以免佣金、低费率为主要特色，尽最大可能帮助基金持有人节约费用。

其中1976年8月成立的“第一指数投资基金”（后改名“先锋SP500指数基金”）成为先锋投资集团的招牌，帮助先锋获得巨大成功。

到1995年，先锋投资集团管理的基金平均费率低至0.31%，而同期行业平均费率是1.1%。

事实证明，最简单的跟随市场策略，确实打败了大部分主动管理基金。

虽然挑衅和鄙视的基金经理不少，但以 1984—1994 年 10 年为例，先锋 SP500 指数基金有 7 年收益率超过一半以上的股票基金。在整个 10 年期，甚至超过了 78%的股票基金。

无情的数据是最好的广告。

先锋旗下指数基金获得飞跃式发展，先锋投资集团也不断推出跟踪各种指数的基金，尽最大努力压低费用（目前平均费率已经压低至约 0.2%），为投资人提供丰富的选择。

到今天，先锋投资集团已经是全球最大的基金公司，2019 年末管理资产高达 5.9 万亿美元。

博格于 2019 年 1 月 16 日去世，享年 90 岁。他被世人称为“指数基金教父”，以一己之力改变了一个行业。

今天，指数基金正在成为全球市场增长最迅猛的投资品种，并成为巴菲特口中众多高薪基金经理无法逾越的高峰。

廉颇果真老矣？

巴菲特历史上多次炮轰基金经理，说他们绝大部分拿着高额管理费，却跑不过标普 500 指数。

尴尬的是，最近 10 年巴菲特同样落后于标普 500 指数：2009—2018 年的完整 10 年里，巴菲特掌控的伯克希尔总收益率 210%，年化 12%；

伯克希尔自身股价涨幅 242%，年化 13.1%，均落后于标普 500 指数总收益率 257%，年化 13.6%的水平。

长达 10 年周期的落后，已经让很多投资者怀疑“股神”是不是真的廉颇老矣。

毕竟巴菲特自己也写过：“我认为业绩衡量的时间最少为 3 年，5 年则更佳。如果在 3 年甚至更长的时间，我们的表现都不尽如人意，那你们和我都应该考虑是不是需要把钱投到别的地方去。”

2019 年 10 月，有伯克希尔老股东通过媒体公开指责巴菲特“囤现金”不作为，且处理卡夫亨氏持仓迟缓，给股东造成重大损失。

巴菲特投资生涯中的两个阶段

纵观巴菲特整个投资生涯，若以投资主体划分，可以分为合伙基金阶段和伯克希尔阶段，以 1969 年基金散伙为界。

其中 1957—1969 年合计 13 年，年化回报率 29.5%；伯克希尔阶段则从 1965 年至今共计 55 年。55 年年化回报率 18.9%。伯克希尔股票 55 年 27440 倍，持股股东年化回报率 20.3%。

但如果从投资理念角度，以公认的理念分水岭——1972 年喜诗糖果收购案为界，划分为烟蒂股体系和陪伴优质企业成长体系两个阶段，其实更为合理，更有利于观察不同理念下的投资表现。

这种划分下，烟蒂股体系为 1957—1971 年，是 15 年 41 倍，年化回报率 28.1%。1969 年中基金清盘，当年回报率采用伯克希尔收益数据。

这个阶段的代表性投资案例是桑伯恩、邓普斯特和伯克希尔。

期间年度收益率超过 50%的有 1 年（1968 年 58.8%），超过 30%的有 6 年，收益率最低是 1957 年 10.4%，没有亏损年度。同期标普 500 指数年化收益率为 9.6%。

这一阶段夹杂着一个特别的案例：美国运通。它虽然属于烟蒂股体系，但又不是正统烟蒂。

这个案例展示了巴菲特对烟蒂概念做的探索性延伸，其中已经蕴含有后期陪伴优质企业成长思想的萌芽。

投资美国运通：陪伴优质企业成长的萌芽

美国运通案例发生在 1964 年，起因是一桩骗贷丑闻。

1963 年 11 月运通下属一家从事仓储保管的子公司，成为一桩骗贷丑闻的主角。

一位色拉油期货市场的大庄家，将大量“装满色拉油的油罐”委托给运通仓储子公司保管，然后以仓储子公司出具的保管单为抵押，从 51 家银行骗取了总额约 1.5 亿美元的贷款，用于操纵色拉油市场。

很不幸，镰刀被韭菜收割，庄家自己炒破产了（后被判入狱 7 年）。

债权银行凭仓单提取抵押品时发现，油罐里满满的都是海水，只有检测口有少量的油。很明显，骗子欺骗或收买了运通的检查人员。

银行遂起诉出具保管单的仓储公司。仓储公司无力偿还债务，宣布破产。

本来按照有限公司的规则，仓储子公司只需要以自有资产为债务负责，银行能清算多少就是多少。

但由于美国运通从事的是旅行支票业务，和整个银行体系有着广泛的业务联系，容不得企业信誉有任何瑕疵。

因此，美国运通 CEO 主动承诺：运通将为这笔负债承担连带赔偿责任。

在市场人士看来，这笔巨额赔偿对于净资产仅 7800 万美元的运通，或许是灭顶之灾。

部分运通股东甚至向法庭提起针对 CEO 的诉讼，认为他用股东资产为不必要的负债承担责任，严重损害股东利益。

结果美国运通的股价从丑闻爆发后的 60 美元，一路下跌至 1964 年初的 35 美元，跌幅超过 40%。

此时巴菲特盯上了运通。

必须注意到的是，这笔投资无论从什么角度看，都不像格式烟蒂。

美国运通 1963 年财报显示，营业收入 1 亿美元，净利润 0.11 亿美元；总资产 10.2 亿美元，总负债 9.4 亿美元，净资产 0.78 亿美元。

公司股本 446 万股，按照 35 美元股价计算，市值仍然有 1.56 亿美元，市盈率 14 倍，市净率 2 倍。

如果考虑赔偿可能引发的损失，市盈率和市净率都可能飙升，完全和格式烟蒂不搭界。

巴菲特仔细阅读了运通披露的潜在赔偿估计。

按照公司自查，公司可能承担责任的票据约 9700 万美元，其中 1500 万美元有争议，另有约 1300 万美元凭证是伪造的。

虽然具体情况要由法院裁决，但依据管理层估算，赔偿数额可能落在 2000 万到 8000 万美元。

巴菲特按最坏情况赔偿 8000 万美元考虑，所得税率 46%的税盾效应下，公司实际损失约 4300 万美元。

注：假设公司正常经营税前利润为 100 元，税后净利润是 54 元。此时若产生意外损失 30 元，税前利润变成 70 元，税后净利润降至 37.8 元。意外损失 30 元只造成净利润减少 16.2 元 ，其中差异就是税盾效应。

最坏情况下 4300 万美元的损失，对于净资产 7800 万美元的运通，是不是灭顶之灾？

巴菲特继续阅读运通财报。他发现运通的仓储业务占公司营收和利润比都很小，公司主要业务是旅行支票和信用卡。

运通的旅行支票，是当时全美接受范围最广的旅行支票，是唯一在全美 50 个州都可以使用的结算票据。

其运行模式是客户首先在运通存款，然后使用运通旅行支票或信用卡支付，之后运通和收款银行结算。

巴菲特意识到，运通最值钱的资产其实是“美国运通”品牌。

只要人们愿意相信运通，就会继续在运通存款。只要银行愿意相信运通，商户就愿意用商品或服务交换消费者手中的“纸”——运通旅行支票。

巴菲特能从这个角度展开思考，是费雪和芒格潜移默化的影响。

正因为这样的商业模式，运通积存了大量客户存款，类似保险公司的浮存金。

公司 1963 年度负债总额 9.4 亿美元，就是由这些客户存款构成的。运通拿这 9.4 亿美元购买了 4.7 亿美元债券，发放贷款（信用卡）1.7 亿美元，其他流动投资 0.3 亿美元，保留现金 2.7 亿美元。

巴菲特经过分析后认为，色拉油丑闻最重要的影响，并不是赔偿金额的多寡，而是它是否会影响银行和客户对运通旅行支票和信用卡的信任。

如果银行和客户受到影响，银行会担心支票无法兑付而拒收，客户会谨慎地提走存款。那么运通必须被迫抛售债券和其他投资品兑付客户挤提，并不断缩小旅行支票可使用范围。

它们会互成因果形成恶性循环，最终运通很可能真的垮掉。

反之，如果银行和客户没有受到影响，客户无挤提，银行照常接受运通支票，伴随着运通旅行支票业务规模的不断扩大，在日益增长的客户群和存款额面前，即便最终损失真的高达 4300 万美元，分摊到多年里，事实影响并不大。

巴菲特将其比喻为邮寄途中丢失的一张红利支票，从长期看无关紧要，并不影响企业的盈利能力。

银行和客户到底受影响没有？坐在家里读财报可读不出来答案。

巴菲特委托他的经纪人亨利，大量探访旅行支票的使用者、银行职员、饭馆旅店以及信用卡持有人，了解运通的旅行支票和信用卡市场份额是否在下降。

这是巴菲特对费雪闲聊法的首次实战运用。

亨利带回来超过 5000 页的调查报告。

巴菲特分类阅读后做出判断：弥漫在华尔街的丑闻，并没有对运通旅行支票和信用卡业务产生影响，客户和其他银行依然非常乐意使用运通的服务。

既然是这个结论，那就没啥说的了，买！

这笔投资可容纳资金可比以往的烟蒂大多了。

巴菲特非常高兴，甚至专门说服合伙人同意修改基金条款，将单只股票投资上限从 25%提升至 40%，陆续投入了 1300 万美元买进美国运通股票。

运通后来以赔偿 6000 万美元为代价，结束了色拉油丑闻诉讼。伴随官司的明朗，股价不断攀升。

大约在 1967 年股价超过 70 美元后，巴菲特开始抛售，最终在 1968 年清仓，期间股价最高涨至 189 美元。

这笔投资具体获利数额未披露，但估计在两到三倍。

这个案例里确实已经有寻找优质企业的萌芽，但本质上它依然是“利用市场先生的情绪，在明显低估时买入，待其回归合理后卖出”的格雷厄姆体系。

区别只是没考虑企业的清算价值，转而评估负面因素造成的实际损失与市场反应之间的差异。

从巴菲特的卖出时间和位置观察，可以确定此时的他，还没有长期持有并分享企业成长的想法。

运通至今还是伯克希尔第五大持仓股，但那是 1991—1998 年期间，已经彻底转变思想的巴菲特，累

计投入 12.9 亿美元重新买入的。

截至 2019 年底，运通公司市值 1015 亿美元，伯克希尔持有的 1.5 亿股市值约 188 亿美元。

第二阶段的上半场与下半场

以 1972 年 1 月 3 日收购喜诗糖果为界，巴菲特转入陪伴优质企业成长的阶段。

但这个阶段需要以 2000 年初为界再次分为上下半场，上半场从 1972 年初到 1999 年底，下半场从 2000 年初至今。

上半场的 28 年，伯克希尔账面净资产增长 654 倍，年化增长 26.1%；公司股价从每股 70 美元涨到 50600 美元，股东持股年化收益率 26.5%。同期标普 500 指数年化收益率是 14%。

和烟蒂股阶段相同的有两点：一是收益率超过 50%的也有 1 年（1976 年 59.3%），二是没有亏损年度，收益率最低是 1973 年的 4.7%。

28 年间收益率超过 30%的年份有 13 年，这也是伯克希尔 55 年来所有收益率超过 30%的年份。

这 28 年，是伯克希尔最肥美的阶段。期间巴菲特所选择的投资对象，所依据的投资逻辑，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，如喜诗糖果、华盛顿邮报、可口可乐等，也有因为管理人员能力超群而介入的，如内布拉斯加家具商场、大都会通信、波仙珠宝等。

至于大大小小的数十家保险公司，老唐个人认为，应该归为巴菲特依据自己的投资能力，配套的“借钱”手段，不属于可以模仿的“投资”案例。

2000 年初至今，转入陪伴优质企业成长的下半场。

2000 年初至 2019 年底共计 20 年，年化收益率为 10.1%。期间最高收益率是 2017 年的 23%，最低收益率是 2008 年的-9.6%。

伯克希尔 55 年投资史，仅有的两次亏损都出现在这个阶段：2008 年-9.6%和 2001 年-6.2%。

伯克希尔公司股价从 1999 年末的 56100 美元/股，上涨至 2019 年末的 339590 美元/股，持股股东 20 年年化收益率为 9.4%。

期间标普 500 指数年化收益率 6.1%。（年度收益率及股价波动见附录 A）

下半场巴菲特投资收益率明显下降，是什么原因造成的呢？陪伴优质企业成长的体系不灵了吗？

不是。综合分析来说，老唐认为导致下半场巴菲特收益率下降的罪魁祸首，主要有两大原因……

第808篇.　　2020.07.18 - 一个懂得辩证法的大侦探--by@Andrew

Andrew　唐书房　2020-07-18

看完第三遍，才敢起笔。分为五部分：三重价值的背后；高等学历对投资重要吗；细节的价值；寻找关键因素；行文用词的谦和善良。

第一、三重价值的背后

《巴芒演义》重点自然是巴芒，为什么还要写和他们盘根错节的那些人呢？为什么要提到所罗门危机中财政部长布雷迪是 BH 原董事长蔡斯的侄子？格雷厄姆舅舅的儿子能和巴菲特有什么交集？凯恩斯的性

取向和投资又有什么关系？

其实它们是这样一个问题：

我们，该怎样正确地画出一片叶子？

为了正确地画出一片叶子，为了正确地溯源它的叶脉需要画出茎、画出枝、画出干，画出根。

为了正确地画出一片叶子，为了正确的表达它的明暗需要画出上下左右的其他叶子，画出太阳、画出云层。

老唐画出了什么？他画出了巴芒周围承上启下的人和环境。

从格雷厄姆到他的舅舅，再到舅舅的儿子，再到儿子的同事，索普和巴菲特终相逢。老唐为了正确地画出一片叶子，描绘了一棵树、一个花园，还有整个天空。

世界是普遍联系的，这是辩证法的第一特征，《巴芒演义》的第一重价值证明了这种普遍联系。

为了正确地画出一片叶子，为了正确地描述它的生长还需要画出一月份的嫩芽、三月份遭毛虫啃噬之后的自我修复，画出去年掉落的叶子，画出之后长出的新叶。

老唐画出了巴菲特从自编马经、荒废学业的鹅黄少年蜕变成九十岁领导千亿企业的绿荫老者。

世界是不断发展的，这是辩证法的第二特征，《巴芒演义》的第二重价值证明了时间维度下的与时俱进。

那么第三重呢？趣味性、易读性以及“中翻中”究竟是什么能力？为什么一部关于投资百年的历史画卷，没有晦涩的专业术语和颠三倒四的逻辑迷宫？

一般来说，专业术语可以提升表达与思考的效率。“牛顿第一定律”用 6 个字代替了 35 个字的具体内容，表达效率提升 80%。

然而，不借助术语就能把逻辑和内涵用几句话阐述清楚，这是被语言能力隐藏起来的强大思维能力的体现。

《巴芒演义》的第三重价值是老唐理解与表达能力，抽象概括和具体描述能力的大综合，为我们节省很多时间！

看看下面两句：

原来保险公司是一个无限期的融资机构；

把神奇公示的面纱去掉，底层逻辑和以 ROE 和 PE 结合选股有类似效果，并没有特别的神奇之处。

所以，《巴芒演义》是一部生动的辩证法，它不崇拜任何既定的结论和主观的臆测。

它从事实出发，用联系和发展的眼光，对大量历史事件进行抽象并概括其背后的因果。

第二、高等学历对投资重要吗？

《巴芒演义》描述投资者时，会提及他们的学历背景，梳理如下：

沃顿商学院：戴维·多德，沃伦·巴菲特，罗纳德·佩雷尔曼，彼得·林奇，迈克尔·米尔肯，唐纳德·特朗普，霍华德·马克斯，乔尔·格林布拉特；

哥伦比亚大学：本杰明·格雷厄姆（数学、英语、哲学），杰里·纽曼；

哈佛大学：罗·哈里斯，本杰明·科恩，芒格；

密歇根大学：香农；麻省理工大学：辛格尔顿；罗伯特·莫顿（赔得一塌糊涂）；

普林斯顿大学：约翰·博格；

西北大学：杰伊·普利兹克（会计）；

波士顿大学：蔡至勇；

斯坦佛大学：菲利普·费雪；

加州大学：爱德华·索普（物理硕士、数学博士），比尔·格罗斯；

麦克马斯特和芝加哥大学：迈伦·舒尔茨（赔得一塌糊涂）；

南加州大学：李克.古瑞恩（John Patrick Guerin，Rick 是他的昵称）

无大学学历：巴鲁克参加了速记班和商业法夜校，沃尔特·施洛斯参加格雷厄姆的夜校。

高等学历对投资成功有帮助吗？现在我觉得有，又没有。

说有帮助，是高等教育有助于完成对思维能力的训练。而长期投资的成功需要依赖于一个复杂的决策系统，这个系统的质量直接被思维能力的强弱所决定。

看看格雷厄姆，数学、英语、哲学多方面的才能，实际是逻辑、表达和思辨能力的强大。

索普从赌场转战华尔街，香农放弃技术分析，凯恩斯跳出信贷周期理论其实也都是思维能力的体现。

本身有天赋，在教育中又得到强化训练，自然所向披靡。

说没有帮助有两方面的原因。

一方面，如果一个人能完成思维能力的自我提升或者天生异禀，大学教育就不重要了。

现实中，真的有人靠极强的自律，在缺乏他律（学校教育）的约束之下，依然能完成自我进化。这样的人，很值得尊敬。巴鲁克和施洛斯就是例子，两者的自我认知和约束能力也都极其罕见。

另一方面，即便在高等教育中表现出色，也不意味着一定能投资成功。很多人被学历教育所局限，试图用一个模型去穷尽股市的全部道理，最后黯然离场。看看莫顿和舒尔茨。

真是条条大路通罗马，条条大路通歧途。

所以，学历教育是表，思维训练是本。

还有一点需要指出，强大思维能力可以通过优秀的语言或文字表达来识别。

古瑞恩可能深知此理，所以仅凭芒格和惠勒的几句闲聊，就知道孰高孰低并自此和巨人比肩。

老唐也对语言有强烈的洞察力，桑伯恩案例中，从一句话“这家公司过去 10 年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”，就可以抽象出巴菲特买入烟蒂的原则。

第三、细节的价值。

一个好侦探在作出判断之前，会尽可能地了解案情有关信息。

于是，他跟踪主人公，然后跟踪主人公的朋友甲，之后又发现甲和乙有关系……，一路下来不能跟丢了，最后还得有能力又回到主人公。

看到《巴芒演义》众多人物穿插出场，仿佛看到老唐电脑文件夹里一个个嫌疑人和关系人（投资家和投资者）的相关资料。

靠贩卖格雷厄姆课堂讲义和录音磁带获利的欧文·卡恩，后来掌管 10 亿美元并活到 109 岁，就是老唐的一次漂亮跟踪。下面这些也是：

1、现金流折现

老唐的现金流折现思想已成本能，用贴现率（或者 CPI）拉平历史和当代的差异已然成为习惯。

通过附录 B（美元价值）的速算表格帮助读者更好地理解历史上一笔资产今天大致的价值范围（这也

体现了老唐以读者为导向的思维）。

这背后，是对美国历年 CPI 数据的收集整理，也让我有了整理人民币价值速算表格的想法。

2、格雷厄姆的性格轨迹

格雷厄姆坚持要求小舅子必须按照递进式结算提成；

北方输油管公司股东大会受到奚落，留下狠话韬光养晦,一年之后进入董事会。

两件事背后的性格轨迹如出一辙：让我不爽，我就改变环境最终让你不爽。

后来巴菲特一怒之下买下伯克希尔，真是有其师必有其弟子。

3、纽曼之子

很多资料都提到，巴菲特为格雷厄姆工作的时期，公司共有四名员工。

但大部分只会指出另外两位（施洛斯和纳普），而忽略纽曼的儿子。老唐不会忽略，哪怕纽曼之子在《巴芒演义》中只有半句话，四才是四！

4、骗子和律师

美洲国家火灾保险公司案例中的一幕让人神往无比：1956 年，律师莫奈开着车，后备箱里带着大捆钞票，每天和不知情的农民喝酒聊天，然后收购他们的股票，赚自己的钱。

莫奈的行车路线，居然来自巴菲特从历史档案中查询出当年骗子的主要行骗区域。

时光穿梭，路线重叠，背后依然是逻辑推理和智慧在闪烁，猜想这件事也增加了老唐对巴菲特的一点爱。

5、信息的提取和使用

很多时候我们观察作者引用资料的来源和方式，就可以判断信息的可信度和准确度。

老唐在《巴芒演义》中展示了极为优秀的信息提取和使用能力，比如邓普斯特案例中为了说明定价策略的正确性，引用 2018 年中国在售汽车的零整比数据；为了查找乔尔·格林布拉特的获利情况，甚至联系了出版方。

据此，我推测《巴芒演义》所列的参考资料中，老唐应该是在同一本英文书的不同中文版本里做了筛选。

这 72 本书是研究巴菲特芒格的重要工具（次要工具被忽略），是为后来者提供的一条信息路径。

6、跟踪还在继续

2020 年 6 月 27 日老唐遇到了肯·格里芬，1990 年索普的资金和资料传人。

第四、寻找关键因素

普遍联系的世界决定了谁都可以是谁的谁，决定了任何细枝末节都有可能是激发的原因。那么，分析事物的主要原因就比探究其全部原因更有效率。

《巴芒演义》中的归因分析一般只用三四条就形成足够的说服力，老唐是个有效率大侦探。

不断发展的世界又决定了谁都是某个时刻的谁，决定了“后视镜偏差”和预测的模糊。

老唐看巴菲特总能结合具体的时间节点，这个时间所带出的背景和其他信息，有的时候能帮助找到真正的原因。

老唐是个穿越时空的大侦探，看看具体的例子：

A：如果不是把时间（1969 年）作为考察的重要因素并了解当时整体的市值高估，很难解释巴菲特为

什么买入净利润只有 10 万美元（1968 年）的太阳报。

B：只有跨越时间，看到格雷厄姆交给费雪的接力棒，才能从 1969 年巴菲特解散合伙基金的三条归因分析中，找到持续盈利和短期资金之间的矛盾。

如果没有解散合伙公司，巴菲特将成为今天独一无二的世界首富。然而《巴芒演义》149 页用一个含金量极高的“不过”再次推翻前面的假设。

C：按照时间轴梳理乔尔·格林布拉特：从 2001 年“9·11”事件前的集中投资到 2005 年写书总结分散投资的经验（提出神奇公式）。

老唐推测出，正是 2002 到 2004 年间重仓持有的股票由大赢转为巨亏的大幅波动压力，推动乔尔的投资体系从集中走向分散。

D：根据 1996-1999 四年致股东信里的用词，使用合理的逻辑，唐朝推测出了 BH 当年的内在价值并得出结论：巴菲特选择在 1998 年 6 月实际支付 160 亿购入通用再保其实也是为了实现曲线减持。

如果《巴芒演义》是一部侦探美剧，这一集绝对是用户续订的理由。（原书 279-280 页）

E：拨云见日也表现为穿透财务的能力。

伯克希尔 1964 年产生的可动用现金，除了 12.6 万美元净利润，还有 145 万美元的折旧摊销和资产减值；

神奇公式之所以选择 EBIT 而不是净利润，是意图将使用不同资本结构和享受不同所得税率的企业，拉回同一个起跑线上比较。

第五、行文用词的谦和善良

老唐提到：

“代客理财的人，大概都很容易将利润归为自己的功劳”，

“这个事实或许足以提醒我们：保险业相对复杂，单纯从财报数据上很难分析其未来”。

把上面两个句子里面的“大概”和“或许”拿掉，完全不影响基本意义的表达，但是加上呢？一位宽和、自谦的长者就出现在我们的面前。

他提醒我们人人都赚钱的时候，往往是股市“高危”的标志，还用大量篇幅告诫我们：远离杠杆、不要做空。

总之，读完《巴芒演义》，我找到了一位懂得辩证法，能力超群又内心善良的大侦探。

他隐姓埋名，让我们无法托付，

却偶尔显山露水，让我们信任跟随！

第809篇.　　2020.07.18 - 行走在慢慢变富的路上--by@没想好叫什么

没想好叫什么　唐书房　2020-07-18

我一向对身边追韩流明星的妹子嗤之以鼻，对花钱买签名海报、签名写真的人更是不解。

然而，从《手财 1》到《巴芒演义》，我也从一个理智的学习者变成为一名钢铁粉。

从公众号打赏到购买盖章版的《价值投资实践手册》，对老唐奉献了很多人生中的第一次。

这应该也算是一段比较有趣的经历，同时也理解了为什么追星的原因——没有那么多为什么，就是喜

欢而已（当然，我相信我还是理智的吧）。

记得买《价值投资实践手册》的时候我还抱着“假如你吃了个鸡蛋，觉得好吃就行了，何必要看生蛋的鸡是什么模样？”的心态，但是最后还是没克制住内心的欲望，情不自禁买了盖章版。

待到《巴芒演义》上市的时候已经彻底沦陷，沦为抢购一族。奈何造化弄人，连抢三天却没有抢到，败兴而归。

后来又发生了出版社库房将印章版误作签名版发出的错误，老唐又给出了“两本书您都留下”的厚道解决方案，更让我隐隐作痛。

老唐的《巴芒演义》千呼万唤始出来，于我而言，这是一本价值投资的《九阳真经》。

根据百度百科记载：“九阳神功是一种融会贯通的武学体系，练成后，会易筋洗髓；生出氤氲紫气；内力自生速度奇快，无穷无尽，普通拳脚也能使出绝大攻击力；防御力无可匹敌，自动护体，反弹外力攻击，成就金刚不坏之躯；习者速度将受到极大加成；更是疗伤圣典，百病不生，诸毒不侵。”

对投资而言，《巴芒演义》是一本对价值投资的融会贯通之作。读完之后，整个人在对投资的认识上也会易筋洗髓，建立起一套正确的思维模型；

它也能帮助你在投资上少走弯路，及早认识到“那些耗费很大精力研究价格图表、头肩顶、V 字反转的技术人员，无非在做一众重要数据干扰重现的工作，意义不大”，指引你坚定地行走在价投之路上，自动隔绝那些无意义的市场噪音；

还能强化你在分析公司，研究财报，投资套利等各方面的功力，促使价投学习的速度极大加成，达到快速精进的效果。

《巴芒演义》是一本华尔街投资界的群侠英雄传，不光完整阐述了价值投资理论形成的历史，介绍了巴菲特、芒格两位主角牛闪闪人生经历。

更用章回体的形式，一并绘就了格雷厄姆、费雪、凯恩斯、博格等投资大侠的人物画像，众侠之间的千丝万缕的关系详实又有趣地呈现在读者面前，不禁引人惊呼：原来是他啊！

《巴芒演义》不止是人物历程与人物关系的单纯记录，也没有拘泥于对于价值投资的发展史的简单记述，更包含了对蔡志勇、索普、佩雷尔曼、梅利韦瑟等人投资方式的介绍或失败原因的讲解，既拓展了读者的视野又启迪了人们的思考。

在多个事件背后有老唐刨根问底的思考和置身在那一历史时刻的合理推测及评述，类似于《史记》中的“太史公曰”，读者在享用完这一饕餮大餐之后，会回过神来：原来是这样！

《巴芒演义》是一本传递信心之书。它讲述的是牛人的历史，但是我们也看到，有些牛人是天生的，有些牛人也可以从普通人演变。

以前流行一句话：对于价值投资的理解，要么一瞬间理解，要么一辈子不懂。

对于平凡的我，听后内心充满害怕和焦虑，对我这样一个是从图书馆看 K 线入市的人来讲，顿悟能力又差的人来讲，是不是意味着根不正苗不红，一辈子也入不了价投之门了。

但是看到格雷厄姆投机过，巴菲特、老唐也是技术出生，除了顿悟也可以渐悟，可以慢慢进化。

我虽没有顿悟的天赋，但是也可以通过慢慢进化、渐渐醒悟，走上我的价投之路。由此放下心来：原来我也可以！

于我而言，投资，主要是为了解决经济上的问题，希望可以通过投资，实现从小康到富裕，从富裕到

财务自由的跨越。

《巴芒演义》通过对巴菲特投资案例的展示、投资思想的演化呈现，把巴菲特和芒格作为致富带头人，将两位老人的致富经验形成材料和报告，通过老唐的理解和提炼，把一条可复制的致富富的路经毫不保留地介绍给我们。

我们先来看看两位主角的核心致富模式，根据巴菲特和芒格的描述，伯克希尔的赚钱模式是这样的：“找到利息低廉的长期资金，然后将其配置在能够产生现金流的高回报企业上。——巴菲特”

“我们就像刺猬，只会一招，就是寻找成本低于 3%的浮存金，然后把它投向能产生 13%回报的企业。——芒格”

这里引申出了财富的三驾马车：本金、时间和收益率，也正好与投资收益的公式相印证：财富=本金*（1+收益率）^时间。

本金，刨去富二代和创一代，对于大多数人来讲，本金的产生主要依靠工作的收入结余。

但是，这部分人要么刚刚工作不久，要么已经结婚生子，买房、教育、日常消费会占据整个家庭大部分开支，真正可以投入到股市投资的长期资金并不会很多。

巴菲特获得长期资金的手段是通过控股拥有浮存金的保险公司或蓝筹印花等拥有类浮存金的公司。

很显然，我们没有能力去获取这一类的长期资金用于投资，这一点对我们的可复制作用是不大的。

不过作为模式也有一定参考的价值，我们可以寻求一些高现金流流入、低现金流消耗的方式积累更多的本金。

一方面我们可以通过勤奋工作，不断提升工作能力和个人价值，从而提高收入回报。

另一方面要不断创造被动收入，通过知识产权、资产定期收入等形式打造可以不断创造长期稳定现金流的被动收入渠道，形成一个又一个小型的对个人而言的“控股公司”，再加上节俭的生活，开源节流，以此来不断增加本金的投入。

收益率，收益率主要跟投资能力和成型的投资体系有关。

《巴芒演义》给我们演示了四条有复制价值的投资正道，分别是指数基金、套利、烟蒂股投资、优质企业投资。

这四条投资道路对于大多数人的资金量来讲，任何一条都可以取得相对于无风险利率的较好的投资回报，即使是投资最为简单的沪深 300 指数基金，也可以取得 10%左右的年化收益，大大超越国债、货币基金等投资。

当然，反过来看，我们也不应该对投资收益有较高的期待。

纵观巴菲特和芒格的投资生涯，即使拥有正确的投资体系、强大的人脉背景、高超的法务团队，在投资布法罗晚报、维斯科金融、华盛顿邮报等我们回过头看非常成功的投资案例，但在整个投资的过程中我们依然看到其中的险象环生，实在不能说巴菲特的投资生涯中没有运气的成分。

投资大师尚且如此，我辈又何敢奢望不在某个标的上栽跟头呢？所以，从这个角度上来讲，我们反而应该降低对高收益率不切实际的幻想。

投资的能力其实就是比较的能力。比较就是投资者在自己的能力圈内“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个持有就可以了。”

比较，是投资界广泛运用的思维方式，应该是脱胎于经济学机会成本的概念。

当我们把目光投向投资界的时候，不仅仅巴菲特、芒格在使用这一思想武器，施洛斯、老唐都在使用。

施洛斯认为股票比债券更适合年轻人是一种比较，觉得持有股票比持有现金睡得安稳是一种比较，下跌时根据股票与股票的收益率进行调整也是一种比较。

通过比较这一思维方式，至少解决了投资中的三个问题。首先是关于买什么的问题。

在老唐的公众号里，经常有人问老唐某票在某价位是否可以买，其实投资是一件非常私人的事情，每个人选择、比较、可把握的资产范畴不同，对未来风险和收益的要求不同，所做的抉择也是会不同的，对于别人而言正确的选择未必对于你也是正确的。

如巴菲特所说：“思考投资的最佳方法还是独自一人待在房间里，静静地想。要是这样不行，别的办法也都没用。”

这个资产、这个价格只能在自己的能力圈内把握住自己可以把握的投资品之间的比较，对 A 来讲预期 10%是相对较高收益的资产，对 B 来讲可能是相对较低收益的资产，所以这个问题真是难为老唐了。

其次是关于成本的问题。看到很多人留言问老唐某某股票的成本是多少，这同样也是毫无意义的。

老唐曾经说过，他的股票的成本就是所持有期间该股票的最高价。

因为我觉得比较的概念是脱胎于机会成本的，所以认为可以更进一步，老唐持有的某项资产的真实成本应该是放弃买另一只股票所获得的最高收益。

比如老唐买洋河的成本应该是相同资金没有买茅台的所丧失的市值，众所周知，老唐那辆 Q5 的成本就老高了。

最后是关于为什么有上市公司高管抛售和什么时候卖的问题。

不管是腾讯的高管还是海康威视的股东抛售自家公司股票，总是有各种各样的原因。最根本的原因是他通过比较发现有一种更大收益的资产等着他。

可能是物质上的，也可能是精神上的，除非抛售人觉得持有现金比持有该资产划算这一情况，除此以外，对我们的投资决策都毫无参考价值。

因为同理，每一个人可选择的资产是不一样的，也许 Pony 买掉的那部分腾讯对他而言投入到另一项资产上可以取得年化 100%的收益。所以上市公司高管的抛售对我们来讲参考意义并不是很大。

至于什么时候卖，《巴芒演义》给出了终极答案，当你找到更高收益的资产或者持有资产不如类现金资产的时候就卖。

时间，时间是在三个因素里最容易被轻视的一个因素。正如老唐在《财富三轮车与阅读的价值》中所提到的：

“对大部分年轻的朋友来说，在意图通过投资获得财富自由的努力途中，往往对本金给予了过高的权重，而对年龄的重要性认识不足，对正确的投资系统也常有着不太合乎实际的过高期望。”

为什么会这样呢？因为我们太渴望马上变富，正如很多人说的，三十岁财富自由和六十岁财富自由能一样吗，九十岁变成了亿万富翁还有什么意义吗？

从公式我们可以发现，本金的大小、收益率的高低直接影响了短期内财富的多少，而时间的因素只有在长期的积累后才能厚积薄发，产生意想不到的效果。

老唐对年龄也即时间的价值在《财富三轮车与阅读的价值》中已阐述得非常清楚，我就不再画蛇添足了。

我从老唐对于投资和估值的论述中有了极大的启发，对于时间价值的认识，于我更是一味安心定神的良药。

“投资和估值，不是要在某个投资对象上赚一倍或赚十倍的思考方式，而是一种永续的思维模式”，除了思维模型，这里强调的永续，和巴菲特追求的“长期”资金道理一样，都是对时间的要求。

看待投资不应该把它视为到六十岁或九十岁就结束的一项工作，它是一项可以永远学习、永不定格的事业。

甚至于在思考的角度上，它是超越自己的生命周期的，这或许也是巴菲特、芒格九十多岁了还在投资的原因之一。

因为真实的投资时间跟人的生命有关，会受到疾病、环境和各类突发事件的影响，所以从某种意义上来讲，时间是很难把握的。

但是从规划和思维方式上讲，我们必须要立足“永续投资”的投资理念，即使只有一瞬一刻，也应该立足永恒，“永远比较，永远选择，永远让财富以收益率更高的资产形态存在”。

不去追求和关心短期的财富变化，而是把财富的齿轮交给时间去运转，当我接受并建立了这一思维模式的时候，发现整个人的心态也更好了。

老唐对我的影响是巨大的。每次看老唐的文章高产且高质，总想写跃跃欲试写一点东西，这次为争取得到老唐的微信号，由输入变输出的时候，每每想提笔，又感觉难落笔，由此，对老唐的崇拜又多了一层。

谢谢老唐，引我入了价投之门，我知道自己虽然有很多需要学习和精进的地方，但是我知道自己的方向是正确的，我走在通向财富自由之路上，而时间会站在我这边。

第810篇.　　2020.07.18 - 老唐实盘周记2020/07/18

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-07-18

本周交易

古井 B 的分红款，均价 85.42 买入古井 B，涉及仓位约 0.1%。

当前持仓

目前持仓茅台 42%，腾讯 25%，洋河 14%，分众 8%，古井 B6%，海康 4%。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	42%	19000±10%	<9500	23000	20703	1648.05	41.34%
腾讯控股	25%	55000±10%	<27500	60000	44862	521.00	39.16%
洋河股份	14%	3150±10%	<1575	3700	1935	128.43	19.47%
分众传媒	8%	……	<600	1400	831	5.66	-8.56%
古井贡B	6%	666±10%	<333	800	375	82.69	19.55%
海康威视	4%	4400±10%	<2200	5000	3281	35.11	9.58%
沪深300						4544.70	10.94%
上证指数						3214.13	5.38%
2020/7/18			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.9014	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	42%	19000±10%	<9500	23000	21529	1713.85	46.99%
腾讯控股	26%	55000±10%	<27500	60000	47131	546.50	45.97%
洋河股份	14%	3150±10%	<1575	3700	2020	134.05	24.70%
分众传媒	8%	……	<600	1400	884	6.02	-2.75%
古井贡B	6%	666±10%	<333	800	371	81.69	18.10%
海康威视	4%	4400±10%	<2200	5000	3454	36.96	15.36%
沪深300						4753.13	16.03%
上证指数						3383.32	10.92%
2020/7/11			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.9028	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同而发生小幅变化；

②老唐买点或卖点，代表如果公司总市值触及此数值，老唐计划买入或卖出，与个股历史买入成本无关；

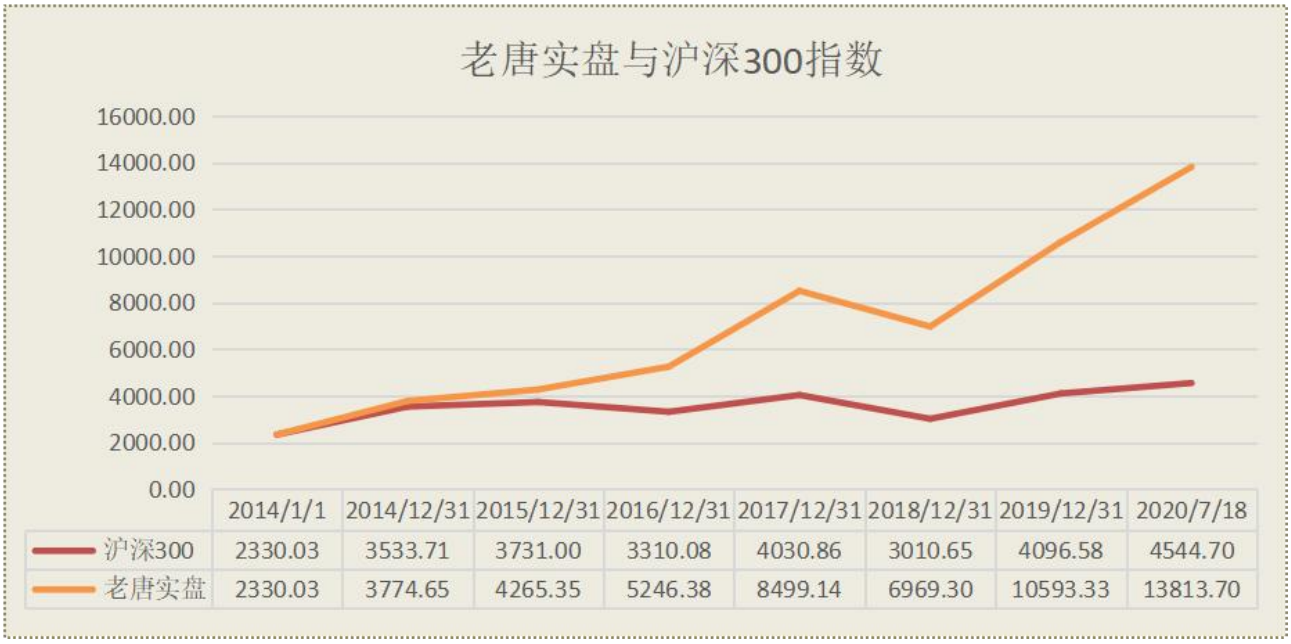
③仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2020 年内收益 30%（四舍五入数据）。

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，30%（均不含新股收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 593。以 6.55 年折算，年化收益率约 31.2%。



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/7/18
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	4544.70
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	13813.70

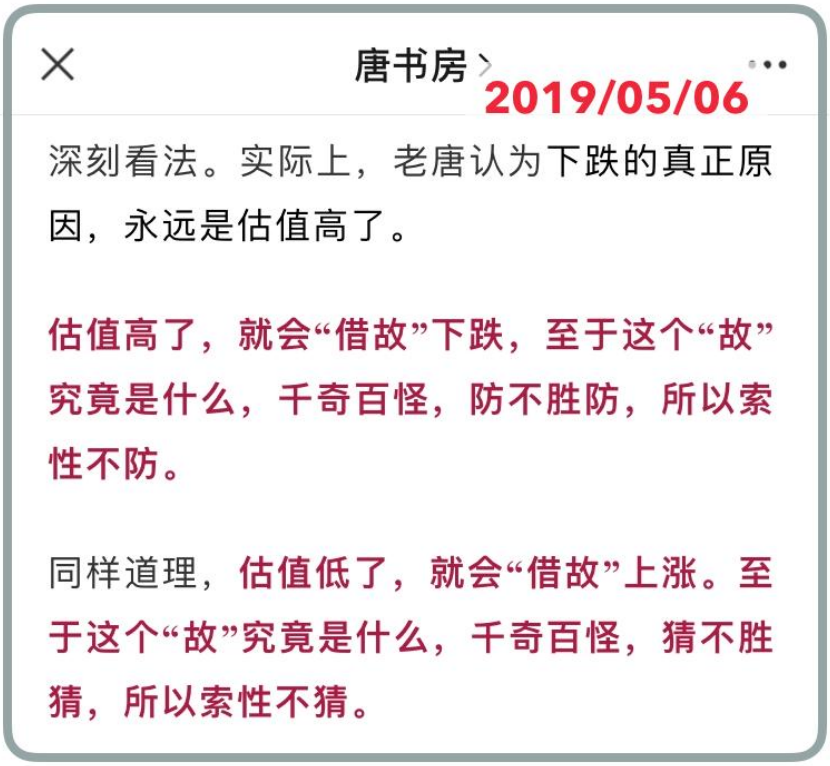
重要事项

1.人民日报“炮轰”茅台？

7 月 15 日晚间，人民日报海外版下属自媒体“学习小组”发表文章《变味的茅台谁在买单？》，质问“茅台酒凭什么成为官场腐败硬通货？”，引发了 7 月 16 日茅台股价大跌。

好玩的是，同行们跌幅更大。16 日茅台跌幅 7.9%，但当日五粮液、洋河、泸州老窖、古井贡、汾酒、酒鬼、水井坊、口子窖、老白干、金种子、舍得、金徽酒、迎驾贡等 13 只白酒股跌停。

从这个迹象，其实可以这么认为：茅台被批只是一个由头，真正的理由还是“估值高了”。



本轮行情，从老唐 3 月 19 日中午发布《阴天》的那个时点起步。

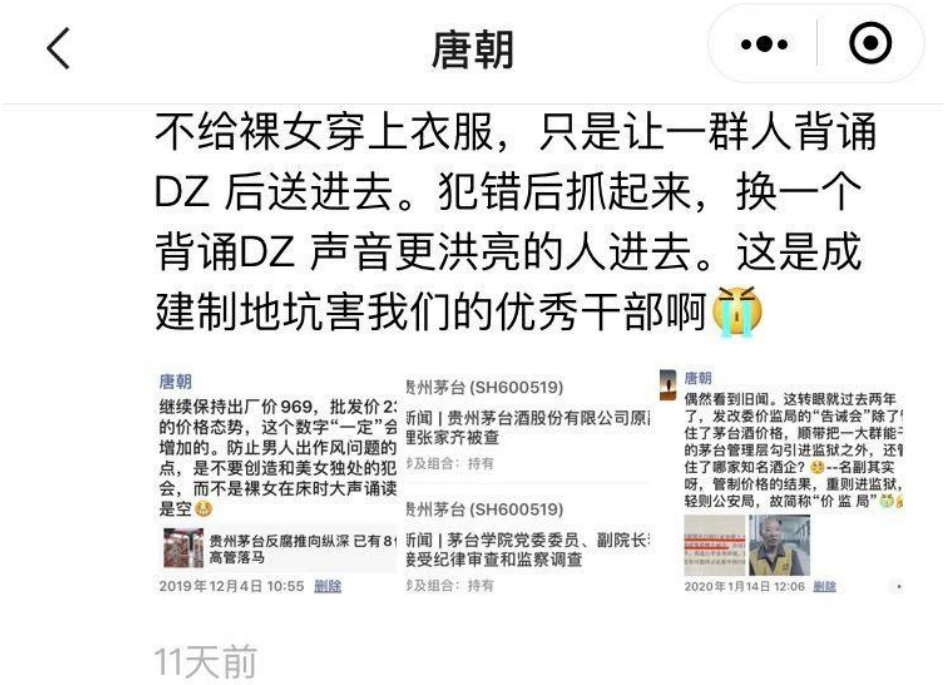
到本周四暴跌前，白酒企业里不说最剽悍的翻三倍有余的酒鬼酒，就算一贯被大家认为比较瘟的洋河，也在不到四个月的时间里上涨了约 85%

涨幅较大的情况下，人人都是“获利盘”，一有风吹草动，落袋为安情绪成为推动大幅下跌的真正元凶。

人民日报恐怕只是凑巧担任了背锅侠这个很有前途的角色

人民日报那篇文章，结论我非常赞成。文章最后一句说：**“要让商品价值回归市场，不再成为权力的供品，这也是对党员干部最大的保护。”**

这其实和老唐多次说过的下面这段话是同样意思：



我完全支持学习小组对茅台的批评

眼看着即将触摸 2.3 万亿卖点，结果就差那么 2.5%转头向下。

上周担心“老唐就不怕卖掉茅台后再也买不回来吗？”的声音，

质疑老唐“因为高估就卖出好公司，违背买股票就是买公司的原则”的声音，

基本没有了

但另外一些声音又冒头了，比如：

- 不就差 2.5%，至于非要等到 2.3 万亿吗？
- 为什么要赚尽最后一个铜板呢？
- 为什么是 50 倍市盈率，为什么就不能是 49 倍，48 倍呢？
- 如果就从 2.24 万亿转头下跌至腰斩，老唐你不后悔吗？
- ……

……

非常棒的实战思考题。所有问题的答案，我都在以往的文章里写过了，此处留给大家思考。

你真正斗争过、思考过后的结论，才是对你本人最有价值的东西

2. 中美关系恶化。

本周真的有重大利空。不过似乎市场反而没什么反应，各类媒体上也没什么深入的讨论。或许是敏感？

以最近的迹象看，中美关系基本跌至建交以来的冰点。

过去一周里，除了确定的“在美方劝说和影响下，英国政府宣布停止在 5G 建设中使用华为设备。”消息之外，还有很多杀伤力更大的传闻：

比如，基于对香港 GA 法的反应，美国准备“终结香港长期享有的优惠待遇”，甚至有传闻说要将香港清理出国际银行间支付系统，使港币和美元强行脱钩……我家小企鹅

比如，有海外报道说，美国政府计划推出一项联邦采购禁令。禁止美国政府从任何使用华为、中兴、海康威视、大华以及海能达产品的公司购买商品或服务……我家康儿

据说美国要禁用抖音海外版、微信海外版……我家憨憨

甚至据说要禁止 GCD 员及其及其家属入境美国……我家，哦，和我家无关

这事儿，不好公开评价。

套用官方用语：合则两利、斗则俱伤。加半句老唐的个人观点：合则两利、斗则俱伤，我伤大于彼伤。

这些事儿，我等升斗草民解决不了，也出不上什么力，只能期望海子里的高人做正确的事，下长远的注。

老芒格说：宏观是我们必须承受的，微观才是我们可以有所作为的。

老唐说：宏观是我们必须承受的，围观就是我们能做的

外交的事情不好干啊。昨晚我外交部新任发言人亮相，看的心痛。

瞅瞅，1971 年 4 月出生的人，我怎么看怎么觉着像 1951 年的

3.本周五，银保监会及证监会宣布接管九家金融机构。

包括四家保险公司：天安财险、华夏人寿、天安人寿、易安财险；

两家信托公司：新时代信托、新华信托，

三家证券期货公司：新时代证券、国盛证券、国盛期货。

自托管之日起，上述九家金融机构股东大会、董事会、监事会及经营管理权力机构全部停摆，相关权力由接管小组接手。

上述机构被接管的原因，主要是偿付能力不足、可能发生信用危机等。

据说上述机构都是属于资本市场著名的 XX 系组成企业，如果只是 XX 系的作死行为其实还好……

美帝金融巨头，也已经在为迎接本次危机的冲击做准备了：

7 月 14 日晚间，摩根大通、花旗和富国银行三大美帝银行巨头拉开了美股 2020 二季报帷幕。

三巨头均大额计提坏账准备，为疫情带来的经济冲击做准备。

直接后果就是摩根大通净利润同比腰斩有余，花旗净利润同比-73%，巴神爱股富国银行直接创下 2008 年金融危机以来首次季度亏损，单季净亏损 24 亿美元。

我国银保监会也及时进行窗口指导。据说部分银行已经接到口头通知，要求“半年报增幅尽量不超过两位数，应该多计提拨备，不良应核尽核。”

手持银行股的朋友，理解这是在说什么吗？

4.本周读书笔记，选中五份。

这周优秀读书笔记不少，我选中五份。仍然先披露入选者，之后再找时间陆续推送文章，以避免作者焦虑。

入选文章是：

- **价值投资之集大成者——雪球@jiang550**
- **价投很简单，但并不容易——公众号@深淘滩**
- **《巴芒演义》值得每个人读的书——雪球@三个儿子一个妈**
- **《巴芒演义》谱新篇，股海浮沉定若闲——公众号@书海荡舟**
- **模拟访谈唐朝《巴芒演义·可复制的价值投资》——公众号@连休一周**

请这五位朋友留下收货地址——如果选择老唐的四本书签名套装做奖品，或，留下微信号——如果选择加老唐微信好友做奖品。

无论是否入选，输出本身已经是对自己的巨大帮助，是非常深入的学习过程。

我相信所有写过读书笔记的朋友，都会有这个感触。

借着这个激励，将双手放在键盘上，给自己一个成长的机会吧！

本周运动

本周游泳 2 次，单次 1 小时；跑步 1 次 10 公里；陪我家领导散步 3 次合计 29 公里。

同口径体重 84.9kg（175cm），环比上周降低 0.5kg

下周预计交易

无

下周五晚上，海康披露中报。

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。

文中提及的任何个股，都有**腰斩**或翻倍的风险。请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记

祝朋友们周末愉快

第811篇.　　2020.07.25 - 第四十一回 金钱束缚降低回报 投资正道共有四条

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-07-25

纸质版《巴芒演义》请点击：当当下单　京东下单

音频版请到喜马拉雅搜索《巴芒演义》

2000 年至今，巴菲特的投资收益率显著下降，罪魁祸首主要有两大原因：一是钱太多，二是投资方式受限。

钱太多的烦恼

1999 年 7 月 5 日的《商业周刊》上，巴菲特开始谈论钱多的烦恼了。他说：“就在几年前，我们还因为资金不足，不得不经常卖掉这个去买那个。那时候我的主意比钱多，现在开始我的钱比主意多了。”

以 1999 年底巴菲特启动对中美洲能源（现已更名为伯克希尔-哈撒韦能源公司，简称 BHE）的收购为标志，伯克希尔彻底进入“钱太多”阶段。

1999—2006 年，伯克希尔分三次投入 50 亿美元溢价收购全美第二大电力供应商中美洲能源，其后又在 2009 年和 2010 年投资 267 亿美元溢价收购全美第二大铁路公司北方伯灵顿铁路。

这两家公司有个明显的共性，属于“价格被监管的重资本公司”，所以伯克希尔年报里将这两家公司单列一章汇报。

这两家价格被监管的重资本公司，仅靠折旧无法支持公司资本支出，需要将利润继续做固定资产再投资，甚至需要持续融资做再投入。

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，既保证它适当获利，又防止它获取过高利润。

比如对于提供电力和天然气的中美洲能源公司，有些州规定，如果公司利润率超过 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，那必须证明公司的利润率跌到某比例（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下注美国经济继续上行，另一方面也是为了赢得美国政府和人民的信任。

它既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，相信监管机构为了取信于资本，愿意让伯克希尔获取合理回报。

芒格在 2008 年的维斯科金融公司股东大会上，这样谈及钱太多的苦恼，他说：

沃伦和我在整个投资生涯里一直讨厌铁路，资本密集型、强势的工会、严格的管制，在与用柴油发动机和免费公路武装起来的卡车运输竞争中不断衰退。铁路长期以来就是可怕的生意，对投资人来说就是一大堆虱子。可后来我们改变了主意。由于我们的钱实在太多了，所以我们买了卡夫食品这样的企业。我们现在只能接受较低的回报。

资产分为三大类：哪种值得投资？

巴菲特在 2011 年致股东信里，也明确表达了对此类投资的看法。他写道：

我自己最青睐的是投资于有生产力的资产，无论企业、农场还是房地产。最理想的投资资产应该是这样的，它只需要很少的资本投入，就可以保证在通胀期间维持其产出的购买力。农场、房地产、可口可乐、IBM 以及喜诗糖果这样的企业，都能满足这双重考验。其他公司，比如我们投的那些价格受管制的公共事业公司，不符合这两条标准。因为它们在通胀环境下需要大量资本。为了增加收益，股东必须增加投资才行。但即便如此，它们仍然会超越类现金资产和无生产力的资产。

这段话里提到“有生产力的资产、类现金资产和无生产力的资产”，是巴菲特投资体系里一个重要模型。

依赖这个模型，他可以迅速区分目标资产是否值得投资，需要考虑的重点是什么。

在巴菲特看来，投资是为了在未来更有能力消费而放弃今天的消费。因此实际购买力才是投资决策需要考虑的重点，而不是对应的货币数量。

最典型的例子就是一战后德国恶性通胀时期，如果 1918 年的 1 马克变成 1923 年的 1 亿马克，货币数量大幅增加，但作为投资等于亏损超过 85%。

包括银行存款、货币基金、债券在内的类现金资产，表面上看起来很安全，但事实上是一种极度危险的资产。因为它们是法币时代少数“购买力确定会不断减少”的资产。

投资者如果持有类现金资产，已经确定必输，差别只是输多与输少。从 1965 年巴菲特入主伯克希尔至今，即便是币值比较坚挺的美元，也已经贬值超过 87%。

除了类现金资产，还有一类资产也同样不适合持有——自身不产生任何现金流入，只是期望其他人未来会以更高的价格买走的资产，如黄金、艺术品、古董等。

巴菲特将它们称为“无生产力资产”。与之对应的，是自身能够产出现金流的有生产力的资产。

就在 2011 年致股东信里，巴菲特以黄金为例来阐述两种资产的区别。他说：

全球黄金储量共计约 17 万吨，如果熔化重铸可以做成一个边长 21 米的立方体。这个立方体被人们从地球某处挖出来，提炼熔化后，再挖个洞（指银行的地下金库）埋起来，然后派一堆人站在周围守着。它永远不会产出任何东西，大家买它只是期望未来会有更多人愿意出更高价格买它。这个立方体市价 9.6 万亿美元（2011 年金价 1750 美元/盎司），用这笔钱，投资者可以买下美国所有农田（4 亿英亩，年产值 2000 亿美元）和 16 家相当于埃克森美孚石油（全球利润最高的公司，年利润超过 400 亿美元）的公司，还能剩下 1 万亿美元左右的零花钱。4 亿英亩农田每年会生产出大量的玉米、小麦、棉花和其他作物，16 家埃克森美孚每年分红超千亿美元，它们将不断地增加拥有者的购买力。而哪怕是一个世纪后，17 万吨黄金还是冷冰冰的 17 万吨黄金，既不会膨胀，也不能创造任何产品。

事实上，我国股市里有很大一部分股票也属于此类。它们的共同特点就是资产本身不产生回报，或回报少得可怜。

你如果买了，唯一的期望就是未来有“接盘侠”愿意以更高的价格接手。

本质上，它们是披着各色外衣的庞氏骗局，依靠后来者的本金给前面的人兑现利润。

一旦“接盘侠”数量不足，价格就出现闪崩。这恐怕也是很多人认为炒股这件事“不正经”的原因吧！

对于巴菲特而言，中美洲能源和北方伯灵顿铁路这种公司，并不符合优质企业标准。

只是由于它们仍能提供超过类现金资产和无生产力资产的回报，而自己旗下源源不断的现金需要寻找出口，不得已做出这样的选择。

符合标准的优质企业往往不需要新增投资，比如喜诗糖果从来不需要总部再投入，只是不断地向总部输送现金。

无奈中退而求其次

再往后，巴菲特投资了大量航空及金融企业，背后原因同样是钱太多。

钱太多导致投资策略发生一种变化，即不需要再寻找优质企业，而是可以将潜在发展的行业全部或大部买下，只要确保最终赢家在买下的篮子里面即可。

比如芒格 2017 年在每日新闻集团股东大会上，就明确回答过伯克希尔为何大量投资航空公司，他说：

我对单独哪家航空公司没有了解，沃伦和我一样。我们只知道现在的航空公司比以前更集中了，而且航空公司是不可替代的。人们始终要坐飞机，好像没什么可以替代飞机。我们是打包一起买的，买的是整个行业，不是押注于某一家航空公司。手里钱这么多，必须找地方投资，找不到过去的好机会，就只能投当下能找到的相对好的机会。

巴菲特甚至还会特意选择某些本身有经营缺陷，如果不是因为钱太多，根本就不适合作为投资对象的企业，如 2003 年收购的全美第二大活动房屋制造商克莱顿房屋公司。

该公司的业务模式和银行发放房贷类似，只是资金来源是通过发行债券而非储户存款。

从市场借债然后发放房屋贷款，推动活动房屋销售，本质上是借入短期债务再以长期期限借出。

这种期限错配行为，本来是金融界众所周知的高风险行为，所以企业的估值会被打很大折扣。

然而，当它和长期保有大量资金，找不到投资目标的伯克希尔结合时，短处反而变成了优势。

克莱顿不用向市场借款了，直接从伯克希尔总部借入即可，而且不需要担心中途被抽离资金。

伯克希尔则一方面为过剩资金获取略高于无风险收益率的利息收入；另一方面通过确保子公司资金来源，扩大其在行业内的竞争优势。

人怕出名猪怕壮

回报率降低的另一个原因，是伯克希尔的投资方式受到了法规限制。

2000 年 2 月，美国证监会经过认真权衡，拒绝了伯克希尔申请对投资目标的名称、数量和价格保密的要求。

伯克希尔以后必须和其他普通投资机构一样，按照信息披露规则如实、及时地披露相关交易，不能以减少对市场冲击或其他理由继续享受特权。

巴菲特再也无法像过去一样，长期、秘密、低价买入足够数量的股票。

他的买入对象被迫只能限于市值巨大、日成交量活跃的企业。只有它们，才能让巴菲特抢在需要披露前，买到足够数量且不会引起市价大幅上涨。

否则一旦伯克希尔披露信息，就很难有机会以满意的价格继续买入了。

对此，巴菲特不得不选择两条路，一是将更多投资资金分配给旗下经理人管控，如辛普森、泰德和托德；

二是转向整体收购，一次性买下目标公司 80%以上股份或者全部股份。

如果是上市公司，就较市价溢价一定比例公开收购；如果是非上市公司，就与控股人达成合理的整体收购协议。

中美洲能源、以色列伊斯卡工具、马尔蒙集团、北方伯灵顿铁路、化工巨头路博润、全球顶级航空零部件供应商精密铸件、卡夫亨氏食品集团，等等，这些单笔成交少则数十亿美元，多则数百亿美元的收购，都是这种策略转变的代表作。

即便如此，仍然无法消化伯克希尔账面越来越多的现金。

伯克希尔旗下的保险公司和大量的控股子公司，都是一台台印钞机，日夜不停地创造并向总部输送现金。芒格说这是伯克希尔幸福的烦恼。

2019 年三季度末，巴菲特已经手持 1280 亿美元的类现金资产，找不到合适的投资方向。

相比其他投资者而言，巴菲特的痛苦之处在于，过大的资金规模，连指数基金都无法成为合适的投资对象。自己的买入或者卖出本身就会造成指数的飙升和暴跌。

有复制价值的投资正道

通过以上回顾可以看出，伯克希尔 2000 年后的投资案例对绝大部分投资者而言，几乎没有观摩和学习价值。

绝大部分投资者既没有钱太多的烦恼，也没有不能秘密买入的痛点。

或许苹果是唯一的例外，它既有巨大的市值和交易量，同时还具备高黏性的产品和提价能力，以及良好的资产结构和优秀的管理层，与上半场的被投资企业惊人地相似。

由此，我们一路看下来，大师们演示给我们的有复制价值的投资正道可能就四条：

①低费率指数基金模式，以先锋 SP500 指数基金为代表；

②确定机会的套利，以格雷厄姆、巴菲特及索普等人为代表；

③一揽子烟蒂模式，以施洛斯为代表；

④陪伴优质企业成长模式，以 1972—1999 年的巴菲特为代表。

低费率指数基金模式，无须能力圈。牢记长期投资低费率宽基指数就够了，如国内的沪深 300 指数基金。

或许资金量较大时，可以考虑适当分散到不同国家或地区的其他宽基指数上。

确定的套利机会，几乎所有的投资大师都会参与。最有代表性的就是格雷厄姆、巴菲特及索普等人。

烟蒂模式分为两种，一种以巴菲特合伙基金时期的桑伯恩、邓普斯特、伯克希尔等为代表的，低估买入，不涨就买成控股，然后入主董事会推动价值实现模式。

但随着时代进步，目前法律环境发生了一些变化，股东意图通过清算和裁员拿走企业资产越来越困难。

芒格将目前清算和裁员，需要按照法律给出的额外补偿，称为“隐藏的裁员负债”。

这种并没有记录在资产负债表上的负债，很可能会榨干账面记录的营运资产，让看上去是烟蒂的企业，实际是价值陷阱。

因此，真正可以复制这种手法的机会，现在已经大大减少了。加上对资金和商业能力要求比较高，对于绝大多数人来说，学习困难很大。

比较容易学习的，是以施洛斯为代表的分散持有一揽子烟蒂，被动等待价值回归的模式。

它对个人能力要求不高，有耐心，愿意做大量琐碎的财务数据统计和计算就足够了。

要点是牢记格雷厄姆的教诲：“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还能免费地吸一口就好。”

陪伴优质企业成长模式也分为两种，学习 2000 年之后的巴菲特是误区。真正值得我们学习的是 1972—1999 年的巴菲特。

相比而言，它对商业理解能力要求最高，是难度最大的一条投资道路，但也是最有乐趣、最有成就感、最可能获得超额回报的一条路。

走这条路的投资者，不仅可能享受到赚钱的乐趣，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，能够和不同行业的人士深入地聊下去。

更关键的是，学无止境，这条路上的投资人的生活永远是充实和满足的。

走哪条路，由性格和价值观决定，任何人都无法替你做出决定。

但可以肯定地说，这四条路都是投资正道，选好一条并坚定不移走下去，必富无疑！

第812篇.　　2020.07.25 - 第四十二回 农地案例投资真谛 别瞅傻子坚持瞅地

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-07-25

纸质版《巴芒演义》请点击：当当下单　京东下单

音频版请到喜马拉雅搜索《巴芒演义》

巴菲特最终从烟蒂股模式转型为陪伴优质企业成长模式。本质上讲，后者其实更符合老师格雷厄姆所传授的核心概念：股票不是一个交易筹码，它是企业所有权的凭证。

它甚至可以说是老师理念的升华，因为这种模式甚至已经不再需要依赖股市是否开市，不再需要依赖“接盘侠”是否出现，完完全全地将关注点放在了企业上。

同时，这种模式既有足够的资金容量，又能够让自己始终和优秀的人一起跳着踢踏舞走完人生。

这正是巴菲特所梦想的生活。老唐完全认同这种看法，所以我选的也是这条路。

在本书即将结束的时刻，让我们通过巴菲特分享的一个超简单实例，汇总一下陪伴优质企业成长模式的几个要点。

巴菲特在 2013 年致股东信里，举过一个自己买农地的真实案例。这个简短的例子里，几乎包含了投资的一切要素。

老唐认为，思考透彻这个例子，就基本掌握了巴菲特投资体系的精髓。

农地投资案

例子大约是这样的：1986 年，巴菲特花 28 万美元买下一块 400 英亩的农地。

巴菲特自己对农业一窍不通，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，年净收益率约有 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。

可以肯定的是，未来一定会遇到糟糕的年份，农作物的价格或者产量都可能偶尔令我失望，

但那又怎样呢？一样会遇到一些好得异常的年份，并且我又不用迫于压力出售农地。

现在，28 年过去了，农地年利润翻了 3 倍，农地价格是我当初买价的 5 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。

这个简单的例子里，包含了如何估值，如何面对市场波动，如何看待宏观，如何看待增长等投资体系核心要素。

估值就是比较

巴菲特买入时关注的是农地产出，这块地每年的净回报至少有 10%，比拿着一笔“钱”享受约 3%~4% 的回报高，所以选择买地，这就是估值。

估值就是在可选投资对象之间，比较真实回报率的大小，就像在两个苹果之间选择明显较大的那个一样，与此时农地价格究竟是不是底部无关。

投资和估值，不是要在某投资对象上赚一倍或赚十倍的思考方式，而是一个永续的思维模式：永远只在两个可以理解的投资对象之间，选择产出更高的那个。

它是比较，是选择，不是精确计算。农地产出高，选择让财富以农地的形态存在。反之，如果农地产出还不如类现金资产高，那就让财富以类现金资产的形态存在。

永远比较，永远选择，永远让财富以收益率更高的资产形态存在。

至于回报更高的资产，市值提升得更快，最终导致投资者市值高增长，那只是由于资本在逐利天性推动下，同样也在追逐盈利能力更强的资产，最终导致资产市价被推高的被动结果。

这就是巴菲特反复强调过的真经，他说，“我从 11 岁开始就在做资金分配这个工作，直到现在从未改变”。

宏观预测是废纸

对巴菲特而言，他买入农地时完全不考虑宏观经济或天气变化这些不可预测因素。

是的，未来一定会遇到糟糕的年份，农作物的价格或者产量都可能偶尔令人失望，但那又怎样呢？一样会遇到一些好得异常的年份。

从长期视角看，这些糟糕的年份和好得异常的年份可以视为相互对冲，直接忽略。

在我们的投资里也一样，宏观因素确实会在短期带来明显的市场波动。

但对投资者而言，面对这个事实，究竟是选择将投资周期拉长，让宏观因素相互对冲？还是通过掌握周期，利用它的影响获利呢？

前者，已经有无数成功的投资大师走通。而后者，宏观经济学的创立者凯恩斯本人的受挫经历，以及长期资本两位诺贝尔经济学奖得主的实证，难道还不足以提醒我们吗？

巴菲特说：“我不看宏观经济预测。所有宏观经济预测类的文章，对我而言是废纸。”（《商业周刊》1999 年 7 月 5 日）

芒格说：“我从来没有通过预测宏观经济的变化而赚到过一分钱。”（《穷查理宝典》第四章第七讲）

巴菲特说：“对于一般投资人和商业人士迷信的政治经济分析预测，我们继续保持视而不见的态度。30 年来，没有人预测到越战继续扩大、工资与价格管制、两次石油危机、总统辞职、苏联解体、道琼斯指数一天之内大跌 508 点或者是国债利率在 2.8%和 17.4%之间巨幅波动。”（1994 年度伯克希尔致股东信）

巴菲特说：“对于买进股份我们注意的只是价格而非时间。我们认为,因为忧虑短期不可控的经济或股市变量，放弃买进一家长期前景可预期的好公司，是一件很愚蠢的事。为什么仅仅因为短期不可知的猜测，就放弃一个很明显的投资决策呢？”（1994 年度伯克希尔致股东信）

巴菲特说：“大约在 1890 年，可口可乐整个公司以 2000 美元出售。今天它的市值是 500 多亿美元。如果有人对 1890 年的买主提醒，‘我们将要面临两次世界大战；1907 年会有大恐慌；1929 年股市会崩溃……这些事情都将发生，还是等一等吧’！等待是个错误，代价太昂贵了，谁都承受不起。”（1994 年度伯克希尔股东大会问答）

增长因素

在农地案例里，巴菲特预测农地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。

这两个预测都不需要什么高深的知识，只是对技术进步的信心和对法币时代必然通胀的理解。

巴菲特没有明确表达的，还有一个增长因素，那就是每年的收成还可以用于再投资。

他在 1999 年太阳谷峰会上，除了调侃唐·基奥夫妇忙着制造克拉克·基奥，还推荐了一本书，1924 年出版的《用普通股进行长期投资》，作者是埃德加·史密斯。

巴菲特说：“史密斯用这本书证明了股票收益总是高于债券。他发现了五个原因，其中最新颖的一个原因是，公司可以保留盈利的一部分，然后用同样的回报率进行再投资。这就是利润再投资——1924 年的创新理念。”

是的，农地本身的产出不依赖新增额外的资本，意味着每年约 10%的产出可以做利润再投资，这是农地 10%回报中潜藏的增长因素。

巴菲特这样描述这类生意：“它给我们贡献很多资金，我们可以用这些资金去买别的生意。因此即使它本身没有增长，但我们可利用的资本在增长。这种情况，要比某些需要大量资金投入才能增长，却不能给我们提供高回报的企业的投资更为有利。”

别瞅傻子，瞅地！

因此，农地投资真正值得关心的事情就两件，其一是农地产出是否持续令人满意；其二是用农地产出再投资，比如购买新的农地时，有没有买贵。

这和其他股票投资所要关心的事情是一样的：第一，企业经营收益是否持续令人满意；第二，企业留存利润再投资的预计回报率如何。

这一切，均只需要研究农地或企业，完全不需要去猜测农地或企业的交易者之间如何上蹿下跳地报价。

在农地交易市场，很少有 28 万美元买下一块农地，很快就有人出价 128 万美元的事儿。毕竟买地时大家都不傻，知道考虑产出性价比。

但股票市场有个巨大的优势：有傻子。傻子们亢奋了，真拿出 128 万美元甚至更多钱，要买你那块地。

这时你发现 128 万美元存银行可以得到 128×4%=5.12 万美元，远高于每年 2.8 万美元的农地净收入，好像挺划算的，可以考虑是否要将农地卖给傻子了。

这就是面对市场高估后的处理，正如格雷厄姆所说，“对投资者有用的是市场先生的口袋，而不是脑袋”。

在大多数时候，傻子们或许还不够亢奋，比如最多只肯出价 70 万美元。70 万美元存银行（假设你只有这个次优选择），只能拿 70×4%=2.8 万美元，和农地年回报一样，没有便宜占。

那怎么办呢？很简单，不搭理不够亢奋的傻子，让他哪儿凉快去哪儿待着！这并不耽误你继续从农地获得收入。

这就是市价处于合理区间的处理方法。衡量是否合理，是对比两种资产的产出能力，而不是用农地的买入成本和傻子的出价对比。

有时候，傻子可能莫名其妙地惊恐，他们之间开始以 14 万美元，甚至 7 万美元的价格，交易同样品质和大小的地块。

这并不意味着巴菲特就亏损了，他确实没有预测到傻子能傻成这样，没有拿着 28 万美元继续等待。

这非常正常，就像他没有能力算出彩票开奖号码一样。

只要不是借钱买入，没有债权人要求按照傻子间的成交价，比如 14 万或 7 万美元追加保证金，巴菲特“不用迫于压力出售农地”。此时耳边的 14 万或者 7 万美元，丝毫不影响农地的产出。

甚至于巴菲特还可能用农地产出换来的钱，去和傻子交易，再买一块年收益 20%甚至 40%的农地。

此时傻子们之间的交易价格越低，巴菲特的收益会越高。

所以，从买下农地的那一瞬间开始，巴菲特就只面临两种选择：

A 是持有农地，获取高于持有“钱”的收益，赚；

B 是傻子出价实在太高，将农地卖给傻子，然后获取比持有农地更高的无风险收益，更赚。

这就是巴菲特所说的投资两大原则：第一绝不亏损，第二不要忘了第一条。

做好投资，并不需要次次正确

投资者真的只有赚和更赚两种情况吗？其实也没那么容易，至少还可能遇到：

①买进农地时计算失误，后来农地产出没有估计的高；

②买的时候好好的，买进之后，农地盐碱化了，产出大幅下降。

这时候怎么办呢？凉拌！“股神”也不能保证百发百中，一样有错的时候。

比如 2018 年给伯克希尔造成有史以来最大季度亏损、迄今尚未出现转机的卡夫亨氏。

比如 2012 年投资英国零售巨头特易购（Tesco）亏损 4.44 亿美元。

比如 2008 年 24.4 亿美元买入爱尔兰银行的股票，当年亏损 89%斩仓。

比如 2007—2008 年初巴菲特错判油价方向，投入 70 亿美元买入康菲石油公司股票，造成几十亿美元损失。

有趣的是，更广为人知的是巴菲特买入中国石油净赚 23 亿美元的成功案例，其实两者都建立在看好油价的基础上，差别或许只是运气。

比如 1993 年发行 25203 股伯克希尔 A 股（2019 年底市值超过 85 亿美元）换购德克斯特鞋业公司。

起初夸“德克斯特是我和查理职业生涯里见过的最好的公司之一”，收购后德克斯特业绩持续稳定地下滑，然后不断亏损，直至一文不值。

……

但是，上面的失败案例，加上之前谈过的伯克希尔、通用再保、可口可乐等案例的误判，恰恰证明：获取令人满意的良好回报，并不需要每次都正确！

正如彼得·林奇在他的《彼得·林奇的成功投资》一书里所说的：“只要有 60%的股票表现和预期的一样，就足以在华尔街创造一个骄人的投资业绩纪录了。”

投资者只要抛开猜对傻子想法的幻想，坚持每次决策都对农地品质及农地产出有深入研究和回报测算，通过不断地学习和修正，让判断失误越来越少，让单次错误造成的损失越来越小，就足够了。

剩下的，相信组合和复利的威力就好。

所谓组合和复利的威力，指组合和复利规律可以放大正确的影响力，同时缩减错误的杀伤力。

举个简化例子，如果初始资金 100 万元，投资两家公司各 50 万元。假设判断一对一错，未来 10 年其中一家公司的净利润每年增长 20%，另一家则每年下跌 20%（或不是单家公司，而是接力的选择始终一对一错，对的增长 20%，错的下跌 20%）。

假设一头一尾市盈率不变，10 年后账户是什么状况呢？

直觉似乎相互抵消了，但事实出乎你的意料：账户总值 315 万元，年化收益率 12.2%。其中对的从 50 万元变成超过 309 万元，错的从 50 万元跌成不足 6 万元。

如果其他条件不变，将时间拉长为 20 年，那么，账户终值会超过 1917 万元，年化收益率 15.9%。这就是组合和复利的威力！

简化例子中假设的是对错概率各 50%，它已经足以让投资者获得满意的，甚至是媲美世界级投资大师的回报。

而投资者要做的、也可以做到的，是通过持续学习和研究，努力让自己的判断正确率高于 50%，让组合和复利规律，在超过 50%正确率的前提下释放更大威力。

不断重复，从成功走向更大的成功。

就这么简单！

说穿了，投资的真谛就六个字：别瞅傻子，瞅地！

（全书完）

灯塔

举个简化例子，如果初始资金 100 万元，投资两家公司各 50 万元。假设判断一对一错，未来 10 年其中一家公司的净利润每年增长 20%，另一家则每年下跌 20%（或不是单家公司，而是接力的选择始终一对一错，对的增长 20%，错的下跌 20%）。 这个例子有问题，因为这假定了你分配越来越多的资金再投资正确的公司上。如果每年投资均匀地分配在在两个公司上，你的投资收益是零。

作者

那是自然。按照你的假设，相当于自第一年后，每年都做一个完全错误的决策，十年里 90%决策都是错误的，20 年里 95%决策都是错误的，你亏钱不是天经地义的咩。

第813篇.　　2020.07.25 - 模拟访谈唐朝《巴芒演义》--by@连休一周

唐书房　2020-07-25

以下文章来源于连休一周　，作者唐朝 连休一周

连休一周

对商业和生活智慧充满兴趣。人生才刚开始，不要急，不要等。Gradually, then Suddenly.

因为对商业充满兴趣，读完唐朝老师的《手把手教你读财报 1》，又陆续读完《价值投资实战手册》和《巴芒演义·可复制的价值投资》，内容都极其优质，感谢唐朝老师对投资世界的贡献。

唐老师公开的投资成绩，自 2014 年公开实盘至 2020 年 7 月 11 日，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，36%（均不含新股收益）。若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 618。以 6.53 年折算，年化收益率约 32.2%。

了解投资的人应该比较清楚，32.2%的年化收益很厉害。稍微对比一下：

1、巴菲特：从 1965 年-2019 年，共计 55 年持股股东年化回报率 20.3%；

2、国内公募基金：根据公众号投资人记事的小雅统计，若以超过 10 年来观察，管理单一主动股票类公募基金超过 10 年的基金经理，目前国内仅 12 位，年化收益超过 10%的仅 6 位。这 6 位中，管理时间最长、年化收益率最高的是 20.29%，另 5 位的年化收益均在 10%至 11%之间。

唐老师常提的几句话也深得我心：自然从不飞跃。日拱一卒，不期而至。财富是思考的副产品。多看一二。真知，行不难。别瞅傻子，瞅地。

这篇笔记希望通过模拟访谈的形式，呈现本书对我个人来说比较重要的投资知识原文片段。全文共分 4 个模块：

- 《巴芒演义》的价值

- 财富讲台传教者：巴菲特
- 完美人生诠释者：芒格
- 投资体系核心要素

注意：这不是真实访谈，提问完全是虚构的，除了 Q1 的回答引用自唐朝老师文章，其他回答全部来自唐朝老师新书《巴芒演义》原文。

本文只挑选了书中部分内容，强烈建议买书阅读，感受和学习关于“价值投资的百年历史、股神精心编织的大网、投资大师们的精彩人生、成功投资的康庄大道”。

一、《巴芒演义》的价值

Q1：唐老师，您怎么评价这本《巴芒演义》？

唐朝：她是我最得意的作品，算是老唐迄今为止对投资世界做的最大贡献吧，其价值超过《手把手教你读财报》1、2+《价值投资实战手册》的总和。

她是老唐二十多年阅读和实战的精华积累，是一本能带给你巨大冲击和前所未有的阅读体验的书，是一本用章回小说外壳包裹着的、严肃正统的投资理念及实战书籍。购买和阅读她，很可能是你人生最超值的一笔投资。

其中部分原创性的思想和解读，是整个中文世界，甚至是西方世界里都没有的。我相信她会改变很多人的命运，其价值会在未来得到肯定的，甚至不排除被翻译成其他语种传播到其他国家和地区去。

老唐吹这牛，真是为了帮人——但凡拿到这本书、读过这本书的朋友应该都会有此感受。

Q2：这本书会给投资者带来具体哪些价值？

唐朝：价值投资者群体内部，在一些相当重要的投资原则上经常会出现严重的分歧和争论，如烟蒂还是成长，集中还是分散，个股还是指数，借助杠杆还是拒绝杠杆，永远不卖还是高估出手，赌宏观国运还是看微观企业，等等。

这本书主要有三重价值：

第一重价值：让读者不再孤立、呆板地背诵大师语录，而是能够按照自身实际情况和现实环境，选择最适合自己的投资模式并明白背后的原因。

第二重价值：即使读过《巴芒演义》，你可能还是成不了巴菲特，但成为更好的自己、更富裕的自己，却是非常有可能的事情。

第三重价值：是她的易读性和趣味性。《巴芒演义》或许能协助你在轻松愉悦的阅读体验中，完成自身投资体系的建设。

二、财富讲台传教者：巴菲特

Q3：如何用一句话定义巴菲特的投资思路？

唐朝：巴菲特一生的事业，如果要完整表述，应该是：找到利息低廉的长期资金，然后将其配置在能够产生现金流的高回报企业上。

几十年后，睿智的查理·芒格确实也这样概括了伯克希尔的生意模式：“我们就像刺猬，只会一招，就是寻找成本低于 3%的浮存金，然后把它投向能产生 13%回报的企业。”

Q4：为什么年轻时的巴菲特，非常烦躁地认为自己“可能找不到一种符合逻辑的处理庞大金钱的方式”？

唐朝：巴菲特只是彻底理解了投资的底层逻辑，知道复利规律必将带来的财富规模。每个彻底明白什么是投资的人，都必将面临这种幸福的烦恼，只是还需要在享受生活和享受投资中，慢慢等待它的来临。

Q5：巴菲特最初的投资风格偏向于导师格雷厄姆，格老对投资世界的最大贡献是什么？

唐朝：格雷厄姆让“炒股”从一件原本只是凭感觉、赌运气、靠内幕的击鼓传花游戏，变成具有逻辑支撑、可以计算的科学。格雷厄姆也由此当之无愧地成为“证券分析业教父”“华尔街教父”。

在格雷厄姆看来，“股票作为一个整体，具有明显的向上动力，或者说它们的长期趋势是看涨的”。

这很容易理解，正如种子在土地、阳光和水分的滋养下，会“无中生有”带来更多粮食一样，一个正常社会，因为人的努力、分工的细化、贸易规模的扩大、科技的发展、劳动生产率的提高、人类需求的不断增长以及法币时代必然的通胀属性，等等，都会推动经济自然增长。

在这个增长中，企业作为创造财富的主要载体，必然长期看涨。

23 岁的格雷厄姆心中已经诞生了未来价值投资体系里最重要的两个认知：①市场大部分时间是对的，但也偶尔会犯错；②价格是由价值决定的，而不是反过来。

Q6：“烟蒂股”投资具体指的是什么？

唐朝：所谓烟蒂股投资，简单理解就是永远只买股价低于净有形资产三分之二的公司股票，甚至只买股价低于净营运资产三分之二的股票。其中：

净有形资产=总资产-总负债-无形资产-商誉；

净营运资产=总资产-总负债-无形资产-商誉-固定资产。

格雷厄姆其实传授了两套烟蒂股操作模式，这两套模式后来被巴菲特分别命名为：①低估类投资；②控制类投资。

所谓低估类投资，就是分散投资多只符合格雷厄姆要求的烟蒂股，待其上涨后卖出获利，不断重复。

而控制类投资，则是买入烟蒂股后，如果不涨，就持续买入，直到达到可以进入董事会甚至可以控股的比例，然后利用董事权力或控股地位，推动公司实现价值，获利退出。

Q7：巴菲特后来切换了投资风格，“烟蒂股”让巴菲特意识到了什么问题？

唐朝：巴菲特曾说--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优质企业。

相信我，时间是好公司的朋友，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。

巴菲特最终从烟蒂股模式转型为陪伴优质企业成长模式。本质上讲，后者其实更符合老师格雷厄姆所传授的核心概念：股票不是一个交易筹码，他是企业所有权的凭证。

它甚至可以说是老师理念的升华，因为这种模式甚至已经不再需要依赖股市是否开始，不再需要依赖接盘侠是否出现，完完全全地将关注点放在了企业上。

同时，这种模式既有足够的资金容量，又能够让自己始终和优秀的人一起跳着踢踏舞走完人生。这正是巴菲特所梦想的生活，老唐完全认同这种看法，所以我选的也是这条路。

Q8：无论哪种投资风格都有风险，巴菲特是怎么看待风险的？

唐朝：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的核心。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）

按照巴菲特和芒格的风险观，一项投资的回报，来源于你预计持有的时间段收到的红利，和最终以保守估计的合理市盈率出售股票所得。它是否有风险，取决于这个回报水平是否明显超过无风险利率与通货膨胀之和。

因此，投资的风险大小与两个因素直接相关：一是预计持有时间的长短，二是对公司盈利及分红估算与最终实际情况的接近程度。

预计持有时间短的，红利因素几乎可以忽略，回报主要来源于出售股票所得。在预计较短的持有时间，股价是否会达到保守估计的合理市盈率位置，完全是随机因素，无法分析和掌控。

而预计持有时间较长的，考虑到贪婪和恐惧交替出现的不变人性，考虑到资本的逐利天性，股价到达“保守估计的合理市盈率位置”的概率，伴随持有时间的延长而增加。长到一定时间，概率是 100%。

Q9：杆杠和做空的持有时间一般相对较短，它们能长期带来不错的收益吗？

唐朝：投资领域两个最应该被记住的教训——远离杠杆，不要做空——价值连城的八个字。在股市里生存，永远需要记住“市场先生是疯的，它的出价只能利用，无法预测”。

在低点如此，低估之后照样可能暴跌；在高点也如此，高估之后照样可能暴涨。只要使用杠杆，就相当于将命运交给了市场上最疯和最蠢的人。

巴菲特曾在 1980 年股东大会上，阐述过自己的体会：

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，继续涨到高估 100 倍，不管最终结局如何，在高估 10 倍时做空它，你只能把肠子悔青。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。

本杰明·格雷厄姆的做空也不成功。他的配对交易成功率很高，不过，屈指可数的几笔失败，让他损失惨重。

我也有惨痛的回忆。在 1954 年，我做空一只股票。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 周内的走势判断错得不能再错。这 10 周是我卖空的时间段，结果我的净值惨遭蒸发。

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。

Q10：人们常说的周期对投资结果有什么影响吗？

唐朝：宏观经济学鼻祖凯恩斯回顾了自己基于宏观经济的投机活动，发现自己娴熟的信贷周期投资理

论对自己的投资似乎没有起到什么作用，

他说，我们无法证明在不同经济周期，借助市场的系统波动买卖股票可以获得盈利。1936 年，凯恩斯在《通论》序言里写下一句，后来经常被巴菲特引用的名言：“困难不在于想出新主意，而在于摆脱旧观念。”

Q11：经常看到网上说巴菲特推荐普通投资者购买指数基金？

唐朝：在 1998 年前，巴菲特曾经在两年的致股东信里谈论指数基金，这两次表述经常被指数基金拥趸断章取义地引用。

但这两年，巴菲特表达的真正意思其实是：“指数基金不错，但自己如果有基本的投资能力，就没必要去搞指数基金。”

Q12：巴菲特积累的巨额财富大部分承诺捐出，那积累的财富对他自己有什么价值？

唐朝：巴菲特是个超级专注的人，他对投资的热爱和投入，几乎无人能够相提并论，包括芒格。

巴菲特本人的消费，简直可以评价成“只为活着”，他投入一生精力创造的巨额财富，本质上就一个价值，芒格这样形容它：“财富是个讲坛，财富值数字越大，代表讲坛越高，来听讲的人也就越多。”

“沃伦不打算花钱，他的钱最终统统要回馈社会。金钱对他而言只是一个讲坛，巨大的数字只是为了吸引人们来聆听他的教诲”。

也就是说，财富对巴菲特的价值，是满足了巴菲特向更多人传教的欲望。

三、完美人生诠释者：芒格

Q13：为什么说芒格是完美人生的诠释者？

唐朝：芒格相当低调，不喜欢暴露自己和家庭的情况。芒格的成就远比我们想象中的大，无论从财富、事业还是家庭角度，芒格都算是完美楷模。

芒格以交游广泛而闻名，他除了是伯克希尔副董事长以外，还是加利福尼亚州报业集团“每日新闻集团”的董事长，以及号称“小伯克希尔”的维斯科金融公司董事长。

按照全球知名仓储式连锁零售公司好市多的 CEO 詹姆斯·辛尼格的说法，“查理认识谁都不值得大惊小怪”。

芒格的身家估计约 70 亿美元——包含已经移交给孩子们的。芒格很早就将大量财产陆续移交给孩子们，让他们有能力在年轻的时候，就站在更高的起点去做自己喜欢的事。

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、尽快下决定、尽可能体面地做事，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。

70 亿美元的财富值不足巴菲特的一成。之所以如此，一方面是因为芒格 35 岁才从零开始；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。

芒格兴趣广泛，按照比尔·盖茨的说法，“查理·芒格是我遇到过的最渊博的思想家。从经商原则到经济规律，从学生宿舍的设计到游艇的设计，他都没有对手”。

正因为兴趣广泛，所以芒格有钱后经常卖出伯克希尔股票去做些自己喜欢的事情，他可不想以精明而可悲的财富积累专家而闻名！

在芒格心中，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。

Q14：芒格给巴菲特带来了什么样的影响和帮助？

唐朝：巴菲特说“查理用思想的力量拓展了我的视野，在他的帮助下我以不可思议的速度从猿变成了人。如果不是他，我会比今天穷得多。……我对他的感激无以言表”。

这里的“从猿到人”指的是在芒格的推动下，巴菲特从格雷厄姆传授的“关注企业现有资产清算价值”的投资体系，转化为“关注企业未来自由现金创造能力”的投资体系。

按照芒格的谦辞，自己的作用被巴菲特夸大了，即便没有自己，巴菲特最终也会走上这条路的。

但投资有个重要规律：金钱有时间价值。早一天转变就有早一天的价值，这个价值差异在长期复利规律下，会庞大得惊人。

芒格是最早、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，我会比现在穷得多”也是正确的。

芒格对巴菲特投资思想潜移默化的改造，以及高质量朋友圈提供的人脉资源与投资对象，一起提升着芒格在巴菲特心中的地位。

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不可或缺的重要力量。

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，而且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，是我完美的合伙人。”

芒格在巴菲特的决策过程中，实际担任着发现风险和帮助巴菲特解决犹豫点的角色。

正如盖可保险 CEO 路易斯·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。查理没有思维定式，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。”

Q15：芒格的“关注企业未来自由现金创造能力”这种投资理念是怎么形成的？

唐朝：丰富的阅历带来看问题不同的视角。芒格刚接触投资时，投资体系实际上是受巴菲特影响，走的也是格雷厄姆烟蒂路线。

但是，格雷厄姆和巴菲特是从学校毕业就直接进入投资行业，而芒格在接触投资行业前已经有过丰富的商业经验，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）……通过这些生意，芒格已经亲手赚到过高达 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，非常容易就能发现：

①有些生意天然就更容易赚到钱。比如印刷厂就很难提价，因为报纸立刻就能将业务交给其他工厂印刷。而报纸提高广告价格，广告主却很难抗拒。

②同样的生意，由不同的人管理可能产生巨大差异。比如同样的地块，原来的业主拿着只能是巨亏，而芒格买下来却有办法让它变成暴利项目。

这些生意的特质和人的因素，恰恰是格雷厄姆所忽略的。甚至格雷厄姆还特意叮嘱弟子们不要去关心

这些区别，盯住财报数据就够了。

除了商业经验，芒格及其父亲的律师生涯，也让他轻而易举地发现：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，会让他们有意无意地就避开潜在的麻烦。

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里，天然就隐藏着滋生麻烦的种子。

以烟蒂股思想挖掘到的便宜股票，绝大部分也是遇到这样或那样麻烦的企业，否则也不会便宜到清算价以下。它们就像生活中麻烦不断的人，往往因为公司文化和生意特质，注定解决一个麻烦，后面可能跟着一串麻烦。

在芒格看来，烟蒂投资就仿佛不断寻找一些烂人，和他们做完一次生意就绝交，再重新寻找下一拨烂人，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保持高度警惕（永远不要低估烂人的下限），而且由于对于烂企业需要在价值回归后及时出手，对时机的把握和新信息的关注度要求很高。

一旦资金量变大后，必然面临心力交瘁的困境，活得非常累。

买下那些由优秀的人掌控的优秀企业则不同。优秀企业和优秀的人一样，因为优秀所以更优秀，反而经常挑战成就的上限。

投资者买下优秀企业后，往往并不需要再做什么，只要坐着享受优秀者努力的成果就好。

同时，还可能不断接触优秀的人身边那些同样优秀的人和企业，毕竟“物以类聚、人以群分”。

芒格说：好企业和差企业的区别在于，在好企业里，你会做出一个接一个的轻松决定，而差企业的决定常常是在不同的痛苦之间做选择。

好人、好企业不断用自身努力制造惊喜，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，因为任何具备基本商业常识的人都不难理解：忽略公司生意特质，直接看财报数据，相当于将煤油灯、传呼机生产企业 100 元账面资产，等价于茅台酒、中华烟生产企业 100 元账面资产，这绝对是荒谬的。

Q16：芒格的投资理念是来源于成长股投资之父菲利普·费雪吗？费雪的投资理念主要包含哪些内容？

唐朝：芒格灌输给巴菲特的思想，基本和费雪体系类似，但主要是芒格自己思考出来的。芒格说：“在我第一次听说费雪时，我的投资风格就已经和他很接近了。”不过芒格也坦言，有费雪这位知名投资家背书，加强了自己质疑格雷厄姆体系的信心。

在这几十年里，从斯坦福大学商学院里走出无数的投资精英，他们的学习教材里无一例外都有一本《普通股和不普通的利润》。在这本书里，费雪提出了选择成长股的 15 个原则，以及一个伟大的思想，“如果买入了正确的企业，卖出就变得不那么重要了”。

书里提出的很多投资理念，直到今天依然闪烁着灼灼光芒。譬如：

- 重视公司的产业前景、业务、管理及盈利增长能力。
- 把公司的管理层必须诚实且具备充分的才能作为选股的前提。
- 通过竞争对手去了解目标企业的优劣势。
- 区分企业成长究竟因为幸运，还是因为能力。

- 永远只用闲钱投资，这样才有能力长期持有优秀企业。
- 买入股票是因为公司优秀而不是因为股票便宜。
- 对于优秀的企业过于关注股利是不必要的。
- 企业利润率高于次优对手两三个百分点就是好的投资对象，过高的利润率里往往隐藏着风险。
- 关注一家企业的超额利润究竟来源于哪些竞争对手无法模仿的做法。
- 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。
- 真正优秀的企业数量极少，发现后要长期持有，仅仅因为盈利一定幅度就卖出是愚蠢的。
- 持股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，等等。

四、投资体系核心要素

Q17：唐老师书名是《巴芒演义·可复制的价值投资》，那适合投资者的可复制的道路是什么？

唐朝：我们一路看下来，大师们演示给我们的有复制价值的投资正道，可能就四条：

1、低费率指数基金模式；

2、确定机会的套利；

3、一揽子烟蒂模式；

4、陪伴优质企业成长模式。

低费率指数基金模式，无需能力圈。牢记长期投资低费率宽基指数就够了，如国内的沪深 300 指数基金。或者资金量较大时，可以考虑适当分散到不同国家或地区的其他宽基指数上。

确定的套利机会，几乎所有的投资大师都会参与。

烟蒂股控制类投资对于绝大多数人来说，学习困难很大，烟蒂股低估类投资对个人能力要求不高，有耐心，愿意做大量琐碎的财务数据统计和计算就足够了。

陪伴优质企业成长模式也分为两种，学习 2000 年之后的巴菲特是误区。真正值得我们学习的是 1972—1999 年的巴菲特，相比而言，它对商业理解能力要求最高，是难度最大的一条投资道路，但也是最有乐趣、最有成就感、最可能获得超额回报的一条路。

走这条路的投资者不仅可能享受到赚钱的乐趣，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，能够和不同行业的人士深入的聊下去，更关键的是，学无止境，这条路上的投资人的生活永远是充实和满足的。

走哪条路，由性格和价值观决定，任何人都无法替你做出决定。但可以肯定的说，这四条路都是投资正道，选好一条并坚定不移走下去，必富无疑。

Q18：具体到资产种类的话，哪些值得投资？

唐朝：有生产力资产、类现金资产和无生产力资产，是巴菲特投资体系里一个重要模型，依赖这个模型，他可以迅速区分目标资产是否值得投资，需要考虑的重点是什么。

在巴菲特看来，投资是为了在未来更有能力消费而放弃今天的消费。因此实际购买力才是投资决策需要考虑的重点，而不是对应货币数量。

包括银行存款、货币基金、债券在内的类现金资产，表面上看起来都很安全，但事实上是一种极度危险的资产，因为他们是法币时代少数“购买力确定会不断减少”的资产，投资者如果持有类现金资产已经确定必输，差别只是输多输少。

除了类现金资产，还有一类资产也同样不适合持有——自身不产生任何现金流入，只是期望其他人未来会以更高的价格买走的资产，如黄金、艺术品、古董等，巴菲特将它们称为无生产的资产，与之对应的是自身能够产生现金流的有生产力的资产。

Q19：值得投资的“有生产力资产”有没有典型的例子给大家介绍下？

唐朝：巴菲特农地投资案。1986 年，巴菲特花 28 万美元买下一块 400 英亩的农地，巴菲特自己对农业一窍不通，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，巴菲特大概估算出 28 万美元买下农场，年净收益率约有 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，可以肯定的是，未来一定会遇到糟糕的年份，农作物的价格或者产量都可能偶尔令我失望。

但那又怎么样呢？一样会遇到一些好的异常的年份，并且我又不用迫于压力出售农地。

现在，28 年过去了，农地年利润翻了 3 倍，农地价格是我当初买价的 5 倍，我依然对农地一窍不通，而且直到最近我才第二次去过这个农场。

这个简单的例子里包含了如何估值，如何面对市场波动，如何看待宏观，如何看待增长等投资体系核心要素。

Q20：估值最重要的是什么？

唐朝：估值就是比较。投资和估值，不是要在某投资对象上赚一倍或是赚十倍的思考方式，而是一个永续的思维模式：永远只在两个可以理解的投资对象之间选择产出更高的那个。

他是比较，是选择，不是精确计算。农地产出高，选择让财富以农地的形态存在。反之，如果农地产出还不如类现金资产高，那就让财富以类现金资产的形态存在。

永远比较，永远选择，永远让财富以收益率更高的资产形态存在。至于回报更高的资产，市值提升得更快，最终导致投资者市值高增长，那只是由于资本在逐利天性推动下，同样也在追逐盈利能力更强的资产，最终导致资产市价被推高的被动结果。

这就是巴菲特反复强调过的真经，他说：“我从 11 岁开始就在做资金分配这个工作，直到现在从未改变。”

Q21：投资者需要关注宏观预测吗？

唐朝：宏观预测是废纸。对巴菲特而言，他买入农地时完全不考虑宏观经济或天气变化这些不可预测因素。

是的，未来一定会遇到糟糕的年份，农作物的价格或者产量都可能偶尔令人失望，但那又怎么样呢？一样会遇到一些好的异常的年份。

从长期视角看，这些糟糕的年份和好的异常的年份，可以视为相互对冲，直接忽略。

巴菲特说：“我不看宏观经济预测，所有宏观经济与策略的文章对我而言是废纸。”

芒格说：“我从来没有通过预测宏观经济的变化而赚到过一分钱。”

Q22：农地投资案中“如何看待增长”具体指的是什么？

唐朝：增长因素。在农地案例里，巴菲特预测农地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，这两个预测都不需要什么高深的知识，只是对技术进步的信心和对法币时代必然通胀的理解，

巴菲特没有明确表达的还有一个增长因素，那就是每年的收成还可以用于再投资。

农地本身的产出不依赖新增额外的资本，意味着每年约 10%的产出可以做利润再投资，这是农地 10%回报中潜藏的增长因素。

巴菲特这样描述这类生意：“他给我们贡献很多资金，我们可以用这些资金去买别的生意，因此即使它本身没有增长，但我们可以利用的资本在增长。这种情况要比某些需要大量资金投入才能增长，却不能给我们提供高回报的企业的投资更为有利。”

Q23：投资者应该如何面对市场的波动？

唐朝：别瞅傻子，瞅地！农地投资真正值得关心的事情就两件，其一是农地产出是否持续令人满意，其二是用农地产出再投资，比如购买新的农地时有没有买贵，这和其他股票投资所需要关心的事情是一样的：

第一，企业经营收益是否持续令人满意，第二，企业留存利润再投资的预计回报率如何。这一切均只需要研究农地或企业，完全不需要去猜测农地或企业的交易者之间如何上蹿下跳的报价。

衡量市价是否合理，是对比两种资产的产出能力，而不是用农地的买入成本和傻子的出价对比。

只要不是借钱买入，没有债权人要求按照傻子间的成交价，比如 14 万或 7 万美金追加保证金，巴菲特不用“迫于压力出售农地”，此时耳边的 14 万或 7 万美元，丝毫不影响农地的产出。

从买入农地的那一瞬间开始，巴菲特就只面临两种选择：A 是持有农地获取高于持有“钱”的收益，赚；B 是傻子出价实在太高，将农地卖给傻子，然后获取比持有农地更高的无风险收益，更赚。

这就是巴菲特所说的投资两大原则：第一，绝不亏损，第二，不要忘了第一条。

Q24：对投资者而言如果选错公司怎么办？或者说如何避免选错公司导致投资失败？

唐朝：做好投资并不需要次次正确。正如彼得林奇在他的《彼得·林奇的成功投资》一书中所说的：“只要有 60%的股票表现和预期的一样，就足以在华尔街创造一个骄人的投资业绩记录了。”

投资者只要抛开猜对傻子想法的幻想，坚持每次决策都对农地品质及农地产出有深入研究和回报测算，通过不断地学习和修正，让判断失误越来越少，让单次错误造成的损失越来越小，就足够了，剩下的相信组合和复利的威力就好。

所谓组合和复利的威力，指组合和复利规律可以放大正确的影响力，同时缩减错误的杀伤力。

举个简化例子，如果初始资金 100 万元，投资两家公司各 50 万元，假设判断一对一错，未来十年，其中一家公司的净利润每年增长 20%，另一家则每年下跌 20%，（或不是单家公司，而是接力的选择始终一对一错，对的增长 20%，错的下跌 20%）。假设一头一尾市盈率不变，十年后账户是什么状况呢？

直觉似乎相互抵消了，但事实出乎你的意料，账户总值 315 万元，年化收益率 12.2%。其中对的从 50 万元变成超过 309 万元，错的从 50 万元跌成不足 6 万元。

如果其他条件不变，将时间拉长为 20 年，那么账户终值会超过 1917 万元，年化收益率 15.9%，这就是组合和复利的威力！

简化例子中假设的是对错概率各 50%，它已经足以让投资者获得满意的，甚至是媲美世界级投资大师

的回报。而投资者要做的也可以做到的是，通过持续学习和研究，努力让自己的判断正确率高于 50%，让组合和复利规律，在超过 50%正确率的前提下释放更大威力。不断重复，从成功走向更大的成功。

就这么简单，说穿了，投资的真谛就六个字：别瞅傻子，瞅地！

再次感谢唐朝老师对投资世界的贡献，相信《巴芒演义》会改变很多人的命运。

第814篇.　　2020.07.25 - 价投之必看书籍、可以少走很多弯路--by@Diligentjenny

Diligentjenny　唐书房　2020-07-25

《巴芒演义》是我看的唐朝老师的第三本书，因为不了解银行业，所以《手把手教你读财报 2》目前还束之高阁。

我是从 2019 年下半年开始关注唐书房的，2019 年之前的文章是根据兴趣和关注点跳读的，2019 年至今的所有文章都非常认真阅读和思考过。

自以为已经非常了解价值投资的理论了，但看完《巴芒演义》之后，突然有了种“扒开迷雾见月明”的感觉，引发了我很多思考：

一是把我以前看过的那些零零散散的投资书籍中的人物角色及年代、背景都串起来了。

它们不再是孤立的一个人或一件事，感觉脑子里突然长出了好多树突，分散在不同书里的一些事件和人物突然之间在同一个时空都活起来了，而且知道了事情的来龙去脉、前因后果，喜不自胜；

二是自从自己学习价值投资以来（2014 年下半年开始）所犯的种种错误、走过的一些弯路，突然之间自己找到了答案，愉悦之情不可言表。

由于每个人关注、研究的股票不同，这些问题虽已困扰我很久，但苦于找不到人讨论、请教，我自己早就已经放弃了。

我认为我所犯的错误在价值投资者中应该是比较典型的，至少在早期学习者中是比较典型的。

所以想根据《巴芒演义》中的理论及详细案例，讲述一下我所犯错误的典型特点，希望以后想要从事价值投资研究的朋友可以引以为戒、少走弯路；

同时根据《巴芒演义》中的人物关系图谱及事件发生的详细年代背景，可以在如今汗牛充栋的投资类书籍中有所选择，而不是像我一样眉毛胡子一把抓，而又相互没打通，浪费了很多时间。

2008-2012 年我在一个券商做化工研究员，从产业经济学的角度（主要是运用波特竞争理论）深度研究过一些化工公司，具备最基本的财报分析能力；

2012 年为了更多陪伴孩子，就辞职在家了，进而萌生了从研究转投资的想法，想要亲自实践一下投资。

但我的第一个想法是，投资路线那么多，各个领域又都有大师级人物，哪条投资路线才是正确的呢？哪条路线才是适合我的呢？

1、放弃技术路线。

由于担心自己犯先入为主的错误，工作时没怎么学过技术分析，觉得知识应该全面系统，所以先去看了《日本蜡烛图技术》等技术类书籍，结果完全没看进去；

又看了《股票作手回忆录》，由于自认为没有那样的数学天赋和记忆力，完全学不来，且一生很可能要经历几次破产，从头再来，那也不是我想要的生活，就放弃了。

2、放弃了大宗商品。

继续阅读，一次偶然机会，经朋友推荐，阅读了 Jim Rogers 的那几本经典书籍。

工作时期研究化工产品价格、产能的经历告诉我判断大宗商品的价格拐点难如登天且风险极大，大宗商品价格有可能在底部趴很多年。

且大宗商品都是以期货进行交易，而期货又都是有交割时间限制的，你不仅需要判断对方向，还需要判断对时间（2020 年 5 月交付的原油期货跌为负值就是一个很明显的例子），

更主要的原因是根据 Jim 所述大宗商品 20 多年的产能间隔周期，下一次大宗商品的机会最早也要到 2025-2030 年，还要等 10 多年呢；

而像 Jim 一样做俄罗斯等国的全球跨国投资，更是远超我的能力范围，动不动就汇率大幅贬值，完全看不懂，也无法把握，更没法学，也就放弃了。

3、放弃了汇率投资。

看完索罗斯的《金融炼金术》放弃了外汇。

由于上文提到的 Jim Rogers 的著作中反复提到要进行跨国投资，必须去一国的边境黑市亲自调研一国货币的真正汇率，所以想了解一下汇率投资。

经以前的部门大领导推荐，我阅读了索罗斯的《金融炼金术》，大概明白了“金融反身性”的理论，类似股市涨跌中的正负反馈现象，事件之间会相互影响加强，直到趋势发生改变。

索罗斯的外汇投资这么厉害，仍然犯下那么多错误，而且交易次数那么频繁，有些时间段 1 天一个交易决策，而且前后不一致，常人完全学不来，果断放弃。

4、彼得林奇太辛苦了。

既然技术路线、大宗商品、外汇这些都行不通，我就想了解一下基金公司、保险公司那些长期做的很成功的基金经理都是怎么做的？

在当当、京东、亚马逊的帮助下，在看过一些帮助不太大的书籍之后（浪费了时间和金钱），我的视线被彼得林奇所吸引，一口气把市面上能买得到的彼得林奇的所有书都认真看了一遍，

其中彼得林奇逛商场买股票的投资思路对女性太有吸引力了，但像彼得林奇那样投资太辛苦了，工作量也太大了。

每年要调研几百家企业、阅读 100 多份年报，每天都有很大的交易量，经常在电话里通知交易员下单，所以彼得林奇很早就有白发了。

如果我有这个能力和精力，也就不会辞职了，这位“传奇基金经理”的投资方法根本就学不来，再次放弃。

由于彼得林奇的书我看的很认真和系统，也看了一些其他关于彼得林奇但不是他自己亲自写的书。

但从来没有想过普通人如果模仿其投资体系会怎么样，甚至没有勇气和胆量去思考其投资体系中可能存在的缺憾之处。

《巴芒演义》的 314 页写到：在长达 13 年的投资生涯里，彼得林奇大幅超越市场平均水平，绝对是相当难得的高水平，无愧“投资大师”、“传奇基金经理”的称号。

但唐朝老师又指出了彼得林奇投资生涯的 3 个缺憾，其中 1 点是：纵向放到历史的大背景之下，1977-1990 年这 13 年正好处于美国的大牛市，很难评估其业绩中的运气成分，

且在基金规模小于 1 亿美元之前的 1977-1981 年这 4 年半的年化收益率为 40%，基金规模大于 1 亿美元的 1982-1990 年这 8 年的年化收益率为 23%，其收益率与基金规模大小密切相关，该方法缺乏资金容量和长期稳定性；

横向进行比较，巴菲特 1977-1981 年的年化收益率为 28.3%，1982-1990 年的年化收益率为 26.5%，收益率更稳定；专注于烟蒂股投资的施洛施这 13 年的年化收益率为 25%。

通篇阅读完《巴芒演义》中的案例，再一次告诉了人们独立思考的巨大作用，后辈们一定要有勇气敢于质疑前人们甚至是老师们、大师们的赫赫研究成果，否则社会和科学就无法进步了。

比如：如果巴菲特没有勇气质疑老师格雷厄姆，如果没有芒格、费雪的长达 10 多年的影响（巴菲特 1972 年开始投资的喜诗糖果），并且还撞了多次南墙（比如 101 页上的对邓普特农具机械公司的投资、109 页上的冲动收购伯克希尔），就不会有后面喜诗糖果、蓝筹印花、华盛顿邮报、可口可乐投资的巨大成功；

在 164 页开始的关于索普的介绍中：在 1956 年的一次聚会上，已经是物理学硕士的索普偶遇加州理工学院最负盛名的物理学家理查德·费曼（1965 年的诺贝尔物理学奖得主，纳米科技之父，量子计算理论奠基者，美国曼哈顿计划创立成员），

费曼说目前科学界还没有能够打败轮盘赌的方法，索普没有全盘接受该“权威”观点，而是重新拾起了多年前对轮盘赌的兴趣，因此开始恶补数学，并于 1958 年 6 月拿到数学博士学位。

索普成为教授后，威廉夏·普也是加州大学欧文分校的教授，两个人关于市场是否有效的观点截然不同，经常在校园里就此展开争论，观点却越辩越明。

正是由于此争论，索普后来又继《击败庄家》之后出版了《战胜市场》，发现了认股权证和可转债领域的许多错误定价，夏普的资产定价模型也获得了 1990 年的诺贝尔经济学奖。

这正是目前中国高校科研界所缺少的怀疑精神，尤其在同一个校园里，更是很难听到两种声音。

如果全盘接受费曼教授的观点，也许就不会有后来的索普及凯利公式了。

5、价值投资深深吸引住了我。

在以书带书的阅读之下，经过 2 至 3 年（2012-2014 年）没有线索的东看西看。

如果没记错的话，应该是从我读过的某本书的书签上，或者书后封面的书籍推荐中，我偶然阅读到了《聪明的投资者》。

进而阅读了《证券分析》中除了债券之外的其他部分、《巴菲特投资案例集》等书籍，发现这才是我想学的、能够学会的、具备可持续性的投资体系。

关键是自己还可以自由安排时间，这才是适合自己的、自己认为正确的投资体系。

注意：2014 年末我对价值投资体系也才只是刚刚接触到（前面为了找对书走了一些弯路，经常是把标题含巴菲特的所有书都一口气买回来）。

还没有入门，更不要说登堂入室了，后面还会犯很多 “价值投资理念”理解上的错误，自己却并不知道，还以为自己已经是一个价值投资者了，并付出了惨痛代价，投资也因此搁浅了很久。

2015 年之后又围绕价值投资逐渐阅读了《巴菲特之道》、《巴菲特致股东信》、《巴菲特教你读财报》、《滚雪球》等好多书籍，自认为这次对价值投资的理解应该比较深入了。

但直到 2017 年开始阅读唐朝老师的第一本书《手把手教你读财报 1》甚至 2019 年下半年关注“唐书房”公众号后才逐渐发现，自己对价值投资中的“不能加杠杆”中杠杆的含义、无风险利率、自由现金流

等一些概念含义的理解仍然存在偏差。

《巴芒演义》覆盖了近 1 个世纪的美国金融史及主要领域的核心人物，无疑是现在正走在价投路上及将来准备走价值投资路线读者的一个福音。

会节省读者很多时间和金钱（下文中会详述我由于照猫画虎，不知道格老的烟蒂股投资是需要分散投资的，付出了真金白银的惨痛代价），不用再像我一样，东看看西找找，看了好多无用书，做了很多无用功，走了很多弯路之后，才大概找到了每个投资领域中最核心的人物及其著作，且很不系统。

借助《巴芒演义》，现在初入投资领域的读者，如果想学习指数基金的投资，就知道直接去了解约翰·博格及阅读其相关著作了；

如果想学习格老的烟蒂股投资，既要知道被动等待价值回归、持有一揽子股票进行分散的施洛斯，又要知道还有如果价值不回归，就继续买入直到获得控制权的巴菲特才会比较全面；

如果要系统学习巴菲特的价值投资体系及明白其投资经典案例的前因后果、来龙去脉，就必须了解巴菲特的老师格雷厄姆及菲雪、芒格等对巴菲特后期“伴随优秀企业一起成长”理论形成有重要贡献的关键人物。

我前后陆续看了很多书籍，对巴菲特的这些经典投资案例也都有了初步了解，但是在《巴芒演义》中，我才第一次知道了：发现蓝筹印花公司的古瑞恩是芒格推荐的；

喜诗糖果要出售的消息是蓝筹印花的总裁知晓后通知巴菲特的；

1975 年在盖可保险遭受巨亏、生死攸关之际，巴菲特能够成功约见到波恩，全靠新闻女王凯瑟琳的盛情邀约；

我以前只知道巴菲特买下了现金流企业 B 夫人家具商场和波仙珠宝，却是第一次知道波仙珠宝是 B 夫人的妹妹和妹夫开办的，

第一次知道巴菲特因为 B 夫人对竞争对手的盛赞而买下了由比尔·蔡尔德经营的犹他州家居业霸主威力家具（这应该是巴菲特对费雪选择成长股 15 选择的灵活运用），又经蔡尔德介绍，买下了德州家具业霸主繁星家具公司。

蓝筹印花、喜诗糖果、盖可保险、B 夫人家具城，这些都是巴菲特投资成功的经典案例，一直是伯克希尔的印钞机，我一直以为巴菲特是通过某种指标选股方法，才选出这些公司的。

现在才突然明白过来，这些公司当时都还没上市，怎么可能通过公开财务指标筛选出来，当然是通过人脉介绍的，而介绍这些企业的人自己本身持哪种投资理念，决定了其介绍企业的赢利模式。

此外，一下子按时间脉络仔细重温这些经典案例，我更深刻的感觉到股票投资的不容易，所有企业都不可能一帆风顺，包括好企业：

对蓝筹印花投资的交叉持股、高价收购维斯科金融公司、收购布法罗晚报、对所罗门兄弟公司的投资都涉及到了诉讼，如果没有芒格及其 MT 律师事务所的帮助，真难以想象巴菲特独自应对哪些诉讼会有多么辛苦。

谈完《巴芒演义》对以后读者选择投资书籍阅读的指引作用后，下面我想重点讲一下我在真实投资实践中对价值投资的错误运用，及自己是如何在看完《巴芒演义》后突然终于自己找到了原因所在。

由于工作期间就具备基本的财务分析能力，阅读完一些价投相关书籍后，2014 年下半年我就照猫画虎开始了自己的价值投资生涯，正好是新一轮牛市的起点。

首先是定选股指标。《巴芒演义》的 5 页，唐朝老师给出了净营运资产的准确定义：净有型资产=总资产-总负债-无形资产-商誉-固定资产，当时我是根据《证券分析》中的定义，简化采用了“流动资产-总负债”来进行指标筛选的。

当时从 A 股筛选出来一些企业，但少的可怜，其中排名第一的就是广百股份，当时公司帐上有很多很多现金，股票价格也创了新低，主要原因应该是百货行业面临电商的冲击。

但是我当时认为广百的 PE、PB 值都很高，就认为不是价值投资，也不知当时的书是怎么看的，认为价值投资就是买低 PE、低 PB 股票，所以就把帐上有很多现金的广百股份放弃了。

现在看来我当时根本就没看明白格老的清算价值、净营运资产到底是什么意思，自己潜意识认为低 PE、低 PB 就是价值投资。

可惜的是事情没有就此打住，我还是一个非常努力的人，却努力错地方了。

A 股没有收获，我就把目标移到了港股。

一轮指标晒选后，筛出来一堆企业，哇晒，发现宝藏了，一堆低 PE、低 PB 的股票，太棒了！这么多低估值的股票，好多 PB 才 0.3，怎么就没人发现呢？太好了。

后来才知道港股的低 PE、低 PB 就是一个大坑，如果能早点阅读到唐朝老师的《价值投资实战手册》，也许我就能避开了。

当时正好也阅读完了《巴菲特致股东信》、《怎样选择成长股》等书籍，知道了价值投资的一种情况就是要在优秀企业遭遇短期困境、而该事件又不会影响企业长期竞争力的时候敢于低价买入，将来才有可能获得较高的收益率。

也对巴菲特因色拉油事件买入美国运通股票等案例有了初次了解，虽然后面也陆续从其他书上看到过对该事件的详细描述，但是在《巴芒演义》的 332 页，我才第一次知道巴菲特并不是像那些书中讲的那样，站在他经常吃牛排的那家店的收银机旁，看顾客是否仍然继续使用美国运通的信用卡和旅行支票。

而是委托他的经纪人亨利，大量探访旅行支票的使用者、银行职员、饭馆旅店以及信用卡持有人，了解运通的旅行支票和信用卡市场份额是否存在下降，且亨利带回了 5000 页的调查报告。

巴菲特分类阅读后才作出判断：仓储业务占运通的营收和利润比例都很低，且色拉油事件并没有对运通的旅行支票和信用卡业务产生影响，即使按最坏的情况进行赔偿，也不会导致运通资不抵债。

唐朝老师给出的数据非常详细，且可以让读者自己亲自尝试去计算。

在这样的理念引导下，看着那一长串港股代码“宝藏”，　“雨润股份”这个企业一下子吸引了我。为什么呢？当时是什么背景呢？

2011 年的双汇　“瘦肉精”事件，其实就是一个好企业遭遇短期危机的绝好价值投资案例，而雨润与双汇属于同一个行业。

且雨润主要偏向更高端的冷鲜肉与低温肉制品行业（而双汇当时主要在高温肉制品领域，高温肉制品没有低温肉制品健康），在五星级酒店、北京的华联等高档超市里面，也随处可见雨润的产品，高端产品不是更符合消费升级方向么？

在 2012 年双汇完成资产重组前，双汇、雨润 2011 年的收入分别为 376.15 亿人民币、323.15 亿港币，差别不是特别大；

2010 年雨润、双汇扣非后净利润分别为 17.86 亿港币、10.91 亿人民币；

2011 年雨润、双汇扣非后的净利润分别为 17.99 亿港币、5.65 亿人民币。

2014 年下半年时，双汇已经从“瘦肉精”事件中逐渐恢复过来，而雨润却还没有。

面临的问题主要是：公司自 2006 年以来开始大规模扩张，陆续收购 50-100 万头左右产能的小屠宰厂，2005-2011 年的收购资金合计为 110.74 亿港币。

虽然大部分以负商誉的结果收购，但由于 2011 年瘦肉精事件、2012 年开始的反腐对高端餐饮的影响，导致下游需求恢复进度慢于双汇。

而上游屠宰产能又较高，导致上游开工率较低，2013 年仅为 17.39%。

开工率不足导致公司 2012 年、2013 年公司的毛利率只有 1.5%、3.6%，公司 2011 年的扣非后净利润仅为 10.96 亿港币，2012-2013 年的扣非后净利润分别为-15.49 港币、-11.60 港币。

我当时判断这不就是一个好企业面临暂时性困境的绝佳投资机会么？

我当时天真的认为公司面临的问题是暂时性的，只是由于前期扩张太快了，正好赶上行业需求调整，毛利率太低才导致亏损的。

只要行业需求恢复了，公司的业绩就会恢复，暂时的亏损不影响公司的长期竞争力，且公司处于高端品牌，连续十几年在冷鲜肉、低温肉制品市场占有率第一（双汇升级的方向）。

最坏的情况也只不过是行业需求恢复进度低于预期，但由于屠宰行业的市场集中度不高，双汇也才 2%的份额，公司可以把多余的产能再卖出去啊（格老可是讲过清算价值，公司可以把收购来的产能再低价卖出去啊，反正 PB 低），

所以当时并没有关注公司的现金流情况，按 2015 年 1 月 6 日的收盘价 3.29 港币计算，PB 只有 0.395，太吸引人了。

虽然我也把雨润和双汇进行了各种财务指标对比，但 2012 之前的毛利率都是双汇比雨润低 6 个百分点左右，可能与双汇的部分产业链上游不在上市公司内部有关，但也说明是雨润比双汇好。

进而导致我选择忽略了雨润的政府补助额远远高于双汇（政府补助不可持续）、雨润的固定资产大概是双汇的 2 倍，但折旧额却比双汇还小、雨润几乎不怎么交税等财务问题，更还不知道唐朝老师的“财报是用来进行排除的”理念。

满怀激动之下，在 3.29 港币附近，我 10 万港币全仓买入了雨润这一支烟蒂股。后面结果如何呢？

后面结果大概大家也能猜到：2014-2019 年雨润的税后净利润分别为 0.57、-29.77、-23.42、-19.15、-47.57、-39.36 亿港币，

除了开工率没有恢复之外，公司的大幅亏损主要是因为大幅计提了非流动资产的减值亏损。

其中主要是 2005-2011 年收购的物业、厂房及设备的减值和预付租赁款减值，2015-2019 年分别计提的减值亏损总额分别为 12.78、12.57、6.74、39.14、31.55 亿港币。

我贪图 2015 年初公司的低 PB,结果在连年巨额亏损之下，2019 年公司终于资不抵债，股东权益降为了-13.16 亿港币的负值。

雨润 2013-2019 年的股东权益分别为 160.11、159.47、123.32、93.91、79.13、28.25、-13.16 亿港币，血淋淋的教训。

当然，我在 2016 年初股市熔断时，由于不会正确看待股价波动（而不是认为自己判读错了果断卖出），在 1 港币左右割肉出来了，跌幅近 70%，看着如今 0.50 港币的价格，又跌去了 50%，让人不寒而栗。

当时我信心十足的认为自己学会了巴菲特的价值投资方法，也会运用格老的烟蒂模式进行投资，多天真啊。

《巴芒演义》的341页讲到：烟蒂投资模式分为两种，我卖雨润应该属于被动等待价值回归的模式，正确方法不应该是花大量时间去检验雨润这一个烟蒂的成色，

而是应该把当时筛选出来的那一长串名单进行过简单评估后，分散成20-30只股票进行买入，像施洛斯一样分散持有一揽子股票，，而不是只买一支烟蒂股；

而我所想当然认为的雨润的资产可以轻易卖出去的想法，也是对烟蒂投资的错误理解。

如果烟蒂股买入后自己价值不回顾，就需要像巴菲特那样持续买入直到掌握控制权，进而入住董事会，再主导资产卖出，资产卖出这件事情是不会自己轻易实现的。

此外，《巴芒演义》中那么多人物事件之间错综复杂的关系，也引发了我对雨润这一次投资失败中企业管理人角色的考虑，认为对企业管理人品德和专业能力的重视再怎么强调也不为过。

2015年3月23日，雨润食品名誉主席兼董事会高级顾问祝义材被检察机关监视居所，2019年3月16日才回归。

有时我会假想，如果雨润这几年仍然继续在祝义才的领导之下，经营表现是否会像《巴芒演义》中的盖可保险、布法罗晚报、所罗门兄弟公司等好多案例那样出现转机呢？至少在融资路上不会这么辛苦。

当然，历史不能假设，这样的投资方法也不在我的能力圈之内。

我主要想表达的意思是，在优秀企业遭遇暂时危机时，临危受命的“白衣骑士”的品德和专业能力，对企业是否能够摆脱困境起着至关重要的作用。

对管理层品德和专业能力的重视再怎么强调都不为过，比如在所罗门兄弟公司和盖可保险遭遇困境的案例中。

《巴芒演义》的301页：所罗门兄弟公司在距离股市开盘不足7小时之时却被财政部决定取消国债主要交易商资格，如果不是巴菲特自己临时受命，担任董事长，对所罗门兄弟公司的投资还会成功么？

《巴芒演义》的257页：1975年盖可保险承保亏损1.9亿美元，经投资收益弥补亏损后仍然净亏损1.26亿美元；公司计提的准备金数量不足以应对保险索赔，全国多个州的保险委员会准备宣布盖可保险破产清算；公司股价从前期高点61美元暴跌97%至2美元。

如果单独从格老的烟蒂投资角度，盖可保险一定不是投资目标，巴菲特能够投资成功，是因为：

1、伯克希尔本身拥有保险公司及资金，能够对盖可保险进行再保险；

2、巴菲特能够带头帮助盖可保险进行融资；

3、能够说服保险委员会，暂时不宣布盖可保险破产清算；

4、在公司遭遇前所未有的困境时，找到真正的能够救公司于水火的适合管理者伯恩。

5、巴菲特的老师格雷厄姆在1948年就以71.25万美元的价格买入了盖可保险50%股份，巴菲特自1951年后就始终关注着盖可保险的发展，近30年的关注，巴菲特非常了解这家公司的竞争优势所在，再加上伯克希尔本身就拥有保险业务，巴菲特自己非常了解保险业。

我有时会想：如果没有凯瑟琳的推荐，帮忙巴菲特联系上伯恩，或者凯瑟琳当时推荐的是另一个非常了解保险行业的人，也许就是另一个结果了。

在盖可保险的案例中，巴菲特对一个标的的跟踪时间长达30年之久，也告诉我们研究投资标的不能

功利性太强。

并不是每个研究的标的都需要投资，研究 10 个甚至 100 个能发现 1 个适合投资的标的，就已经非常幸运了。

由于宏观经济天生自带周期性，所有研究标的都是需要长期跟踪研究的。

所以，在我自己没有屠宰及下游肉制品相关行业从业经验的前提下，相当武断的认为雨润可以轻易摆脱暂时困境，而又没有像施洛斯那样分散买入一系列类似的标的，是刚学习价值投资时特别容易犯的一个错误。

70%跌幅够吓人，幸亏总金额不高，希望后来者通过反复阅读、琢磨《巴芒演义》，可以少走选择书籍的弯路，少交真金白银的学费。

第815篇.　2020.07.25 - 老唐实盘周记2020/07/25

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-07-25

本周交易

无

当前持仓

目前持仓茅台 41%，腾讯 26%，洋河 14%，分众 8%，古井 B6%，海康 4%。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	41%	19000±10%	＜9500	23000	20040	1595.30	36.82%
腾讯控股	26%	55000±10%	＜27500	60000	45641	528.00	41.03%
洋河股份	14%	3150±10%	＜1575	3700	1961	130.14	21.06%
分众传媒	8%	……	＜600	1400	878	5.98	-3.39%
古井贡B	6%	666±10%	＜333	800	361	79.15	14.43%
海康威视	4%	4400±10%	＜2200	5000	3143	33.63	4.96%
沪深300						4505.59	9.98%
上证指数						3196.77	4.81%
2020/7/25			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.9049	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	42%	19000±10%	<9500	23000	20703	1648.05	41.34%
腾讯控股	25%	55000±10%	<27500	60000	44862	521.00	39.16%
洋河股份	14%	3150±10%	<1575	3700	1935	128.43	19.47%
分众传媒	8%	……	<600	1400	831	5.66	-8.56%
古井贡B	6%	666±10%	<333	800	375	82.69	19.55%
海康威视	4%	4400±10%	<2200	5000	3281	35.11	9.58%
沪深300						4544.70	10.94%
上证指数						3214.13	5.38%
2020/7/18			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.9014	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同而发生小幅变化；

②老唐买点或卖点，代表如果公司总市值触及此数值，老唐计划买入或卖出，与个股历史买入成本无关；

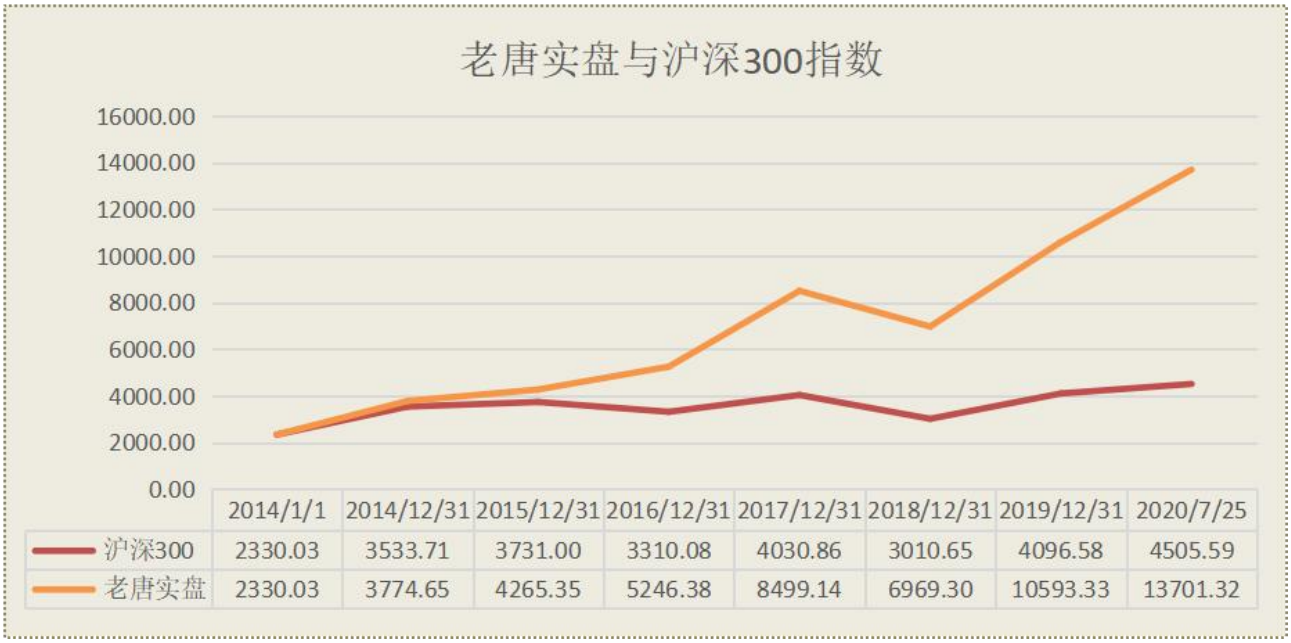
③仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2020 年内收益 29%（四舍五入数据）。

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，29%（均不含新股收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 588。以 6.57 年折算，年化收益率约 31%。



重要事项

1. 中美关系持续恶化。

上周周记里说，中美关系有恶化迹象，本周对抗继续加重中。

周二，美国要求我驻休斯顿总领事馆关闭，驱逐我外交人员。

周五我国报复，要求美驻成都总领事馆关闭，驱逐其外交人员。

中美建交 41 年，关系能恶化到如此地步，相信所有的国际关系专家同样大跌眼镜。

由于你懂的原因，我至今没有读到可信的、有逻辑的，关于美帝关闭我领事馆的前因后果分析，所以对此也无法评价。

捋不清楚的情况下，不如轻松一刻

据路边社砖家分析，我方之所以选择关闭美方驻成都总领馆，原因有三：

①成都人说川普的多，反应比较激烈。

- **你要搞撒子名堂？——川普。**
- **哦缩地这个普铜话，你到底搞不搞地懂嘞？——川普。**
- **跟你缩四情，嗯是恼火滴很——川普。**

你说普通话，我说方言，互相听不懂。怎么交流呢？

这就要寻求妥协，比如成都人就勇敢地改说川普。虽然说的费劲，听着别扭，但它能实际解决问题。

这就是外交界需要学习成都人的“川普”精神

②美帝意图窃取我麻辣烫、郫县豆瓣的绝密配方。

美丽端庄的领事夫人@庄祖宜 在她的微博里如此“交待”：

> 微博上一位网友私信跟我说：“你在成都这两年半，密度和质量大于我一个成都人在成都的四十年。“这当然是夸张的，但我的确感觉这段日子在我生命中的重量远远大于两年半。在成都我交到了一辈子的朋友，实现了在街头和酒吧演唱的梦想，也与志同道合的伙伴完成了心底酝酿多年的儿歌专辑。我不是专业音乐人，能够在成年后如此义无反顾，有如挥霍青春一般地实践一个梦想，自知是空前绝后无法複製的。
>
> 而我的饮食主业就更不要说了，这几年来我的口腹之慾得到了史无前例的满足，无论街头麵点小吃还是殿堂级精工川菜，从小嗜辣的我得到的都是在心灵契合的基础上不断升级的层层惊喜。川菜已成了我骨子裡最需要最依恋的味道，以至于在美国稍稍定下来之后，我首先添购的酱料就是郫县豆瓣、保宁醋、宜宾芽菜、涪陵榨菜、永川豆豉、醪糟、朝天椒、藤椒油....，加上我临走前不忘塞进皮箱裡的一大包汉源花椒和麻辣干碟，空荡荡的屋子马上有了家的感觉。

欢迎美丽的庄女士，过段时间再回来享受成都小吃

和朋友一起烫街头串串

与爱人相拥啃兔儿头

③德州扑克 vs 四川麻将，对等。

休斯顿是德州首府，成都是四川首府。德州有闻名天下的德州扑克，四川有天下闻名四川麻将。德州扑克 vs 四川麻将，正好般配。

你掀翻我的扑克台，我就推倒你的麻将桌，大家都别玩。

不管是德州扑克还是四川麻将，都是一种追求我方独赢、别人全输的游戏。掀了就掀了吧，可以考虑改打桥牌或者升级。

桥牌和升级的重心在配合，在长线持续博弈。比德扑和麻将更适合中美国

投资者都是热爱和平，期盼我们的下属企业能够获得正常的生存经营环境。

事已至此，只能寄希望于双方的政治家们，还能在对抗中找到一丝合作的缝隙，将撕开的伤口重新缝合起来

合则两利、斗则俱伤，我伤大于彼伤——老唐。

宏观是我们必须承受的，微/围观是我们所能做的——老唐。

2.茅台跌回 2 万亿市值。

不知不觉，茅台又跌回 2 万亿市值了。

这没什么值得惊讶的，股市永恒的规律就是：它将持续向右波动。

搞个小娱乐，观摩一下此时的市场情绪。来，投个票

投票已过期

今年内茅台还能上 2.3 万亿吗？（单选）

易如反掌，必过 2.3 万亿，老唐你准备好卖掉买啥了吗？

2.24 万亿就是年内大顶，老唐你公开估值，被成功截胡了。

腰斩才是结局。爆炒一瓶酒，国家没希望。老唐，你就准备好痛哭吧！

3.海康半年报。

海康发布半年报，简单看了摘要，全文还没读完。先简单说说基本印象。

上半年营收增长 1.45%，净利润增长 9.66%。第二季度单季营收增长 6.2%，净利润增长 16.6%，应收账款没有恶化迹象，现金流情况不错。

数据显示公司受疫情冲击不大。

整体亮点颇多：

毛利率同比提升是亮点；

EBG（企事业事业部）同比增长超过 20%是亮点；

海外市场在在美国政府实体清单制裁和新冠疫情的双重冲击下，居然获得了 8.6%的增长，同时毛利率还提升了 10.5%，是亮点；

创新业务整体增幅超过 40%是亮点；

其中海康汽车技术、海康微影、海康存储、海康慧影、海康消防、海康安检等孵化中业务，同比增幅超过 183%，更是显示了企业内部的勃勃生机。

很明显这当中还会诞生和机器人业务、智能家居业务一样的新支柱；

海康热成像事业部账面净资产不到 274 万元，出售给核心员工持股 40%的海康微影，成交价格超过 8 亿。核心员工对资产增值的认可，也代表着海康研发投入的高回报；……海康全体员工辛苦了

对于当前的海康而言，弥漫在市场上空的主要有三个鬼故事：

- **①被美国政府制裁，丧失海外市场，打击巨大。**
- **②无法获得美国芯片和其他核心技术，产品性能下降，未来竞争力堪忧。**
- **③无敌的华为亲自参与安防市场竞争，并有能力通过海思芯片卡住海康的咽喉，海康的结局只能丢盔弃甲。**

投资或持有海康的核心，就是能否拆穿这三个鬼故事背后的逻辑和事实错误。

等半年报看完后，我看有没有兴趣和时间码篇文章，聊聊康儿和它头上的鬼故事

4. 《巴芒演义》连载结束。

到今天为止，老唐新书《巴芒演义》全部四十二章经，连载完毕

除第二十八回死活过不了系统审查，发不出来，其他部分已全部免费分享。向书房发送“连载”可提取合集。

就我个人的关注范围，在自己这么干之前，我从未遇到过任何作者将自己的新书，全文免费连载的。

算是我的一个尝试吧。

总体而言，尝试不成功。连载阅读量不高，而且新书销售也不好。上市三个月了，连首印三万册也没有卖完。

不管好不好，此事就算翻篇了

对我而言，《巴芒演义》是我在投资领域最大的贡献，也是我最有成就感的骄傲来源。

虽然《手把手教你读财报》，才是我的四本书里最受欢迎的一本。仅纸质版印量已经 45 万册，加上电子书和盗版，估计受众近百万。

《手财》受欢迎，即因为她是投资者写给投资者的，自学者写给自学者的，也因为老唐利用“中翻中”大法，把艰涩难懂的会计写的轻松易懂，学习起来更容易。

但她毕竟只是对会计准则的解释，市面上有无数作者（其中有大量会计学专家教授）都有同类著作。大家都围绕着同一套会计准则谈理解，内容其实是大同小异的。

换个说法说，即便这世上没有《手财》，想学习相关知识的人，一样可以从其他作者获得。甚至可以直接阅读官方准则及指南原文，无外乎是稍微费劲一点。

但《巴芒演义》不同。

她表面上是一本轻松愉悦的故事集或者财经小说，但内核其实是一套严肃正统的投资理念体系，涉及到对价值投资系统中几乎所有关键问题的深入研究

故事和案例的背后，隐藏了大量的老唐原创阐述。这些原创内容，如果我不写出来，中文世界（甚至全球）投资界里是没有的

越是曾经大量阅读和思考过格雷厄姆、巴菲特相关书籍和资料的朋友，可能对老唐原创内容的冲击，感受越深刻。

因为很多曾经百思不得其解的逻辑缺环、困惑、不明所以，被接上了、被填充了。那种恍然大悟的通透快感会覆盖整个阅读过程

反而是对价值投资体系没做过太多研究和思索的人，可能直接从故事集里接受了正统的体系，不容易发现其中宝贵的原创内容。

但这不重要，《巴芒演义》于不知不觉间已经将系统的、逻辑自洽的投资系统，储存在阅读者的记忆里。

这对于一个刚接触投资的人来说，无疑是天价的财富，不管此时是否意识到。

读者的回应也证明了这一点。

《巴芒演义》上市至今（7 月 25 日中午一点），豆瓣评分 9.2 分；

当当页面共有 5718 个评论，其中 5715 个五星好评，仅有的 3 个差评全是给物流的；

京东页面共有 3900+评论，仅有 1 个中评和 1 个差评。中评没有给出理由，差评是 5 月 5 日抱怨京东“无货说有货”，其他全部五星好评。

这说明买书的读者，感受到了老唐的诚意和奉献，也体会到了这本书的价值。

读者的认可，读者的进步，就是老唐最大的荣耀和动力

我相信，认真读过这本书的人，在投资历程中应该很难在理念方面再有什么困惑了。剩下的旅途，就是一个个具体企业的研究了。

到此，老唐自吹《巴芒演义》的阶段宣告结束

5.本周没有优秀读书笔记入选。

本周运动

本周游泳 3 次，单次 1 小时；陪我家领导散步 4 次合计 28 公里。

三天早晨起床跑步，都遭遇下雨，感觉天欲肥我？

老唐晓得胖不好，美酒佳肴弃不了。

同口径体重 85.6 kg（175cm），环比上周肥了 0.7kg

下周预计交易

无

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。

文中提及的任何个股，都有**腰斩**或翻倍的风险。请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记

祝朋友们周末愉快

第816篇.　　2020.07.28 - 保持呆坐

唐书房 2020-07-28

要陪我家领导出去散步，懒得码字了。反正也简单，主要数据大致就这些。凑合看个截图，算老唐交差了

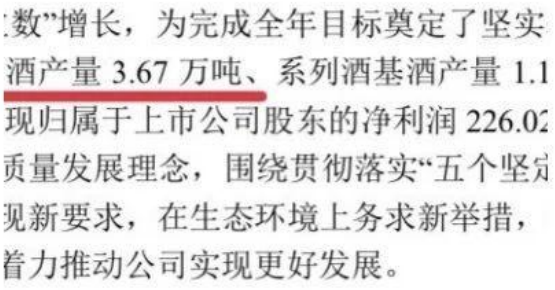
唐朝 圈主

上半年3.67万吨基酒产量。上半年是四轮次基酒入库，按照以往经验前四轮基酒大致占总产量的70%。

按照3.67万吨数据反推，全年基酒产量约5.24万吨，同比提升5%。

考虑到新投入产能1120吨，实际提升约2.7%，轻微进步😁

收起


数”增长，为完成全年目标奠定了坚实
酒产量 3.67 万吨、系列酒基酒产量 1.1
现归属于上市公司股东的净利润 226.02
质量发展理念，围绕贯彻落实“五个坚定
现新要求，在生态环境上务求新举措，
着力推动公司实现更好发展。

1小时前

唐朝 圈主 3

经营现金流的变化，是集团及下属子公司在财务公司的存款减少130亿左右造成的，与酒业经营的现金没有关系。减少的原因，一是下属子公司上半年经营压力可能较大，二是各子公司加大建设投资的原因。没有什么关注价值。

唐朝 圈主 3

从增长来源看，和观察一致，主要来自直销的爆发（同比增长220%，绝对额增加35亿）带来了变相涨价的效果——销售总额增长一共45亿。

唐朝 圈主 2

预收同比环比均有小幅降低，推测是公司缓解疫情中经销商资金压力的行为，不重要。

1小时前

唐朝 圈主 7

广告宣传及市场拓展费用还少了7亿，不广告，不推广，还是要增长，舍我其谁？😁

1小时前

唐朝 圈主 5

又干掉34家茅台酒经销商，关系户估计快干完了😁。系列酒是真牛，服🙏

1小时前

唐朝 圈主 5

其他一切正常，没什么需要额外关注的。估值和年内卖点均无需调整，继续呆坐。

1小时前

第817篇.　　2020.08.01 - 读《巴芒演义》有感及笔记--by@kaisha

kaisha　唐书房　2020-08-01

4 月 16 日收到期待的《巴芒演义》，为了老唐那句「价值超前三本书之和」，很认真的看了几遍。

事后心里一直惦念着写点什么，可却迟迟没有动笔。

一来，期间老婆动了个小手术，二来，看了王冠亚的巴芒七重价值，其中引经据典，确有些让人自惭形秽。

脑袋里想到的是几月前疫情在武汉爆发，网上流传的说法：别人都是「岂曰无衣，与子同裳」、「山川异域，日月同天」，而你就会「武汉加油」。

看了王的年龄，刚三十，好嘞，比自己还小八岁，年轻有想法，将来也会是大牛。牛人们的共同点都是想得的早，看的远。

巴菲特 10 岁就懂看投资书籍并知道了复利，26 岁就看清了自己的「钱途」并开始焦虑以后过多的财产该如何处理，会不会坑害下一代了。

作者老唐，17 岁憧憬「赋闲」，19 岁就娶「小宝贝」，30 岁就已经历过林林总总，阅书无数，如愿隐退江湖做宅男。

老唐自学，本着「日拱一卒，不期而至」的精神，层层精进。一个非金融科班出生的人尽然连续出了四本让科班人士也奉为圭臬的佳作。

实在不可思议，可谓滴水穿石，铁杵成针。他为我们广大普通人立了灯塔，鼓了勇气，建了信心。

想想我自己，到二十多岁那时，显然还是一个懵懂无知的骚年，看似道貌岸然，其实装模作样。

不懂得在最美的年华谈一场真正的爱情，也不懂去多读几本关于理想和远方的书。

装进记忆里的多是高中逃课时学校旁边的台球馆和篮球场，还有就是大学旁边的小餐馆，就着便宜的下酒菜，啤酒罐到深夜，闲谈瞎扯，海阔天空到老板赶人后才带着踉跄爬围栏回宿舍。。。

就那样挥霍着青春，渴望着毕业，仿佛学校是一个想要挣脱的牢笼，盼望着外面的自由。

毕业出来奔波探索了几年后，很快就快到而立之年，恍惚中结婚生子。接着忙忙碌碌。。

那些年，除了工作上的事，已然把学习和看书都抛过后脑勺了。

人生是场马拉松，一开始，大家都结伴开跑，跑着跑着就散了，有人停下，有人中途放弃。

那些跑出去远远的人，或许是有多了一点先天禀赋，但更多更可贵的其实是「持续」。

多少人自从学校毕业以后就不再学习？你刷手机、操控电视遥控不停换台的时候，别人已经看完一本书，完成一篇创作，历过另一片风景。

而你我每个人都一样，一天都是一样的 24 小时，同时都要吃饭睡觉。为什么别人可以著书、立说，而且又工作，生活面面俱到？

优秀真是一种习惯！一种持续保持奔跑的习惯。马拉松比的不是一时半会的冲刺，比的是谁更持久、跑得更远。而投资更是如此。

我喜欢看看别人在自己同样的年龄里都做了些什么。没有对比就没有伤害，但是有了伤害或许才会痛彻明白自己的无知与落后，知道世界有多大，别人有多精彩。

看《巴芒》时，我标注上各路大神在各幕里的年龄，而后本想按年龄把主要大神的经历串一遍做个编

年体，然后对照自己已经经历或即将经历的年龄看看品品。

但是发现做这件事情其实并不容易，将众多的内容从不同的章节按年份重新整理归类比想象的繁琐，特别是某些复杂年份里，老唐让大神们穿插散落在不同的章节里做了不同的事。

得反复翻来翻去，读熟了先。想来这还只是从一本书中来摘录，不讲交叉参考其他任何书。

小小举动得以窥见像老唐这样将 72 本书自己读透，揉碎，再选择不同的人物，时间，事件重新整理编排后再呈现给观众，同时还要力求故事说的生动有意思，连贯递进知因果，让观众看了有所悟、有所得，这实非易事。

老唐这工作其实也是一个导演编剧啊。他安排着剧中人物谁先出场、何时出场、经历什么事件，一幕幕给我们编排推演了一场关于华尔街，关于投资的好戏。

话说《巴芒演义》，一共 42 回。剧幕拉开，华尔街的大神们围着金融投资这个主题逐个粉墨登场，你方唱罢我登台。

他们盘根错节，交叉关联，但是同时又各自个性鲜明，自成一体。他们当中有许多人天资聪颖，天生印堂高亮，许多人刚出场就技惊四座。

他们各有各的一套投资拳法，各有各的成长历程。从他们各自鲜活的投资和人生里我们可以学习和品位出很多！

《巴芒》里面品人生

《巴芒》里面的人物个个是大神，每一个人的人生都精彩绝伦，任意一个都会让你惊叹。

就我愚见，我将他们分为这么几种：专注型，平衡型，缺憾型，学术奇人型和享受型。

专注型人生的代表首推巴菲特和他的同门师兄施洛斯。

剧中巴神 6 岁登场。年仅 6 岁便开始打杂赚钱，凌晨四点去送报，几年如一日（包括节假日），10 岁宣布计划 35 岁前成为百万富翁；

高中毕业就已经赚到 5000 美元（约等于 2019 年的 40 万人民币）；18 岁回乡从零售转带团队，每天大约有 50 个报童像他汇报；

26 岁有了 14 万美金（约 2019 的 900 万 RMB，按房价推算约 2019 的 2500 万 RMB）并独立开始了自己的事业。

短短 5 年，巴神便提前实现了「35 岁成为百万富翁」的梦想」；37 岁，他的合伙基金规模超 7000 万美金，巴菲特个人所有资金近 1000 万刀（约 2019 的 5.26 亿 RMB）；

39 岁，巴神解散合伙基金开启人生的更大的征程。1969-2000，这是巴神事业逐步走向巅峰，最精彩辉煌的一段。

期间虽偶有挫折痛苦、险象和挣扎，但总体来说巴神扛着人品，仗着人脉一路劈荆斩刺，架着他错误拣来的战车-伯克希尔，将其修补，移魂换骨后一路滚滚向前，打下了投资界无可企及的江山。

一路来，可以看见巴神对于赚钱塑造金融帝国可谓始终如一，专注得让人有些难以理解。

但事业丰收，江山牢固的同时，巴神的生活让人看来却味同嚼蜡。住，一套平房住一生；吃，永远一杯可乐就牛排；

穿着不修边幅，出行老马破车；家中妻儿无暇顾及，孩子靠着自己的基金聊表体面；最可悲的是人到中年老婆还与他人双燕双飞。

或许就这就是登顶江山的代价吧，想要能在三尺高台上让万人敬仰，台下付出的牺牲只能自己知晓。

巴神如此专注换来的一生，除了三生三世都花不完的金钱，其他似乎没什么让人艳羡。

同是专注型人生，巴神的同门师兄施洛斯看起来更像一股清流。

施神一生谨遵恩师教诲，躬身拣烟蒂，与事无争，几十年如一日！即使眼见着自己的同门师弟平步青云，渐渐已经登上云端，高到自己遥不可攀，他却依旧躬身坚守自我。

人贵在自知，明白了自己，不艳羡他人。坚持着弱水三千，我只取属于自己的一瓢饮的自知品格实在难能可贵。

心不动则风不动，世间一切本都是浮尘。这是金庸武侠小说里的扫地僧啊，身怀绝世武功，却把自己像树叶一样隐藏在森林里。无为的求道、无名的存在其实更需要智慧和胆量。

平衡型，芒格算是《巴芒》里面笔墨颇多，人格最健全的人了。

纵观全剧，平衡型的人生非他莫数。芒神一生虽伴有坎坷：29 岁离婚，31 岁丧子；59 岁白内障手术动瞎了一只眼睛。

然而他前后两次婚姻给他带来儿孙满堂，其乐融融。

一生开过工厂，建过房；律师做到傲视群雄，投资做到巴神也顶礼膜拜。

大家庭里，儿女们个个培养的优秀，争奇斗艳。事业有成，受人尊敬，兴趣广泛，广结良缘，学富五车。

虽不是剧中主角更胜主角。光芒不必太过耀眼，惠及他人更好。修身齐家治国平天下芒神似乎都能做到。这是中国的传统智者大儒啊。

缺憾型，首推神奇「中国佬」蔡志勇。

作为中国人，看《巴芒》全剧，最感痛心的就是这菜神了。

买办富裕家庭出生，步入华尔街开门就红，红到自己就是趋势，红到狗仔跟踪窥探日常。

然而却是一手好牌看是得意，实际步步作死打到烂。印证了那句老话，人无信不立，业无信不兴。

蔡一生起起落落当然也算是传奇，运气和能力都多次站到了他那一边，然而他却最终搞到「耗尽人品黯然神伤，慈善八卦聊度余生」!

狗血到最后快落幕了，还为了一枚送出去的戒指要和人吵到公堂。实在让人唏嘘!

一生赚过，见过那么多钱，钱真的就还那么重要吗？人富，一日不过三餐，房多，睡觉不过一床。

试想，如果菜神也多些人品和自知，那么他成长成为华尔街一个东方面孔的「巴菲特」也不无可能啊。那将是什么样的情形？

他将成为我们国人心中的骄傲和榜样，甚至中美关系的润滑剂，两国人民所共同追捧膜拜的大神啊!

何必最后只留个被嘲讽的名头--「中国佬」，高开低走，让中国观众空欢喜，徒添了一份脸红，可惜了。

米尔肯也算是个缺憾，24 岁带着旷工安全帽在公交车上阅读，为垃圾债付出令人难以想象的努力，终于身成名就，雄霸一方，成为一个「无论说什么，市场里都有很大一部分人都会相信」的人。

多么励志的故事！然而，垃圾债王最后却以踉跄入狱收尾。让人慨然。勤奋很重要，奔跑的方向也很重要，但或许也只是命运罢了。

学术奇人型，我把《巴芒》里客串投资界，有传世巨著的人都归入这学术奇人型里。

在《巴芒》里面，此类人物众多，精彩纷呈，剧中某些人物虽只是来客串走场，但却已让人管中窥豹，叹为观止。

一代宗师格雷厄姆就是个奇人。以《证券分析》奠定投资领域宗师地位，投资领域的成就自不必多说，看看从他那里派生出来的众多人物就已知道。

然而此人才华横溢，竟然还创作并于百老汇上演了歌剧《似是而非》，

引领组建了今天全球认可的特许金融师协会（CFA），

出版了经济专著《储备与稳定》，《世界商品与世界货币》；

向罗斯福总统提出了一套金融改革计划，与一群经济学家一起成立美国经济稳定委员会并担任主席。

WTF，这是什么都行啊。

赌神索普，以《击败庄家》，《战胜市场》闻名，追随者众。

赌神天生学霸，从小开挂，14 岁就能成功自制炸药和强效染料，然后什么物理竞赛，西屋科学奖大赛都如探囊取物。

24 岁拿下物理学硕士后需要破解转盘赌，随便恶补数学两年便拿到了数学博士学位。

虽说赌神在投资领域的战绩也是逆天，但赢钱对于他来说不只是游戏吗？他为证明学术理论的而赌，后来却藏着推导出来的期权定价模式而错过了诺贝尔奖，这孰轻孰重？

大名如雷贯耳，一本《经济学》影响全世界的萨缪尔森。他的投资可谓一举两得，无懈可击。

做学术得了诺贝尔奖，又把钱放伯克希尔让巴神替他理财，对冲了有效市场理论，顺便发了大财。一根甘蔗两头甜。

文艺复兴以来无人能及，信息论的创立者，数字计算机和数字电路设计理论的奠基人，伟大的数学家，密码学家，麻省理工终身教授克劳德-香农也来客串了一幕。

赌博投资对他来说都是小儿科啦，《巴芒》里面众大神噼里啪啦闹腾捞鱼的这整个池子或许才是他研究的对象。

当别人在研究如何在海里多打几条鱼的时候，他想研究的是大海。

可惜上帝不会放过谁，神一样的香农照样犯老年痴呆！

35 岁做大英帝国财政部首席代表参加巴黎和会，后来写出经济学巨著《通论》，同时搞得来男人也搞得来女人，人称宏观经济学鼻祖，外号「钢铁交配机」的凯恩斯也来了。

凯恩斯梦幻开挂的一生，着实和他的性取向一样令人不可思议。《通论》我没读过，据说像我这样的，估计想看也看不懂。

奇人啊，只是奇人性生活上的重口味实在令人无法接受。。。。

最有意思的是马克吐温这个大文豪带着他的经典幽默也来客串了一幕。

他投机输光了所有资产欠下一屁股债务后化债务为动力，一部部经典著作在还债压力下诞生。

诚如《巴芒》里说的：幸亏他投机破产，否则世上只会多一个举止轻浮的暴发富，却少一位「嬉笑怒骂，皆成文章」的传世作家。。真是人生如戏。

还有一个戏份很少的人物，马克-伯恩的兄弟帕特里克-伯恩。

此人是美国电商巨头 OVERSTOCK 的创始人兼 CEO，精通汉语，翻译并出版了英文版《道德经》，还是位职业拳击手.....

这跨界跨到让人目瞪口呆，几秒钟的龙套戏份就让人印象深刻。

不知把他归哪里好，姑且就把他记在这学术型人生里吧。

最后来看看享受型，或曰：花花公子享受型。

巴芒二神的共同朋友-古瑞德。一生丰富多彩，养育五女两男共 7 个孩子，63 还老来得幼子。

酷爱运动，游泳，棒球，飞行，跳伞，滑雪，赛车，马拉松样样精通。

喜欢女明星，花钱投资过不少电影，1986 年为捧红一位女演员，砸百万美金，结果电影拍完，女明星和电影里的搭档私奔了。。

哈哈，精彩如花花公子的人生谁不羡慕。屌丝们就羡慕羡慕流流口水好了。

。。。。。

人生千百态。以铜为镜，可以正衣冠;以古为镜，可以知兴替;以人为镜，可以明得失。透过《巴芒》这出剧里看人生，诸位大神你更喜欢谁？

看戏看累了，光当娱乐无用，这也非导演老唐之本意啊。还是和诸大神学个一星半点的投资方法吧。

想从股市赚钱，观摩观摩大神们都是如何赚钱，拿什么赚钱的。他们在前面给我们趟路吃西瓜，我们跟着后面学习盼望着能拣些芝麻。

别动不动想着超越大神，创立门派。你如果也如上面那些大神们一样，或家财万贯输得起、或天资聪颖印堂高亮那另当别论。

凡人如我就认怂了，好好观摩做笔记：

《巴芒》里面学投资

一，一揽子「烟蒂」模式。

大师兄施洛斯几十年如一日，诠释如何「拣烟蒂」。

他告诉我们这得认得清自己，耐得住寂寞，死死盯住自己的能力圈，自我约束不膨胀也不艳羡他人的成就。

他从来不持有现金，总是满仓，承认没有能力知道何时进场何时离场，只关注超值的股票，不关注市场怎么走。

47 年，年化收益 20.1% 超巴神。

拣烟蒂的缺点：可容纳资金有限。

格雷厄姆的教诲:「烟蒂毕竟是脏的，花时间去检验每一个烟蒂的成色是没有必要的」，通过分散，保证这些烟蒂大多数还能免费吸一口就好。

芒格总结「烟蒂股」的买卖体验:「买它就像一个人买游艇，一共有两个高兴日子，买的那天和卖的那天」。。。。

二，低费率指数基金模式。

约翰-博格上台，创立先锋 SP500 指数基金一鸣惊人。

1984-1994，10 年有 7 年收益率超过一半以上的股票基金，整个 10 年期超过 78%的股票基金。到 1995 年，平均费率低至 0.31%，同期行业平均 1%。

巴神 1998 年被市场胖揍以后转挺指数基金，2006 年公开设赌局 100 万美金挑战所有基金管理人，10 年后巴神大获全胜并兴致勃勃解释了其背后的逻辑，这是巴神花重金和口水为咱们广大散户背书了。

三，确定机会的套利。

格雷厄姆 G 公司、可可豆公司套利。期间杰伊顺带教了拆分避税的方法，后来巴菲特又在邓普斯，华盛顿邮报中亲测实用有效。

索普以经典套利案例 AT&T 公司及美国汽车公司(AMC）为我们展示市场无效，他以基金 20 年没有一年亏损，年化 19.9%为我们背书站台。

-----这些套利，咱们屌丝散户估计也用不到。

四，陪伴优质企业成长。

芒格亲历变压器工厂经营困难后，意识到没有前景的企业是令人多么痛苦和浪费时光。

他说「好企业和差企业的区别在于，在好企业里，你会做出一个接一个的轻松决定，而差企业的决定常常是在不同的痛苦之间做选择。」;

巴神贴上伯克希尔这张狗皮膏药后挣扎着告诉我们：行业竞争的特性决定了无论管理层如何努力都无法挽救颓势，赛道很重要。

芒格说：物以类聚，人以群分，优秀的企业和优秀的人一样，因为优秀所以更优秀，反而经常挑战成就的上限。

投资者买下优秀的企业后，往往并不需要再做什么，只要坐着享受优秀者努力的成果就好，同时，还能接触到优秀人身边那些同样优秀的人和企业；

以喜斯糖果，可口可乐等经典案例为代表，巴菲特以 1972-2000 年，28 年实战，伯克希尔账面净资产增 654 倍，年化 26.1%，股价年化 26.5%, 同期标普 500 只有年化 14%的战绩，给我们证明了此路的宽广。

同时，成长股投资之父，菲利普-费雪也告诉我们「如果买入了正确的企业，卖出就变得不那么重要了」。

投资要小心的几点：

一，杠杠的危险。

杠杆资金不管你的股票是低估还是高估，只要账面上有借来的钱，命运就不由自己掌控，而且杠杆会带来金融市场「反身性」。

1929 年格雷厄姆错过股市逃顶，用血的教训告诉我们：「任何利用杠杆交易的非专业人士都应该认识到，事实上自己是在投机，或者说是在赌博」。

只要使用杠杆，就相当于将命运交给了市场上最疯和最蠢的人。

二，不要做空。

美国无线电从 1921 的 2.5 美元涨到 1929 大奔溃前的 574 美元,戴维森在 300-400 美元某处做空爆仓，而后股票崩盘竟然暴跌 98%。

戴维森的案例展现出：「市场先生是疯的，他的出价只能被利用，无法预测」。

而且请注意：一旦如果陷入泥潭，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。

巴神也亲测过做空后对我们说：「判断高价股票「注定」会走向灾难并不难，但想依靠这个认识挣钱，太难了」;

「泡沫是人类本性造成的。没有人知道泡沫何时破灭，或者破灭前能涨多高。」

三，趋势投资不可信。

趋势鼻祖利弗莫尔，1934 年第 N 次也是最后一次破产后，经历了几年穷困潦倒的挣扎于 1940 年留下「我的一生是一场失败」纸条，饮弹自杀。

蔡志勇从「趋势的创造者」到飞猪现原型；以趋势投资大师闻名的欧奈尔，本身却没有任何可信的投资记录；

香农说：「那些耗费很大精力研究价格图表，头肩顶，V 字反转的技术人员，无非在做一种重要数据干扰重现的工作，意义不大。」；

索普认为爱德华兹写的《股市趋势技术分析》提供了「否定性帮助」没必要在技术分析上面浪费时间。

四，宏观是废纸，周期赚钱有难度。

凯恩斯可能是当时全世界掌握经济数据最全面的人，他几乎掌握一切外汇及相关商品的相关细节。

如此牛逼的凯恩斯 1920 年将账户亏成负数，1929 再次失去了超过 80%财产后被打服了，他回顾了自己基于宏观经济的投机活动，发现自己娴熟的信贷周期投资理论对自己的投资似乎没有起到什么作用。

他无法证明在不同经济经济周期里，借助市场的系统波动买卖股票可以获利。

在将近 20 年时间里，凯恩斯在 5 个不同的投资组合里尝试过这种投资策略，却从未成功。

1934 年，51 岁的他说随着时间流逝，我越来越坚信，正确的投资之道是将大笔资金，投到你了解并且你对它的管理层有信心的企业当中。

五，量化模型要小心。

萨缪尔森提醒：小概率不等于不存在，大概率不等于必然，均值不等于现实。优势明显不等于必胜。

香农阅读了能摆满图书馆三个书架的股市相关书籍，试图知道他的信息论是否可以帮助解析市场的随机变化。

香农在技术分析上消耗了大量的精力，他甚至发明了一台电力设备，用以模拟股市资金流动情况。经过彻底研究，香农最终放弃。

梦幻豪华阵容长期资本带领诺奖得主墨顿、舒尔茨和美联储主席一起建模给我们表演了一场菜篮子打水一场空，留下烂摊给巴笑的闹剧。

2008 年梅利韦瑟及其他天才合伙人又成立 JMW，以再次以踩中 1/10N 小概率事件清盘为代价，为我们背书证明此路不通。

六，投资保险要小心。

盖可保险衰弱前，格雷厄姆没有从财务报表上发现蛛丝马迹，投资大师戴维斯，多德教授，前任 CEO 戴维森都没有提前发现盖可保险的衰落。

这个事实足以提醒我们：保险业相对复杂，单纯从财务数据上很难分析未来。

巴神用通用再保的遗毒痛苦为教训说「衍生品就像地狱，进去容易出来难。」2008 年巴神再次用黄段子阐述了衍生品的难点。

最后，股市里有个规律，但凡事情好得不像真的，它很可能确实不是真的。

本人读书不多，幸识老唐这样阅书无数的大牛，他把那些林林总总的关于华尔街，关于投资类的书籍都替俺们给读了，然后揉碎分拆，以这种更有趣味性，我们普通人更能接受的股市剧展现给我们。

我可谓走了条老唐开辟的捷径，踩在老唐搭起的梯子上得以窥视投资殿堂里的众大神都在搞些什么。

知己知彼，百战不殆。知其然，更应知其所以然。以后可以从容点了，读过《巴芒》，关于华尔街的其他书籍应该可以不用那么着急赶着读，可以慢慢闲读。

《巴芒》里面悟老唐

读完《巴芒》，感觉似乎更懂老唐了。

原来老唐的那一套太祖长拳打法，几乎处处有渊源，招招有出处。

而且其逻辑，招式都是有各路神仙背书验证过的。

想想为什么老唐总说：远离杠杆，股市投资为什么是看三五年，投资要用起码三五年不动的资金，如何面对波动，为什么是定 50 倍 PE 才卖而且会卖，为什么没买平安，。。。等等，都能从《巴芒》里窥见一斑，找到影子。

甚至其阅读，真诚坦然认错为什么也和巴芒有些相像？呵呵。。

公众号里老唐已有「别愁傻子-瞅地」的六字真言，是其核心五篇里的排头兵。

现在欣赏完《巴芒》最后一幕，再看老唐对巴神关于农地案例的解读。突然让我想到《三体》里，云天明从三体世界传回来的几个「童话」。

经情报解读处的人们层层剥茧以后，「童话」其中的深意得以展现，让人类在黑暗森林里有了希望。

老巴的农地隐喻确实精妙，但相信不少初入股市的人对它也是蜻蜓点水不解其深。

就像看云天明传回的童话一样，普通人只会看到一个王子弑父篡位的精彩故事。

有了老唐这样的情报解读员，我们轻松多了。向无私分享的唐导致敬！

总觉得人有三种，其一，能从别人的经验中学习并彻悟的人，这类人通过读书，观察，学习就能避免碰壁并走上事半功倍的道路；

其二，总是要自己摸索碰壁后才能领悟，付出代价才能恍然大悟：哦，原来真的是这样，胡子长的未我欺也；

其三，反复碰壁却不领悟，摸不着头脑，浑浑噩噩，懊恼神伤，得过且过，常常感慨人生，怪罪境遇。

如果你忙得忘记停下来思考，停下来看看比你优秀的人都在做什么，想什么，那或许是很悲哀并要付出惨痛代价的。

比如说我就曾在股市里自以为是地瞎摸瞎搞，为此付出过超级昂贵的学费。

如果早点多读书，懂得见贤思齐，知道去从别人的经历中吸取经验，那不仅省下的是高昂学费成本，更是宝贵的复利时间成本。

看完《巴芒》，对投资各个门派，打法都有了一些概览了解并做了笔记，显然是进步了。

今日自我表扬，自我勉励一下，我觉得我在从第二种人慢慢向第一种人靠近中，oh yeah!

第818篇.　2020.08.01 - 老唐实盘周记2020/08/01

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-08-01

本周交易

无

当前持仓

目前持仓茅台 42%，腾讯 25%，洋河 14%，分众 8%，古井 B6%，海康 5%。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	42%	19000±10%	<9500	23000	21081	1678.18	43.93%
腾讯控股	25%	55000±10%	<27500	60000	45889	534.00	42.63%
洋河股份	14%	3150±10%	<1575	3700	2035	135.05	25.63%
分众传媒	8%	……	<600	1400	889	6.06	-2.10%
古井贡B	6%	666±10%	<333	800	387	85.49	23.59%
海康威视	5%	4400±10%	<2200	5000	3457	36.99	15.45%
沪深300						4695.05	14.61%
上证指数						3310.01	8.52%
2020/8/1			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8996	

不经意间，有五只持股年内跑赢指数，就剩下小分拖后腿了：

村里有家公司叫小分，

人家上涨她不跟。

拉住老唐的小胖手，

假扮可怜人——预备唱！

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	41%	19000±10%	<9500	23000	20040	1595.30	36.82%
腾讯控股	26%	55000±10%	<27500	60000	45641	528.00	41.03%
洋河股份	14%	3150±10%	<1575	3700	1961	130.14	21.06%
分众传媒	8%	……	<600	1400	878	5.98	-3.39%
古井贡B	6%	666±10%	<333	800	361	79.15	14.43%
海康威视	4%	4400±10%	<2200	5000	3143	33.63	4.96%
沪深300						4505.59	9.98%
上证指数						3196.77	4.81%
2020/7/25			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.9049	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同而发生小幅变化；

②老唐买点或卖点，代表如果公司总市值触及此数值，老唐计划买入或卖出，与个股历史买入成本无关；

③仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

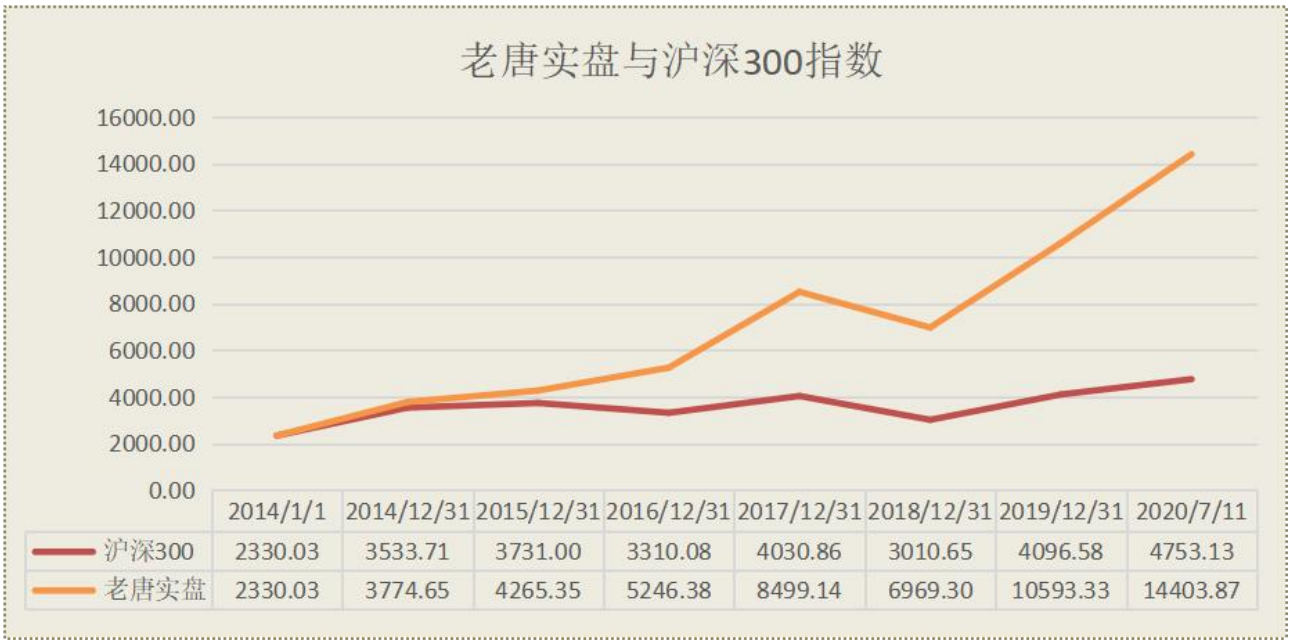
收益

2020 年内收益 34%（四舍五入数据）。

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，34%（均不含新股收

益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 610。以 6.59 年折算，年化收益率约 31.6%。



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/7/11
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	4753.13
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	14403.87

重要事项

1.茅台半年报

周二下午贵州茅台发布半年报，一些关键数据当天已经分享给大家了。

这份报表绝大部分内容中规中矩，亮点主要有两处：直销和酱香系列酒。

直销放量，在不引起舆论过度关注的情况下，实现变相提价，这大概是股东们心中排第二位的期盼了，仅次于直接提升出厂价。

这事，公司在各种文件和口水里强调过很多次。但直到这份报表，才真正看见了落实。

上半年直销收入 51.5 亿，同比增幅超过 220%，占总营收比例从去年上半年的约 4%，提升到现在约 12%。

其次就是酱香系列酒了。

今年上半年，由于疫情的影响，大量社交活动停滞，白酒消费锐减。

茅台酒带金融属性，且产品本身极度供不应求，增长是意料之中的事。

但酱香系列酒，即没有囤积居奇的渠道炒作，又不具备强大的品牌号召力，正常推测应该是萎缩，差别只是萎缩幅度的问题。

已发布半年报的水井坊就是个最好的样板：上半年营收仅 8 亿，腰斩有余；净利润不足 1 亿，同比降七成；经营现金流由正转负。

可茅台半年报打开一看，酱香系列酒销售系统在上半年清退 293 家经销商，新增 1 家经销商的情况下（证明增长不是靠铺货达成的），居然维持了去年同期销售水平 46.5 亿水平，没下降。

困境见水平，这是真牛了

很多人喜欢说茅台这种品牌力量，换谁上去都不会差。

茅台是否真是这样，不敢说。但至少茅台酱香系列酒绝对不是，品质好的同时，一样还需要靠人的努力。

可惜，1994 年大学毕业就进入茅台，始终战斗在销售战线，自 2016 年起一手打造系列酒五年十倍，从十亿到百亿成长奇迹的酱香酒董事长李明灿，二十多天前锒铛入狱，悲惨地结束了他在茅台 26 年的职业生涯

价格双轨制，畸形的价差，寻租的诱惑，不断地考验人性，不断地毁灭一个个本来前途远大的企业家——唉，不说也罢

周二推给大家的截图里，用上半年披露的 3.67 万吨基酒产量，推算全年基酒产量约 5.24 万吨。

很多朋友收到推文后，追问关于茅台轮次酒产量分布情况。我分享一个茅台七个轮次基酒占比数据给大家吧。

轮次	第一轮	第二轮	第三轮	第四轮	第五轮	第六轮	第七轮
占比	9%	14%	25%	22%	15%	10%	5%

实际出酒率由于人工操作、天气因素等，会和这个比例有细微波动。但波动非常小，每个轮次的占比差异不会超过 1%。

2.本月阅读

这个月因为忙着写手财的新准则升级版，阅读很少。

仅仅以休息眼睛为目的，忙里偷闲看了三本纸质书。一本垃圾，两本推荐：

垃圾的一本，是一位日本基金经理写的《一流投资家用世界史赚钱》。

名字气派，实际非常垃圾，不要买。如果已买，直接丢垃圾桶，节约时间就算赚了

推荐的两本，其实是一本书的上下册：马伯庸最新出版的小说《两京十五日》上下册。

马伯庸的小说，一贯水准高。这本《两京十五日》，首印 50 万册，上市 20 天售罄。

同样作为「作家」，战绩云泥之别。老唐最受欢迎的著作《手把手教你读财报》上市快六年了，累计销售量还不到 50 万册

套用黑石创始人彼得森的自传书名《黑石的起点，我的顶点》，这可真是「老马的起点，老唐的顶点」。

这也侧面解释了最近投资圈的流行语：赛道很重要

我曾先后推荐过马伯庸的《三国机密》《风起陇西》《显微镜下的大明》《三国配角演义》《长安十二时辰》，若论数量，似乎是老唐荐书里单个作者占比最大的一位了。

马伯庸的作品之所以受欢迎，当然是因为作品构思精妙，故事奇诡。

但我认为他近于偏执一般地执着细节，也是他能持续出好作品的关键之一。

比如这本《两京十五日》，创作灵感来自于史书里记载的很短的两句话。

大致意思是大明太子朱瞻基被老爹派往南京去安抚灾民。结果刚到南京，圣旨也追到，说老爹快不行了，要太子回北京接班。然后太子狂奔一千一百公里返京，顺利接班。

从这么短短的几句话里，马伯庸发现了其中的不合理之处，并展开合理想象，构思出一个孤立无援的太子团队，在十五天内不断躲避庞大规模的追杀，沿着大运河奔袭 1100 公里返京的故事。

正如封底介绍：

千里运河，星夜奔驰，四面楚歌，命悬一线。

一个小捕快，一个女医师，一个芝麻官和当朝太子的心灵之旅。

跑出了皇权与民意的博弈，跑出了宫闱与官场的搏杀，跑出了纠葛数十年的复杂恩怨，跑出了残酷的传统与不灭的人性。

编故事，很多人都行。但在细节上着力，让「历史可能性小说」比历史本身更像历史，是马伯庸特别出彩的强项。

几个月前，马伯庸分享过写这本小说时所出的憨力气，他说：

我最新的一本书是关于明代大运河的。为了写好，我搜集了大量的资料……

明代漕运是个超级大坑，最基本的原始文献，比如杨宏的《漕运通志》、席书的《漕船志》、王琼的《漕河图志》之类的，得看完吧？

涉及到朝政的实录、奏牍得读吧？明人笔记里的记载的各种八卦得挖吧？

漕河沿途各地的风土人情得了解吧？船工拜什么神，把总怎么行船，瓜洲当时的盐商画舫什么样？淮安的五坝还有没有，天津到通州怎么走，都得查清楚吧？

地方志得扫一扫。杨正泰先生的《明代驿站考》，怎么也得跟着在地图上跑几遍吧？

还有涉及到周边的盐政、食货、钱法、治水、军政、驿政资料总得看吧？

最近有没有新的考古成果，也得各个学术库里扒拉一遍。

……

故事开始写了，我一路写着，一路产生了无数需求。

比如主角到客栈要住店了，好，我去查查当时的宿店习俗；主角要出发了，我再查查当时用什么宝钞；主角遇到化妆成和尚的坏人了，好，我去查查当地的方志，看附近有没有适合做舞台的寺庙。

甚至我还碰到一件事，主角要过某一条河，我设计了个巧妙的桥段让他渡过，顺便查了一下水文资料，然后发现……卧槽，这里要几十年后才疏浚成河，前头的设计全要推翻重来，只好哭着掉头回去重新写。

也正因为这样执着于细节，《两京十五日》成为一本优秀小说的同时，其实也是一副相当写实的（至少是读者感觉相当写实的）明代大运河风土人情画卷。

两京十五日（全两册）

作者：马伯庸 著,博集天卷 出品

这样用心的作者，当然应该享受“首印 50 万册 20 天售罄”的待遇。对吧？

3.本周读书笔记，选中 3 份。

仍然先披露入选者，之后再找时间陆续推送文章，以避免作者焦虑。

入选文章是：

- 见微知著话投资--by 雪球@李 chch
- 投资中的可为与不可为--by 公众号@我的生活记录本
- 巴芒演义大事记--by 公众号@微光探索

请这三位朋友留下收货地址——如果选择老唐的四本书签名套装做奖品，或，留下微信号——如果选择加老唐微信好友做奖品。

无论是否入选，输出本身已经是对自己的巨大帮助，是非常深入的学习过程。

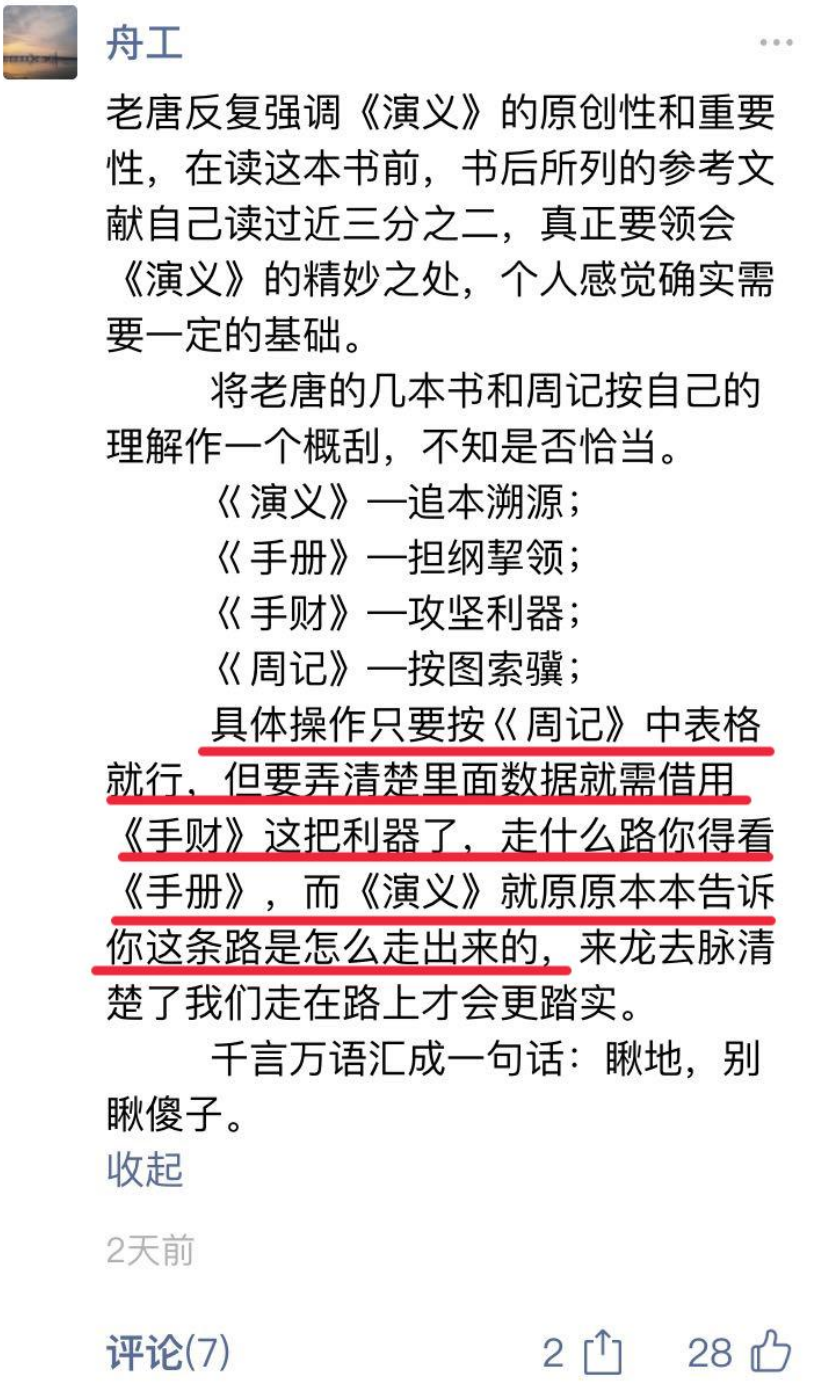
我相信所有写过读书笔记的朋友，都会有这个感触。

借着这个激励，将双手放在键盘上，给自己一个成长的机会吧！

4.一个有价值的小分享

前天，书房有位叫@舟工 的朋友，发了一段关于老唐实盘周记、《手把手教你读财报》、《价值投资实战手册》及《巴芒演义》之间的关系和定位的话。

我觉得定位挺准，总结的也挺有趣。截图分享给大家，谢谢@舟工



本周运动

本周游泳 2 次，单次 1 小时；陪我家领导散步 3 次合计 24 公里。

同口径体重 84.4kg，环比上周降低 1.2kg（175cm），超有成就感

下周预计交易

无

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。

文中提及的任何个股，都有**腰斩**或翻倍的风险。请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记

祝朋友们周末愉快

第819篇.　　2020.08.08 - 老唐实盘周记2020/08/08

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-08-08

前言：三个小时前，与我家领导情同亲姐弟的一位表弟与世长辞。

或许很多朋友还记得，去年 6 月初我和领导正在俄罗斯旅游时，突然匆匆返回，结束了原本计划的自驾游后半程。当时就是因为这位表弟查出胰腺癌。

我现在开车陪领导回老家县城，本文留言暂无法上墙和回复，回头抽空来处理。

本周交易

无

当前持仓

目前持仓茅台 41%，腾讯 25%，洋河 14%，分众 8%，古井 B6%，海康 5%。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	41%	19000±10%	<9500	23000	20489	1631.00	39.88%
腾讯控股	25%	55000±10%	<27500	60000	45270	527.50	40.89%
洋河股份	14%	3150±10%	<1575	3700	1978	131.28	22.12%
分众传媒	8%	……	<600	1400	854	5.82	-5.98%
古井贡B	6%	666±10%	<333	800	394	87.02	25.81%
海康威视	5%	4400±10%	<2200	5000	3618	38.72	20.85%
沪深300						4707.93	14.92%
上证指数						3354.04	9.96%
2020/8/8			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8984	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	42%	19000±10%	<9500	23000	21081	1678.18	43.93%
腾讯控股	25%	55000±10%	<27500	60000	45889	534.00	42.63%
洋河股份	14%	3150±10%	<1575	3700	2035	135.05	25.63%
分众传媒	8%	……	<600	1400	889	6.06	-2.10%
古井贡B	6%	666±10%	<333	800	387	85.49	23.59%
海康威视	5%	4400±10%	<2200	5000	3457	36.99	15.45%
沪深300						4695.05	14.61%
上证指数						3310.01	8.52%
2020/8/1			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8996	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同而发生小幅变化；

②老唐买点或卖点，代表如果公司总市值触及此数值，老唐计划买入或卖出，与个股历史买入成本无关；

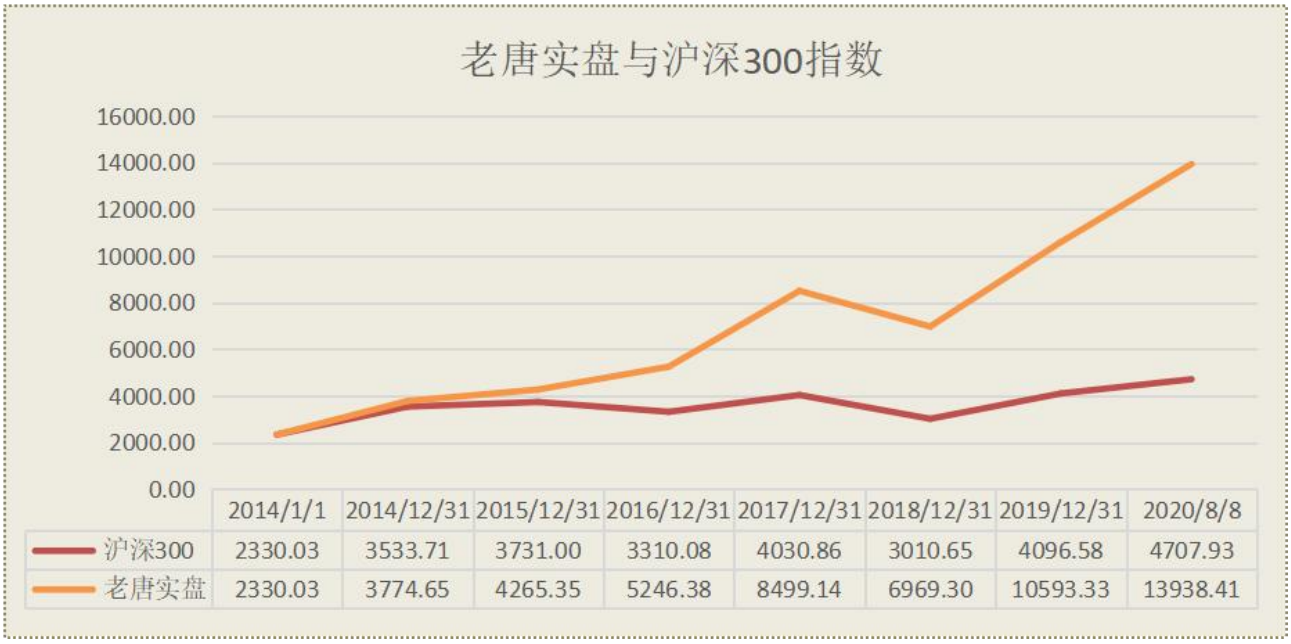
③仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2020 年内收益 32%（四舍五入数据）。

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，32%（均不含新股收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 598。以 6.61 年折算，年化收益率约 31.1%。



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/8/8
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	4707.93
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	13938.41

重要事项

1. 白宫发布针对微信的禁令。

虽然本周腾讯控股股价其实就跌了 1.2%，但本周大家最担心的公司，无疑是腾讯，主要原因就是这份含义模糊的白宫禁令。

禁令对于腾讯来说，毫无疑问是负面信息，对于腾讯现在的经营以及未来的扩张都产生了负面影响。需要评估的是，这个负面影响究竟有多大。

由于某些大家都懂的原因，网络上的相关报道乱七八糟的，逻辑串不起来，老唐尽力在允许表述的范围内，将我对此事的个人理解阐述一下吧。

以下言辞不代表老唐评价哪一方的对或错，只是作为一名与此事相关的投资者对于究竟发生了什么的梳理。如果其中包含了某些朋友不喜欢的价值观，那一定是我表达不清楚造成的。

> 我个人理解，这一轮抖音和微信的美方行动，催化剂是我国2017年6月28日实施的《国家情报法》的第七条，法律原文如下：
>
> “第七条　任何组织和公民都应当依法支持、协助和配合国家情报工作，保守所知悉的国家情报工作秘密。国家对支持、协助和配合国家情报工作的个人和组织给予保护。”

美方从这条法律条文出发，认为所有中国公司获取的美方个人或组织信息，都可能被中国政府征用，而中国企业没有任何拒绝提供美方信息给中国政府的法律依据（或者说理由或借口），这将导致美国的网络使用者的隐私信息成为某种工具。

于是美方发动了净化网络行动，主要包括禁止美国国内使用能够搜集美方个人及机构信息的中国app，禁止中国公司对美国人或组织提供云服务，禁止中国公司参与海底电缆竞标等。

其核心诉求就是一点：全面隔离中国公司和美国人或组织的隐私信息。

微信被包括在内，主要就是APP涉及到获得个人隐私、通讯信息及银行支付等功能，所以被禁。

昨天的白宫禁令，只是一个原则性表达，对它的解释及执行细则将在事后有商务部长做出，所以腾讯公司昨晚发布公告具体影响还在评估中。

按照目前的信息看，禁令不涉及微信以外的其他腾讯业务。但这里有个难点，游戏里面也涉及到支付，支付必然和腾讯发生“交易”，这个是否在美方禁令范围以内，目前还不得而知。

如果游戏的支付受影响，对于腾讯来说会比较难受，但个人估计即便游戏的支付在禁令范围内，也是可以找到曲线解决方案的。

同样据我个人推测，腾讯的在美投资不会受到影响。无论腾讯持有多少股份，这些公司原本是海外独立的企业，其从创建至今一直受美国法律管辖，其积累的相关隐私和数据，大股东并没有权力直接动用，不存在因国家情报法规定被征用的问题。

因为我方的法律不可能随便改（即涉及立法程序问题，也涉及国家尊严问题），而美方站在他们的角度，也不能说担忧的没有道理。

这事情可能无解，顶多我们现在也对等禁了他们的非死不可、油管、推特等APP在我国境内的使用。

这情形下，企业只能夹在中间两头受气。

可以预见：所有涉及到搜集隐私信息的中国APP，最终可能都会在美国范围内的APP store或应用商店下架。

但我认为这禁令的范围只是美国国内。

至于网络热传的中国境内会不会出现苹果微信二选一的问题，担忧的有一定道理。

因为这可能涉及到苹果和微信之间发生“交易”，也就是苹果公司对微信里发生的交易抽成30%的“苹果税”，可能是苹果和微信之间的“交易”。

如果真的发生这样的事情，受伤更重的无疑是苹果公司，而且不是伤敌一千自损八百，简直是伤敌一千自损八千，我个人认为最终的美国商务部解释，不可能走到这一步。

另外，美国这个国家的法律体系里，既有三权分立，也有两党竞争，总统及政府这条体系，同样需要在法律之下活动。

且朝野上下都有敌对方及看热闹不嫌事儿的新闻媒体，时刻盯着现ZF的一切行动，并乐意将其中错误和荒诞的东西剖析出来给选民听。

这也是他们之所以成为世界头号强国的重要原因之一，很难在错误的道路上滑出太远。

国内有些媒体渲染的什么禁止中国使用苹果系统、安卓系统甚至windows系统之类，这基本属于无底线的吸睛大法，唯恐天下不乱。

我的个人观点：事情不会走到那一步。

综上所述，我的个人理解是：对腾讯有负面影响，但鉴于腾讯海外主要是游戏业务，海外游戏收入占腾讯游戏收入的约 1/4，其中美国境内大概又占 1/4 的 1/4，总体对游戏营收的负面影响大致在 6%上下，对总营收的影响应该不超过 3%。

我相信以腾讯公司的竞争力，从别处找补 3%不是难事，所以，我没有重新估值需求，也没有交易计划。

下周还有个短期股价的负面因素：下周五恒生指数公司将重新评估成分股构成，按照一直以来的考虑，有可能吸纳类似阿里、美团这样的新科技公司。

如果最终确实如此，腾讯在恒生指数里的占比权重可能会降低，会导致一些跟踪恒生指数的指数基金减仓腾讯，造成短期压力。

不过，下周三晚上腾讯将发布半年报，预计偏乐观，估计会对市场情绪有一定的稳定作用。

最终还是一句废话：短期股价不可预测，利好利空博弈的结果是“鬼晓得”。不操心、不关心，就是我的态度。

2019 年 11 月 16 日，我在书房写下：“对于今年大约千亿人民币净利润的腾讯来说，目前大约 2.7 万亿人民币的市值，估值上占不到市场先生什么便宜，能获取的就是企业的成长收益。不过，腾讯的成长在我眼里是一个高确定性的送钱时刻。”

2020 年 3 月 18 日，我在书房文章留言区写下”腾讯就三个字：等收钱”

Leo_Young

搬把小椅子，听听老唐对腾讯2019年财报的透析

03-18 20:25:45

你的回复

就看了新闻标题，还没顾上看财报。但看不看的基本不会有什么大变化。腾讯就三个字：等收钱。游戏和广告构成基本盘，短期增长看游戏出海和企业服务，长期增长点还有金融深化和投资价值体现。它属于标准的"用合理的价格购买优质企业"案例样本

03-18 20:26:13

今天，我的观点也没有变。

这家公司虽然这里没有估值便宜可占（2020 年预估净利润人民币 1200 亿元上下，目前约 4.5 万亿人民币市值，约 38 倍市盈率），但企业的未来成长依然清晰可见。

企业成长会推动当前估值变成合理和低估的，我只需坐等即可——成长会来自哪里，请回看《老唐实盘 2019/11/16》即可。

有必要提醒，不要看见老唐说某某是送钱的，结果后来真的大涨，你就激动了。别忘了，老唐一样有错的离谱的时候，比如分众。

两年前的本周，我启动了对分众的买入，当周 10.38 和 10.02 各买入约 1%仓位。当时的估值是三年后 2021 年合理估值 2100~2500 亿，对折位置买进，目标三年一倍。

结果大家都知道了，错的离谱，截止今天两年过去了，目前仅约 850 亿市值，整体依然亏损约 22%（后面陆续有加仓，整体买入位置折合约 1080 亿市值，对应约 7.4 元/股）。

同期沪深 300 指数基金涨幅有大约 50%，如果将其作为机会成本看待，这笔投资基本是两年换来一个腰斩 850/（1080×1.5）≈52%。

所以，老唐只是分享自己的看法，无法保证看法一定正确的。指导你的操作的，只能是你，为对错负责的也只能是你。分众如此，腾讯亦如此。切记切记！

3.本周有 3 份读书笔记入选。

仍然先披露入选者，之后再找时间陆续推送文章，以避免作者焦虑。

入选文章是：

- **结合 PE 投资谈《巴芒演义》的读后感--by 公众号@吴岛主投资**
- **《巴芒演义》读后感--by 雪球@大花生的坚守**
- **巴芒演义-根正苗红的价值投资基因--by 公众号@杨府**

请这三位朋友留下收货地址——如果选择老唐的四本书签名套装做奖品，或，留下微信号——如果选择加老唐微信好友做奖品。

无论是否入选，输出本身已经是对自己的巨大帮助，是非常深入的学习过程。

我相信所有写过读书笔记的朋友，都会有这个感触。

借着这个激励，将双手放在键盘上，给自己一个成长的机会吧！

本周运动

本周跑步 2 次，单次 10 公里；散步 2 次合计 19 公里。

同口径体重 84.4 kg（175cm），环比无变化。

下周预计交易

无

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。

文中提及的任何个股，都有**腰斩**或翻倍的风险。请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记

祝朋友们周末愉快

走西门的大叔

如果全世界其他国家都禁止或主要国家都禁止 tiktok 和微信的话，那可以看做是情报法的问题，如果只有美国或极少的小弟禁止，那么这个明显还是打压中国。是非但凭实力，老大老二不对付是太正常的事情了，就像美的和格力也经常搞动作一样，很简单的事情，没必要搞那么复杂。

作者

美国针对我们是打压我们，印度针对我们是抢地，日本针对我们是世仇，英法意针对我们是跟风……，总之总有刁民想害朕，只是因为朕太行，这种思考模型简单痛快，也很过瘾，但可能除此之外就只剩副作用了

Ray

跟所谓 Chinese virus 一样，不过是欲加之罪何患无辞的手段，还有国人非要主动贴上去给洋大人那莫须有的理由做合理化解释么？再说 2017 年的事情，终于在 3 年后的今天催化出金毛大统领的封杀令？

这把懂王的反射弧看的太长了呢。在公知眼里，大约洋大人面前，跪的姿势不够恭顺，就是罪状吧。

作者

有自己的想法是好事，但动辄给不同观点者扣上公知，下跪，洋大人之类的帽子，只能阻碍你的思考能力。

简单

分众传媒，从技术面看，短期内已经处于看空趋势，唐老师准备继续持有吗？如果未来达不到您的目标股价，你会考虑怎么止损呢？

作者

我不懂技术面，也不知道什么叫止损。我心中只有两个词：值，不值。

暴风雪

不赞同老唐把贸易争端归于国内情报法的观点，太想当然了。其他的观点认同。

作者

贸易争端的原因肯定是多方面的，不是取决于某一件事。本文只是说封杀抖音微信事件的催化剂，就事论事罢了🤝

dgstar

在老唐这里可以看到一些比较客观的分析，有一个问题，为什么 2017 年的法案到现在才作出反应？

作者

中美关系最近三年持续恶化中，不是现在才反应，只是国内资讯那啥，你懂的。

第820篇.　　2020.08.15 - 价值投资方法的集大成者 --by@jiang550

jiang550　唐书房　2020-08-15

唐朝的新书《巴芒演义》看完了，掩卷沉思，感慨万千，收获良多。

《巴芒演义》用了一种轻松的语言，讲述了 20 世纪以来的股票投资历史，提炼归纳了价值投资的方法，是价值投资方法的集大成者。

《巴芒演义》是一部案例教学集，让读者近距离观摩大师们的投资方法。

书中讲述了许许多多的投资案例，以巴菲特的投资案例为主，包括巴菲特早期、中期和晚期的每一个阶段。

同时，也讲述了巴菲特老师格雷厄姆、巴菲特师兄施洛斯等其他投资大师的很多投资案例。

每一个案例都结合当时的历史背景，用详实的资料合理推断大师们当时的思考和决策过程。

用一个个投资案例为读者展示如何进买进、持有、卖出，以及做出买卖的缘由、投资的关键环节和思考的重点。

用具体案例去探究大师们的投资方法，让读者去模仿、去学习，整本书就是一部鲜活的案例教学集。

《巴芒演义》是一部警示教学集，让读者可以做到“别人吃一堑、自己长一智”。

书中除了讲述大师们成功的投资案例，还讲述了大量的反面案例。

比如蔡至勇大起大落的投资人生，其追逐热点、波段操作、图表分析、能说会道（善于忽悠），让他曾风光一时，但最后也落得惨淡收场。

用网上流行语来说，眼见他起高楼、眼见他宴宾客，眼见他楼塌了。

在网络发达的今天，蔡至勇这类大 V 并不少见，看起来分析得头头是道，实质是套话（废话、谎话）连篇，在所谓的粉丝群里“一呼百应”。

作为业余的投资者，应该擦亮眼睛，仔细辨别，免得上当受骗。

还有格雷厄姆、凯恩斯的早期投资（投机）经历，让读者深刻理解投资与投机、微观与宏观的关系。

还有长期资本公司的全面崩溃，也警示了黑天鹅（杠杆）的巨大破坏力。

《巴芒演义》是一部人物传记集，让读者明白大师也是从普通人成长起来的。

《巴芒演义》除了讲述了巴菲特、芒格的投资及成长经历外，还讲述巴菲特的老师格雷厄姆、菲利普·费雪、伯纳德·巴鲁克、沃尔特·施洛斯、彼得·林奇、约翰·博格、爱德华·索普、约翰·梅纳德·凯恩斯等历史上众多投资大师的投资成长经历。

从大师们的投资思想和经历中，读者可以从中总结出价值投资的普遍规律和原理。

虽然大师们的投资品种和方法各不相同，但是基本上都是以价值为锚、利用市场情绪而不是被市场情绪所控制。

人物传记里也穿插着大师们在重大历史事件发生时所表现出来的细节，以及大师们在生活中的为人们津津乐道的趣事，和人们茶余饭后的趣谈，可读性非常强。

《巴芒演义》是一部投资历史集，让读者仿佛亲身经历 20 世纪波澜壮阔的投资历史。

书中以格雷厄姆的经历，讲述了 20 世纪 20 年代美国股市“咆哮的二十年代”、1929 年的股市大崩溃和 20 世纪 30 年的大萧条。

以巴菲特的经历讲述了美国 20 世纪 50 和 60 年代的大牛市、70 年代初的漂亮 50 行情和 1973、1974 年的股市大崩盘、1980 年开启的长达 20 年的牛市、2000 年的网络科技泡沫破灭、2008 年的次贷危机等，

让读者了解美股长达 100 年的历史进程和对投资收益的影响，深刻理解现金、黄金、债券、股票长期收益率的差异，从而建立起对股市波动的“免疫力”，用长期的股权投资取得令人满意的投资收益。

《巴芒演义》是一部投资方法集，让读者可以根据自己的情况选择合适的投资方法。

在书中的第四十一回，唐朝从大师们的投资方法中总结归纳了四种投资正道（投资方法），并阐述了各自的优缺点，让读者直接“抄作业”。

即低费率指数基金模式、确定机会的套利模式、一揽子烟蒂模式、陪伴优质企业成长模式。

对于我而言，一个业余投资者，最值得拥有的是“低费率指数基金模式”。

看到周围炒股的人大多数是亏损的结果，个人认为投资指数这条路适合绝大多数人。

目前，我自己正在实践指数投资，从实际的结果看，收益率令自己非常满意。

最后，感谢唐朝的辛苦付出，为广大的投资者梳理了 20 世纪的价值投资历史。让大家在轻松的阅读中了解掌握正确的投资方法，为自己的家庭理财计划打下良好的基础。

第821篇.　　2020.08.15 - 老唐实盘周记2020/08/15

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-08-15

本周交易

无

当前持仓

目前持仓茅台 42%，腾讯 24%，洋河 14%，分众 8%，古井 B6%，海康 5%。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	42%	19000±10%	<9500	23000	20865	1661.00	42.46%
腾讯控股	24%	55000±10%	<27500	60000	43505	506.50	35.28%
洋河股份	14%	3150±10%	<1575	3700	1972	130.83	21.70%
分众传媒	8%	……	<600	1400	898	6.12	-1.13%
古井贡B	6%	666±10%	<333	800	391	86.71	25.36%
海康威视	5%	4400±10%	<2200	5000	3723	39.84	24.34%
沪深300						4704.63	14.84%
上证指数						3360.10	10.16%
2020/8/15			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8964	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	41%	19000±10%	<9500	23000	20489	1631.00	39.88%
腾讯控股	25%	55000±10%	<27500	60000	45270	527.50	40.89%
洋河股份	14%	3150±10%	<1575	3700	1978	131.28	22.12%
分众传媒	8%	……	<600	1400	854	5.82	-5.98%
古井贡B	6%	666±10%	<333	800	394	87.02	25.81%
海康威视	5%	4400±10%	<2200	5000	3618	38.72	20.85%
沪深300						4707.93	14.92%
上证指数						3354.04	9.96%
2020/8/8			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8984	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同而发生小幅变化；

②老唐买点或卖点，代表如果公司总市值触及此数值，老唐计划买入或卖出，与个股历史买入成本无关；

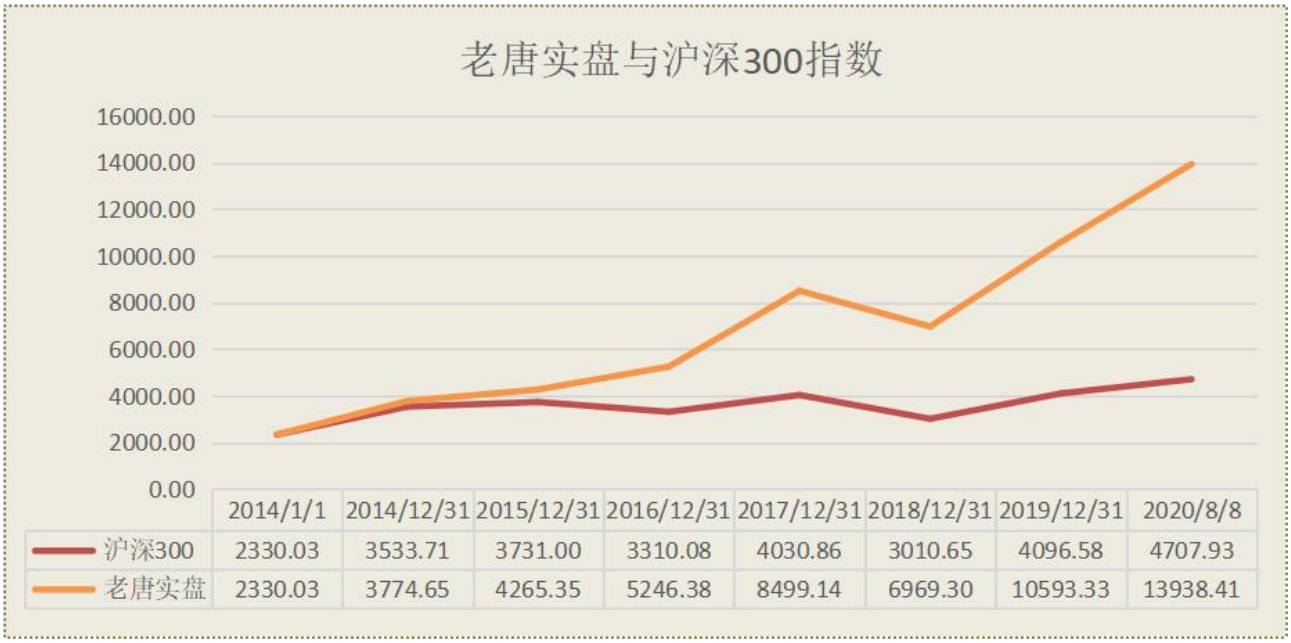
③仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2020 年内收益 32%（四舍五入数据）。

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，32%（均不含新股收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 598。以 6.63 年折算，年化收益率约 31%。



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/8/8
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	4707.93
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	13938.41

重要事项

1.今天是日本投降 75 周年。

从 1931 年 9.18 事变开始，到 1945 年的 8.15 日本投降，历时 14 年的惨烈战争毁灭了无数生命和财富。

无数家庭和无数人的人生，被恐怖、肮脏、饥饿、卑微和绝望所充斥。

在这 14 年里，中国军民为战争直接付出了数千万人的生命（数据来源不同，估计值大致从 3000 万到 4500 万人不等），以数亿人的生离死别，换来了抗日战争的惨烈胜利。

和平的日子久了，我们都已经习惯了开关一按，灯就亮；龙头一抬，自来水就哗哗流出来；床上一躺，便可酣然睡去；手机戳开，便可与网络那端的老友谈天说地……，仿佛这一切都是天赋的、理所当然的。

殊不知这灯，这水，这床，这友……背后是一个强大而稳定的体系共同维护着它的正常运转。任何一个环节卡壳，都会使你我瞬间失去这一切“理所当然”。

可能是抗日神剧的影响，很多人心中的战争是伴随着冲锋号嘹亮响起，大刀向鬼子头上砍去的痛快过瘾，是引刀成一快、不负少年头的慷慨激昂。这绝对、绝对、绝对，是一种错觉。

战争不是由拼搏和牺牲组成的，它更多地是忍耐和煎熬。

战争环境里的人类，绝大部分时间不是在冲锋，不是在砍头。而是在泥泞里长途跋涉，是在蚊虫叮咬中麻木忍受，是在粪坑里闭气躲藏，是饿绿了眼吞食老鼠，是一身溃烂无医无药，是目睹亲人被炸成碎片，是在残肢断臂中无助地嘶喊……

一朝英雄拔剑起，就是苍生十年劫，战争从来不是普通人的游戏。

任何时候只要有对立、摩擦乃至战争，包括你我在内的每个人以及你我的家庭，99.999%以上的概率是“不惜一切代价”中的“代价”，而不是保卫的目标或收获的成果。

老唐希望聚在书房的朋友们，都是理性的人，是痛恨战争的和平主义者，不是上下嘴皮一碰就“大不了一战”的愤青（愤中？）

2.腾讯发布半年报。

周三晚间腾讯发布半年报，上半年收入 2230 亿（人民币，下同），净利润 620 亿。

继续维持全年约 1200 亿净利润的判断（±5%范围吧），对应目前 4.35 万亿市值，约 36 倍市盈率。考虑到未体现的投资收益（下文有谈），**4.35 万亿市值大致处于合理估值水平**。

财报我还没顾上细看，就瞄了眼关心的几个数据。反正也不着急，等过段时间中报全文发布后，再打印出来慢慢看

目前披露的只是个 55 页业绩报告，过段时间还会发布一个超过百页的《2020 中期财务报告》。

这让我想起巴神的一句名言，原话记不住了，大意是说**“住在一个《华尔街日报》要晚三周才能送到的地方，是最有利于投资的”**

真正帮助我们做出正确决策的，都是那些不怎么发生变化的“旧”信息，而不是屏幕上不断弹出的 7×24 新闻。

腾讯目前游戏、金融支付和企业服务，都是看得见的确定性增长。

即便是本期增长不尽如人意的广告，其实潜力依然非常大。只不过公司增长点足够，所以在广告方面比较克制，对用户体验考虑的更多些。

由于复工因素的影响，下半年游戏增速可能没有上半年这么快。

但有着同比超过 70%，绝对金额超过 880 亿的递延收入（类似预收账款）垫底，有疫情宅居培养出来的游戏习惯和新增玩家，有游戏排行榜常青树《王者荣耀》和《和平精英》，

加上预计 9 月上线的《地下城勇士》手游（年内或许还可能推出《英雄联盟》手游）助力，下半年增速即使没有上半年夸张，但维持高增长依然是看得见的事情。

更让人愉悦的是投资业务。

2017 年 11 月老唐成文谈过对腾讯投资业务的看法：

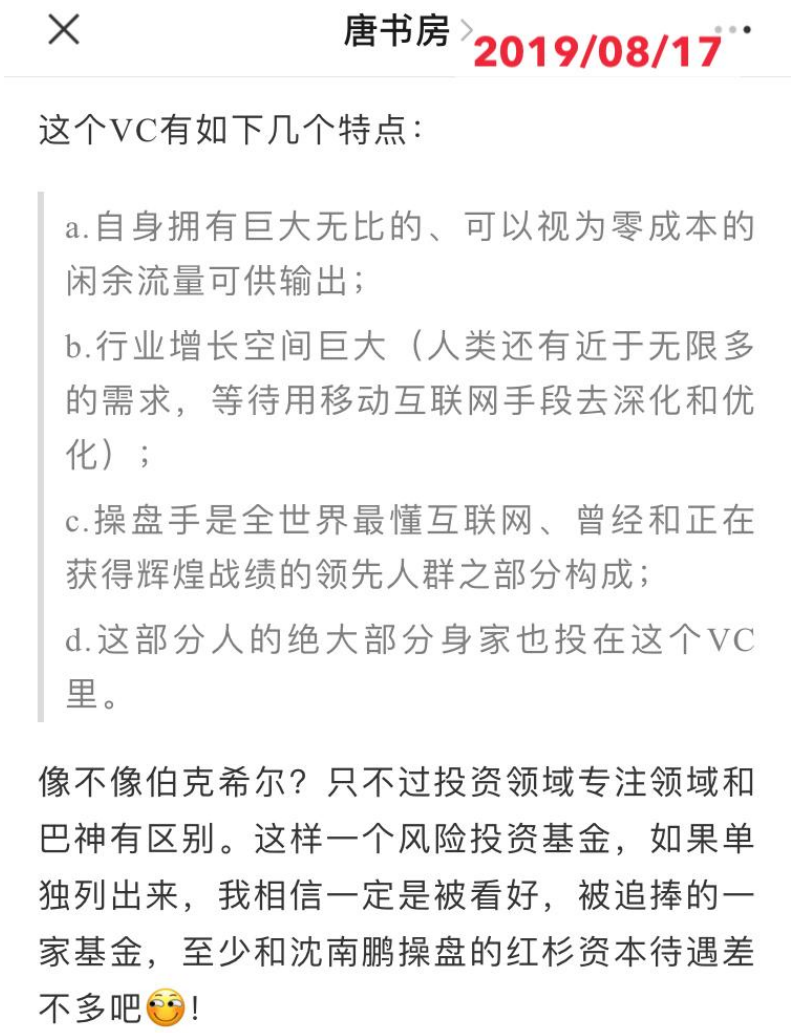
投资腾讯，实际是间接做了移动互联网界的 VC。腾讯仿佛是一家靠现有业务兜底，并雇佣着一群在互联网及移动互联网领域里享有极高声誉和成功经验的人士担任管理合伙人的大型互联网投资基金。

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）

这个 VC 的特性，老唐在另一篇文章里做了补充



在 2018 年 7 月 31 日的《加仓了腾讯》一文里，老唐这样谈到市场对腾讯投资业务的偏见：

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”。

某一天，市场会突然意识到这“非经常（投资收益）”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”。

今年的半年报里，投资业务部分收益非常丰厚。只不过由于资产分类的原因，基本没有体现在腾讯的利润表里。

腾讯“互联网领域的伯克希尔”身份，依然没有被足够认识到。

腾讯目前对其他公司的投资，主要散落在三个报表科目里，分别是：长期股权投资——联合营公司股权，笋子，粽子。

（不懂啥叫笋子粽子的，向书房发送“笋子”提取阅读）

联合营公司股权账面价值 2318 亿，包含 1451 亿上市公司股权和 797 亿非上市公司股权。

其中上市公司股权 6 月 30 日市值是 5800 亿，这个 5800-1451=4349 亿的股价涨幅并没有体现在报表上（其中超过 2400 亿是今年上半年上涨的，即上半年联合营公司股价总体涨幅超过 40%）。

这市值 5800 亿的上市公司股权，加上账面成本 797 亿的非上市公司股权，上半年在腾讯报表上的表现是“分占联合营公司盈利-5.76 亿”。

以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（笋子）合计 1687 亿，其中上市公司股权 166 亿（期间市值上涨 50 亿，财报 30 页），非上市公司股权 1373 亿，理财投资 148 亿。

以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产（粽子）1390 亿，其中上市公司股权 1296 亿——包含上半年市值上涨 498 亿，半年涨幅约 63%（财报 40 页），粽子的市值波动不计入利润表。

综上所述，单看腾讯持有的上市公司股权，目前账面记录的价值是 1451+166+1296=2913 亿，但 6 月 30 日的市值是 5800+166+1296=7262 亿，差额 4349 亿市值涨幅没有体现在报表里。

加上非上市公司股权账面价值 797+1373+94=2264 亿（797 是成本计量，后两个是公允价值计量），合计对外股权投资 7262+2264=9526 亿。

正巧，招商证券的一位研究员出苦力，统计了腾讯公司持有的主要投资对象的持股比例和当前市值，统计结果是这些持股市值合计 10477 亿

投资公司	市值（十亿美元）	股权占比			
京东 (JD US)	97.8	17.8%			121,042
58同城 (WUBA US)	8.4	22.4%			13,030
滴滴出行	51.6	5.0%			17,905
动视暴雪 (ATVI US)	63.1	5.0%			21,885
金山 (3888 HK)	6.7	7.8%			3,610
易车 (BITA US)	1.1	7.7%			603
众安保险 (6060 HK)	8.2	10.2%			5,772
Sea (SE US)	60.0	25.6%			106,778
美团点评 (3690 HK)	162.2	20.0%			225,076
易鑫 (2858 HK)	1.6	20.5%			2,307
掌趣 (300315 CH)	3.3	2.0%			466
Snap (SNAP US)	32.1	11.0%			24,519
永辉 (601933 CH)	12.5	5.0%			4,348
唯品会 (VIPS US)	15.4	9.6%			10,277
海澜之家 (600398 CH)	4.0	5.4%			1,510
步步高 (002251 CH)	1.6	6.0%			686
中金公司 (3908 HK)	10.4	11.4%			8,168
中国联通 (0762 HK)	18.0	5.2%			6,511
大连万达商业地产	35.4	4.1%			10,114
猎豹移动 (CMCM US)	0.3	16.9%			366
斗鱼 (Doyu US)	4.7	38.0%			12,383
Netmarble (251270 KS)	10.8	17.6%			13,202
Ubisoft (UBI PA)	9.9	5.0%			3,456
Epic Games	15.0	42.0%			43,723
四维图新 (002405 CH)	5.1	9.8%			3,455
网红艺龙 (0780 HK)	4.1	22.3%			6,287
蘑菇街 (MOGU US)	0.2	17.0%			285
华谊兄弟 (300027 CH)	2.5	7.9%			1,353
WeBank	28.9	30.0%			60,196
Spotify (SPOT US)	47.1	9.0%			29,228
搜狗 (SOGO US)	3.4	39.2%			9,170
拼多多 (PDD US)	122.9	16.6%			141,152
小红书	5.0	10.0%			3,470
蔚来 (NIO US)	16.0	14.3%			15,892
创梦天地 (1119 HK)	0.8	18.6%			983
富途证券 (FUTU US)	4.5	30.3%			9,381
有赞 (8083 HK)	3.6	6.2%			1,559
哔哩哔哩 (BILI US)	14.1	13.3%			13,004
快手	30.0	19.0%			39,559
Reddit	2.7	5.6%			1,042
博思软件 (300525 CH)	1.6	8.5%			956
贝壳找房	10.0	4.5%			3,102
PolicyBazaar	1.5	10.0%			1,041
MXPlayer	0.5	22.2%			769
Gojek	10.0	16.0%			11,104
猫眼 (1896 HK)	2.1	13.9%			1,996
微盟 (2013 HK)	3.1	2.6%			553
Sumo Group	0.3	10.0%			199
东华软件 (002065 CH)	5.4	5.0%			1,894
Universal Music Group	33.6	10.0%			23,319
Mininglamp Technology	3.0	3.3%			693
Afterpay (APT AU)	14.3	4.8%			4,724
Warner Music (WMG US)	15.0	1.6%			1,668
祖龙娱乐 (9990 HK)	2.2	12.9%			1,956
总投资公司估值					1,047,730

这个数据和上面 9526 亿的差异，大致主要有三个因素：①截止时点的股价变化，②未上市公司估值提升因素，③数百家更小规模的股权投资没有统计。

数据差距不大，基本可信。大致我们可以知道，目前腾讯记录在资产负债表的股权投资大概 2913+2264=5177 亿，实际市值大约在 1 万亿以上。

而且你观察上述股权的资产分类，很有趣的

持有的 7262 亿上市公司股票里，有大约 98%是联合营和粽子，只有约 2.3%是笋子。

联合营和粽子，都是股价波动不计入腾讯利润表的。计入的主要是联合营公司的经营利润和粽子的现金分红。

有重大影响的计入联合营（市值 5800 亿），这个是规则，没什么好说的。但对于无重大影响的小股，分为粽子还是笋子，是公司自主决定的。

腾讯选择将 1296 亿放入粽子，仅将 166 亿股票分类为股价波动会影响腾讯利润的笋子。

非上市公司里，有重大影响的计入联合营这个依然没什么好说的（797 亿），另外的 1467 亿非上市股权，处理方法刚好和上市公司股权相反。

其中仅有约 6%（94/1467）计入粽子。另外约 94%（1373/1467）放进笋子，其公允价值波动将直接计入腾讯利润表。

我认为这里面有管理层的一个基本判断：已经上市的持股对象，其市值基本反映其合理价值，未来年度里股价往哪个方向走，很大程度上受市场情绪影响，难以预测（能预测的主要是神仙、骗子和缺乏自知之明的傻子）。

若将上市公司股权放在笋子里，公司利润将受股价波动影响而大起大落。

将其归入联合营和粽子分类，公司可以忽略其股价波动，以获取经营利润及战略协同为主。

非上市公司基本处于高速增长期。其公允价值主要体现在一轮一轮的再融资直至 IPO 上市过程里，总体前景可观，公允价值波动方向明确。

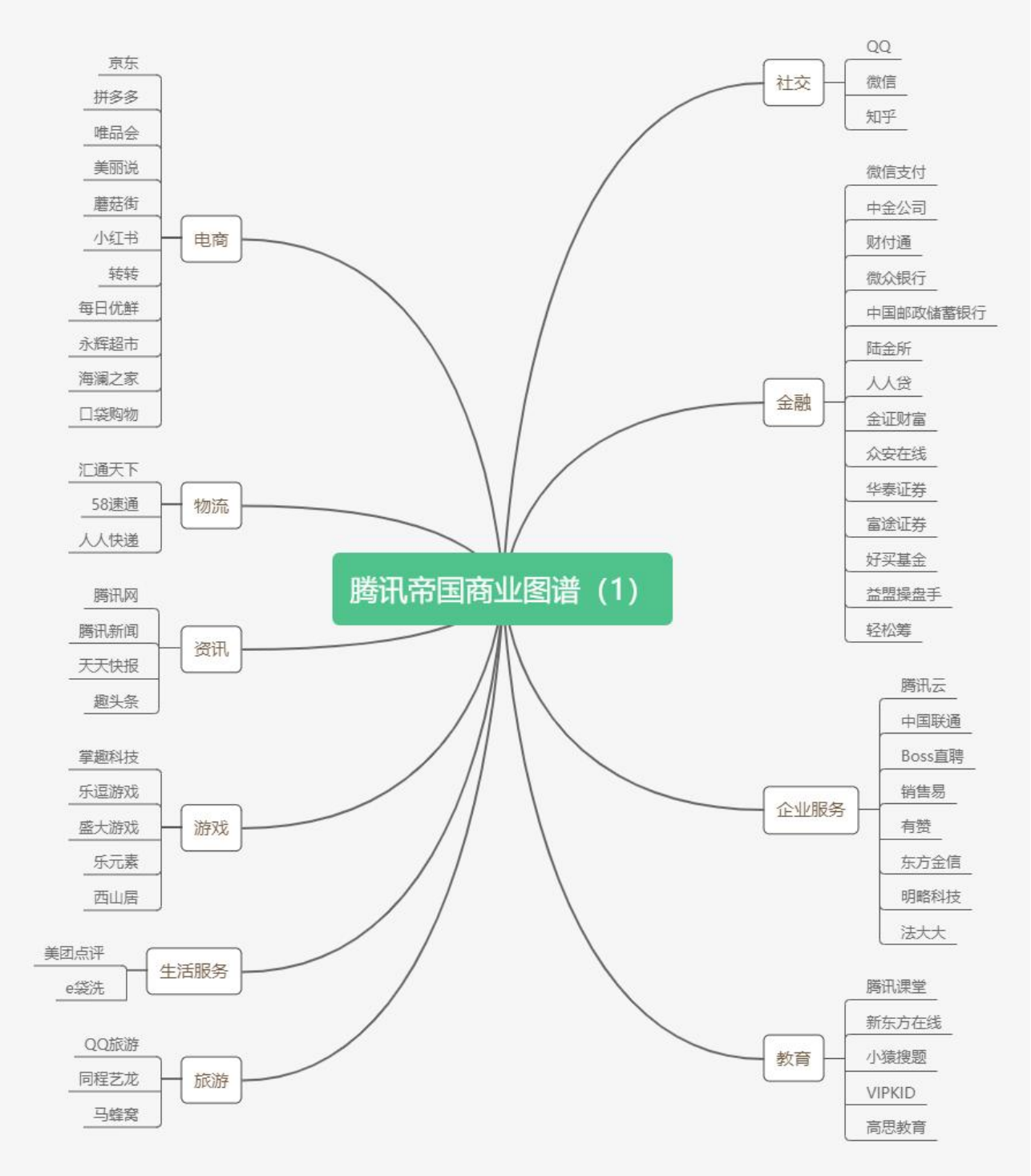
更直白的说，这部分价值总体就是向上。放在笋子里，能够持续增加公司的投资收益（其他收益净额）。

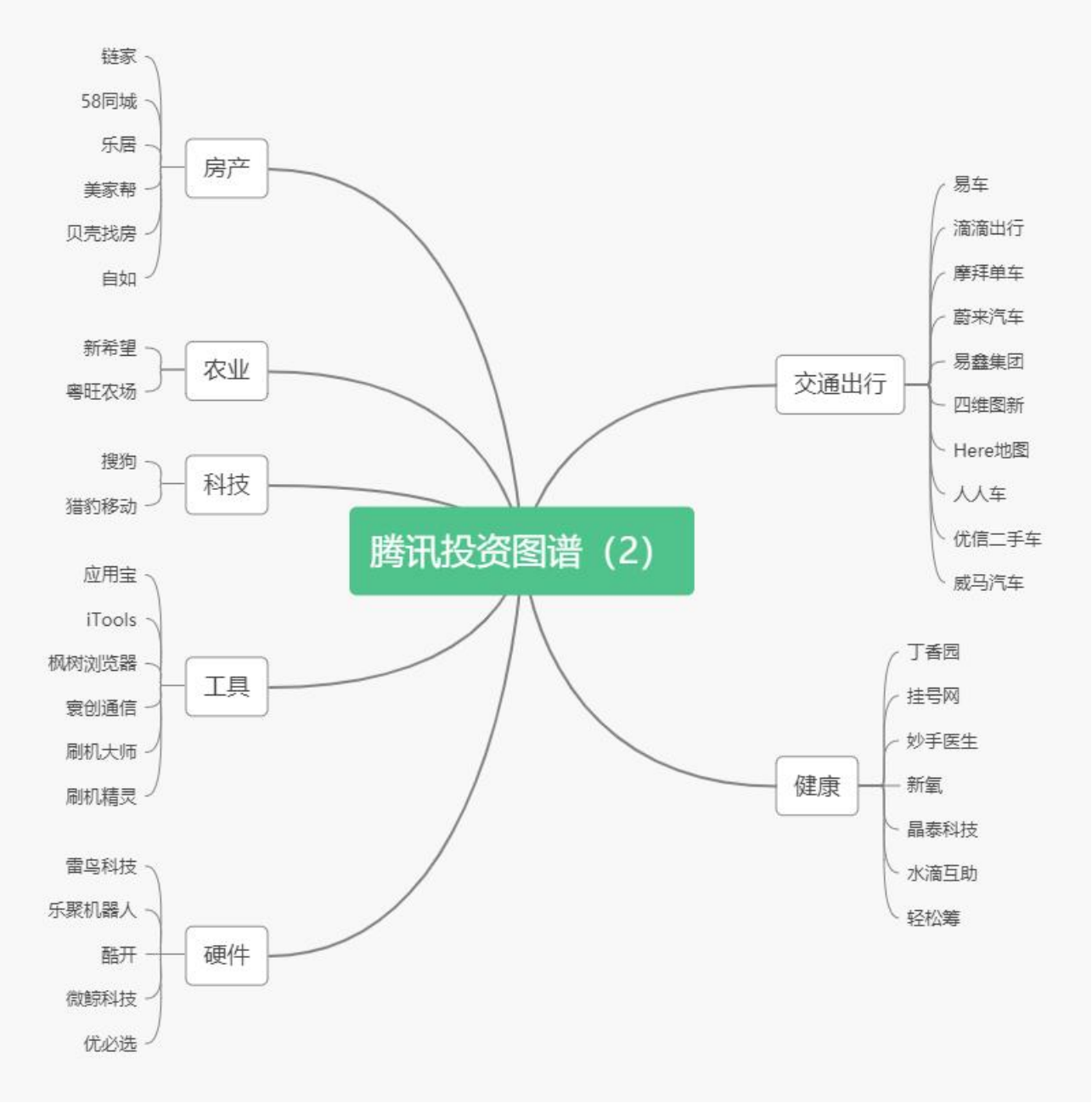
从这个角度说，对于腾讯投资业务规模不断扩大，是否会导致利润表大起大落的担忧，是没有必要的。

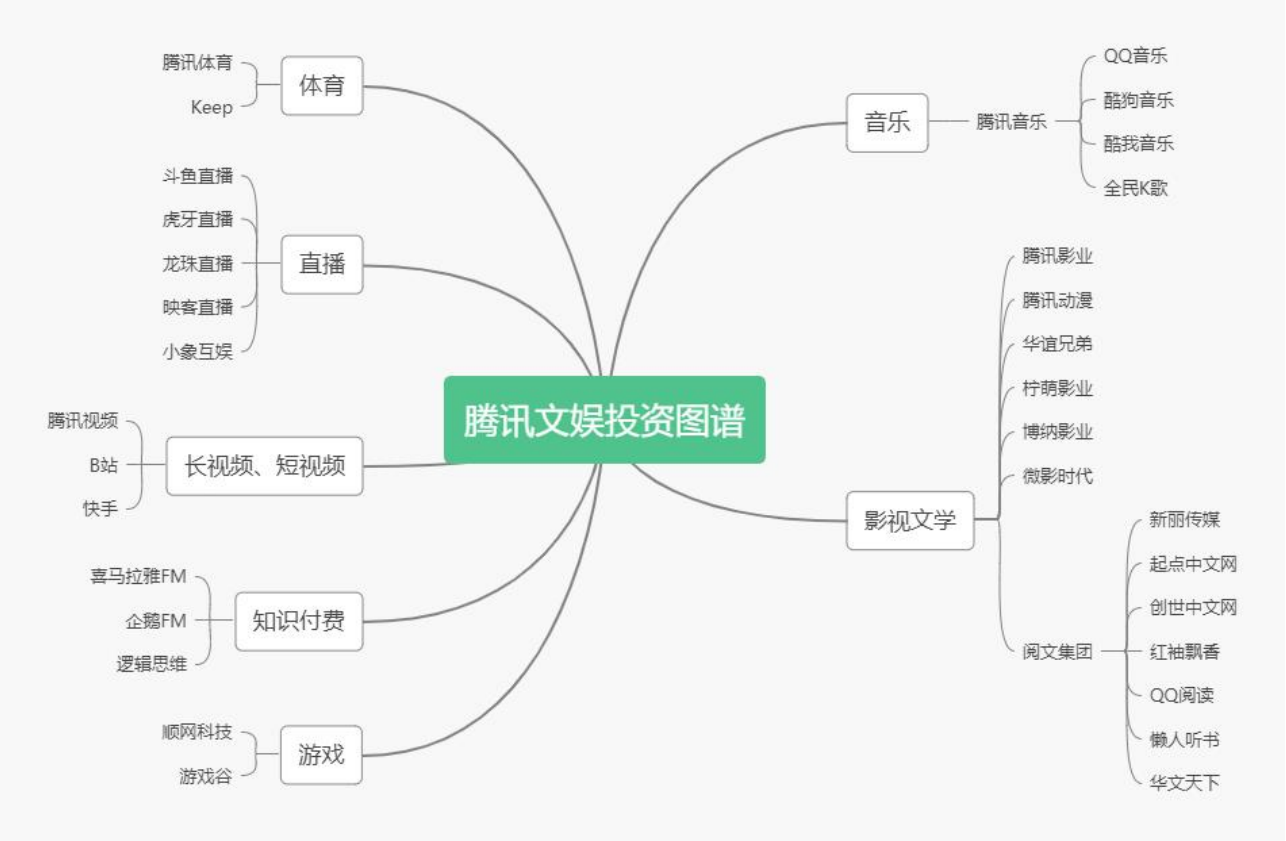
管理层已经考虑到这一点，并利用资产分类的办法，让公允价值波动基本可控可预测。

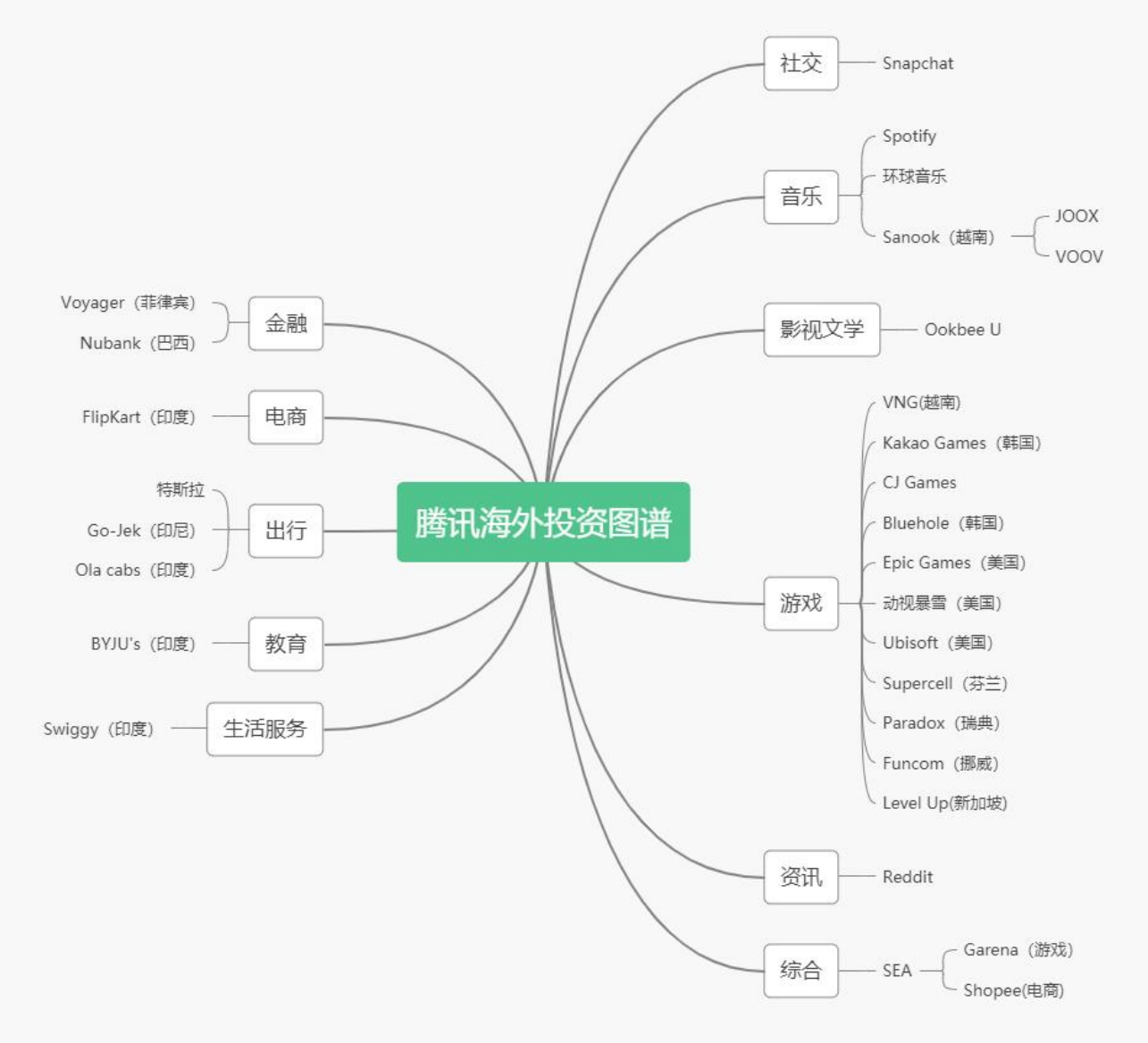
腾讯正在变成互联网的帝国，通过投资业务触及人们工作生活的方方面面。

几个月前，财联社记者陈夏怡曾经对腾讯的投资业务归类了一份思维导图，借着这个机会分享给朋友们


腾讯帝国商业图谱（1）
社交
QQ
微信
知乎
金融
微信支付
中金公司
财付通
微众银行
中国邮政储蓄银行
陆金所
人人贷
金证财富
众安在线
华泰证券
富途证券
好买基金
益盟操盘手
轻松筹
企业服务
腾讯云
中国联通
Boss直聘
销售易
有赞
东方金信
明略科技
法大大
教育
腾讯课堂
新东方在线
小猿搜题
VIPKID
高思教育
电商
京东
拼多多
唯品会
美丽说
蘑菇街
小红书
转转
每日优鲜
永辉超市
海澜之家
口袋购物
物流
汇通天下
58速通
人人快递
资讯
腾讯网
腾讯新闻
天天快报
趣头条
游戏
掌趣科技
乐逗游戏
盛大游戏
乐元素
西山居
生活服务
美团点评
e袋洗
旅游
QQ旅游
同程艺龙
马蜂窝


腾讯投资图谱（2）
房产
链家
58同城
乐居
美家帮
贝壳找房
自如
农业
新希望
粤旺农场
科技
搜狗
猎豹移动
工具
应用宝
iTools
枫树浏览器
寰创通信
刷机大师
刷机精灵
硬件
雷鸟科技
乐聚机器人
酷开
微鲸科技
优必选
交通出行
易车
滴滴出行
摩拜单车
蔚来汽车
易鑫集团
四维图新
Here地图
人人车
优信二手车
威马汽车
健康
丁香园
挂号网
妙手医生
新氧
晶泰科技
水滴互助
轻松筹


腾讯文娱投资图谱
体育
腾讯体育
Keep
直播
斗鱼直播
虎牙直播
龙珠直播
映客直播
小象互娱
长视频、短视频
腾讯视频
B站
快手
知识付费
喜马拉雅FM
企鹅FM
逻辑思维
游戏
顺网科技
游戏谷
音乐
腾讯音乐
QQ音乐
酷狗音乐
酷我音乐
全民K歌
影视文学
腾讯影业
腾讯动漫
华谊兄弟
柠萌影业
博纳影业
微影时代
阅文集团
新丽传媒
起点中文网
创世中文网
红袖飘香
QQ阅读
懒人听书
华文天下



注意：这位记者做的思维导图里，将腾讯并表的几个子公司一并纳入了，主要是腾讯音乐、阅文集团、supercell 和虎牙。

因此和前面的投资资产 9526 或 10477 的口径稍微有些区别。

另①：上周周记里，我判断美国业务对腾讯营收的影响应该不超过 3%。本周公司披露，美国业务占比低于 2%。

但请注意，这是建立在对白宫禁令的当前理解基础上的推测。

由于禁令表达含糊，具体含义还需要美国商务部长在 45 天内做出明细解释，如果禁令范围比当前理解更为广泛，有可能产生更大影响。

另②：上周周记里，我谈到本周五恒生指数季末检讨。

可能考虑纳入阿里、小米等公司，或许会导致腾讯在指数里的权重降低，引发跟踪恒生指数的指数基金被动减仓。

周五检讨结果：恒生指数成分股数量继续维持 50 只，新加入小米集团、药明生物及阿里巴巴，剔除信和置业、中国旺旺及中国神华 H 股。

具体权重比例暂时没有看到数据。有出有进，估计权重波动比例不会大，影响较小。

3.本周有 1 份读书笔记入选。

入选文章是：弱水三千的选择——by 简书@老齐 007

请这位朋友留下收货地址——如果选择老唐的四本书签名套装做奖品，或，留下微信号——如果选择加老唐微信好友做奖品。

无论是否入选，输出本身已经是对自己的巨大帮助，是非常深入的学习过程。

我相信所有写过读书笔记的朋友，都会有这个感触。

借着这个激励，将双手放在键盘上，给自己一个成长的机会吧！

本周运动

本周因故无运动，同口径体重 85kg（175cm），环比上升 0.6kg。

下周预计交易

无

下周四晚上分众传媒发布半年报。

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。

文中提及的任何个股，都有**腰斩**或翻倍的风险。请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记

祝朋友们周末愉快

阿土仔

和平不是你想有就会有的，只有拥有坚强的实力，才有资格拥有和平。

作者

但战争是你想有就真的可以有的，只要你敢于往死里作。

子木

战争不是目的，而是手段。 抗日战争中爷爷奶奶都被轰炸死了，爸爸参加了抗美援朝战争和 1956 年国庆天安门阅兵，侄女婿参加了 2009 年国庆天安门阅兵。 丛林法则现在是、将来也是世界主旋律。

作者

丛林法则现在不是世界主旋律，未来也不会是。因为人不是动物，人知道思考，人知道爱，人知道共情，人知道合作比对抗利益更大。我对世界很有信心，我不相信人类会退回丛林。

子木

丛林法则分为自然属性和社会属性。 社会属性一般体现在动物界。人作为高等动物，他可以改变丛林法则的自然属性。这也是人类社会要遵守的生存法则。大到国家间、政权间的竞争，小到企业间、人与人之间的竞争，都要遵循丛林法则，至于竞争结果，那就看各自的实力、智慧、手段和改造世界的能力了。

作者

看不懂这些内涵外延均不清楚的名词，只能报以不明觉厉。就不继续聊下去了。

张峰

当年就不应该抗战，直接投降，就没战争了

作者

没事不找事，有事不怕事。绝不轻言牺牲，但逼到无路可走，绝不惧怕牺牲，这就是中国文化的精神。你这种投降思想，在中华文化里从来没有立足之地，一般被鄙视为 HJMGZ

廊坊宜美佳霍

唐老师在投资上思想很有深度，但您在政治上并非大师，建议唐书房还是将内容集中在投资相关，不要丢了西瓜捡了芝麻。

作者

我投资没啥深度，政治是十足的外行。我只是闲的没事，喜欢按自己的想法说话，而且特别讨厌谁建议我说什么或不说什么。如果我要按照你的建议去说话做事，那我要财务自由来有毛线用，所有的奋斗不就是图个不需要委屈自己去讨好别人咩？所以，谢谢你的建议，并烦请以后不要再提这种建议

Tianhao

矛盾责任究竟在美还是在中，这都不明白吗。别说的是中国特别激进。大国博弈明白吗，因为你太强了，远超其他国家，不然你的股票会这么好？

作者

我确实至今也没搞明白责任究竟在哪一方，也没遇到过一个真明白的人。不过您的后半句蒙不了我。去看看标普 500 指数和沪深 300 近十年，近五年，近三年，近一年走势，然后再鼓起勇气夸自己强，自己超，自己的股票好，可能会稳妥一点

第822篇.　　2020.08.22 - 结合PE投资谈《巴芒演义》--by@吴岛主

2020 年 8 月 22 日

分享一篇文章。

结合 PE 投资谈《巴芒演义》的读后感

原创　吴岛主　吴岛主投资　2020-08-05

我从凌通盛泰价值网上早就看过老唐的文章，雪球上一直追踪老唐的帖子，也是唐书房最初的读者。每次看老唐的文章，均有一针见血、大彻大悟的醒悟，又有轻松幽默、淋漓尽致的舒畅。可能是在书房读过散打系列，电台里面天天听唐书房经典，自己也看过巴菲特和芒格的书，拿到巴芒演义的第一时间竟舍不得马上阅读，这想法导致我现在才读完全书。下面结合个人经历，说说自己的感受，也是对自己的一次

梳理。

一、我的投资经历

老唐长我几岁，投资境界于我是云泥之别，收益更是超过我一大大截。从大二炒股至今，我在股海浮沉超过 20 年，是个老股民；更不要说，我是名校金融出身，写过投资分析的硕士论文，考过 CFA，目前还在做私募股权（PE）投资。但老唐的一句话概括了我的投资经历，“浪费了最宝贵的东西：时间”。

一路来，辛苦追涨杀跌、摊薄止盈，精研 ST 重组、追逐概念题材，总是赚了赔、赔了赚，从不敢算总账是赔还是赚。现在回想以往的读书看报，都是在急于暴富的心理下，寻找所谓投资的线索和依据，模仿别人的案例，其实只是琢磨如何更好地投机而已。好在工作不错和家人宽容，不断的投入和追加，市值不断的起伏掩盖了我的业绩，让我一直没离开这个赌桌。

道理读了好多，也粗通财务，但没有清晰的理念，也没有真正明白地赚过钱。我想根本原因可能是自己一直是听话的好学生，一旦离开了老师指导，就没有了主动思考和判断，在中国股市这个充满了诱惑的漩涡中完全把持不住自己。于是，每次赚钱亏钱之后，都是修修补补自己的思路，期待下一次对股价预测的成功，然后又在“马上就要大赢”中跌落。时间就这么流逝了。

二、我的读书所得

看了老唐这么多文章，也从天南等人那里学习了不少，我对投资的理念逐步成熟了，主要有以下几点，请老唐指正：

1. 股票主要是股，是公司股份，因此伴随一个国家经济发展而成长。由此，作为个人资产配置的主要对象，除非高估到比债券和现金还贵，长期满仓才能确保和社会同步增长。这是老唐的做法，也是老巴持有几十年可口可乐的原因吧。总的来说，老巴和老唐，赚钱的主要来源是企业盈利增长的钱，低价只是提供一个买点，对长期收益影响不大。

2. 怎么买股票？老唐讲的无比透彻，像地主一样看产出，而不是看邻居的看法。在选股上，重点对比 ROE 的高低和 ROE 的持续性，具体哪个公司并不重要，“All moneyis equal”。我理解，看公司就是控制了风险，这个风险是本金/购买力损失的可能性，不是天天担心的股价一时下跌的风险。本金损失的风险控制住了，收益自然就来了，而不是相反。我认为，这就是老唐从不担心股票不涨，而且说“投资方法对了，利润潮水般涌过来”的底气。相反，盲目追求“性感股票”高收益，风险也就来了，这是牛市投资人反而亏损多的原因吧。

3. 既然是公司股份，公司在短期内不会发生重大变化，因此也不要预期股价大幅波动，这是老巴长寿、老唐逍遥的原因。但是，股价波动也不是坏事。从票价的角度来看，股价下跌了，如果不卖，就没有实际损失，而且有了分红资金低价再投资的机会，长期赚的更多，泸州老窖的例子就是如此；反之，如果股价上涨了，对于需要用钱的人来说，就可以获得一些超额利润用于实际生活，或者卖些股票去买更便宜的公司，所谓搬砖套利。老唐说躺赢，牛市顺便捡些 Windfall，就是这个道理吧。

4. 关于择时，老巴不择时，老唐也是如此。有人追求经济周期，有人追求行业风口，有人追逐政治政策。巴芒老两位不研究宏观，凯恩斯是政府干预市场理论的鼻祖，也不能从周期赚钱，最后指出要坚持选择好的公司和管理层，说明择时并不靠谱，还是要回归企业本质。我想，企业的经营自然蕴含了宏观影响，对企业分析好了，也是包括了宏观分析。宏观分析，是政府为了人

民服务，而企业也是满足人们需求，两者并不矛盾。做好企业分析，也是择时。

5. 关于价值规律，老唐在书房里面讲过了对格雷厄姆提出的价值回归的理解，我一下没找到老唐原文。作为经济学科班出身，我目前认为不存在什么价值规律。股票的价格，就是市场上无数的投资人的情绪和想法的集合，有无数的因素影响，因此根本没有规律可言，或者说是随机波动。所谓庄家，或者游资，就是资金量大的人对股价的影响大一些而已。而决定价格的人的情绪，是经常极端化的，正所谓乌合之众、羊群效应，导致市场价格天马行空，专治各种不服。但是，股价不能跌到地板上，那样其他人就不开企业，而是去收购上市公司；股价也不会涨到天上，那样股东就不办企业了，卖股份走路更好。因此，价格波动并无迹可寻，但总会回到合理估值，这个过程只是市场上买卖力量此起彼伏的一个自然结果。有了这个想法，我忽然觉得对股价的走势判断没什么兴趣了。以往，我总是好奇，希望自己买入的理由是对的，既然是对的就该涨，不然呢？

6. 避免大的错误的方法是“反过来想”。想想当前选择的最坏的结果是什么，思考一下做到最坏结果可以怎么做，这对避免盲目拍板决策大有帮忙。不仅对投资，对生活中的各种事情也提供了一个方法论。这是老唐提到的，“优秀的思考和行为习惯，会避开潜在的麻烦”。

三、从 PE 角度看投资

我做 PE 投资，也看管理人做 PE 项目，下面就从 PE 的角度谈谈读书体会。与老唐提到的公开市场管理人类似，市场上还有很多非上市企业的投资人，即所谓的 PE 管理人。同样，PE 管理人向投资人募资建立基金，然后使用投资人的钱做项目，最后获利卖出提取分成收益。老巴的很多项目，从 See’s candy，到 K 夫人的商场，到卡夫亨氏，都是 PE 的典范。市场上知名的管理人，包括 KKR，黑石，红杉、鼎辉等等都是赚的盆满钵满的 PE 基金。

一般而言，PE 基金设有投资收益目标，简单来说，就是 20%年化收益，2 倍的倍数目标。实际中，一般都做不到 20%的净回报，好的基金长期平均也就是 15%或者 16%左右。粗看起来，3 年 2 倍，恰是老唐的目标；16%年化收益，就是公开市场大师的平均水平。所以，无论公开和私募，其实收益都是差不多的。回到上文，收益的来源都是经济增长；拉长时间来看，公开和私募收益是一致的。

老巴讲到，不准备持有十年，就不持有一分钟。这句话，其实就是私募的做法。私募管理人选择标的，首先是好行业，然后是好价格；在此基础上，配备好的管理层，执行商业计划，实现预期运营收入；三至五年后，通过 IPO 等方式以市场水平对应的价格卖出，实现翻倍收益。整个流程，和老唐分析项目是一模一样的。唯一的例外是，管理人通常介入管理，会采取一些优化公司业务的方法，这是公开市场的被动投资人所没有的。

从公开市场角度看，实时股价的存在是一个优势，因为有流动性。但这个流动性同时带来短线操作的诱惑，这是私募投资所没有的。从这个角度讲，私募投资，包括个人的房产投资，相对更为理性。老巴做到了从私募角度分析一个上市公司，从行动上参与公司管理，这是他理性的另一个方面吧。

四、对知行合一的理解

实话实说，写完上面的文字，我又瞄了一眼股价。老唐说，知易行不难。我认为，做到知行合一，一是要真的理解了投资的原理，确实对投资逻辑和统计规律有信心；二是要有长期投资的准备，包括资金用途和自己的时间预期；三是对企业要有第一手的了解和判断，而不是抄作业。如果近期要用钱，或者加着

杠杆，背负一个越来越大的负债包袱，或者期待市场马上验证自己的下注，或者周围的人天天和你比较，或者你抄作业的人做出了改变，在这些情况下是很容易知易行难的。

老唐的巴芒演义，以从未所见的亲历者的代入感去思考当时决策的依据，以立体全面的角度挖掘分析巴芒和一系列风云人物的关系，以既深刻又直白的语言阐述投资的道理和原则。老唐给我了投资中“知”的道理，更告诉了我“认知”的途径。

坦白说，因为我有杠杆，往往还有近期的资金支出安排，我的大部分时间做不到上述知行合一的理想状态。但知道了正确的方向，知道了自己在干什么，也愿意承担相应的后果，这是我现在对“行”的做法吧。

还想多说一句，老唐最值得学习的，其实是对人生的态度。多少人忙忙碌碌，往往忽视了最重视的事情，忘记了人生的意义，花了过多的时间在不必要的事情上。这也是老唐通过对比巴芒两位人生经历给我的重要启示。

最后，感谢老唐一直以来的无私分享。收益极多，再次感谢。

第823篇.　　2020.08.22 - 分众传媒2020年中报分析

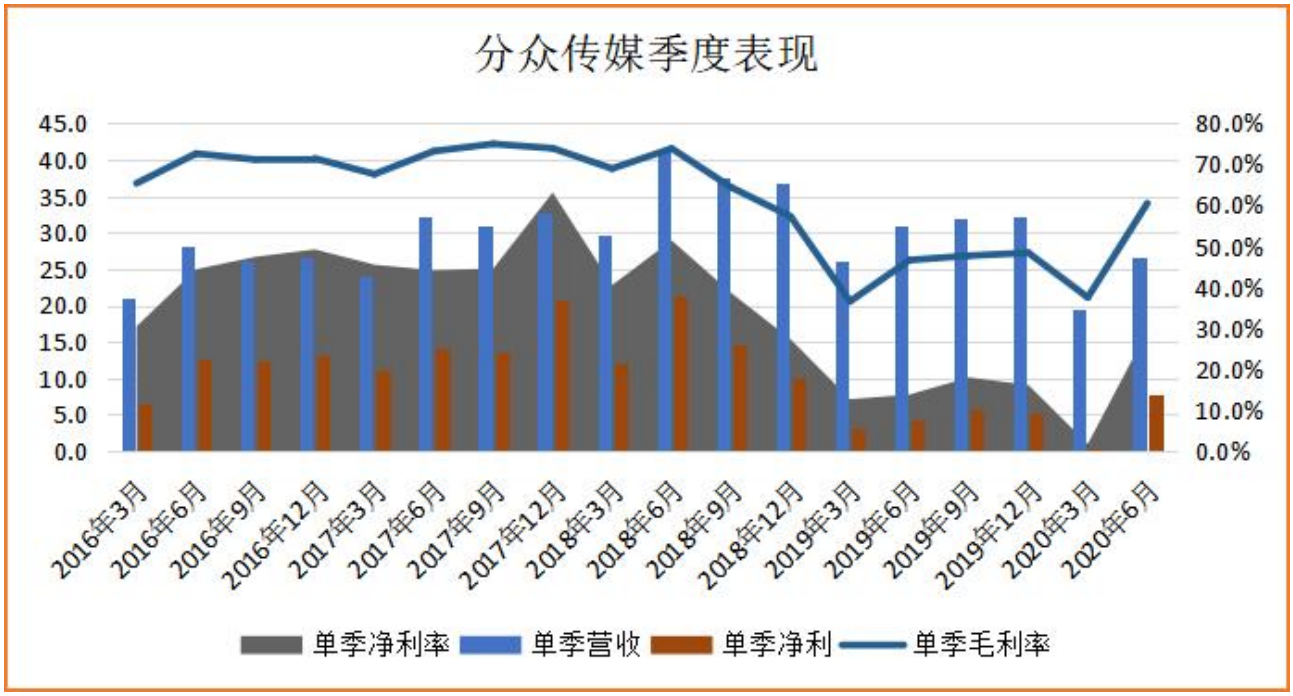
原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-08-22

一、中报概况

8 月 20 日晚间分众传媒发布中报，上半年实现营业收入 46 亿，同比-19.4%；净利润 8.2 亿，同比+5.9%；扣非净利 6.2 亿，同比+62.9%。

数据乐观，周五市场以涨停回应。市场的乐观没错，中报数据的确显示分众传媒经营情况触底回升。

如果将营业收入、营业成本和净利润分拆成单季度数据来看（下图），会更明显地看到营业收入、净利润、毛利率和净利率均出现强劲回升。



以半年为单位看，毛利率和净利率的回升趋势同样明显。

接下来我们需要搞明白的是，这个良好成绩是如何取得的，相关因素是否可以持续？

二、增长来源

将公司利润表简化后，可以得到下表

项目	2020 上	2019 上	变化
营业收入	46.1	57.2	-11.1
减：营业总成本	35.6	48.9	13.3
加：其他收益	1.8	4.6	-2.8
加：投资收益	0.5	0.7	-0.2
减：减值损失	2	3.8	1.8
=营业利润	10.8	9.8	1
税后归母净利	8.2	7.8	0.4

通过观察数据我们会发现，造成营业利润同比下降的因素有营收下降、其他收益下降（主要是政府补助减少）、投资收益（含公允价值变动收益）下降，三项合计造成营业利润同比下降 14.1 亿。

而营业总成本和减值损失的下降，则是推动营业利润同比上升的因素，二者合计造成营业利润同比上

升 15.1 亿。

两相抵消，营业利润上升 1 亿，税后归母净利润上升 0.4 亿（受营业外收支和所得税影响）。

那么，这些影响营业利润的正负面因素里，哪些是可持续的基本面改变，哪些是不可持续的偶发因素呢？让我们来逐项拆解。

三、导致营业利润减少的因素分析

首先看营业收入的下降。

阅读财报 12 页“经营情况讨论与分析”章节可以发现，11.1 亿的营收下降主要由两部分构成：

一是由于电影院全面停业造成的营收下降 8.5 亿；

二是疫情影响到部分写字楼及社区的电梯广告投放，导致梯媒收入下降 2.6 亿。

由于疫情影响，2~6 月全国影院停业。分众签约的分布于 280 个城市合计 1400 家电影院，带来的广告收入为 0。

上半年仅 1 月份（非春节档）获得 1.45 亿影院映前广告营收，并付出租赁成本 0.63 亿，营收/租赁成本=230%。

去年上半年映前广告营收 9.82 亿，租赁成本 6.2 亿，营收/租赁成本=158%。

从这两个数据观察，今年年初影院广告的需求还不错，付出的 1 元租金，所带来的收入从 1.58 元上升至 2.3 元，增收明显。

如果我们假设影院正常营业，将影院收入和净利润叠加到已有数据上，无疑会发现回升态势更加明显。

目前影院已经尝试性开业，下半年能否恢复正常，让映前广告开工挣钱呢？

这个更多还是取决于疫情传播，但从目前的全国疫情控制情况看，总体偏乐观。

同时，影院这块有个优势，如果没收入，也不会产生成本，最坏情况就是当它不存在。

在一份市场流传的电话会议纪要里，公司关于影院的回复是这样的：

公司目前在《八佰》这个影片试水。国庆档排片很强，不出意外的话会出现大爆发，期待通过国庆档把影院广告的趋势拽出来。

公司从十一开始计提影院成本，跟影院友好协商后，取得良性成本来对冲，希望通过四季度的努力实现正常恢复。

这段话表达的含义似乎是目前试水阶段无需支付成本，从国庆档开始算成本。

如果真是这样，至少下半年影院部分应该可以锦上添花，带来部分营收和净利润的增量。

梯媒部分，上半年营收约 44.5 亿，相对于 2019 年上半年 47 亿梯媒营收而言，微降约 5%。

考虑到疫情的影响（主要是二三月份疫情的不确定性，影响客户预定三四两个月的广告预定和投放），营业收入微降约 5%仍然是个非常优异的成绩，依然体现了梯媒在客户心中依然具有无可替代的广告价值。

不比不知道，一比吓一跳，拿腾讯的媒体广告数据做参照，更有助理解上半年微降 5%的不易。2020 年第一季度腾讯媒体广告收入同比下降 10%，第二季度同比下降 25%。整个上半年合计同比下降约 19%。

用环比数据更能看出梯媒的强悍。依然拿腾讯媒体广告数据举例，2020 年第二季度，腾讯媒体广告收入环比一季度增长仅约 5%（从 31.2 增长至 32.9 亿），但分众第二季度的梯媒收入环比一季度飙升超过 48%（从不到 18 飙升至约 26.7 亿）。

公司目前已披露自 7 月 1 日起上调刊例价格 10%。据说是签了全年协议的老客户按老价格，新客户按

新价格。

从这个迹象推断，目前梯媒的总体需求是旺盛的，而且下半年的真实成交价格确定是上调的，所以才有老客老价、新客新价的说法。

只不过真实成交价上浮究竟是不是实打实的 10%，比较难判断。

上半年广告投放下滑的行业，主要是受疫情约束的交通、娱乐休闲、房产家居、商业及服务行业。

这部分的复苏，依然要取决于疫情的发展。以目前资料看，下半年疫情控制偏乐观，这些行业企业未来恢复至正常投放状态，应该是可以预期的。

分行业					
楼宇媒体及其他					
日用消费品	1,709,965,137.30	37.09%	1,366,448,085.52	23.90%	25.14%
互联网	1,158,315,412.82	25.12%	1,127,659,102.01	19.73%	2.72%
交通	420,946,027.49	9.13%	599,782,208.13	10.49%	-29.82%
商业及服务	241,239,476.27	5.23%	545,693,864.69	9.55%	-55.79%
娱乐及休闲	303,898,902.49	6.59%	465,513,366.84	8.14%	-34.72%
房产家居	280,322,408.48	6.08%	317,328,864.74	5.55%	-11.66%
通讯	161,235,294.95	3.50%	88,593,534.60	1.55%	81.99%
杂类	189,862,620.09	4.12%	223,751,342.96	3.91%	-15.15%

令人惊喜的是，上半年不仅互联网企业保持了稳定（主要是在线教育、在线招聘、在线医疗等），传统的日用消费品行业居然出现了大幅增长。

日用消费品行业上半年在分众的广告投放金额，已经超越 2018 年同期，创下历史新高。

互联网广告主投放保持稳定以及传统消费品客户的持续增长，将有效助力公司继续实现客户结构的优化，迎来更多增长驱动力。

公司本身的媒体价值，也将在传统消费品客户的示范效应下，获得更进一步释放。

财报 120 页披露“至 6 月 30 日已签合同 、尚未履行或尚未履行完毕的广告合同金额是 31.8 亿，其中的 30.2 亿将在下半年确认收入”，这提前签下的大约相当于一个季度的广告合同，也是公司下半年业绩的定心丸。

综合以上因素，应该可以推断：在疫情没有重大反复的情况下，**三四季度的营收情况，应该确定会优于二季度（二季度单季营收 26.7 亿）。**

政府补助和投资收益部分，则不太乐观。

上半年政府补助同比减少 3.3 亿（4.6-1.3=3.3，财报 131 页），政府补助主要和分众传媒上期收入和利润挂钩。

2019 年的经营情况不太理想，随后的政府返还对应减少，所以其他收益部分，下半年估计依然会小拖后腿。

投资收益里主要的负面因素是联营企业。上半年受疫情影响，大部分联营企业经营状况不佳，拖累分众传媒确认的投资收益下降。

其中最大一块是数禾科技从去年上半年的获利 1900 万，变成今年上半年的亏损 2100 万，拖累分众传媒投资收益下降 4000 万。

这部分下半年依然很难预测，不乐观的概率偏大。

好在绝对金额不大，可以忽略。

四、导致营业利润增加的因素分析。

以上是导致减收的因素。接下来看导致增收（减支）的因素：营业总成本的下降，减值损失的下降。

营业总成本

上半年营业总成本降低 13.3 亿，分别由以下项目构成：

项目	2020 上	2019 上	同比幅度	金额变化
营业成本	22.7	33.1	-31.4%	-10.4
税金及附加	0.3	1.7	-84.9%	-1.5
销售费用	8.8	10.6	-17.0%	-1.8
管理费用	3.6	2.7	33.3%	0.9
研发费用	0.5	0.8	-37.5%	-0.3
财务费用	-0.3	0.0	——	-0.3
合计	35.6	48.9	-27.3%	-13.3

除销售费用和营业收入波动幅度一致——主要是销售人员按营收比例提成的“销售业务费”同比减少，其他科目需要继续分拆。

营业成本中降低的是两部分：影院屏幕租金，同比减少支出约 5.6 亿。

如前所述，这部分是有收入就有成本，无收入就无成本，不用担心其影响，大概率是锦上添花。

另一部分是梯媒租金，去年同期 17.1 亿，今年上半年 14.6 亿，同比减少 2.5 亿，刚好抵消了梯媒营业收入的减少（47-44.5=2.5）。

这部分费用节约，一者源于对低效点位的主动清退（2018 年大扩张期间形成的低效点位），二者是因为竞争者的没落所带来的谈判地位改变，引发租金标准下降，三者是以疫情为由要求的租金减免。

以上两项共计节约支出 8.1 亿，加上折旧同比减少约 0.2 亿，合计节约营业成本 8.3 亿。

营业成本降低的总额是 10.4 亿，这 10.4-8.3=2.1 亿的部分，可以认为是制作、发布和维护成本的减少。

它源于公司研发并于 2019 年底上线的 KUMA 智能广告投放及发布系统。

借助 KUMA 系统，目前分众 80~90%的屏幕实现了云端在线推送。绝大部分屏幕已构成物联网，可以远程在线监控屏幕的播放状态。

科技替代过去的人工插卡替换内容及监控播放，这可以视为永久性的费用节省。

与之对应的，是本期管理费用里增加的，运营维护人员的离职补偿金约 1.2 亿元。

离职补偿金是一次性的，费用节约是永续的，这类减支，是未来可以变成股东利润的科技成果。

据分众传媒官方公众号发布，KUMA 系统还可与互联网公司对接打通，实现在分众系统内的程序化购买媒体。

2020 年 1 月，KUMA 平台一期已经完成与阿里妈妈的对接，实现了外部需求方的在线询量及线上线下

媒体投放的无缝对接。

同时，分众计划在 2020 年下半年推出客户自助购买系统，所有选楼，付款，投放，监测全可在线完成。

这样看，上半年约 0.5 亿的研发费用真是超值。这样的研发，可以再来几套

财务费用没有什么好考虑的，就是利息收入。除海外子公司有少量借款以外，大陆地区的经营不需要有息借款，公司自己账面上的现金已经溢出。

仅货币资金、理财产品和基金三部分，公司就合计持有 46+33+21=100 亿类现金资产。

与之对应的一个数据是，公司用来挣钱的全部固定资产、无形资产、存货加起来的价值也就 14 亿左右（即便算上历年计提的折旧，原值也不过 30 亿）。

这含义是什么呢？就是说如果分众是仅靠金钱就可以堆出来的企业，分众自己账面的类现金资产，就足够堆出三个以上的分众。

事实上，连分众自己都很难扩张（今年上半年构建固定资产支出仅约 2345 万，同比降幅超过 90%）。

所以，那些凑个十亿八亿就大喊打垮分众的噱头，但凡对行业有点基础了解的都不会信。

税金同比降低 1.5 亿，来自政府的文化建设费 2020 年全年减免。文化建设费下半年继续免，明年不知。

坏账准备

最后一个需要关心的问题就是应收账款坏账准备。上半年仅计提了 1.97 亿，相比去年同期的 3.79 亿，减少 1.82 亿，相应增加了税前利润 1.82 亿。

这究竟代表着分众应收账款质量的提升呢，还是公司少提减值美化利润表呢？

大概在去年年中市场质疑分众最强烈时，以及今年初瑞幸咖啡爆雷时，我都在书房发过文章，谈及自己认为“分众的应收账款计提是可信的、保守的”。

今天可以借着这份报表再次聊聊。

2020 年半年报 91 页披露，截止 6 月 30 日分众共有应收账款账面余额 53.7 亿元，计提坏账准备 18.9 亿元，占比 35%。这是什么概念呢？

「注：账面余额就是没有减去坏账准备之前的原值，客户欠 100 元，应收账款账面余额就是 100 元。账面余额=账面价值+坏账准备」

就是说，这 53.7 亿元里已经有 18.9 亿元在今天之前作为费用处理掉了，在资产负债表里只记录 34.8 亿应收账款。

如果未来这 53.7 亿应收账款合计收回来 34.8 亿，刚好和预期一样，不影响未来报表；

如果未来收回超过 34.8 亿，会额外增加公司利润；

只有在超过 18.9 亿无法收回的情况下，才会对未来报表产生不利影响。

这 53.7 亿应收账款按照欠款时间区分：一年以内的应收账款 35.1 亿，一年以上的应收账款 18.6 亿；

按照欠款公司信用区分：没有呈现风险特征的应收账款 41.7 亿（可以理解为正常经营往来），已经呈现风险特征的应收账款 12 亿（可以看作已经耍赖或失去还款能力的客户，其中已进入诉讼的有 4.1 亿）。

已经计提的 18.9 亿坏账准备，足够覆盖全部一年以上的应收账款，当然也足够覆盖全部呈现风险特征的应收账款（二者大部分是重叠的）。

以分众过往记录分析，真正变成无法收回被迫核销的应收账款占比非常小。

下表是分众自 A 股上市以来，历年的计提、核销和应收账款情况。

	本期计提	本期核销	本期营收	应收账款余额	累积坏账准备	应收账款净值
2015	2.4	0.44	86.3	28	6.2	21.8
2016	2.6	0.64	102.1	29.6	8	21.6
2017	1.8	0.44	120.1	38.1	8.3	29.8
2018	4	0.14	145.5	59.7	11.5	48.2
2019	7.4	1.2	121.4	58.8	17.1	41.7
2020 上	2	0.15	46.1	53.7	18.9	34.8

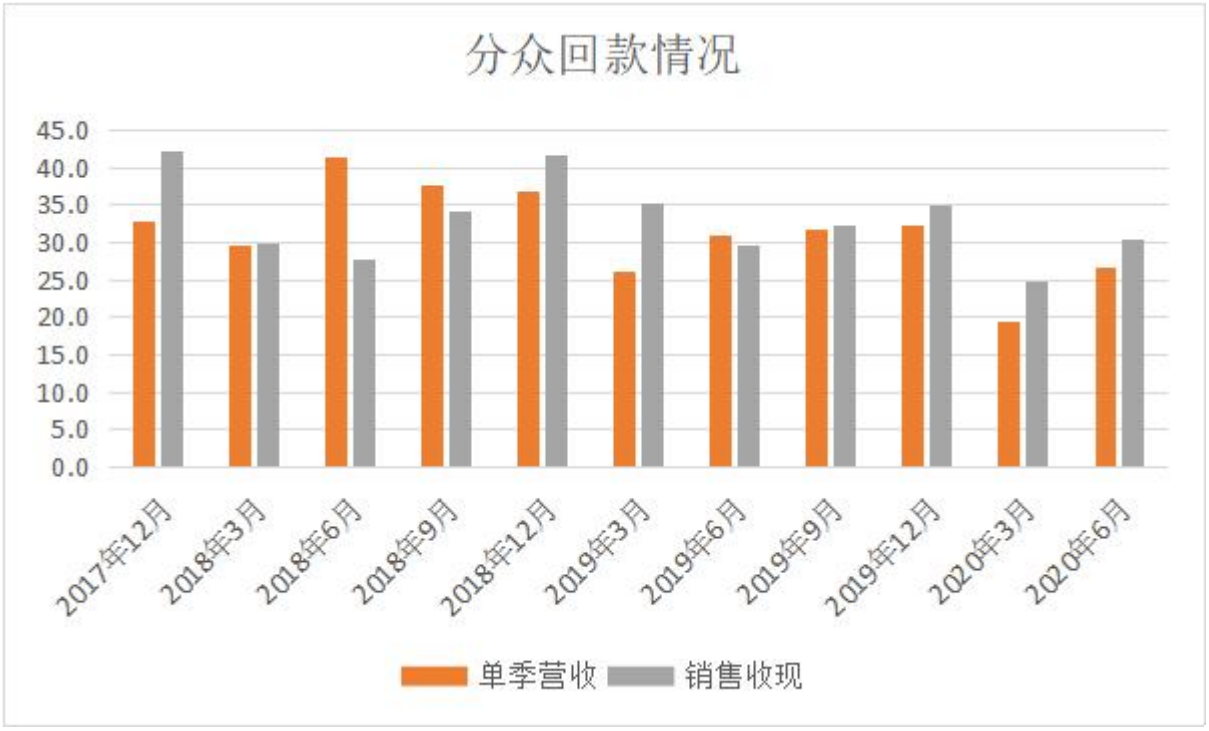
五年半累计计提约 20.2 亿，真正变成核销掉的死账仅约 3 亿，累积了 18.9 亿的坏账准备（2015 年初有余额）。

从这组数据里，有理由相信，现有的账面余额 53.7 亿的应收账款，收回 34.8 亿以上是非常确定的，超额收回是大概率事件。

同时，2019 年大额计提是特殊条件下的特别处理，是为 2018 年放松销售政策扩张付出的代价，这不会是常态。

类似今年上半年信用减值损失 2 亿左右（1.97 亿）才是分众的常态。

如果我们将 2018 年至今单季度营收，和单季度实际收到的现金做对比（如图）



就会发现公司已经连续四个季度，收到的现金超过当季营收，证实着应收账款质量确实在显著提高。

五、海外扩张初现曙光

最后还有一点小小惊喜，分众在东南亚的扩张初现曙光。

韩国是分众东南亚扩张中第一个取得盈利的地区。

去年上半年亏损 1317 万，去年下半年进入盈利状态，下半年盈利 1539 万元，全年实现盈利 222 万元。

今年上半年韩国也处于严重疫情之中，但分众持股 50.4%的韩国梯媒公司上半年实现盈利 339 万。

持股 30%的联营公司新加坡梯媒公司也首次进入盈利状态。

去年上半年亏损 400 万（全年亏损 690 万），今年上半年新加坡同样处于严重疫情中，公司实现盈利 648 万。

虽然香港、印尼、泰国子公司仍处于小额亏损中，但韩国和新加坡的盈利，说明电梯媒体并非中国特色，在具有某些共性的地区也是行得通的盈利模式。

六、综述

这份疫情压力下的财报，难能可贵地证明了品牌广告的价值。优良数据的背后，是品牌广告不会被效果广告全面替代的认知。

按照江南春的观点，品牌广告和效果广告是相辅相成的。品牌的价值在于自带流量、高转化率和高溢价带来的高利润率。它对商品销售的促进是长期的、低成本的。

效果广告确实是短期就可以看到收益，但效果广告的缺陷在于如果你不持续投入，就很难获得重复购买。

从这个意义上说，品牌广告和效果广告缺一不可，两者是协作关系而不是竞争关系。手机屏和梯媒并不是你死我活，而是共同做大，共同服务广告主的关系。

本次中报数据略超预期，梯媒受疫情冲击比我预想的小。依照目前的情况，如果下半年疫情没有反复，分众应该可以做到 25 亿上下的净利润。

目前我暂时维持 2019 年 10 月 30 日作出的估值结论不变，即：600 亿以下买入，1400 亿以上卖出，之间呆坐不动。

唐书房 发起了一个读者讨论

忽略股价涨跌问题，在你看来，分众传媒公司经营方面潜在的风险和负面因素有哪些？

精选讨论内容参与讨论

大地主大资产阶级垄断资本家：

公司应对经济周期逆境时，依目前的情况无法逆周期调节业务，经营及净利润存在大起大落。另外公司的资本配置投资的众多基金，详细细节也不清楚。分众这类公司运营上并不需要太多的资本再投入，那么如何有效处理留存收益，对我们能否真正实现股权价值就很关键。

YJC 璁😊

物业公司的并购整合，可能会影响议价权，导致导致租金的上涨（物业公司的管理面积从 2013 年～2018 年，top10:4.9%～11.9%;top100:16.3%~38.9%）

杨文理：

股价最低时候，我毫无怀疑梯媒的价值，这个生意一定是有价值的，而不仅仅是牛皮癣，不仅仅是 VC 热钱涌入后的火盆。但是那时候我对于梯媒的真实价值，能否撑起一家千亿甚至两千亿市值的公司，有点

动摇和滑坡。当然现在半年报出来，日用消费品厂商的涌入，互联网企业投入恢复，元气森林等产品的引爆，都证实了梯媒的价值。今天股票涨了，我好似又指摘不出分众什么致命问题了。老唐另一个贴说的好，大家都是凡人，思想偶尔总会滑坡，3.8 的时候我也呆坐不敢加仓，自然也没能力赚到这 70%的钱。

杨文理:

补一句：分众的竞争优势里，江南春个人能力似乎占了相当不少的比重。任何意外事件分众少了这个人，倒是一个不小的风险

无语：

潜在风险：1、最牛销售江南春退居二线，谁能替？2、所投的广告暴雷而被连累成为负面媒体；3、民法典引起的收益争议大规模爆发

Leo Chan：

风险排序：1、成熟期；2、效果广告趋势；3、上游；4、生态及政策改变；5、变异的竞争

YJC 璁😊：

如果在家办公市场的逐渐成熟，可能会导致非核心地段的写字楼的出租率的降低，从而影响梯媒的效果，未来 20 年中国城市大约新增 3 亿城市人口，而城市化的意义是因为人口聚集，才汇集了需求而容纳得下更高水准的分工，从而推进生产率提升，推高收入，并对人口更高程度的聚集，如果在家办公的模式能够成立，仅考虑工作的因素，那么人们好像并不需要聚集到城市来寻求发展，因为任何地方都可以办公了。新增人口是否能抵消或超过在家办公带来的写字楼人数的损失？

ysu 青争：

5G 甚至未来 nG 技术推广后，电梯中信号已经可以满格了，乘坐电梯的移动玩家们可以随心所欲上网浏览想看的了；甚至 vr 技术发展成熟后，玩家们可以轻松屏蔽闹哄哄的梯媒，随时选择打开眼前的虚拟屏幕，在电梯里继续沉浸浏览网络。

Molice：

国家对电梯安装电子设备的限制，安全问题，这个好像以前就看老唐提过

耍耍哥哥:

潜在风险个人觉得是如果出现电梯因电子广告牌的原因出现重大人员伤亡，国家可能会出台限制措施，造成亏损。

七海精灵：

简单回答下，说下短期的:

1、品牌广告收入受经济环境较大。短期看如果中美对抗加剧，经济形势恶化对分众可能影响较大，产生较大负面影响；

2、技术进步，生活方式改变，居家办公远程办公，梯媒覆盖人群缩小，影响覆盖梯媒价值；

3、线上互联网媒体的精准投放覆盖能力增强，抢夺梯媒份额；

4、政策风险，对梯媒点位设置限制；

5、再次出现类似新潮似的对手，不记成本扩张，拉低行业整体盈利水平；

6、疫情加剧，梯媒再次受限。

额外多说两句，对于分众的未来本人略乐观于老唐，计划 800 亿以下买入，1600 亿以上卖出。信心的

来源，江南春。

强烈申明

老唐个人持有 9%仓位的分众传媒，目前处于亏损状态。故文中任何点点，均可能**充满老唐个人的偏见和错误。**

请独立思考，万万**不可依赖老唐的判断**作出买入或卖出决策。切记切记

利益声明：本人未来 72 小时内没有买入或卖出分众传媒的计划。

唐朝(朋友)

关于碧桂园收购城市纵横的公司回复：1）电梯媒体市场需要一起来做，每年都有不同类型的公司加入市场做许多探索。5 年前就有很多物业公司做类似探索，但是没有特别成功的案例。

2）梯媒或广告行业重要的是覆盖率，分众在过去十七年中和许多物业公司合作，拥有广阔的覆盖，慢慢做到了现在的位置。 中国物业市场很分散，前五大物业公司市占率大概分别在 1%-2%，很少有突破 2%的公司。因此物业公司在综合经营中，在自己的领域做媒体叠加其他内容，是一个有益的探索，但是对分众的影响很小。

3）对梯媒来说，拥有多少物业是必要条件，不是充分条件，还需要训练有素的庞大销售团队、优质物业覆盖的浓度密度、整体技术水平等。今天已经不是圈地的广告时代了，客户要求水平很高。

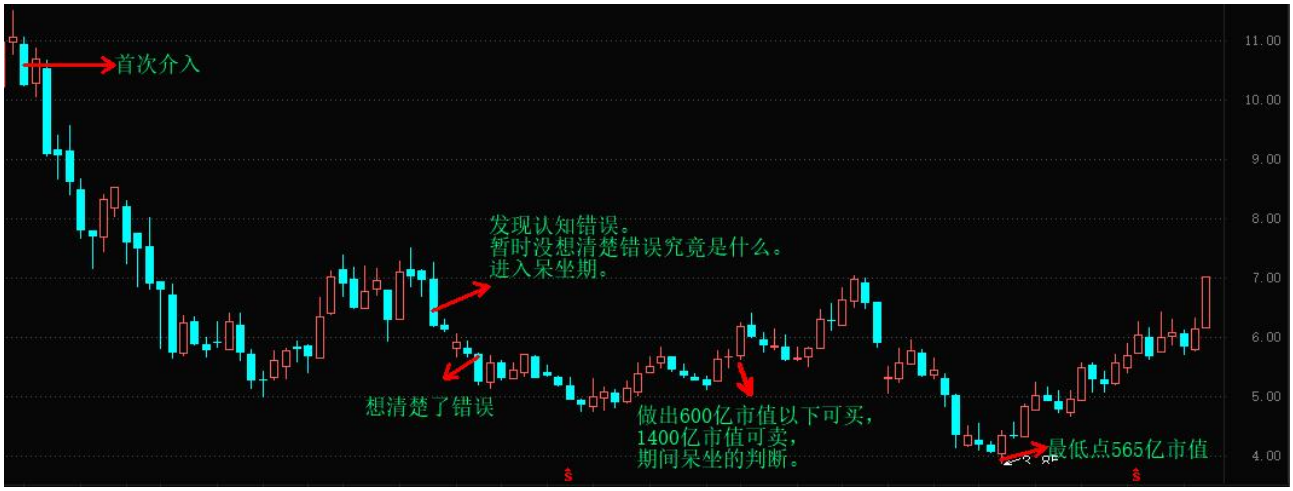
4）电梯公司需要了解不同楼宇的信息，并把所有楼宇的信息集合起来，此外还要知道具体如何打广告，如投放频率、投放周期、互联网广告和电梯广告的匹配、创意的选择等。因此，客户的要求在不断提升，需要提高规模、广度、技术水平、定位研究、广告优化创意等，专业的事情还是需要专业的公司做。

5）广告也在向头部媒体和头部栏目集中，碎片化的媒体很多，真正具有头部引爆能力的媒体是非常稀缺的。欢迎不同公司探索，但是头部媒体是非常集中和稀缺的。

第824篇.　　2020.08.22 - 分众传媒投资回顾及周期股估值方法的尝试

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-08-22

本文是一个错判案例的回顾和思考。



这张周线图是我介入分众至今的股价波动。几个重要的节点分别是：

①2018 年 8 月首次介入分众，当时对分众的思考结论是「三年后合理估值 2100~2500 亿，对折买入，目标配置 10%~15%仓位」。

②伴随股价的下跌，不断买入，最终买入均价约 7.6 元（经历两次分红后约 7.4 元），折合约 1090 亿左右实现约 13%仓位的持有。

③2019 年 4 月 25 日，一季报发布后发现自己思维有误区，但没有想清楚究竟错在何处。发布「不再买入，暂时也不会卖出」的文章，当时市值约 960 亿。

④2019 年 5 月 16 日，想清楚了自己的错误所在。市值 830 亿左右，继续呆坐；

⑤2019 年 10 月，经过反复思考，做出并发布了新的估值：600 亿以下可买，1400 亿以上可卖，期间呆坐不动；

⑥2020 年 4 月，股价最低跌至 565 亿市值，手头没有现金，信心也不足以支撑调仓换股，呆坐至今。

⑦2020 年中报后回到 1000 亿以上市值区域。

之所以要在目前刚刚突破千亿时，回顾这次投资，是因为这次跨度两年的投资，截止目前还亏损约 5%。

它是我实盘公开近七年来唯一一只亏损股（观察仓不计），再不聊，等涨上去就成嘚瑟和马后炮了

这笔投资至今收益依然为负，是老唐所有持股中最糟糕的一只，如果考虑机会成本，持股至今的收获大致等于腰斩。

本文想阐述清楚三个问题：

第一，分众持续两年亏损的根源是什么？

第二，当发现认知有误后的处理方式是否合理，判断依据是什么？

第三，600 亿以下买入，1400 亿以上卖出的估值是如何做出的，或者说老唐估值体系里，如何对周期股做估值？

首先说第一个问题：分众持续两年亏损的根源是什么？

这个问题的答案清晰明白，我已经在 2019 年 5 月 18 日的《散打投资 16》里写过了：

对于分众传媒，我有两个知识错误，是可以改正也应该改正的。这两个错误，一个涉及到对广告客户行为特点的误判，一个涉及到对分众客户结构的疏忽。

行为特点的误判，指的是：过去我认为当宏观经济不景气，或者某种冲突导致出口受挫时，企业应该会更加注重于国内市场，应该增加广告预算抢夺消费者。由此，分众甚至可能因此而受益，至少也能保证不受太大冲击。

……

（然而）以品牌展示为主要广告形式的分众传媒，遭遇到经济形势下滑时，实际上是客户支出首选的削减对象，而不是我以前认为的不受冲击甚至因此获益。这是我的第一个错误认识。

正因为这个错误，我将本来随着宏观周期波动的周期股，误当做稳定增长型企业做了估值。

按照宏观好，分众会更好。宏观不好，分众也可以稳住甚至可能增长的思考角度，直接用当年净利润为起点考虑，忽略了净利润的向下波动可能。

这个错误，导致我作出了过高的估值。按照我当时的观点，预计三年后（2021~2022）看到百亿左右净利润。

事实上，以目前眼光看分众，2021~2022 年能恢复到 50 亿左右净利润就已经是相当可观的成果了。

另一个关于客户结构的疏忽是非原则性问题，略过。

接着说第二个问题，当我发现了自己的认知错误后，为什么选择呆坐，而不是认错卖出？

这个问题其实没有标准答案，要取决于发现错误时的公司市值。

当我意识到自己思维有误区时，是 2019 年 4 月底。当时市值约 960 亿，我知道自己的思考有问题，但还没想明白问题在哪里。

到 2019 年 5 月中旬，我想明白了自己的错误所在。但股价已经跌至 830 亿左右。

从 1090 到 830 亿之间的 260 亿跌幅，是我为自己的错误判断所支付的代价。

代价已经支付了，就无需将其纳入考虑范围，只需将 830 亿市值的股票和等值现金摆上天平的两端，比较哪个更划算即可。

依照新的认识，我认为当时的 830 亿属于基本合理的估值范围。

用合理估值的股权去交换等价的货币，没有道理——等价交换是个错误的经济学概念。真实世界里所有的自愿交易，都是在交易双方均认为自己获益的情况下实现的。

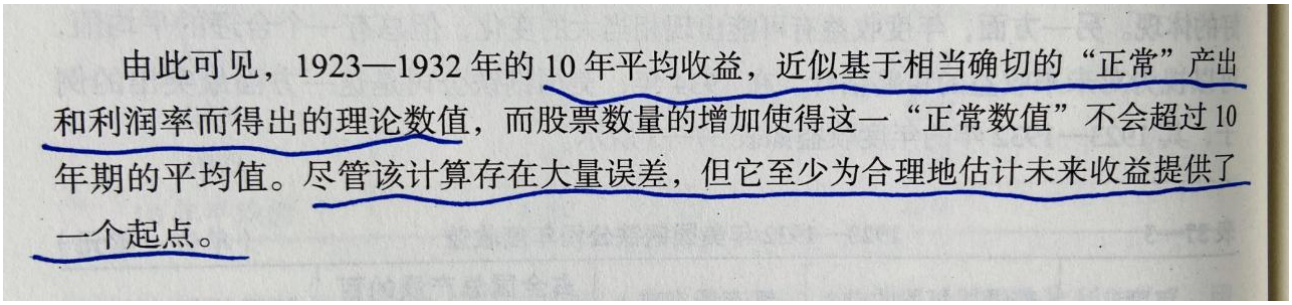
换句话说，如果去年 5 月中旬，当我想通错误所在时，若市值在千亿以上，或许我就卖掉了。

在我眼中，买卖不取决于股票是浮盈还是浮亏，也不取决于我在它上面耗费过多少时间和精力，关键在于确定错误时，股票市值和等值现金之间的比较。

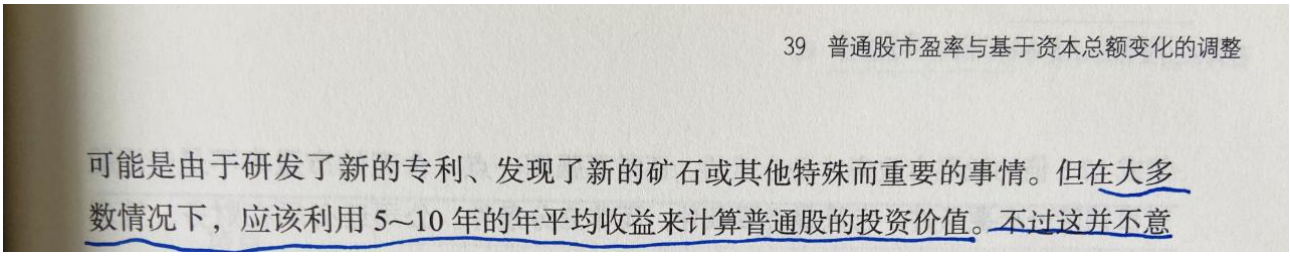
最后谈论第三个问题：如何对周期股进行估值。

当我认识到分众的经营情况会随宏观周期波动，后面的事情就简单了。

格雷厄姆在《证券分析》里写过：对于周期性波动的企业盈利，可以采用 10 年的平均利润去模拟近似的「正常」收益。



由此可见，1923—1932 年的 10 年平均收益，近似基于相当确切的“正常”产出和利润率而得出的理论数值，而股票数量的增加使得这一“正常数值”不会超过 10 年期的平均值。尽管该计算存在大量误差，但它至少为合理地估计未来收益提供了一个起点。



39 普通股市盈率与基于资本总额变化的调整

可能是由于研发了新的专利、发现了新的矿石或其他特殊而重要的事情。但在大多数情况下，应该利用 5~10 年的年平均收益来计算普通股的投资价值。不过这并不意

上面的截图来自《证券分析》第六版。早在 1934 年的第一版里，格雷厄姆已经谈及这个「正常产出」下的市盈率概念，只是我手头没有第一版书籍。

2013 年诺贝尔经济学奖得主，耶鲁大学教授罗伯特.席勒，曾在格雷厄姆的理论基础上做了大量实证研究，于 1998 年发表著名的论文《估值比率和股票市场长期前景》，文中提出一个后来名扬四海的指标叫「周期调整市盈率（CAPE）」，又称「席勒市盈率（Shiller's PE）」。

简单的说，席勒教授使用了格雷厄姆建议的周期调整，采用十年平均盈利和股价做对比，通过大量的

数据回溯，最终得出一个结论：当时的美国股市已经整体高估，处于「非理性繁荣」。

同时，席勒教授通过对多个市场的研究，发现股票市场长期收益率普遍与 CAPE 之间存在较为显著的负相关关系。

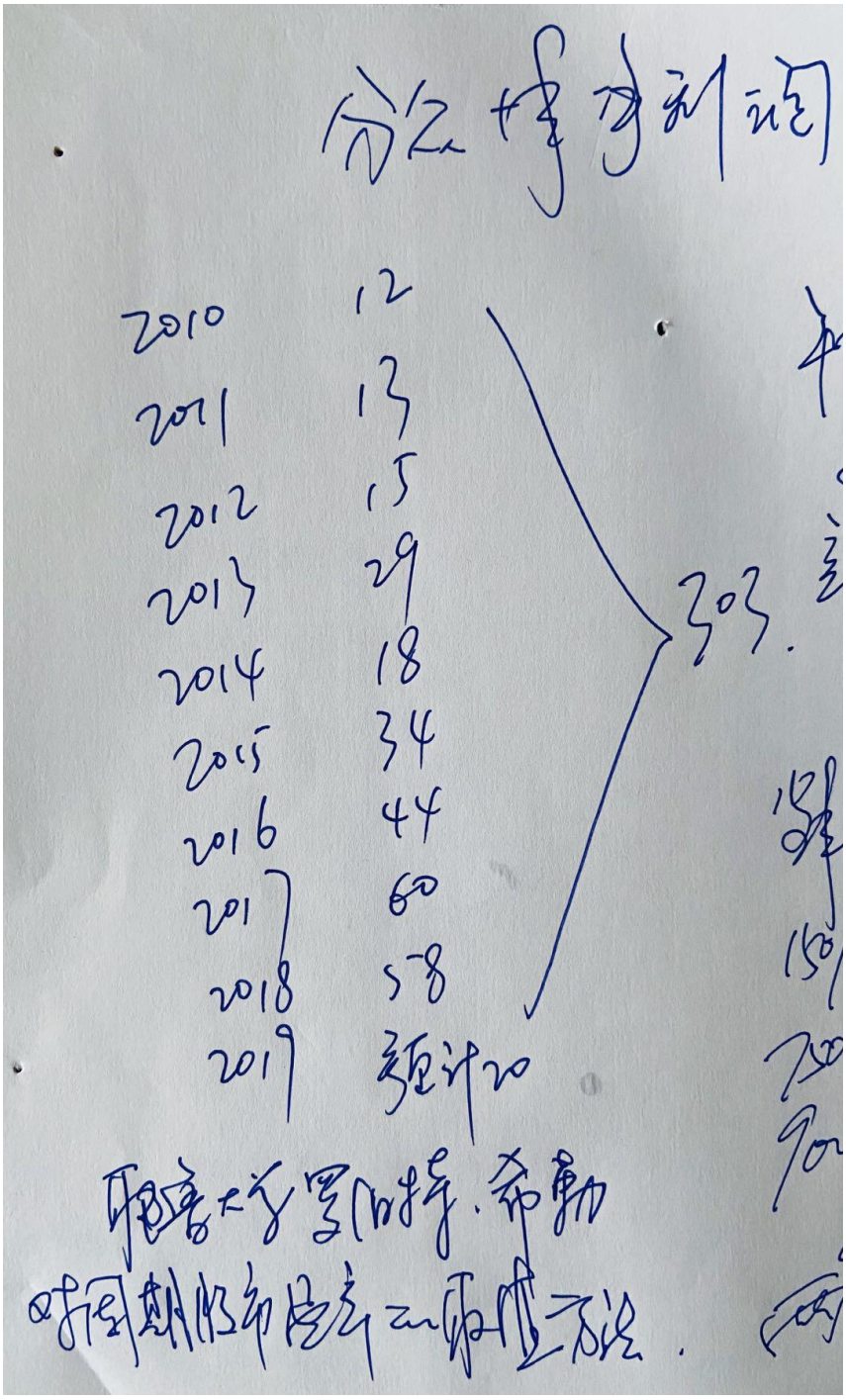
2000 年 3 月，席勒教授将研究成果汇集出版，它就是著名的《非理性繁荣》一书。该书出版之后的一个月，美国互联网泡沫崩溃，纳斯达克崩盘。

自此，席勒市盈率迅速成为全球股市指数周期分析和周期股分析的可靠利器之一。

注：席勒教授在论文和书籍中，并非直接使用简单十年平均数据，而是对盈利和股价同时做了通胀还原，以真实再现百年波动。

但以我的理解，使用最近十年数据以及展望未来，基本无需做通胀还原。至少在没有恶性通胀存在的情况下，无需做通胀还原。

所以，站在巨人的肩膀上，事情变得很简单。我统计了过去十年分众的盈利，如下图：



因为统计时 2019 年年报还未发布，采用的是公司预告数据的大致值 20 亿——预告全年净利润为 17.5~20.5 亿之间，最终实际是 18.8 亿。

加总得出十年总收益 303 亿元，平均年度「正常产出」约 30 亿元。

接下来，按照老唐估值法，在无风险收益率 3%~4%之间时，合理市盈率取值 25~30 倍，当年合理估值在 750~900 之间，或写作 825±10%范围。

按照老唐估值法，当年合理估值的 7 折买入，合理估值上限的 150%卖出（因判断不了三年，故借用当年合理估值数据），买入位置=825×70%=578 亿，卖出起点=825×110%×150%=1360 亿。

这就是「600 亿以下买入，1400 亿以上卖出，期间呆坐」结论的来源。

唐书房 2019/10/30

一年内市值在600~1400亿之间波动，持股不动。高于1400亿拟出售，低于600亿拟增持。

必然有朋友会询问，老唐的估值不是三年后合理市值的50%买入吗？怎么又经常使用当年合理市值的70%呢？

这两者在数学上其实是一码事，只是背后隐含了一个正常年化增长12%的判断罢了。假设目前净利润为单位100，年化12%增长三年后净利润为140。

100×70%=140×50%。也就是说，当年合理估值的7折，是假设12%增长下，三年后合理估值5折的简化计算。

12%的取值，是我心目中的优质企业，应有的可持续增长水平。

1977年5月，巴菲特公开发表在《财富》杂志上的《通货膨胀是如何欺诈投资者》一文里，曾经这样写过

第二次世界大战结束之后的第一个10年，也就是到1955年之前，道琼斯30种工业股票的年均净资产收益率为12.8%。在接下来的第二个10年，这项数据为10.1%。在之后的第三个10年，这一数字为10.9%。如果把视野拓宽至《财富》500强企业，通过追溯自20世纪50年代中期以来的数据，也会发现相似的结论：1965年前的10年内，它们的年均净资产收益率为11.2%，此后10年为11.8%。在某些特殊年份，这一数字则大幅提高，比如，在1974年，《财富》500强企业的净资产收益率达到了14.1%，而在某些年份则比较低，比如1958年和1970年，这一项数据只有9.5%。**不过，纵观这些年，总体来看，净资产收益率有回归至12%左右的趋势。在通货膨胀的年份里，没有迹象显示出，该数据会大幅超过这一水平，物价稳定的年份也是如此。**

查理.芒格曾这样表述伯克希尔的投资原则：「我们就像刺猬，只会一招，就是寻找利率低于3%的浮存金，并把它投向能产生13%回报的企业」。

这里之所以用13%数据，所代表的的含义其实就是「比（能够获得12%回报率的）普通优质企业还要好一点点的企业」。

这个12%究竟是统计结果（巧合），还是背后有深层逻辑支撑，我暂时还没彻底想明白。

但它在我国股市同样得到的历史数据验证。沪深300指数以2004年12月31日为基点1000点，至今15.65年。

考虑了分红后的沪深300全收益指数今天的收盘点位是6139.26，年化收益率为12.29%。

说破了，简单到令人不敢相信，对吧？投资本来就不复杂，复杂的是判断。

如此简陋的估值法，会不会遭你嘲笑呢？或许，这样的「秘笈」应该按照八心八箭标准，收费 998 才算是真的帮助人？

唐书房 发起了一个读者讨论

关于周期股的估值和投资，你的看法或方法是……？

需要补充的是，今年 4 月分众传媒最低跌至 565 亿市值，并在 600 亿市值以下待了三天，然而老唐并没有买入。

表面上的原因是当时没有闲余资金。但深层次的原因，恐怕更多的还是三四月份，面对网络上大量的质疑、抱怨甚至谩骂，自己信心动摇了

或者说在曾经信心满满的股票上犯了严重错误，所导致的自我怀疑（好在是轻度）。

否则，从家用里抠搜抠搜，或者从所投资的指数基金里做做腾挪，增加几十万乃至一百多万元的分众还是可以做到的。

从这个角度说，这四个多月近 70%的涨幅没有拿到，也不遗憾。它再次证明一句话：「财富是思考的副产品」。如果思想滑了坡，黄金奉上也不敢摸

第825篇.　　2020.08.22 - 老唐实盘周记2020/08/22

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-08-22

本周交易

无

当前持仓

目前持仓茅台 41%，腾讯 24%，洋河 14%，分众 9%，古井 B6%，海康 5%。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	41%	19000±10%	＜9500	23000	21054	1676.00	43.74%
腾讯控股	24%	55000±10%	＜27500	60000	44299	518.00	38.35%
洋河股份	14%	3150±10%	＜1575	3700	1958	129.90	20.84%
分众传媒	9%	……	＜600	1400	1029	7.01	13.25%
古井贡B	6%	666±10%	＜333	800	398	88.66	28.18%
海康威视	5%	4400±10%	＜2200	5000	3518	37.65	17.51%
沪深300						4718.84	15.19%
上证指数						3380.68	10.84%
2020/8/22			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8925	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	42%	19000±10%	<9500	23000	20865	1661.00	42.46%
腾讯控股	24%	55000±10%	<27500	60000	43505	506.50	35.28%
洋河股份	14%	3150±10%	<1575	3700	1972	130.83	21.70%
分众传媒	8%	……	<600	1400	898	6.12	-1.13%
古井贡B	6%	666±10%	<333	800	391	86.71	25.36%
海康威视	5%	4400±10%	<2200	5000	3723	39.84	24.34%
沪深300						4704.63	14.84%
上证指数						3360.10	10.16%
2020/8/15			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8964	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同而发生小幅变化；

②老唐买点或卖点，代表如果公司总市值触及此数值，老唐计划买入或卖出，与个股历史买入成本无关；

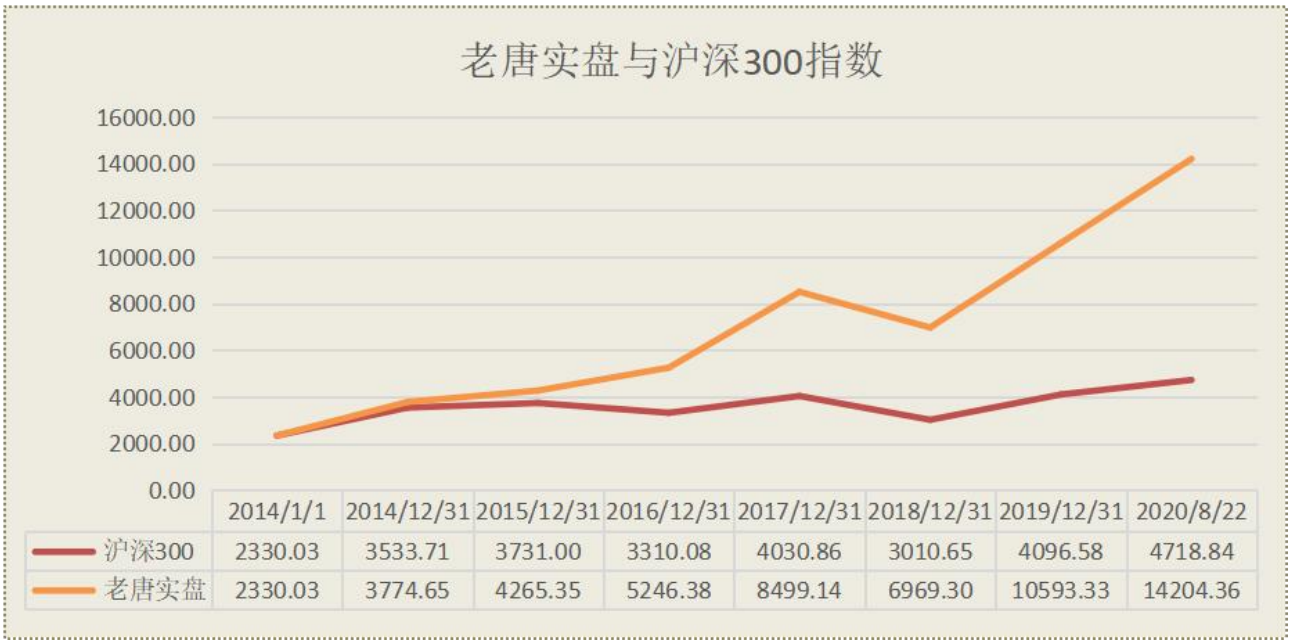
③仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2020 年内收益 34%（四舍五入数据）。

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，34%（均不含新股收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 610。以 6.65 年折算，年化收益率约 31.2%。



近七年时间里，老唐累计涉足 20 家公司，目前持有茅台、腾讯、洋河、分众、古井 B、海康 6 家，其他 14 家已卖出。

其中大赚（获利超过 100%）的有：茅台、民生银行、招商银行、古井 B；

小赚（获利不足 100%）的有：腾讯、洋河、海康、泸州老窖、信立泰、双汇、国投、川投、伟星新材、粤高速 B、长安 B、伊利；

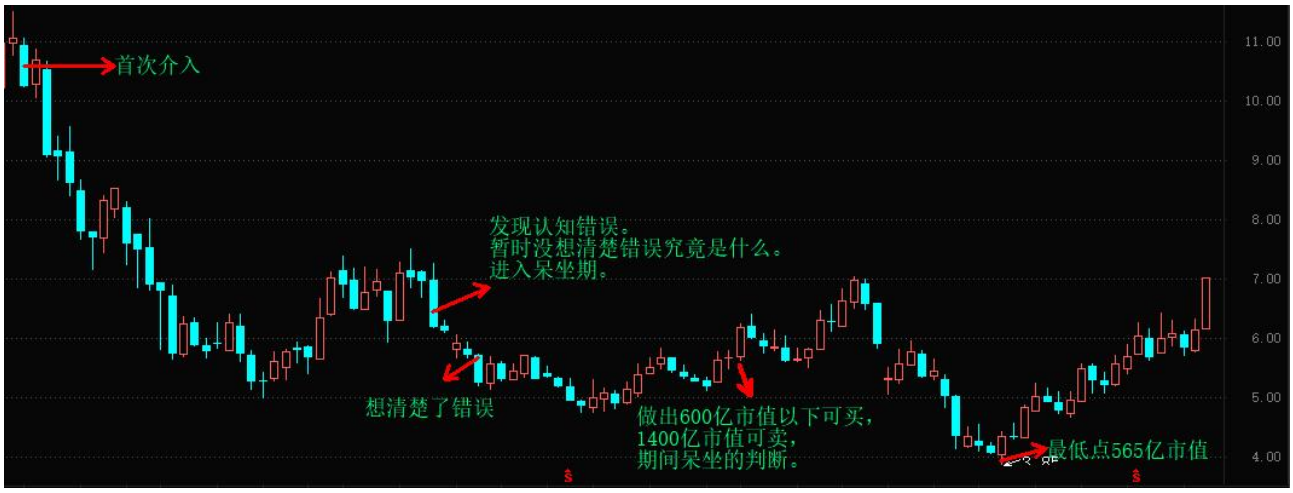
小亏的有：观察仓张裕 B，宋城演艺，永新股份，每只曾持有过 1000 股，累计亏损约两三千元。

巨亏的有：分众传媒。累计买入数十万股，自初始介入至今一股未卖。持有跨度两年，截止 2020 年 8 月 22 日仍亏损约 5%。

备注：以上这段，是为了方便截图做成自动回复。若你感受到了嘚瑟，烦请稍作容忍并跳过谢谢。

重要事项

1. 分众传媒发布半年报



上图是我在分众上的心路历程，可横屏放大观看。

在这个市值突然千亿的时刻，再不回顾就要变成盈利股的嘚瑟了。

趁分众传媒依然是亏损状态，借着分析中报的时机，在财务分析之外，额外写下了三个问题的思考结果：

第一，分众持续两年亏损的根源是什么？

第二，当发现认知有误后的处理方式是否合理，判断依据是什么？

第三，关于「600 亿以下买入，1400 亿以上卖出」的估值是如何做出的。对于周期股，老唐估值体系里将运用什么方法实施估值？

结果写长了，索性从周记里分拆出去两篇，分别放在今天的第三条和第四条上。

一篇叫做《分众传媒投资回顾及周期股估值方法的尝试》，另外一篇叫做《分众传媒 2020 中报分析》，内容独立，先读哪篇都无所谓。

2. 本周中美关系持续恶化。

中美关系持续恶化，是笼罩在市场乃至整个国家头上的阴影。

鉴于往期周记里老唐谈论相关话题所引发的无谓争论，这里特别声明一句：

「因为实盘周记是留给自己未来回顾的记录，所以我需要记录当周我认为重要的事情。对于中美关系，我没有什么有价值的观点分享，也不参与相关讨论。谢谢。」

- 本周二《财经》以《黄奇帆：中国面临十面埋伏》为题，发布了原人大财经委副主任、原重庆市市长黄奇帆 8 月 8 日的一篇演讲。

- 黄奇帆在演讲提到中国目前面临贸易脱钩、投资脱钩、资本市场脱钩、金融保险脱钩、技术脱钩、留学交流脱钩、网络脱钩、清算体系脱钩、协议脱钩、美元脱钩等“十面埋伏”，中国人要“丢掉幻想、准备战斗”。
- 本周二，联合国秘书长古特雷斯就中美关系发表看法，古特雷斯认为中美两国关系从来没有如今这样失衡过，中美两国的紧张关系可能会把全世界分裂成为两个集团，这是对全球的一个巨大风险。
- 本周三外交部例行记者会上，外交部发言人回复了记者关于「美方取消新一轮中美经贸谈判、美国国务院周二致信美国高校，称美国政府可能采取更为严厉的持股规定，提醒高校应在此之前从其基金中减持中国股票」等问题。
- 本周四新华社报道：美“马斯廷”号驱逐舰穿航台湾海峡，中国人民解放军东部战区组织海空兵力全程对美舰进行跟踪监视。
- 美国国务院 8 月 19 日表示，为了反映美国对北京施行香港国安法的深度关切，美国已正式通知港府将暂停或终止与香港的三项协议，包括移交逃犯、移交被判刑者以及国际船运收入税互免协议。
- 对此，中国外交部发言人赵立坚 20 日宣布，鉴于美方的错误行径，中方决定香港特区暂停履行港美司法互助协定。
- 因同样原因，我国已经于 7 月 28 日宣布暂停香港与加拿大、澳大利亚、英国的司法互助协定；8 月 3 日宣布暂停香港与新西兰的司法互助协定。
- 本周四，美国民主党全国大会闭幕，大会通过了美国民主党 2020 年党纲。与 2016 年版本相比，删去了关于支持一个中国原则的内容。本周五外交部例行记者会上，发言人回复了记者相关提问。

3.白宫关于微信禁令的最新消息。

昨晚，腾讯 ADR 股价飙升，当日升幅超过 5%，创一个月内最大日内升幅。

原因是彭博社报道：据知情人士分享，白宫禁令旨在禁止在美国应用商店中下载或更新微信应用。

在中国有业务的美国公司，比如星巴克，仍可以通过该应用程序宣传和处理与中国消费者的交易。

目前一些游说团体一直在敦促美国政府缩小该禁令的范围。

美中贸易全国委员会主席克雷格·艾伦说「微信在中国有点像电能，你在任何地方都需要使用它」

4.本周有 2 份读书笔记入选。

入选文章是：

- 《巴芒演义》各投资大师重要投资观念索引——豆瓣@生人回避
- 自然从不飞跃，《巴芒演义》读后感——雪球@行者关

请这两位朋友留下收货地址——如果选择老唐的四本书签名套装做奖品，或，留下微信号——如果选择加老唐微信好友做奖品。

无论是否入选，输出本身已经是对自己的巨大帮助，是非常深入的学习过程。

我相信所有写过读书笔记的朋友，都会有这个感触。

借着这个激励，将双手放在键盘上，给自己一个成长的机会吧！

本周运动

本周老唐变身灾民，因成都暴雨导致小区地下停车场淹没，小区停水停电四天（酒店去混了两天）。

老唐的车也遭受三级淹没（淹没座椅级别），周二地厅排水后，拖去 4s 店维修。实在是惨，惨，惨，惨绝人寰

本周游泳一次一小时，徒步一次 9.7 公里。同口径体重 85.4 kg（175cm），环比上升 0.4kg。

下周预计交易

无

下周五收盘后，洋河和古井贡酒发布中报。

友情通知

杨天南老师开设了一门「解读巴菲特六十年股东信」的音频课程。

预计 9 月 9 日左右上线，每周更新一期，每期解读一份巴菲特致股东信，课程收费 299 元。

想了解的朋友请点击《我为什么要解读巴菲特六十年股东信》。

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。

文中提及的任何个股，都有**腰斩**或翻倍的风险。请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记

祝朋友们周末愉快

第826篇.　　2020.08.29 - 巴芒演义-根正苗红的价值投资基因

唐书房　2020-08-29

以下文章来源于杨府　，作者 Mr.杨

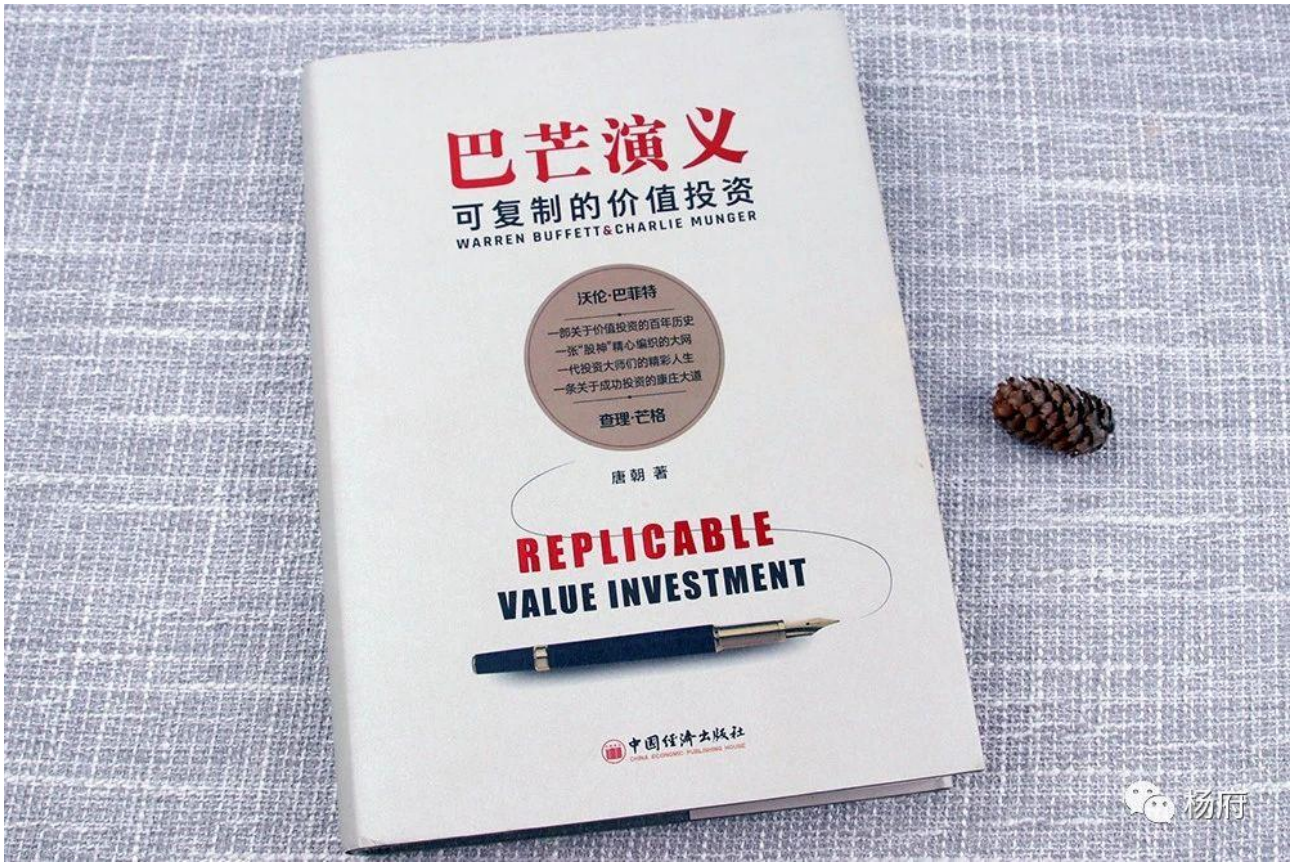
杨府

给自己挖个坑：读 1000 本书，写 1000 篇读后感。

《巴芒演义》1

2020 年 3 月 11 日 20 点 04 分，《巴芒演义：可复制的价值投资》签名版和印章版上架销售。在经历了两个多小时的服务器崩溃之后，终于抢到一本签名版。我于 4 月 15 日收到新书，7 月 18 日左右才读完。与其说我特别珍惜这本书，不如说我是初入价投门，知识浅薄，担心不能深刻领会本书精髓。所以我一直安排自己阅读其他书籍。但当我读完《巴芒演义》后，我发现，其实我应该先读它！当然，走弯路不可怕，可怕的是一直走在错误道路上。

我内心的潜台词就是：还好，还好！



老实说，我开始是没有写读后感的打算的。作为理工科出身的我，认为自己的文字向来是苦涩的。我知道自己的文字将大概率成为北枳。直到最近给自己立了一个小目标：读 1000 本书，写 1000 篇读后感（至于什么时候完成，管他呢，至少我愿意一直坚持做这件事）。那么，《巴芒演义》读后感这就作为我小目标的一个开局吧。

于是，我再次翻开了书架上那本无比精美的《巴芒演义》 。

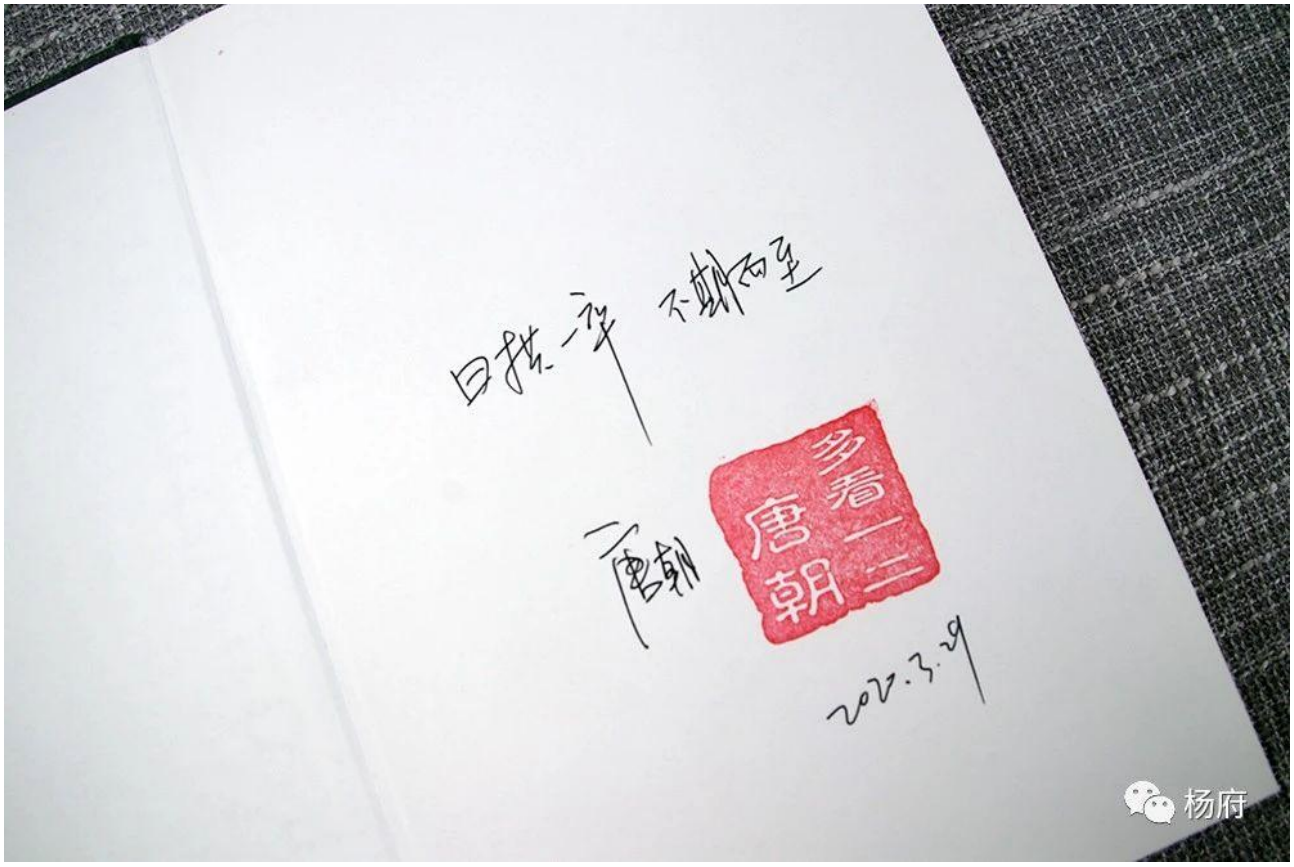
和不少初入股市就迷恋技术派，在向市场先生交了学费后转投价投派的同学有着惊人的雷同与巧合：我是大学时接触股市的，当时背着女朋友在图书馆里如痴如醉地啃了十几本股票类书籍-且无独有偶的，全部是技术类书籍。在对这些技术有了“深入”了解后，自觉得已经修炼了一身绝世神功的我，自然想要用实战去征服整个武林了。2007 年大牛市，我和一个关系较好的同学凑了 4000 元进入股市，凭借我在图书馆学到的“武林绝学”，靠“实力”于 2008 年股市暴跌中扑街……

《巴芒演义》3

直到 2018 年，我这颗老韭菜又畏畏缩缩地回来了！这时的我，既有看到天上下黄金雨的欣喜，又有当年挥之不去的噩梦阴影。拿不准，拿不住，涨了吃口甘蔗渣就跑，跌了心一横就割。这是我当时最鲜明的写照。直到有一天误打误撞进入唐书房：我发现，投资的这个世界敞亮了！……扯远了，这里发生的故事以后有机会再聊，现在进入我们今天要聊的正题。

有了在大学期间的教训后，对老唐这句“日拱一卒，不期而至。”有了自己的见解：努力勤奋固然重要，但要找对方向，不然距离终点会渐行渐远。

现在读巴芒，学巴芒，就是在正确的方向上走正确的路。

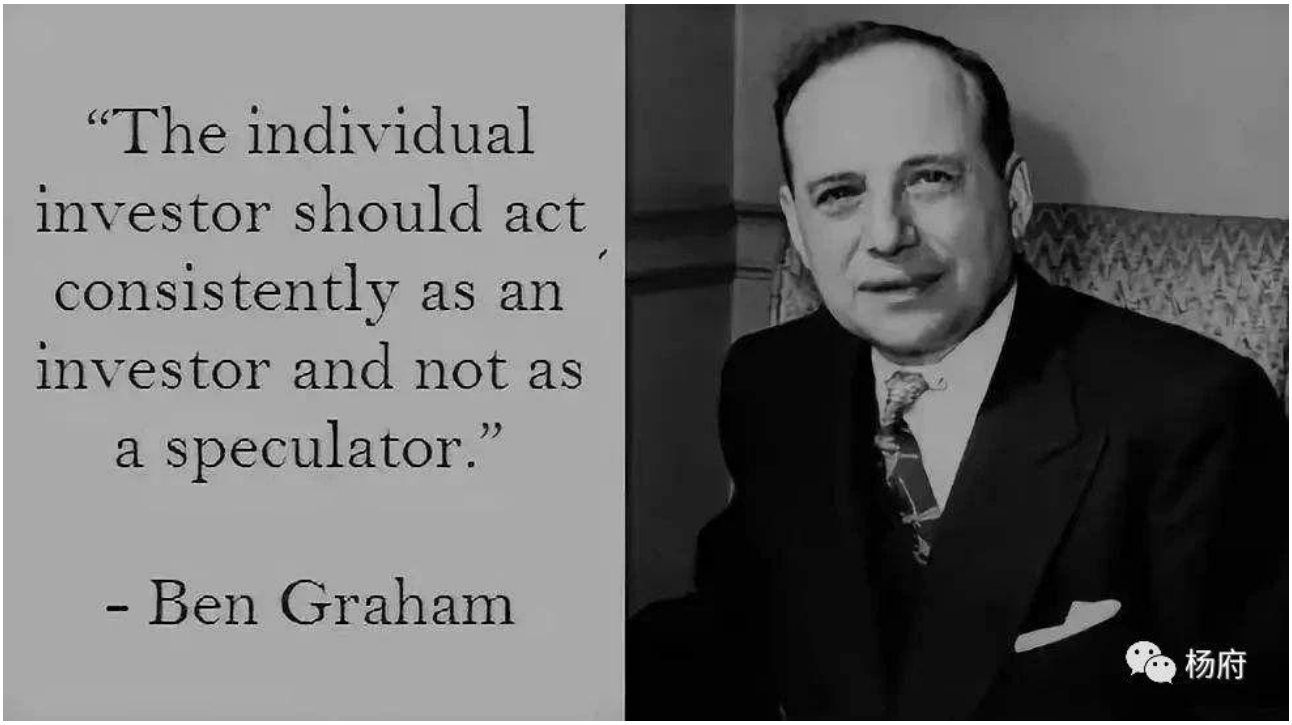


作者唐朝的签名~字迹超赞啊

~~容我嘚瑟一下~~

一、市场先生：我是疯的

格雷厄姆创造出的这个市场先生会每天准时出现对你手中的股票进行报价。但作为一名典型的精神病人，他的疯癫状态使得人们根本没有任何可以依靠的规律来预测他当天的报价。可能因为隔壁老王的姑妈的女儿的同学的父亲的朋友的儿子考试得了第一，市场暴跌。也可以因为海洋馆那只海豚想念她的妈妈了，市场疯涨。



价值投资教父-本杰明.格雷厄姆

而纵观《巴芒演义》中的大师们，都不是靠预测市场先生情绪成为大师的。1916 年底秋天到 1917 年底，美国股市大跌，如果说此时的格雷厄姆没有预测到市场的变化是因为他入市不久，没有能力，那么情有可原。然而 1929 年前夕，彼时投资事业风生水起的格雷厄姆还没有预测到 1929 年的大崩溃就说不过去了，但事实是他确实对市场先生的行为也无能为力—也许巴鲁克成功预测到了，但这大概率也是“人头还是字”加一点运气的结果。因为随着时间的推移，越来越多的大师们都在前仆后继地踩着市场先生埋下的“雷”。

雷声轰隆，生生不息……

既然市场先生的脾气不可预测，那么我们就只能利用：亢奋时给我们送钱，绝望时给我们买入机会。其他时候，管它呢！

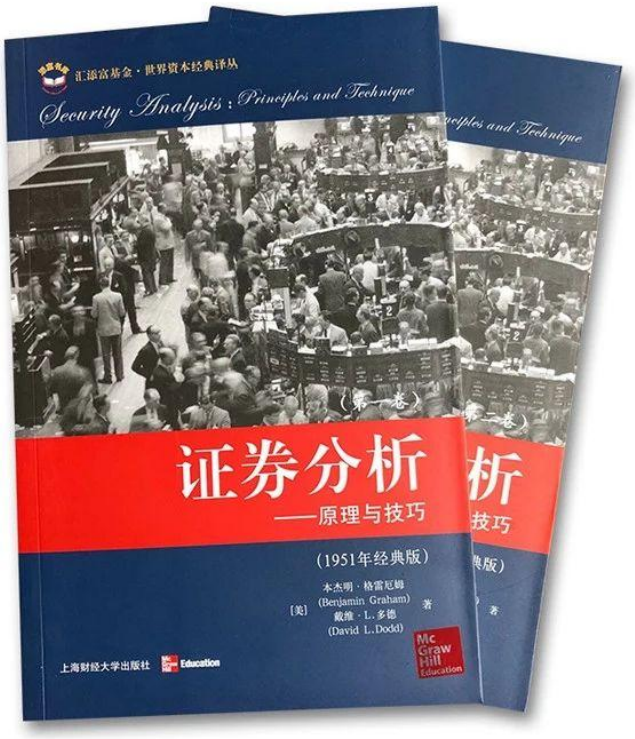
二、价值投资体系：我是活的

股票价格随着市场先生的脾气波动，但市场先生并决定不了股票最终的价格。只有抓紧股票内在价值才是战胜市场先生的制胜法宝。而大师们进入名人堂的入场券恰好就是价值投资体系。这个由大宗师格雷厄姆创造，并由其弟子们发扬光大的价值投资体系是一个从无到有，伴随随着市场变化而不断变化的美少女。她从一出生便被赋予源源不断生命力。她由一个呱呱坠地的婴儿经过近百年的成长，现如今已经嫣然成为一个光彩照人的大姑娘。

《巴芒演义》内容页

1922 年初，格雷厄姆在自己发表的《铁路公司股票的投机机遇》一文里，展示了自己的韭菜操作：因为某某股票目前的单价低，所以上涨的可能性大。看似道理深刻却毫无逻辑的言论竟然出自价值投资教父之口！但，大师的确是从这样的韭菜成长起来的。

1924 年格雷厄姆开始研究和关注一些股价低于净流动资产的股票，开启了著名的“烟蒂股”投资模式，这就是价值投资体系的雏形。利用该体系，格雷厄姆在一系列战役中取得胜利，并名声大噪。韭菜.格雷厄姆从此由一缕绿油油的韭菜变成价值投资.格雷厄姆。10 年时间沉淀，如陈年老酒,益久益醇香。转眼到了 1934 年，《证券分析：原理与技巧》的问世，格雷厄姆价值投资体系第一次真正和普通大众见面。



杨府

《证券分析》1951 年版本

《证券分析》给当时的广大投资者提供了一套可复制的、可验证的致富密码。可随着人们认知的提升，在市场上逐渐找不到符合烟蒂投资模式的股票。包括格雷厄姆本人也开始跳出烟蒂股模式，对他的价值投资体系理论进行了“升级”。

因为如果按照格雷厄姆固有的烟蒂股投资模式，他是不可能在 1948 年期间大手笔买入盖可保险的。这件事也成为了巴菲特对老师投资体系产生怀疑的起点。因为不论是投资理念还是仓位管理，购买盖可保险都不符合格雷厄姆的烟蒂投资模式。但，盖可保险就偏偏成为了格雷厄姆投资生涯中那个“最靓的崽”！

杨府®

盖可保险公司 LOGO

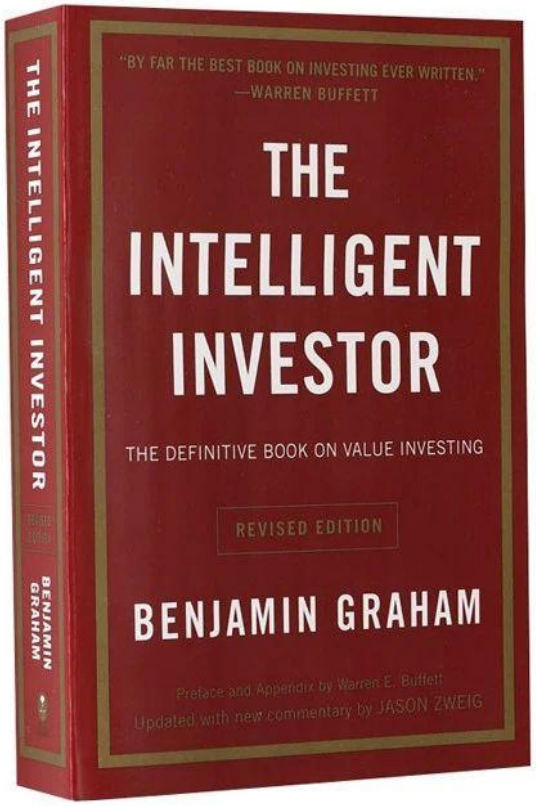
我的理解是任何投资体系，不能死板地刻舟求剑，而应该与时俱进。对于格雷厄姆的烟蒂投资模式之所以到后期越来越难，是因为大家“环保意识”提升，都不扔“烟蒂”了，所以捡不到烟蒂了。既然捡不到，那就只有花钱去买。消费升级也是对社会发展的推动，不是吗。有了对企业价值估值的体系，那就照葫芦画瓢，在此基础上，不断扩展自己的能力圈。

价值投资体系，还会在未来不断成长、完善，永无止境。她在未来是什么样，我不清楚，但有一点可以肯定的是，她会以格雷厄姆价值投资体系为核心，朝着不同分支进化而变得丰富多彩。

三、独立思维：我是自己的唯一

虽然格雷厄姆在《证券分析》中公开了自己投资的秘密武器，但近 100 年出现的多位投资大师，没有一位的投资风格是完全复制粘贴格雷厄姆的。即使是被称为“格雷厄姆投资体系最纯粹的传人”的施洛斯，他也根据市场的发展逐步调整捡烟蒂的标准。这种变化，没有建立自己独立的思维是不可能实现的。

当然，说到独立思维，巴菲特在这方面表现得最为明显。巴菲特在被格雷厄姆的《聪明的投资者》迷住之时，一遍又一遍地阅读，据说后来达到可以背诵的地步（书中是这样描述的）。然后，在他从哥伦比亚大学介绍里得知格雷厄姆是活人时，瞬间变成了一个“小迷妹”—怎么滴！俺就非哥大不念了！



杨府

《聪明的投资者》

当偶像变成自己的老师，按照现在这种“追星”疯狂程度，巴菲特粉色的少女心应该每天都迎着阳光绽放。然而就是这样一个小迷妹，却成了质疑偶像，质疑老师的排头兵。对于老师超出自己的标准买进盖可保险后，巴菲特的怀疑种子便开始悄悄萌芽。

而在后来的可可豆案例、联合电车案例，巴菲特更是没有完全遵从老师的教导，通过自己对事件的分析做出决策且最终得到验证：老师教的东西，其实还有很大的改善空间。

在后续的投资道路上，巴菲特以格雷厄姆烟蒂投资模型为核心，融入了相当多的自己的理念，逐渐形成了一套以“套利、低估、控制”为核心的手法，在市场里开心地捡钱。

当然，这并不是结束。当芒格的智慧悄悄注入了巴菲特的灵魂后，他的投资体系再一次得到升华。烟蒂？不，那怎么能过瘾！选择优秀的企业，并以合理的价格买入，伴随着他不断成长壮大。赚这样的钱，才能让自己开心地跳着踢踏舞去上班。

沃伦.巴菲特(右)和查理.芒格（左）

如果说施洛斯、芒格、费雪、巴菲特等大师在自己的投资体系上都有各自独立的思维，就连格雷厄姆本人也没停止对自己投资体系的思考。晚年的格雷厄姆甚至否定了自己的《证券分析》，这简直就是推倒重来的节奏。但，这又如何呢？

《巴芒演义》的作者唐朝先生，以我对他有限的了解，在他身上就投映着《巴芒演义》中多位投资大师的影子。

在选股策略（以合理的，当然最好是低估的价格买入优秀的公司）有费雪、芒格和后期巴菲特的影子；仓位管理（满仓就是干）有施洛斯的影子，而在持股策略（分散多股持有）则是没有脱离格雷厄姆的教导，即使没有格雷厄姆说的那样分散。不过这些都是价值投资教父格雷厄姆价值投资理念的延伸和进化。他把大师们的智慧揉捏在一起，然后通过自己的思考，形成一套属于自己的、独一无二的投资体系。

《巴芒演义》作者唐朝微信头像

我们今天学习巴芒、学习其他投资大师、学习投资大 V，是学习他们的理念、方法，而最终要将这些理念和方法结合自己的理解形成一套自己独特的投资体系。

抄作业一时爽，一直抄对一直爽。如果有人让你抄他的作业，并信誓旦旦地说 XX 一定会涨时，你敢继续抄吗？至少我不敢。

更可怕的是，没有在自己头脑中装下有用的干货，没有融会贯通的能力，没有自己独立的思考，那就永远是：头顶一片绿韭菜，等着霍霍镰刀来。

投资永不停止，思考永不止步。

四、“做好人，买好股，得好报”

若不是李大霄先生早在 2017 年就说了这句话，我真会认为这句话是李先生读了《巴芒演义》后才有的读后感。

巴菲特和芒格一生能够建立庞大的伯克希尔商业帝国，第一和他们“信奉”格雷厄姆价值投资有关；第二则是他们强大的的朋友圈。而强大朋友圈的建立，不是靠推杯换盏、江湖义气换来，而是在和别人交往、相处的过程中发自内心的真诚。

书中分别提到关于两位大师的一件小事：芒格，老顽童，想要一艘自己心中独一无二的船，就开了个工厂给自己造了一艘双体船，然后解散公司。在正常情况下，公司解散就 OVER 了，但憨憨 A.芒格又出资帮助所有工人找到新的工作。

而巴菲特在准备清算自己基金时，心里明明期望投资人拿走现金，给自己留下多元零售和伯克希尔的股票。但憨憨 B.巴菲特还是很坦诚地告诉投资人，多元零售和伯克希尔未来大概率会一片光明，你们如果信得过，可以拿股票—当然，也如他所说，伯克希尔今天的股价高达 29 万+美元。

所谓“小事见大节，大事见人品”，与两位大师相对立的典型，也在《巴芒演义》中表现得淋漓尽致。

双体船——但一定不是芒格那艘

蔡至勇，20 世纪五六十年代，美国华尔街呼风唤雨的“中国面孔”，也是一个不断为别人挖坑的人。1968 年卖掉曼哈顿基金管理公司，坑基金客户和 CNA 股东；1986 年，坑普瑞玛瑞卡的股东；接着又坑了安默人寿。最终人品耗尽，不得已而退休。他的一生，大起大落，成败都是建立在坑别人的基础之上。这样的人设，也注定了其悲哀的结局。

再回头看巴菲特，一次真诚的拜访，获得戴维森倾囊传授保险业运营秘籍，奠定了伯克希尔日后发展的基石；在蓝筹印花收购维斯科金融案中，无心之举反而成了被证监会调查对象，查克.里克肖塞尔关键时刻显神威，助力巴菲特脱困；布法罗晚报诉讼案，芒格和他的律师朋友更是力挽狂澜，打败对手，使得后来布法罗晚报成为伯克希尔三大主要事业之一；在华盛顿邮报危机时刻，巴菲特强势买入，并和华盛顿邮报总裁凯瑟琳以心换心，消除误会，成为好朋友。而作为回报，凯瑟琳引领巴菲特正式进入上流社会，开挂人生直奔巅峰。

凯瑟琳.格雷厄姆

“我愿证明,凡是行为善良与高尚的人,定能因之而担当患难。”——贝多芬。

《巴芒演义》给我带来的这些收获，我会将它们填充到自己的人生网格中，通过日拱一卒的努力，向大师们靠拢。

走正确的路，做正确的事，还要继续当个善良的人。

第827篇.　　2020.08.29 - 老唐实盘周记2020/08/29

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-08-29

本周交易

无

当前持仓

目前持仓茅台 41%，腾讯 24%，洋河 15%，分众 10%，古井 B6%，海康 5%。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	41%	19000±10%	<9500	23000	22071	1757.00	50.69%
腾讯控股	24%	55000±10%	<27500	60000	45855	540.50	44.36%
洋河股份	15%	3150±10%	<1575	3700	2134	141.63	31.75%
分众传媒	10%	……	<600	1400	1118	7.62	23.10%
古井贡B	6%	666±10%	<333	800	435	97.55	41.03%
海康威视	5%	4400±10%	<2200	5000	3547	37.96	18.48%
沪深300						4844.27	18.25%
上证指数						3403.81	11.60%
2020/8/29			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8854	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	41%	19000±10%	<9500	23000	21054	1676.00	43.74%
腾讯控股	24%	55000±10%	<27500	60000	44299	518.00	38.35%
洋河股份	14%	3150±10%	<1575	3700	1958	129.90	20.84%
分众传媒	9%	……	<600	1400	1029	7.01	13.25%
古井贡B	6%	666±10%	<333	800	398	88.66	28.18%
海康威视	5%	4400±10%	<2200	5000	3518	37.65	17.51%
沪深300						4718.84	15.19%
上证指数						3380.68	10.84%
2020/8/22			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8925	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同而发生小幅变化；

②老唐买点或卖点，代表如果公司总市值触及此数值，老唐计划买入或卖出，与个股历史买入成本无关；

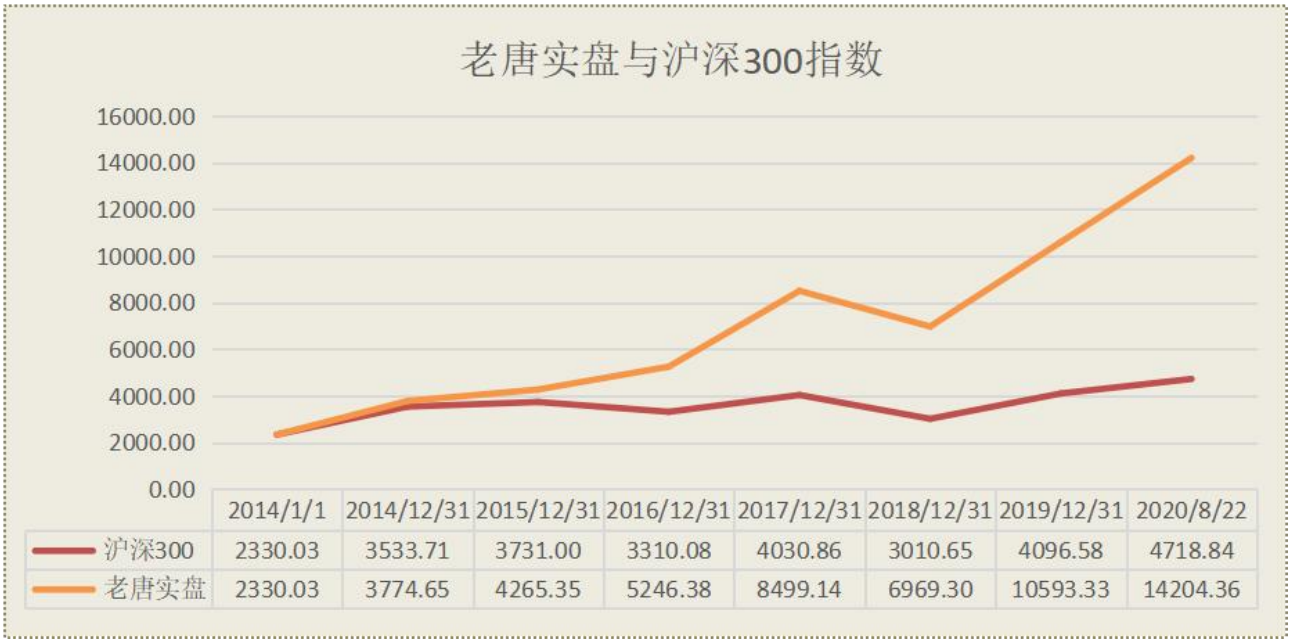
③仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2020 年内收益 41%（四舍五入数据）。

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，41%（均不含新股收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 642。以 6.67 年折算，年化收益率约 32.2%。



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/8/22
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	4718.84
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	14204.36

重要事项

1.洋河、古井发布中报

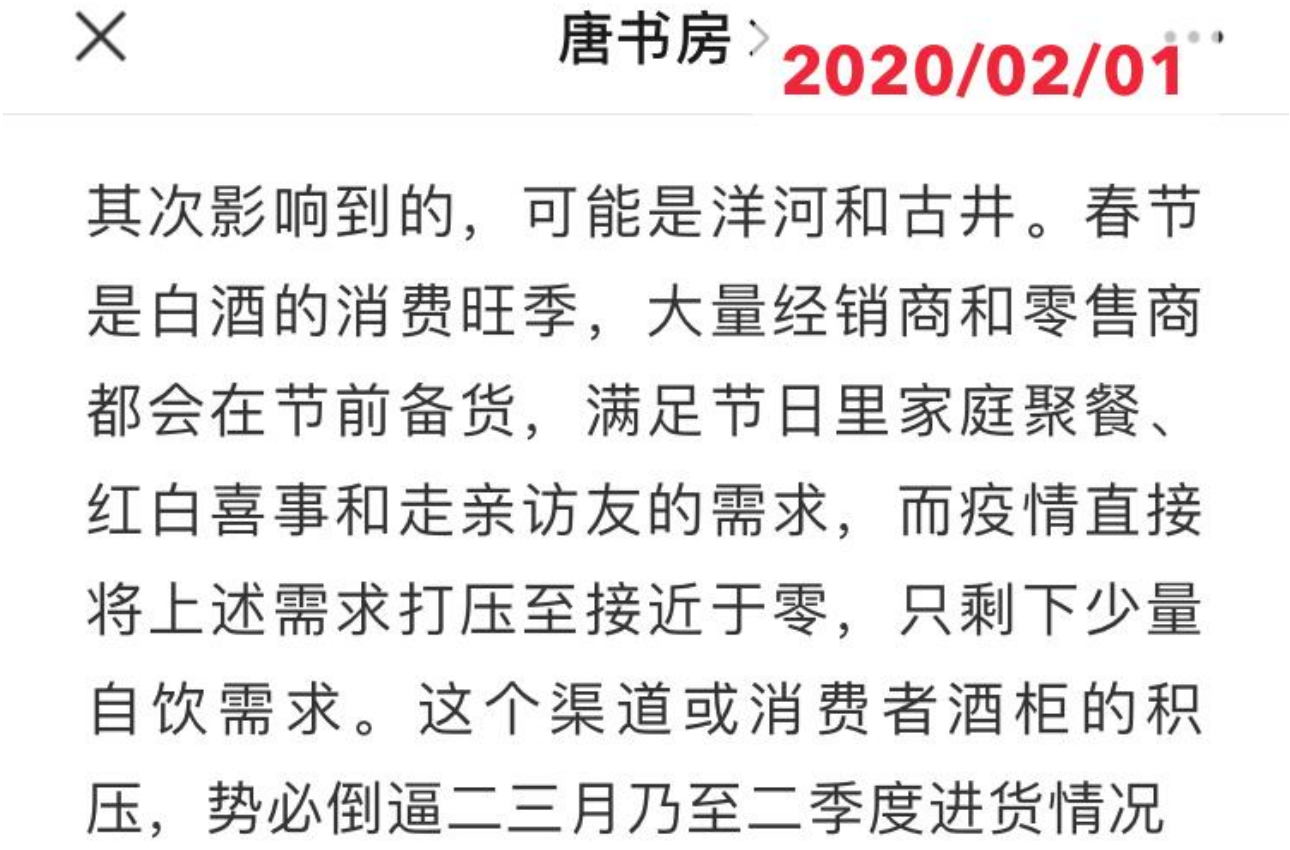
洋河营业收入 134.3 亿元，同比下降约 16%；归母净利 54 亿元，同比下降约 3%。

古井营业收入 55 亿，同比下降约 8%，归母净利 10 亿，同比下降约 18%。

看过这两份摘要后，心里一下子舒服了（于是全文还没看，等打印版到手后再细看）。

前面的五粮液、老窖、汾酒中报，让我疑惑自己是不是度过了一个假的新冠疫情。

在今年春节后的第一篇文章《鼠年开篇散打》里，老唐这样写到



在 2020 年 3 月 28 日的实盘周记里，老唐继续阐述这个“主要影响在二季度”的看法。

唐书房 > 2020/03/28

洋河和古井B所受冲击大部分可能表现在二季度里，因为春节旺季消费的备货主要在年前完成，对一季度报表冲击不大。

但毫无疑问由于春节消费的大量消失，渠道积压的存货，会影响二季度经销商进货情况，从而影响半年报。

具体什么时候消费复苏，依然要取决于疫情控制情况，目前无法做出判断。

茅台公司没什么影响，受冲击的主要是黄牛。巨大的价差缓冲了经销商和厂家的压力。

腾讯的大部分业务是这次疫情的受益方。

上半年已经走完，事实情况已经可以回看。

从 1 月 23 日武汉宣布封城开始，直到大约 4 月初的白酒传统消费旺季里，白酒消费最主要的场景（聚餐、送礼）是近于归零的，只剩下少量的居家自饮。

对于白酒经销商而言，12 月到 1 月中旬是最主要的进货备货时期。全力为春节旺季即将发生的大量商务宴请、亲朋聚会及往来礼品做准备。

一场疫情袭来，全国停摆。这些白酒毫无疑问压在渠道各层。从 4 月初到 6 月底，消费场景逐步复苏。

仅仅是复苏而已，并没出现“把春节没喝的酒都补喝回来”的所谓报复性消费

所以，第二季度渠道只不过是在努力消化春节前的库存罢了。

正常判断，经销商在第二季度里主动向厂家打款的金额，应该是大幅度萎缩的（茅台除外）。

对于茅台之外的白酒企业，今年第二季度如果依然获得了良好的销售业绩，其实是一件挺让人困惑的事情。

直接开瓶的消费是肯定大幅萎缩的，包括茅台。至于囤货嘛，囤茅台是大范围的事情，但其他产品真很少听说有消费者或黄牛大范围囤积的现象。

这种情况下，如果厂家出货增长（带来靓丽中报），同时开瓶消费少了，也没什么终端囤货，酒呢？答案不难得出：堆在经销商仓库里了。

以占用经销商资金、渠道积压为代价，换来一份好看的中报，值吗？洋河过去一年多，就正在为前期这么干的蠢事还账

洋河营业收入同比下降 16%，净利润只降了约 3%。净利润降幅这么小，有偶然性因素在内。

若按同口径推测，大致可以认为是净利润同比下降也是约 16%。

上半年洋河理财收益获得了约 7 个亿，多年前投资的中银证券上市后，上半年股价涨了 9 个多亿。

理财的 7 个亿还可以看作正常收益，毕竟年初手头就持有着存款约 43 亿，理财 180 亿，其他债类投资约 17 亿（其他非流动资产里的债务工具投资），合计约 240 亿本金。

半年获得 7 亿左右收入，折合年利率约 5.8%，属于稍微花点功夫可以做到的理财类回报。

这部分可以视为“经常的非经常收益”，是洋河投资管理部门对资金的有效利用。

但是 9 个亿的股票涨幅则偶然性成分很大。主要是洋河 2013 年投入 3 个亿购买了中银证券 3.16%股份（说明当时中银证券估值为 95 亿）。

今年 2 月中银证券上市，上市后的股价上涨带来 9 亿多的收益。

备注：洋河持有中银证券 78947368 股，按照 6 月 30 日中银证券收盘价 21.43 元计算，市值应该是 16.9 亿，但洋河账面记录的公允价值是 13.5 亿。

推测是因为中银证券上市时，作为原始股东的洋河公司承诺一年内不减持，公允价值按照市值的八折记录，扣除的是流通权溢价。

另外，今天（8 月 29 日）中银证券的股价是 30.16 元，同样按照八折记录，公允价值约 19 亿出头。大致相当于这两个月又给洋河带来 5.5 亿的公允价值波动收益。

如果 9 月份中银证券没有暴跌的话，这几个亿的“非经常收益”还是会反应在洋河三季报里。

去年同期，洋河的股票投资方面收益是约 0.3 亿。

如果坚持同口径比的话，今年上半年的税前利润里应该扣掉约 8.9 亿的股票投资收益，对应税后净利润扣掉 6.7 亿，将上半年洋河净利润看作 54-6.7=47.3 亿，同比下降约 16%，才是正常成绩。

上半年相比去年同期少卖了 25 亿的酒，其中省内少了约 14 亿，省外少了约 12 亿，很清晰的疫情消费减少的代价。

单就第二季度来说，确认营收约 42 亿，高于 2018 年以前所有第二季度营收，和自己比基本处于大体稳定状态。

有些朋友觉得洋河不行，恐怕主要是对手数据过于亮眼造成的。其实今天的洋河，怎么看也还是一个

产品不怕积压、广受欢迎，必须要先收钱才发货的印钞机

古井贡也一样。上半年营收少了约 4 亿，降幅约 8%，净利润少了约 2 亿，降幅约 18%。这也是一个正常的、可以理解的成绩。

仅旗下武汉黄鹤楼酒业上半年就只完成营收 1.8 亿，去年同期是 4.6 亿，减少 2.8 亿，净利润同比减少超过 0.9 亿（从盈利 0.57 亿变成亏损 0.36 亿）。

黄鹤楼的营收和净利降幅占了古井全部降幅的一半左右。再考虑到古井本部的产品也有很大一部分在湖北省境内销售，新冠疫情之下湖北的白酒消费大幅萎缩才是正常的、可以理解的现象。

如果我们以稍微长期一点的视角，比如三年五年去看，疫情对三五年后的业绩干扰几乎可以忽略，对企业价值的影响几乎可以忽略。

2.市值新高下的提醒

本周老唐市值创下历史新高，估计书房里有很多朋友同样创下历史新高

已经收到很多朋友的感谢了，大家客气。确实有老唐一点功劳，但更多的功劳是你自己的，是你的阅读和思考带来的财富

不要小看了阅读，市场的大部分参与者是没有耐心去阅读和思考。

举个简单的例子，上周六关于分众案例的回顾和反思，以及对本期分众中报的财务分析，老唐自己觉得应该算是有深度、有价值的文章，是老唐花费 7 位数的代价买来的经验和教训。

然而，只因为没有放在头条，过去一周去点开那两篇文章的人，仅有 1.7 万左右

这还是头条里介绍过那两篇文章的前提下。它意味着读过头条的人，超过 60%的人，甚至懒得去点开。

仅仅因为没有送到眼前，便可以隔离 60%以上的人，更何况后面还要思考，还要决策。

同样身处宝山，你盆满钵溢，不妨碍有人手空空，脑空空，口袋亦空空。所以，哪怕你真就是抄的作业，绝大部分功劳也属于你自己的，不是老唐的

待你身家过亿时，你可以看着那些朝九晚五忙碌的人回忆：我今日的一切，都源于我将别人搬砖挣苦力钱的时间、别人刷短视频杀掉的时间，用于阅读和思考。这是我应得的

新高值得高兴。今年的市场情况，大部分投资者可能还是亏损状态。有快感的时候，不妨敞开享受快乐。

伴随着你对投资的深刻理解，伴随着一次接一次的新高，慢慢地你会对市值创新高这件事完全无感的。

每次新高带来的金钱，确实会越来越多，但快感会越来越小的

不过，新高之际，老唐要泼盆冷水，提醒部分朋友提防“近因效应”的对判断力的干扰。

不要让近期的一直涨，误导你的大脑以为股价上涨是必然的。

之所以要提醒这个，是本周二以 bp 兄为首的一群老朋友远道来访，其中还有一位已经八九年没见过面了。

把酒言欢之余，有位新朋友谈到自己一直瞎折腾，效果不好。干脆以后有点钱就投入茅台腾讯，不管股价高低，一直长持算了，长远看应该会好过自己瞎折腾。

当时我就回复说，这个想法，论道理上说也是对的，但背后的决策逻辑不对。

事实上，真要是长期坚持投个十年二十年，以我的观点看，这两家企业也确实能给股东带来不错的回报。

但是，这个想法在此时提出来，我担心这位朋友内心不是因为对价值做出了判断，而是因为茅台腾讯过去两年一直涨一直涨造成的。

实际上，茅台跌成八倍多市盈率的时刻，才刚刚过去了没几年。老唐加仓茅台和腾讯被各路大小 V 嘲讽打击，也就是两年前的事儿。

没有哪家公司的股价是一直涨的，即便是这家公司的经营业绩持续上涨。哪怕是茅台。

茅台上市 20 年间，没有任何一年的净利润低过前一年，但丝毫不妨碍其多次大幅下跌，比如：

2002 年启动的幅度约 35%的跌幅，历时两年才回到前期高点；2007 年开始的超过 60%的跌幅，历时五年才回到前期高点；

2012 年启动的超过 60%的跌幅，历史两年半才回到前期高点；还有前年从 800 之上跌到 509 的约 37%跌幅；甚至于仅仅半年前，茅台也经历过约 23%的跌幅。

此时因为最近一直涨而导致的这种“无畏”思想，我担心在未来的波动中，被持续的跌幅击溃，跌到让你绝望和反省后才重归“一直涨”。

更何况，以老唐的估值体系来说，茅台（包括古井 A 股）目前已经接近甚至已经进入高估区域，实在不建议乐观——“黑”自己的重仓股，不会招骂吧？

3.本周中美关系持续紧张。

本周副总理和美方贸易代表时隔五个多月重新视频通话，显示中美贸易谈判有向好迹象，

可惜同时又是美方侦察机闯入我军实弹演习禁飞区活动、美方航空母舰进入我南海区域，我军从青海和浙江向南海发射导弹警告美国航母，美国宣布制裁 24 家帮助中国军方在南海造岛的企业……等等处处闪现刀光剑影的消息。

看不见外面的报道，不知道详情，但从美帝股市的走势看，似乎没什么人担心战争爆发。

周五收盘，美帝股市道琼斯指数、纳斯达克指数、标普 500 指数齐齐创下历史新高。

纳斯达克指数，我清楚地记得几年前它和上证指数差不多，都在两千多点晃悠。这货眨眼间就要一万两千点了，我上证指数今天才 3400 点

备注：关于中美关系，老唐没有任何有价值的观点分享，以上信息纯粹为了记录以供未来回看的。所有涉及该话题的留言，一律不回复、不上墙

4.本月阅读。

本月继续码我的新书，只是休息眼睛的时候抽空看看纸质书。故本月只读了三本半书，其中两本好书，一本普通，一本垃圾。良品率还不错。

好书是高瓴创始人张磊的《价值》和西班牙一位基金经理写的《长期投资》，两本都推荐阅读。

《价值》还在预售中，我读的是出版社送的预享版。

作者张磊在耶鲁大学留学期间，师从美国传奇投资大师、耶鲁大学基金管理人大卫.史文森，并获得了在耶鲁大学基金管理办公室实习的机会。

2005 年，张磊带着恩师的第一笔注资 2000 万美元回国创立了高瓴资本。到今天，高瓴已经是全球最成功的基金之一，管理规模超过 5000 亿人民币。

这本书基本上是张磊个人投资体系的全面分享，既有思考又有实战，值得一读。

另外一本是一位西班牙基金经理写的，以前没听说过，但看介绍号称是西班牙的彼得.林奇。

本书基本体系仍然是格雷厄姆-巴菲特一脉相承，但特色是将奥地利学派经济学派对周期的理解加入到了投资体系里，也值得一读。

有朋友说同名的书挺多，别买错了，我推荐的是这本。

长期投资

作者：弗朗西斯科.加西亚.帕拉梅斯

读了一半的《苏东坡新传》，不推荐。该书是一位出生于 1912 年的作者，于 1971 年~1979 年间写于台湾。

学术研究做参考可以，事情考证的琐碎详细。但普通读者读来费劲，行文警牙诘屈（这个词本身就够熬牙杰屈的）、半文半白，实在费劲。

还有一本是某网络大 V 写的，负分，不便分享书名。

5. 本周有 2 份读书笔记入选。

入选文章是：

- 大足以容智，德足以怀远——雪球@凌霄阁
- 百年新事（《巴芒演义》的阅读笔记）——微信公众号@逸君

请这两位朋友留下收货地址——如果选择老唐的四本书签名套装做奖品，或，留下微信号——如果选择加老唐微信好友做奖品。

无论是否入选，输出本身已经是对自己的巨大帮助，是非常深入的学习过程。

我相信所有写过读书笔记的朋友，都会有这个感触。

借着这个激励，将双手放在键盘上，给自己一个成长的机会吧！

本周运动

本周跑步 2 次，单次 10 公里；游泳 1 次 1 小时，陪我家领导散步 3 次合计 24 公里。

同口径体重 84.5 kg（175cm），环比下降 0.9kg

下周预计交易

无

下周五收盘后，洋河和古井贡酒发布中报。

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。

文中提及的任何个股，都有**腰斩**或翻倍的风险。请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记

祝朋友们周末愉快

千里一醉

唐兄，我老婆总因为投资和我干仗怎么办，偏向于保守存钱，我和她说这就是贬值，是浪费说不通怎么办，快疯了，希望求得指点，嫂子咋能支持你的

作者

书房有篇旧文叫《你值得信任，你就会被信任》，从日常一点一滴做起吧，时间是把威力无比的武器。

鲁

抄唐老师作业，另外，又买了点基金，本年度收益颇丰，但是心里很惴惴。因为我一直都坚持着一种价值互换的原则，我是觉得我没有付出什么呀，所以这些才好像都像不义之财一样。

作者

将资金配置在能给社会产生效益的企业上，你就帮助好企业压低了融资成本，已经是给社会做了贡献了

哆啦 A 梦

买了老唐的 4 本书，不晓得从哪一本开始着手看

作者

巴芒演义，价值投资实战手册，手把手教你读财报，手 2。这个顺序

第828篇.　　2020.08.30 - 巴菲特90岁生日祝福

唐书房　2020-08-30

今天，是这位伟大的老人 90 岁生日。这位老人用他传奇的一生，给我们示范了一条通往经济独立、财富自由的光辉大道。他一生传道，改变了无数人的人生轨迹，其中包括我，希望也包括屏幕前的你🤝今天，让书房的你我一起祝福伟大的沃伦.E.巴菲特福如东海长流水、寿比南山不老松🎂巴神，生日快乐🏵

唐书房　2020-09-03

以下截图来自唐书房《老唐实盘周记 2020/03/07》，阐述了老唐对其他个人或自媒体使用唐书房文章的态度。因故截图重发，并再次提醒：老唐只在本号发文，除中国经济出版社运行的《巴芒演义》音视频之外，没有运营或授权任何人运营任何平台或账号。望周知。

顺带也在这里说一下，我对转发或以其他媒体形式（例如音频、视频等）使用唐书房文章的态度，也让正在使用以及打算使用书房文章的朋友有据可循🙏

老唐一贯持免费分享态度，并不在意所谓版权问题。所以，书房文章我并不禁止转载或其他方式使用，但有几个底线不希望被触碰。

首先，不能以“转发是给你扬名，是帮你”的思维来要授权。

这种想法，很让我讨厌。

以前有个数百万粉丝的著名财经大号某某汇，长期不署名盗用我的文章。我本也无所谓，随它去了。

但后来该号编辑联络我，希望我授权他家用专栏的形式转载书房文章或者考虑去它家开个专栏。我就问：“我去你家开专栏有啥好处呀，稿费怎么算的？”

编辑似乎有点惊讶，说它家是个百万粉丝大号，可以给我扩大影响力，暂时没有考虑过稿费。语气里外透露着老唐有点不知好歹的感觉🤦

老唐当即明确拒绝它家再以任何形式使用我的文章。不过后来这家还是断断续续地盗用，我也懒得管。

我想说的是，各类媒体你们要转发，只要不修改文章，能标上来源和作者，我无所谓的，写出来本就是给大家看的。

但如果内心多少还有点体面人的自尊，想得到授权，你可以直接付现，千万不要以帮我扩大影响的名义来要作者授权。

老唐是投资者，自然是喜欢钱的。但我更喜欢安静生活+多多的钱，不喜欢那些要靠名气去换的钱。所以，拿扬名来聊，用错了饵😁

一些自媒体也同样。哪篇文章你看中了，想要转载权，你留言告诉我，只要不是劣迹斑斑的自媒体，我大部分都会给的，并不以影响力大小、关注者多少来区别对待。

但张口就要所有文章永久转载权的，抱歉，你我还没有熟到那个地步，忽略或拒绝几乎是必然的结局😏

当然，因为后台会提示被转载链接，我偶尔也会去看看转载，如果发现有删改或者抹掉署名的处理，下次我自然就不会给了。

还有，坦白说，作为一家自媒体，你转载过书房文章后，账号依然纯洁地保持一毛不拔0赞赏状态，第二次再来要转载，老唐会假装没看见的😈。

是的，老唐一点儿也不伟岸高尚，我会计较的🤤

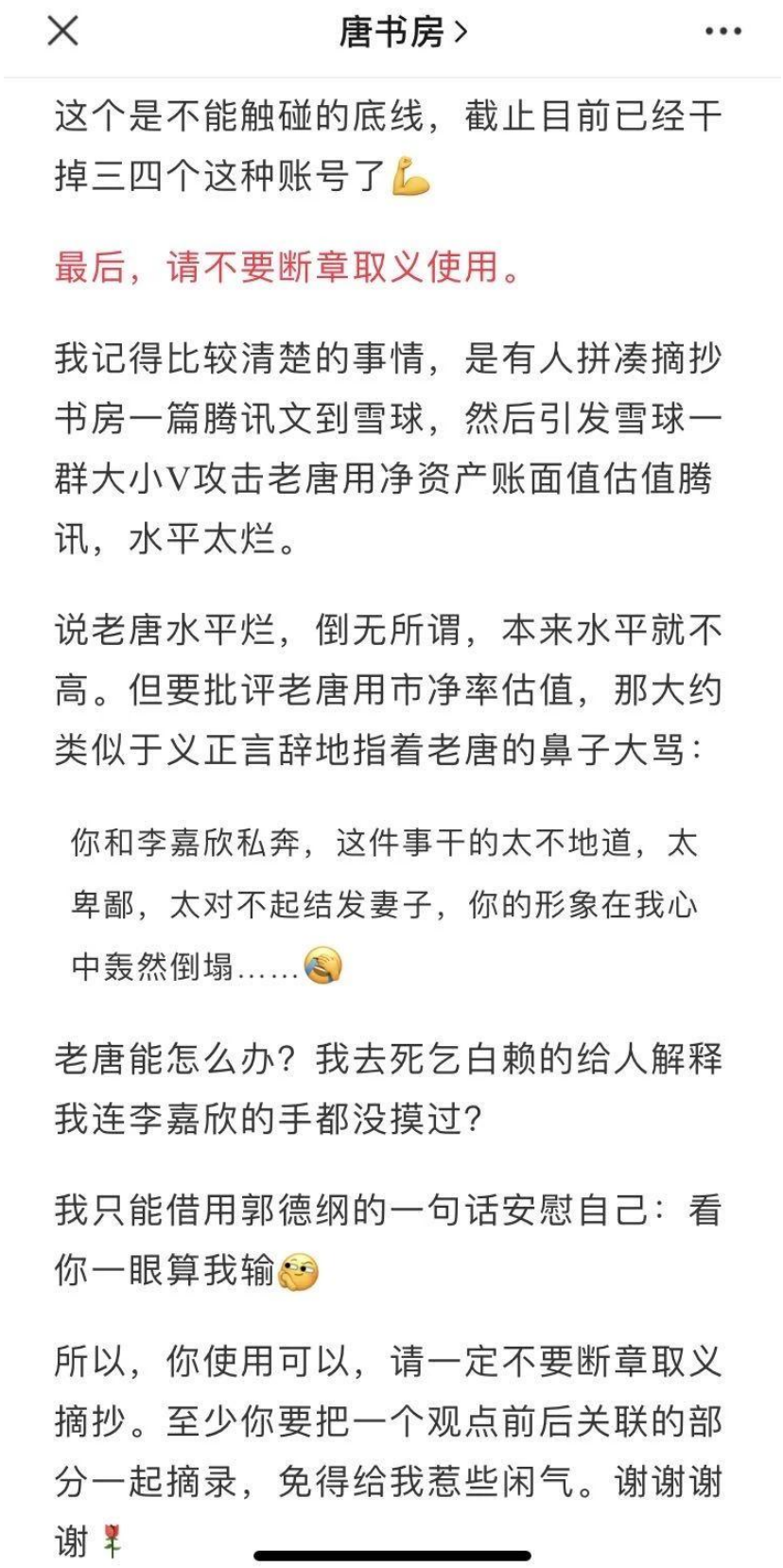
其次，不能冒名，不能以我的名义活动。

这个很容易理解吧，你免费使用我的文章可以，但你声称是我，自然不能接受的。

我的理解是但凡冒充他人，必有龌龊之心，老唐担心替你背锅，所以必须想办法干掉你。

现在有出版社法务部门帮忙，拿着出版社工资，每天就干这事儿。所以，一旦我注意到有人假冒我的名义，我必然会提请出版社法务部门出面灭掉。

这个是不能触碰的底线，截止目前已经干



第829篇.　　2020.09.05 - 自然从不飞跃--by@关国梁

唐书房　2020-09-05

以下文章来源于杨天南财务健康谈 ，作者 goldenstoneinvestor

杨天南财务健康谈

这里文章多为杨天南先生为《中国金融家》杂志撰写的专栏文章，通常只将文字部分放在这里，专栏中投资组合部分被省去，主要是担心误导大众。如联系，可发邮件至 chinagoldenstone@163.com 谢谢关注。

因为曾经被那道光照亮，

所以选择继续照亮他人。

自然从不飞跃——《巴芒演义》读后感

文/成都　关国梁

202008

引子

当初读老唐的散打巴菲特系列时，我就心中隐隐有个想法，可惜了，可惜了，这么精彩的章节，就这么一段一段的散落着，若有朝一日能够集结成册，必成经典啊。

也不知道是哪条蛔虫出卖了我的心声，没让我可惜多久，居然真的印刷出版了，老唐的动作真是堪比曹操，我心念一动，人家已经下笔成书了。

我比公众提前了一点得到这个消息，因为听杨老师说他在为唐师叔的新作做序，给我提到这本书写得如何如何好，大大超越了前几本，说的我那叫一个垂涎欲滴。

当时，书名还没有确定，于是我就悄悄呆在老唐的书房，看老唐什么时候官宣。

我掐指一算，此书一旦风靡，定会洛阳纸贵，于是有事没事跑到老唐的书房转悠。

就在书房发出首批预定消息的第一时间，我就悄悄地进行了预定。作为一名投资人，自然是要用最合理的价格得到最优质的资产嘛。

自然从不飞跃

合上这本《巴芒演义》的时候，心中久久不能平静。

一来是与巴芒相关的各种人与事，又在脑中建立起了更多的勾连，把以前读过的那些传记里的人物梳理的更加清晰了。

而让我最为印象深刻的，是扉页那句自然从不飞跃，就像一段意境深远的余音，绕梁三日，让我良久思索，回味无穷。

巴神本不是神，他也从一颗绿油油的小韭菜在股市里跌跌撞撞，一步一步成长为今天的样子。

从读到老师格雷厄姆的《聪明的投资者》，感觉到一道光照进了宛如暗夜的心灵，找到了投资的康庄大道，到跟随自己的英雄，为自己尊敬的人工作。

再到自己创立基金，然后控股上市公司，再到遇见包括芒格在内的各种各样的好人，与他们之间产生了良性互动。

最后构建起前无古人的投资帝国，成为万人敬仰的顶级投资家。

从此以后，巴菲特的故事传播到世界各个角落，影响了一代代心怀梦想的人们。

这道光，通过巴菲特的努力，照进了更多人的心里。不过，同样的故事，同样的文章，不同的人却能读出不同的感受。

就好比同样是读曾文正公，毛同学与蒋同学讲却读出了完全不一样的收获。同样是读巴菲特与芒格的故事，不同的人也会有不同的心得。

投资是一个见证自我，完善自我的修行。

人性的弱点会被市场无限放大，那些赌心重，偏投机思维的人，心被贪婪与恐惧所遮蔽，读到的也只能是浮于表面的技巧。

而心怀善意，抱朴守拙的人，却能在同样的字里行间里读出世事规律，读出做投资与做人的大道。

老唐便是属于读出了人间大道之人，如今他将巴芒思想内化于心，外化为行，著成此书，分享与人，便是最好的答案。

好奇宝宝

记得有一次我在天南读友会分享投资与飞行文章后，同学们有过讨论，有人说投资人像飞行员，有人说像战略家，也有人说像哲学家。

我在读到了很多优秀投资人的经历以后，发现他们有的时候也像记者或者侦探，有种对事物穷究其本源的好奇心。

生活中我就是一个好奇宝宝，对很多的学科都有着广泛的兴趣，龙门阵的话题古今中外，漫无边际。

直到我读到老唐的文章，发现了一个大我数倍的好奇宝宝，充满好奇的老唐就像一个侦探，穿行于百年金融投资历史中，将详尽的历史背景数据，将复杂的人物关系，信手拈来，易如反掌。

博学强记，挖掘历史背景与数据之深入让人难以望其项背。正如老师的序言所言，老唐是在严肃的历史中潇洒穿行。

平日里读老唐的文章，也能从字里行间读出那种源自本能的好奇心，平时读书和年报中很多被我一掠而过的数据与细节，老唐都如数家珍，很多时候我都感叹真的是细节决定成败。

隐士师叔

读古圣先贤的文章以及巴芒相关的传记，常令我有这样的启发。

所谓人间大道即自己在学习、实践、感悟以后，把自己在知行中体悟到的人类数万年凝结而成的智慧的结晶，用当代人最容易理解的表达形式传播于世。

何为人生第一等事，先为悟道，再以身证道，后而传道，自古著书立作的古圣先贤无不如是。

在当今的世界，东西方不同的文化有不同的表达，但这个世界的大本大源自始至终都是相同的。

以清教徒思想立国的美国影响了巴菲特，芒格这一代大师在收获了自己人生的成功以后将自己一生的智慧传播于世。

巴菲特用一生的努力，创造出前无古人的财富记录为自己搭建起一个高高的讲台，满足自己为更多的人布道的愿望，巴芒的底层思维显然是受到了清教徒思想的影响。

而东方的儒家文化修齐治平的底层思想显然是影响了如李段杨唐这样一批优秀的华人投资家。

本人自学习投资以来，遍访高人，得到过很多亦师亦友的长者的点拨与提携，其中对我影响最为深远的两位老师便是上文提到的杨唐。

两位老师的可贵之处在于，不仅早早的悟透了大道，还在多年的知行合一中不断的提升与突破，日拱

一卒，功不唐捐。

老师对一个投资家的定义，在穿越周期的情况下，跑赢指数，绝对盈利，解决问题，并将投资知识传播于世，帮助他人达到财务自由的境界，他们达到了，而且是鲜活的现在进行时。

最早是因为老师与我私下的聊天中多次不吝赞美之言夸奖老唐，引起了我对这位著名隐士的兴趣，自此关注多年，常玩笑称呼老唐为师叔。

唐师叔自谦文化水平不高，然而他却能牢牢的守住自己的能力圈。在自己所能够理解认知的领域，不断的挖掘深耕，其进步的速度与挖掘的深度常令人叹为观止。

从一个非科班出身的投资者到能够写出手把手教你读财报 1 和 2，其对财务知识的理解和运用早已远超很多专业财会人员。

其写的价值投资实战手册，以术证道，将普通人难以理解的投资理论，以逻辑清晰且浅显易懂的语言的传播给更多的受众。

记得老师说过，在投资界能靠卖书赚钱的没见过几位，只有老唐是个例外。而这样的收获正是得益于老唐最常提到的，日拱一卒，不期而至。

通过多年的积累，不仅投资成功，著书立说，还创建了一个谈笑有鸿儒、往来无白丁的唐书房，过上了潇洒送日月的著名隐士生活，难怪老师都说心生羡慕。

善意缘起

很多伟大事业的起点，缘起可能只是最初内心潜藏的善意。

记得老唐有一篇文章分享了幼年时住过的老房子，我看到那一节时心生共鸣，不禁泪目。

虽然年龄小老唐一轮，但幼年时的经历却也似曾相识。经历困苦，才知珍惜来之不易的一切，经历沉浮，才发自内心地希望能够推己及人。

一个人年轻时历经苦难是一生中最宝贵的财富，由于人们面对苦难的态度不同，有的人自怜自艾，而有的人浴火重生。

无论格雷厄姆还是巴芒，无论老师还是唐师叔，从他们的语言和文字里，我都能读出一丝温暖的善意，那是一种向上成长，成就他人的善意。

因为曾经被那道光照亮，所以选择继续照亮他人。

没有什么比知道自己多年的分享真正帮助和改变了他人更令人欣慰了，因为我也时常被这样的语言所感动。

我想对唐师叔讲的是，你们做到了，那道光正在改变着很多像我这样的年轻人，就像当初照亮了你们一样。

晚辈自 08 年毕业后来到成都，一张破席，几本旧书，十二年的奋斗也在这个城市有了自己幸福美满的家庭，不仅完成了儿时周游世界的梦想，还一步步逐渐达到了财务上的健康。

对于各方面都资质平平的我，一切归功于这个时代，同时也感恩于将这些将善意与智慧无私分享的巴芒杨唐们。

日拱一卒

今天老师在天南读友会分享了李子旸的一段话，说的是坚持的重要性。

“对事业成功来说，坚持比能力更重要。具备那种超凡脱俗天才式能力的人，其实很少。但很多资质

平凡的人，也一样能取得成功。他们靠的就是坚持。能力并不是成功的必要条件。人们往往高估能力的重要性，而忽视了坚持的重要性。”　实际上，能力往往是坚持的结果。”

我突然就想到了唐师叔与九边，两位都与李子旸老师有过互相喜欢，赏识与助推的交情。

九边的文章，《累积，精进与进阶》，《百万成神》，以及新书《向上生长》，深受李子旸老师的影响，而唐师叔最常提到的日拱一卒，不期而至，也与上面的这段话异曲同工，相得益彰。

自然从不飞越，熵增是它的常态，而这些不断坚持，不断突破自我的人，所展示出的自我熵减的过程能够让我们感受到一股强大的生命力。

自然从不飞越，正是认识到了世界的规律，认识到了现实很现实，我们才要克己复礼，凡律为迫，日拱一卒，功不唐捐。

英雄相惜，和而不同

多年来读两位老师的文章，我读出了最大的感觉是英雄相惜，和而不同。

一个如大侠郭靖，忠肝义胆，冲锋陷阵，心怀天下，为国为民。

一个如大侠杨过，大隐于市，声名远扬，渡己渡人，造福于民。

两位今日之交集，必将在中国价值投资史上留下浓墨重彩的一笔，成为后世的一段佳话，正如巴芒惺惺相惜，友谊长存，多年以后亦是一段流芳百世的演义。

如果说老师翻译的《巴菲特致股东的信》，《巴菲特之道》是价值投资界的论语，《手财》，《价值投资实战手册》，《一个投资家的二十年》是我投资实践中的孙子兵法，而老唐的这本《巴芒演义》和散打系列便是人民喜闻乐见的三国和水浒。

大道相通，大师们用各自不同的方式传播于世。

在与身边的亲朋好友“布道”的过程中，遇到的最大的难题是，大家觉得你讲的很好，可是并没有完全听懂并领会，而老唐是我见过的关于投资的文章里中翻中的最佳代表。

这让我想起了白居易，九边最近讨论过的关于什么是好文章的论述，能将最精深的理论写的深入浅出，老少皆宜，才是真正考验一个作者功力深厚的评价标准。

在探索投资的道路上，跟着两位老师学习，有一种青年郭靖和杨过在华山之巅上得到东邪西毒南帝北丐指点过招的快感，大呼过瘾的同时，自身的内力也不知不觉中提升了一个台阶。

遇或不遇

有一次老师来到成都，我曾向他提出过一个非分之情，我说能否请唐师叔出来见见面，希望对他表达感激之情。老师说这位著名隐士，除了他以外一般人都不见。

当时觉得有点小可惜，不过后来随着更加深入的了解，我越来越明白，见与不见，重要么？

其实，我们不是经常在一起促膝长谈吗？打开唐书房的那一刻，我就已经来到师叔这里偷师学艺了，哈哈。以后，还望唐师叔不吝赐教哦。

前一段看到张磊与邱国鹭的对话，两人谈话结束时，张磊说了一句，下一次的见面让我们在大海与雪山上吧。

在这里我也想对唐师叔说一句，见与不见不重要，如果要见，我们就在雪山与草原上吧。

有一次我发了一张自己在雪山上的照片，老师看的颇感兴趣，问我这是哪里。

我说，其实离成都不远就是绵延的雪山，要不咱们来一次重走长征路，就在川西的雪山与草原上进行

一次知与行游学吧。

如果这次的游学将来有一天能够成行，我诚挚的邀请唐师叔参加，每周看您又是跑步又是游泳，体重却异常坚挺，不如与我们来一次重走长征路，减下去十斤不成问题。

后记

回首百年投资历史，以巴芒为代表的众投资大师们，犹如我们前行路上的熠熠星光，给我们照亮了前进的脚步。

老师经常说，写文章不仅是给别人看，更重要的是写给自己的内心。

我们不论是读巴芒，还是读杨唐，从他们的文字里，从他们的知与行中，都在不断的提醒着我们，彩云易散，青春易逝，我们只有珍惜眼前的人与事，努力奋斗，才能过上自己想要的一生。

追逐心中的梦想，跟随心目中的英雄，坚持不懈，相信美好的事情终会发生，日拱一卒，不期而至。

自然从不飞跃，每一步都算数

第830篇.　　2020.09.05 - 回顾对洋河的投资决策

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-09-05

说到对洋河的业绩判断，老唐给大家抖点儿自己“犯错”的思考历程，一不小心写长了，单独成本文。

书房老朋友可能记得，老唐介入洋河是 2015 年中报出来后的第一个交易日，也就是 2015 年 8 月 31 日首次介入。

下图白色十字架右边就是老唐的在洋河的全部经历（月线图）

初始介入价大约 53 元。记得这个数字，是因为我当时曾经写过一篇文章谈论自己为什么 35（洋河该

轮调整的底部价格）没有介入，却在此时 53 介入，其中改变的认识是什么。

至今整五年，今天股价是 144.81 元，期间洋河累计每股分红 10.571 元。不计分红再投入，简单回报约（144.81+10.57）/53=2.93 倍，折合年化回报率为 24%。

听上去似乎还不错，但是老唐如果补上半句，你说不定当场吐血：2015 年 8 月 31 日，老唐第一次买入洋河的钱，来自于卖出了 5%的茅台。

刚刚查了，茅台当天的股价在 190±5 元范围活动，就算我卖的是全天最高价 195 吧。

今天股价是 1770 元，期间茅台累计每股现金分红 55.521 元，不计分红再投入，简单回报约（1770+55.52）/195=9.36 倍，折合年化回报 56.4%。

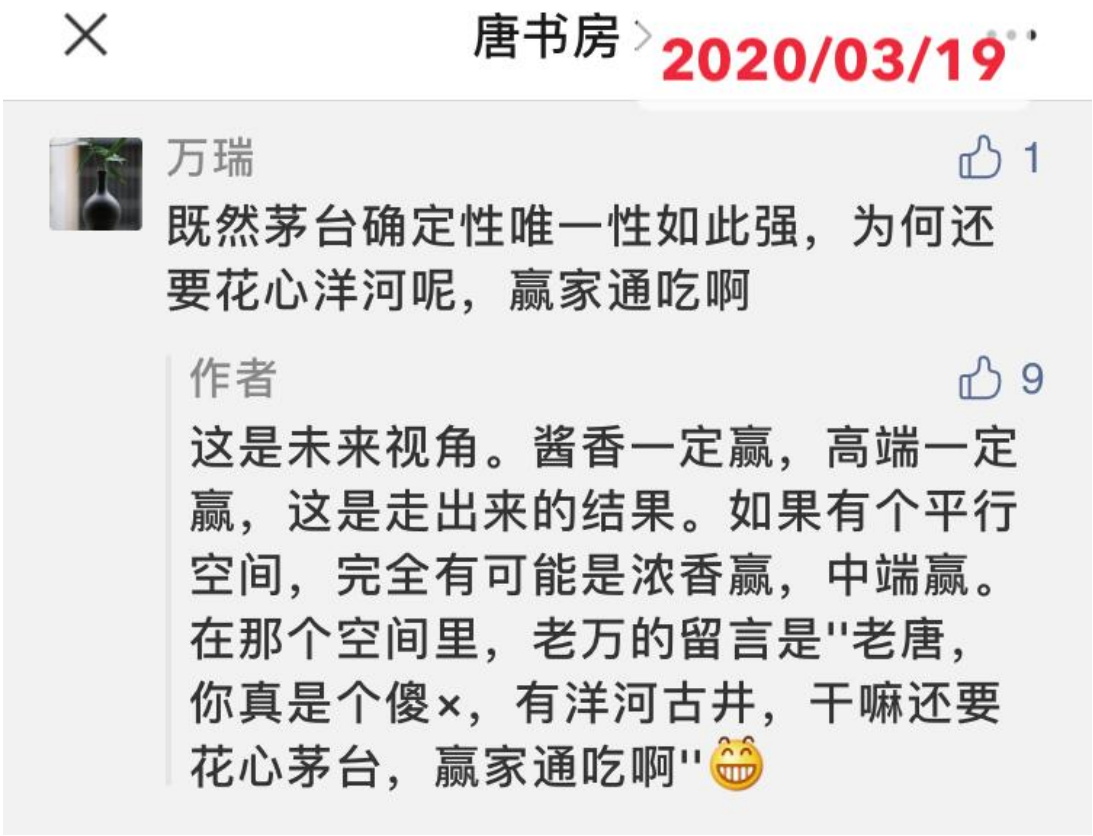
如果是买入五粮液或老窖，简单回报大约是 8.5 倍和 4.5 倍。

这么对比可能不够直观。换个说法：当时卖出的每 100 股茅台（1.95 万元），买成洋河五年后变成了 5.71 万元。

如果呆坐不换，今天是 18.25 万；如果换成五粮液今天是 16.58 万；如果换成泸州老窖今天是 8.78 万。

老唐卖掉的远远不止 100 股，损失自然也就不止上面这么多。现在看，这当然是一次非常“愚蠢”的决策。

那么，老唐当时为何会做出这样的决策呢？很多朋友都在书房问过我，我也答过多次，搜了一条截图如下：



今天拆开和大家聊聊，什么叫“完全有可能是浓香赢，中端赢”。

站在此时，我们已经知道了本轮白酒行业性复苏，是从 2015 年年中以茅台五粮液为代表的高端名酒供不应求开始的。

确认复苏的标志性事件是五粮液带头上调出厂价，从609元上调至659元。

2013至2014年的白酒业寒冬里，除茅台以外的大部分白酒企业，都出现了营收和利润的巨额下滑，不得不降价求生存——最惨是泸州老窖，净利润从2013年的34.4亿，暴跌为2014年的8.8亿，比2019年的分众还惨

2014年5月，曾经高高在上的五粮液，将出厂价从729元直降至609元，零售指导价从1109元降至729元。

泸州老窖更狠，将1573的零售指导价从1589元一次性降到779元（更惨的是，当时的市场真实成交价甚至远低于这个降过价后的指导价）。

2015年8月五粮液市场供求状况逐步逆转，公司出手将出厂价从609上调至659元，各大名酒企业（茅台除外）紧跟步伐上调出厂价，行业性景气周期开始。

这轮景气持续至今（2020年底）未见结束的迹象。

那么，这轮名酒企业的高增长（以及股价的飙升），是管理层预见并规划的“一切尽在掌握中”，还是只是市场奉上的意外之喜呢？

要知道这个不难，在《手把手教你读财报》的第七章第二节，老唐分享了利用行业里最顶尖的、一直战斗在市场第一线的免费研究员，去了解和判断市场的方法。

那就是：阅读年报的“董事会报告”或者叫“经营分析”章节，理解最贴近行业一线，在行业里摸爬滚打了几十年的真正顶尖专业人士——“名酒企业董事会和核心管理层”的观点。

2015年三四月份，各大名酒企业2014年年报披露。翻看茅台、五粮液、洋河、泸州老窖四家名酒企业的年报，我们可以看到各家公司管理层站在2015年初，是如何看待当时的市场状况和未来趋势。

全文太长，朋友们可以自己翻，我只摘录几句要点。

贵州茅台

2015年4月18日披露的贵州茅台2014年度财报，第11页“行业竞争格局和发展趋势”里，管理层这样说：

2015 年将是白酒行业发展困难较多的一年，也是发展形势较为严峻的一年。

白酒行业将进入新常态：一是进入低速增长的新常态。二是回归大众消费的新常态。大众消费将成为主流。三是互联网实现智能化卖酒的新常态。

五粮液

2015年4月17日披露的五粮液的2014年度财报，第14页“行业竞争格局和发展趋势”部分，公司管理层这样说：

随着大众消费崛起，未来产品价值诉求将更趋平民化，中低端白酒需求将保持刚性增长，以大众消费市场为主的中低端白酒市场仍蕴含较为积极的上升潜力。

依靠高端白酒价格上行拉动整个行业爆发式增长的时代已经一去不复返，加之生产经营成本持续上涨，行业内企业利润普遍呈现下降趋势。

“互联网+”已成为大趋势，以电子商务为代表的新兴渠道不断成熟壮大，白酒行业传统渠道面临重大挑战，业内企业开始以大数据营销、互联网思维等为新营销的理念，推动整个行业渠道多元化发展，更加贴近消费者市场。

年轻消费群体快速崛起，消费需求更加多元。

洋河股份

2015 年 4 月 29 日发布的洋河股份 2014 年年度财报，23 页“行业竞争格局和发展趋势”部分，洋河的管理层这样说：

2014 年白酒行业深度调整，高端酒市场销量紧缩，中低端产品异军突起，市场竞争日趋激烈。

2015 年，传统销售渠道市场竞争面临压力，产业结构和销售模式的深入调整将成为行业的巨大挑战 ，同时主打健康品牌和年轻消费者的市场竞争将进一步加剧。

行业龙头企业开始全面消化市场库存，稳定老产品价格体系，新品融入大众和商务消费主流。

在“短期矫枉过正，中期理性回归，长期商众凸显”基础上，白酒行业进入理性竞争新常态，新常态下行业竞争将走向更加理性和平稳的新阶段。

泸州老窖

2015 年 3 月 31 日披露的泸州老窖 2014 年度财报，20 页“行业竞争格局和发展趋势”部分，泸州老窖的管理层这样说：

“黄金十年”的行业整体高速增长短期很难再现。

消费者将越来越注重产品性价比。

行业高、中、低产品均还供大于求，竞争加剧，中低档产品市场的激烈竞争可能导致部分企业退出加快。

如果我们仔细阅读上面四家名酒企业掌舵人的观点，我们可以很轻易的发现大致有这么几个共识：

1.2015 年及之后依然很困难；

2.市场仍然供大于求；

3.未来将趋向于中低速增长；

4.白酒消费的趋势是年轻化；

5.未来的主要增长将来自注重性价比的大众消费，

6.中低端产品刚性增长。

中低端、大众消费、年轻化、互联网销售，这些字眼让你想起谁？当然是洋河啊！

通吃中低端（其中又细分为中高端、中端和中低端）的全国性酒企、一贯走年轻化、现代化路线、注重网络推广的酒企，是谁？洋河洋河洋河，只差大喊一声一统江湖、千秋万载了！

于是，某蠢蛋唐在 2016 年初白纸黑字写下过这样的判断：

“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。”

然而，站在 2020 年底回看，我们发现这四家名酒企管理层居然集体走眼，蠢蛋唐的脸也是被打的啪啪作响

2015~2020 年这轮白酒行业性复苏，不是中低速，反而是真正的高速增长；增长也不是由中低端带来的，反而主要是由于高端酒的供不应求造成的。

正因为如此，主打高端的茅台五粮液老窖股价涨幅，远远高于主打中端产品的洋河。

实际上，如果我们继续翻看后两年的财报，我们会发现，直到 2017 年初，各大名酒企业管理层对市

场的看法才算陆续转变过来。

老唐就不摘录了，有兴趣深入思考的朋友们可以自己查阅。

以上这个集体错判，来自国内实战第一线真正的行业专家。在我看来，它至少说明三个很有价值的问题：

第一，市场变化很难预测，其发展有很多偶然性在内。

即便是行业内专家也同样可能失之毫厘、谬以千里。今天，茅台、五粮液、泸州老窖产品供不应求、股价飙升的现状，是市场不断变化后的结果，并非注定如此的必然。

所以，站在今天忏悔自己为什么不在 2015 年全仓茅台，只是犯了后视镜看问题的错误。

这种反思是有害无益，它是从结果倒推出来的，并不能用以指导我们未来的投资决策。

同样，谁要站在今天，说自己比四大名酒企管理层看的更远，更高，更清楚，早在 2015 年初就已经看清高端白酒必然爆发的前途，从而下注高端，获得高额回报

我个人估计大概率是头脑不清楚，自己骗自己。是大脑选择性地记住了正确面，将蒙对阐述成看对了

第二，优秀的商业模式具有强大的容错性。

对于具备产品差异化、产品自带提价增量属性、行业变化缓慢、存货不贬值特性的酒企，即便是管理层判断错了，也有动态调整的时间和空间。

高端白酒企业 2015 年初的集体错判，并没有影响他们成功搭上本轮需求飙升的快车，给股东创造优异的回报。

即便是没有站在风口的洋河，五年里也带来年化 24%的优异成绩，这成绩甚至超过了《巴芒演义》里绝大多数股神的长期记录。

【注：关于高端白酒企业的商业模式及对主要白酒企业的研判，参看《价值投资实战手册》181 页至 249 页】

第三，投资的关键是理性，是逻辑，是事前尽可能多思考各种可能，并在确定性和赔率之间，做出符合自己性格特点的选择。

如同《巴芒演义》168 页~170 页阐述的索普买入可转债、同时卖空等额股票的例子一样，索普的决策出发点，是未来这家企业无论是变好了还是破产了，甚至是维持原样不动，索普都能 100%确保赚钱。

如果未来这家企业真的跌破产了，我跑去问索普“为什么你要买可转债呢？要是你只放空股票，不买可转债，你明明可以多赚几百倍的？”

索普恐怕连一个卫生球也不会抛给我，只会在心中默默地嘀咕一句“你瓜娃子懂个毛线”

这个思维方式非常重要。但我不确定我是否表述清楚了，或者你是否认真对待了？

希望不要因为文章免费，得到个一笑而过的待遇

知易行难

今天终于看到老唐反思茅台换洋河的错误，我认为这是老唐的一大进步，但从理由上来说好像在说是受白酒专家的误导？错了就错了吧。我也受老唐的影响和贪便宜的想法买了点洋河，买入后不久就经历了洋河的渠道去库存，股价大部分时间在成本价远行，还好终于在这波消费股牛市中解套出局，而我同期持有的茅台已翻倍不止。从洋河的这次经历中我体会到的是品牌护成河的重要性，而所谓的估值高低其实是

次要的。

作者

你理解错了。我不是反思错误，我是在夸自己干得漂亮。

Mark

只做对的事情，结果不会太差。

作者

朋友，你真正理解了

YING

1.市场几乎不可能准确预测，哪怕是一线的专业人士；所以投资不能靠预测市场或者行业；2.好的商业模式安全边际高，这好公司说的是符合老唐估值法的三大前提，所以投资好公司很有必要，找到好公司，耐心等待市场先生送礼；3.投资确定性很重要，投资目的是保持购买力的不断增长，而判断确定性就是要懂财报（看手 1），要清楚自己的能力圈（多学习），真正理解投资的真谛（价值投资实战手册和巴芒演义）。老唐，您说我理解的对不对

作者

对

第831篇.　2020.09.05 - 老唐实盘周记2020/09/05

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-09-05

本周交易

无

当前持仓

目前持仓茅台 42%，腾讯 23%，洋河 15%，分众 9%，古井 B6%，海康 5%。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	42%	19000±10%	＜9500	23000	22235	1770.00	51.80%
腾讯控股	23%	55000±10%	＜27500	60000	43803	518.00	38.35%
洋河股份	15%	3150±10%	＜1575	3700	2182	144.81	34.71%
分众传媒	9%	……	＜600	1400	1063	7.24	16.96%
古井贡B	6%	666±10%	＜333	800	402	90.50	30.84%
海康威视	5%	4400±10%	＜2200	5000	3537	37.85	18.13%
沪深300						4770.22	16.44%
上证指数						3355.37	10.01%
2020/9/5			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8825	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	41%	19000±10%	<9500	23000	22071	1757.00	50.69%
腾讯控股	24%	55000±10%	<27500	60000	45855	540.50	44.36%
洋河股份	15%	3150±10%	<1575	3700	2134	141.63	31.75%
分众传媒	10%	……	<600	1400	1118	7.62	23.10%
古井贡B	6%	666±10%	<333	800	435	97.55	41.03%
海康威视	5%	4400±10%	<2200	5000	3547	37.96	18.48%
沪深300						4844.27	18.25%
上证指数						3403.81	11.60%
2020/8/29			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8854	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同而发生小幅变化；

②老唐买点或卖点，代表如果公司总市值触及此数值，老唐计划买入或卖出，与个股历史买入成本无关；

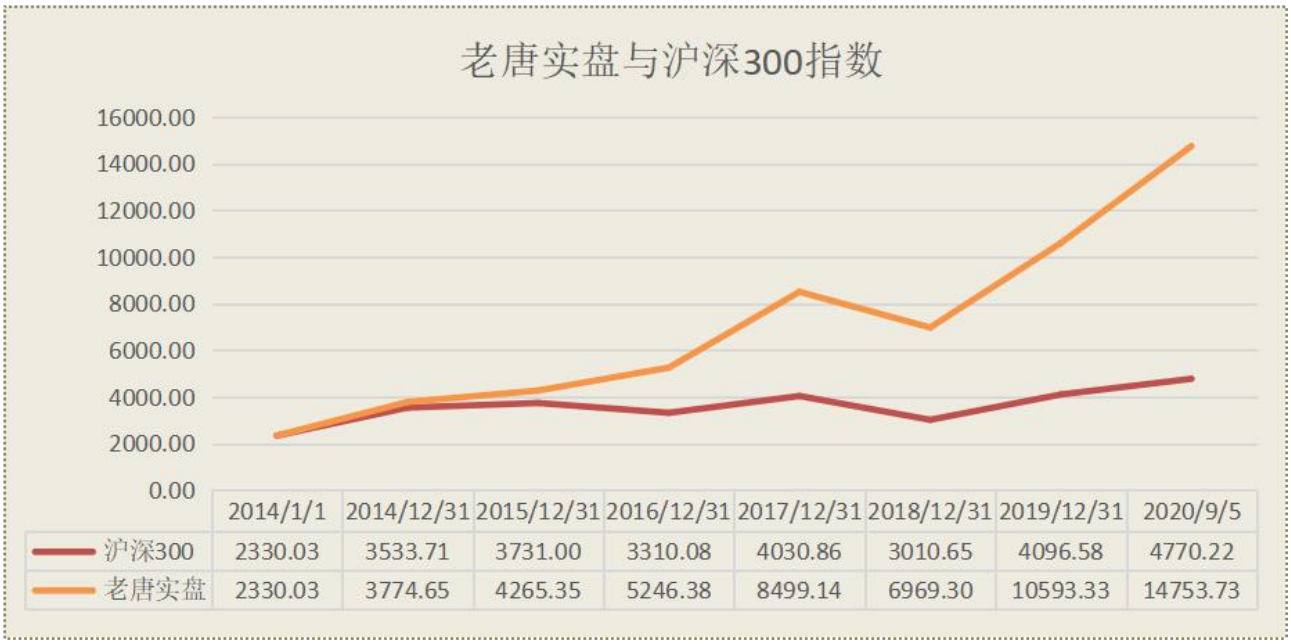
③仓位加总偶尔可能为99%或101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如10%代表实际仓位在9.50%~10.49%之间。

收益

2020年内收益39%（四舍五入数据）。

自2014年公开实盘至今，年度收益率分别为62%，13%，23%，62%，-18%，52%，39%（均不含新股收益）。

若2014年元旦净值为100，则当前净值为633。以6.69年折算，年化收益率约31.8%。



重要事项

1.本周唐书房成立四周年了。

2016 年 9 月 3 日，老唐发表第一篇文章《股票的本质》，宣告书房成立。整整四年里，书房累计推送原创文章 575 篇。

这 575 篇里大约有一二十篇是合集目录，不算真的原创。

但因为最初是连续发表 23 篇文章后，才获得标注原创的资格，所以大体两抵，真正的原创文章应该就是 575 篇左右。

——第一篇标注原创的文章是 2016 年 10 月 11 日的《你靠什么在股市生存？》

4 年，48 个月，1460 天，575 篇原创文章，折合每月发表原创文章 12 篇，约 2.5 天一篇。

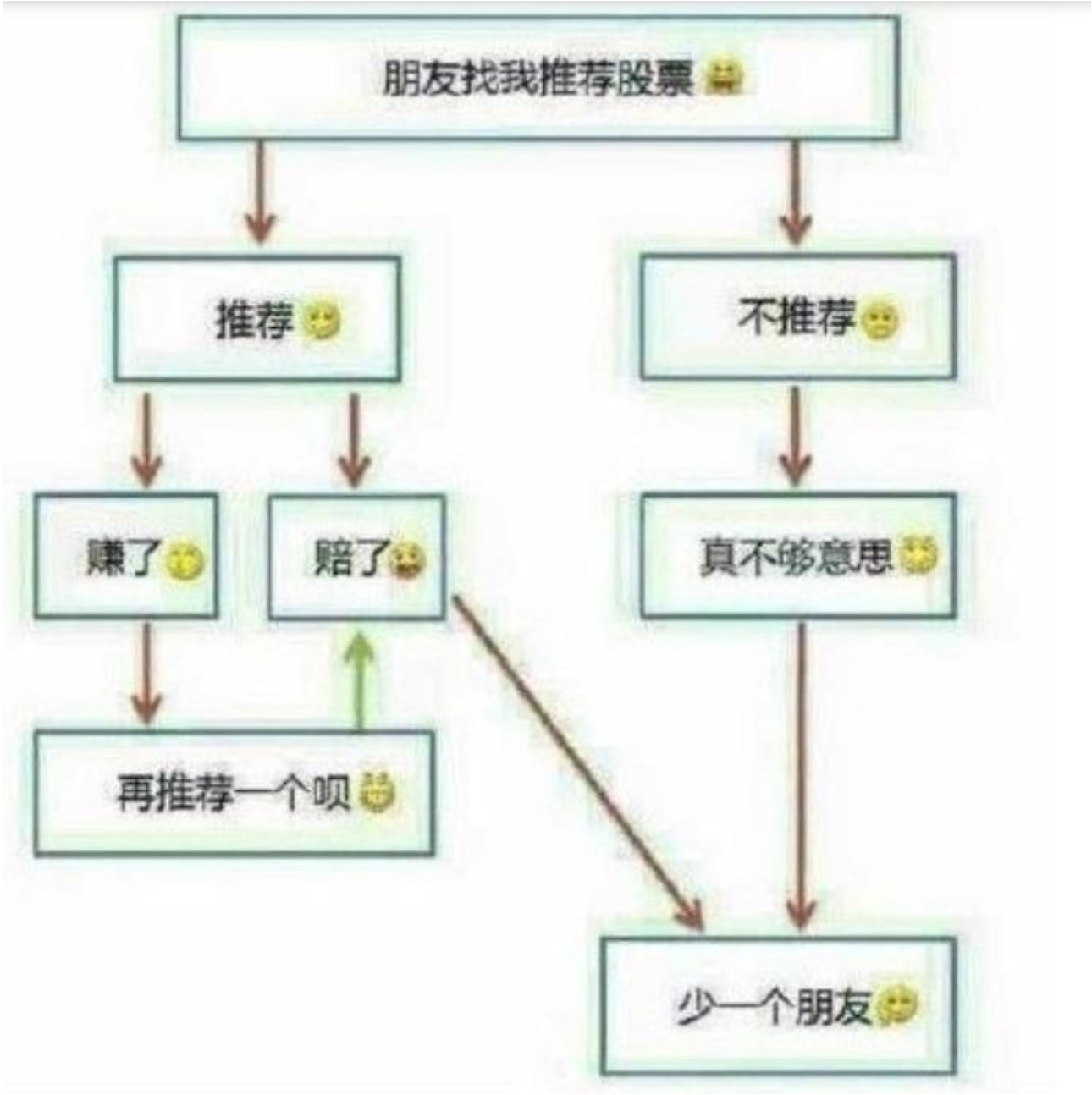
考虑到老唐身兼主创、码字、编辑、排版、校对、美工、office boy 等数职于一身

这个两天半一篇的数据还是挺令自己惊讶的，尤其是老唐的文章一般不短。这大概就是日拱一卒的威力吧！

必须要说，这里面很大部分功劳是朋友们的。是你们的鼓励、赞扬和打赏，推动老唐将双手放在键盘上，四年里快乐地敲出几百万字。谢谢朋友们

书房的存在其实给我自己也省了很多事情。老唐真实生活中的亲戚、朋友、同学、邻居、过去的同事，绝大多数也关注着书房。

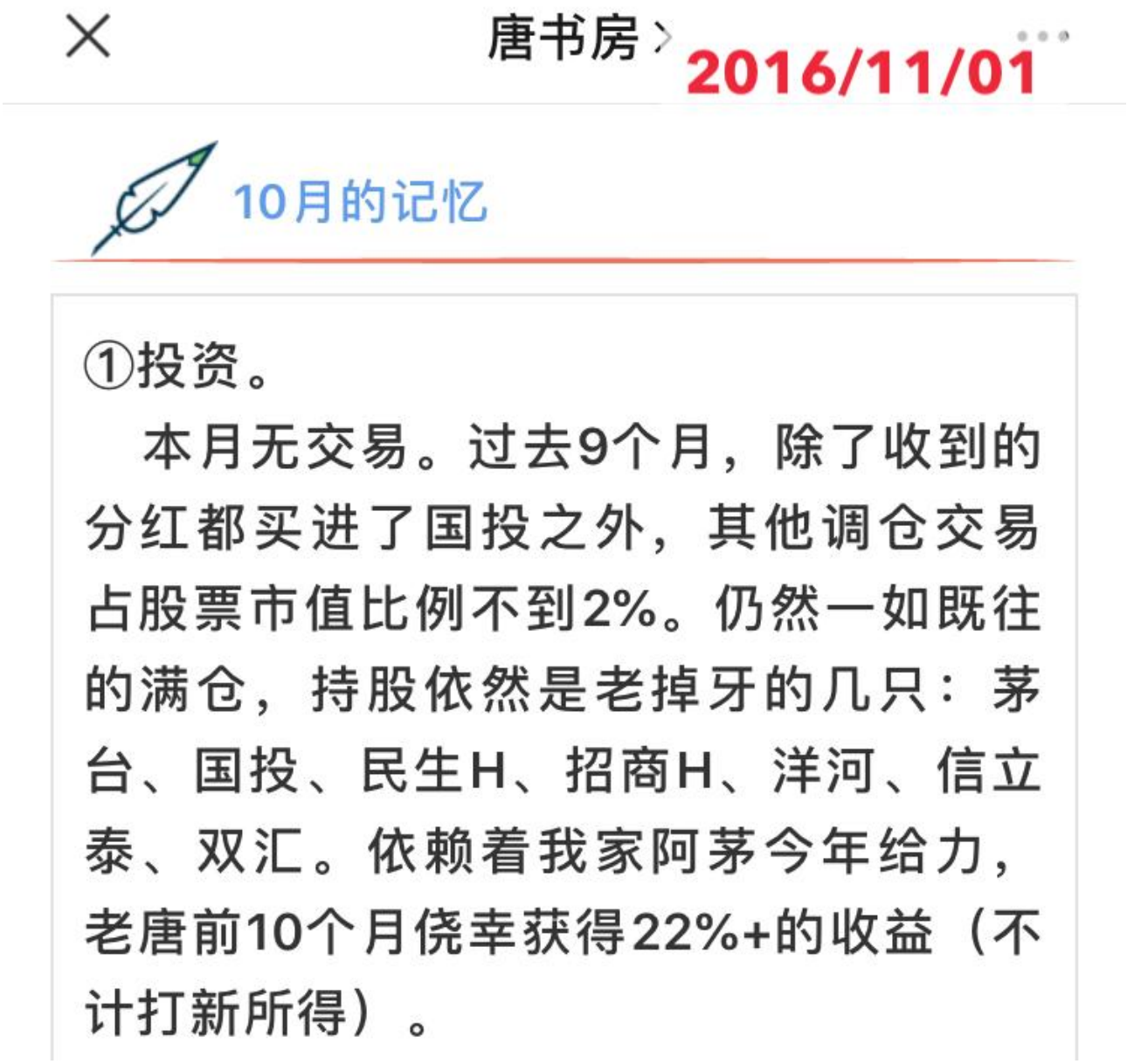
在投资相关的事情上，以前经常需要面对这群朋友海吹一通，换一拨人又重复一遍，甚至经常面对饭局上飘来的“推荐个股票呗”难题



因为书房的存在，一切都变的简单了。伴随着老唐的“洗脑”和实盘演示，亲朋好友及邻居们这类提问越来越少。

即便在饭局上遇到朋友的朋友，也可以直接告诉他/她：我不知道未来是牛是熊。不过，我自己买的是这些股票，持仓比例是酱紫酱紫的……

沾点儿狗屎运吧，从书房开始做记录的 2016 年 10 月底开始



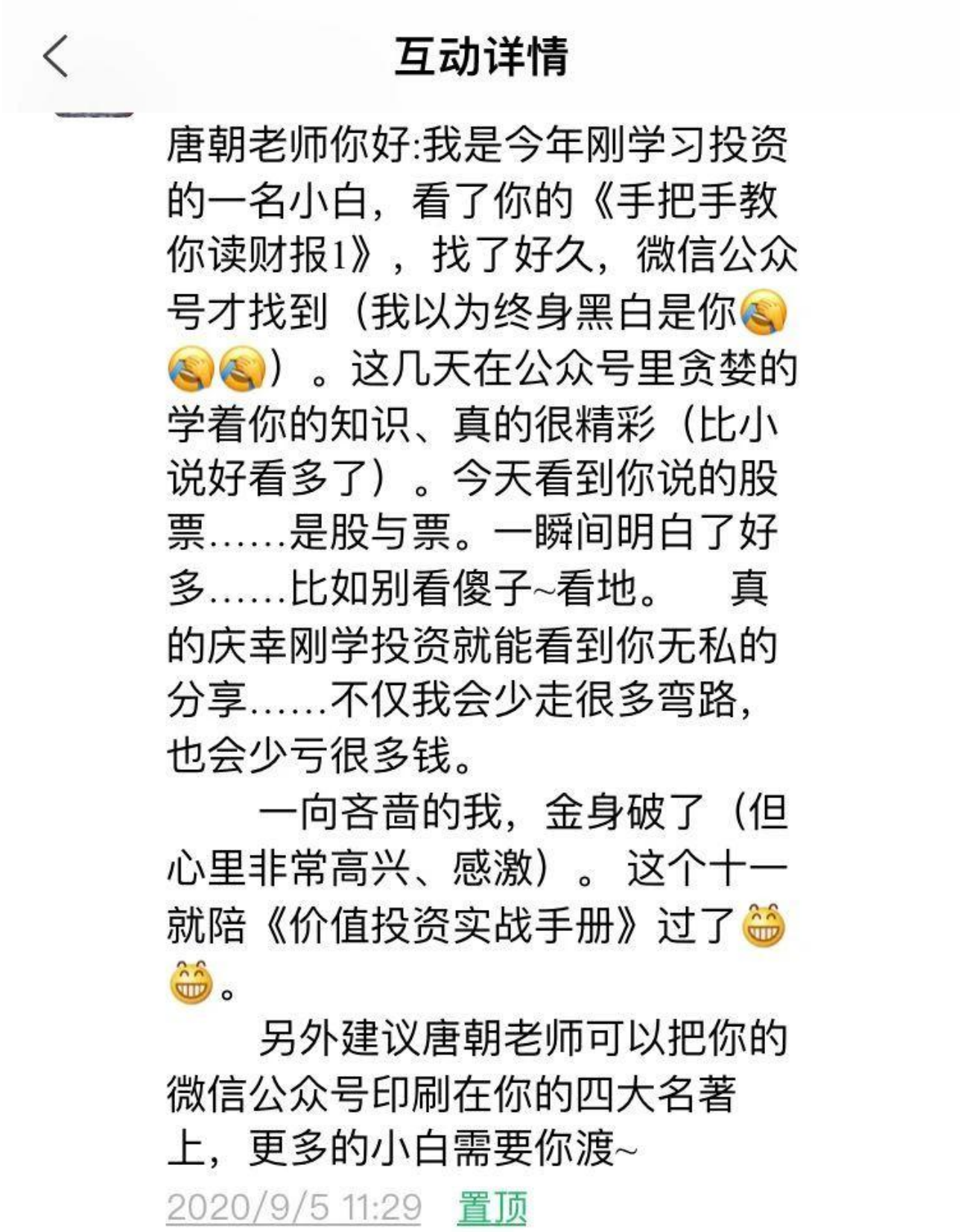
到今天为止，按照基金净值法计算，老唐实盘的年度收益率分别是 2016 年 11 和 12 月约 1%，2017 年 62%，2018 年-18%，2019 年 52%，2020 年 39%（均不计算新股收益）。

相当于从 2016 年 11 月 1 日至今，每 100 万成长为 100×1.01×1.62×0.82×1.52×1.39=283.4 万，按照 3.85 年折算，年化收益率 31.1%。

和从 2014 年元旦计算的 31.8%年化收益率基本接近。在亲朋好友同事邻居间还算保住金身，没有陷入“推荐个股票呗”死循环

自己比较得意的是，书房文章历经了时间的考验。时不时飘来的旧文下的留言和打赏，证明每天都有很多朋友在书房翻阅旧文。

就在我正在码这篇周记时，前年的一篇旧文下面还收到留言



其实阅读数据也展示了这一点，书房开张的第一篇文章，阅读量甚至比最新的推文还高，手持略阳铲日挖夜挖的朋友可真不少

2016年09月03日
已群发

股票的本质

67525 265 1393

数据统计

我估计巴菲特用毕生财富值搭设讲台，所享受的也是类似快乐

再次谢谢所有关注书房的朋友们，谢谢你们给了我快乐，给了我梳理脑中所想的机会和动力。谢谢

顺带和朋友们说一声，本周老唐终于完成了手财新准则升级版的初稿。

有点写多了，新书可能有原《手把手教你读财报》的 150%以上厚度。昨天开始通读、修改，并尽最大可能删减不重要的旁枝末节。

想尽量控制在 300 页以内，尽量让每句话、每个字都对得起朋友们花掉的书钱，但个人推测最后能减少的内容可能有限

2.洋河回购情况及 M3 涨价。

本周初，洋河公司披露，2020 年 8 月内公司动用了 1.23 亿资金，回购了 95.85 万股，均价约 128.3 元。

截止八月底，累计回购 810.5547 万股，累计投入资金 8 亿元，回购均价 98.71 元。距离公司计划回购金额底线还差约 2 亿元。

本周末，传来洋河公司主力产品 M3 涨价的消息。以我个人推测，这应该意味着渠道库存清理的基本满意了，下半年洋河的经营情况有乐观苗头。

说到这个业绩判断，老唐再给大家抖点儿自己“犯错”的思考历程。一不小心又给写长了，单独摘出来成文，放在今天第三条吧

点击屏幕上方的“唐书房”三个字，就可以看到第三条。

另外，怎么有不少人催促老唐谈谈对洋河中报的看法呢？上周周记里已经写过啦

3.中美、中印关系持续紧张。

美国限制我国在美外交官活动范围；美国某大学驱逐我国公派留学生；美国拒绝承认中国的南海主权，侦察机、双航母战斗群抵近我国演习部队；中印军队边境对峙；印度再度禁止 118 款中国 APP……

这话题不多谈了。推荐阅读本周四《财经》公众号的一篇文章《中美之间六件事情已明确，还有两件难预计》。

文章内容来自国务院参事，中国人民大学国际关系学教授 时殷弘，里面有一些期盼中的改善可能，算是在乌云压顶之时，多少给了一些透气的空间吧。

4.本周无读书笔记入选。

本周运动

本周跑步 1 次 10 公里；游泳 2 次每次 1 小时，陪我家领导散步 3 次合计 23 公里。

同口径体重 85.2 kg（175cm），环比上升 0.7kg

下周预计交易

无

昨天回答了书房一位叫@江山 的朋友一个问题。很多朋友看后都回馈说，突然有种特别通透的感觉。或许值得分享给大家。

江山：老唐，持有好的股票，是不是打心底不希望它涨的太快？！我在想，这是不是一种至高境界

老唐：真不是什么境界，不要弄玄了。就是真的明白“对于优质企业而言，高估的时间来的越晚，我赚的越多”。真明白这点，自然就淡定了。

更何况，我这类人，卖了也不可能持有现金，其他的能比现有的优秀吗？能做到现有的跌，它不跌或者少跌吗？我不敢说的。

所以想想自己去了别处，一样跌，甚至跌更惨。有啥值得担心调整的呢？对不

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。

文中提及的任何个股，都有**腰斩**或翻倍的风险。请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记

祝朋友们周末愉快

欧鼎王靖18257166988

老唐，本周有问过一次分级是否有机会？您回答很难了。可是本周在集思录银行分级多次出现 1.5 以

上的套利机会，这个算不算可操作的机会呢？

作者

你放弃吧，别操心了。有知识储备，才看得见机会。你现有的知识储备欠缺还太多，等你真研究明白了，这个市场已经不在了。目前它就像一个阳光下的冰棍，不值当你浪费时间，也不值得我给你讲为什么

欧鼎王靖18257166988

谢谢老唐，查到了，算是满足了自己的好奇心吧，哈哈

LY

老唐，正在看你推荐的《长期投资》，你个人更倾向于凯恩斯还是哈耶克呢？

作者

我是弗里得曼-科斯-张五常一派，比哈耶克左一点点。但距离哈耶克比距离凯恩斯要近一点。

第832篇.　　2020.09.12 - 当指数增长遇到均值回归--by@冰海渔夫

冰海渔夫　唐书房　2020-09-12

拿到唐朝的新书《巴芒演义》，一天之内一气读完，如饮醇酒，回味无穷。

我在书中看到投资理论的演进历史，看到投资大师们的各种尝试和进化，更从中发现了价值投资思想和超额收益的两大来源:指数增长和均值回归。

首先，超额收益如何成为可能？如果市场是有效的，不会有超额收益，一切收益差距都会迅速被价格所填平。

如果市场是无效的，也不会有超额收益，一切都是随机，收益全凭运气，而运气不可持续。

只有市场既是有效的，又是无效的，才可能有超额收益。

超额收益来自于市场犯错，并改正错误的过程。市场一直在犯错，也一直在改错。

无效论者只看到市场一直犯错，所以认为自己才是正确的；有效论者只看到市场一直在改错，也认为自己才是正确的。两者都犯了盲人摸象的毛病。

市场犯的错误可以简单归结为两种:1、低估成长，高估风险；2、低估风险，高估成长。

那么，是不是市场所有的错误都有机会让我们获得超额收益呢？未必。

前面说了，超额收益有两个必要条件:一、市场犯错，二、市场改错。但市场犯错到改错可能是一个极为漫长的过程，短期内低估可能会更加低估，高估可能会更加高估。

很多人确定看到了市场的错误，可惜在市场改错前自己却出局了。所以市场犯的高估的错误我们并不能利用——不做空；低估的错误只能有条件的利用——不上杠杆。

市场低估的错误有二:一是低估成长，二是高估风险。

首先，为什么可能会低估成长？世界是变化的，也是不变的。变化有很多种:一种叫指数效应，或者叫马太效应。

比如投资者人人皆知的复利。体现在一定时期内，一个行业的发展越来越快，对社会重要性越来越大，新的技术持续激发新的需求，企业相对于竞争对手的优势越来越大等...而市场习惯于用线性思维来待世

界，所以就会犯低估的毛病。

所谓成长股投资，也就是把握了这种思维。

然而纵观历史，如果指数效应是永远正确的，那么人类历史几百万年下来，所有的财富应该集中到一个人手里，或者世界被一种生物所占据，但现实的世界为什么不是这个样子呢？因为另一种变化叫均值回归。

战争、瘟疫、革命这些都是人类社会均值回归的方式。所谓物极必反，一个东西离开了合适的环境，就不会一直增长下去。

同样，一个持续超额收益的行业和企业，终将引吸更多的竞争者，而如果一个社会无法离开的行业收益持续下滑，必然造成市场出清，让竞争者减少，最终回到社会平均收益水平来。

所谓烟蒂法，大约就是利用均值回归的思想来获得超额收益。

然而指数增长和均值回归是相冲突的。如何判断企业的成长被低估，而不是即将成熟后的均值回归？很难！

首先是要明白，几乎所有的指数增长，终将面临均值回归。

判断在一定时期内这个行业的重要性未来会不会越来越大？公司的竞争优势是否与对手越拉越大？随着行业的发展，是不是有更多的潜在需求可以得到满足？这个过程是不是一个不可逆转的过程？...

这些判断需要有很多的商业智慧和个人体验。简单说，判断成长在于判断过程的不可逆和未来空间，无法回到过去。

而有一个降低难度的方法，就是按低成长或不成长出价，这就是安全边际。而这需要耐心。

同样如何判断高估风险？首先也要明白，有指数增长就有指数毁灭，有的问题会引发更大的问题，最终导致企业破产。

判断困难是不是一次性的，是不是可以改变的？公司能否活下去？公司能不能回到过去？...

判断困境反转在于判断过程的可逆和公司能活下去，可以回到过去。也有也一个降低难度的方法，就是以几乎破产清算的价格出价，这也需要耐心。

纵观老巴的一生，是用指数增长积累财富的一生。而晚年把大部分财富回归社会，应该是明白了任谁也抗拒不了均值回归的自然规律。

而芒格似乎更明白这个道理:年轻时没费那么大劲去聚，晚年时也不费那么大劲去散，而用更多的时间享受人生。

中国古人也早有这样的智慧，老子曰:“天之道，损有余而补不足；人之道，损不足以补有余。”

明白了指数增长，明白了人之道，让我们明白自己该做些什么，能做些什么。明白了均值回归，明白了天之道，让我们更好的面对得失，珍惜人生！

再次感谢老唐！价值投资高手很多，老唐犹如少林高僧:一招一式，堂堂正正，毫无花架子，纯以内力取胜！

第833篇.　　2020.09.12 - 老唐实盘周记2020/09/12

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-09-12

本周交易

无

当前持仓

目前持仓茅台 42%，腾讯 24%，洋河 14%，分众 9%，古井 B6%，海康 5%。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	42%	19000±10%	<9500	23000	21770	1733.00	48.63%
腾讯控股	24%	55000±10%	<27500	60000	43579	516.00	37.82%
洋河股份	14%	3150±10%	<1575	3700	2053	136.20	26.70%
分众传媒	9%	……	<600	1400	1067	7.27	17.45%
古井贡B	6%	666±10%	<333	800	403	90.83	31.31%
海康威视	5%	4400±10%	<2200	5000	3381	36.18	12.92%
沪深300						4627.28	12.95%
上证指数						3260.35	6.89%
2020/9/12			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8814	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	42%	19000±10%	<9500	23000	22235	1770.00	51.80%
腾讯控股	23%	55000±10%	<27500	60000	43803	518.00	38.35%
洋河股份	15%	3150±10%	<1575	3700	2182	144.81	34.71%
分众传媒	9%	……	<600	1400	1063	7.24	16.96%
古井贡B	6%	666±10%	<333	800	402	90.50	30.84%
海康威视	5%	4400±10%	<2200	5000	3537	37.85	18.13%
沪深300						4770.22	16.44%
上证指数						3355.37	10.01%
2020/9/5			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8825	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同而发生小幅变化；

②老唐买点或卖点，代表如果公司总市值触及此数值，老唐计划买入或卖出，与个股历史买入成本无关；

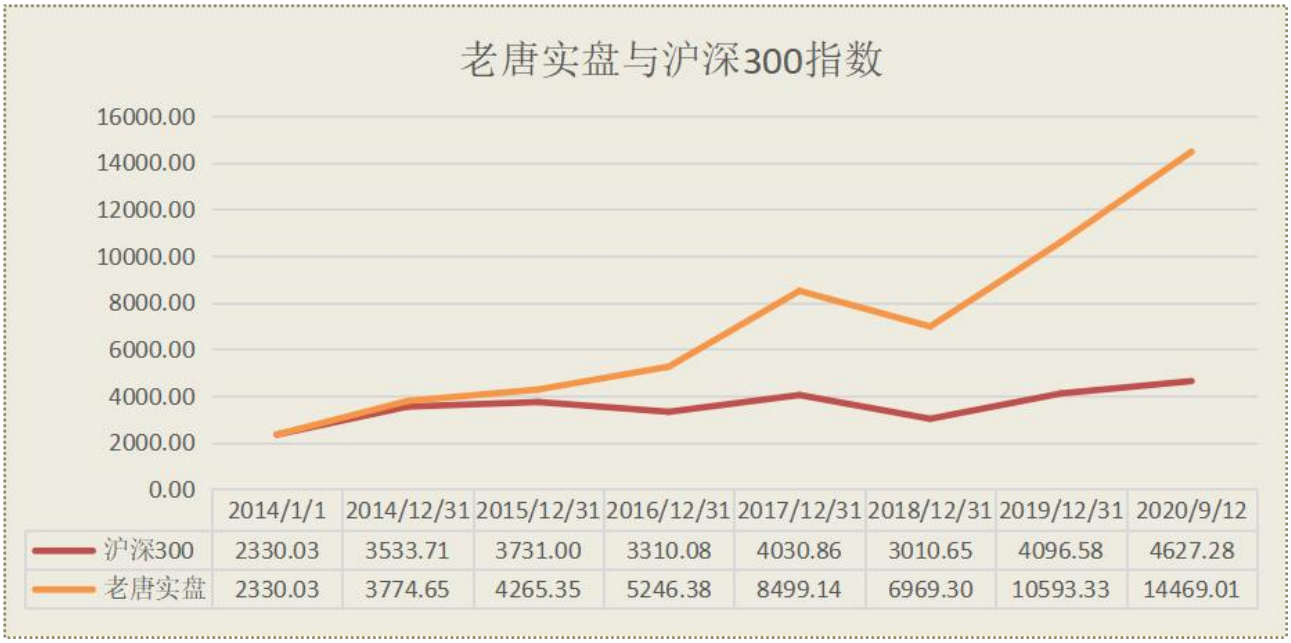
③仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2020 年内收益 37%（四舍五入数据）。

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，37%（均不含新股收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 621。以 6.71 年折算，年化收益率约 31.3%。



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/9/12
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	4627.28
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	14469.01

重要事项

1.题材股、热点股重挫。

新华社周三发文《坚决遏制创业板炒小炒差“歪风”》，点名批评“小低差”。结果周三和周四两天时间里，有 44 只创业板股价跌幅超过 30%。

遏制炒差“歪风”　　新华社发　王琪　作

据说大量股民涌入新华社的各种直播里面大骂，最终骂到新华社被迫关闭评论了。

可能新华社也没想到，以为自己是在做保护和提醒，结果却遭到如此待遇

这些监管层要遏制的“小低差”，常常因为其短期涨幅惊人，而吸引到大量炒家蜂拥而至。

比如文章点名的天山生物，过去 10 天涨了 5 倍。此时不要说跌一个 30%，就是连跌三个 30%，也能剩 70%涨幅。

10 天涨 70%，依然是牛破天，看上去随便怎么也要赚钱。

但梦想总是美妙的，现实故事却是参与者一般都是被套牢痛打，只不过是看套在哪只上，在哪里被痛打

为什么会这样呢，明明五倍涨幅，难道就真不能从中捞出来一截吗？冷静思考你就会发现，这种故事的难点在于：

难点 1）投资者总是在热点足够吸引人后，才被诱惑着“发现机会”。

难点 2）在这种完全依赖接盘侠到来的击鼓传花游戏里，参与者永远无法知道什么时候该坚守，什么时候该逃命。

因为可能涨了 50%才成为被发现的“机会”，所以进入后的每个位置都可能是顶。每一分钱的波动，都可能是雪崩的开始，每一位参与者都是时刻准备逃命的惊弓之鸟，不可能做到长持

因而，即便真有五倍涨幅，往往是涨一倍后参与，赚 10%跑掉。目送再涨一倍，忍不住火中取栗再参与，又赚 5%……

如此重复几次后，股票是涨了五倍，累计赚了 30%，然后正在反思应该长持时，Duang，-30%，稍一犹豫，就再-20%，杯具出炉

难点 3）这种击鼓传花游戏里，参与者很难有胆子大比例资金参与。而小比例资金进入，就是赚几倍也不解决什么问题，顶多算是自鸣得意的娱乐。

难点 4）参与者不得不极度接近和关注市场，无论起初的想法怎么冷静，规划的怎么严谨，结局一定会被市场情绪所感染。

因为每个人都是“人”，是会被群体氛围感染的“人”，没有谁可以例外。

顶级投资大师们，也只是尽量避开群体情绪，没看见谁敢吹嘘自己即便长期和群体待在一起，也能保持绝对冷静的。

以上四个难点，扪心自问能克服哪个？反正我是觉着无论我怎么学习，这四大难点一个也克服不了，所以趁早就远远躲开，眼不见为净

2.茅台新产能投产。

9 月 10 日教师节，茅台中华村片区三个生产车间，合计 18 栋生产厂房投入试生产。

这标志着茅台十三五产能扩建工程，按照公司规划进度顺利完工。

从 2020 年 10 月 17 日开始，这三个新车间将和原有的 27 个生产车间一起，投入到 2021 年的基酒酿造活动中。

这也代表着 2021 年基酒产量有可能会接近 6 万吨，这个产量将是未来相当长一段时间茅台基酒产量的天花板。

——2019 年底设计产能 38528 吨（实际当年使用产能 37408 吨），实际产量 49922 吨，实际产量/设计产能=133%。

如果比例基本稳定（会因天气、人工操作等多种因素而发生波动），意味着 2020 年基酒产量在 5.1 万吨左右，2021 年将可能触及 6 万吨（38528+6600）×133%=6 万吨。

【奇怪的是，茅台官媒昨天的文章里提了一句，说这 18 栋厂房投产后，预计每年实际新增茅台酒产能 5200 吨。没搞懂他们是想说这 18 栋是 6600 吨产能里的一部分（不是全部）？还是说 6600 吨基酒产能，大约对应年可销售商品酒约 5200 吨？暂且观察吧】

产量增长是基本确定的数据，茅台现在最大的变数就是何时提价，提价多少。

目前 53 度普茅出厂价 969 元，零售指导价 1499 元，实际市场批发价 2700 元以上，零售价接近 3000 元。

这个扭曲的价格体系，忽悠了大量原本不是茅台消费者的普通百姓，参与抢购和囤积，给原本就供不应求的茅台供需火上浇油。

它即损害了茅台股东的利益，又损害了茅台消费者的利益，同时还造成大量社会资源浪费。真正是蠢到死的安排

估计就在未来几年里，作为茅台股东的我，也不得不跟着承担这种愚蠢决策（他们以为是凭借茅台拉动了贵州省其他行业的发展）的后果，承受渠道库存蜂拥而出给茅台酒市场、茅台股价以及茅台品牌带来的负面冲击

幸好，公司手头有足够量的资金，以及 2018 年规划建设的 5 万吨成品酒库做缓冲——位于贵阳机场附近的双龙临空经济区 3 万吨，位于仁怀坛厂镇的 2 万吨。

这个成品酒库规划的是今年完工，但李保芳总下台后，很久没有听到成品酒库项目进展的信息了。也不知道会不会因为茅台酒的热销，而将该项目推后或搁置

关于渠道库存变化对生产厂家的影响，有个经典的 MBA 案例叫“情人啤酒”，非常生动形象。是我二十多年前在一份《商界》杂志上看到的，印象特别深刻。

本来我找到原文，想拷贝推送给大家的。结果已经有公众号收录过，触发原创了。

我干脆把那位作者的转发（作者标了原创，但其实不是原创），链接在本文的阅读原文上，感兴趣的朋友点过去读吧。

3.教师节。

教师节这天，老唐也算搭车蹭了个节日过，收到很多朋友的祝福，谢谢大家

我其实一直不太习惯被喊为老师，一直觉着自己是个学生，还有太多无知、太多需要学习的东西。

对于自己随手的一点分享，能够帮助到一小部分朋友，我已经很开心了。

我不是老师，你不是学生，我们只是在投资道路上共同进步的一小撮让我们共同感激伟大的时代，共同感激伟大的互联网吧

4.中印两国外长达成五点共识，边境情况缓和。

5.本周有 2 篇读书笔记入选。

入选笔记是：

- 读《巴芒演义》，去“六大”心魔——by 雪球@边鱼 1829
- 带上价值投资的地图--读巴芒演义有感——公众号@哈读

请这两位朋友留下收货地址——如果选择老唐的四本书签名套装做奖品，或，留下微信号——如果选

择加老唐微信好友做奖品。

无论是否入选，输出本身已经是对自己的巨大帮助，是非常深入的学习过程。

我相信所有写过读书笔记的朋友，都会有这个感触。

借着这个激励，将双手放在键盘上，给自己一个成长的机会吧！

本周运动

本周跑步 1 次 10 公里；游泳 2 次每次 1 小时，陪我家领导散步 4 次合计 30 公里。

同口径体重 85.3 kg（175cm），环比上升 0.1kg

下周预计交易

无

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。

文中提及的任何个股，都有**腰斩**或翻倍的风险。请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记

祝朋友们周末愉快

D Ross

唐老师，有个疑惑：日常生活中，很多人开一般的小饭店，只要不是太糟的话，经营者都能小康，甚至富足。但股市里，餐饮类股票，却不是有长期好收益的好股票。怎么理解这个矛盾？ 类似的比如生活中，很多人开服装店也能赚钱，但股市里为何那些顶尖的服装品牌 股票，也不是好股票

作者

因为经营者赚的是人力资本的收益，股市股东赚的是金钱资本的收益。你说的情况，说明这个行业不利于金钱资本。

Bob

昨天刚读毕老唐的巴芒演义，在此向老唐脱帽致敬 👍 👍

作者

这本书目前还没有得到她应有的地位，销量和价值严重不符。但我相信未来会有越来越多的读者，会意识到自己读晚了，读的次数少了

小黄-增华

唐主任，我想问一下分众传媒护城河在哪里？一直持有中，真抗跌

作者

分众的护城河在于，眼神不好的人也可以成为它的股东和广告受众，比如在书房里找唐主任的人

Jimmy

前两天中了一个创业板新股，当时上午在忙，没留意这个股票已上市。中午看盘时，发现它竟然最高涨到约 600%，后来又跌至 300%以下，赶紧卖了。这也太刺激了吧，请问老唐是怎么操作这种创业板新股呢？谢谢

作者

我也不知道。心中没有估值锚，拿到只能瞎胡搞。不过好在是送钱，送多送少都还好

彭云峰

老唐，请问您怎么看待“坚守能力圈”和“拓展能力圈”？您是怎样拓展自己的能力圈？刚刚看完《价值》一书，作者很看重“拥抱变化和创新”，也提到对于新经济类企业不能僵化地使用传统的价投方法，而是要看是否能为社会持续不断地创造价值，由此我想到芯片及创新药公司，它们肯定是国家和人民所急需的、也应该能为社会创造价值，但问题是这些企业要么不怎么挣钱、要么百倍的估值，它们怎样为股东创造价值？请问您怎么看这个问题？多谢！

作者

坚守能力圈和拓展能力圈是同时存在在投资人身上的。前者说的是投资决策，后者说的是日拱一卒。后面这个问题对我而言，太难。我暂时没有什么办法，我（暂时）选择将那部分钱留给别人

第834篇.　　2020.09.19 - 明正道、释疑惑、知行止--by@沧海云舒

沧海云舒　唐书房　2020-09-19

读了唐朝所著的《巴芒演义》，掩卷沉思，一幅价值投资百年演化史浮现眼前，各路英豪纷纷亮相，

或璀璨夺目，或黯然离场，或品行高洁，或人品耗尽.....

书中有投资故事、投资思想，亦有人物生平、八卦轶事，通过老唐活灵活现的描述，这些在华尔街叱咤风云的大佬，嬉笑怒骂地走下神坛，成了咱们胡同口那个可以近距离观察的“二大爷”。

老唐的《巴芒演义》，生动地展示、剖析了这些“封神”的“二大爷”们投资思想的形成和发展，他们是人，不是神，也当过“韭菜”，也犯过错；我们无法成为他们，但可以学习他们，成为更好的自己。

从我个人来讲，这本书给我带来的启发，可以用 9 个字来概括：明正道、释疑惑、知行止。

当然，这里需要说明的是，这是我自己读完书的感受，写出来只是为了和大家交流。不对之处，还请大家见谅。

一、明正道

明正道，就是为我们从事价值投资指明了正确的道路。俗话说，实践出真知。咱们老百姓有句更直白的话，“是骡子是马，拉出来溜溜”，说的就是这个意思。

《巴芒演义》通过展示华尔街近百年的投资历史，告诉了我们，在投资方面，什么才是正道，“先做正确的事，然后才是正确的做事”。方向错了，越努力越悲伤。

近百年的投资史，已经用实实在在的实践告诉了我们，什么是对的，什么是不对的，前人走过的坑，我们可以不必再走；前人总结的好经验，我们可以学习借鉴。这就是读书的意义之所在。

一是要投资、不要投机。

1934 年，价值投资的开山鼻祖本杰明.格雷厄姆和戴维.多德共同出版了《证券分析》，将股票的交易从一项投机活动变成了可以进行深入分析的投资活动。

在《证券分析》中，格雷厄姆指出，“投资是根据深入的分析、承诺本金安全以及回报率令人满意的操作。不符合这些条件的操作则是投机。”好严谨的逻辑呀，大师果然是大师!

可是，通过阅读《巴芒演义》，我们发现，这些认识的得来，并不容易。在 20 世纪 30 年代之前的美国股市，既有通过投机大富大贵的金融大佬，也发生了更多因投机而倾家荡产、甚至堵上性命的悲惨故事。

“股票大作手”利弗莫尔，尽管有翻手为云覆手为雨的本事，但最终几经沉浮，饮弹自杀；伟大的作家马克·吐温也是因为投机，曾经阔过、享受过，但最终成功输光所有资产并欠下一屁股债。

格雷厄姆自己也有亲身的惨痛教训，他的母亲在 1907 年的股市大跌中亏得分文不剩；他自己也在 1917 年股市大跌中，无法按照经纪公司的要求追加保证金，被迫斩仓而一度想过自杀。这样的例子在书中还有很多。

但如果我们深入思考，无论是利弗莫尔、马克·吐温、还是早期的格雷厄姆，进行股票投机活动，更多是时代的原因，因为在当时，投机是天经地义的，无论是当时的法治环境、信息披露等，是的股票交易并不具备价值投资的条件，投机、操纵、内幕才是行业常态。

但在近百年后的今天，价值投资理论不断完善、信息披露更加充分、法制环境更加完善，投资者、尤其是没有信息和组织优势的个人投资者，再走“投机”的道路，甚至因此而亏损严重、付出巨大的代价，就怨不得时代了，更多需要从自己的选择上找原因，“点背不能怨社会”。

当我们走上投资这条路是，就要时刻拿格雷厄姆对投资的定义，对照一下自己是在投资，还是在投机。

二是关注那些由优秀的人掌控的优秀企业，远离垃圾企业和烂人。

巴菲特一生视名誉如生命。终其一生，在他心中“声誉就像一个精致的瓷器，价值昂贵却很容易破碎”。

建立一个好名声需要付出一生的努力，而毁掉它可能只需要 5 分钟。巴非特对合作伙伴和员工一直有种要求：失去多少金钱都可以接受，但绝对不允许损失声誉。

芒格的人品也很令人敬佩，书中有个例子，芒格和他的朋友古瑞恩一起收购过一家名叫 K&W 的汽车化学用品公司，一段时间后，古瑞恩有事要用钱，想以 20 万美元的价格把股份卖给芒格，结果芒格说合理价值应该是 30 万美元，支付了 30 万美元。

读《巴芒演义》过程，我时常能感受到优秀的品格所发挥的巨大作用，熟悉巴菲特的朋友经常会读到这样的场景，巴菲特的进行得很多并购，有好多是在没有投行协助、没有进行细致查证的情况下进行的。

在早期对 B 夫人的内布拉斯家具城的并购是这样，在 2012 年对杰伊家族的马尔蒙集团的收购也是这样，尽管后者的总金额高达 90 亿美元，这就是与好人打交道的好处。

他们知道，以对方的品行，不会做出坑合作伙伴的事情。许多优秀的、为后人敬仰的投资家，大多很长寿。

我想，这与他们良好的品行有关，也与他们尽量选择与好人、好企业打交道有关。

巴菲特今年 90 岁，芒格 96 岁，依然活跃的投资的舞台上，为股东源源不断的创造着巨额利润，这就是善良的复利。

可以说，除了早期捡烟头的投资阶段，不断寻找由优秀的人掌控的优秀企业，并以合理的价格买入，奠定了巴菲特和芒格辉煌的一生。

但这个认识的得来并不容易，巴菲特说：相信我，时间是好公司的朋友，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摘懂它。

好人、好企业不断用自身努力制造惊喜，而烂人、烂企业则经常给我们制造惊吓。芒格也表示：买下那些由优秀的人掌控的优秀企业则不同。优秀企业和优秀的人一样，因为优秀所以更优秀，反而经常挑战成就的上限。

投资者买下优秀企业后，往往并不需要再做什么，只要坐着享受优秀者努力的成果就好。

尽管道理如此浅显，但实际做起来并不容易，你要能坐得住冷板凳、要深入研究企业和理解企业、以所有者而不是炒股者的心态看待企业，就像老唐说的，只有“真知”，才能“行不难”。

但也只有如此，投资者才能远离那些品行不端的管理者管理的烂企业，才能避免“被忽悠、被收割”的命运。

二、释疑惑

释疑惑，是说通过读老唐的这本书，解决了我心中的几个疑问，也在阅读本书中，感触比较深的三个方面：

一是如何看待巴菲特各个时期的投资思想的变化。

老唐以 1972 年为界，把巴菲特投资思想的变化分为两个阶段，之前是捡烟头投资方式阶段，后者是陪伴优秀企业成长阶段。

其中后一个阶段又以 2000 年为界，分为上下半场，并提出：真正值得投资者学习的是 1972-1999 年的巴非特，学习 2000 年之后的巴菲特是误区。

伯克希尔 2000 年后的投资案例对绝大部分投资者而言，几乎没有观摩和学习价值。绝大部分投资者既没有钱太多的烦恼，也没有不能秘密买入的痛点。

这个观点，我非常赞同，就我的阅读而言，老唐是第一个提出这个观点的，对于价值投资的学习者而言，意义重大，不但会提升投资者学习效率，而且保证了投资者学习方向的正确性。

二是作为一个投资者，如何看待保险业。

了解巴菲特及其执掌的伯克希尔帝国，保险业务是一个绕不开的话题，很多人买保险股，理由之一就是巴菲特的伯克希尔就投资了很多保险公司，之前我也有类似的想法。

在《巴芒演义》中，我看到了老唐对于这个问题的观点，保险业务对于巴菲特而言，其实是一个低成本的长期资本的融资工具，以这个观点看待伯克希尔公司保险业务和其他业务的关系，一切疑问就烟消云散了。

另外，书中对于盖可公司改变销售模式后造成的突然衰落、通用再保险带来的巨大麻烦等的分析，也说明，保险行业是一个复杂的行业，也是一个需要高人经营的行业。

格雷厄姆在盖可亏损和衰落前，没有从财务报表上发现蛛丝马迹。以保险专家著称、一生只投保险股、创造投资界著名术语“戴维斯双击”、当时盖可保险最大的个人股东、盖可保险董事会成员、投资大帅谢尔比·戴维斯也没有提前看出衰落。

这也提醒我们，如何看待保险股的投资，不能因为巴菲特投资保险业务，就贸然投资保险股，要知其然，更要知其所以然。

三是关于如何看待巴菲尔的“持股到永远”。

可以说，“持股到永远”似乎已经成为了巴菲特的标签，甚至有些人将长期持股同价值投资等同起来，因为“巴菲特都这么做”。当然，这是对巴菲特投资的误解。

我也在很长时间，对巴菲特的这个做法感到困惑，难道真是“死了都不卖”？老唐通过观察巴菲特在处理可口可乐上的变化，解决了我的这个疑惑。

在《巴芒演义》中，有这样的描述：在伯克希尔 2003 年致股东信里，巴菲特写道，我没有在泡沫最大的时候卖掉这些持股，实在是个严重的错误。我当时到底在想什么，我自己也觉着非常奇怪。

在 2006 年股东大会的交流环节，巴菲特这样答复股东的质问，“可口可乐确实曾经被荒谬地高估过，但你们不能因此责备可口可乐的 CEO。你们可以责备我，因为我没有在 50 倍市盈率时卖掉它”。

这也从另外一个侧面说明，对巴菲特的理解和学习，不能太机械了，而要努力理解其精神实质。

三、知行止

古人云“知行知止,知止而行”,意思是说要懂得“行”,也要懂得“止”,懂得“于止中行”。

据传，李嘉诚曾经将“知止”二字作为座右铭高悬于办公室的醒目处。我的理解，这就是投资中的能力圈的概念。

一是“知行”的前提是“知止”。

在《巴芒演义》中，施洛斯的例子对我触动很大，真正的理解到：对价值投资者而言，知道能力圈的边界在哪里，比能力圈的大小更重要。

在 1996 年致股东信里，巴菲特也说，能力范围的大小不重要，重要的是，你知道它的边界。

我的理解，如果说投资者的知识结构是个“T”，横向代表广度，竖向代表深度，以前我觉得应该努力扩大广度，好像是在扩大能力圈，但实际的效果却并不理想。

但通过施洛斯的例子，我认知到“能力圈的边界”的重要性，真正应该做的，是在圈子内，在深度方

向进行努力，并在有富余精力时，扩展广度。

二是在“知止”的领域做到“真知行不难”。

在《巴芒演义》中，老唐用大量生动例子，说明了投资者无法做到而且也没有必要耗费精力的地方：

（1）通过预测宏观经济周期在股市获利。这方面，宏观经济学的创立者凯恩斯做不到、长期资本两位诺贝尔经济学奖得主以惨败告终，巴菲特则直接说所有宏观经济预测类的文章是废纸。

（2）通过技术分析预测估价波动。在这方面，香农耗费了大量精力，最终放弃了技术分析体系。他说：我认为那些耗费很大精力研究价格图表、头肩顶、V 字反转的技术人员，无非在做一种重要数据干扰重现的工作，意义不大。”

巴菲早期也是技术分析的痴迷者，但最终放弃。索普只读了一本爱德华兹写的《股市趋势技术分析》后，就理解了技术分析行不通，立刻放弃。

而常说的技术分析大师、著有《笑傲股市》一书的威廉·欧奈尔，本人却并没有任何可信的投资记录。

（3）通过择时操作躲避市场波动。在这方面，施洛斯在 1985 年接受记者访问时说：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市场和何时离开市场，所以他们几乎始终留在市场里。我们只关注超值的股票，不太关注市场怎么走。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。

其实，看完上述这些，我们就会明白，预测经济、预测股市等这些事情，就是我们应该“知止”的事情，我们没有能力也没有必要去关心。

如果非要做，那就跟去研究发明“永动机”没什么区别了。我们需要关注的，是投资企业的内在价值的变化。

三是在“知行”上下功夫。

在 1996 年致股东信里，巴菲特说，投资并不复杂，但说它很容易也不现实。投资者真正需要的是给你选中的公司估值的能力。在我看来，投资专业的学生只需要学习两门课程就够了“如何给公司估值”和“如何面对市价波动”。

在如何学习这两门课方面，老唐为中国的价值投资者做出了巨大的贡献。在《巴芒演义》的最后一章，老唐用巴菲特投资农地的案例，生动地演示了如何理解和学习这两门课程。他关于投资的六字箴言：“别瞅傻子，瞅地”，就是一个精辟的概括。

我想，做为一个价值投资者，在常常想一想格雷厄姆笔下那个“市场先生”的故事同时，多去理解企业，看懂企业，学会对企业估值就是需要长期努力的事情了。

看完老唐的书，一点个人理解，难免挂一漏万，如果有兴趣，建议大家去看原著，那才是原汁原味的。谢谢！

第835篇.　2020.09.19 - 老唐实盘周记2020/09/19

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-09-19

本周交易

无

当前持仓

目前持仓茅台 41%，腾讯 24%，洋河 14%，分众 10%，古井 B6%，海康 5%。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	41%	19000±10%	<9500	23000	21293	1695.00	45.37%
腾讯控股	24%	55000±10%	<27500	60000	43922	525.00	40.22%
洋河股份	14%	3150±10%	<1575	3700	2013	133.58	24.26%
分众传媒	10%	……	<600	1400	1174	8.00	29.24%
古井贡B	6%	666±10%	<333	800	391	89.00	28.67%
海康威视	5%	4400±10%	<2200	5000	3424	36.64	14.36%
沪深300						4737.09	15.64%
上证指数						3338.09	9.44%
2020/9/19			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8731	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	42%	19000±10%	<9500	23000	21770	1733.00	48.63%
腾讯控股	24%	55000±10%	<27500	60000	43579	516.00	37.82%
洋河股份	14%	3150±10%	<1575	3700	2053	136.20	26.70%
分众传媒	9%	……	<600	1400	1067	7.27	17.45%
古井贡B	6%	666±10%	<333	800	403	90.83	31.31%
海康威视	5%	4400±10%	<2200	5000	3381	36.18	12.92%
沪深300						4627.28	12.95%
上证指数						3260.35	6.89%
2020/9/12			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8814	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同而发生小幅变化；

②老唐买点或卖点，代表如果公司总市值触及此数值，老唐计划买入或卖出，与个股历史买入成本无关；

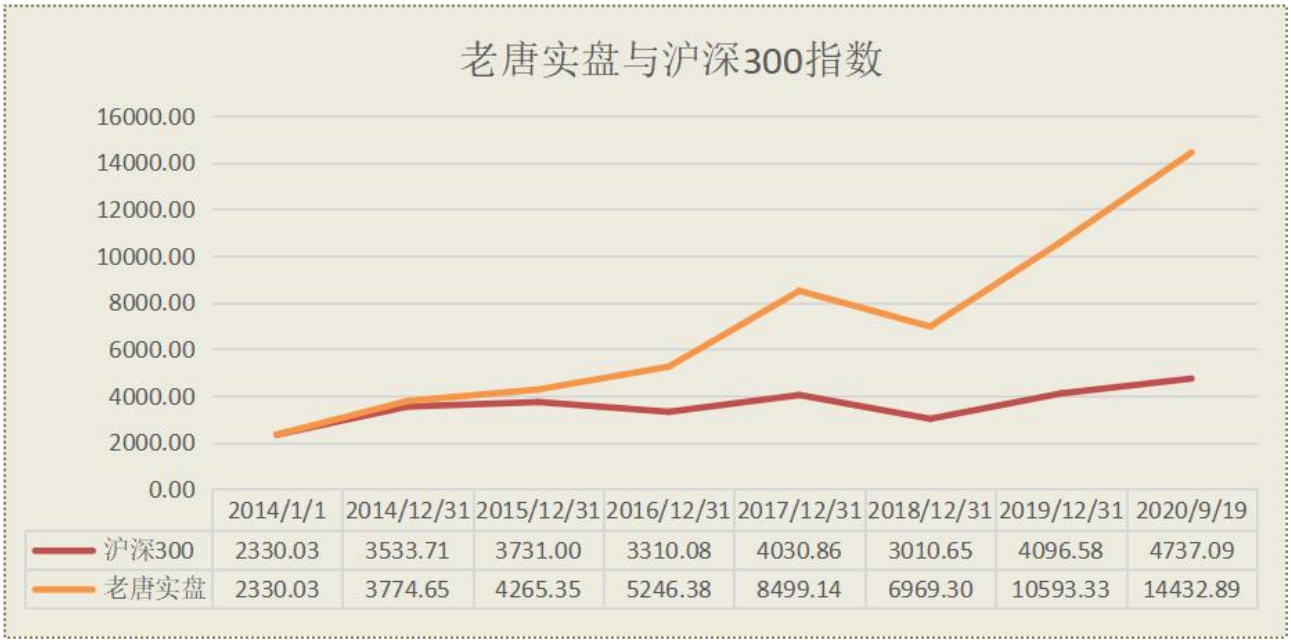
③仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2020 年内收益 36%（四舍五入数据）。

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，36%（均不含新股收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 619。以 6.73 年折算，年化收益率约 31.1%。



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/9/19
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	4737.09
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	14432.89

重要事项

1.与茅台有关的两件事。

本周关于茅台有两件事，一件是公司董事会授权子公司茅台财务公司开展固定收益类证券投资业务，投资总规模不超过其资本总额的 70%。

这事情和我们有关，略偏利空，好在总体金额不大。茅台财务公司注册资本总额 25 亿元，70%上限涉及金额最多也就 17.5 亿元。

该业务的开展主要目的不是为了增收，而是为了给贵州当地的债务增信或解困，象征意义更多一些。

另一件事是茅台集团发债收购贵州高速股权。

这事情在资本市场引起轩然大波，一时热闹非凡，消息披露当日引发茅台股价当日大跌超过 3%。

不过，在我看来是市场人士想多了。大跌和消息之间，也只是表面联系。

深层次的东西，恐怕还是老唐多次写过的“估值高了，就会借故下跌”

为啥暴跌，这事儿老唐不谈，谈也谈不出啥深刻看法。实际上，老唐认为下跌的真正原因，永远是估值高了。

估值高了，就会“借故”下跌，至于这个“故”究竟是什么，千奇百怪，防不胜防，所以索性不防。

同样道理，**估值低了，就会“借故”上涨。至于这个“故”究竟是什么，千奇百怪，猜不胜猜，所以索性不猜。**

我想很多朋友应该还记得，三周前老唐在《老唐实盘周记 2020/08/29》里写下的这段话。

更何况，以老唐的估值体系来说，**茅台（包括古井A股）目前已经接近甚至已经进入高估区域**，实在不建议乐观——“黑”自己的重仓股，不会招骂吧😱？

瞎猫碰个死耗子，那天还正好就是古井贡 A 股的最高价，至今下跌 16.5%（最大跌幅超过 20%）。

茅台算接近高估吧，这段时间的跌幅倒是不大，自 8 月 29 日至今只跌了约 3.5%。

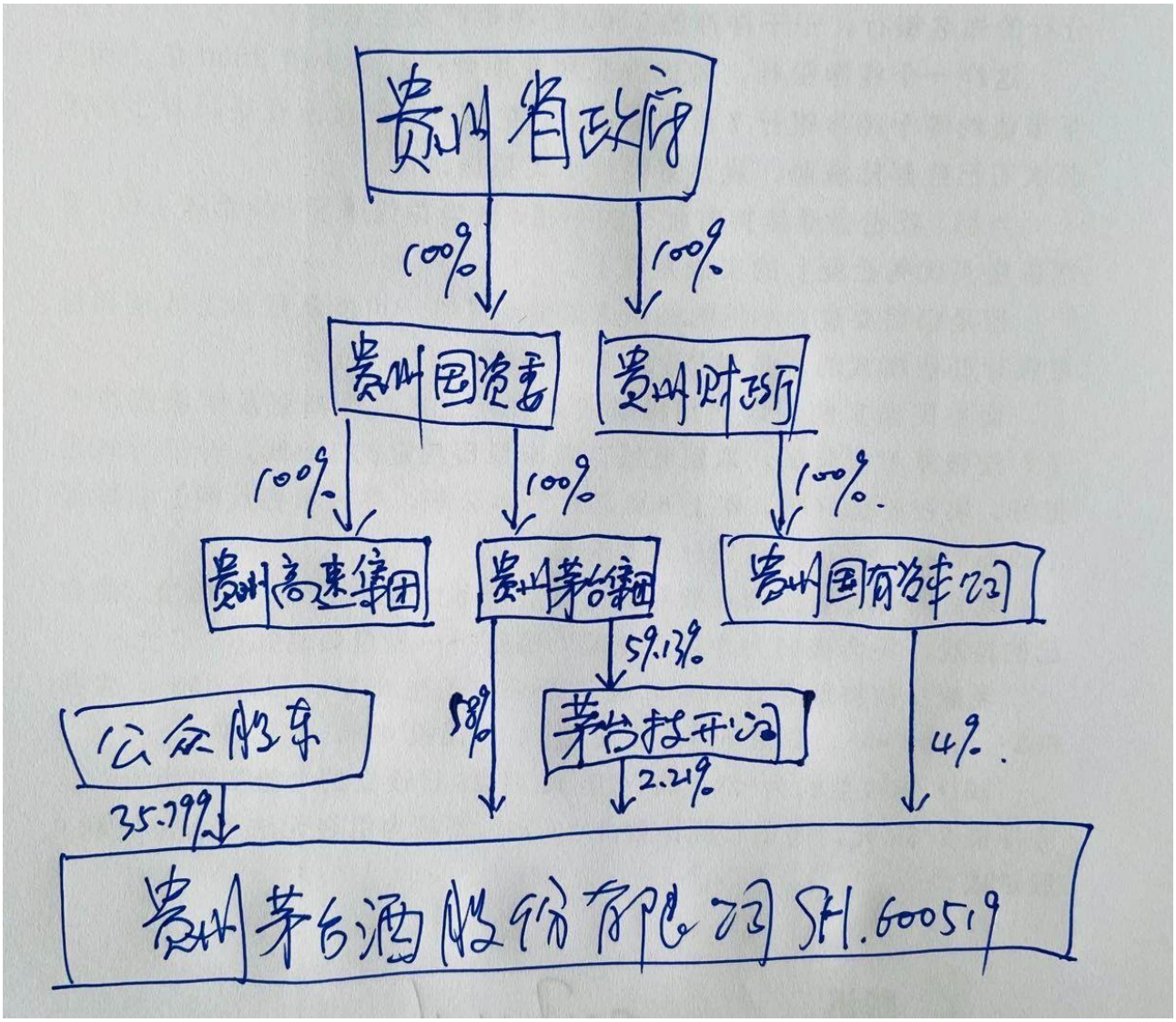
茅台集团准备通过上交所向专业投资者发行 150 亿债券，用于收购贵州高速公路集团公司部分股权。

其本质，只是贵州省国资委用间接持有的上市公司股份，给自己做增信的事情。

所谓收购贵州高速集团股权，可以理解为国资委的旗下全资子公司之间的无偿划转。

既不代表茅台集团即将涉足高速公路运营，更与上市公司没有一毛钱的关系。

看看下面这张老唐手绘股权结构图，可以帮助理解



注：按照天眼查工商资料，茅台技开公司是茅台集团的全资子公司。

但按照茅台集团提交给上交所的半年报，集团持有技开公司 59.13%股份，此处以半年报为准。

前天看过老唐发图谈此事的朋友，数据分歧请以本文为准。

茅台集团发债借钱，与股份公司公众股东无关。茅台集团收购贵州高速集团的股权，只是贵州国资委左手倒右手，依然与股份公司公众股东无关。

虽然与股份公司股东无关，但这个发债行为也确实说明贵州省财政紧张，严重缺钱。

贵州高速集团，据说累计建设约 3850 公里高速公路，背负的有息负债已经高达 2600 亿元。

由于贵州本身属于经济落后省份，加上这两年全国经济增长情况都不太乐观，如果再考虑到新冠疫情

和节假日高速免费政策的叠加，贵州高速集团的资金压力确实非常严重。

说点题外话：我认为贵州省借债修路是正确的、具有长远眼光的决策。

如果按照纯粹的投资回报来考虑，在市场经济体制下，我国有很多道路包括公共设施，根本就看不到收回成本的可能，更不用说创造经济价值了，所以根本就不会有资本去投资建设。

然而，出生在那里的男男女女，是否就理所应当地一代又一代的闭塞、贫困和落后？或者应该完全靠他们自己一代一代蠕动，去靠近现代商业社会？

这是个价值观问题，无所谓对错。曾经的我，是站在自由市场一边的。但最近几年，我逐步认可了我党近于不惜代价的扶贫投入。

扯远了，回到茅台的事情。在发债一事浮出水面后，回看高卫东从贵州省交通厅厅长空降到茅台的一事，说明省政府策划这事儿不是一天两天了。

高董来茅台，很可能就是为了操盘此事：借用茅台资本信用，盘活贵州基础建设困局。

不过，这事情说起来其实是抱着金饭碗讨饭。

以目前茅台酒 969 出厂价，2700 以上批发价的扭曲价格体系，茅台只需要一张成本为 0 的涨价通知，将出厂价上涨 600 元，就足够每年给茅台集团额外创造出 150 亿净利润。

是每年，不是一次性；是利润，不是要付息还本的借款。

账目很容易算：出厂价从 969 提升至 1569 元，经销商依然具有超过 70%的暴利空间，丝毫不影响渠道正常运营。

至于说提升出厂价会推高零售价，这是缺乏经济学常识的条件反射。敞开说就太长了，回到涨价的账本上来。

单瓶上涨 600 元，会因此而产生

增值税 600-600/1.13=69 元；

消费税及附加约（600-69）×12.5%=66 元

生产成本和销管费用均无变化，故税前利润增加：

600-69-66=465 元

所得税 465×25%=116 元

税后净利润 465-116=349 元

单瓶涨价 600 元，给国地税部门额外创造税收 69+66+116=251 元，剩余净利润 349 元。

其中茅台集团可以先通过销售公司 5%股权拿走约 349×5%=17.5 元。

然后再通过直接间接持股 58%+59.13%×2.21%=59.3%分享净利润（349-17.5）×59.3%=196.5 元

合计茅台集团额外得到 196.5+17.5=214 元/瓶。

按照 2019 年茅台酒销售量 3.45 万吨计算，约折合 0.73 亿瓶。

合计给贵州国地税部门额外创造税收 251×0.73=183 亿元，

给茅台集团额外创造净利润 214×0.73=156 亿，超过茅台发债借款总额。

每年哦，不用还的哦。这是不是标准的抱着金饭碗讨饭？？

顺带还能每年额外给财政厅创造（349-17.5）×0.73×4%=9.7 亿净利润。

9.7 亿啊，捎带的收入，拿去干点啥不好。直接给贵州省内 155 万贫困人口（2018 年末数据），人均

发 600 元过个年，不香吗？

改变思想，尽快找到方法调整蠢死的僵化价格体系，是远比发债借钱更重要的事情。

若果真如此，我等原子级别渣渣股东也可以跟着喝口肉汤过年，可惜……

2.苏州市委书记调任贵州省省委副书记。

好在有曙光。昨天，苏州市委书记蓝绍敏调任贵州省委副书记。

蓝绍敏，广东人，1964 年出生。1985 年从南京航空学院毕业后一直在江苏省内工作，是全程跟着江苏省改革开放历程成长起来的干部。

2011 年至 2014 年，蓝绍敏先后出任中国酒都宿迁市的市委副书记、市长、市委书记，与洋河股份的交集应该比较深。

其后历任泰州市委书记、苏州市委书记，昨天调任贵州省委副书记。

在中国经济最发达的省份工作和生活了近 40 年，应该可以给贵州省解放思想、走市场经济道路带来一些改变吧。

或许我们现在真的可以开始期望**今年底茅台酒上调出厂价了**

3.说完高兴的事儿，本周有件郁闷的事情等着我们：台海局势紧张，有擦枪走火的风险。

自去年 9 月美国国会以 414 票赞成、0 票反对通过《台湾保护法》和《与台湾关系法》后，台海局势就一直紧张微妙。

本周四下午（9 月 17 日）美国副国务卿克拉奇率团访台，创下 1979 年以来美国国务院访台现任官员最高层级。

9 月 18 日解放军在台湾海峡展开实弹演习，18 架战机挂实弹进入所谓的“台湾领空”，台海形势空前紧张。

国内民族主义情绪高涨，抵制苹果、驱逐沃尔玛、大力发展核武器，嚣叫“中美必有一战”的声音渐成主流，与美国国内极端反华势力形成里应外合，共同推动着中美关系走向对立乃至战争的边缘。

幸好，截止目前，我国领导层依然保持着高度清醒。

在美国极端反华势力和国内无知愤青，共同推动中美脱钩的大背景下，

我国领导层高屋建瓴地提出“要用高层次的开放，来促进深层次的改革。”“以国内大循环为主体，以国内国际双循环相互促进的新发展格局，培育我国参与国际合作和竞争的新优势”的战略观点。

与之相比，从明天开始（9 月 20 日）开始，美国境内禁止提供微信海外版 WeChat 的下载，是小事情，不值一提。

美国外国投资委员会向包括堡垒之夜、英雄联盟等腾讯持股的游戏公司致函，要求提供数据安全协议中有关美国用户个人数据信息，可能是调查游戏涉及的美国用户数据和隐私问题，是小波澜，可以忽略

这些事情，我等小人物没有能力去影响或改变，只能期盼两国领导层高瞻远瞩，利用顶级的政治智慧解决 40 年来最冰点中美关系困局，给我们及我们的子孙创造一个和平成长和发展的机会

4.本周有 5 篇读书笔记入选。

入选笔记是：

- 读老唐“无用之书”--公众号@潜
- 一个金融科班生的投资进阶之路--雪球@南度北归

- 巴芒演义读书笔记——雪球@杨双彪
- 学思悟行，价值投资实践之路--公众号@终身学习
- 读《巴芒演义》后的一些想法--公众号@姚恩自由路

请上述五位朋友留下收货地址——如果选择老唐的四本书签名套装做奖品，或，留下微信号——如果选择加老唐微信好友做奖品。

无论是否入选，输出本身已经是对自己的巨大帮助，是非常深入的学习过程。我相信所有写过读书笔记的朋友，都会有这个感触。　借着这个激励，将双手放在键盘上，给自己一个成长的机会吧！

本周运动

本周跑步 1 次 10 公里；游泳 1 次 1 小时，陪我家领导散步 5 次合计 30.4 公里。

同口径体重 85.6kg（175cm），环比上升 0.3kg

下周预计交易

无

另外通知：下周实盘周记有可能跳票。

周六参加一位老同事儿子的婚礼，周日有个小区老邻居中秋聚会。

如果周六上午十点前没有推送实盘周记，那可能就要跳票，看情况是否后补

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。

文中提及的任何个股，都有**腰斩**或翻倍的风险。请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记

祝朋友们周末愉快

敖健

贵州茅台最高到 1828 元，怎么没看到您卖出，是要在一段时间内都满足达到您设定的市值条件才卖出?

作者

1828×12.56=22960＜23000，so……

Q

唐老师，请教个问题，熟读您的四本书后，还有没有必要学习证券分析这本书呢？您的书读起来津津有味，但证券分析实在读不下去，盼解答，谢谢！

作者

没有必要。证券分析被神化了，当时确实是神书，思想很伟大。但到今天它的理念，已经是耳熟能详了，有很多大师阐述过，且里面的财务知识已经过时了。这本书的主要特点就是不容易读，名气大。因此主要作用是装点书架，以及装那个啥

第836篇.　　2020.09.27 - 老唐实盘周记2020/09/26

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-09-27

岳父大人与世长辞

本周四（9 月 24 日）下午，岳父大人突然离世，享年 77 岁。收到消息后，我家领导悲痛万分，心急如焚。

我们立刻驱车回老家奔丧，同时儿子也从上海返回为外公守灵。

这几日，日夜难得休息，也没空整理周记。昨日今日很多坐等周记的朋友，发信息来关心老唐是否安好？甚为感动，谢谢朋友们。

匆忙做个简单记录。我一切安好，朋友们勿念。留言抽空回复。

本周交易

无

当前持仓

目前持仓茅台 40%，腾讯 24%，洋河 14%，分众 11%，古井 B6%，海康 5%。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	40%	19000±10%	<9500	23000	20540	1635.11	40.23%
腾讯控股	24%	55000±10%	<27500	60000	42461	503.50	34.48%
洋河股份	14%	3150±10%	<1575	3700	1897	125.86	17.08%
分众传媒	11%	……	<600	1400	1154	7.86	26.98%
古井贡B	6%	666±10%	<333	800	376	84.91	22.76%
海康威视	5%	4400±10%	<2200	5000	3371	36.07	12.58%
沪深300						4570.02	11.56%
上证指数						3219.42	5.55%
2020/9/26			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8801	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	41%	19000±10%	<9500	23000	21293	1695.00	45.37%
腾讯控股	24%	55000±10%	<27500	60000	43922	525.00	40.22%
洋河股份	14%	3150±10%	<1575	3700	2013	133.58	24.26%
分众传媒	10%	……	<600	1400	1174	8.00	29.24%
古井贡B	6%	666±10%	<333	800	391	89.00	28.67%
海康威视	5%	4400±10%	<2200	5000	3424	36.64	14.36%
沪深300						4737.09	15.64%
上证指数						3338.09	9.44%
2020/9/19			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8731	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同而发生小幅变化；

②老唐买点或卖点，代表如果公司总市值触及此数值，老唐计划买入或卖出，与个股历史买入成本无关；

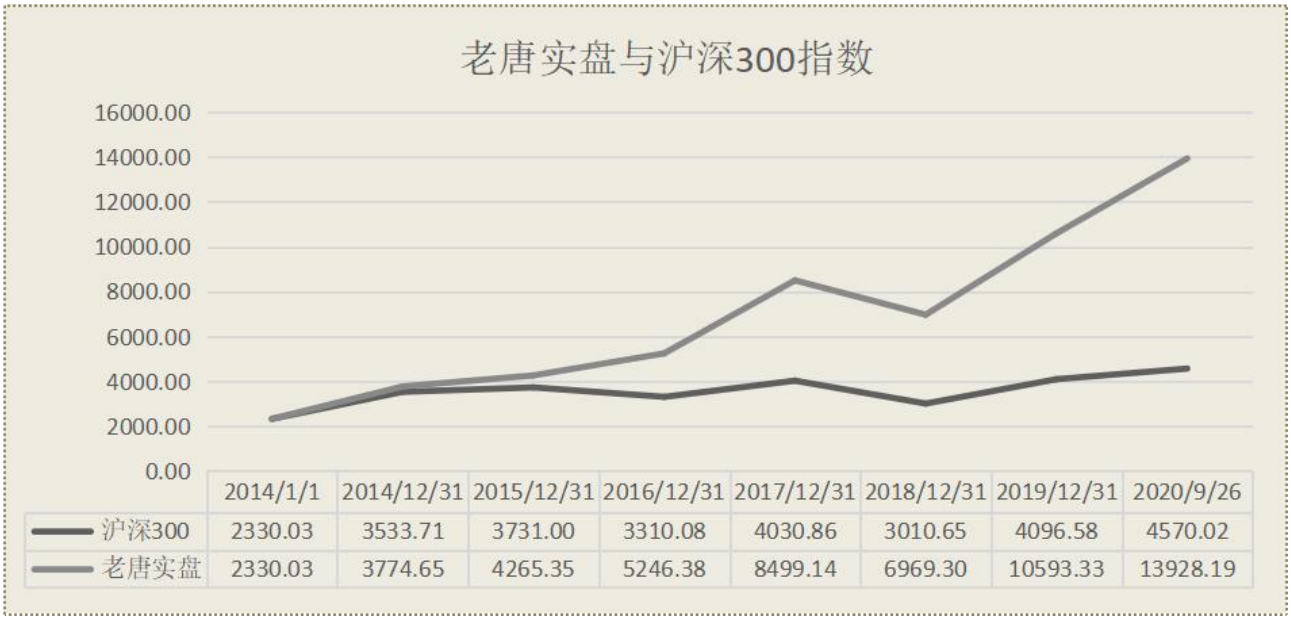
③仓位加总偶尔可能为99%或101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如10%代表实际仓位在9.50%~10.49%之间。

收益

2020年内收益31%（四舍五入数据）。

自2014年公开实盘至今，年度收益率分别为62%，13%，23%，62%，-18%，52%，31%（均不含新股收益）。

若2014年元旦净值为100，则当前净值为598。以6.75年折算，年化收益率约30.3%。



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/9/26
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	4570.02
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	13928.19

下周预计交易

无

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。

文中提及的任何个股，都有**腰斩**或翻倍的风险。请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记

祝朋友们周末愉快

第837篇.　　2020.10.03 - 老唐问答之闲聊人生

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-10-03

书房的朋友们，双节快乐！

这个长假，你是陪着家人在各大景区体验快乐，还是蜗居家中享受宁静呢？

不管正处于哪种状态，都祝福朋友们吃好、玩好、放松身心，享受生活

在外面游玩的朋友，继续热闹着。在家里蜗居的朋友，来陪老唐闲坐书房唠唠嗑吧

去年 3 月中旬，老唐夫妻自驾出游期间，曾短暂地开设过一个收费问答栏目（见《一辆车、两个人、三万里，出发！》一文）。

提问门槛 20 元，围观门槛 1 元。累计收到 1318 个问题，我选择其中 210 个做了回答。

出游归来后，更多通过原创文章留言区和朋友们沟通，这个收费问答栏目就闲置了。

后来，不知道在什么时候，这个小程序悄悄地停止运营了。

考虑到这 210 个问题里，可能还是有一些有价值的内容，节前我联系小程序运营方，将 210 个问题和答案导出。

导出的原始资料是一份 excel 表格，合计超过 4.4 万字。由一贯热心付出的@王冠亚 整理成了 word 文档，并按照问答内容划分为三大类。目录如下：

一、投资理念篇.....2
（一）如何面对市场波动.....2
（二）如何评估企业价值.....4
二、企业分析篇.....22
（一）贵州茅台.....22
（二）洋河股份.....26
（三）古井贡酒.....27
（四）腾讯控股.....29
（五）分众传媒.....29
（六）海康威视.....35
（七）其他股票.....36
三、人生感悟篇.....37

感谢冠亚，辛苦了。今天开篇，先放轻松的《人生感悟篇》。后面我大致按照冠亚整理的顺序推送。

****

本分：老唐，你好，如果让你年轻二十岁的话，最想做什么事，还是和现在一样吗？

唐朝：一定会多生一到两个娃，男女不论。其他好像也想不出来要什么变化，我现在的状态，自己感觉挺满意的。

（2019/8/8）

Syl：做全职投资的人需要具备哪些条件？

唐朝：如果不是干代客理财的活儿，只是拿自己的资金做投资的话，本身其实不需要去“职业”，业余时间足够了。

当然，如果性格上喜欢宅在家里，经济上有能力宅在家里，职业也没有什么坏处。

需要的条件，我认为①有清晰的投资框架，有至少一轮以上牛熊经历，并获得了良好的收益；

②有大约相当于家庭年度支出 20 倍以上的资金；

③有独处的爱好，有自律的能力，有支持你独处的家人——大致也就可以了。

（2019/8/2）

梦回唐朝：唐朝兄，您怎么看余治国的《巴菲特阴谋》这本书，里面写的巴菲特的一些事情似乎和他的外在形象不符合。

尤其是巴菲特是穆迪评级的大股东，恶意打压其他公司评级，被美国金融危机委员会调查，还撒谎说不知道穆迪在什么地方。

唐朝兄，我相信价值投资，但是我认为巴菲特是复合的投资策略，并不单纯。如果需要书籍，可以加我微信，我提供电子版本。

唐朝：这是一本垃圾书，基本属于先有结论，然后断章取义拼凑各种不同情节而成。

我有这本书的纸质版的，很久以前读过的。

（2019/6/10）

好学：老唐您好，我想问问 CPA 对价值投资大吗？或说价值投资需不需要很深的财务知识？

唐朝：投资需要财务知识，这是确定的。但是否需要考个 CPA，我没经验，没去考过。

按照我的理解，CPA 系统的相关知识肯定对投资有帮助，但证书本身的作用主要是有助于就业，和投资关系不大——供参考。

（2019/6/8）

kingroom：截至目前，老唐的答复率是 186/881=21%，也就是平均 5 个问题答复 1 个。

可是我问了不下 10 个，老唐 1 个也没答，什么样的问题容易得到答复呢？

唐朝：第一，问题清晰明了，最好是“一个”问题；

第二，我能够用很简短的语言予以回复；

第三，我确认自己给出的答案能够让围观群众受益……

（2019/5/24）

宋吉文：老唐，你抽烟吗？

唐朝：11 岁抽，14 岁戒了，其后 32 年一根也没抽过。

人生有些事，对于平凡人而言，总要经过了才能超越，抽烟如此，投机同样如此。

直接就踏入正途的天才，总是极少数极少数，对不？

（2019/5/18）

德芙：老唐，请问您的投资策略存不存在您发现可以稍微改进的地方，但是您不屑于去改进的地方呢？

唐朝：没有。

我尊重金钱，从来没有什么不屑于的说法。

但凡我的投资策略里有不够完美的地方，那一定是因为我的学识所限，没有发现或者没有解决办法，而不会是不屑于。

（2019/5/7）

国彦：老唐，作为职业投资人，您是怎么处理社保的？您和夫人都缴纳社保吗？

唐朝：从来不交。不去想党国的便宜，吃自己的饭，流自己的汗，自己支付全额养老费用，自己支付全额医疗费用。

（2019/4/18）

辉：作为职业品股师，老唐如何保护眼睛（常年看文字，来回看反复看），有什么好建议，文石，纸质，少看手机？

唐朝：我买过一个文石 note 10.3 寸的电纸书，体验很不好，基本丢在抽屉里了。

关于保护眼睛，只能说尽量多看纸书，多用 kindle，时间允许的情况下，财报尽量打印出来读。

其他好像也没什么好办法。

（2019/4/2）

刘天马：唐兄，如果有（且只有）一次让你穿越回过去待一天的机会，你会选择穿越回哪里？为什么？

唐朝：北宋仁宗时期，我喜欢苏东坡。

（2019/3/29）

刘奕松：请问老唐，您是在什么时候意识到输出倒逼输入，并用书写的方式来理清思路的。

从最初的尝试落笔，到最后轻松自如的表达这个过程花了您多长时间？您平时每天花在写字方面的时间上限吗？

唐朝：大概是 2007 年左右。我还没觉得自己已经达到轻松自如的表达，所以这个时间我也无法确定。

我只在有表达欲的时候码字，没有给自己规定过时间。

不过我有阅读的习惯，几乎每天都会读书，不读不舒服斯基，读书时偶有所想，会及时记录下来。

（2019/3/27）

老马：老唐您好，我是一名跟您学习价值投资的一名读者，对您实现财富自由非常羡慕。

有一个很困扰我的问题，请问在您形成价值投资的知识体系的过程中，有没有在证券或者基金公司工作而形成的经验？

您认为有在证券或基金公司工作的经历，对最终形成自己的价值投资体系是否有帮助呢？

唐朝：我没有证券或基金公司从业经验。

我认为证券或基金公司从业经验对投资体系形成的作用很小，或者至少说作用难以评估。

即便是有着同样的经历或看到同一件事情，不同的人或许也会得出截然相反的结论。

“从业”这件事，对个人的投资体系可能有帮助，也可能有害处，最终依然取决于自己的思考方向。

（2019/3/27）

陈果：老唐，非常羡慕你家庭的和睦幸福，想问你家庭幸福和子女教育的秘诀是什么？

另外，俗话说“男人有钱就变坏”，您在财富自由后是怎么克制“变坏”的欲望的？

唐朝：秘诀就是努力让自己值得让妻儿尊敬甚至崇拜。

至于所谓“男人有钱就变坏”之说，我觉着坏不坏，不分男女，也不是因为有钱，而是心里有没有“坏”的种子和动机。如果有，钱只是让种子发芽了。

我的个人看法，是否“变坏”的关键点不在是否达到财务自由，而在于两点：

第一，建立一些更高的追求，对更有价值更有趣的事情保持兴趣，而不是将注意力只放在本能欲望的满足上；

第二，避免创造考验自己人性的机会。

（2019/3/20）

张珩：唐师，早先的头像是一幅手画的图像，现在是一头翩翩起舞的大象，请问是何原因？

唐朝：早先的手绘图是儿子小时候画的我。现在的小象没有任何含义，就是开设公众号的时候，随便找了一张看着好玩的图片。

（2019/3/20）

姚柏强：老唐，除了成都，在你去过的地方中选一个住下来你会选哪个，简单说说？

唐朝：好像前年的游记里说过：厦门。城市干净漂亮，有大海且空气里没有咸鱼味道。好吃的多。

（2019/3/19）

文刀哥：投资类书籍，如果只能推荐一本，是哪一本？

唐朝：《价值投资实战手册》，作者唐朝，2019 年 1 月出版。

（2019/3/17）

炜健：您觉得购买保险，重要吗？或者说：您未来的孙子或者孙女出生时，您会买保险吗？

因为我一个朋友告诉我，买保险，保险公司拿你的钱去投资，那不如我们自己投资指数基金，以后自己有钱看病不是更好？

唐朝：这个要分经济情况，随时能拿出百万资金应付疾病灾难的，我个人的看法是保险金自己收着，自己投资并承担概率上的疾病或灾难。

反之，如果随时拿出百万比较困难，建议还是投保，花小钱防止小概率事件的毁灭性打击。

之所以以百万做界限，大致上当下医疗界百万内解决不了的疾病，基本上已经没啥治疗价值了。而疾病之外的意外，百万也基本可以保证不至于狼狈不堪。

（2019/3/17）

圆星星：在我眼里，老唐是非常成功的人，不管事业还是家庭经营。你觉得你的成功运气和实力各占多大比例？

作为过来人，如果你有成功秘诀要和儿子分享，你会说些什么？特别是当他处在逆境的时候。

唐朝：运气和实力的因素都不小，但很难做出区分。

只不过，我清楚的知道，运气更喜欢光顾有准备的心灵，越努力就会越幸运，所以我愿意日拱一卒；

我也清楚的知道，幸运或者不幸，和人的视角有关，所以我喜欢多看一二。

至于写给儿子的话，2015 年我就写过了，你可以直接向书房发送“儿子”提取。

（2019/3/16）

众生相：唐老师，您好，为什么很多人玩股票日日亏，年年亏，却还是有那么多人玩股票呢？

唐朝：如同你的用词“玩”，反正是玩，估计内心觉得付费是理所应当的，偶尔有赚就像游戏里的宝箱道具，刺激他们继续付费娱乐。

澳门，拉斯维加斯天天有人亏，不也照样生意兴隆吗？道理一样的。

只有完全扭转‘玩’的心态，认真从底层逻辑上思考买股票究竟买的是什么问题的人，才可能成为长期的赢家。

就像赌场的老板，看上去也同样在赌场混，也在赌桌上参与，但却总能稳定获利。

（2019/3/16）

徐建洋：目前资金量无风险利率可以覆盖家庭开支，爱好投资，想专职炒股理财怎么样？

老唐认为专职炒股理财需要哪些条件？非常困扰，望解答，谢谢。

唐朝：如果是“炒股”我个人非常不建议，这是一条死路。

如果是投资，其实不用专职的，投资花不了多少时间，就算是下班后能抽一两个小时做阅读，对于支持个人投资而言，绰绰有余了。

当然，我不是说你一定要工作，你可以因为不喜欢、不需要工作而回家宅着——我就是这样——但「为了炒股」不建议，「为了投资」不需要。

（2019/3/15）

snowball：唐老师您好，我毕业后在家乡一家小私募工作 2 年了。公司主要是以技术分析来做短线投机，但是我工作后偶然了解到价值投资后，就坚信价值投资才是做股票的正确方式。

我也曾向领导提出建议，但是领导对价值投资不屑一顾，所以我做的工作一直是短线投机，只能利用非工作时间去学习研究企业。

我很迷茫又挣扎想换个工作。家里长辈不理解价值投资这种理念，认为想做股票这行就不能远离市场行情。

希望唐老师能给我点建议，面对理念是价投，工作却是短线投机这种情况我该如何做？不呆在这个行业里，利用业余时间去践行价值投资理念可以吗？

唐朝：如果不是面临生存危机，尽量不做自己不喜欢的工作，又不是没得选。浪费时间才是最大的成本。

（2019/3/15）

散散心吧：唐叔您好，问一下您是如何做到快速阅读的。

我感觉您读书很快很有效率，网络上有专门训练如何快速阅读软件，但是我感觉不怎么靠谱，还请唐叔分享一下您阅读经验，谢谢。

在一个问题就是，你说过您受张五常的影响才把自己的想法记录下来，我想问的是：在以前没有公众号等分享平台的即时反馈的情况下，您是靠什么来坚持自己写作的？

唐朝：快速阅读是需要训练的。

训练方法很简单，你拿一套自己喜欢看的武侠小说，比如鹿鼎记之类的，然后尝试着一段一段的阅读。

就是不要去逐行甚至逐字阅读，而是将一个自然段作为一张图片扑入眼睛那样阅读。

反正是武侠小说，错过也没啥关系，这样练习，一旦习惯了，阅读速度就起来了。

至于码字的地方，自从听了五常教授那句话，我就开了一个新浪博客，尝试记录思考。后来混微博，再混雪球，再到唐书房，没有中断。

（2019/3/15）

粿燊：唐叔叔你好，我想问您的是，像我们这样刚走出校园的小白，有什么好的建议？（任何方面的都可以）

唐朝：相当不建议刚出校门就花太多精力在股市，除非打算以投资管理作为职业。

单纯论赚钱，很小的本金在股市（我说的小，指百万以下），对比同样的时间精力在职场和商场的付出而言，回报实在太不值当了。

直接有余钱买入 510310，不用大钱不卖出，省下的时间多放在自身的工作和学习上，是更好的投资。

（2019/3/15）

刘天马：唐兄对于子女教育路线可否给些建议？小孩即将上学，要在体制内教育和出国两条路线中抉择。

我自己对应试又比较反感，但出国路线又很贵，经济压力山大。现在很犹豫，很彷徨，恳请赐教，感谢！

唐朝：在孩子的教育问题上，我一直采取的是放任态度。

我的观点是，现在这个世界，已经不是吃上饭和饿肚子的区别，只是吃鲤鱼和鲍鱼的区别。

只要我们接受吃鲤鱼也不是那么糟，为何不能轻松一点，更多地尊重孩子的兴趣呢？

我从自身的经历感受到，兴趣是最好的老师，不一定只有在读书的时候跑赢别人才会过得好。

当然，如果想强过别人，我觉着要求自己比要求孩子容易一些——仅供参考。

（2019/3/15）

Riky：大家都好奇老唐是自学成才，成为了一个名副其实的价值投资者，且实现了多数人梦寐以求的财务自由。

老唐能不能简单分享一下，您是如何通过自学获得企业分析的能力，如果一定要分出几个学习阶段的话，会是哪几个阶段呢？谢谢！

唐朝：我的阶段要混乱辛苦的多。但如果是现在，我觉着可以简单分为：1.《价值投资实战手册》阶段，2.《手把手教你读财报》阶段，3.大量阅读年报和商业人物传记及案例阶段。

（2019/3/15）

俞贺年：老唐，本次出游预算大概多少？

唐朝：经验估计可能 15 到 20 万之间应该够了。

（2019/3/15）

周涛：请问老唐有没有提前对唐公子进行财商教育，有没有考虑过以后让他通过投资获得财务自由，然后像老唐这样自由生活？

如果有的话，请问老唐是怎么做的？谢谢！

唐朝：财商教育是一定有的，多数就是平时聊天的时候说一些基本理念，左右也就是书房那些。至于

以后他是否做投资，我从没有设想过，也没要求过。

（2019/3/15）

第838篇.　　2020.10.04 - 老唐问答之如何面对市场波动

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-10-04

本文来自 2019 年 3 月到 9 月短暂存在过的付费问答栏目，由书房热心读者@王冠亚 帮忙整理。感谢冠亚，辛苦了

全文约 4.5 万字，分 10 篇推送。上一篇是《老唐问答之闲聊人生》。

一、投资理念篇.....2

（一）如何面对市场波动.....2

（二）如何评估企业价值.....4

二、企业分析篇.....22

（一）贵州茅台.....22

（二）洋河股份.....26

（三）古井贡酒.....27

（四）腾讯控股.....29

（五）分众传媒.....29

（六）海康威视.....35

（七）其他股票.....36

三、人生感悟篇.....37

蔡树东：唐老师，想知道您赞不赞同那种 95%价投，5%投机的想法？

个人想过这么操作，或者把投机的比例降到 1%，但是这样很容易会导致自己的思想歪曲，且很有可能 1%的投机带来 100%的亏损，求解！谢谢！

唐朝：不太确定你对“投机”的定义是什么，我首先假设你的定义也是“基于对股价短期波动的预测而采取行动”。那么，关键看你的目的是什么。

如果想挣钱，我理解 1%的投机也没有必要。如果你是想娱乐，或者对投机盈利还存在梦想，拿交点费用玩玩也无妨，而且越早越好。

张爱玲说，成名要趁早。老唐说，亏钱要趁早，早亏早死心，早亏早确定道路，早亏本少损失小，早亏剩余投资生命长……

（2019/4/17）

清风：近期大盘是不是即将处于强势调整中，需要降低仓位规避风险吗？技术派都建议空仓了，难道我们死拿坐电梯吗？

唐朝：我不知道大盘是不是即将处于强势调整中，我甚至不知道什么东东叫强势调整。

我只知道一点，凡是告诉你大盘即将暴涨或者即将调整的人，要么是全能的上帝，要么是心怀叵测的骗子，要么是自欺欺人的蠢货，三者必居其一。

（2019/4/10）

懿麟：市场上大多数投资者在股价涨涨跌跌过程中都没有足够的定力。对自己持有的股票股价上下波动很纠结。您是怎么处理这种情绪呢？

我有一个想法：按价值投资配股，但不满仓。然后将剩余仓位（比例较小）用于搬砖。

这样既可以治疗多动症，满足交易的欲望，又不会影响总体收益，运气好还可以转一些股票波动的差价。您怎么看?

唐朝：我没有这种情绪。你说的方法，一般结果是付费——直接支付本金，或者损失持有股权的机会收益。

但鉴于你的目的就是为了满足交易的欲望，那也挺好。付费娱乐嘛，知道自己在干什么最重要。

（2019/3/29）

守正出奇：你好老唐，巴老所说认准了就要下重注，像我们这种一路亏损过来的投资者，认准了下了重注，却还为成本心魔所困扰。

持有的股票上涨一切价投理论皆为神启示，股票下跌就会反复检讨自己价投有用吗？我的公司是不是出现不为所知的负面消息？

老唐我想问，在您初试价投时重仓某股时，买入后继续下跌怎样处理心态，做什么分散心情？

唐朝：第一，真的弄明白只要公司持续赚钱，股价越跌你赚的越多这个道理；

第二，认真研究企业，确认企业经营正常；

第三，适度分散，相信自己一定会有错的时候，错了就坦然接受，它也是投资的成本。

就这么简单，然后等着收钱。收的多了，你说的这些疑虑自己就消散了。

收的不够多的时候，疑虑时就学习，担心就去找信息，大家都这么过来的。

（2019/3/27）

張鵬：假设有 500 万，选择主动失业并且没有任何新进现金流的前提下，留 50 万用于两年的家庭生活开支，其余 450 万全部投入股票。

问题是两年后如何再留取后面两年的家庭开支 50 万并以此滚动下去？

我的理解是只能从股票收益中获取，但这样会减少持股数并形成收益递减的循环，无法达到滚雪球的目的。请老唐解惑。

唐朝：惑是什么？如果年化收益能做到 15%以上，年支出 25 万并不会构成“收益递减”的循环；

如果没有能力做到年化收益 15%以上，哪来的胆子考虑主动失业？

另外，我相当不赞成为了投资而主动失业。投资本身并不需要专职。

（2019/4/10）

德芙：老唐，坚持价值投资，预期年化收益率多少是合理的、基本可以实现的？

唐朝：我的个人看法，以投资企业股权的角度去思考问题，在可以预见的未来，基本上持续获得 10%水平是稳拿，15%要努力。

20%是大师级水平，25%不仅要努力还要加运气，30%以上基本属于阶段性幸存者偏差或者别有用心讲故事。

（2019/4/10）

姜伯格：老唐，最近我在看《穷查理宝典》，书里写道芒格了解会通过财经报纸和杂志来了解宏观经济。

想问一下你会去了解宏观经济吗，会通过什么方式手段去了解？证券市场红周刊杂志值得订阅吗？

唐朝：没有特意去关注过宏观，只是每天这些新闻都会被推送到眼前，也会随便看看。

即便如此，其实我也看不出太多有用的东西，基本上也就补充一点吹牛扯淡的日常谈资。

假设有些什么关键词或者某种服务，能帮我把这些内容全部屏蔽掉，我估计我的投资过程及结果也不会发生什么变化。

至于红周刊，我好像没读过，不太清楚是否值得订阅。

（2019/4/17）

付强：老唐，一般有个说法，叫不要拿你的业余爱好去挑战别人吃饭的本事。也就是说业余的水平和专业的相差较大。

对于投资，为什么很多专业搞投资的，比如一些私募，长期业绩，还不如业余的爱好者买入指数基金长期持有。

理论上像专业踢球的，专业搞科研的等等，几乎绝大多数专业人士的水平都远远超过业余。

为什么在投资界，专业人士的这种绝对优势并不那么明显？

唐朝：原因可能有六：

第一，投资这件事短期内很难区分运气和能力，于是有不少低水平选手也混迹于你说的’专业’团队；

第二，代客理财拿管理费这个体制，推动着他们走向不断努力接近乃至突破他们所能管理资金额的上限，导致失败；

第三，收益有提成+亏损不分担的体制，引导基金经理相对更倾向于下注高风险高回报投资对象；

第四，短期业绩及回撤数据排名，会影响基金的资金募集能力，也会让非专业的基金持有人产生不同的反馈，这种压力强迫基金经理考虑择时、平滑和投机；

第五，基金投资者水平低下，追涨杀跌。持续大涨之后申购基金，迫使基金经理高位买入。持续大跌之后赎回基金，迫使基金经理低位卖出；

第六，基金收取的管理费和分成费用，拉低投资者长期回报。

（2019/4/18）

Lawrence：老唐你好，在牛市的背景下，买高股息的股票是个好策略吗，如粤高速、长江电力？

由于持有的股票大部分过去几个月涨了不少，大部分回到合理估值，（茅台，腾讯，格力，招商）但

手头上有多余的资金，不知该买入什么。求解答，谢谢！

唐朝：第一，“牛市背景下”这个前提是错的。如果能知道未来是牛市，上杠杆买股指期货才是好策略，可惜没有谁真的知道未来一定是牛市，所以，投资策略一定不要建立在“牛市背景下”。

第二，高股息策略本身是个不错的策略，但它建立的前提一定是分散化，高股息本身起到了筛选盈利质量的作用；

第三，对于股息在投资中究竟起到什么作用，《价值投资实战手册》46 页专门阐述过，很重要，建议你读。

如果手头没有书，书房里有免费刊登过，题目叫《散打投资 15》，找来看看吧！——当然，最好是看书，和同一章前面内容结合起来看，理解会更透彻。

（2019/4/23）

岩土远：请教老唐有没有考虑用 50etf 期权认购/认沽来对冲风险呢？

我记得您和巴菲特都讲过不会去做空，我也认为中国股市长期向上不应该做空。

但是我想是否可以拿一小部分闲钱来做对冲，比如最近贸易战认为股市会下跌，那么股票里的主体仓位不动，只拿一点闲钱来做期权，赚了能赢数倍，输了也只是赔掉认购金。

不知此思路是否可行，还望老唐指点。

唐朝：我不做空，也不碰衍生品。至于你的思路，只要是认为赔掉认购金关系不大，那就没啥问题。

而且以我的个人经验说，这种思路越早尝试越好。反正迟早都是输，早点尝试可以少输一点。

（2019/5/11）

郑皓文：老唐，三个月依次读完了价值投资手册，手把手教读财报 1 和 2。

价投世界从格祖开天辟地，再到巴神集大成，“道”相对容易理解。难就难在怎么操作，非常感谢你给大家分享你二十年研究的“术”。

在舒适圈外学习，在能力圈内投资。

现在沪深 300 相对低估，我打算投入本金（不算小），全部买入沪深 300，放个 30 年，实现财富自由。

我这个方案基于自己的能力圈与选择，只赚中国上市公司 30 年总体赢利，求评价一下我的选择。

唐朝：方法不赖，但我认为你大概率做不到。

三个月内做出的“放个 30 年”的决策，通常都会被另外一个三个月的“反思”推翻，如此循环往复，最终才可能真正获得进步。

这个真正的进步将体现在：不再考虑要一次去做管用 30 年的英明决策，而是让投资成为一种生活方式和思考习惯，就如同呼吸一样自然。

（2019/5/29）

周洪涛：最近没听唐老师的话，投机了一把自贸区概念股，三个交易日就满仓暴跌 20%，想问一下如何能说服自己割肉止损？

一直下不了决心，觉得后面会涨回来。如果现在割肉了，后面涨回来会想扇自己耳光。

唐老师，如何抉择，如何说服自己？求赐教，知道自己不该投机，现在就是非常后悔。

唐朝：在投资者的投资生涯里，危害最大的并不是赔钱，而是用错误的方法赚到了钱。

如果这次你侥幸扛成平手甚至盈利，基本上可以肯定你未来一定还会照猫画虎，还会在“扛一扛就回

本了”的梦想中，加倍甚至加十倍割给市场的——这是人性的弱点，概莫能外。

我认为，从严格意义上说，这次投机结果是赔钱，是赔大钱，对你而言才是赚了，是整个人生的投资之旅中的真正大赚。

它会成为你个人定制的永久性警钟，在你产生投机妄念的时候，警钟会在心中呼啸。

另外，如果割肉后上涨，会导致你后悔，说明你内心实际并没有认为这次投机是错误的事——你可能只是认为套牢是错误。

认真想想，你内心究竟是不是认为投机错了。如果这是一笔赚到大钱的投机呢，错没错？

（2019/8/12）

周洪涛：唐老师，贸易战恶化之后，我空仓了几天，成功避过了一小波下跌，内心洋洋得意了，觉得可以掌控市场了，就起了投机的妄念。

像贸易战恶化这种突发的宏观风险，大概率引起市场走弱，是不是需要规避？

我知道唐老师是不会减仓的，可是价值投资就完全不 care 市场风险么？如果是 2015 年股灾这种情况呢？

价值投资结合市场择时是我另一个妄念，望老师开解。

唐朝：在亏损金钱和反思体系之间，我还是祝贺你的反思吧。这些学费，市场会在未来合适的时机里加倍还给你的。

关于你说的价值投资结合市场择时，确实是很多人的梦想。

正好，在 2015 年，我和释老毛曾经就这个问题有过一段很长的辩论，我 2016 年收在书房了，题目叫《价值投资 vs 趋势投资》，你可以翻来一读。

这里单独再补充两句话给你：

①“贸易战恶化这种突发的宏观风险，大概率引起市场走弱”是事后的结论。

如果有个平行世界，你就会发现，事情并不一定演化成现在，股市也并不一定会成目前的样子。

如果真有确定性，它早就成了华尔街电脑套利模型里的一个变量，从而带来数以亿计的财富。投资者千万不能让自己大脑的选择性记忆骗了；

②要论对宏观的判断能力，恐怕很少有人可以与宏观经济学鼻祖约翰.凯恩斯媲美，也很少有人能和《经济学》教材作者、诺奖得主保罗.萨米尔森并肩。

可以说，几乎所有的政界和商界精英都是读他俩的教材完成经济学入门的，而且凯恩斯和主要国家的总统、国王、首相、央行行长等世界政要的关系，绝非一般小道消息可比，已经可以达到“影响”的地步。

然而，凯恩斯是著名的长期持股、集中持股的基本面企业投资者，从不择时；萨米尔森是持有伯克希尔股票的大股东之一，几十年前就把几乎全部身家委托给了巴菲特。

认真想想为何，应该有助于打消妄念，更好的认知自我。

（2019/8/13）

FLYNN：老唐好！我有两个不同开户名的账户，账户 A 资金较多，打新往往是额度超出最大申购上限；账户 B 资金少，打新还不能顶额申购。

从增加申购新股中签率的角度考虑，我就准备从账户 A 搬点仓位到账户 B。

但现在的情况是账户 A 满仓，要搬家就必须卖出，持仓的股票多数在合理偏低的估值，少数合理偏高，

要卖的话，我是倾向卖出合理偏高的股票的。

卖出以后，买什么股票有点犯难了，因为我看中的股票都不完全在低估的击球区，但我也是及其不想持有现金的。

请教老唐的问题就是，我该从账户 A 卖出后立刻在账户 B 买入同一只股票或者其他偏低估股票，还是持有现金等待机会呢？

补充一点，偏高估的股票是最看好的，也很怕买不回来。

唐朝：我也遇到过这种情况，我的解决方法比较笨，不需要动脑思考：①单独准备一笔过桥资金，②A 账户卖出过桥资金的等量，同时 B 账户使用过桥资金买入；③A 账户资金次日可取后，重复①②，直至搬运完毕。

（2019/9/23）

第839篇.　　2020.10.05 - 老唐问答之如何评估企业价值01

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-10-05

本文来自 2019 年 3 月到 9 月短暂存在过的付费问答栏目，由书房热心读者@王冠亚 帮忙整理。感谢冠亚，辛苦了

全文约 4.5 万字，分 10 篇推送，本篇为第三篇，点击上方的“书房问答专辑”可查阅已推送内容。

一、投资理念篇.....2

（一）如何面对市场波动.....2

（二）如何评估企业价值.....4

二、企业分析篇.....22

（一）贵州茅台.....22

（二）洋河股份.....26

（三）古井贡酒.....27

（四）腾讯控股.....29

（五）分众传媒.....29

（六）海康威视.....35

（七）其他股票.....36

三、人生感悟篇.....37

liu：你好，老唐，请问中国的财务报表是否能粗略的反应公司的情况？用报表分析出的内在价值靠谱么？听很多人说中国的报表是很假的，请问您怎么看？

唐朝：能。不靠谱。财报是用来排除企业的。（2019/7/19）

宁静海：老唐，在您的投资生涯中关注过炒汇吗？听朋友说基本可以做到一年一倍，我觉得这里肯定有很大问题。

您怎么看这个投资？最大的风险在哪里？非常谢谢！

唐朝：立刻和这位朋友绝交。他应该说的是外汇期货，这个玩意对于非专业人士来说，不如去赌大小，输光的概率近于 100%。

其主要特点是高杠杆、大波动、长时间交易。这几个特点加起来，参与者基本包死。

因此国内绝大部分炒汇平台干脆根本就直接和客户对赌，直接将客户本金变成自己的，和诈骗几乎没啥区别。（2019/6/22）

波爷：唐老师，《实战》114 页第三段，描述道：“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……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……”

我的问题是：既然下面假设企业的估值计算公式中用债券贴现率 4%折现了，为何本段还要强调一次“折现率为两倍无风险收益率”？

唐朝：用一元钱换一元钱的事情，投资者怎么可以做呢？总要占点便宜才是投资。

占多大便宜呢？师傅们告诉我们要占至少一倍的便宜，其中部分是安全边际（预防自己估算错误），剩余部分是便宜（也就是预料中的投资收益）。（2019/6/8）

魏冰：老唐你好！我的问题是关于格雷厄姆烟蒂投资法，此方法在目前阶段的中国股市成功实践的可能性大不大？ 你是否推荐中小个人投资者使用这个方法？谢谢！

唐朝：我个人偏向于认为不大，许多条件已经发生变化了。所以，也不推荐。（2019/5/30）

梦想：老唐好，经营性现金流好，自由现金流不好，分红少的企业，把赚来的钱用在维持和扩大经营上，是反应在净资产的增值上吗？这样的企业如何分辨好坏？

唐朝：是。看投入扩大经营的资本长期回报率是高还是低。（2019/5/29）

孙艳飞：老唐您好，为什么沪深 300 的估值中枢在 15 倍左右的市盈率？

如果把沪深 300 看做一只股票，按照您的估值大法给沪深 300 估值：1 利润是否为真？（是），2 利润是否可持续？（是），3 维持当前利润是否需要大量投入？（不确定）。

如果 3 是肯定的话那么 3 年后可以给予 25 倍的市盈率（因为长期来看沪深 300 的收益非常确定，且增长率大于无风险收益率），可为什么估值中枢却是 15 倍左右，这是什么原因呢？

如果 3 是否定的也请告知原因，谢谢了！

唐朝：你困惑的原因在于答错了第一个问题。第一个的问题的答案应该是“否”——300 家企业并非每一家赚到的利润都是真金白银。

长期估值中枢低于无风险收益率，表达的正是对利润含金量低于 100%的折扣。（2019/5/27）

郑皓文：我就是在 510310 和 510300 之间纠结。不知道这两者有什么区别，求老唐解惑。

唐朝：挂钩同一个指数，持股结构基本一样。510300 规模大点儿，费用高点儿。510310 相反。（2019/5/24）

郑皓文：老唐你好，想咨询您一下，沪深 300 的长期年化收益能达到 10%吗，能具体推荐一只沪深 300 指数基金吗？

唐朝：我认为能。挂钩同一指数的指数基金，基本都差不多，一般选择规模较大+费用低廉的，两个条件筛选下来，510310 挺合适。（2019/5/23）

天行健：老唐，在财报中看什么指标看出企业是赚的真金白银？

唐朝：资产负债表的应收账款。现金流量表的经营活动现金流入。（2019/5/20）

梦想：老唐好，请问三张表中的哪几个项目，指出了企业为扩张或维持经营所支付的花费？

唐朝：历年的现金流量表里的“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”。

但这是扩张和维持经营所支付的花费总数，其中哪些是扩张花费，哪些是维持现有盈利能力的花费，需要我们读懂企业之后自行区分，无法从财报中直接提取。（2019/5/11）

梦想：老唐好，维持和扩大经营的支出，体现在现金流量表中的“购建固定资产无形资产和其他资产支付的现金”这个科目，那么这两项花费在另外两张表中体现在哪几个科目？谢谢！

唐朝：资产负债表主要体现在固定资产、在建工程、无形资产、商誉、长期股权投资等科目里。利润表里只体现年度摊分支出，主要是折旧摊销和资产减值损失。（2019/5/15）

大道至简：成熟资本主义国家无风险利率如果是 2%，难道股票的合理市盈率是 50 倍吗？

唐朝：对。但唯一要注意的是，对于没有外汇管制的国家，不能只看本国利率，重要的是资金「可以找到」的无风险投资回报率。

举个简单的例子，假设日本利率为 1%，但该国的合理市盈率就不会是 100 倍，原因是该国的资金可以无障碍投资其他无汇管国家的无风险产品，比如假设美国十年期国债是 3%，那么日本资金的无风险收益率同样要取值 3% 。

注意，不包括汇管国家。比如中国无风险利率哪怕是 5%，对于日本资金来说，这个 5%依然是存在退出风险的回报率，而不是无风险回报率。（2019/5/8）

阿金：老唐，您的投资组合里为什么一直没有出现地产股？

如保利地产，股息率 3%~4%之间，业绩几乎是明牌，利润增速每年 20%以上，市盈率 8 倍，即使三年内市盈率保持不变也符合三年翻倍的预期，那么是什么因素导致老唐一直没有涉足地产股呢？

唐朝：两个原因：第一，我想不明白房地产企业的自由现金流，或者换个说法：

唐朝 2016-08-17 12:08 • 来自雪球

现金买地—建房卖掉换现金—拿卖回的现金再搭上一点借款去买入更贵的地—建房卖出换回现金—拿卖回的现金再搭上一点借款去买入更贵的地……周而复始。

最终留给股东的，究竟会是一大堆现金，还是一大片荒地？一直没想明白，十年后，二十年后，房地产企业的终极形态究竟是什么样子呢？

第二，我本人除了股票投资之外，还有价值不低的房产投资（2006 年之前投的），从投资的风险对冲角度考虑，也避免将更多资金放入房地产行业。（2019/5/3）

一蓑烟雨：老唐，本人作为一个 2017 年底入局的新韭菜，到目前总收益 30%左右。

对于技术分析一直是不相信的，因为我发现那是一个不能证伪的理论。对于价投，心里认可，但本金少，有点嫌慢。现在有个自作聪明的想法，用概率和赔率的眼光来看炒股，请你点评下：

1）以烟蒂思维估计股票的底线，即向下的赔率，正常情况最多下跌 20-30%，黑天鹅下 40-50%；2）以价值回归或成长的思维估计股票的上限，两年或三年后 2 倍或 3 倍。3）寻找更多的符合以上条件的标的，分散投资，增大整体获胜概率。

请老唐选择：a.这是一个作死的策略；b.这是一个有效的能挣钱的策略；c.这是一个无效的，没有可操作性的策略。

唐朝：你这里的问题是估值的准确性，如果你对企业的估值能估的八九不离十，当然是一个能挣钱的策略。反之，就是瞎折腾。

不过，由于你好歹估过，而且加上了分散，不大可能全体都非常离谱，所以怎么也谈不上作死。（2019/4/23）

王锦熠：老唐，你好。请教一个问题，就是持仓比例是如何算的？

①（当前股价 x 所持该股股数）÷所有股票的当前市值之和，

②（买入时股价 x 所持该股股数）÷所有股票的买入成本之和，请问是上面两个中的哪个？

唐朝：我用的①。（2019/4/23）

清壹：老唐，请问您认为商业模式是什么？如何判断一家公司的商业模式？什么样的商业模式是好的商业模式？

唐朝：所谓商业模式，简单粗暴的说就是企业卖什么挣钱，挣谁的钱，凭什么挣到这笔钱。

搞明白了企业这三个问题，就弄懂了企业的商业模式。至于什么样的商业模式是好的商业模式，很难一刀切总结。

在我看来，能够提供别人很难甚至无法提供的商品或服务，是最好的商业模式；

能够比别人以更低的成本或更高的效率，提供同样的商品或服务，是次一等的商业模式；

只能提供同质化商品和服务就属于比较差的商业模式了。（2019/4/17）

李好广：老唐您好！在唐书房的熏陶下对于紧握优质股票资产长期收益远远跑赢常规投资深信不疑，不过有一个困惑：我们是否有时候无票可买？那该怎么办？

比如：您现在持有的六只股票，在市场先生极度疯狂下半年内都翻了三倍，触发您的卖出标准，在那样癫狂的状态下什么票都变得高估没有了投资价值，您会不会买入您最讨厌的“现金资产”，谢谢！

唐朝：会，all cash is equal，如果我能理解的股权都处于明显高估状态，我一样会选择持有类现金资产，等待股权估值的钟摆重新摆回合理以下。（2019/4/17）

吴：老唐好，您选择股票会考虑国有控股和非国有控股这个问题吗？还有就是全流通或非全流通会优先选择哪个呢？

唐朝：股权问题上，我基本不考虑国有或非国有的问题。在管理层利益问题上，国有非国有问题多少会有些影响，会考虑。

是否全流通我也基本不考虑，不过这俩选择如果真的摆在面前，我偏向于全流通。（2019/4/16）

大道至简：请教老唐兄，您的估值表里写的 2021 年卖出（三年后）合理估值的 150%就是卖出区，卖出区会不会太宽泛，例如茅台 15000 亿的 150%基本上 53 倍市盈率了。

唐朝：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”。（2019/4/16）

胡勇：老唐，请问，为什么同为极其优质的高 ROE 企业，平均市盈率相差这么大，恒瑞医药 47，茅台 24，而格力只有 12 不到？

唐朝：三个可能，或因盈利质量差别巨大，或因未来确定性差别巨大，或因市场强行送钱。（2019/4/10）

菩提：老唐您好，《手财一》读了一半，一直想找到《手财陪读》。

不知为什么，按您的方法在号内搜“手财陪读”，总是找不到那 200 个问题。只跳出来 2 篇文章，都没有 200 个问题的文章。

觉得自己很笨，一直不好意思问，我想找到文章。

唐朝：①书房发送“雪球旧帖”，里面有下载的，word 版可以排版可以打印。

②直接到亚马逊去搜索《手把手教你读财报-陪读问答》，下载免费电子书——前提是要么你拥有 kindle，要么你需要在手机上下载安装一个叫“kindle 阅读”的 APP。（2019/4/10）

儒子：老唐，我很认同你估值时不考虑行业，只考虑自由现金流，参考无风险收益率给出自己的估值。

我发现日本 1989-1991 年无风险收益率在 5%-8%左右，股市市盈率却高达 70 倍；而 2008 年日本无风险收益率在 1.5%-2%之间，股市市盈率却只有 20-28 倍；

整个区间，无风险收益率跟股市市盈率是正相关，而不是我原以为的负相关。望解惑。

唐朝：无风险收益率是金融资产的地心引力，但并不能保证金融资产随时随刻都在引力范围内。

正如股价长期看和企业盈利正相关，但并不是利润高的企业市值就一定高，利润为负的企业市值就一定是零或负数。

你所说的时间区间，其实既不是正相关也不是负相关，它只是刚好和市场先生的情绪波动同步或逆向了，仅此而已。（2019/4/10）

枫：老唐，请问长期定投沪深 300 或医药指数基金的话，长远看哪个收益可能更高？如果是你如何选择？

唐朝：这俩东西定位不同，没有必要也不应该去比较收益。

沪深 300 指数基金是帮助被动投资者，在没有企业分析能力的认知下，为全部可投资资金寻找的、能够获取高于国家 GDP+CPI 回报的工具。

行业指数（包括医药指数在内的各种行业指数）是主动投资者在自主投资个股的前提下，由于看好某些行业，而对个股前景无法确定时，做出的部分资金配置行为。（2019/4/10）

第840篇.　　2020.10.07 - 老唐问答之如何评估企业价值02

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-10-07

本文来自 2019 年 3 月到 9 月短暂存在过的付费问答栏目，由书房热心读者@王冠亚 帮忙整理。感谢冠亚，辛苦了

全文约 4.5 万字，分 10 篇推送，本篇为第四篇，点击上面的“书房问答专辑”可查阅已推送内容。

一、投资理念篇.....2

（一）如何面对市场波动.....2

（二）如何评估企业价值.....4

二、企业分析篇.....22

（一）贵州茅台.....22

（二）洋河股份.....26

（三）古井贡酒.....27

（四）腾讯控股.....29

（五）分众传媒.....29

（六）海康威视.....35

（七）其他股票.....36

三、人生感悟篇.....37

读书郎：老唐你好，我目前重仓位在上证红利指数，同时想投一些 500 低波动指数，也在用百分之一的资金在学习投资个股。

我的问题是关于指数的，根据上证红利的选股策略，是否会选入一些夕阳行业的股票进去导致股息率是高，但是盈利能力下降？

对于 500 低波动指数，是否会选入一些垃圾股进去（不怎么波动的股票就是好股票？），同时如果改为注册制，500 低波动的是否会因为壳价值而显著下跌？

唐朝：不值得做的事就不值得做好。如果不打算研究企业，只是准备投指数基金，倒腾那些和直接买入 510310 年化差异几乎可以忽略，何不省下那些心思和时间，想想别的呢？

（2019/3/15）

范琛：假如老唐目前的所有持仓股票因为误操作全部清仓了，现在需要重新买回股票，那么您的持仓比例会有什么变化吗？

唐朝：比例一定会有变化，但股票可能不会有变化。我会忘掉以前的持股比例，重新考虑买入问题。

（2019/3/15）

大道至简：问一个至今没想明白的问题，查理芒格说如果一个企业长期保持 20%的 ROE，那么你买入价是 10PE 还是 20PE 都不重要，20 年后你持有这家公司股票的年化收益率就是 20%（大意）。

那么我想，我 10PE 买入和 20PE 买入这样一家公司股票，20 年后以 20PE 卖出，前者可以享受双击盈利和估值双重提升的钱，后者只能享受企业盈利成长的钱，收益率怎么会一样呢？

唐朝：收益率不一样，收益额也差不小。芒格说的是“收益率差异不会很大”。

（2019/3/15）

王士伟：唐老师好，您觉得单一个股或行业占比不超过多少为宜？像白酒行业一直是您的能力圈，茅台＋洋河＋古井贡一起已占总体的一半了。

当然，您对行业的理解很深刻，倘若再遭遇塑化剂风波之类的黑天鹅事件，单一行业占比过多，对整体打击较大。您觉得单一行业或公司对整体持仓占比多少较为合适？

唐朝：这个我也没有严格的规则。经验上说，适度分散，单只个股尽量不超过 40%仓位就行，主要还是看对这家企业的确定性理解。

（2019/3/15）

KLife：老唐，如果您买入股票后，股价一直跌，您是否有相应的止损点，如有止损原则是什么？

如不止损，我觉得每个人的分析和判断都不可避免存在错误的可能和概率，经过长时间累积，错误就是必然发生。除了止损，是否还有其他方法或体系应对？

唐朝：如果止损指的是亏损某百分比就卖出，那么我没有止损体系。

如果止损指的是看错了企业，那么当我认识到自己看错了企业的时候（错看了企业核心竞争力，或严重错判了企业盈利能力或利润含金量）我就会卖出，无论当时是盈利还是亏损。

（2019/3/15）

牛蜗牛：老唐，关于买入和持有的问题，假设按照买入三年后 15-25 倍卖出翻倍的法则，买入后半年涨了 50%，这时候卖吗？还是耐心持有？

唐朝：如果短期极速上涨，我一般在当年市盈率 40 倍以下，倾向于继续持有。超过 50 倍倾向于卖出。其间，两可。

（2019/3/15）

【2020 年 10 月老唐注：注意，这是 2019 年 3 月的回复，当时的无风险利率是 4%~5%】

LuxJun：能不能这么理解，长期来看，你持有企业的 roe 和你的年化收益率是大体一致的？

如果一个企业可以连续 40 年每年的 roe 在 15%左右，那你持有该企业的股票在这 40 年中，也大体能得到 15%的年化收益率？

唐朝：对。因买入价≠净资产的原因，会略有差异，但差异伴随着时间推移，无限趋于一致。

（2019/3/22）

黑仔：老唐好，现在有观点认为中证 500 会边缘化，未来 A 股会像美股那样，大市值公司的溢价更高，收益更好。您怎么看？

如果定投的话是买 500 低波动还是直接买中证 500 低波动收益更好？

唐朝：我认为买指数基金的本意就是为了长期享受企业成长的收益，而不是去赚取股价波动收益。

所谓溢价或波动，在我看来，只能作为指数基金投资的意外之财，不能作为追逐的目标，更不能作为选择基金的准则。

（2019/3/22）

王锦熠：手头上有一笔近期不用的资金（大概只有两个月），请问如果想买货基的话，在哪买比较实在？比如是在券商还是在某些基金网站买？

唐朝：货基就直接在股票账户里买吧，最简单容易，资金出入也没手续费什么的。交易方法和股票一样，直接买卖就行。

买 511880 银华日利或 511990 华宝添益都可以，收益率几乎没分别。二者的区别只是 511880 报价里包含了利息，看着直观。

511990 报价不含利息（利息满 100 元账户里到账一份 511990），便利套利。

（2019/3/21）

读书郎：老唐，一个低估标的，你在买入时会加入技术分析吗？

在阅读了你的文章后，我做了个实验，分别在均线附近重仓位买入了分众和随意买入了洋河，短期分众的确表现好于洋河，你怎么处理买入价格的时机的问题呢？

唐朝：我不懂什么技术分析，也不看。我眼中没有时机，只要目标处于低估区域，而我又有钱来，那就是天赐的买入时机。

（2019/3/21）

文硕：老唐您好，假如一支股票市值已到合理估值的 1.3 倍，还不到 1.5 倍预期卖出的价格，但此时牛市见顶开始转而向下，市值也跌到了 1.1 倍。

在这种情况下，您是选择继续持股穿越牛熊还是卖出？还是持仓的好股票在牛市都会冲到 1.5 倍或更高，根本不会出现不到 1.5 倍的这种情况？

唐朝：我过去现在和未来，都不可能看出来“牛市见顶开始转而向下”，所以从来不需要为这样的问题去困惑，更不会为不可能存在的问题而浪费 0.0000001 毫升脑汁。

（2019/3/20）

ALEX：老唐你好，您不买上市三年内的股票的逻辑是什么呢？

如果估值合理的话，公司 IPO 上市获得了一大笔的融资来拓展主业，不应该会比已经成型的白马股，有更强的成长性的机会吗？

唐朝：主要是咱们的上市公司 IPO 时，几乎无一例外地会有化妆行为，财报可信度太低，需要观察和验证几年数据，以避免踩雷。

（2019/3/19）

LuxJun：唐老师，您曾今多次为“如果一家企业的 roe 一直是 6%，那么 40 年后你的年化收益率不会和 6%有什么区别”这句话背书。

我的观察，这两个指标的差异还是比较大的，请问怎么理解这句话？

唐朝：芒格这句话要表达的意思是，一家净资产回报率为 6%的企业，40 年里只能将 10 元变成 102.86 元，即便你期初按照净资产折扣买下来，回报率比 6%也好不了多少。

而如果你找到一家净资产收益率能保持 18%的企业，40 年里可以将 10 元变成 7503 元，即便你期初买价比十元高很多，你的回报也优于折价买入 6%回报的企业资产。

（2019/3/19）

CJ：老唐在买卖个股时尚且会说，在价格处于明显低估状态时出手用桶接，在明显高估时卖出，除此

外安心坐电梯持有，对此深以为然。为何在对指数上却认为以十年为期，有钱就买入是更好的选择呢？

毕竟论估值，指数远比个股可靠的多，个股有判断错误的风险，而指数长期永远涨，在此基础上做一点依据估值的被动择时。

比如市盈率处于历史极端位置10%以内的区间，比如股市收益率大幅偏离社会无风险利率，此时进行一些在个股遇见类似情况时会进行的操作。

十年哪怕只能把握一两次机会，也能大大提高整体收益水平，岂不是更好？

而且每月比较一下估值这种事真花不了多少时间，相关资料网络上已是唾手可得。

唐朝：“明显高估”时，我也赞成动一动的。你没注意到文中有这么一句吗？“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”。

但我不赞成轻易动。因为企业利润是会增长的，高估不严重的情况下卖出，容易遇到卖出后横盘一段时间，然后被利润推着走，自己被迫长持类现金资产的情况。

（2019/3/19）

Aa：关于指数基金，如果全部投资沪深300，是否会过于集中？

是否建议在估值比无风险利率低或者比沪深300市盈率低的时候部分投国外市场指数，比如恒生指数和标普500？

唐朝：分散投沪深300，恒生指数，标普500指数基金，我认为会是更稳妥的一个方案。当然，因为更分散可能收益会更平滑，波动更小。

但我估计长期收益可能会低点儿，毕竟不是所有的经济体gdp增速都能像中国这样达到6%甚至6%以上。

（2019/3/18）

不二：唐老师，如果开始买指数基金，易方达沪深300ETF和易方达沪深300ETF连接应该选择哪一个，优劣在哪？

唐朝：一样的，几乎没区别。前者在股票账户买，后者在银行、微信理财通或支付宝里买。

（2019/3/18）

Eddie：老唐您好，出于资产安全方面的考虑，想借鉴一下您资产配置方面的经验。

例如股票占资产的比例（A股，B股，港股，总和即可）？房产占资产比例？现金类比例？其它债券，外汇，黄金等的比例？

另外在多问一下，证券资金账户的安全性，有什么好的经验可以借鉴一下？

唐朝：我大概房产占1/4，其他都是股票，现金占比可以忽略，债券外汇黄金一概没有。

证券账户挺安全的，我没有采取什么措施。

（2019/3/24）

【2020年10月老唐注：由于持股的大幅上涨——2019年收益52%，2020年截止目前收益率约35%，1.52×1.35=2.05，房产价值所占比例已经大幅缩水】

xsy：老唐您好！假设现在您的所有持仓股全都暴涨翻倍，而银行股仍原地不动甚至略有下降，这种情况下您会卖掉买入银行股吗？谢谢！

唐朝：有可能。

（2019/3/24）

xsy：老唐您好！您在估值时，会仅仅因为公司已是大市值公司这一因素，而适当调低估值吗？因为大市值比小市值成长空间更小啊！

唐朝：不会。所谓小市值成长更快是一种错误的认识，是基于“炒股”的看法，背后的逻辑是认为股本小，更容易被人推高。

如果不“炒股”，一眼就可以看出这个“成长”的荒谬。招商银行比洛阳城市银行大，茅台酒厂比乡镇酒厂大，谁的赚钱能力强？谁未来可以稳定持续的赚到更多钱？

这些更大的企业，“成长”能力往往更强，才是商业常识。

（2019/3/24）

Wilson：请问唐老师，您说过，60 倍市盈率在我的估值体系里，相当于要估算它三年内净利润要翻近 5 倍才足以支持。三年五倍，相当于年化 71%的增长率。

我的问题是，市盈率 60 倍和增长率 71%是怎么推导出来的，请问原理和公式是什么？

唐朝：若当前每股收益为 1 元，股价 60 元。在我的投资体系里，意味着三年后 25 倍市盈率对应的股价应该在 120 元以上，即只有在判断三年后净利润接近 5 元才能在现在的 60 元买进。

三年净利润五倍，意味着企业成长需要达到年化约 70%。企业成长持续达到这样的速度是非常难的。

（2019/3/24）

王志仪：老唐，你说巴菲特每年的收益率是怎么得出来的，是记录收到的分红，是所投资的企业资产的增值还是其他什么。用的是权益法还是成本法？

还有个问题是为什么现金流折现法会比其他的指标更受巴菲特和芒格的推崇，他好在哪里？是不是因为他是可以任由股东分配的钱？资产不是也应该是股东权益的一部分吗？资产的增加为什么没有包括在内呢？

唐朝：巴菲特每年的收益率是直接用的账面净资产增幅数据。

为什么巴芒喜欢现金流折现法，因为现金流折现是唯一具备商业逻辑的估值方法，它计算的是假如永远没有接盘侠来到的情况下，你买下一家公司究竟买的是什么。

你付出的是金钱，买到的是企业从现在直到生命终结每年能够产生的自由现金之和，而由于金钱具有时间价值，未来的现金不等价与现在的现金，所以要折算成现在的现金来与付出现金进行比较。

综合起来就是自由现金流折现法估值。巴菲特说好生意＋好管理层，段总说好生意模式＋好企业文化，本质上来说应该是一回事。

（2019/3/25）

文刀哥：请教老唐，你是怎么判断一家公司，生意模式是不是好的呢？ 或者说你持仓的茅台、腾讯、分众、海康，这些你眼中的好生意，它们有没有共同的特性？

唐朝：请翻开《价值投资实战手册》第 49 页至第 54 页，你要的答案完完整整写在那里。

（2019/3/25）

David：唐师，假如沪深 300 指数五年前是 5000 点，经过五年的震荡，现在还是 5000 点，如果我再五年前一次性买进，那现在是不是不涨不跌？

唐朝：不是，5 年前 5000 点，5 年后 5000 点，你的获利是 300 家成份股企业每年的现金分红，大约

年化收益约 2%吧。

（2019/3/25）

xsy：老唐您好！假设股市出现比 2008 年更大的利空，茅台、腾讯等全都跌到 10 倍市盈率以内，这种情况下适度运用杆杠资金，甚至卖房炒股，您觉得可行吗？毕竟这样的大机会可能是一生一遇的啊！

唐朝：我不赞成这种想法。

别忘了在你有限的生命里，你已经遇到过多少次百年一遇的洪水，百年一遇的暴雨，百年一遇的台风，百年一遇的空难，百年一遇的恐怖事件，百年一遇的股灾，百年一遇的金融风暴，百年一遇的奇葩人物……

为什么要用自己宝贵的本金，去赌并不重要的提前两年致富呢？

（2019/3/25）

禹迪

老唐我碰到一个问题，有投资的资本，也有相比常人更多投资知识和经验，依然觉得价值投资好难。

作者

难是正常的。不知道你所谓的问题是什么，巴神说过：“投资很简单，但并不容易”。芒格说过：“谁要告诉你投资很容易，他一定是个骗子”（大意）。就如同我很早就知道减肥不过是管住嘴迈开腿，可是我依然肥嘟嘟的。我很早就知道马拉松嘛，不过就是迈左腿，迈右腿，可是我一次也没跑下来

第841篇.　　2020.10.08 - 老唐问答之如何评估企业价值03

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-10-08

本文来自 2019 年 3 月到 9 月短暂存在过的付费问答栏目，由书房热心读者@王冠亚 帮忙整理。感谢冠亚，辛苦了

全文约 4.5 万字，分 10 篇推送，本篇为第五篇，点击上面的“书房问答专辑”可查阅已推送内容。

一、投资理念篇.....2
（一）如何面对市场波动.....2
（二）如何评估企业价值.....4
二、企业分析篇.....22
（一）贵州茅台.....22
（二）洋河股份.....26
（三）古井贡酒.....27
（四）腾讯控股.....29
（五）分众传媒.....29
（六）海康威视.....35
（七）其他股票.....36
三、人生感悟篇.....37

许峰：当年万科因为有大量现金和股价低估遭到宝能的恶意收购股份，最后在证监会的调停下没有得逞。

请问老唐，同样是想成为控股股东，宝能与格雷厄姆的捡烟蒂投资（清算企业资产）有何不同？

唐朝：无论出于什么目的，收购本身没有什么不同。宝能被叫停，本质不是因为收购，而是因为用低风险承诺换来老百姓的投保金，然后从事潜在风险巨大的数重杠杆下的股票投资。此类投资，万一出现风险，会引发社会动荡，迫使政府擦屁股。

（2019/4/10）

℃：老唐好！我充分认可“选择好公司，在高安全边际时介入并长期持有，静待复利增长带来可观收益”这一投资模式。

但该模式在早期似乎缺乏现金流回报，我反复思考，若不出售股份，似乎就只有分红这一现金流来源了，而生活品质主要取决于现金流。

若想靠投资养家，结合之前您说“至少拥有家庭年支出额 20 倍的本金可考虑主动失业”，我想问：达到这一条件并主动失业的早期，应如何做好市值增长（每一分钱都是一粒种子）和现金流匮乏（影响生活品质）的平衡？

唐朝：这个问题的解决，不建议在“平衡”上打转。当头脑里还在纠结这个问题的时候，不要让自己失业即可。让分红和卖股之外的现金流去解决生活品质问题。

（2019/4/10）

悦：老唐你好，五常老爷子的经济解释啃的太吃力了，是不是要先看什么更入门的书？能讲讲你当年是怎么啃这本书的吗？

唐朝：《经济解释》的确不好啃，我先后读了五遍，花了大概两年时间，才算基本理顺。

若要说更入门的书，张五常博客管理员李俊慧写的《经济学讲义：颠覆传统经济学 26 讲》上下册，可能会好懂一点。你试试？

（2019/4/3）

刘奕松：请问老唐，你对单只个股投资有没有设定一个仓位上限？如果有，那么是多少呢？

唐朝：一般是 40%。背后没有啥逻辑支持，就是直接套用巴菲特的经验。犹如我 D 过去套用《资本论》脚注，将雇佣是否超过 8 个人作为判断是否是剥削阶级一样。

（2019/4/2）

胡勇：老唐您好，看您反复提及无风险收益率，眼下它是多少？如何确定的？参照十年期国债的收益率么？

唐朝：严格来说，是的。但实践中没有必要那么麻烦，本来就无需精确值。你随便点开一家银行的理财产品列表，看看一年期理财产品预期收益率，就足够了。

比如当下民生银行理财产品慧赢添利一年期预期收益率 4%～5%，我就取这个值。

（2019/4/2）

知心你我：唐老师，您好，拜读你书房后，认识到安全边际的重要性，想问一下你留的一年生活费放在那个理财？望告知具体名字。

唐朝：这个比较简单，因为是可能经常动用的钱，金额也不大，追求的是灵活性下的回报。所以建议直接放银行短期理财产品就可以了。

比如我就放在民生银行的“天天增利”里，特点是工作日实时赎回，实时到账，没有额度限制，方便使用，目前年化收益率大约 3.7%的样子。

基本上各家银行都有同类产品的，你的资金在哪个银行，就咨询哪家银行好了。如果你愿意放在证券账户里的话，可以选择 511990 华宝添益或者 511880 银华日利，收益会略高一点点。

（2019/4/1）

万佺：老唐，如果想现在开始系统的学习投资，应该做哪些准备，应该看哪些书？

唐朝：其实直接读《价值投资实战手册》和《手把手教你读财报》以及《巴菲特致股东的信》就足够了。之后就是阅读财报，实战公司分析。

（2019/4/1）

任踏实：关于唐老师的估值方法，除了三个前提“利润是否为真，能否持续，是否需要持续投入”外，（除了您在书中说的近视）为什么选择三年作为时间维度？你觉得你这种估值方法最大的缺陷是什么？

唐朝：三年的选取是一个经验值，如果将企业的内在价值看作钟摆静止时的中点位置，而两端为牛熊的高点和低点，那么大致上三到五年时间，股价一般都会有经过中点位置的时候。

具体原理我没有深入研究过，可能和人类的心理与遗忘周期有关。

我的估值法的最大缺陷是：适用领域比较狭窄，有很多企业都无法运用老唐估值法进行估值这并不意

味着它们没有价值或者无法投资，只是使用我的估值法会排除它们。

（2019/3/30）

以梦为马：老唐，您好，在您漫谈现金流折现文章中，设定某企业 10 %折现率，5 年后现金流保持 3%的增长，第六年自由现金流为 18.01 亿，推算某企业的永续价值为 257.3 亿（18.01/10%-3%），请问括号里算式，是怎么得出来的？

唐朝：价值=自由现金流/（折现率-永续成长率），这个公式叫戈登模型，它是将一个很长的加法算式合并的结果。

假定起始第一年末（你问题里提到的第六年）的自有现金为 F1，以后每年增长 3%，采用的折现率为 10%，则 第一年价值 V1=F1/10%，第二年价值 V2=F1×1.03/10%，第三年 V3=F1×1.03²/10%²，一直这样列到无限大（∞），然后把这些价值加起来，就是这家企业的价值 V。

V=v1+V2+v3+v4……V∞，这个公式经过合并简化和推算，最终的结果就是 v=F1/（10%-3%）。

合并推导的数学公式很长，要写几页纸，我们记住结果就好了。合并的数学过程不会错的，毕竟它已经是每一本投资学教材里都有的模型，已经在全球广泛运用约 70 年了。

（2019/3/30）

刘畅：有人问假如沪深 300 指数五年前是 5000 点，经过五年的震荡，现在还是 5000 点，如果我再五年前一次性买进，那现在是不是不涨不跌。

您回答 5 年前 5000 点，5 年后 5000 点，你的获利是 300 家成份股企业每年的现金分红，大约年化收益约 2%吧。但实际查看了一些沪深 300 指数基金，他们并没有分红，这个年华收益 2%如何理解，又如何提现？

唐朝：你把钱交给指数基金，基金帮你买成了 300 家成分股企业的股票，这些企业每年会有分红。

分红到了指数基金手上后，要么分给基金的股东，要么变成基金的净值，再帮你买成更多股票。你的年化约 2%指的就是这 300 家企业每年分红的大致比例。

即：指数基金分红，你得到现金。指数基金不分红，你通过指数基金买到更多的股票，你持有的指数基金的净值会增加。

（2019/3/30）

越越大人：唐老师您好，在目前 A 股，您是选择性打新，还是所有新股都打，对于这种未知的新股，是否要做了解公司财报等相关功课，打新是否都是稳赚不赔的？

唐朝：所有新股都无脑打。我从来不去了解新股财报，这属于浪费时间。

也不能说打新股一直是稳赚不赔的，期间也有过破发赔钱的案例，但印象里好像上次新股赔钱还是 2011 年之前的事情（记忆的时间不一定准确，但肯定是很久远之前的事情了），2011 年之后，新股一直是稳赚不赔的。

未来，除非证监会对新股发行规则做修改，或者新股因某种原因出现大面积破发行为，否则我会一直坚持无脑打。

（2019/3/30）

走四方：老唐好！我是上班族，业余时间有限，感觉有太多的好书要看，都是为了提高自己的投资水平，当看书与看财报冲突时，该如何取舍？

唐朝：这俩会冲突，没有那么夸张吧？真要安排到如此紧密了，我应该会先看财报，毕竟财报新出炉，先睹为快满足好奇心嘛！

至于书，反正都出版很久了，早一日晚一日的，差别也不是很大。你说有道理不？

（2019/3/30）

Andrew：唐老师好，请问新股中签之后无财报可读，此时价值锚应该怎么去估算呢？钱很少，但是希望也能用正确的方法处理。

唐朝：新股，我从来不看财报，甚至连公司全称都没打算知道。我的原则就是开板就卖，卖掉就删自选，收一点制度红利就好了，不关心后续涨跌，不关心价值。

（2019/3/29）

安静的力量：唐师，针对股票期权的态度，巴老好像始终有介怀。像海康威视，没什么不能多给管理层薪酬让管理层从二级市场自己买股票，而要股权激励呢？唐师，您对股票期权怎么看待？

唐朝：说巴菲特不赞成期权，其实是个误传。巴菲特只是不赞成不加分辨的滥用期权。

他对期权的核心观点就三句话：①期权应该授予对公司整体收益负责任的人，而不是见者有份；

②期权价格必须考虑到留存利润带来的自然增长因素，以及资本本身的机会成本问题。只有管理层让股东的新旧资本都跑过了资金的机会成本，才配得上得到期权；

③很多公司掌舵人完全不同意我的看法，他们将期权作为一种广泛的激励工具，也做的挺好。这样的公司不多，但确实有。我认为实践中做得好的期权，应当鼓励和坚持。

——我的观点就是学的巴神，没有什么需要补充了。

（2019/3/29）

liyu：老唐如果您最近有新资金到位，有最值得下手的猎物是哪只？

唐朝：这个问题应该很简单，不值当你花 20 元钱。

你打开老唐 2018 年的年终总结《老唐的 2018》，里面有持股的每一只股票的 2021 年具体估值数据，除以当前市值，得出的百分比排个序就一清二楚。

看在你花了 20 元钱的份上，直接告诉你答案吧：现在若有钱到，我会加仓洋河和分众。

（2019/3/25）

谢晓红：老唐您好，最近看了您的手财 1 和价值投资实战手册，深深被您的思想折服了，打算先从定投指数基金开始，走研究公司内在价值的道路。

关于定投止盈的问题，在您的书里没有提到，想请教一下，定投需要止盈吗？如果需要，如何止盈您有什么建议？

唐朝：假如是沪深 300 指数基金，在当前的无风险收益率水平下，建议有三种情况可以考虑减仓甚至卖出：

①沪深 300 指数市盈率超过 25~30 区间时；

②自己有了收益率更高，确定性相当的投资目标时；

③生活中需要动用大笔金钱时。

其中的①类似你说的止盈。

（2019/3/27）

李晨：老唐叔，港股和A股同股同权下还差价这么多的原因是啥（除了变化多端外资情绪以外）？

在看好某只股票的前提下，同一只股票，如果港股比A股便宜很多（折价30%甚至60%），是不是买港股一定更划算更正确？

唐朝：同样的土豆，在不同的市场也会有不同的交易价格。如果两个市场运输通道通畅，差价会比较快被商贩抹平，反之，则差价可能较长期的存在，AH股也是如此。

除此之外，还有红利税差异，打新权利差异，货币管制差异等，也是差价存在部分原因。

至于买便宜的那个，是否更划算更正确，取决于你是买什么。如果你是买“票”赚差价，答案是不一定，因为便宜的还可以更便宜，而贵的照样可以更贵，差价越拉越大也不是稀奇的事。

如果你是买企业所有权的一部分，答案是“是”，同样资金可以多买到30%~60%的股份，一定是更划算更正确的。

（2019/3/27）

Focus：我是一名程序员，目前来说就是知道自己能力不足所以都是投资指数基金，但我想成为主动投资者，有两个问题我一直在思考：

1.怎么确认自己喜欢投资？我觉得只有做自己喜欢的事才能成功。2.怎么样确认自己有能力走向全职投资？目前我就想考个CFA来验证自己的决心和能力。

唐朝：喜欢不喜欢，只有你自己最清楚。你是不是喜欢看公司财报，是不是喜欢分析财报背后的商战故事？如果是，大概就是喜欢。

如果只是看见市值涨了才高兴，那大概不是喜欢投资，而是喜欢钱，喜欢发财。

至于职业投资，我个人并不提倡。投资不需要职业，对于几十万，几百万乃至几千万资金而言，我觉着业余时间足够了。

一天也就花三分钟看看股价，两分钟打打新股，花一两个小时看看公司财报，花一两小时读点儿杂书，仅此而已。

当然，财富达到一定数值，如果不想工作，愿意闲着，做点自己喜欢的事儿，这倒是挺惬意的，但无需扛着”职业投资“的大旗。

当然，如果你说的“职业投资”指的是代客理财，发行基金，那有能力募集到足够的资金，应该就代表着有能力“职业投资”了吧！

（2019/3/27）

圆星星

老唐，请问你初看一家公司，进行基本面分析时，脑子里有没有一个基本的分析框架？哪几个方面你会花大力气看？还是会具体公司具体分析，并无定势？

作者

roe，市盈率，业务会不会太复杂。三个条件一筛，没多少了，然后在阅读过程中，又会不断淘汰，最终能入目的屈指可数。

第842篇.　　2020.10.09－老唐问答之如何评估企业价值04

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-10-09

本文来自 2019 年 3 月到 9 月短暂存在过的付费问答栏目，由书房热心读者@王冠亚 帮忙整理。感谢冠亚，辛苦了

全文约 4.5 万字，分 10 篇推送，本篇为第六篇，点击上面的“书房问答专辑”可查阅已推送内容。

一、投资理念篇.....2
（一）如何面对市场波动.....2
（二）如何评估企业价值.....4
二、企业分析篇.....22
（一）贵州茅台.....22
（二）洋河股份.....26
（三）古井贡酒.....27
（四）腾讯控股.....29
（五）分众传媒.....29
（六）海康威视.....35
（七）其他股票.....36
三、人生感悟篇.....37

小叶：想请教老唐，以你的经验，你新接触一个行业的时候，是通过哪些比较一般化的方法做到熟悉该行业，做到可以分析该行业内公司的估值的？

（希望对行业的了解可以达到老唐对白酒，银行业的了解程度）。

怕老唐没有理解我的意思，我就举个思路，比如先阅读该行业内公司财报，包括行业和公司介绍，对行业特点有个了解，

其次阅读券商研报，看券商对该行业和公司的分析以及相关数据（忽略券商给的估值，买入等建议），

最后关注相关公众号，论坛，书籍，慢慢地会接触到更多内容，就逐渐达到理解行业的水平，就能做到对行业内公司估值。不知道老唐是怎么做的？

唐朝：对，我就是你说的那样做。

（2019/3/15）

探索自由之路：老唐，如果看好一个公司，但价格一直比较贵，您会不会先买入一点观察仓，然后越跌越买？

还是先加入自选股，然后等机会，没机会就是不碰？比如海天味业、恒瑞医药、爱尔眼科、宁德时代这些就一直没有便宜过。

唐朝：这个还是要区别，直观看就很贵的话，比如当年市盈率四五十，我一般只是放进自选股。

但粗看大致合理，比如 25 或 30 倍市盈率，我会买一点观察仓位，以提醒自己。

（2019/3/15）

小木鱼：请教唐叔，当企业销售商品提供劳务收到的现金大于营业收入时，代表企业提供的销售或服务的资金全部收回来了。

既然全部收回来了，那么很多企业怎么还会产生应收账款呢？还是因为现金流量表是含税的，营业收入是不含税的，由税收原因造成的？

唐朝：既有增值税的原因，收 116 元现金才产生 100 元营收；也有跨年度应收账款的影响，今年收回了去年的应收，同时产生新的应收，也能导致销售收现大于营收同时有应收账款的情况。

（2019/3/15）

吉祥草：看过老唐作序的《指数基金投资指南》，沪深 300PE 超过 11 倍钉总就把 510310 拉入正常估值区域不再定投了。

我更认同老唐关于 510300 零星散在于唐书房的各种论述，但老唐没有专门和系统谈过，疑惑很多抓耳挠腮。

简化一下我的问题，在仅投资指数基金的情况下，是否 PE 低于 20 倍 510310 可以随时买入？

现在 510310 在 12 倍+是不是还是处于偏低估，手里现在有一笔钱是否适合一次性买入？

唐朝：我的看法是沪深 300 指数市盈率过 25 就算高估，不建议继续购买。这主要出于对部分成份股公司利润含金量的保守看法。

同理可以给出经验性建议，15 倍以下都算低估，适宜买入。20 倍算合理，合理位附近是否买入，两可。

（2019/3/15）

黄桢淳：很多人说这次看到一些股票历史性出货，因为科创板的推出会降低整个市场估值中枢。

请问老唐，这样对于你的估值体系（与无风险利率相比）有多大影响，会降低看好企业的市盈率目标水平吗？

唐朝：无影响。我的估值中枢只关心无风险收益率水平和企业真实利润的持续性。

（2019/3/15）

大道至简：请教老唐一个问题，假设一个企业未来 10 年每年净利润不增也不减，每年净利润的 50%分红，那么 10 年后合理的股价和现在比应该是多少?

一种算法是净利润十年原地踏步，那么 PE 不变的话，十年后股价应该和今天一样，投资人增收的是分红股息这块收入；

另一种算法是除了分红股息收入外，每年净利润的 50%计入净资产，那么十年后净资产将会多很多，届时用 PB 估值的话，同样 PB 情况下股价将会比现在高很多?

我觉得两种算法都没问题，那问题出在哪里?

唐朝：如果一家企业每年分红一半，然后留下一半，最终每年的净利润不变，实际上代表着这家企业的净资产收益率一直在持续下降。永续下降，长远看价值归零。

这种企业，如果是我给估值的话，我只能给分红额的 20~25 倍，也就是市盈率 10~12.5 倍是它的合理价值区间。

至于多少钱愿意买，要看你对他持续获得这个净利润的确定性有多高，以及自己当下有没有其它次优选择，然后给予一定的折扣。

（2019/3/15）

佑：唐老师你好，在价值投资的基础上，按照您这么多年的历史经验，您是更赞同满仓穿越牛熊做超长线投资呢，还是根据历史估值水平，做动态仓位平衡？

（比如说，历史估值中位的时候开始建仓，直到历史估值低位极限的时候九成仓，并留有一成仓以应对破历史记录估值的情况。）

唐朝：类现金资产（债类，理财等）也是投资品，和股票没什么区别，放在一起比较就行了。

同等收益拿确定性高的；同等确定性拿收益高的；比较不出来优先拿类现金资产。从这个意义上说，永远是满仓。

至于为了保持某固定比例的动态平衡，我从来不做。

（2019/3/15）

田一鸣：请教老唐，假设未来无风险收益率（近似货币基金收益率）由 3～4%降低为 2～3%，老唐会把茅台目前 30 倍市盈率合理估值进行上调吗？如果会，会上调到多少？

唐朝：会。依然直接采用倒数即可。不过一定要注意，无风险收益率并不时刻等于货基收益率，还是要看现实条件下最高的无风险或约等于无风险类产品的真实收益率。

（2019/3/15）

孙杰荣：我先是了解了老唐，再把段永平先生的网易博客重头看了个遍，现在正在啃巴菲特的历年致股东信。

《聪明的投资者》、老唐的三本书均购买并已成为手中的工具书，相互验证，常翻常有收获；

段总的博客就着《穷查理宝典》学习完成了；老巴的信结合杨天南先生翻译的《巴菲特致股东的信》，相对来说看起来也更有趣味。

感谢以上几位投资大家，是你们教会了我对待股权投资真正的态度，最正确的认识，谢谢！看了这么多的东西，我也一直在总结，想要将这些东西融成一整套的投资专业知识体系，形成一套知识地图，奈何功力不够。

特向老唐请教，什么是这套知识体系（武林秘籍）的纲呢？我抓住哪条线就能把所有的东西串起来呢？

唐朝：价值投资实战手册第一章和第二章合计短短 118 页纸，就是我理出来的纲。

（2019/3/18）

欧阳义：持有一只伟大企业的股票但估值出现明显高估时，是否需要适当调仓或者减仓换为其他投资资产（如货基）？

巴菲特和芒格屡次表达一个观点，就是如果是找到一家伟大的企业，他们的持股期限希望是永久，而

不论股价如何波动，比如伯克希尔对喜诗糖果和可口可乐的“呆坐”持有。

但是在我们实际操作的过程中，肯定会碰到股价高估之时，假设茅台在牛市 PE 达到 40 和 50 倍，按照老唐估值法，肯定是需要进行减持的。

但是减持之后，如果找不到更合适的投资标的，会导致浪费很多时间成本。

综上，遇到伟大企业高估时，到底是该呆坐还是按投资体系调仓呢？哪个体系比较适合业余投资者呢？

唐朝：答案非常简单，明显高估时卖，看不出来是不是明显，就持。

（2019/3/18）

闻鸡起舞：老唐，请问（经营现金流-投资现金流）与自由现金流的区别是什么？

唐朝：投资现金流里有部分资金是企业扩大再生产的投资，以及企业为提高闲置现金回报的投资，例如理财信托等，这些投资资金支出也是自由现金流的一部分。

（2019/3/18）

无住：老唐你做 T 吗？任老师曾有优秀企业一直不用卖的观点，我想了一下，海康好像是可以不卖的，几乎每年都新高。

但是好多企业是有明显的高低 pe 空间的，但如果不卖要坐电梯，一些不那么优秀的企业会把收益跌完还倒赔，您是如何考虑的？

唐朝：对所谓做 T 降本，我的观点非常明确，四个字：自欺欺人。对于坐电梯，我的观点也非常明确：法定待遇。

如果想赚钱，请克服自欺欺人，享受法定待遇。

（2019/3/18）

Aa：老唐，为什么读了一些书，比如你推荐的巴菲特系列，彼得林奇系列等等，到实战的时候还是两眼一抹黑，而且有些不同的书中的观点是相互冲突的，比较困惑。

唐朝：因为指导实战只有理念是不行的，必须要有对具体企业的估值，而对具体企业的估值没有捷径，需要你一家家企业一份份财报去阅读去思考，有时候阅读和思考了，也不一定就能有结果。

这就是投资的难点，也是它超额收益的来源。正所谓心中若无估值锚，红也惊心，绿也惊心，再多道理也飘零。

至于说书籍有相左的地方，那是大好事。逼迫你思考张三为何这样说，李四为何那样说，谁说的更有道理，谁的逻辑更符合当下我所面临的客观条件约束，为什么？这就是读书的价值所在。

（2019/3/17）

wz：近期有一笔 10 万的钱，可以长期不动用，准备投资分众传媒。您认为是相对集中投入好，还是以类似定投的方式投入比较好？

市面上常有文章说定投怎么怎么好，理论上好像是这样，逻辑也说的通，但事实上却很少听过有定投成功的案例……

您认为“一把梭”和定投这两种方式，最终的收益率真的会相差很大吗？

唐朝：如果确定要投，投资对象也处于低估状态，我个人的作法一定是一把梭。

我想不出来分批买入的理由，把收益交给傻子们随机决定？

但是，是否确定要投，是否低估，要你自己判断，我不能给你建议。

（2019/3/17）

吴：老唐您好。您选股会考虑股息率这个问题吗？为什么股票分红的话价格会下跌？

唐朝：一般不考虑，原因可以看看书房发的《如何看待铁公鸡》一文。

如果不具备财务分析能力，长期持续的分红作为观测利润真实性的指标，有它的价值，至于更多作用，价值不大。

分红除权，只是人为规定的一个规则，有些国家的股市分红并不除权的，它不代表什么。

送你一个脑筋急转弯：如果交易所规定，分红股价不除权，且必须参照前一日收盘价以涨停板开盘，会如何？你会赚到这笔钱吗？

（2019/3/17）

张勇飞：老唐，我入市 10 年，估计看了 60 本左右投资书籍，但拿到年报依然只是看看表面的东西。

想成为一个像您一样的投资者，请教一个学习进阶的问题：读书少而精、多而广、少而精加实战。您觉得哪一种方法进步最快？

1. 学习投资书籍少而精的读，例如就精读 10 本，读精读透；

2. 经典的投资书籍广泛的阅读，例如资产配置类，巴菲特相关类，宏观经济类等等，看个几百本再说；

3. 您的两本《手财》+《实战手册》读精，然后学习看年报，研究白酒公司入手，慢慢扩展到其他领域。

唐朝：必须是第三种。送分题。

（2019/3/16）

xsy：老唐您好！长期投资回报率会与长期 ROE 接近，背后的原理是什么？还是只是一种经验总结？

假设有一天茅台已占领了所有的白酒存量市场，不再扩张产能了，利润全拿来分红，这种情况下您愿意多少市盈率买入茅台呢？

唐朝：原理是资本的逐利天性。这种情况下我可以给 20 倍市盈率。

（2019/3/16）

Bitter：老唐您好，您觉得如果想熟悉一个行业，更好的方式是先做框架性研究，比如一些券商发布的某某行业的行业框架入手，还是直接从个股的财务报表入手更好呢？

唐朝：我一般先自己看年报，提出自己的观点和疑问，然后再看券商研究员报告，看和自己理解的差异在哪里，原因是什么，谁的合理。

（2019/3/16）

山水：1.市场中随时（至少绝大多数时间）都有被低估的值得投资（或者说比股市之外其他投资方式收益率更高）的公司吗？尤其是在总体行情高涨的时候。

2.巴菲特那么长的投资生涯，也仅仅在 1969 年到 1972 年进行过一次清算，老唐，依你的经历来看是怎么样的呢？

唐朝：1.不是。2.他和我一样，在贵的不特别明显的情况下不卖。

也就是说没有低估目标，可以继续持有手中原有的合理偏高估的股权。持有期并不代表它低估。

（2019/3/16）

文刀哥：大资金 5 千万，哪怕收益率只有 10%，500 万，也足够一家四口过得舒舒服服了。而且“大佬”眼光可以放长远，一杆子支到 5 年 10 年后，因为未来收益不太影响当下生活。

而绝大部分人投资资金只有 100 万甚至 50、30 万，收益 10%，对生活改善也不大。这种情况下，是不是更应该投资赔率相对较高的，而放弃一定的稳定性？

比如抄老唐的作业，茅台更稳定，分众赔率更高，急需改善当下生活的，应该多买分众少买茅台？

唐朝：市场从来不会因为谁穷就予以特别照顾。

虽然我不赞成，但选择赔率高，胜率小的赌局，当然也是可以的。这也是彩票的主要消费者是穷人的原因——只是做好承受结局的准备就好。

（2019/3/16）

牛逼仔：现在都在喊牛市，假如老唐的持股都达到了设定的卖出条件，然后卖出，可是市场还是继续往上，甚至像某个“东方”一样达到近十倍，老唐如何面对这样的情况？**

是无动于衷苦等？还是翻财报看看是不是估值错了，然后提高估值买入？或是转身另寻找低估品种？

唐朝：卖出。但不存在所谓苦等，为何要苦？必然是寻找低估品种，并不需要限于股票，或许那时债券、房产更低估呢！

（2019/3/16）

静水深流：关于投资分散和集中的问题。投资大师们说要绝对的分散，相对的集中，就是说不能只投资一只股票，也不能投资太多的股票。

那么我想请问老唐，您投资股票时最少会是几支，最多又会控制在几只？是否有一个标准？为什么？

唐朝：不低于 3 只，不超过 30 只。我个人习惯最少不低于 3 只，最多不高于 10 只。这个习惯没有啥逻辑，大致就是参考前辈的经验、自己的精力以及资金限制。

至于不敢集中于一两只是基于对未知的敬畏，不超过 30 只是有研究证明超过 30 只基本就是模拟指数了，那不如直接买指数基金。

（2019/3/16）

文刀哥：巴菲特说如果他只有 100 万美金，他可以年赚 50%，小资金为什么是优势？

我从芒格的话中，大概能猜到一点，小资金可以非常集中甚至全仓一只股，而大资金讲究配置。

请问老唐，以你自身经历来说，当你投资金额从 100 万增大到 1000 万时，你觉得最大的变化是什么？

唐朝：这句话被误解了。其实巴菲特合伙基金早期管很少钱的时候，13 年里只有一年收益率超过 50%。

我认为他表达的意思是，如果他有后期对投资的认识水平，而资金量又比较少的话，他会发现很多机会。

至于我，暂时没感觉到有区别，可能是一点点磨上来的，心理逐步适应了吧！

（2019/3/15）

jin：前面那个 50% 问题，"我认为他表达的意思是，如果他有后期对投资的认识水平，而资金量又比较少**的话，他会发现很多机会。"**

请问，这个 50% 跟资金量少有啥关系？在资金多的情况下，完全可以拿出一部分小资金做他想做的投资。

唐朝：没有意义啊，时间和生命都是有价值的。

今天你去给马云介绍一个投资一万，每年可以净赚一万的生意，直接前台就把你轰出去了，花一分钟听都是浪费生命。你说是不？

（2019/3/15）

老唐注：理念部分发送完毕。正好也收假了，留两天时间给大假出游的朋友回顾这六篇问答。下周一接着推送后面的企业分析部分。

邓聪

假设有一天茅台已占领了所有的白酒存量市场，不再扩张产能了，利润全拿来分红，这种情况下您可以给 20 倍市盈率，年化收益 5%，不觉得低么

作者

你遗漏了不断提价带来的永续增长。

谟

唐老师，两个问题，劳您不烦： 1、关于问题里的“十年净利润不增不减，企业大额分红”疑问，个人觉得可以简单理解为“今年挣得和十年后挣得一样多，在通胀的作用下，无疑是亏损的，因为金钱有时间成本；这种情况下企业有两种做法会有利于投资者，即回购和大额分红，作为投资者如果能拿企业的分红进行再投资并取得显著高于社会平均回报水平再好不过”，不知这样理解可对？ 2、对于财报的运用，多数情况下，财报的数据肯定没问题，我们可以直接使用。需要我们去做的就是发现类似于有息负债/类现金资产、应收/营收高不高？变化大不大的问题？其中是否存在可疑？(P192 手财 1 企业财务分析四步走)

作者

1.不是。是因为企业每年都留存了不分红的部分利润，结果投入本金越来越多，而年度利润还是那么多，说明企业净资产收益率无限趋近于 0；2.不是，阅读财报第一要素，就是看财报数据是否有问题。坦率说，中国股市大部分企业的财报数据都有问题，不可以”肯定没有问题，直接使用“。

第843篇. 2020.10.10 - 大，足以容智。德，足以怀远——by@凌霄阁

凌霄阁 唐书房 2020-10-10

《巴芒演义》 这本书 和《巴菲特致股东的信》《穷查理宝典》一样，是一应该读很多遍的书，并且每次都会有新收获！

《巴芒演义》刚发售我就抢到了，熬夜一口气就读完了。

我的公司在武汉从事服务行业，过年至今基本处于停摆状态，也不着急，趁着这段时间，不断的运动阅读和思考，最后沉淀了四五个月时间，浓缩出这些读后感文字。

门前一株枣,岁岁催人老

（选择优秀成长股基因的公司标的）

巴菲特将自己成功的原因归结为:”我是 85%的格雷厄姆和 15%的费雪。“当时是 1969 年。

《巴菲特之道》直言不讳的说，如果今天巴菲特再表述一次，他会承认 50%来源于格雷厄姆 50%来源于费雪。

我们可以看到，《巴芒演义》在第 27 回仔细讲述了伯克希尔收购喜诗糖果的全过程，并且评价“喜诗糖果在伯克希尔帝国的发展史上如何强调也不过分”的评价，我认为这就是《巴菲特之道》作者论断的原因了。

所以，《巴芒演义》中最重要的理念就是“合理的价格买入优质成长股”，我们可以看到老唐也自谦的说自己在近两年“小小的进化了一下”也是指的这个。

伴随优质的企业成长在我自己身上也有艰难的演化，20 岁接触股票。虽然很早就明白别人恐惧我贪婪的价值名言，但是在第 24 岁的一次顿悟才明白了长期投资，当时我还以为那就是价值投资。

30 岁的另一次顿悟才明白了真正的价值投资，真正的价值投资明白的基础是因为从打工者变身成企业主，从而也明白了经营企业和投资其实是一回事。

有幸在去年也就是 30 岁的时候就认识并关注了老唐，这两年，我觉得我在老唐身上学到的是“中国本土化的价投理念”。

我认为“合理的价格买入优质成长股”强调的是投资对象的基因差别。

有的公司就像最高的植物北美红杉，天生就能长得很快而且很高，可以达到植物的世界之最 132 米！

有的就像我国北方院子里面的枣树，俗话说“门前一株枣,岁岁催人老”，小的时候门前有一颗枣树，人老了好像还是那么大，时间不断流逝树却长得很慢很慢，这就是基因决定的。

大的越来越大，小的相对来说越来越小，复利的作用下，差距变得非常恐怖，假设投资是你挑选两棵一样大的红杉苗和枣树苗，你完全不认识他们，不了解他们的基因差异，你又如何做的好投资？如何选择出优质成长股呢？

“时间是优质企业的朋友，是平庸企业的敌人”说的道理不就是这个么？

有的企业每年挣很多钱，并且都能省下来，比如茅台等，有的公司就和一些无节制消费的年轻人一样，挣得多，花更多，那些企业买机器、做研发，如果不花钱就不能保持公司的竞争力，这样的公司如何能留存大把的利润？

没有方向的船，

什么风都不是顺风

（选择正确，努力才会有意义）

巴菲特说“我要去商学院讲课，只会教两点：1、如何面对短期波动 2、如何对企业估值”，其实我就是从 1（长期投资者）到 2（价值投资者）一步一步进阶的！

第一阶段：如何面对短期波动。

其实就是我 24 岁第一次顿悟明白的“长期投资”，近来我想到了一个通俗理解的例子来解释这种思维就是促销抢购。

例如 618 的时候某东某品牌牛奶原价 49 元，促销只要 32 元一箱，促销的时间很短，你需要抓紧时间赶紧囤货。

大量采购后，你消费不完可以在市场价 49 的时候转让给别人（假设可以转让的话），这一种操作需要对商品的价格非常了解，知道什么是低估的价格什么是高估的价格。

所以，当时的我运用这种思维投资是这样的，假设看上了一家白马股例如伊利格力，我就计算他长期在哪一个区间内上下浮动，那么选择三五年中的支撑点买入，三五年的压力点卖出。

看，这就是我 24 岁时以为的价值投资，因为别人恐惧的时候我贪婪了啊！

第二阶段：如何对企业估值。

自己真正做企业了，才明白企业经营，才明白财务的重要性，我现在特别爱说：财务对于投资怎么强调都不过分，其实财务的目的就是指的估值。

28 岁经历的那一次顿悟明白的就是这个道理，再来说一个通俗的例子，还是这个牛奶。

我们知道一段时间内一个商品的最低价是不够的，应该还要知道这个商品的成本构成，我们要从这个牛奶溯源到奶牛的养育成本、人工挤奶机器挤奶的自动化影响、物流冷链成本、加工包装成本、成品运输成本、最后还要包含超市或电商利润，

不仅仅如此，还要把气候性季节性的影响考虑进去，对所有的数据彻底掌握，才能够把这个牛奶价格所包含的内在因素一条一条的吃透，这个商品的价值在你的眼中才是透明的！

同样如此，以老唐为例，专业的财务知识打底，全面审视一家公司长时间内的财务报告以及相关公司资讯，就可以不用去实地考察，也就可以写出《分众传媒证监会问询函答复》那一篇让我振聋发聩的雄文!!!

说句不恰当的话，分众传媒几个高管能写出这个，他们的高管是否知道这么多的真实信息呢？

所以，以老唐的投资理念体系为基础，穿透财报获取信息可以比上市公司的高管更加了解这家公司!!

关于选择的话题，其实更应该说的是有效市场理论

杰克韦尔奇在自己的自传中写过这样的一个例子：一个人在冰上滑冰，告诉你冰的厚度、气温、风速、滑冰者的体重等等，让你预测他什么时候掉到湖里。

显然，这个事件不可能被预测，只能说这个事件必然会发生。其实市场有效理论的错误和这个滑冰者坠湖的案例一样，预测都是不可能的，选择投机，只是选择了痛苦的人生为代价。

杨天南在《巴菲特之道》译者序中说“很多人数十年的炒股经历浪费的更多的是时间而不是金钱”就是这个道理！

选择比努力要重要，因为只要方向对了，成功只是快和慢的事情。

也许你天资不够，也许你的环境不允许，但是成功是肯定能到来的。只是慢了一点而已，选择了价值投资是我这辈子最幸运的事情！

乱花渐欲迷人眼

浅草才能没马蹄

（凌晨两点钟的月亮去了哪里？）

《巴芒演义》第 212 页写到，“”巴菲特说，四十年来，只有本杰明·格雷厄姆和菲利普·费雪是我心目中的投资伟人”。

我们可以看到，这四十年来，费雪的“成长股”理念对巴菲特的理论体系有多么的重要，在费雪的《如何选择成长股》一书中讲述有一个精彩的故事：

费雪对朋友说，凌晨两点的时候月亮会到那个树梢上。

他的朋友说我不信，于是他的朋友八点去看了一下，然后等到八点十五分又去看了一下，最后跟费雪抱怨说，月亮怎么可能凌晨两点会到那边的树梢上呢？我看了两次都还在很远的屋顶这边一动不动！

看看我们很多做投资的朋友，是不是也是这样的？

投资就是投资明显会发生的必然事件。

说一个我深刻感悟的例子，前两年我家门前有一条高架在修，日日夜夜盼着他赶紧通车，这样我出一趟门来回省一个小时，等得我心焦焦的。

有一天我在湖边跑步看到路边的树梢，这不就是两点的月亮吗？你看，一个月以后不一定修好，一年后也不见得能修好，但是两年呢？那肯定可以修好，既然两年肯定能修好，你又急什么？

企业的投资不是一样如此吗，只要这家公司处于未来明显拥有更大市场的行业中，公司管理层企业文化都是优质的，那么你就只有赚和躺赚两种选择了！又何必着急？

我们只要判断费雪所说的月亮的大致位置就好了，不需要像星象学家一样正确的指出他的坐标。

我们有了模糊的正确就可以投资一家公司，精确地错误就好比你已经选中了成长迅速的北美红杉树苗，却偏偏错误的想要准确计算出三年后它能长到精确的多少厘米。

毕竟每个地方的气候不一样，每年的降水不一样，每块土地的构成也不一样，速度自然会慢一点或者可能会快一点。

选择了优质标的，那你就安安心心的发呆，等待他们的价值实现就可以了！

山舞银蛇，原驰蜡象，欲与天公试比高！

（完美的投资组合，挑战更高的回报率）

《巴芒演义》的第 349 页举了一个令人震惊的例子，初始资金 100 万元，平均投资两家公司，一家复利增长 20%，一家复利亏损 20%，10 年后这个账户金额 315 万元，年复合增长 12.2%。

这个例子完美呈现了优质的投资组合所带来的高效率投资回报。

一年前我特别想问唐朝一个问题，为什么他有的股票仓位只有 5%？

因为很明显低于 10%以下的仓位对整体仓位几乎没有意义，但是我不善于也从未在他文章下留言，希望靠自己明白这个为什么。

后来才知道其实答案很简单，因为其他的股票涨了之后，整体仓位上升了，这只个股它没怎么涨，所以就仓位比例越来越低。

后来读到《巴菲特的投资组合》，了解到“胜算较大的股票，应该拥有更多的仓位” 这一原则，老唐自然不会选择把收益高的茅台去买收益低的分众传媒，所以我们可以发现老唐的投资组合中，仓位越重的个股投资回报率越高这一个震撼的成果。

这不值得学习？复合 30%+，那些每天黑老唐的人你还要怎样？

登上金字塔的不一定是勇猛的雄鹰，

也可以是执着的蜗牛！

（不积跬步无以至千里，日拱一卒，不期而至）

疫情期间，把老唐的雪球书房文章和留言，按照我个人的阅读习惯和分类整理出来。

3000 多页的 A4 文档，打印出来后高达 28 厘米，看着手中绝对是沉甸甸的书，真明白了老唐老挂在嘴边的“日拱一卒”四个字重量！

在这里很想分享的是阅读的意义。

我不知道有多少人会像我一样每隔数年会出现一次顿悟（至今仅仅两次）？

顿悟很像武侠小说的打通任督二脉，顿悟是思考积累后形成的量变。

每一次的顿悟都像是一次梦醒的时分，就像早上睁开眼睛，发现身边的世界好像和以前不一样了，是及其难得的人生体验。

我的第二次顿悟就是从明白阅读的重要性开始的。

以前我一年也读不了几本书，有一天跑步的时候脑袋浑浑噩噩思考怎么才能成为成功的人？然后得出需要和成功的人为伍这条结论。

接着我看到了湖边寒风之中摇曳的一棵枯树，大脑闪电划过——我们身边的成功者太少了。

一年下来能接触几百人最多上千人，这些人在我们整个的人口比例中太低了，你只能接触到世界上千万分之一的人口又如何才能遇上成功的人？

很快我就想到，读书是一个认识成功者的最好办法，你不仅可以遇见这个时代最成功的人，还有几千年来最成功的人！

几千年来，多少思想的巨人找不到传承的对象，只能写书得以留存思想的光辉。想明白这些，再看看这句话“书籍是人类进步的阶梯”是不是感慨良多呢？

两年来，每天都阅读，写作，书架已经有了三百多本看过的经典。

理念的提升不敢说一日千里，但我也做到了芒格说的“每一天睡觉的时候都比早上醒来的时候聪明了一点点”，这就是“日拱一卒，不期而至”!

大，足以容智。德，足以怀远。

（我不希望有愚者认为我这一小节是奉承）

第844篇.　　2020.10.10 - 老唐实盘周记2020/10/10

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-10-10

本周交易

无

当前持仓

目前持仓茅台 40%，腾讯 25%，洋河 14%，分众 10%，古井 B6%，海康 5%。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	40%	19000±10%	<9500	23000	21305	1696.00	45.46%
腾讯控股	25%	55000±10%	<27500	60000	44639	539.50	44.10%
洋河股份	14%	3150±10%	<1575	3700	1901	126.14	17.34%
分众传媒	10%	……	<600	1400	1182	8.05	30.05%
古井贡B	6%	666±10%	<333	800	387	88.90	28.52%
海康威视	5%	4400±10%	<2200	5000	3565	38.15	19.07%
沪深300						4681.14	14.27%
上证指数						3272.08	7.28%
2020/10/10			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8635	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	40%	19000±10%	<9500	23000	20540	1635.11	40.23%
腾讯控股	24%	55000±10%	<27500	60000	42461	503.50	34.48%
洋河股份	14%	3150±10%	<1575	3700	1897	125.86	17.08%
分众传媒	11%	……	<600	1400	1154	7.86	26.98%
古井贡B	6%	666±10%	<333	800	376	84.91	22.76%
海康威视	5%	4400±10%	<2200	5000	3371	36.07	12.58%
沪深300						4570.02	11.56%
上证指数						3219.42	5.55%
2020/9/26			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8801	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同而发生小幅变化；

②老唐买点或卖点，代表如果公司总市值触及此数值，老唐计划买入或卖出，与个股历史买入成本无关；

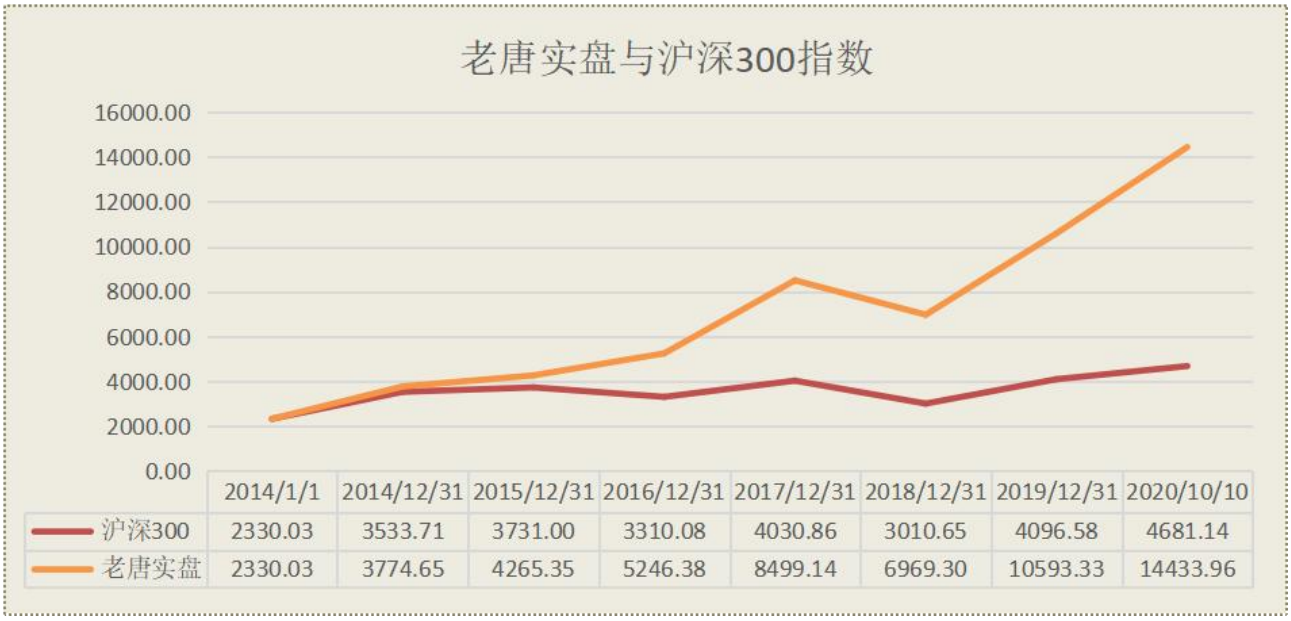
③仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2020 年内收益 36%（四舍五入数据）。

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，36%（均不含新股收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 619。以 6.77 年折算，年化收益率约 30.9%。



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/10/10
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	4681.14
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	14433.96

重要事项

1.洋河回购完成底线要求。

九月当月动用约 2 亿资金，买入 155.57 万股，买入均价 128.56 元。

截至 2020 年 9 月 30 日，回购股份总数量为 966.13 万股，最高买价 131.99 元/股，最低买 80.37 元/股，平均买入成本 103.7 元。

总计使用资金 10.02 亿元，达到公司回购方案预计使用资金 10 亿至 15 亿的下限要求。

2.本周末大利好：国发〔2020〕14 号文。

周五晚上，国务院发布《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》。

其中我比较感兴趣的几点是：要求提升信息披露质量；打击大股东占用上市公司资金；打击违规担保；提高财务造假等违法行为的刑事和民事责任；鼓励分红和回购。

通过国务院层面协调，意见指明了证监会、国资委、财政部、最高法院、公安部、司法部、银保监会、工信部、发改委、人民银行、商务部、市场监管总局、国家外汇局、税务总局及各省级政府，各自需要参与的任务划分。

毫无疑问，这份《意见》很快会在各单位引起一阵文件旋风。题目一般类似《某某部/某某委/某某会关于落实<国务院关于进一步提高上市公司质量的意见>的意见》

然后各部委会局下属部门接着掀起一股「认真学习和贯彻《某某部/某某委/某某会关于落实<国务院关于进一步提高上市公司质量的意见>的意见》的各项要求，遵循……方针，按照……要求，打好……攻坚战，把推动提高上市公司质量作为……的重要目标任务抓紧抓实，脚踏实地地实现我国上市公司质量提升的伟大跨越。」热潮

最后，真有 30%能落实，就算是全行业、全市场的长期重大利好

其中啥提升上市公司质量，加强退市什么的，我不关心。

我比较关心**提高信息披露质量、提高财务造假打击力度、推动对财务造假行为的民事诉讼和赔偿制度。**

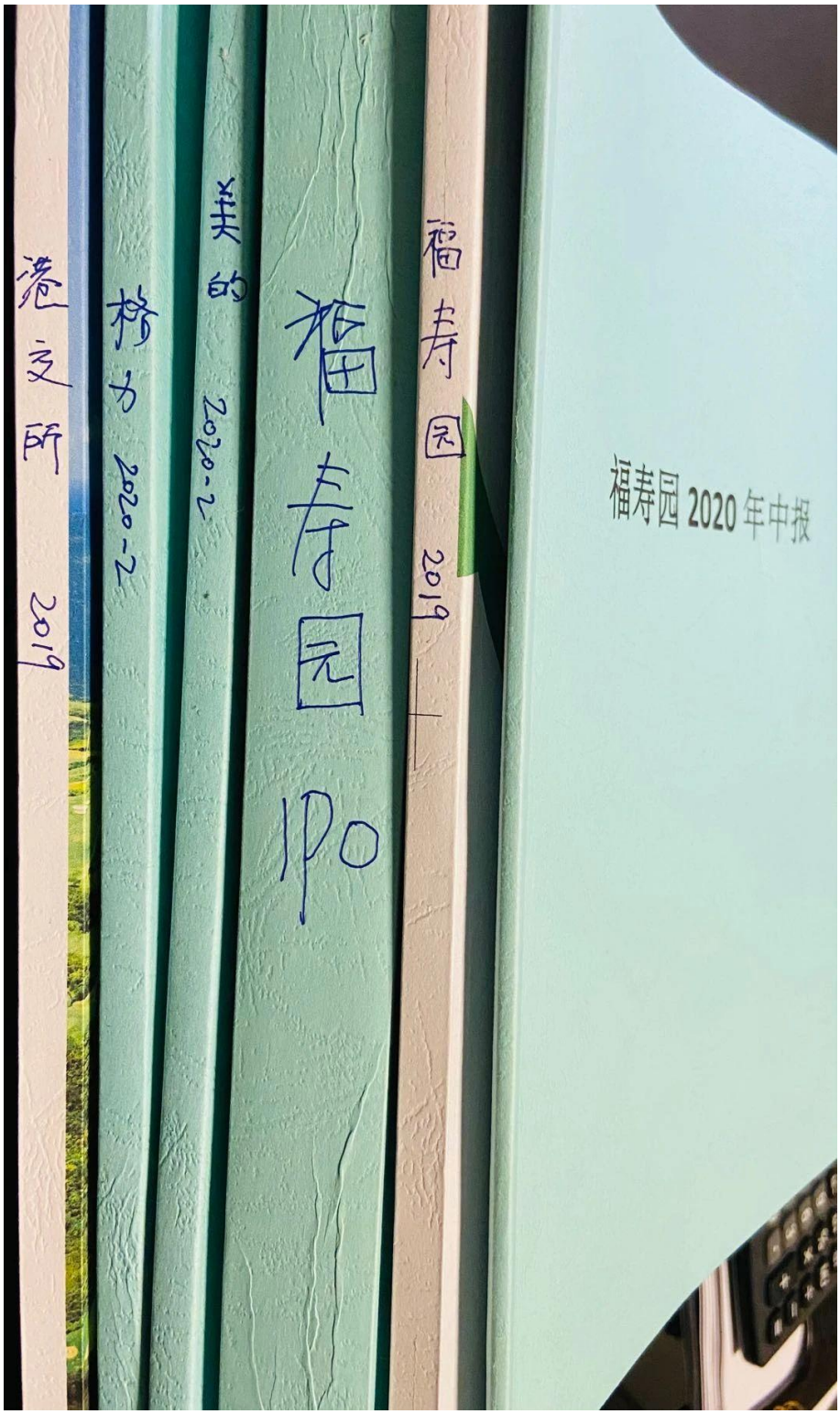
只要如实披露，严惩虚假信息披露——刑事责任牢底坐穿、民事索赔倾家荡产，公司质量嘛，投资者买者自负就好。

哪怕就是一堆垃圾，自然有嗜好翻垃圾堆的人去发现价值。

我们不给党和政府添麻烦，不需要监管部门为公司质量负责，也不需要把垃圾清理出市场（不就占一个六位数代码咩，不够用就升级成八位），就让咱们自力更生就挺好。

3.提出一个研究对象。

10 月 2 日晚上从老家返回成都，终于有空坐在下来读读企业财报了。陆续看了下面几份



初步看福寿园比较符合我的投资标准，值得深入研究。我已经将 2013 至 2018 年的财报打印在途。有兴趣研究的朋友，可以一起动手，一起交流。

尤其是欢迎负面看法，例如公司不诚信的、资产负债披露不实的、前景不确定的、监管政策的不利变

化、市场空间不大的、同业竞争激烈的等等。

总之**只要能得出它不适合投资的事实、数据和观点，都是热烈欢迎的宝贵观点**

4.本周发表了收费问答内容合集。

去年自驾出游的几个月里，短暂地开了一个付费问答栏目。

累计收到 1318 个提问，我选择了其中 210 个做了回答。

感谢@王冠亚 将其辛苦整理出来，合计约 4.5 万字。

我原计划分成十篇推送，过去一周已推送了六篇。

不过很可惜，朋友们用阅读量认真表态，不欢迎这种推送

或许是认为重复啰嗦无价值，或许是嫌推送的过于密集，总之阅读量让人沮丧。

索性我也偷懒，避免浪费彼此的时间

我直接将全文 word 版通过网盘分享。喜欢的朋友自己下载阅读或打印纸质版，不喜欢的朋友直接跳过就好。

网盘链接我放在文末的阅读原文上，设置的分享时间是永久有效，提取码是 5ckt。

5.改变书房互动方式的小尝试。

多位朋友持续反映，书房文章推送出来后，马上开始评论区互动，导致文章没有来得及看就抢着留言，互动质量不高。

希望留一点阅读时间之后再回复留言。

我记得去年底还是今年初，曾经就此问题在书房搞过一次征求意见的投票，当时是希望保持现状的人居多。

但逻辑上，似乎这种说法有一定的道理。我尝试从本文开始做个微调，大致三个要点：

书房文章通常在 20:20 推送。放出沙发和板凳之后，就不再上墙留言了，给大家留出阅读和思考的时间；

21 点到 22 点之间，我集中选择有质量或有趣的留言做回复和上墙；

22 点之后原则上不再回复和上墙。即不耽误大家休息，也避免部分怕错过有价值问答的朋友，轻度强迫症刷屏。

试试看，能否让书房留言区互动更有价值，更方便。

反正是实验，如果结果理想就保留，不理想咱们再改回原样就是了

6.本周有 4 篇读书笔记入选。

入选笔记是：

- 价值人生--by 雪球@mdmd9801
- 价值投资的寻根之旅　——by 微信公众号@徐进
- 我的投资逻辑——by 微信公众号@尘缘摇滚童话
- 读《巴芒演义》的感悟——by 微信公众号@高谈清论

请上述 4 位朋友留下收货地址——如果选择老唐的四本书签名套装做奖品，

或留下微信号——如果选择加老唐微信好友做奖品。

本周运动

本周跑步 2 次，单次 10 公里；陪我家领导散步 2 次合计 16 公里。

周六早晨空腹口径，除皮净重 84.9kg（175cm）

下周预计交易

无

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。

文中提及的任何个股，都有**腰斩**或翻倍的风险。请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记

祝朋友们周末愉快

姚格里尔松

老唐……唐叔……真的要考虑殡葬业嘛……？怎么总感觉怪怪的……虽然 All cash is equal 但是"挣死人钱"总感觉怪怪的……

作者

这个是不了解造成的误解。其实福寿园不是挣死人钱的，是让逝者安心、让生者愉快、让祭奠舒心的服务业。

念泉

殡葬业是让死者安心，生者愉快，倒是个有趣的解释，那白酒是什么呢？老唐能解读一下吗？个人观念里酒也不是好东西，看着白酒股涨，观念上总觉得酒不是好东西而没买，还有涉及杀生的股也没买（ps: 我信仰佛教）

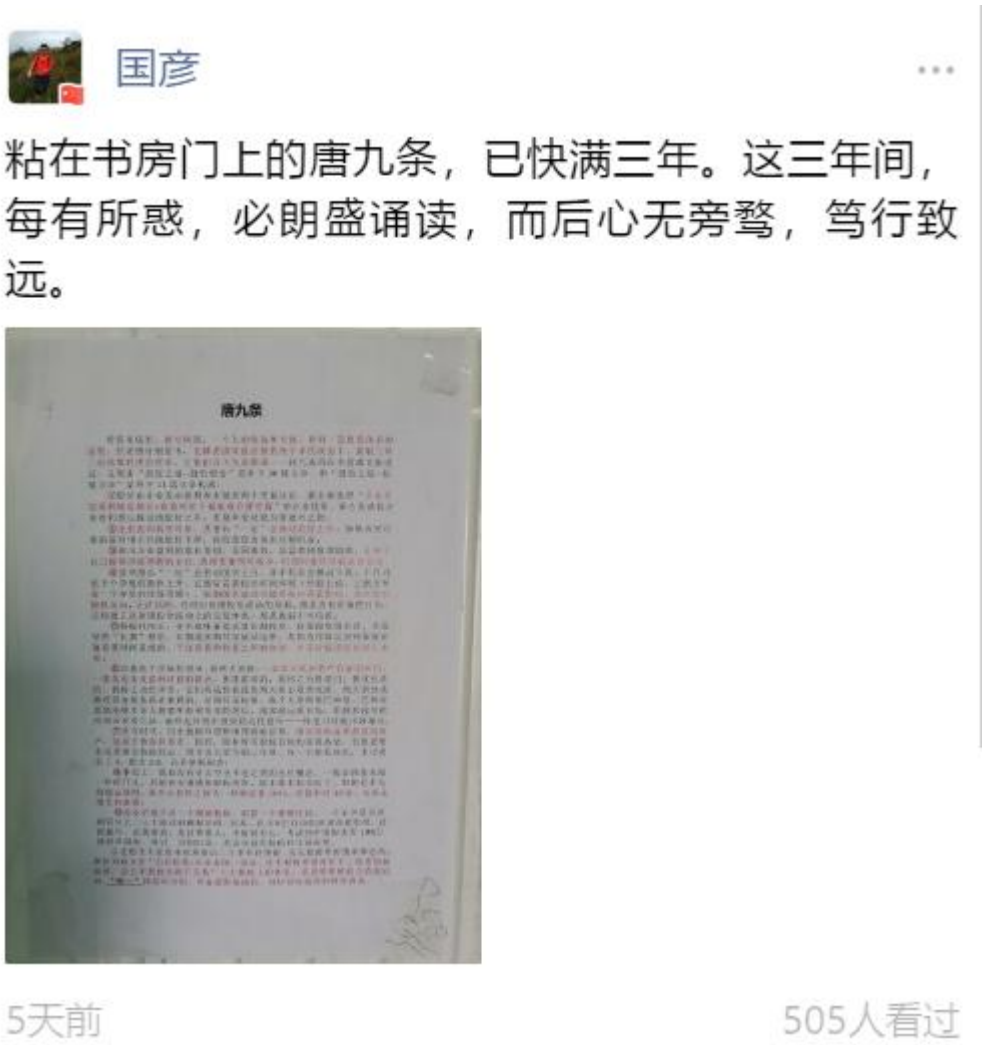
作者

白酒是愉悦，是灵感，是脱离禁锢，是尊重，是社交润滑剂，是寂寞的解药。

第845篇.　　2020.10.13 - 1500字，概括老唐投资体系的理念核心

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-10-13

天前，书房读者@国彦 发帖展示他摘抄并贴在书房门上的“唐九条”——这名儿听着官味十足，有点狐假虎威的赶脚



内容摘自老唐 2017 年 11 月的一篇文章《三年三倍的背后》。

三年后回看该文，发现当时写的挺完整的，这九条内容基本就是老唐整个投资体系的理念核心。

书房的其他理念类文章，只能算是变着花样，从不同角度、在不同市场状况下，对这九条内容的反复阐述。

今天单独将其摘出来重发一次，方便收录于书房底部菜单栏的“核心五篇”。

备注：由于公众号底部菜单栏只能放置五个子菜单，所以我选择将核心五篇里的《避雷要诀》替换掉。需要阅读《避雷要诀》时，请向书房发送“避雷”提取。

谢谢@国彦 帮我勾起这篇文章。之下为原文。

****

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：

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。

西窗竹

西江月.观唐九条有感

商业模式定调，财务报表除虫。锚定价值心安然，何惧短期波动？ 满仓必然套牢，逃顶迟早踏空。静待时间玫瑰开，慢慢变富稳赢！

作者

好湿，油菜

十品芝麻官

理念已有，再看类似书籍早已没有惊喜的感觉，如何突破这一平台？

作者

不要再看了。理念类的东西，背多了没价值。动手分析企业吧，这个永无止境，永远不烦

ysu 青争

使人印象深刻且顿悟的老唐九大俗语:

1.别瞅傻子，瞅地。

2.日拱一卒，不期而至。

3.多看一二。

4.真知行不难。

5.财富是思考的副产品。

6.自家姑娘还不错，没空看别家姑娘。

7.更讨厌留现金。

8.更喜欢芒格投资的态度。

9.这本书不错/挺好/推荐/…

……

国彦

吃老唐的（精神食粮），拿老唐的（投资标的），有个错别字的帖子还被老唐表扬，我真是太幸运了，马上去卖彩票，中奖分老唐一半

作者

昨天征求你意见后，我其实已经就搞好素材了。结果收盘看洋河涨停了，就说算了不凑热闹，明天发。居然今天又暴涨，没办法了，还是发了

第846篇.　　2020.10.14 - 分众传媒2020年三季报预告及估值调整

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-10-14

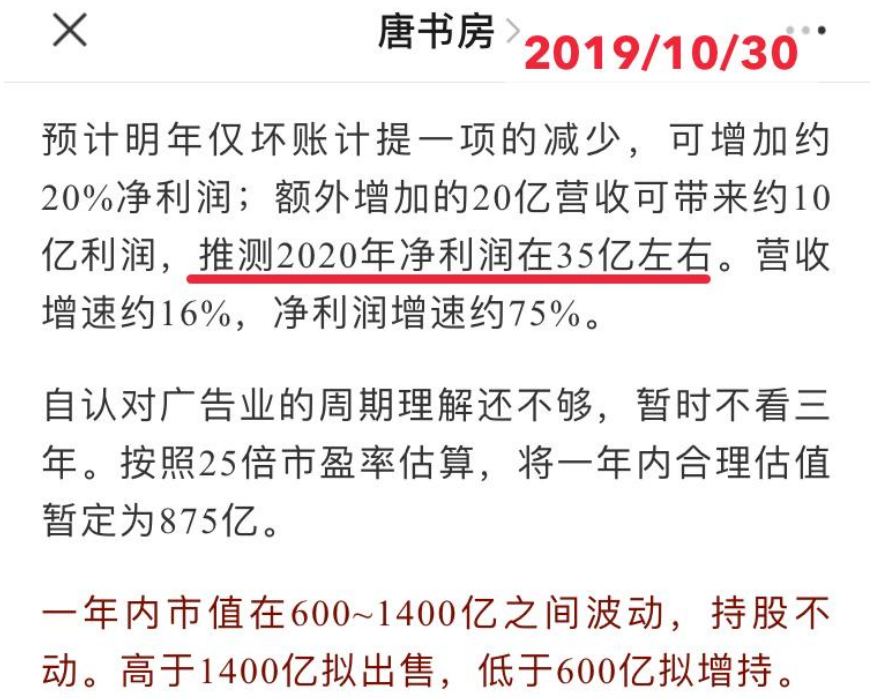
昨晚，分众传媒发布业绩预告，第三季度预计净利润 11.5~14 亿元之间，同比增长 97%~140%（2019 年第三季度净利润 5.82 亿）。

叠加半年报净利润 8.2 亿后，前三季度合计归属股份公司股东所有的净利润介于 19.7~22.2 亿之间，同比增长 45%~63%。

由于影院在四季度初陆续正常营业，且部分新合同价格有 10%左右的上调，所以正常推测，四季度经营情况有望保持甚至略高于三季度水平。

此处大体按照三季度预测值的中偏上水平估计，全年净利润很可能落在 35 亿附近。

这个数值老唐在 2019 年 10 月 30 日的《分众 2019 年三季报及估值调整》一文里做过预测，貌似又踩中了一只死耗子



时间果然是最好的催化剂，刚刚回看这篇文章里的截图，分众当时股价是 6.05 元。这还不满一年，超过 50%涨幅了。

半年前，可能很少有人能想到 1400 亿市值会如此快速的来到。

大部分朋友，包括我自己在内，可能都没想到分众会先于茅台触摸一年内卖点。这再次证明了短期股价波动的不可预测性

企业已经用数据告诉了我们经营情况的变化，粉碎了「梯媒会被手机屏击溃」的悲观论点，在疫情中依然保持了旺盛的生命力，带来净利润的同比大幅增长。

这增幅触发了业绩预告披露要求，所以我们在 10 月 15 日前收到了公司披露的业绩预告。

借着分众的预告，顺带摘一段《手把手教你读财报：新准则升级版》里关于业绩预告的规则，让朋友

们心中有个轮廓。

按照深圳交易所的规定，上市公司在季报、半年报及年报前，如果预计将出现以下五种情况之一的，应当披露业绩预告：

①亏损；②扭亏为盈；③实现盈利，且净利润同比上升或下降 50%以上；④期末净资产为负值；⑤年度营业收入低于 1000 万人民币。

其中符合条件③，但去年同期基数较小的，可以申请豁免披露。

基数较小的定义是：上一年度每股收益不高于 0.05 元，或上一年前三季度每股收益不高于 0.04 元，或上一年半年度每股收益不高于 0.03 元，或上一年第一季度每股收益不高于 0.02 元。

预告的时间要求为：①年度业绩预告应不晚于（次年的）1 月 31 日；②第一季度业绩预告应不晚于 4 月 15 日；③半年度业绩预告应不晚于 7 月 15 日；④前三季度业绩预告应不晚于 10 月 15 日。

备注：上海交易所对半年报和季报不做业绩预告强制要求，只有年报预计可能出现以下三种情况之一的，应当在 1 月 31 日前披露业绩预告：

①亏损；②扭亏为盈；③实现盈利，且净利润同比增长或下降 50%。

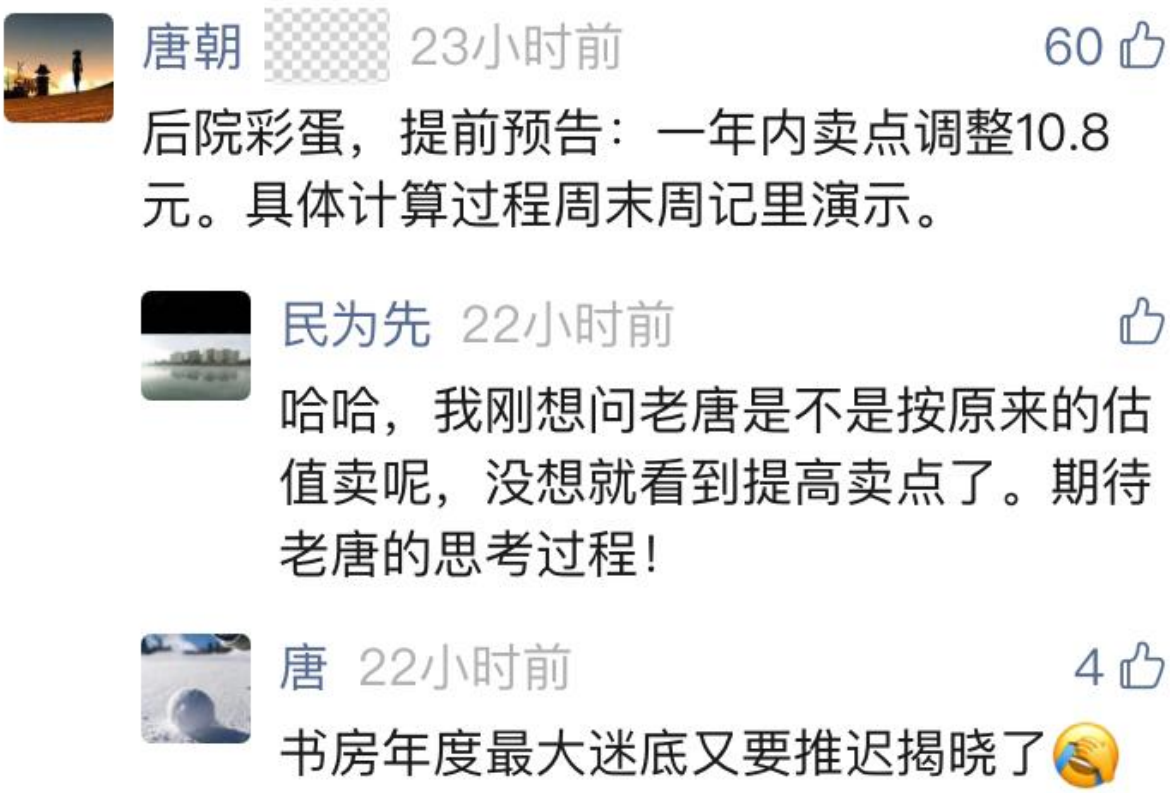
分众传媒三季报触发预告要求③，因此在 2020 年 10 月 14 日披露了业绩预告。

提醒一个小白知识：2020 年 10 月 14 日披露信息，上市公司需要在 2020 年 10 月 13 日收盘后上传交易所审核。

所以我们会在当晚，看到签署日期为 10 月 14 日的信息披露文件。这是规则，不是上市公司写错日期了。

言归正传，说分众的估值和买卖点调整。

昨晚，我小范围分享了自己对卖点的调整“**提前预告：一年内卖点调整为 10.8 元。**具体计算过程周末周记里演示。”



所以，各位首先需要知道的是：老唐今天一股未卖，并没有涨停板英明逃顶

今天下午正好有兴趣，顺手把文章给码出来了。既然码好，那就不等周末了，提前发给大家吧！

这个逻辑和计算的过程，我在 2020 年 8 月 22 日的《分众传媒投资回顾及周期股估值方法的尝试》（后面简称《尝试》）一文里，已经全盘分享过，现在只需要替换两个数字就可以了。

在《尝试》一文中，我回顾了自己对分众传媒的投资思考全过程，指出了自己思考的盲点。

同时分享了使用源自本杰明.格雷厄姆、经过诺奖得主罗伯特.席勒发扬光大的「席勒市盈率 shiller’s PE」，对行业周期性比较明显的企业实施保守估值的方法。

这里插一句，正好昨天中午和一位朋友聊天，谈及分众传媒的周期性问题，分享了自己的一点揣摩：

又说起分众的估值，他们也嘀咕分众怎么估值呢

您有什么新的洞见吗

昨天 14:51

暂时木有，揣摩的一点：随着客户结构的改变，江南春可能可以带着分众抵抗周期波动，至少是部分抵抗。

如果果真如此，或许可以逐步剥离周期性质，估值折扣会小一些。目前只是看到苗头，还需观察。

（注：微信截图已征求过当事人同意）

注意仅仅是揣摩，是一种观察苗头，暂时尚不足以成为估值依据。

截止目前，我对分众使用的估值方法，依然是席勒市盈率估值。

简单的说，席勒市盈率要求我们对周期股估值的时候，使用企业十年的平均利润数据来作为企业「正常利润」，而不是老唐对其他企业经常使用的，预期当年净利润和预期三年后净利润。

对比《尝试》一文引用的过去十年企业利润，此时只需要做数据替换工作即可。替换方式有两种：

①删掉 2010 年数据，增加 2020 年数据，取值 2011 至 2020 年的十年数据简单算术平均值。

也就是用《尝试》一文里分众过去十年净利润总和 303 亿，减去 2010 年的 12 亿，增加 2020 年预计数值 35 亿，得出十年合计 326 亿，十年算术平均值 32.6 亿；

②删掉 2010 年和 2011 年数据，增加 2020 年和 2021 年预测数据，取 2012 年至 2021 年十年数据简单算术平均值。

此处要多一个未知数预测，即 2021 年净利润数据。

考虑到 2020 年上半年受疫情影响，大量经营活动处于停滞状态，包括影院业务直至十月才有限度开放。

而 2020 年前三季度分众客户发生了不小的结构变化，稳定性有所增加，价格也有了一定幅度的上浮，故大体可以保守估计，2021 年相比 2020 年应该有增长。

但具体增长数据的估算还需要进一步观察，此处简单粗暴地按 2020 年净利润数据 35 亿取值。

从十年净利润 303 亿里，减去 2010 年的 12 亿和 2011 年的 13 亿，增加 2020 年和 2021 年各 35 亿净利润，十年净利润总和变成 303-25+70=348 亿，算术平均值 34.8 亿。

此处我采用了方法②，32.6 亿和 34.8 亿对估值的影响小到可以忽略，但这里依然将其写出来，是因为两种方法背后的思考方式略有区别：

①方式更保守可靠些，②建立在自认对 2021 年净利润，能做出大概率判断的前提下。

接下来就简单了，照着《尝试》一文的计算方式走：

①按照老唐估值法，在无风险收益率 3%~4%的条件下，符合老唐估值三大前提（利润为真，利润可持续，维持当前盈利能力无需新增大量资本投入）的企业，合理市盈率 25~30 倍。

②按照席勒市盈率取值 34.8 亿，对应 25~30 倍市盈率，当年合理估值（当年指从现在起的一年跨度内）为 870~1050 亿，写作 960±10%。

③当年合理估值的 7 折为老唐买点，合理估值上限的 150%为一年内卖点，

则老唐买点调整为：960×70%=670 亿，对应股价约 4.6 元；一年内卖点调整为 960×110%×150%=1585 亿，对应股价 10.8 元。

卖出方法，依然和 2020 年 7 月 4 日分享的《关于茅台即将触及卖点的思考和后续计划》一样：

将全部持股分为三份，在 1585 亿、1745 亿和 1900 亿各卖出一份。

说明一下，这分三批卖出的方法，主要一是因为持有量较大，分批卖出比较容易下手；二者符合老唐的尽量不卖原则。

特别提醒：无论是提升卖点或是分批卖出，均可能是错误的判断。股价完全**可能在任意价格见顶下跌**。

你若以老唐的观点做参考，请务必要明白老唐没有判断股价走势的能力

另外要说明的是，对于老唐持仓的六只个股里的其他五只，通常的买点是按照三年后合理估值的 50%取值。

一年内卖点计算方法是：①当年预期净利润×50，或②三年后合理估值上限×150%。在①和②中，选择较低的数据作为一年内卖点。

分众是唯一一只作为周期股看待，使用席勒市盈率法计算估值和买卖点位的企业。

虽然这种两种方法，在此时的计算结果几乎一致，但这只是十年算术平均利润和当年估算利润 35 亿的巧合，背后的逻辑思维是不同的。

重要的事放最后：

老唐是个普普通通的中年胖子，是一个认真、较真的凡人。

截止今天为止，我自信自己的投资体系是完整成熟的。

但是，我同样确信**我对企业的研究一定会出错，而且会不断出错。**

老唐公开实盘近 7 年来，累计经手过 20 只个股。

虽然到目前为止，仅有三只各 1000 股的短暂观察仓张裕 B、宋城演艺和永新股份，合计亏损过两三千元，其他 17 只全部盈利。

净值从 2014 年元旦的单位 100，变成今天略超 660。按 6.8 年折算，年化回报率约 32%——已排除新增资金影响，已排除新购中签收益。

其中获利高于 100%的有：茅台、民生银行、招商银行、古井贡 B；

获利低于 100%有：腾讯、洋河、分众、海康、泸州老窖、信立泰、双汇、国投、川投、伟星新材、粤高速 B、长安 B、伊利。

目前继续持有着：茅台、腾讯、洋河、分众、古井 B、海康。

但是，我可以 100%确定的是：

任何投资者都会犯错，哪怕是巴菲特。

甚至可能前面正确的案例越多，后面错误的几率或许越大。

所以，截止今天，不管你是经过独立思考，还是书房照抄作业，获利是你的能力。

你感恩打赏，老唐开心收下；你假装不在，老唐做免费研究员也是自愿的，不会找你讨要，你也无需歉疚

我需要声明的是：当老唐错了的时候，希望你不会来大骂老唐黑心、割韭菜、庄托、收黑钱、人品差等等。

这不是杞人忧天，是老唐过去两年的真实经历

当洋河、分众、海康股价表现不好的时候，老唐挨的骂可能大幅超出你的想象。

甚至当茅台、腾讯只是略有调整时，老唐同样没有躲过漫天的口水。

尤其是老唐有个习惯：喜欢对的明明白白，错的清清楚楚。喜欢清晰的结论和准确的数据，讨厌高深莫测的概念和含糊其辞的太极。

这种风格，很容易被评价为原教旨主义、极端、精确的错误、在术的级别活跃、格局不大、境界不高等等。

我不在乎这些评论，也不在乎被打脸，更无意证明自己水平高。能暴露出自己的无知和错误，从来就

是一件让我开心的事情。

但是，对你而言，这里可能会有个隐藏的风险：

很可能老唐说的非常在理、非常清晰、非常具体的某种判断和估值，只是老唐在某种“不知道自己不知道”状态下所做的表述。

尤其是**研究时间较短的新目标，错误的概率可能更大。**

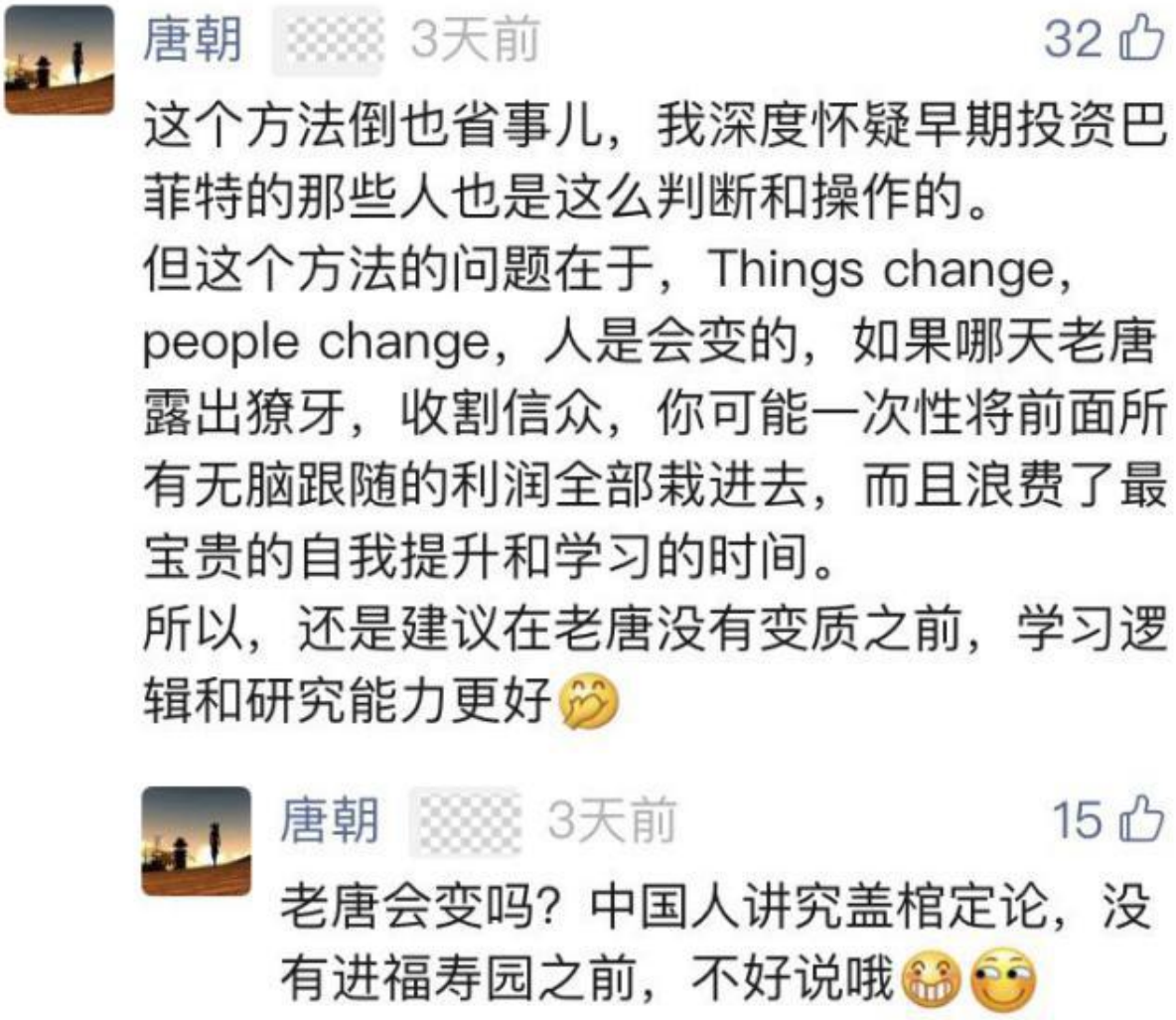
比如 2018 年六七月份研究的，八月份 10.38 元开始首笔介入的分众传媒，历时两年有余，前几笔买入至今依然是亏损状态。

所以，我希望朋友们记住：**无论老唐的文字阐述多么有道理，都可能是无知的狂妄，是错误的坚信。**

你一定要思考和质疑，不要轻易地全盘接受

尤其是在老唐多次正确的时候，你更需要特别防备自己出现“以后可以无脑抄老唐”的想法。

这也不是杞人忧天，前几天已经有朋友这样公开阐述过。对于这样的想法，老唐回复如下：



这不是矫情，也不是免责声明，而是对朋友们的坦诚提醒：

如果你认为老唐的方法多少有些可取之处，那么认真学习投资的逻辑和企业研究的具体方法，才是书房存在的价值。

这样哪怕老唐未来变质了，或是因为某种原因关掉了书房，都不妨碍你继续在财务自由乃至成为巨富的道路上快乐行走。

学到的能力，才是你一生最可信的依赖。切记切记！

第847篇.　2020.10.17 - 2020，这次不一样吗？读巴芒演义有感 by Olivier

Olivier　唐书房　2020-10-17

2020-06-20 07:15:02

这篇书评可能有关键情节透露

读书的过程中我脑海里浮现的是一个"平平无奇"的男子拿着计算器反复敲打，露出得意神情的样子。

读完后我赞叹老唐对于这一百年间涌现的投资大师们关键事件起承转合的深刻理解，信手拈来，高屋建瓴，关键之处怕人不理解还特意把计算的过程都写明了。

建议老唐可以结合自己的实盘在知识付费平台开一门价值投资史。

全书四十二回，一到八回，时间线是 1929 年后，之前的泡沫在大危机中破灭，这个阶段是烟蒂大佬格雷厄姆，施洛斯的时代。

60 页的篇幅详述了他俩关键案例的投资心路与结果，P58 施洛斯的思考清单非常详细，每个人稍微调整一下就可以拿来自己用。

九到十六回，时间线是 20 时间五六十年代，烟蒂巴菲特践行老师的投资手法，偏向买入后控制企业，比如过气的地图测绘公司，被电力降维打击的风力水利灌溉农具公司，买入产能逐渐转移走的衰落纺织公司。

跟其他书里面在讲这些案例时，偏向于分析当年的财报数据，这里凑凑，那里卖卖，巴菲特净赚多少云云不同，老唐在案例中埋下一条引线——巴菲特质疑烟蒂模式的心路。

从地图公司的得意，到农具公司“赶走巴菲特”的反感，再到陷于伯克希尔困局二十年近 2000 亿美金的潜在损失。

十七到二十五回，提到了华人蔡至勇宴宾客楼塌了的故事，约翰索普和凯利公式，债券天王格罗斯，乔尔的神奇公式。

其实作为市场的头部玩家，这些人的表现都会被别人看在眼里，或多或少地也成了巴菲特不断进化的一部分。

老唐系统的把同时期的人物拿出来放在巴菲特的投资体系里说，是独一无二的。

这里拿出两个有意思的细节点一下：

P129 描述的蔡至勇二十世纪早期手法，成为趋势创造者，像不像今天一级二级市场通吃的高瓴。

P141 提到的总统大减税创造的“里根繁荣”，股指从 770 点涨到 2746 点，然后从 82 年到 87 年戛然而止。

你品品，仔细品品，像不像现在的川普同学的减税，结果企业把多余的钱，甚至发债融资的钱以高于内在价值的价格去回购企业。

二十六到三十三回，巴菲特与芒格的时间线开始重合，黄金搭档的互补，陪伴优质企业的价值投资体系从喜诗糖果开始。

老唐充分肯定了芒格对巴菲特的无与伦比的重要性。

在蓝筹印花公司，布法罗晚报，华盛顿邮报章节里，可以看到老唐对芒格给予巴菲特的人脉，律师背景，对最终投资大获成功浓墨重彩描写。

1972 至 1999 年时期，也是老唐认为最适合研究巴菲特的时间段，既有趣，价值也最高。

三十四到四十一回，则是对巴菲特进入 1999 年之后几个失误的总结与反思。

比如对通用再保险公司的过高溢价收购，可口可乐死都不卖标签的固执己见，对指数基金的推崇。

最后四十二回，则是老唐的买地理论，投资与估值是比较与选择，在能力圈内的两个投资对象之间，选择产出更高的那个，在大周期内，摒弃噪音，陪伴优秀企业一起成长。

其实一开始我不太明白为什么要套用三国演义的名称，后来明白了。

巴菲特与芒格之间，还有一百年间陆续出现的格雷厄姆、费雪、索普、林奇、博格等等，你方唱罢我登场，欲与天公试比高。

就如同三国之前的董卓与袁绍，这些本身就是三国的一部分。同样，这些不同时代的投资大师，本身也是巴菲特投资体系的一部分。

那至于三国后期的邓艾，钟会，陆抗又会是谁，巴菲特的故事会是怎么样一个终点，期待老唐可以在之后继续修订。

历史进入到动荡难测的 2020 年，巴菲特持有现金等价物 1370 亿美元，比老唐写书的 2.28 日又多了 100 亿美金。

1987 年巴菲特卖出除了“死都不卖的三只”以外的所有股票，那么这一次还一样吗？

巴菲特相对于标普 500 收益

老唐的这本书综合多重线索，还原当时的时空，巴菲特所做的决定的逻辑。我也想试一下对比当时与现在的 2020。

同样是极度高估的美股市场（美股 EPS 配不上现在的估值），1998 年巴菲特高位增发 22%高估的伯克希尔股票去收购通用再保险公司（此时通用再保险估值为 23.5 PE）。

背景是道指 1998 年之前的 5 年涨了 3 倍，过去 10 年涨了 5 倍。老唐的解释是，巴菲特看着伯克希尔高估的股价，眼馋通用再保险的 149.09 亿美金的浮存金（巴菲特他此时自己才有 78.45 亿浮存金）。

通过增发收购，变相的落袋为安。如果这么操作的话，对应今天那就是应该是把 40 倍的茅台股票换成 10 倍的平安保险，你会这么做吗？

窃喜造成了过度乐观，巴菲特的这笔投资，遭遇了 1999 年至 2001 年危机，尤其是 911 袭击对保险业的伤害。

偷鸡不成蚀把米，如果是一个更稳健版本的通用再保险，亦或者没有后面几年的不断地灾难，没有恐袭，这笔交易会怎么样呢？

还有就是 1998 年，50 倍的可口可乐为什么不卖呢？

1989-1998 年间，对可口可乐的投资是极度优秀的，但是 1998 年 6 月 50 倍的可乐到新高的 2019 年底，21 年间年化回报率只有 3%，是非常失败的。

1998 年，老巴选择与 50 倍的可乐继续走下去。2006 年，老巴也说过没有在 50 倍卖掉，他后悔了。

可乐在 87 年的股灾中，变得异常便宜，89 年只有 19 倍市盈率。98 年的可乐，50 倍。

89 年的可乐符合老巴标准的完美投资：1）30%+完美净资产收益；2）大把赚现金；3）当前利润不需要额外投入；4）未来不会更糟；5）PE 不到 20。2020 年 6 月市场上没有这样的公司。

优秀的可乐也会随着通胀，随着竞争，导致芒格当初的业绩预估变得极为乐观。

巴菲特的投资收益曲线如同可口可乐的每瓶收益一样，在通胀维度的世界里被逐渐磨平。老巴说没有啥是不可卖的了。

40 倍的茅台，70 倍的酱油，90 倍的恒瑞医药，100 倍的中公教育，卖还是不卖？

另一种思路是，拉长投资周期，让宏观因素对冲。这是先胜而后战的思路，对人性要求奇高。

市场保持非理性的时间可能会持续到你破产之后，凯恩斯这么说。

极小概率的十级西格玛事件也终将会发生。新冠疫情下，叠加沙特撕毁减产协议大量增产对抗页岩油，让原油期货跌倒-40 美元。

杠杆会让你数十年积累的财富，一夜化成泡影，怎么挣来的，怎么还回去。

华盛顿邮报的案例：巴菲特在合理估值三折买入还可以继续暴跌 30%，老巴被套三年，诉讼结束后当年暴涨 120%，变成合理估值的四六折。

20 年后，不算分红，1060 万变成 4 亿，美元，20 年四十倍。

如果华盛顿邮报当年没有危机，老巴按合理个估值买入，20 年回报 12 倍。1993 年的 4 亿，不计分红变成了 2013 年的 12 亿，第二个 20 年只有 3 倍的回报。

危机成就了神话。

当然低价的出现一般都伴随着某些重大的利空，如塑化剂于茅台，瘦肉精于双汇，三聚氰胺于伊利，2020 的疫情对应哪些行业领头企业的利空呢？石油，航空，电影，旅游，广告业？

判断胜率，作出选择。用买地的心情去看待公司。巴菲特买赛道般收购航空公司在 2020 年被自己亲自否认，这个地是不是盐碱化了呢？

书最后附录 A 整理的 12 项不同类别的六十年间投资收益率对比非常有意义，工作量如同价值一样高。

尤其是同一年份，对比不同大师的收益率，这种感觉就好像把乾隆和华盛顿放到同一个画面里，特别

有趣。

标普 500 与 EPS

放一张巴菲特最后的选择——标普 500 指数近年的收益图，悲观还是乐观，看你选哪一段了。

期待老唐的读财报更新版。

第848篇.　　2020.10.17 - 老唐实盘周记2020/10/17

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-10-17

本周交易

无

当前持仓

目前持仓茅台 39%，腾讯 24%，洋河 16%，分众 11%，古井 B5%，海康 5%。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	39%	19000±10%	<9500	23000	21506	1712.00	46.83%
腾讯控股	24%	55000±10%	<27500	60000	46108	557.00	48.77%
洋河股份	16%	3150±10%	<1575	3700	2311	153.38	42.68%
分众传媒	11%	……	<670	1585	1372	9.35	51.05%
古井贡B	5%	666±10%	<333	800	376	86.37	24.87%
海康威视	5%	4400±10%	<2200	5000	3596	38.48	20.10%
沪深300						4791.68	16.97%
上证指数						3336.36	9.38%
2020/10/17			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8639	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	40%	19000±10%	<9500	23000	21305	1696.00	45.46%
腾讯控股	25%	55000±10%	<27500	60000	44639	539.50	44.10%
洋河股份	14%	3150±10%	<1575	3700	1901	126.14	17.34%
分众传媒	10%	……	<600	1400	1182	8.05	30.05%
古井贡B	6%	666±10%	<333	800	387	88.90	28.52%
海康威视	5%	4400±10%	<2200	5000	3565	38.15	19.07%
沪深300						4681.14	14.27%
上证指数						3272.08	7.28%
2020/10/10			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8635	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同而发生小幅变化；

②老唐买点或卖点，代表如果公司总市值触及此数值，老唐计划买入或卖出，与个股历史买入成本无关；

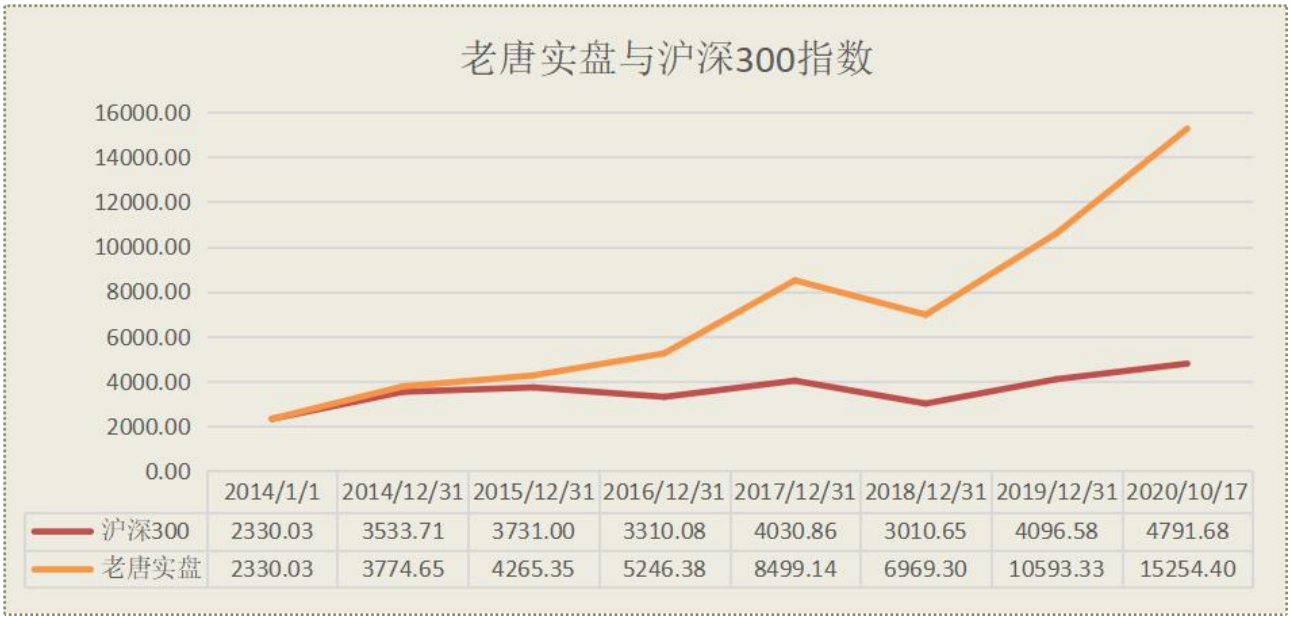
③仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2020 年内收益 44%（四舍五入数据）。

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，44%（均不含新股收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 655。以 6.79 年折算，年化收益率约 31.9%。



重要事项

1. 调整分众传媒的买卖点。

本周基于三季报业绩预告，小幅上调了分众传媒一年内买点和卖点。

详细调整逻辑及计算过程，见 10 月 14 日文章《分众传媒 2020 年三季报预告及估值调整》。

截止 10 月 17 日上午 12 点，该文共有 1679 人赞赏。

记忆里，这个赞赏人数，应该是仅次于 2019 年 4 月《实战细节分析：老唐为什么不用 950 元的茅台换 7 元的分众》一文，在书房 590 篇原创文章中名列第二

老唐很开心，为收到这么多真诚的感谢而开心——毕竟文章已经免费读过，赞赏是额外的金钱「浪费」。

更重要的是，书房里有很多朋友抄过分众（包括洋河）。这打赏人数，证明很多人赚到钱了，甚至是市值创新高了。

老唐替大家开心，恭喜朋友们

股市里偶尔赚钱不难，难的是有逻辑支撑地持续赚钱。

我相信两年多的分众（及洋河）投资经历，在它们身上赚到钱的朋友，收获绝不仅仅是钱那么简单。

更大的收获是对市场波动的理解，以及对企业估值方法的认识。这些才是你毕生的投资道路上，最有价值的财富放大器。

2020 年大概还有五十多个交易日，很快就要结束了。

伴随着时间的推移，即便在没有什么新信息的情况下，预计很多企业的估值或买卖点也要做修正了。

以茅台举例，即使元旦前没有发提价通知，将 2021 年可销售商品酒数量增长（2017 年基酒产量同比 2016 年增长约 9%）、直销比例和结构微调带来的自然增长算进来，也可以预期 15%~20%的净利润增幅。

以 2020 年 460 亿估算净利润为基础，2021 年净利润应该可以推算为 540 亿±10%范围内。

即使三年后估值保持 1.9 万亿±10%不变，那么一年内卖点也需要调整为 2.7 万亿，对应股价约 2150 元。

（540×50=27000，19000×110%×150%=31350。取二者中较低者为一年内卖点）

2.茅台基酒产量首次突破五万吨。

本周，贵州茅台召开 2021 年度生产大会，会议披露 2020 年度公司基酒产量 5.02 万吨。这是茅台基酒产量有史以来第一次突破 5 万吨。

不过，这个产量一点儿也不值得高兴，它其实说明 2020 年的基酒生产，并没有达到最理想的情况。

为说明这个问题，顺带预测 2021 年的茅台基酒产量，老唐将最近五年的明细数据分享给大家。

正所谓一图胜千言，相信下表能让大家一眼看出问题所在（单位吨）。

年度	当年基酒产量 A	当年实际使用产能 B	A/B
2016	39312.53	31360	125%
2017	42828.59	32592	131%
2018	49671.69	35952	138%
2019	49922.71	37048	135%
2020	50200	38528	130%
2021	5.47 万~6.03 万	43728	125~138%

红字部分，就是按照过去五年实际产量与设计产能之间的比例波动，预测的 2021 年茅台基酒产量。

这个 6 万吨的基酒产量，就是未来很长一段时间里，茅台基酒产量的天花板。

3.虎牙斗鱼合并，腾讯将新增一个并表子公司。

两家市值均为 50 亿美元的纳斯达克上市公司：虎牙和斗鱼，于 10 月 12 日正式宣布合并计划。

根据合并协议，此次合并预计将在明年上半年完成。合并后，斗鱼将从纳斯达克退市，成为虎牙旗下全资子公司。

作为中国最大的两家游戏直播平台，虎牙和斗鱼在 2019 年占据了约 75%的市场份额。

虎牙主要专注手游相关(如王者荣耀及和平精英)电竞赛事，斗鱼更侧重端游相关(如绝地求生及 DOTA2)电竞赛事。

两者合并后，在内容和用户上能形成良好的互补，同时也减少争夺主播的恶性竞争支出，有利于游戏直播的健康发展，同时也增加了和腾讯游戏的协同性。

腾讯在合并前持有虎牙 50.4%股份和斗鱼 38.0%的股份。加上本次合并计划中腾讯承诺向两位 CEO 购买的股权，

预计腾讯将拥有合并后新公司 50.5%股权和 67.5%的投票权，并将在明年对合并后的新公司实施并表。

4.增加一个《巴芒演义》的勘误。

感谢书房读者@cuixincai 的细心，发现《巴芒演义》一处数据错误。

在《巴芒演义》288 页最后两行：「按照 1987 年可口可乐每股收益 **1.43** 美元计算，约折合 30 倍市盈率」，其中的 1.43 应为 2.43，故后面的 30 也需要跟着修改为 17。

正确的全句应为「按照 1987 年可口可乐每股收益 2.43 美元计算，约折合 17 倍市盈率」。

实在抱歉，这个只能在下次加印时修改

截止目前，《巴芒演义》里发现的比较重要的、会导致阅读困惑的错误主要有三处：

页	行	误	正
169	-2，-12	10 股	100 股
288	-2，-1	1.43，30	2.43，17
292	-1	3010 万瓶	3010 亿瓶

注：第二列的负数，表示位于该页倒数第几行。

另外还有几处不影响阅读的笔误，一并做成表格。大家需要时，可随时向书房发送“勘误”提取下面这张表格。

《巴芒演义》勘误

第二列“行”的+代表第 N 行，-代表倒数第 N 行。

页	行	误	正
16	+7	20 年初	20 年代初
28	-3，-4	20%	23%
50	-8	沙利美、房地美	沙利美、房利美
96	+1	45 元	45 美元
106	表格注 2	工程及设备	工厂及设备
128	+6，+8	蔡志勇	蔡至勇
143	-5	2016	2006
146	+10	蔡志勇	蔡至勇
169	-2，-12	10 股	100 股
288	-2，-1	1.43，30	2.43，17
292	-1	3010 万瓶	3010 亿瓶
353	施洛斯年化	20%	20.1%

对此老唐深表歉意。校对的时候尽了最大努力，真是读到想吐，但很遗憾，还是有些地方没检查出来

特别提醒：除今天新增的 288 页之外的其他笔误，在第二次印刷的版本里已经修改过了。上面的勘误表仅针对 1 印次版本。

5. 关于福寿园的研究

上周周记里，老唐提出一个研究对象，认为「初步看，福寿园比较符合我的投资标准，值得深入研究」。

本周福寿园出现了幅度较大的上涨，书房部分朋友认为是老唐的影响力造成的，并提出了一些善意的建议。比如这位朋友

邓聪

老唐，提个建议，能否以后研究公司尽量选择市值300亿以上，成交量每天至少1亿以上的公司。看到福寿园这几天天天涨，我感觉跟被老唐同志纳入研究范围有些关系，福寿园成交量之前实在太低，书房里又不乏多金人士😏😏😏当人的影响力大到一定程度，肯定就不能整天聊个股了，段总、但斌就是活生生的例子。老唐以后的影响力肯定会越来越大，追随者越来越多，能分享实盘或者聊个股的日子估计也会越来越少🥲🥲🥲福寿园是好公司，也值得长期跟踪，但按照老唐目前的影响力，或许已经可能影响股价了。所以建议这种每天成交量不大的企业老唐自己偷偷研究就好，就不要告诉大家了，哈哈。真怕哪天因为老唐的发言影响了股价，被彻底和谐了😡😡😡这对我们的损失怎能是一只股票所能比😁

收起

15小时前

从我的角度看，我自认福寿园本周的上涨，与我的分享关系极小，甚至可能近于零。

且**截止今天为止，老唐并没有买入 1 股福寿园。**

但这位朋友的提醒善意满满，我完全能够感受出来。我会注意并尽量避免将自己置于这种不利局面。

谢谢邓聪及其他做类似提醒的朋友们，谢谢你们

本周有点杂事在手，福寿园 2016~2018 年的财报，我还没来得及看，最终结论及估值和买点还没有确定。

不过，总体上来说，这家企业符合我的投资标准，是大体确定的事情。当前价格不贵，也是大体确定的事情。

但与上面的结论和判断相比，其实我认为更重要的事情，是朋友们能借机展开对它的研究。

通过自己阅读财报、推演数据，并尝试自己做出估值，哪怕最终并没有买入，也不是无用功。

毕竟市场波动难以预测，只有我们对一家企业有了基本的估值判断，当股价突变的时候，我们才可能抓住机会。

9 月 20 日，我将《手把手教你读财报：新准则升级版》书稿交给了燕老师。昨晚燕老师返回了第一次编辑排版后的文稿。

我下周需要集中力量做第一次精校（一般需要做两到三次），以推动尽快面世——预计元旦前

这件事情的价值，比研究一家具体的公司更重要。

所以下周我可能依然没有时间阅读福寿园。但我尽量看能否抽点儿时间，将我认为的一些要点和轮廓写出来，供有兴趣研究的朋友作为参考框架。

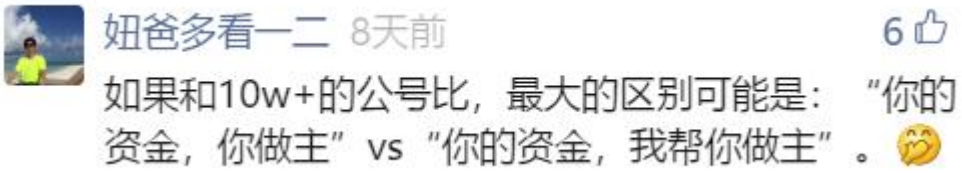
至于研究结论出来以后，股价在什么地方，是否还可以买入，其实都是小事情。

拉长看，**研究本身的价值，会远远超过它所能带来的金钱回报。**

我希望书房里，有更多朋友能够和老唐一起动手动脑

不过，前几天还有朋友说，唐书房之所以阅读量和打赏率和文章质量并不匹配，其主要原因就是老唐写的东西，需要阅读者动脑思考。

老唐老是提醒「你的资金，你做主」，相比「你的资金，我帮你做主」的公号，对于读者而言是有压力的。



很多朋友的头脑里，或明或暗的有个感觉：我就是来炒个小股赚点小钱，你动不动就催我们去啃财报，啃数据，实在太累了没劲。

这个我无力改变。愿意学习的人总是少数，所以富人也永远是少数。

实际上，以最常见的 30 岁以内+20 万元本金为范例，在你可能的 40 年以上的投资生涯里，取得 10%的年化回报，和 15%的年化回报，最终财富差异超过 4400 万元

$20\times1.1^{40}=905$

$20\times1.15^{40}=5357$

$5357-905=4452$

大部分人一生埋头 996，或许工资总额还达不到这个数值。

几天前，有位朋友说看不懂财报。我调侃他说，如果你看懂就可以领到 2000 万奖金呢？他说，那肯定看得懂。

其实，学习这些东西的「奖学金」，远远不止 2000 万或者 4400 万。

拿不拿这笔奖学金，是人生的战略选择。每天的 996，那只能算是战术勤奋吧

有人，悠闲快乐、幸福一生。有人，忙碌抱怨，两手空空。路，都是自己选的。对吧？

6.本周有 1 篇读书笔记入选。

入选笔记是：

《巴芒演义》，价值投资入门的指路书——by 微信公众号@大马哈投资

请这位朋友留下收货地址——如果选择老唐的四本书签名套装做奖品，

或，留下微信号——如果选择加老唐微信好友做奖品。

下周预计交易

无

下周将有三家持股公司披露三季报，分别是：

周三晚洋河，周四晚分众，周五晚海康。

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。

文中提及的任何个股，都有**腰斩**或翻倍的风险。请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记

祝朋友们周末愉快

唐朝(朋友)置顶

文中''2021 年净利润应该可以推算为 540 亿±10%范围内''中的 10%是笔误，多了个%。正确表述是“2021 年净利润应该可以推算为 540±10 亿范围内”——460 增长 15%~20%为 529~552

清风徐来

老唐之前写过王者海康，为什么现在的仓位只有 5%，是不在能力圈不敢重仓还是没有合适的买点

作者

回答过多次的问题，始终有人反复提问。都还是懒得去看前面的内容原因很简单：当它处于买点的时候，我没钱。当我有钱的时候，它不在买点。回答完毕。

胡冬

唐师，您看书会不会要求自己必须看完一本书，才去看下一本？

作者

不会，我经常同时看好几本书。

不过如此

不明白，为何洋河账上的现金宁愿买低收益理财，也不回购股份？

作者

①洋河理财收益并不低，②做出理财决定不用冒风险担责任。做出回购决定，需要向包括国有股东、经销商股东及市场其他股东说明，此时回购超值且是好时机；第三，账上有钱可以简单保持，无人窥视。若做回购，必然存在回购后的股份如何处理，肥肉如何分配的问题。将心比心，你在位，你会去做吗？

0

老唐好，假如估值错误，对企业的理解与实际有偏差，但是自己以为是正确的，而市场/股价凑巧，出现了扭曲，股价长期不断上涨，更让自己觉得自己是对的。遇到这种情况，是“将错就错”吗？怎么避免这种幸存者偏差？怎么知道这才是真的靠自己能力赚到的钱？

作者

认识到错误就改正，市场白送的笑纳。不需要避免，好运气和坏运气都是投资过程中必不可少的东西，长期可以将它们视为对冲工具。当你知道自己是靠能力赚的，你自然就会知道。如果不知道自己靠啥赚到钱，那显然就不是靠能力

第849篇.　　2020.10.20 - 如何从零开始研究一家企业（以福寿园为例）01

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-10-20

在书房 2017 年 5 月的《看得懂与看不懂》一文中，我曾写道：「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？

其实这四个问题就是很多高人喜欢说的“商业模式”，老唐只是把它说的简单粗暴，显得稍微不那么高大上了

当我们能够回答以上四个问题后，就可以⑤给企业估值了。也就是说在我看来，研究一家企业的框架，就是上述①②③④⑤。

不管从哪个角度切入具体某家企业，总之万变不离其宗，就是想办法回答上述五个问题。

接下来，老唐以福寿园这只刚刚接触过的企业为例，分享一下从接触一家企业到得出研究结论，应该做的工作和大体的步骤，供朋友们参考。

需要提醒的是，老唐也是刚刚接触这家企业的财报，且由于手边琐事影响，到今天为止连财报都还没有看完。

所以，本系列主要谈框架和方法，是示范老唐本人所用的捕鱼之法（且不见得有多高明），不是介绍这条鱼。

尤其是文章中，**完全可能包含老唐错误或片面的认识**——烦请发现者直率指正，谢谢！

请**千万不要将本系列文章理解为老唐建议在此位置买入福寿园**，切记切记

利益声明：截止此刻，老唐本人及本人控制的账户，持有福寿园的数量为 0。

一般来说，老唐喜欢投**过去已经被证明能够赚到丰厚利润，且经过分析后，认为未来将继续赚到更丰厚利润的企业**，不喜欢那些「虽然现在不赚钱，但是未来可能非常美好」的梦想窒息类企业。

因此，我通常用 ROE 作为筛选企业的第一项标准。

ROE 是净利润与账面净资产的比值，它代表企业对掌控的资源的运用能力。

高的 ROE 说明企业利用当前掌控资源，获取了远超社会无风险收益率的回报水平。

高 ROE 是投资者的路标和指示牌。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。

具备高经济商誉的企业，往往都有某种竞争优势企业，值得投资的概率很大。

——注意，这个观点，老唐在 2018 年 3 月以《Roe 指标的正确应用》和《Roe 指标的正确应用（续）》为题，发表在书房。

这角度是老唐原创。以我的阅读经历，我从未见过（或至少没有在中文世界里见过）其他人做过如此阐述。

以福寿园 2019 年年报为例，公司净资产 46 亿（为行文简单，数据四舍五入，下同），当年净利润 7.4 亿，roe≈16%。

归母净资产 40 亿，归母净利 5.8 亿，归母 roe≈15%。

还不错，但也不算特别出彩。

同时我们会发现少数股东权益 5.4 亿，带来约 1.6 亿少数股东损益，对于少数股东而言，roe≈1.6/5.4≈30%。

这意味着要么有关联人掏公司腰包，要么是少数股东带有某种没有体现在财报上的特殊资源。究竟是什么，暂且存疑。

老唐在《手把手教你读财报》32 页第一行写过：

「经验丰富的投资者，首先看的报表一定是资产负债表。实际上，他们也许会翻阅利润表和现金流量表来相互印证，但最终总是聚焦在资产负债表上。」

长期跟踪书房的朋友们都知道，几乎分析任何企业，老唐都会首先搞出一份简化的资产负债表，福寿

园也不例外。

福寿园 2019 年度资产负债表简化处理结果（单位人民币亿元）：

资产		负债及股东权益	
固定资产	6.7	有息负债	0.8
墓园资产	15.2	经营负债 13.2	应付 6
存货	4.8		预收 3.8
类现金	25		其他 3.4
商誉	4.4	负债合计	14
应收	1		
其他	3	股东权益	46
资产总计	60	负债及股东权益合计	60

读过《手把手教你读财报》的朋友，看到这份简化报表后，头脑里至少应该反映出以下企业特征：

①企业几乎没有有息负债；

②企业即占用上游资金，也占用下游资金，在产业链上相对强势；

③应收账款的数额很少，企业销售主要是预收或现款现货；

④公司有大量现金沉淀，账面类现金资产超过净资产的一半；

⑤商誉显示，企业发生过一次或多次溢价收购。

备注：当年营收 18.5 亿，有 1 亿应收账款。

在阅读过程会发现，这少量的应收款，是因为火化机销售、园林和景观设计以及向地方民政主管部门提供服务所产生的。

创造公司年度营业利润 97%的墓地业务，几乎不产生应收账款。

沿着这五个要点展开思考，顺理成章地就会产生以下问题：

①企业的主营业务是卖墓穴，类似于房地产卖房子。为什么房地产企业普遍高负债，高杠杆运营，而福寿园却近于无杠杆状态运营。

它们之间存在什么样的差异？

②净资产回报率超过 15%，盈利几乎全部为现金的生意，为什么要保留大量资金在手，且几乎完全不借款。

是什么制约着公司利用更多资本去获取更多利润的能力？

③企业为什么通过溢价收购来扩张，收购的出价是否有损害小股东利益的情况？

在上市公司下属非全资子公司中占少数股份的合作伙伴，凭什么可以得到比上市公司股东更高的回报率？

接下来就可以带着问题去阅读财报全文了，解开上述疑问的过程，就是我们通常所谈到的“企业研究”。

后文我不再一一引用原文和出处了，直接说我从财报阅读过程中的思考，大体考虑分为**供应端、需求端、行业竞争、政策风险、发展空间、管理层风险以及估值前要做的工作七个角度展开。**

不过，大家都知道，我写东西是兴趣驱动，不保证有兴趣和时间写完。也不保证一定从这七个角度，

或只从这七个角度写。大家有多少看多少吧

从供应端看，这门生意和房地产似乎很像，都是从政府手中拿地、然后加工，卖给客户。

但按照我粗读财报的印象，它和房地产生意至少有以下五大区别：

第一，土地权属。

房地产行业是从政府手中买下土地 50 到 70 年的使用权，投入资金建房，然后将土地使用权和房屋一起卖给客户，结束。

未来若可以通过缴费延长土地使用权，由客户本人缴费，土地也归属于客户本人。

绝大部分城市商品房，客户支付的购房款，名义上是购“房”款，实际上主要款项是购买房子脚下的土地（以清水房论，房屋的建安成本大多介于 800~3000 之间，地区差异不大）。

严格的说，收钱卖掉房子后，房地产公司和这块地、地上的房产及其中的居住者，已经切断联系、分道扬镳了。

福寿园是从政府手中获得土地使用权，建墓穴，然后将墓穴的使用权租用给顾客。

注意土地使用权并没有转让给客户。客户购买的墓穴是不附带土地证的。

未来如果可以通过缴费或其他方式延长土地使用权，由福寿园缴费，土地继续属于福寿园。

如果同样用房子来类比说明的话，福寿园的客户相当于只是一次性交清了 20 年房租及物业费。

房子和脚下的土地，法律上的所有权依然属于开发商（福寿园）。

第二，后续黏性。

正因为上述土地权属问题，无论是躺在墓穴里的逝者还是其后人，将长期的、无可选择地与福寿园保持紧密的联系和商业往来。

如果未来不再续交租金的话，房东（福寿园）是有权力将租客（骨灰盒）驱逐，并将房子重新租给其他房客的。

（几十年后放弃缴费并失联的相关风险和处理方式，后面发展空间部分再聊）。

虽然房地产开发商一般也同时提供物业服务，但房地产行业的物业服务，本质上讲是任何主体都可以提供的，是红海里近于无差别的竞争。

而且物业管理工作琐碎复杂，对人力资源需求很大，很难有巨大的利润空间。

所以截至目前为止，房地产企业的物业部门，更侧重于为房屋销售服务，本身并没有什么利润甚至是赔钱的（当做销售费用看待）。

福寿园提供墓穴租用后，后续的物业服务只能由福寿园提供。

总体来说，墓园的维护工作，变量很少（享受服务的基本不再诞生新要求），大体标准化且极少有紧急事件发生，总体满意度常常超预期。

对此类物业服务费用，通常顾客是在办理“入住”手续时，就一次性预缴 10~20 年的费用。

这笔费用少则数百元/年，多则数千元/年，看似不高。但由于墓穴通常占地就 1~3 个平方，每平米收费标准常常是住宅物业标准的数倍甚至数十倍。

该款项中的少部分由监管部门监管使用，专项用于墓园管理，大部分收下就是利润。

第三，囤地待涨。

房地产行业的囤地行为，是政府层面打击的。

比如 2020 年 9 月成都市高新区财政局就下过一份文件，禁止高新区内金融机构向李嘉诚旗下的和记黄埔成都公司及其项目提供新增融资、贷款，禁止区内金融机构向和记黄埔进行重大资产重组提供帮助，原因是该公司存在捂地、捂盘等不良行为。

墓园的捂地行为几乎是政府要求的。

几乎所有的地区都有限制顾客购买墓穴资格的相关政策，例如去世后才能买，年龄超过 70 或 80 才能买，重病才能买，一人去世提前预留其他家庭成员墓穴才能买等等。

总之原则就是：只有在被证明有需要的时候，才允许购买，尽可能地禁止提前购买，同时也禁止转让。

而墓园土地（标准用语殡葬用地），是政府一次性划拨或出售给墓园经营者的，这就必然导致一种房地产行业里被禁止的获利模式，在墓园却是合理合法的，那就是：捂地。

而且奇妙的是，墓园土地可以超出土地使用权最后期限销售。

比如福寿园有些墓地的使用权已经卖超（意思就是假设土地使用权截止日期是 2020 年 12 月 31 日，但公司可以今天把墓穴卖给顾客，且将管理费用收到 2040 年），但政府相关部门出具书面函件确认不违规。

基本可以确定，未来土地到期后，适当续费就可以继续使用（续费的标准问题，我们放在政策风险部分谈）。

正因为这样，福寿园的土地大部分是未开发状态（即捂地）。

毕竟伴随着收入水平的提高，未来墓穴的价格几乎可以预期必然上涨（此处投资者可以做公司上市以来，各个墓园平均墓穴售价的数据统计和走势图）。

成本不变、售价上涨，无疑会给公司带来更多利润。

捂地也是福寿园账面 ROE 不够高的原因。

举个简化的例子说，就是公司买下 100 单位土地，成本全部计入 ROE 的分母。

产生的利润主要有一明一暗两块，明的是当年销售出去的 5 份土地带来的，记录在利润表里，是计算 ROE 的分子。

暗的是手中所捂的 95 份土地当年的增值，不记录在利润表里，不作为 ROE 的分子。

扩张过程中，不断有资本从产生利息收入的货币基金或金融资产，沉淀为只产生暗收益的墓地资产。正是这个原因，导致即使在超高毛利率的销售数据下，ROE 看上去却并不怎么诱人。

第四，土地的主要获取方式。

房地产行业竞争者众多，土地拍卖是各地方政府主要财源，政策监管严格，地价高昂。

殡葬用地是受限制用地，是在当地民政部门和国土部门在按照死亡人数预期，规划出合适的数量后，划拨或者挂牌出让。

地方政府和媒体对于该类土地的关注度不够，接受划拨或者参与竞争的同行很少，土地基本上无需高价获得。

今天我们登陆自然资源部不动产登记中心旗下的中国土地市场网，查询殡葬用地，我们会发现绝大部分依然是划拨方式，拍卖和挂牌出让占比至今仍然极小。

序号	行政区	土地坐落	总面积	土地用途	供应方式	签定日期
1.	农十四师本...	第十四师224团	4.048100	殡葬用地	划拨	2020/10/17
2.	九江县	沙河经济技术开发区毛桥村、兰桥...	21.895300	殡葬用地	划拨	2020/10/16
3.	武城县	老城镇东屯村东、运河大道路南	0.529000	殡葬用地	划拨	2020/10/15
4.	平阳县	平阳县昆阳镇蒙垟村	5.326300	殡葬用地	拍卖出让	2020/10/14
5.	南靖县	南靖县金山镇东建村	0.209700	殡葬用地	划拨	2020/10/13
6.	东宁县	东宁市凤凰山南侧、东侧	4.537800	殡葬用地	划拨	2020/10/13
7.	绥江县	绥江县会仪镇和平村二十组	0.896355	殡葬用地	划拨	2020/10/10
8.	巢湖市本级	坝镇湖东村委会附近山地	1.475300	殡葬用地	划拨	2020/10/10
9.	长白朝鲜族...	八道沟镇	0.300115	殡葬用地	划拨	2020/10/10
10.	绥江县	绥江县南岸镇南岸村十七组	1.415391	殡葬用地	划拨	2020/10/10
11.	潮州市本级	湘桥区意溪镇下坪村白塔岭	0.879066	殡葬用地	划拨	2020/9/30
12.	徐水县	崔庄镇大辛庄村	2.024571	殡葬用地	划拨	2020/9/29
13.	安吉县	递铺街道古城村	1.582700	殡葬用地	拍卖出让	2020/9/27
14.	泰和县	澄江镇桔园村	1.995700	殡葬用地	划拨	2020/9/27
15.	平江县	长寿镇致富村、郑墩村	2.959800	殡葬用地	划拨	2020/9/25
16.	玉环县	楚门镇塘垟岙村	0.383200	殡葬用地	划拨	2020/9/24
17.	锦州市本级	东至帽山公墓，南至二郎洞村，西...	7.652100	殡葬用地	挂牌出让	2020/9/23
18.	邳州市	八路镇岠山西坡	2.436397	殡葬用地	划拨	2020/9/23
19.	武定县	武定县狮山镇狮山大村	5.785200	殡葬用地	挂牌出让	2020/9/21
20.	冠县	冠县梁辛庄村土地北侧，梁辛庄村...	0.606100	殡葬用地	划拨	2020/9/21
21.	云和县	云和县凤凰山街道西弄村桑后湾	0.049700	殡葬用地	划拨	2020/9/18
22.	桐城市	市范岗镇高黄村	0.952700	殡葬用地	划拨	2020/9/18
23.	大观区	位于安庆高新区山口乡联胜村境内...	3.318210	殡葬用地	划拨	2020/9/18
24.	库车县	库车市玉奇吾斯塘乡G3012吐...	7.404400	殡葬用地	划拨	2020/9/16
25.	库车县	库车市玉奇吾斯塘乡G3012吐...	0.242000	殡葬用地	划拨	2020/9/16
26.	库车县	库车市玉奇吾斯塘乡G3012吐...	1.332700	殡葬用地	划拨	2020/9/16
27.	岐山县	凤鸣镇吴邵村	0.464900	殡葬用地	划拨	2020/9/16
28.	固镇县	五里井村水泥路北侧，利宝再生...	3.427610	殡葬用地	挂牌出让	2020/9/15
29.	遵义县	遵义市播州区苟江镇红山村	5.163500	殡葬用地	划拨	2020/9/11
30.	遵义县	遵义市播州区苟江镇钧江社区	1.841300	殡葬用地	划拨	2020/9/11

共18页　共521条记录 首页 上页 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10 ... 下页 尾页 1 go

正因为划拨方式为主，所以市场参与者基本上就是现有的业内人士。

说透彻一点，就是围绕在民政部门周围，长期与殡葬行业相关的小利益团体。

其他投资主体，根本无法预期能否获得经营原材料（殡葬用地），不可能提前进入这个行业去等地。结果就是真有地的时候，也很难及时参与竞争。

由于土地的划拨方式，加上殡葬用地主要以不适宜从事其他用途土地为主，所以大部分土地低廉的超乎想象。

比如我们点开上面截图的链接，看最近的土地划拨价格（只有部分划拨土地披露成交价格）：

10 月 17 日这块地，4.0481 公顷（1 公顷=15 亩=1 万平米）。位于新疆和田市外约 75 公里处，价格 81620 元，折合每亩 1345 元，每平米 2 元钱（你没有看错单位，就是 2 元钱/平米）。

但若是拍卖，成交价格立刻就不一样了。

还是上图，第一个拍卖出让的平阳县那块地 5.3263 公顷（53263 平米=80 亩），位于浙江温州市外约 50 公里处，成交价格 4887 万元，折合 61 万/亩或 917.5 元/㎡。付款要求为 2020 年 11 月 11 日付一半，2020 年 12 月 12 日付一半。

当然，地价还受区域购买力和土地等级差异影响，但两地的墓穴价格差异不可能夸张到数百倍。区域购买力和土地等级解释不了大部分价差，只能归结为拿地模式的差异。

第五、土地供应量。

房地产的土地供应是源源不断的。政府在不断拓展城市空间，不断将生地变成适合房地产开发的熟地。

不仅如此，每一块土地的开发行为本身，实际上也在催熟隔壁地块的供应。

任何房地产商的每一份投入和努力，吸引到买房和入住客户的同时，也抬高着隔壁地块的价格，并给自己招来竞争对手。

这也是老唐五六年前于某论坛分享过的困惑，2017 年 6 月 27 日的《生人勿近诞生记》一文引用过：

老唐对地产一直不感兴趣，原因是很多年前，一个做地产的熟人，曾经这样吐苦水：

3000 万买一块地，求爷爷告奶奶地走通各个环节，起早贪黑担惊受怕的八个杯子五个盖，总算把房子修起来卖的七七八八了，一算账能赚好几千万。

但赚了钱，不能就这么回家抱娃吧，还得买地继续滚啊。隔壁去一看，本钱加上利润，也就勉强购买隔壁差不多大一块地。

这搞房地产的，终极形态到底是什么样子呢？

现金买地—建房换现金—现金买地—建房换现金—现金买地……周而复始。最终留给股东的，不知道是一堆现金，还是一大片荒地？

如果始终不产生或者很少产生现金流，投资者的回报，必须寄期望于牛市来临，这很难让我夜夜安枕。

殡葬用地不同。

每个地区人口的年度死亡人数，是有基本稳定的历史统计数据的。未来的预期，也可以根据年龄结构和平均寿命做大致准确的计算。

政府会根据这个计算，在土地规划中，规划出未来 N 年需要的殡葬用地，通过划拨或出售的方式释放，此时土地成本被提前锁定。

然后在该规划基本满足需求的时间跨度里，该城市很难再释放新的殡葬土地。

墓园经营者的每一分投入，除了提高自己所捂土地的附加值外，不会给自己增加竞争压力。

所以，从土地供应量角度看行业格局，墓园和房地产行业的原材料供应有天壤之别，这也决定了两者的经营方式有着巨大的差别。

当然，这并不意味着彻底杜绝竞争。

毕竟农村荒地、同区域其他墓园，甚至包括一些灵骨塔、庙宇、道观、商品房或小产权房屋以及天葬海葬不葬等多种方式，都有可能成为曲线的行业竞争对手。

这些老唐放在行业竞争部分谈

未完待续……

老唐还在精校《手把手教你读财报：新准则升级版》。只是休息时，抽空凭兴趣码文，请勿催更。驾校除名，越催越慢

刘勇

老唐为何不参与美股的高科技公司和中国的新经济公司？能力圈可以进一步拓展，从某种角度看，可

能有点偏固执了。

作者

没事，有你呢。不缺我一个，你先赚着，我们过几年慢慢跟上

小杨

对于福寿园这个企业，作为一个年轻人我对它还是有些发怵　的。老唐，方丈曾经这样表达过：房地产跌，居民净资产下降，会压缩支出，包括购买墓地的支出，不利好福寿园。老唐觉得呢？

作者

不评价别人。你可以直接换个名词试试，比如：房地产跌，居民净资产下降，会压缩支出，包括吃饭支出，不利于餐饮；房地产跌，居民净资产下降，会压缩支出，包括打游戏的支出，不利于腾讯；房地产跌，居民净资产下降，会压缩支出，包括网购支出，不利好阿里巴巴……

正子非

Roe 不高，我概括一下老唐的意思就是:买来不卖！

正子非

买来地，放在资产中，不着急卖出去，造成所有者权益高，但利润体现的少！重要的是，越不着急卖，以后卖的价钱越高！

第850篇.　　2020.10.24 - 弱水三千的选择--by@老齐007

老齐 007　唐书房　2020-10-24

在投资界的大海中选择了老唐这一“瓢”饮，且甘之如饴。

读后感继续写起来，做好长期准备，要一直跟在队伍后面，哈哈。

这段时间读翻来覆去读《巴芒演义》，又挖出许多宝来。

老唐鼓励大家“把双手放在键盘上，给自己一个成长的机会”所言非虚，特别认同“输出本身已经是对自己的巨大帮助，是非常深入的学习过程”，这种难得的机会（至少有老唐这种大神级的读者会看一遍，哈哈哈），要紧紧抓住才好。

本周读书感悟有以下三点：大师们的自我怀疑精神值得学习、良好心态是价值投资重要利器，以及偷师幽默的叙事方式。

1、大师们的自我怀疑精神。

第二十五回，格雷厄姆晚年在接受查尔斯·埃利斯（曾是耶鲁大学投资委员会主席、有影响力的财经书籍出版人）访谈时，勇敢地否定了为自己建立声誉的《证券分析》。

老唐这样评价：不仅显示了伟大胸襟，也说明他一生没有停止思考。

对于已经功成名就的格老来说，所谓的“晚节”抵不过他对自己不断提升的认知，着实值得钦佩。

在我看来，这才是终身成长的优秀典范。

巴菲特在走向价值投资的道路上，也是从怀疑崇尚分散投资的格老师开始，吸收了芒格“买下由优秀的人掌控的优秀企业”的理念（P207），受到费雪“选择成长股的 15 个原则”影响加持（P210），才能做到不断打破对固有旧观念的束缚（P325），优化建立起适合自己的投资体系。

老唐的自我怀疑更是“跃然纸上”，虽然很大程度上是被各类狗血留言逼迫无奈，但相信更多是他提醒自己避免思维固化的一种方式。

实盘周记甚至公号其他文章中，经常看到老唐用颜色、字体着重强调的强烈申明：“本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能充满老唐个人的偏见和错误。文中提及的任何个股，都有腰斩或翻倍的风险。请坚持独立思考，万万不可依赖老唐的判断或行为作出买入或卖出决策。切记切记。”

莞尔过后，会在抄作业之前认真多读几篇（遍）文章、硬着头皮读报表，学习征程也就此开始。

已经在投资领域取得成就的大师们，仍然会对未知抱有敬畏，把过去的成绩看作起点，这种自我怀疑、不断思考的精神，无论用于投资还是自身成长，都是必须经历且长期保持的修行之路。

牛市中容易制造“股神”，而真正日拱一卒的人，才能领略价值投资的真谛，安心收获与优秀企业共成长的果实。

2、良好心态的重要作用。

《价值投资实战手册》中，主要介绍了两部分内容，而“正确面对股价波动”应该可以说是进入价值投资正轨的“敲门砖”。

老唐说：投资者真正要关注的，是企业真实盈利的增长，股价波动只是给你送钱多少的区别。

《巴芒演义》同样多次提示良好心态是步入投资正轨的铺路石。

格雷厄姆和巴菲特等大师，经历过数次股海起伏不定的谷底和巅峰，正因为“真知、行不难”，他们坚信优质企业即便一时“落难”，价值回归也只是时间问题，只要保持始终在场上即可，最终这些坎坷成为伟大人物的奠基石。

普通人在获得“真知”的道路上，必然会遇到各种煎熬与考验，拥有坦然面对市场先生神经质的良好心态，是在磨练中成为更好的自己的有利“武器”。

每当看到老唐公号一些质疑甚至出言不逊的留言，不齿之余竟然会有些小小的窃喜（修炼不到家啊），

如果市场上少了这些头脑发热且不愿意对自己负责的投机者，书房里的大部分理智房客，或许被市场强行送钱的机会少了很多，象我这种量子级小散，也没有机会抄作业，乃至失去搭上“老唐号”高铁的契机。

老唐竟然不拉黑不关心文章只关心短期收益的所谓“唐粉”，还屡次给留言上墙机会，估计也是用“鲶鱼效应”提醒其他真爱粉，保持良好心态的法宝就是：别瞅傻子，瞅地！

3、幽默叙事使投资更有乐趣。

不记得哪位读者评论过，老唐是投资类作者中评书讲的最好的牛人，刚开始选择关注老唐，行云流水的叙述+幽默的调调吸引力占比很大。

这回老唐真在《巴芒演义》中用评书方式讲起段子来了，对比大多数投资理念类书籍，这本书的简直可以说是一股清流，界面友好，互动性强，随便翻到哪一页重读，都能找到乐不可支的片段，哈哈。

第十八回，对比巴菲特和蔡至勇道德观和财富观的差异，用“善良的复利”形容老巴的财富值和影响力；

第二十六回，描绘老巴日常生活时，老唐用了“大致相当于普通中产秃头男+地下室埋着一块永远不能动的巨型金砖吧！”让人忍俊不禁却又精准的评价；

第二十七回，老唐用中翻中戏谑烟蒂投资中的交易对手——“永远不要低估烂人的下限”；

第三十五回，巴菲特收购通用再保险时，老唐站在老巴的角度猜测时，用“真是一颗好白菜被猪拱了”表述……生动和接地气儿的语言，

我准备偷偷学一两手，在向家里刚刚迈入投资大门的两小只转述价值投资相关理念时，应该能够吸引更多的注意力。

学习价投的过程中，如果能让自己也变的有趣有料一点点，那就赚大啦。

《演义》自序中老唐谈到“赢得比赛首先要能够跑完全程”，投资道路上大多数普通人心情的波动起伏不可避免，有这么一个风趣乐观、热爱研究又愿意主动传播价投观念的大咖陪着，岂不是一件太幸运的事么？

第851篇.　　2020.10.24 - 老唐实盘周记2020/10/24

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-10-24

本周交易

无

当前持仓

目前持仓茅台 38%，腾讯 24%，洋河 16%，分众 11%，古井 B5%，海康 5%。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	38%	19000±10%	＜9500	23000	21548	1715.33	47.11%
腾讯控股	24%	55000±10%	＜27500	60000	46405	561.50	49.97%
洋河股份	16%	3150±10%	＜1575	3700	2463	163.42	52.02%
分众传媒	11%	……	＜670	1585	1356	9.24	49.27%
古井贡B	5%	666±10%	＜333	800	376	86.58	25.17%
海康威视	5%	4400±10%	＜2200	5800	3659	39.15	22.19%
沪深300						4718.49	15.18%
上证指数						3278.00	7.47%
2020/10/24			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8625	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	39%	19000±10%	<9500	23000	21506	1712.00	46.83%
腾讯控股	24%	55000±10%	<27500	60000	46108	557.00	48.77%
洋河股份	16%	3150±10%	<1575	3700	2311	153.38	42.68%
分众传媒	11%	……	<670	1585	1372	9.35	51.05%
古井贡B	5%	666±10%	<333	800	376	86.37	24.87%
海康威视	5%	4400±10%	<2200	5000	3596	38.48	20.10%
沪深300						4791.68	16.97%
上证指数						3336.36	9.38%
2020/10/17			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8639	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同而发生小幅变化；

②老唐买点或卖点，代表如果公司总市值触及此数值，老唐计划买入或卖出，与个股历史买入成本无关；

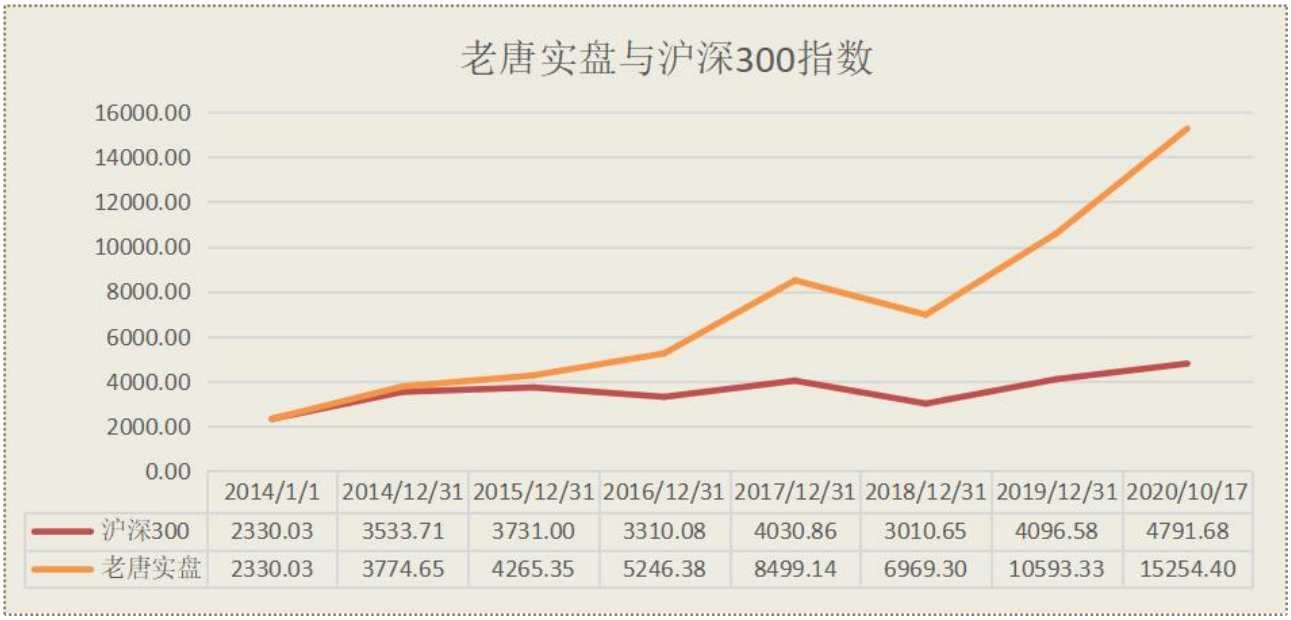
③仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2020 年内收益 45%（四舍五入数据）。

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，45%（均不含新股中签收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 659。以 6.81 年折算，年化收益率约 31.9%。

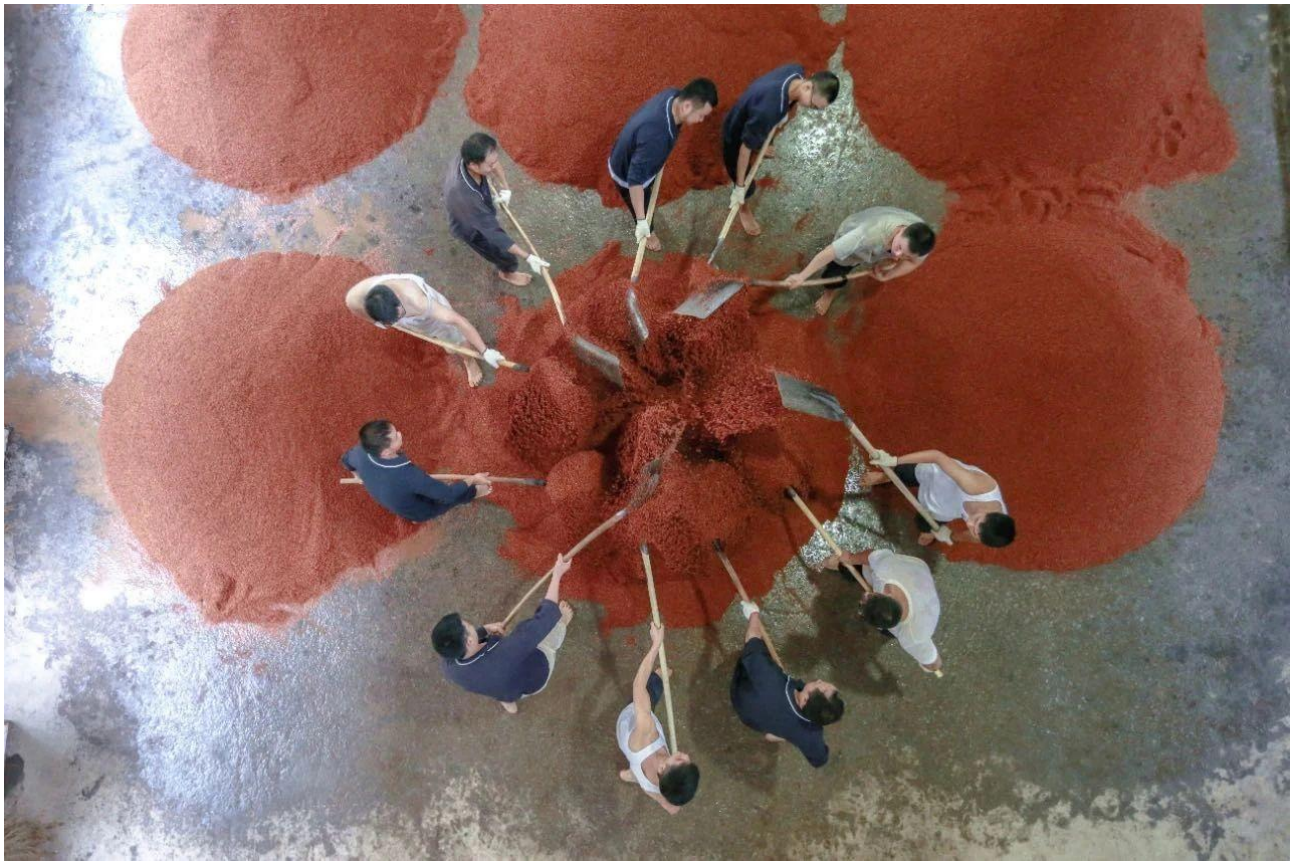


	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/10/17
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	4791.68
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	15254.40

重要事项

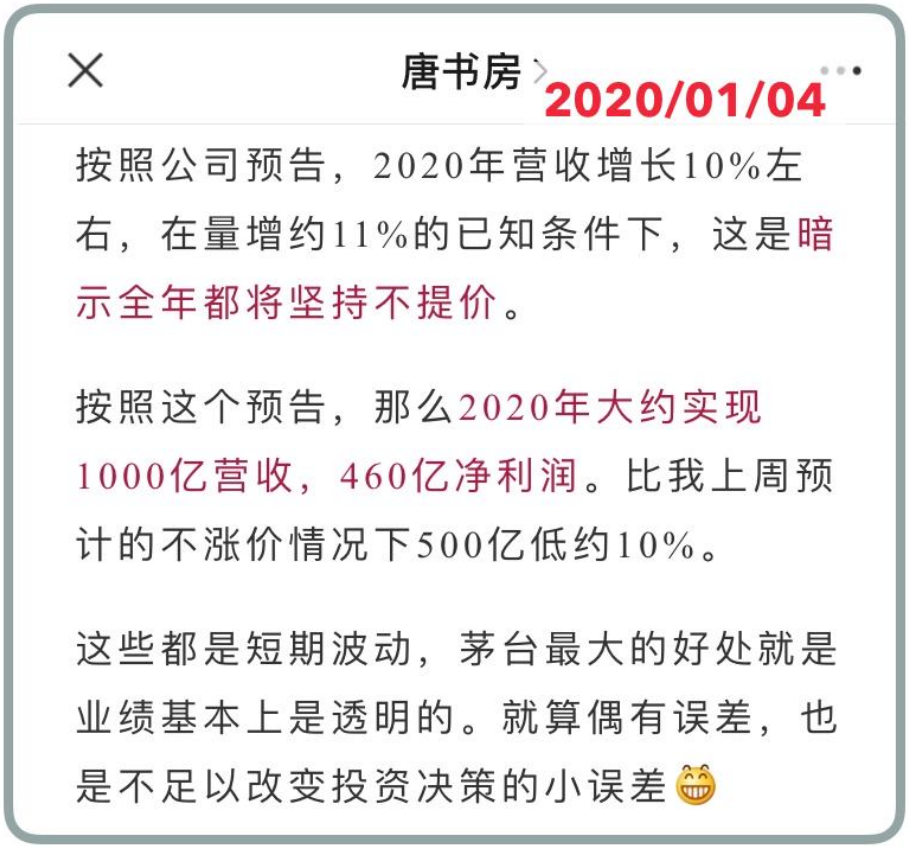
1. 茅台下沙。

本周一，茅台启动 2021 年度酿酒下沙工作，新一轮印钞机启动。



明晚茅台要出三季报了，三季报主要看点就是看本年度是否有超 460 亿净利润预期的迹象。

高董，冲冲 500 亿，给个机会上调卖点，让老唐也偷偷懒呗



2. 洋河三季报

谁能想到 2020 年至今，老唐持股组合里涨幅第一的居然是洋河呢？

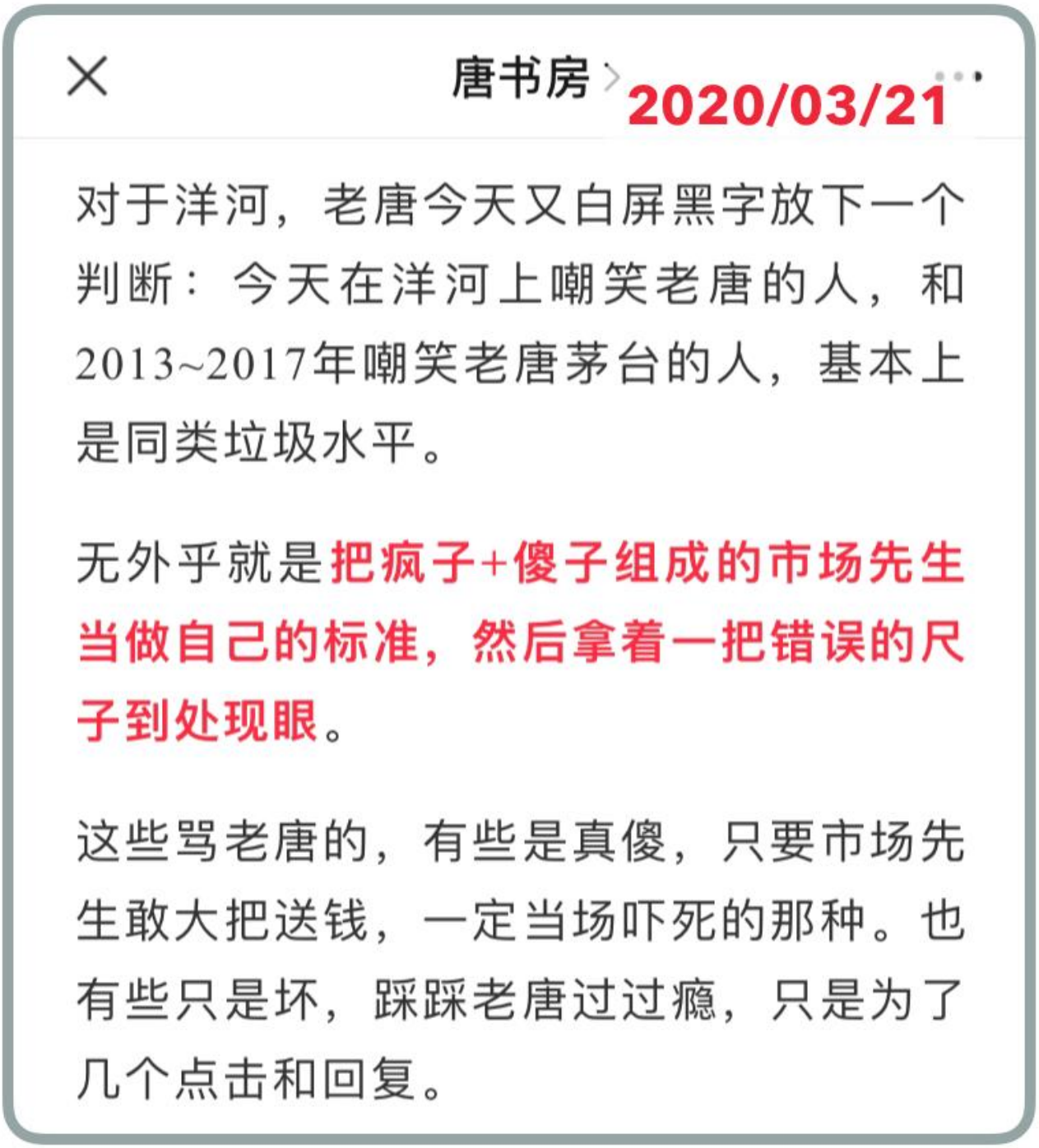
一贯牛叉哄哄的阿茅，居然在六只持股里涨幅排第四，连中位数都没达到。这个小同志不够努力嘛

仅仅在 7 个月前，老唐还因为洋河（及分众）被骂到要写文章还嘴。

在 3 月 21 日的《我的第一难和你的第一难》那篇文章中，老唐先回顾了在茅台上享受过的同等待遇：

老唐早已炼就铁头功。早在茅台从 200 元下跌到 118 元的过程中（2013 到 2014 年间），不断买入的老唐就因不断发表乐观看法，同时股价不断下跌（市场强行送钱），而收获无数此等待遇。

然后写下这样一段略带赌气味道的话：



只是 7 个月而已，相对于文章发表时的股价 80.5 元而言，居然翻倍有余（居然一词，很显然暴露了老唐也没有想到）。

那些“只要市场先生大把送钱，一定当场吓死的”朋友，以及“为了几个点击和回复，踩踩老唐过瘾”的大小 V，通通隐匿了伟岸的身躯。

老唐至今从未听到有人说过一句：“不好意思，我当时骂你骂错了”。

此情此景，忍不住篡改东坡先生词一首《西江月.世事一场大梦》

世事一场大梦，市场几度秋凉。跟风无情中山狼，此时假装遗忘。

股贱常遭人踩，价值多被云妨。重阳齐登涨幅榜，把酒共庆书房。

小小调侃两句，言归正传，说说洋河三季报。

三季报信息简单，主要看点是第三季度单季营收正增长，配合市场反馈的M6+推广的正面消息，总体来说洋河的渠道改革阵痛应该是进入“结束的开始”。

净利润的微增，不值得高兴。主要是多年前投资的中银证券今年上市，带来的市价波动约13亿（对应增加近10亿报表净利润），对冲了前三季度主业收入减少21亿带来的压力。

狗屎运的成分多一些，没啥值得高兴的。

公司年初提的目标是全年营收力争保平。

目前是189亿，距离2019年营业收入231亿还差42亿。

虽然三季度末公司账面保有合同负债约39亿，似乎只要完成这些预收款的发货，距离42亿就不远了。

但鉴于四季度基本上一直是洋河的淡季——消化国庆中秋前的集中发货，且春节备货高潮还没来，

过去五年洋河的第四季度营收分别为24亿，25亿，30亿，32亿，20亿，占当年营收的比例仅为9%~15%之间。

从这个营收分布来说，今年营收持平的目标几乎不可能完成，估计最大可能也就是落在220±5亿范围内。

但净利润同比增长的机会倒是挺大的，很大程度会受到中银证券的股价波动。不过，这个没法判断。

暂时而言，对于洋河三年后估值、买卖点均不作调整，继续观察渠道改革效果、M6+全国铺货及即将推出的M3新品的情况。

3.分众三季报

分众的情况，在预告出来时就已经单独行文聊过了，这里简单补充两句。

三季报数据贴着预告的上限。

单独第三季度在影院基本不营业情况下，仅以梯媒收入就实现了同比（梯媒+影院）的正增长。单就梯媒收入来说，单季同比实际增长约20%，回升态势相当明显。

按照当前形势，如果疫情没有反复，明年将影院映前广告收入叠加上去（国庆档火爆，全国取得有史以来第二高的国庆档期票房），估计2021年能创出分众的营业收入历史新高来（历史记录是2018年的145亿）。

三季报信息太少，等年报出来再看看是否有新的判断。

4.海康三季报

海康三季报比预想的情况好一点儿。

第三季度单季营收增长明显，全年营收增长部分，主要是在第三季度实现，也可以看到我国在疫情管控有力的前提下，国内经济先于世界经济整体复苏的显著特征。

应收账款回收情况良好，经营现金流数据喜人。

但三季度人民币大幅升值，看样子完全出乎管理层意料之外。

由于升值导致的汇兑损失，反应在财务费用上同比增加了约 7 亿多净损失——去年前三季度由于汇率因素造成额外赚了约 6 亿，而今年则是亏约 1.5 亿。

凭运气赚来的，凭实力吐出去了。这部分差额基本都在第三季度里实现，造成同比减少了约 6 亿报表净利润。

我对宏观经济一窍不通,我认为汇率与利率根本无法预测。好在我在做分析与选择投资对象时根本不去考虑它们——沃伦.巴菲特

若撇开不可控的汇率因素，从经营层面说，前三季度营收增长约 5%，净利润增长略超 10%。

基本上可以看作已经度过了中美贸易战、被列入实体清单等事件打击的暗黑时刻，踏上寻找“失去的 2018 和 2019 年”之征途（主要依赖从安防向更多场景应用拓展）。

年初文章《鼠年开篇散打》里，我给海康的判断是“受轻微冲击”。

从三季度数据基本可以确定，企业靠自己的努力，已基本化解中美关系和新冠疫情导致的压力，全年正增长和 2021 年正常幅度增长应该都是可以预期的。

不过目前的国际形势以及海康牵涉的 XJRQ 问题指控，短期内很难看到缓解。

国外的采购和推广两方面都依然可能时不时再遭某些国家和机构指责和打压。这是生意特性决定，只能随它去。

终于看到海康度过 2018 和 2019 两大黑天鹅冲击的光明迹象，可以下手微调海康一年内卖点了。

2020 年暂时保守按照和去年 124 亿持平考虑，未来三年年均增长依然取值 2017~2019 年困难期的扣非增长率 120/73=164%，对应年化增长 18%。

即 2021 年净利润按照 124×118%估算为 145 亿，2023 年净利润按照 124×164%估算为 200 亿。

海康威视由于企业经营模式特点，应收账款占比一直较大。我估值时采用报表净利润打八折视为自由现金流。

故三年后估值维持 4400±10%不变，买点亦维持不变。

（200×80%×25~30=4000~4800）

一年内卖点取“三年后合理估值上限的 150%”vs“2021 年自由现金流的 50 倍”二者中较低的一个：

4400×110%×150%≈7200 亿，

145×80%×50=5800 亿，

故一年内卖点上移为 5800 亿，对应股价 62 元。

至于许多朋友关心的某著名私募进入十大股东之事，抱歉，老唐不关心别人的买卖行为，没有观点可以分享

5. 本周无读书笔记入选。

可以理解，在近百篇入选笔记之后，再发现新的切入点，再展示新的思考点，的确是难度大大增加了。

不过，即便没有入选，即便你的思考角度和别人有重复，但输出读书笔记，其实是一个深度阅读和深度思考的过程，最大的受益者是你本人。

所以，我还是希望朋友们能够将双手放在键盘上，好好想想《巴芒演义》带给你哪些触动，解决了你投资过程中的什么困惑

本周运动

本周因故无运动，仅陪我家领导散步三次，合计 21 公里。

周六同口径除皮净重 84.1kg（175cm），环比降低 0.3kg

下周预计交易

无

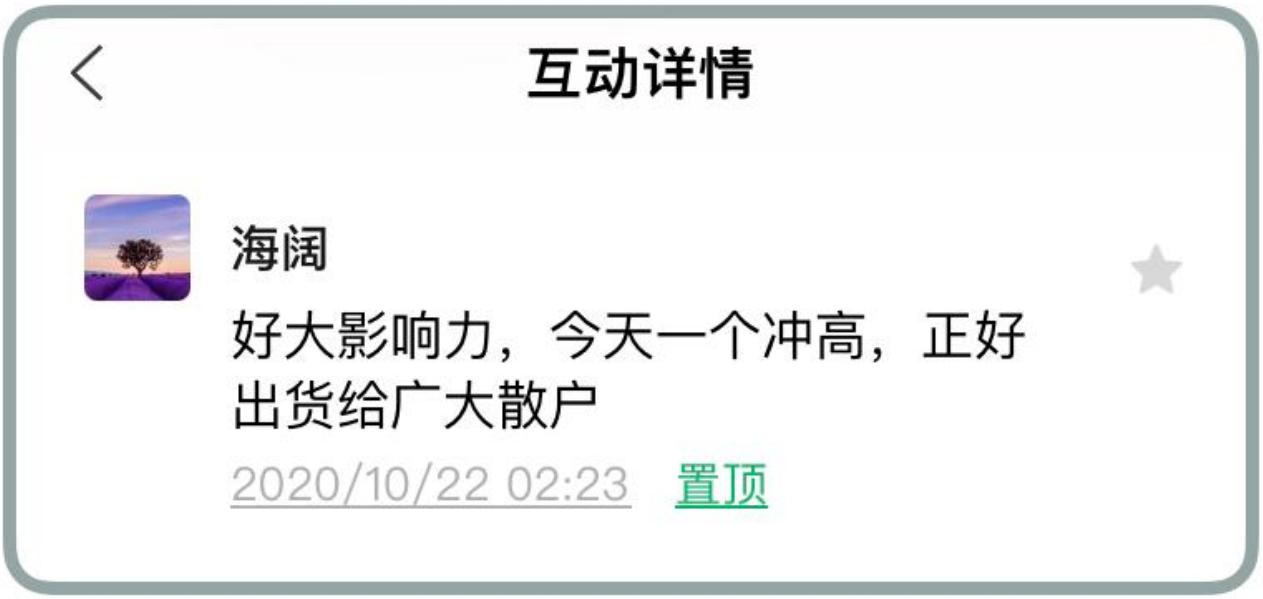
下周茅台和古井披露三季报。

其他：

再次提醒关于福寿园的事情。

书房福寿园文章，仅为分享研究方法，不代表老唐对股价走势的判断。

截止此时，老唐本人及本人控制的账户，从未持有过福寿园 1 股股票，自然也谈不上卖出。



类似上图这种在书房待了快一年，还能以为老唐靠忽悠接盘侠赚差价的读者，我实在担忧其在书房受骗，只能拉黑避免被我的文字误导（不止一位）。

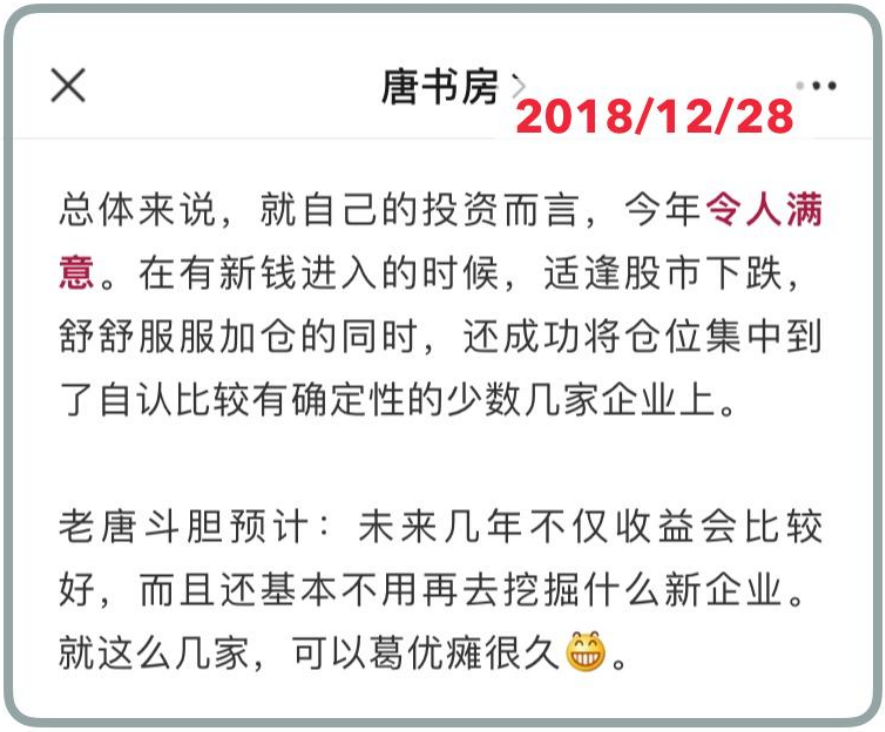
（不过，公众号有个好处，拉黑只能让对方不能实时收到推送、不能打赏、不能留言和发消息，并不妨碍在书房翻阅文章。挺人性化哈）

真心期望持这种想法的朋友，能稍稍进化一下大脑，不要将自己刑拘在想象出来的狭隘世界里。

睁开双眼看看，这世界是有杀猪盘，但也真有很多光明的、愉悦的赚钱方法。

早在 2018 年年终总结《老唐的 2018》一文里，老唐面对年度收益-18%的账户，信心十足地对未来做

出乐观判断并这样写道：

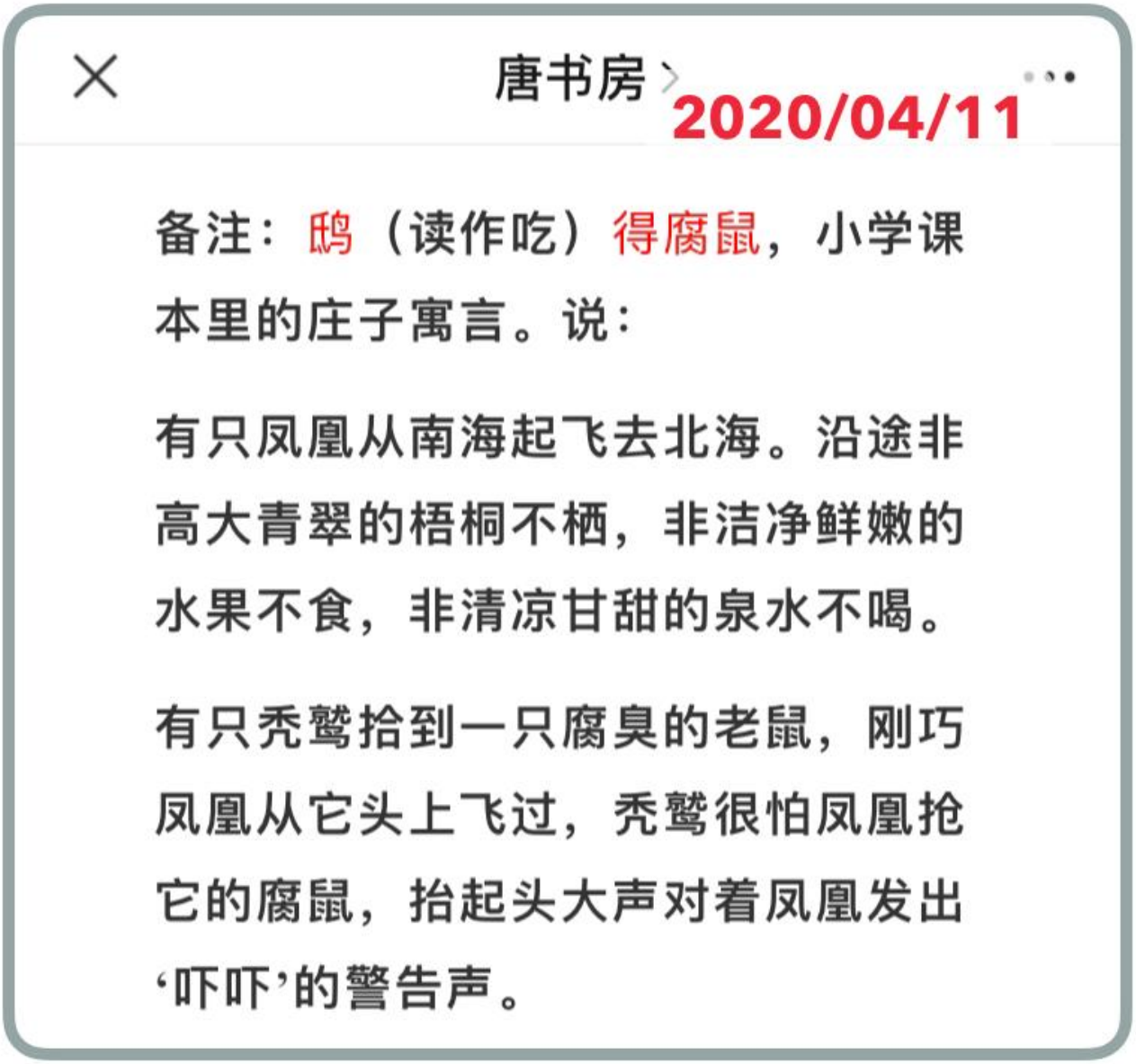


从 2018 年底至今，除了中签新股之外，老唐没有卖出过 1 股股票（为了不到 10%的涨幅，忽悠粉丝接盘，把老唐的“贪婪”程度想象的太小了）。

正如文中所说，就这么“葛优瘫”着（偶尔的新进入小钱，都加在这六家企业上），过去两年也已经实现翻倍有余（2019 年 52%，2020 年目前 45%，1.52×1.45=2.2）。

2018 年下半年卖掉叠拼加仓的“有确定性的这少数几家企业”，已经舒舒服服帮助老唐实现了一套换两套。

我希望这些朋友能知道，这世界并不是“总有刁民想害朕”，不是所有人都盯着你怀里的“腐鼠”



希望书房能让你的世界逐渐地有那么一点点光明，不再那么阴暗，那么抑郁

不过，可惜的是，2021 年可能没法再继续葛优瘫了。

今年年底前，手财升级版会面世（第一次精校已经搞完，书稿已返回出版社），给这件事情画个句号后，明年需要走一轮点杀，翻一些财报了。

眼看着某些企业就在卖点附近晃悠，不得不为可能退出来的部分资金，找找出路了。总不能拿着一些预期 20 年翻一倍的类现金资产过日子，对不？

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。

文中提及的任何个股，都有**腰斩**或翻倍的风险。请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记

祝朋友们周末愉快

嗣龙

第一次能抢到地板？分众 海康都有减仓 逢低吸回来

作者

减仓然后逢低吸回来，是市场先生给错误行为颁发的奖金，主要目的是鼓励你下次犯错，它想听你发音“哦豁”

大道至简

手财升级版和手财的区别是什么？

作者

更好读，更简洁的手财优化版，外加半本新会计准则升级版内容，涉及到新金融工具准则，新收入准则，新租赁准则，新政府补助准则等 2017~2019 年大量修改的新会计准则。全书大约有手财的 150%以上厚度。

xingxia

老唐请问看不懂手财， 多看几遍就有收获了？要不要先看看其他？

作者

看懂其实不难，对照一份茅台财报走一遍，一定能懂。但不要将“看懂手财”和能从财报上读出企业价值画上等号，这只是个起点，是让你知道财报说的是什么。理解财报数据所代表的逻辑和含义，道路还很远，需要日拱一卒，慢慢来。

乐嘟嘟

下周蚂蚁金服开始申购了，唐老师准备打吗？这次融资体量这么大，估计中签率会很高，招股价格据说很高，市盈率高得吓人，害怕成为第二个中石化。。。

作者

我大 A 新股，我一直是无脑打的，管它蚂蚁还是大象

苹果

老唐，洋河我是十一前 125 块多买的，过完节后就大涨，总感觉洋河还没到业绩反转的时候，这种市场情绪的钱，会失去的。

作者

我不会“觉”，我也不买业绩反转。失去就失去呗，何必在意，市场先生犹如天边浮云，今天来了，明天走了，后天又来了，这是它的常态，不需要珍惜，也不需要关心。

幸福守望者

老唐，看了你价值投资手册，关于企业估值还是有点没看懂，主要是智商有限，数学水平太差，有没有稍微简单点的算法？

作者

三年后自有现金数额×25 就是合理估值，合理估值的一半为买点。还要怎么简单？我想不出来更简单的表述了

玄奘之行

为什么是 20 年一倍呢？

作者

年收益按 3.6%估，20 年翻倍，百度一下“72 法则”？这是投资人必备的口算口诀。

第852篇.　2020.10.28 - 如何从零开始研究一家企业（以福寿园为例）02

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-10-28

开场之前，先说一段题外话：

今年走狗 shit 运，老唐的持股轮番大涨，交替创出历史新高，朋友们也都赚的盆满钵溢，高兴之情溢于言表，表扬老唐几句也是人之常情。

但别怪老唐扫兴，跳出来提醒大家：切莫神话某人

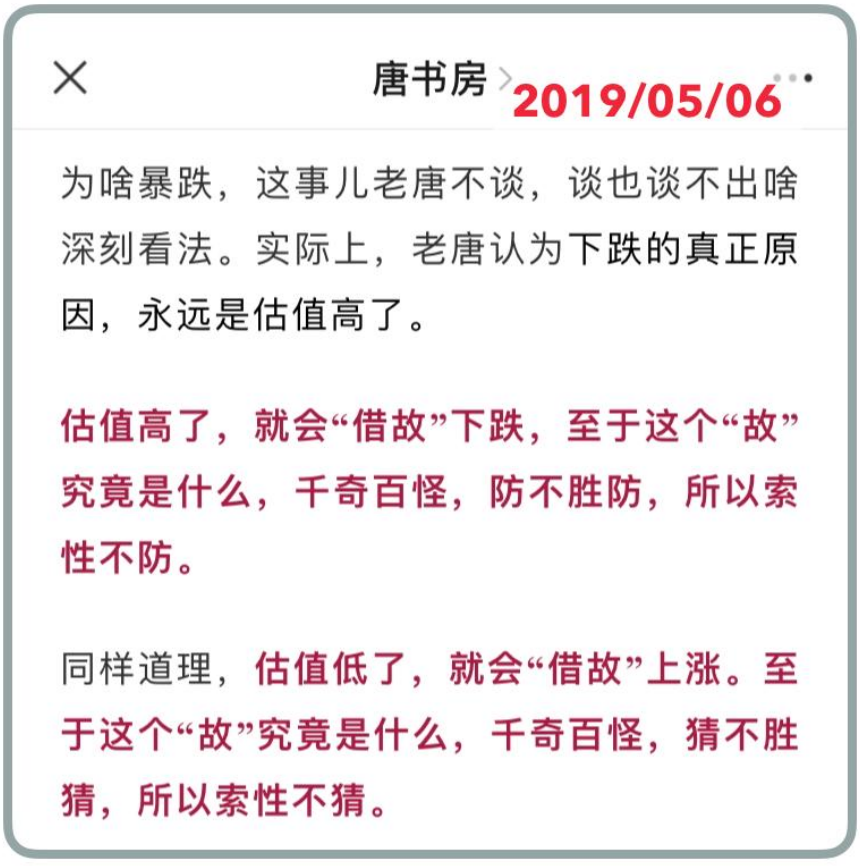
短期股价波动无法预测，这是咱们巴神堂所有小喽啰都需要牢记的核心原则。

一时的涨跌，很可能只是恰好吻合了市场情绪波动，绝对不可以以此去评价投资的胜败。

股价涨跌的指挥棒，其实是估值。

估值高了，就会“借故”下跌，至于这个“故”究竟是什么，千奇百怪，防不胜防，所以索性不防。

估值低了，就会“借故”上涨。至于这个“故”究竟是什么，千奇百怪，猜不胜猜，所以索性不猜。



重心在估值，在地。不在“故”，不在傻子。所以，猜对市场涨跌并不神奇，谁都有 50%准确率。

研究这块地是否低估，才是长期赚钱的立身之本。

表扬，听着都高兴，但有两句可以了，数量不宜太多，言辞不宜过分，不要让其成为一种捧杀

想想如果老唐被捧的得意忘形了，轻率对待后续研究。那后果，完全可能直接影响你我的钱包哦！

所以，点到为止即是必要的冷静，也是对老唐的一种爱护，对不？

谢谢大家了~真有那实在憋不住的，欢迎扯开钱包，真金白银砸过来，老唐保证不喊疼

****

言归正传，接着上篇《如何从零开始研究一家企业 01》继续说。

在《手把手教你读财报》151 页，老唐分享过这样一段话：

作为投资者，首选的企业是营业收入增长、增长、增长，过去增长，现在增长，预计在可见的未来将继续保持增长的企业。

如果不考虑收购兼并式的增长，企业收入的增长通常有三种途径，即潜在需求增长、市场份额扩大和价格提升。不同增长途径的可靠性不同。

潜在需求的增长，在行业内不会产生受损者（仅受益程度不同），不会遭遇反击，增长的可靠性最高；

份额的扩大，是以竞争对手受损为代价的，势必遭受竞争对手的反击，因而要评估竞争对手的反击力度及反击下增长的可持续性；

价格的提升，是以客户付出更多为代价，可能迫使客户减少消费或寻找替代品，需要评估的是消费的替代性强弱。

这段话，就是谈论研究需求的重要性。企业面对需求缺口巨大的市场，更容易赚到钱。同样，投资者

持有这样的企业，赚钱的难度也会小很多。

研究需求，首先要明确企业所从事的业务，也就是老唐分享的看懂企业四个问题的第一个：这家公司靠销售什么商品和服务获取利润？

这部分内容，当我们面对一家陌生公司，可以直接从财报的“管理层讨论与分析”里获得。

以福寿园 2019 年年报为例，在 12 页和 17 页我们可以看到企业的收入构成及主要利润来源

收益

本年度內，我們的收益增長人民幣199.3百萬元或12.1%，從上年度的人民幣1,651.3百萬元上升至人民幣1,850.6百萬元。我們的收益主要來自三個業務分部：墓園服務、殯儀服務及其他服務。下表載列本年度內我們按分部劃分的收益：

	二零一九年		二零一八年	
	收益（人民幣千元）	佔比	收益（人民幣千元）	佔比
墓園服務	**1,551,394**	**83.8%**	1,427,123	86.4%
殯儀服務	**256,928**	**13.9%**	197,688	12.0%
其他服務	**53,216**	**2.9%**	42,825	2.6%
分部間抵消	**(10,964)**	**(0.6%)**	(16,337)	(1.0%)
總計	**1,850,574**	**100.0%**	1,651,299	100.0%

图中的收益，在国内财报里叫营业收入。

福寿园的营业收入来源分为：墓园、殡仪和其他三大类。其中其他主要由销售环保火化机以及向其他墓地和殡仪馆提供设计服务组成。

經營利潤和經營利潤率

基於前述收益及經營開支的變化，本年度內，我們的經營利潤較上年度增加人民幣146.4百萬元或20.3%。下表載列於本年度內我們經營利潤和經營利潤率的分部明細：

	二零一九年		二零一八年	
	經營利潤（人民幣千元）	經營利潤率	經營利潤（人民幣千元）	經營利潤率
墓園服務	**843,543**	**54.4%**	712,773	49.9%
殯儀服務	**26,241**	**10.2%**	19,858	10.0%
其他服務	**1,794**	**3.4%**	(9,098)	(21.2%)
分部間抵消	**(2,237)**	**20.4%**	(639)	3.9%
總計	**869,341**	**47.0%**	722,894	43.8%

图中的经营利润，国内财报叫营业利润。

从以上截图可以看出，福寿园的收入来源主要墓园和殡仪两大类，合计占总收入来源的 97%以上。

而利润则主要来自墓园业务，墓园服务创造的营业利润，占全部营业利润的 97%左右。

殡仪服务创造的收入不少，但利润率偏低。道理也不难明白，这项业务是劳动密集型，人力成本偏高，其主要作用类似给墓园引流的配套服务。

环保火化机看重的是在环保压力之下，火化机的替换市场。

根据民政部披露的数据，截止 2019 年末，我国现有火化炉 6400 台，绝大部分不符合国家环保标准。

福寿园投资 1.8 亿元于 2015 年 2 月建成的环保火化机生产企业，位于安徽省广德市，据说年设计产能 300 台。是国内至今为止唯一一家达到国内环保标准，同时达到欧盟环保标准的火化机。

其产品竞争力主要是环保排放达标的同时，保持了具有绝对竞争力的价格。目前进口火化机售价一般集中在 300~1000 万元之间，福寿园的只售约 200 万/台。

——可能很多朋友不知道，环保不达标的火化机，会在空气中排放一种令人非常不舒服的味道。老唐在最近三个月里闻到了两次，为保持大家的胃口，就不做具体描述了。

对于火化机业务，我个人认为期望值不应太高，可以直接将其增长视为安全边际的组成部分，估值时不予考虑。

其原因主要有二：第一是殡仪馆本身并没有花钱更换的需求，需求只能来自环保部门的压力；

第二该项业务目前的销售基数很小（2018 年 12 套，2019 年 18 套），即便能有迅速增长，按照常识理解，这个产能利用率，在很长一段时间里，几乎不可能产生什么利润。

至于墓园和殡仪馆的设计业务，直接看作是公司自己养的设计施工团队，在完成公司自身业务的闲时搂草打兔子捎带做的业务即可，直接忽略。

因此，我们关注的需求，主要对墓地的需求。其涉及到**老龄化、城镇化、人均收入的提升及经营性公墓市场份额四个角度**。

首先说老龄化。

按照民政部披露的数据，截至 2019 年底，全国 60 周岁及以上老年人 口 25388 万人，占总人口的 18.1%，其中 65 周岁及以上老年人口 17603 万人，占总人口的 12.6%。

与历史数据相比，人口老龄化程度在不断加快。2001~2010 年老龄化程度每年增加 0.2 个百分点，2011~2018 年，年均增加 0.4 个百分点。老龄人口增速远远高于人口平均增速。

图 4　　2015-2019 年 60 周岁及以上老年人口及其占全国总人口比重

注：本图资料来源于国家统计局。

图4　60岁以上老年人口占全国总人口比重

（图表来自民政部统计公报）

老龄化程度加重，带来的是年度去世人数的增加。2019 年全年去世人数为 998 万，2010~2019 年年均人数均在 950 万以上且逐年小幅增长。

作为参照对比，2000~2009 年的十年间，年均去世人数基本在 850 万左右。而根据联合国人口署的一份数据预测，2025~2030 年间中国年度去世人数将提升至 1293 万人。

〈如果愿意下功夫，可以在民政部网站的年度统计公报里统计每年的老年人数据及当年去世数据，在人均寿命约 77 岁的预期之下做更进一步的分析。但实际上，知道趋势是持续增长基本足够了〉

接下来说城镇化。

城镇化主要涉及的是火化率及对公墓的需求。

农村无论土葬还是火葬，基本都有村内荒山荒地提供墓园，不构成对墓地的需求（有少量殡仪需求）。

火化、殡仪及墓地的需求主要来源是城镇居民。

我国城镇化比率这么多年一直在持续提升，这个不需要数据支撑也可以感知。

按照国家统计局的数据，2019 年我国常住人口城镇化率首次突破 60%：

“2019 年年末全国大陆总人口 140005 万人，比上年末增加 467 万人，其中城镇常住人口 84843 万人，占总人口比重（常住人口城镇化率）为 60.60%，比上年末提高 1.02 个百分点。户籍人口城镇化率为 44.38%，比上年末提高 1.01 个百分点。”

以十年为视角回看，2009 年是 48.3%，1999 年是 30.9%，1989 年是 26.2%，1979 年是 20%。

伴随城镇化的推进，火化率的趋势也是同步提升。下图是过去五年遗体火化数据及火化率。

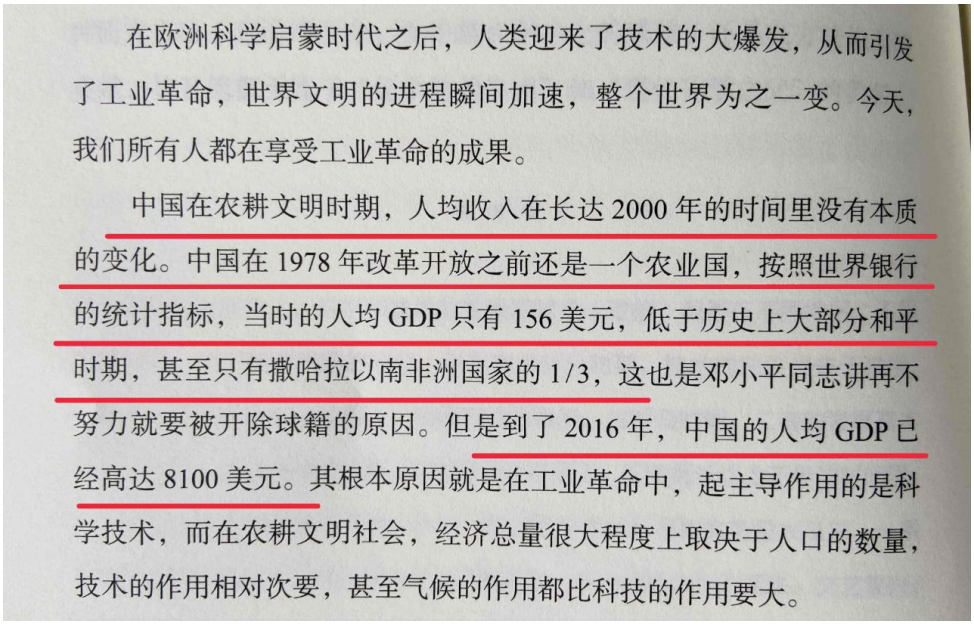
图 15　　2015-2019 年火化遗体情况

因此，对于因城镇化带来的火化率，我们知道是一个确定的逐年提升趋势就可以了。

接着谈论收入提升问题。

2019 年是中国人均 GDP 第一次突破 1 万美元的年份，达到 10261 美元，位居世界第 80 位，距离全球平均水平 11428 美元仅一步之遥。

这是一个值得感恩和惊讶的数据，刚巧昨天读吴军的《全球科技通史》时，遇到这样一段话



在欧洲科学启蒙时代之后，人类迎来了技术的大爆发，从而引发了工业革命，世界文明的进程瞬间加速，整个世界为之一变。今天，我们所有人都在享受工业革命的成果。

中国在农耕文明时期，人均收入在长达 2000 年的时间里没有本质的变化。中国在 1978 年改革开放之前还是一个农业国，按照世界银行的统计指标，当时的人均 GDP 只有 156 美元，低于历史上大部分和平时期，甚至只有撒哈拉以南非洲国家的 1/3，这也是邓小平同志讲再不努力就要被开除球籍的原因。但是到了 2016 年，中国的人均 GDP 已经高达 8100 美元。其根本原因就是在工业革命中，起主导作用的是科学技术，而在农耕文明社会，经济总量很大程度上取决于人口的数量，技术的作用相对次要，甚至气候的作用都比科技的作用要大。

感恩这个时代，我们真是命好，几千年苦难史里选中人均收入最快的一小段投胎，生活标准及财富增长都是几千年未曾有过的速度。

〈作为大国参照，美国人均 GDP 是 1978 年突破 1 万美元的，2019 年美国人均 GDP 为 65118 美元，位居全球第 12 位〉

目前的情况下，国家财政相对富足，不少城市对于户籍居民基本殡葬费用是全免或予以补贴的。

这些基本服务包括遗体运送、消毒防腐、火化及一定年限的骨灰寄存服务等。如果单纯是这些基本消费，基本上丧事的支出不会超过 2000 元。

所以，在当前环境下，所谓“死不起”更多的是吸引眼球的媒体话术。

最后看经营性公墓的市场空间

民政部的指引文件规定“城市公益性公墓中墓穴安葬数量，不宜高于骨灰安置总量的 40%。”

这意味着至少有 60%的逝者，必须进入经营性公墓。

道理也简单，政府只能为支付能力最差的这部分人兜底，没有义务也没有能力为所有人承担费用。

实际上，民政部披露的数据显示，这些年民政部门管理的公墓，总体数据是不断缩减的。

比如 2014 年底，民政部门管理的公墓有 1598 个，到 2019 年底，民政部门管理的公墓缩减为 1431 个。

住建部、发改委、民政部 2017 年发布了《城市性公墓建设标准》，对公益性公墓的供应上限也做了明确的要求。

城市公益性公墓建设规模分类

类　　别	骨灰安置总量(个)	服务人口(万人)
一类	75001～90000	＞100
二类	45001～75000	60～100
三类	15001～45000	20～60
四类	5000～15000	＜20

上表标准的骨灰安置总量的计算公式为：骨灰安置总量＝公益性公墓服务区域常住人口数量×人口年死亡率×20×50%。

其中，系数 20 表示服务年限为 20 年。城市公益性公墓的最大建设规模不宜超过一类上限。

按照上表，比如 100 万常住人口的城市，公墓建设上限为 7.5 万，按照服务 20 年计算，年均约 3600 个。

按照约 0.71%的死亡率（14 亿人年度平均死亡约 0.1 亿，0.1/14≈0.71%），百万人口城市每年会有约 7100 人去世，即公益性公墓解决约一半的需求。

不过要注意，超过 100 万以上的城市，依然可以按照这个比例建设多个公益性墓地，是单个公墓限制上限为 9 万，不是总数限制为 9 万。

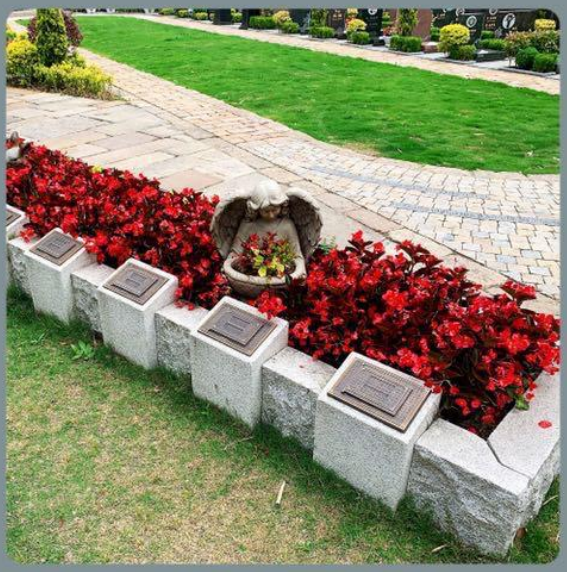
单个公墓限制为 9 万上限，主要目的是为了防止单个公墓规模过大，会造成清明祭扫期间大量的人流、车流过度集中（统计数据显示，一位逝者平均有 4.5 人拜祭），造成交通管理的不便。

公益性公墓，作为靠政府补贴甚至提供免费服务的地方，自然别期望产品和服务的质量有多好，这是市场规律。

在今日中国，死，不贵。贵的是想死的舒坦，死的体面，死出差异化。

当人们不具备支付能力的时候，舒坦、体面以及差异化不重要，甚至根本不在考虑范围。但当具备了支付能力之后，它们就变的越来越重要了。

阴森恐怖、交通不便、杂草丛生之地，和类似花园一般的长眠地，任何有支付能力的人都能毫无困难地做出选择。



更何况，市场还能提供足够的差异化产品，既可以有豪宅

也可以有毫无负担压力的壁葬

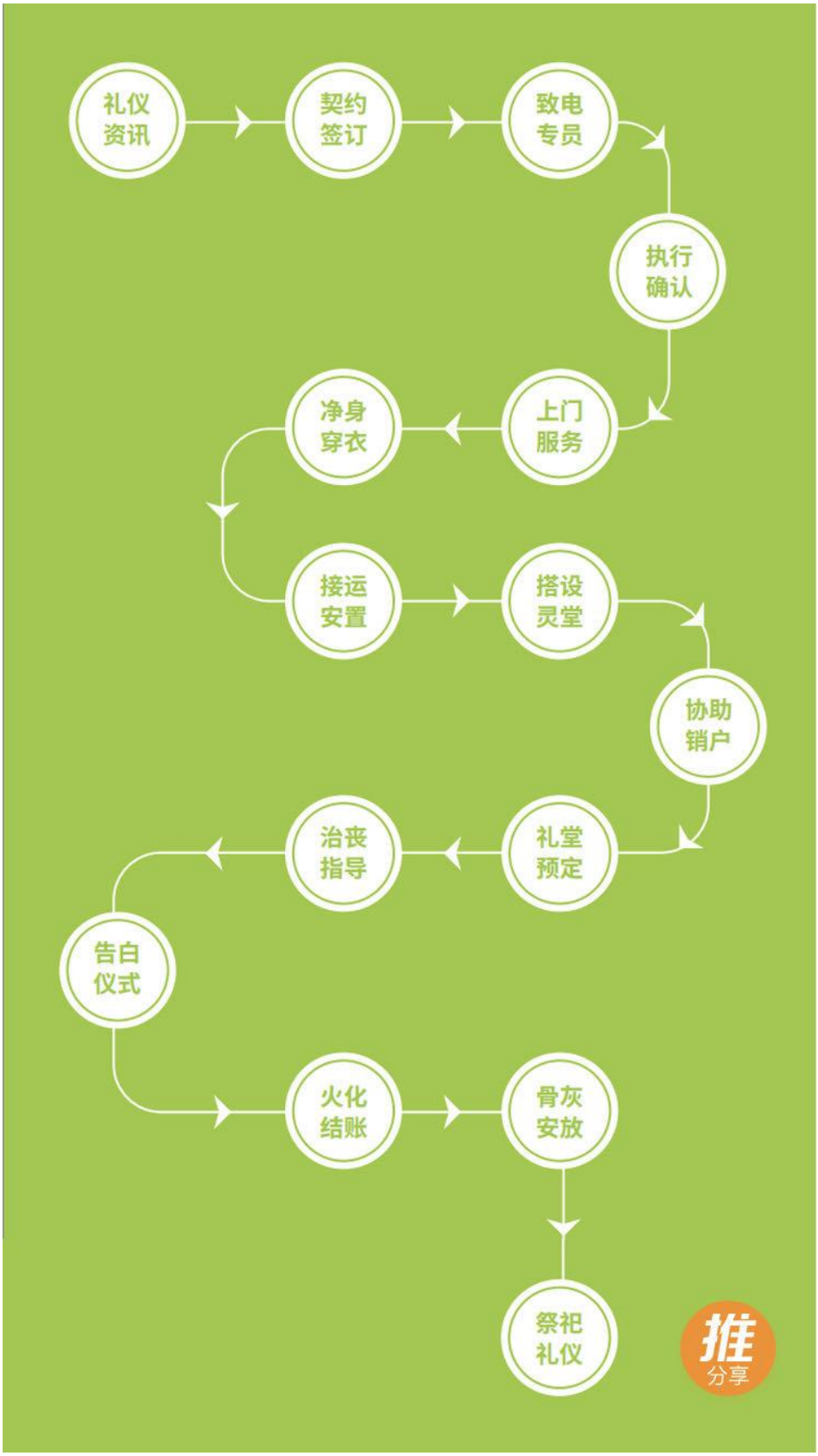
这个行业有个特点，人们几乎不会提前去对这个行业的价格标准及产品规格做了解。通常都是在刚需发生后，在支付承受力范围内仓促之间做出产品选择。

〈甚至包括书房里，同样会有些朋友觉得接触此类信息有点晦气。这是因为我们的文化里一直缺乏坦然面对死亡的相关教育〉

因此，伴随着人均收入的提升，具备支付能力的人越来越多。在孝道文化、歉疚心理（工作忙碌，陪伴老人较少造成的）以及「反正就这一次」等心理的影响下，客户总是倾向于在支付能力之内尽可能选择较高价位的产品。

福寿园最近几年新开发的生前契约业务，也正是这种支付能力的体现。

人们越来越重视自己身后走的是否体面和舒适，愿意在生前按照自己的支付能力，付费自选多个环节里自己所期望享受到的服务水准。



谁又不想自己最后一次做主角，能够光鲜亮丽一点，将美好的记忆留在活人心中呢？

生前契约业务刚刚起步，但增速非常可观，2017~2019 年签约的人数分别是 1174，2485，4873，基本是年年超过 100%的增速。

这业务和保险的浮存金有点类似，其原创企业美国上市公司 SCI 账面上可以沉淀远超净资产数倍、金额高达数十亿美元的预收款项。这部分我们放在发展空间环节再说。

财报里还有个比较特别的例子，值得专门说说：2016 年甚至有位客户，在身故后将位于上海市区的一套大约 97 平米，时价 344 万的房产赠送给福寿园（目前市价翻倍了）。这也侧面体现了逝者对临终关怀的价值认可。

综上所述：老龄化和城镇化，提供了整体市场的增长。支付能力提升叠加民政部门下辖公益性公墓的数量及服务质量约束，共同提供了经营性公墓的未来增长空间。

但这其中，又能有多少是福寿园可以拿下的呢？咱们下篇接着聊。

〈强调：本系列主要是分享方法，不代表对具体企业的认可或否定。截止此时，老唐及老唐控制的账户，持有福寿园股票数量为 0〉

未完待续……

芃[666]

老唐今天第 5 次谈及福寿园了，我想请教一下您打算何时建仓，准备分几次梭哈哈哈哈哈哈哈

作者

如果你脑袋里老是这种观念，我替你可惜。多好的练习机会，就这么白白的放走了。我什么时候建仓，我分几次梭哈，我赚几百万几千万，对你而言有啥意义呢？你借着这次机会联系分析一家公司，让自己知道自己啥时候建仓，自己分几次梭哈，自己赚几百万几千万，不香咩？？

我啥都不知道

老唐，有几个问题探讨一下：1、城市公益性公墓中墓穴安葬数量，不宜高于骨灰安置总量的 40%。我个人理解应该是政府要推行环保生态节地葬，限制墓穴的指标从而减少占地，和剩余 60%安葬数量进入经营性公墓没有什么联系，也可以花葬、树葬包括骨灰格存放等形式来安葬。2、骨灰安置总量中的 50%数据是根据现在的实际情况估算的，实际上根据当时的调研，公益性公墓实际安置的比例低于 50%，从政策层面应该是逐渐加大公益性公墓的占比。民政部门管理的公墓也不全是公益性的公墓，有些也归为经营性公墓。现在的殡葬管理条例讨论稿也在强调建立基本殡葬公共服务体系，所以个人理解公益性公墓占比会进一步上升，经营性公墓的获取难度会越来越大。当然这对于福寿园可能还是好事。对于福寿园我现在理解的风险主要是两点：1、管理层道德风险，管理层有占便宜的经历。包括改制时想空手套白狼，ipo 前突击股权激励，设立并购基金来利益输送，其实上市后正大光明的获取利益我不反对，但是设立并购基金时明显说假话我就有很大的担心。2、政策风险，比如条例讨论稿中提到划拨土地如果现在是经营性墓园的按照公益性墓园来管理，那么定价权就没有了，尤其是上海福寿园还是企业收入和利润的最大来源，占比超过 50%。当然企业的优点很多，这也是我现在一直在观察却没有下手的原因，即使买入估计占比也不会很高。

作者

谢谢高质量分享，我再思考和核查有关疏漏。谢谢你🤝

闻鸡起舞

请教老唐，用粗暴的语言帮我理解一下”分拆上市″，理解不太深刻，谢谢

作者

你是闻鸡起舞股份公司，控股闻鸭起舞公司 100%的股权，现在将闻鸭起舞公司分拆上市，估值 100 亿，出让 40%股份，发行价值 40 亿的新股，让股市的投资者认购。然后你成为闻鸭起舞公司 60%股份的控股股东，闻鸭起舞公司除了原资产以外，账面多了 40 亿现金。这就是分拆上市

闻鸡起舞

那这对闻鸡起舞公司来说，净资产提高，属于利好咯？

作者

一般来说分拆上市都偏利好，IPO 市场永远是买的没有卖的精。

echo

唐叔，请问对墓园需求的四个角度是怎么想到的呢？是深度研报吗？城镇化和公益性墓园这两个角度完全想不到，我大概只会很浅显得去找市场占有率

作者

这个，好像也没啥特别的吧。你考虑经营性公墓的市场时，顺理成章的逻辑必然是去思考，会有多少逝者，多少会火化，多少会进低价的公益性公墓，然后剩下的才是经营性公墓的客户群。

唐书房提醒：提醒书房李鬼。

虽然一再提醒，依然有人被骗。微信公众号的投诉系统实在太不好用，被迫自己来。

第853篇.　　2020.10.31－读《巴芒演义》，去“六大”心魔——by@边鱼1829

边鱼 1829　唐书房　2020-10-31

首先要感谢老唐，接连出品了《手财 1、2》、《价值投资实战手册》以及案头的这本《巴芒演义》（四本我都已收入囊中，且读了不止一次），给我们这些困惑、焦虑的股民指引了一条可复制的价值投资之路。

尽管老唐一再表示，写文章主要源于码字兴趣，并没有多么高大上的初衷；但是，至少从结果来说，老唐的文字实实在在地起到了传道受业解惑之功效。

因此，我有必要在向巴芒致敬的同时，向老唐致敬！

接下来，在谈《巴芒演义》读后感之前，先简单介绍下我的投资经历，这段经历与后面谈到的六大心魔密切相关。

2015 年 1 月，是我入市的时间。和很多吃瓜韭菜一样，在 2014 年底蓝筹暴动的影响下，在同事们日入斗金的刺激下，我也光荣入市了。

2015 年：和大多数韭菜干的活差不多，每日盯盘、追踪热点、频繁操作。

稍好的一点是，由于生性谨慎，也明白不要追涨杀跌的朴素道理，加上本金也不多，选的还是低 pe 品种，因此在股灾 1.0~3.0 中受伤不大；

2016 年~2018 年 2 月：开始了第一次“深刻”反思，觉得这样赤手空拳地干是不行的，手里没有“武器”，无法捕捉“抄底”和“逃顶”的时机。

于是，“技术指标”恰到好处地走进了视野，我开始潜心研究 MACD。

刚学出点眉目的时候，心里还是非常激动的。要知道，身边很多股民连基本技术都不懂，处于鄙视链底端，而作为晋级为技术派的我，还是有一些心理优势的。

而且，学成之后一炮打响，居然赚钱了！至于后来嘛，正如老唐说的那样：技术的最大坏处就是它有时候是准的。

我每天盯技术指标，但时准时不准，准了加仓、不准就得纠错，于是又坠入了每天提心吊胆、杀进杀出的深渊。。。

尤其是 2018 年初，大盘一波凌厉上攻，仿佛牛市再现，我靠着精进纯熟的技术低吸高抛、游刃有余，满以为经历 3 年亏损后总算迎来了盈利的春天，结果一波急跌又被打回原形。

恼怒之余，我果断清仓，决心用整个春节来作第二次深刻反思，没想清楚就不再重新入市。

此时，芒格老先生的那句话，虽说早已耳熟能详，但今天才真正听懂：获得理想之物唯一可靠的方法，就是让自己配得上他！

没错，我对于投资的肤浅理解，真的配不上获取稳定的盈利。

就这样，我开始放下浮躁，尝试了解价值投资。

尤为幸运的是，在雪球误打误撞地看到了老唐的文章，后面的故事就和唐书房很多朋友差不多了，渐渐走上了“价值投资的康庄大道”。

在股市寒冬的 2018 年，靠着对价值投资的坚定信念（其实主要是在抄老唐作业），越跌越买，并于 18 年底满仓，终于在 2019 年初尝价值投资的成果。

简历汇报完毕，接下来重点谈谈《巴芒演义》读后感及我对价值投资的理解。

关于《巴芒演义》的主要内容和观点，书房的朋友已经谈得很多很透了，我也感同身受，这里就不再重复。

如果非要用一句话来总结，那就是：格巴芒是人不是神，他们也是从韭菜开始，一路打怪升级加冕宗师、教父的。

因此，他们的晋级之路是可以学习甚至复制的（我没有说结果可以复制）。

巴菲特说过：价值投资，简单、但并不容易。

接下来，我想就《巴芒演义》的读后思考，并结合自己的投资之路，谈一谈这个“不容易”。

当然，巴菲特说的“不容易”，既包括如何面对波动，也包括如何给企业估值（老巴如果开课，最想讲的就是这两门课）。

本人才疏学浅，还无法谈论“如何估值”这个问题，对于“如何面对波动”却有一点小心得，我将其总结为“6 大心魔”，并相信在股民当中具有一定的代表性，下面按时间顺序一一道来：

心魔 1：“炒股”情节

据我观察，大多数入市时间不长的股民，对股市的理解就是：买一只预期会涨的股票，然后做个差价，卖掉，再重复上一步。

甚至有相当数量的资深股民，也是抱持这种“理所当然”的想法，只是操作手法更加老道。

正如本书 p9 中描述：“买卖股票在这个时期都被默认为赌博活动，所有股票买卖人士都坦率自称“投机者”，他们将买卖股票、赌马和其他博彩活动视为同类。”

老唐在《价值投资实战手册》中，专门谈过“股票的本质（p6）”、“股票收益的来源（p19）”，结论是：

要追求企业经营增值，这条路是确定的、是可以通过学习来掌握的，即拥抱“股”模式；

不要试图通过“互摸腰包”来获利，这条路是不确定的（就像技术指标时灵时不灵）、是负和博弈的，应该果断放弃这种“票”模式。

但是，道理好懂，一旦进入纷纷扰扰的市场，“票”模式就占据上风，“股”模式就被束之高阁。表面原因有：

1、我无法把握这家公司的长期经营结果；

2、现在行情好，不赚这个差价，我傻吗？

3、现在本金太少，等我用“票”模式把本金做大，再用“股”模式做价值投资；

……

实质原因是：对“股”模式没有信心，对“复利奇迹”没有信心，对“买股票，就是买公司（所有权一部分）”没有真领会。

我于 2018 年下半年，破除了这个心魔，将“炒股”更名为“投资”，将自己定义为“价值投资者”，开启了重生之路。

之所以将“炒股”情节定义为第一心魔，有两方面原因：

第一，从时间顺序来说，这是我破的第一个心魔；

第二，从重要性来说，我认为这是最重要的一个心魔。因为投资与投机、股模式和票模式的根本分野就在于此。

可以说，这个心魔不破，就不会真正关注巴菲特最看重的指标——ROE，也无法真正理解“从长期来看，股票收益率约等于该公司 ROE”的原因，更无法一一破除其他的心魔。

心魔 2：“仓位”情节

我是于 18 年底满仓的，当时是一个越跌越买、网格加仓，直至满仓的过程，也是我第一次满仓。

换以前，我是打死也不敢满仓的，总觉得如果跌下来，没钱补仓就太惨了！

满仓之后，除了 19 年中有一次大规模换股（当时因爆发非瘟将 30%仓位的猪肉股清仓，逐步换成老唐概念股）导致的阶段性未满仓之外，其余时间基本满仓。

之前的我，之所以不敢满仓，是因为将现金视为安全资产，而将股票的波动视为风险。

对此，老唐曾经用天平来打比方：无论是现金，还是股票、债券等其他投资品种，都可以视为一种“生息资产”，区别只是“息率”的不同罢了。

那么，剩下来的事情就简单了，将拟投资品种放上天平称一称，看看孰重孰轻，股票的收益率高，就把现金变成股票；反之，则将股票换成现金或其他收益更高的品种。

就这样，“仓位管理”这个热门概念又回到了“价值评估”这个老生常谈，从此让我们远离波动、回归价值，这就是老唐说的“all cash is equal”。

大部分人之所以有仓位情节，还有一个原因，就是希望在跌下来时，仍有资金可以补仓，或“摊薄成本”、或“低位抄底”，这就涉及到后面的心魔 3“成本”情节和心魔 4“波段”情节，后文再述。

于是，我就这样用“买股票就是买公司”破除了心魔 1——炒股情节，用“all cash is equal”破除了心魔 2——仓位情节。

再向前推一步，我将“买股票就是买公司”作为投资股票的第一性原理，将“all cash is equal”作为投资的第一性原理，然后，将这两条“第一性原理”，作为破除心魔 3456 的两柄利剑。

心魔 3：“成本”情节

其实，我本不应该有这个情节的，我学过一点经济学，自然知道“沉没成本不是成本”、“机会成本才是真正的成本”的道理，但在实操中还是很难斩断直觉的惯性。

在书房里，老唐经常被夺命追问腾讯、分众等股票的买入成本，老唐抛出了“我的持股成本永远是买入后经历过的最高价*103%时”，我才逐渐将以上的经济学道理从书本搬到了实操。

这个问题可以从两个方面来看：

第一，历史买入成本是沉没成本，不能、也不应该成为下一次交易的心理负担，下一次交易的关注因素只能是基于自己的估值模型，来判断当下的价格处于低估、合理还是高估。

第二，“买入后经历过的最高价*103%”是指，曾经有这样一个机会，可以在历史高点换成现金购买银行理财（3%视同于无风险收益率或称为资金成本），这个机会所对应的收益就是该股票的持股成本。

忽略“历史买入成本”，转而关注“持股成本”即机会成本，才能将投资的注意力从过去（历史买入价）转向未来（现金流折现），才能破除“成本”情节。

破除这个心魔，是在 2019 年中，从那以后，我就不再关注自己的买入成本，也不理会浮盈、浮亏的金额，更删去了“摊薄成本”、“负成本”等自欺欺人的概念。

对于我个人来讲，有了前述的两个“第一性原理”加持，破除心魔 3 是水到渠成的，然而真正难破的是心魔 4。

心魔 4：“波段”情节

好不容易破除了心魔 1——“炒股”情节，开始按照“买股票就是买公司”的原则来选股和持股了，但一旦遇到“电梯行情”，又开始坐不住了。

总想做点高抛低吸来降低成本，于是就遇到了心魔 4——不愿意白白错过波段行情！

我是做过这种傻事的，拿海康举例：2018 年初创出历史高位 43 元，之后经历了 3 次电梯行情，最低跌到 23，最高也涨到了 40 左右，于是我趁机做了几次波段，也降低了不少“持仓成本”，但是一算总账，结果却是亏的。为什么呢？

第一，虽然我的“持仓成本”降低了几块钱，但是总持股数却减少了。出现这种结果的道理也很简单，高位卖出容易，但是，有没有机会、敢不敢在低位按原数甚至超额买回，却很不容易；

第二，做波段意味着要经常看盘，结果又回到了过去那种提心吊胆、患得患失的日子。

更严重的是，一旦做波段成功，就会形成增强回路，激励自己接着做，不知不觉中，将关注点从基本面移情到了技术面，然后被打成原形……

怎么破？

格雷厄姆在《聪明的投资者》一书的导言中如是说：根据我们长达 50 余年的市场经验和观察，从来没有发现过一个依据这种“追随市场”的方法而长期获利的投资者。我们可以大胆地认为，此种方法无疑是荒谬的，虽然它仍然十分流行。

请细品，前辈们已经用毕生实践指出来此路不通，后浪们却妄图追逐极小概率的成功，究竟是真聪明还是真傻？

有时候，我又觉得，道理都懂，但坐电梯的滋味确实不好受啊？！

对此，老唐曾用“一条指向东北方向的直线和缠绕在其中的曲线”的手绘模型来“揭穿画皮”，并指

出“坐电梯是夹头（价值投资者）的法定权利”来“降服其心”，我的内心终于平静下来。

心魔 5：“分散”情节

这个心魔不是所有人都有（有些股民甚至敢于全仓单吊某股），但像我这种生性谨慎的投资者，却体现的比较明显。

我的持仓股，从 2018 年最高时的 13 支，精简到现在的 7 支（未来要继续精简到 5 支），足足经历了两年时间，期间也克服了不少心理障碍。

之所以有这种心理障碍，主要原因有二：

第一，对持仓股没有充分的自信，虽然克服了心魔 2，终于敢满仓了，但对个股依然不敢上大仓位（目前最大持仓股洋河依然只有 25%）；

第二，总觉得市场上有很多低估机会，就忍不住都买一点，美其名曰“分散风险”。

从理论上讲，过于集中（比如单吊某股）和过于分散（比如过去的我）都不合适，那么，集中和分散的度怎么拿捏？关键在于自己的能力圈。

显然，对于我这种股龄不长、资金不多的投资者而言，能力圈一定是非常狭小甚至几乎为零，因此，我的持股是应该适度集中的。

巴菲特说过：他愿意把大把的钱投在自己特别喜欢的东西上，分散风险是对无知的保护，即承认你并不了解自己持有的公司。

这个道理想明白了，我就开始做减法，并不断追问自己：

我对这家公司真的了解吗？

如果这家公司跌去 50%，我敢加仓吗？

如果只能让我打 5 个孔，我会怎么选？

……

其实，只要自己真诚地回答这些问题，这个心魔是比较容易破的，做减法也是下得去手的，不会陷入过去那种“手心手背都是肉”的纠结当中。

心魔 6：“兑现”情节

一路过关斩将，破除了 5 大心魔，还有一个终极大 boss 等着我。

有一天，我和一位朋友津津乐道地分享自己的持仓，是如何如何可以永续经营，护城河是如何如何深厚宽广，如果可以的话，我愿意持有他们一辈子……

然后，这位朋友冷冷地问了一句：那怎么兑现盈利呢？

当时我愣了一下：对啊，怎么兑现呢？难道作为传家宝吗？

经过一番思考，我将“怎么兑现”的问题换成了另外一个问题：需不需要兑现？

这个问题又可以拆解成 3 个问题：

第一，如果是一笔长期不用的资金，可以不兑现；

第二，如果拥有绝对的资金自主权和投资自主权（不用看市场和他人脸色），可以不兑现；

第三，如果持仓公司 ROE 显著高于社会无风险收益率，可以不兑现。

因此，老唐反复提醒书房的读者：不能加杠杆，不能用短期资金做投资，不能跟随市场先生，不做占不到便宜的交易，不要瞅傻子要瞅地……

我忽然明白了，都说股市入市的门槛很低，看来说这话的人，恐怕对“低门槛”有什么误解！

想通了这个道理，并推到极致，用巴菲特的话就是：我最喜欢的持有期是“永远”。

同时，我们可以从这个角度来反推选股原则：买股票最好的情况，就是买到那种只需要你做一次决策的股票。

怎么买到这种股票呢？这就属于“如何给企业估值”的范畴了，目前还不在我的能力圈内，仍需刻意学习、勇猛精进。

对照着《巴芒演义》中大师们的心路历程，品读着老唐对大师们的散打，我总结了以上在价值投资跋涉之路上所克服的 6 大心魔（按时间顺序），已有一种“看山不是山”的感觉。

其实，这六大心魔，在老唐的文章里，都有深入阐述，并无死角，懂的自然懂；而我这点零星体会，也没有任何新东西，只是换个方法复述一遍而已，但却是自己的真实经历和真情实感，着实应验了那句老话：股市没有新鲜事，只有永远不变的人性！

在此，感谢老唐，感谢他的积极探索和无私分享；

同时，也感谢自己，感谢自己耐心地读完了老唐的所有书籍、所有文章，方能日拱一卒；

最重要的，还是要感谢这个时代，毫无疑问，我们就是巴菲特常说的，中了“卵巢彩票”的幸运儿！

第854篇.　　2020.10.31 - 老唐实盘周记2020/10/31

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-10-31

郑重提醒

唐书房看盘、唐书房午评等“唐书房 XX”类的公众号，以及其他平台所有类似账号，均为**碰瓷的骗子**账号。

每位关注唐书房的读者，都会在关注时收到自动回复：本号是唐朝唯一发布文章的地方，其他都是假冒。老唐从未开过收费或免费的群或星球……巴拉巴拉。

但昨晚还是有读者来问罪，说被唐书房团队推荐的短线牛股所骗，买入就暴跌 10%——传说中的杀猪盘？

以老唐有限的智商，实在理解不了这是被什么蒙住了眼睛。只能尽自己一点力量提醒：网络鱼龙混杂，陷阱无处不在，烦请擦亮眼睛，看好自己的钱包

本周交易

无

当前持仓

目前持仓茅台 37%，腾讯 25%，洋河 17%，分众 11%，古井 B5%，海康 6%。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	37%	19000±10%	<9500	23000	20979	1670.02	43.23%
腾讯控股	25%	55000±10%	<27500	60000	48871	591.00	57.85%
洋河股份	17%	3150±10%	<1575	3700	2533	168.06	56.33%
分众传媒	11%	……	<670	1585	1371	9.34	50.89%
古井贡B	5%	770±10%	<385	900	382	88.00	27.22%
海康威视	6%	4400±10%	<2200	5800	4196	44.90	40.14%
沪深300						4695.33	14.62%
上证指数						3224.53	5.72%
2020/10/31			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8630	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	38%	19000±10%	<9500	23000	21548	1715.33	47.11%
腾讯控股	24%	55000±10%	<27500	60000	46405	561.50	49.97%
洋河股份	16%	3150±10%	<1575	3700	2463	163.42	52.02%
分众传媒	11%	……	<670	1585	1356	9.24	49.27%
古井贡B	5%	666±10%	<333	800	376	86.58	25.17%
海康威视	5%	4400±10%	<2200	5800	3659	39.15	22.19%
沪深300						4718.49	15.18%
上证指数						3278.00	7.47%
2020/10/24			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8625	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同而发生小幅变化；

②老唐买点或卖点，代表如果公司总市值触及此数值，老唐计划买入或卖出，与个股历史买入成本无关；

③仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2020 年内收益 48%（四舍五入数据）。

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，48%（均不含新股中签收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 673。以 6.83 年折算，年化收益率约 32.2%。

	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/10/31
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	4695.33
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	15678.13

重要事项

1.茅台发布三季报

茅台三季报，总体无惊无喜，一切按照公司计划走，控制着全年 460 亿净利润的节奏。暂不调整估值及买卖点。

再赖两个月（或等到提价通知出现时），可以将卖点调整为 2.7 万亿，然后继续躺着不动——以下摘自两周前的《老唐实盘 2020/10/17》

2020 年大概还有五十多个交易日，很快就要结束了。伴随着时间的推移，即便在没有什么新信息的情况下，预计很多企业的估值或买卖点也要做修正了。

以茅台举例，即使元旦前没有发提价通知，将 2021 年可销售商品酒数量增长（2017 年基酒产量同比 2016 年增长约 9%）、直销比例和结构微调带来的自然增长算进来，也可以预期 15%~20%的净利润增幅。

以 2020 年 460 亿估算净利润为基础，2021 年净利润应该可以推算为 540±10 亿范围内。

即使三年后估值保持 1.9 万亿±10%不变，那么一年内卖点也需要调整为 2.7 万亿，对应股价约 2150 元。

——捉只小虫：10 月 17 日实盘周记原文里误将 540±10 写成 540±10%了。以 460 亿为基数，增长 15%~20%为 529~552

第三季度，贵州国有资本运营公司减持 1675 万股，估计套现 280 多亿。这是划拨股份之初就安排好的，用以缓解贵州城投债偿债压力。

不过这么着急，倒是出乎意料之外，侧面也看出贵州省财政的压力已经扛不住了。

这个不得已而为之的紧迫减持行为，或许也是三季度坚持不调价的原因之一（瞎猜的，没有证据，我还是猜年底前会调价），怕被戴上配合出货的帽子。总体来说贵州省的吃相还不算难看，好歹还顾点儿面子。

系列酒无增长，拖低整体增长数据。不过系列酒的无增长和茅台酒的低增长原因不同：茅台酒是公司有意识控货，控制增长节奏，只求达成或略超全年既定目标。

系列酒的低增长原因有二，一是从量的角度说是巧妇难为无米之炊，库房里没东西，自然无法增量。

二是从价的角度说，2020 年原本的如意算盘是单独靠价格增长带动系列酒的增长，但疫情冲击之下，

消费场景减少，系列酒又不具备飞天茅台的强大品牌压力，价格上行的困难度是大大增加了。

要说亮点，茅台酒的直销比例提升勉强算一个吧，其他实在也没啥值得说的。

2.古井贡发布三季报

古井贡酒披露三季报。

前三季度合计完成营收约 80.7 亿，同比下降约 2%，扣非净利约 15 亿，同比下降约 7%。

和茅台一样，也是一份无惊无喜的正常态三季报。

作为主打中端酒的古井和黄鹤楼，在上半年疫情影响下，消费场景大受影响，业绩下滑才是正常的，不下滑才是有问题的。

尤其是身处疫情风暴眼的武汉黄鹤楼酒业，更是受到巨大影响。

〈注：今年的黄鹤楼应该不可能完成业绩对赌约定了。就看黄鹤楼原掌门王天龙会不会以“不可抗力”为由，主动放弃今年的对赌业绩要求。

不过，即使不放弃，只要明年能完成，依然可以规避回售风险。因为对赌条款约定是“连续两年完不成，原价回售股权”。

目前全部对赌期只剩下 2020 和 2021 年，即便今年完不成，明年只要能够完成，甚至是通过渠道压货暂时完成，依然算是完成对赌业绩目标。这个风险基本可控〉

单看第三季度，古井取得 25.5 亿营收和 4.9 亿扣非净利，同比分别增长 15%和 11%，基本说明已经从疫情重压之下缓过气来了。

虽然从应收票据同比增长 70%的数据观察（从期初的 10 亿增长为期末的 17 亿），这增长很大程度上是通过放松对经销商的打款要求（允许经销商更多利用银行承兑汇票支付货款）换来的。

但鉴于经销商和厂家是长期合作共荣关系，经销商目前同样也承受着疫情压力，此时对经销商的扶持，算是共渡难关，倒也无可厚非。

2020 年，古井原计划是做到 116 亿营收，同比增长约 11%。在持续的疫情压力下，目前看这个计划几乎不可能完成，因为：

在前三季度 80.7 亿营收的基础上，如果要完成目标，意味着第四季度需要做到营收超过 35 亿，同比增长近 60%。

今年春节比较晚（2 月 12 日是正月初一），春节备货将主要发生在明年一月，今年四季度出现约 60%的高增长不太现实。

总体判断，今年营收和去年持平的概率比较大，即营收 105 亿左右。

至于净利润，我年初原本给的预期就是 20 亿左右，目前看应该基本能够做到，同比轻微下降（2019 年净利润 20.97 亿）。

古井在去年第一次超百亿后，提出的规划是五年再造一个新古井，2024 年做到 200 亿营收，其中省内 120 亿，省外 80 亿。

就目前看，200 亿营收目标我个人偏乐观：毕竟本次疫情，给行业巨头们创造了一个清理小对手、侵

占它们市场份额的好机会。

行业整体危机面前，巨头们因为品牌、资本及人才方面的优势，总是比弱小的对手更扛揍。也更容易“趁你病，要你命”，借机抢占小对手的市场份额

不说其他渣渣级对手了，就拿省内前三的数据来说。

去年三季报，口子和迎驾作为省内老二和老三，两家的营收加总后约为古井营收的 75%，到今年三季度报就缩水成古井的 61%了。

老二老三尚且如此，省内其他小酒企的日子自然更不好过。

其实这种趋势，在全行业里也非常明显。今年稳住市场份额甚至能有增长的，基本就是排名靠前、更大更强的酒企。股价上涨厉害的，也主要是这些巨头们。

但是，对于 200 亿是否能在 2024 年达成，从投资者的角度看，可以保守一点，按照推后一到两年达成来考虑，即按照年化约 12%~15%去做假设。

通过三季报，基本能够确认 2020 年百亿营收+20 亿净利。在此基础上，大体按照未来三年年化 12%做增长假设，我给古井 2023 年预估 28 亿净利润。

在当前无风险收益率 3%~4%的环境下，按照 25~30 倍合理估值计算，2023 年古井的合理估值可以视为 700~840 亿之间，写作 770%±10%范围，买点上移为 385 亿。

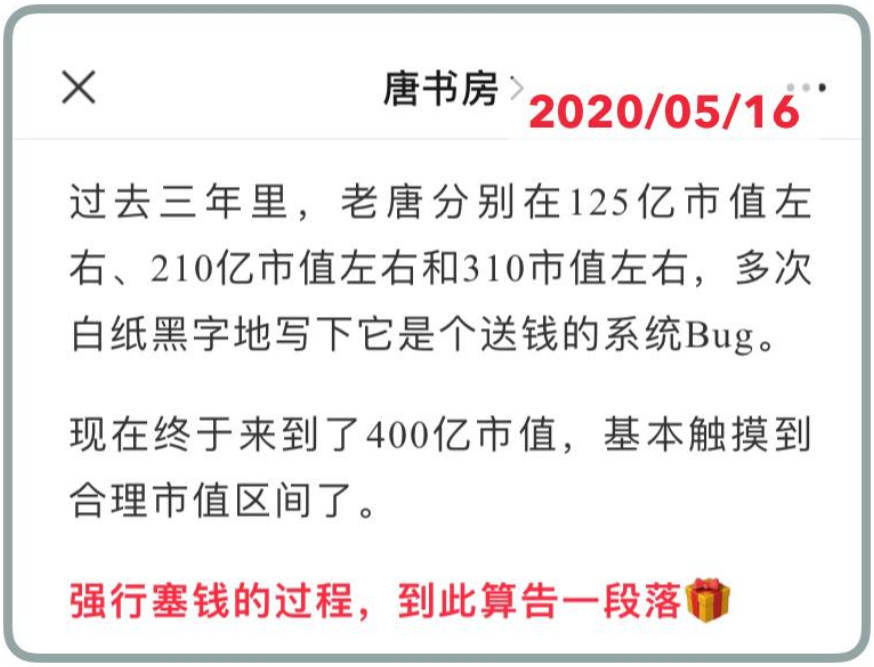
同时，对于所持古井 B 股一年内卖点，按照 2021 年净利润为 20×112%=22.4 亿估算。

考虑 B 股市场参与者较少，市场情绪波动弱于 A 股的情况，对 50 倍市盈率卖点打八折取值，在一年内达到 40 倍市盈率出手，即卖点从原本的 20×50×80%=800 亿，调整为 22.4×50×80%≈900 亿。

注意：以上所有市值及买卖点，均指人民币。此时古井 B 市值为股价 88 港币×汇率 0.8630×总股本 5.036 亿≈382 亿。

关于古井 B 的估值及买卖点位，过去三年里我分别在 125 亿、210 亿、310 亿位置白纸黑字地写下过“是送钱的 bug”。

直到今年 5 月 16 日，股价抵达 86.19 港币（人民币市值 398 亿，86.19×0.9159×5.036=398）时，强行送钱阶段才算结束。

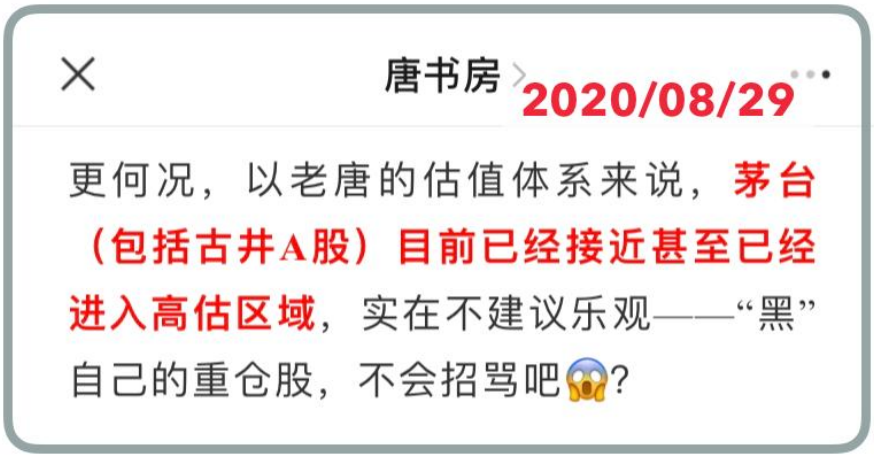


很巧，瞎猫撞上死耗子，过去五个多月古井 b 的股价，也确实基本在 400 亿人民币市值附近波动，没有什么大的变化。

强行塞钱的感觉确实令人轻松愉悦，不过后面没这么爽了。后面可以获取的，是合理估值范围内被企业增长推动前进的利润。

相对强行塞钱阶段易上难下的感觉而言，今后上下晃动的幅度会加大，对股东的持股考验会大幅增加。

至于古井 A 股，我的观点是估值偏高了。在今年 8 月 29 日，老唐同样白屏红字地写下这段话：



也是巧了，今年真的走狗屎运。就在 8 月 29 日前后，一直牛气冲天的茅台和古井贡就踩了急刹车

8 月 29 日是周六，周一（31 号）茅台首次冲破 1800 元，创下至今的次高点 1816（最高点是两天后的 1828 元），然后盘跌两个月。

今天茅台收于 1670 元，下跌约 8%，期间最低跌至 1600 元，最大跌幅约 12%。

古井贡 A 股更巧，周五（8 月 28 日）的 277.58 元就是截止目前的历史高点，直接盘跌两个月。

今天古井贡 A 股收于 210.2 元，下跌约 25%。期间最低跌至 196.46 元，最大跌幅约 29%。

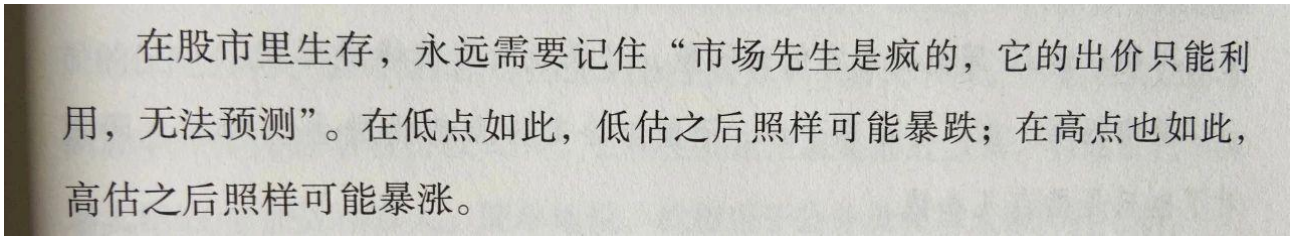
同期古井贡 B 从 8 月 28 日的 97.59 港币（最高点是周一的 99.8 港币），跌至今天的 88 港币，跌幅约 10%。期间最低跌至 84.5 港币，最大跌幅约 15%。

以古井贡 A 股的股价论，当前公司市值 210.20×5.036≈1059 亿，我个人认为偏高，不合适买入，甚至已经不太合适持有。

——注意注意：**老唐只是谈估值，是从 all cash is equal 的角度做比较，可不是预测其股价会跌。**切记切记！

股价波动不可预测，是老唐整个投资体系的大前提。我所有的企业分析，都是执着于分析“值不值”，而不是“涨不涨”。

在我看来，在股市生存的第一要务，就是背熟《巴芒演义》的这段口诀：



在股市里生存，永远需要记住“市场先生是疯的，它的出价只能利用，无法预测”。在低点如此，低估之后照样可能暴跌；在高点也如此，高估之后照样可能暴涨。

3. 本周有 2 篇读书笔记入选

入选笔记是：

- 再读《巴芒演义》和《价值投资实战手册》有感——by 公众号@亦恭书房
- 股市炼金术--读《巴芒演义》有感——by 公众号@沉默十年以后

请这两位朋友留下收货地址——如果选择老唐的四本书签名套装做奖品，或，留下微信号——如果选择加老唐微信好友做奖品。

无论是否入选，输出本身已经是对自己的巨大帮助，是非常深入的学习过程。我相信所有写过读书笔记的朋友，都会有这个感触。

借着这个激励，将双手放在键盘上，给自己一个成长的机会吧！

本月阅读

本月精校《手把手教你读财报：新准则升级版》，加上还有点其他琐事忙碌，没抽出什么时间看书。

全月只读了三本纸质书，分别是：

不过很可惜，这三本书都属于一般一般。大致属于那种看看也还可以，但达不到推荐的级别。

《桃李春风一杯酒》题材和风格都很像我以前推荐过的《鲜衣怒马少年时》。

写的也蛮有趣的，但行文有点调侃过头，表述过于轻佻，让人一边读一边担心里面的内容都是作者编造的，不敢信。所以归为看看也可（不看也可），不做推荐。

另外两本书，《腾讯电竞：抵达梦想的另一种道路》和《全球科技通史》可以归为同类。

都是对某种主题的发展史，做提纲挈领的介绍。简单、通俗，便于读者迅速达到略知皮毛的状态，但也仅仅处于这个状态，谈不上更深的感受。所以，也同样归于看看也可（不看也可），不做推荐。

顺带通知，今天是京东图书超级品类日，很多朋友都反馈买书特别便宜，是个清空购物车的好机会。

读书是稳赚不赔的投资，你可以花一杯咖啡的钱，就可以把作者几十年时间的个人经验化为己有——沃伦.巴菲特。

如果处于“钱包鼓鼓缺书单，拔刀四顾心茫然”状态呢，可以向书房发送“书”，提取老唐推荐的书单（点击文末的“阅读原文”也可以）。

老唐肉测过的精品书籍，都丢在书单里，每一本推荐都代表老唐本人观点

顺带说一声，《手把手教你读财报：新准则升级版》新增了很多内容，排版后的全书，厚度预计和《巴芒演义》相差两页纸——后记我还没顾上写，目前排版结果是 359 页（巴芒演义 363 页）。

预计元旦前面世，后面我会抽时间给大家做详细介绍的，朋友们别急。

本周运动

本周继续因故无运动。周六同口径除皮净重 84.9kg（175cm），环比上升 0.8kg

下周预计交易

无

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能充满老唐个人的偏见和错误。

文中提及的任何个股，都有腰斩或翻倍的风险。请坚持独立思考，万万不可依赖老唐的判断或行为作出买入或卖出决策。切记切记

祝朋友们周末愉快

C2050 无我

为什么做投资的没有做实业的有钱？富豪榜上有钱的都是做实业的！

作者

三大原因：①做实业的人口基数更大，同比例的话人数也会多得多；②做实业的总是坚持了正确的投资理念，比如不熟不做，考虑性价比，考虑真金白银的回报等，而不是高抛低吸寻找接盘侠，所以更容易成功；③做实业的也可以看做单押一只股，单押一只看对的时候容易上榜，不过背后的骨灰也多

Jh

有个问题，假设市场出现一次泡沫，老唐持仓均大幅度超出卖点，老唐被迫清仓，当然是大赚，然后好几年泡沫缓慢破裂但是一直到不了老唐的买点，那一直空仓吗？

作者

老唐没有空仓满仓概念，永远比较。类现金资产也是市盈率约 30 倍，股息率约 3%，确定性 100%，增长率为 0 的一只股票。

no one

老唐有空分析哈蚂蚁集团哈，最期待你的分析

作者

一般新股上市至少三年之内，我不看的，浪费时间。

静水流深

唐老师好！最近段永平被访问时曾说到持有等于买入，他说也曾问过老巴，老巴说是事实，对于段永平的看法您怎么看？另外，段永平还说伟大的企业应该收藏，不要轻易卖出，像茅台他持有企业可能到 100 倍 PE 时，他才会看看发生了什么？与您 50 倍估值卖点的设定差距还是比较大的？

作者

这问题我答过多次，摘抄一段以前回复给你：①段总所说的持有等于买入，其含义是你持有这个股票就意味着你放弃了等价的现金。在任何一个时刻，持有股票从数学上和用同等市值的现金去买入这个股票是一码事。这是一个现象，是一个事实，就是一个机会成本的概念游戏，不需要因为是名人所说，就看的多神秘。

②但这实际上是一个太极。投资者平时关心的持有和买入之间的关系，并不是问他们在数学上等不等价，而是想了解现在支持我持有某股票的逻辑，是否同样支持我在目前这个价位买入。

③后面这个问题的答案，我 2017 年就写文章阐述过了（向书房发送“持有”即可提取），答案简单清晰，就是持有≠买入，买入要求更高一些。巴菲特本人也在致股东信里，白纸黑字写的清清楚楚:我们现

在持有伯克希尔 A 股，但是我和查理不会愿意用这个价格去买入的。这没有任何艺术空间，清清楚楚。

第855篇.　　2020.11.01 - 《信任边际：伯克希尔.哈撒韦的商业原则》读后感及纠错

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-11-01

上午刚刚看完一本新书，有点儿小感想。怕拖一会儿就没兴趣码字了，所以趁热乎顺手码篇短文闲聊几句。

不开留言聊天，也就不等 20:20 了

书算是有点价值，但评价不是很高。感兴趣的当荐书，不感兴趣的当做老唐肉身趟雷吧

著名的巴菲特研究专家，唯一由巴菲特共同署名出版的《巴菲特致股东信：投资者和公司高管教程》一书的作者劳伦斯.A.坎宁安，又有一本新书被引进国内，书名叫《信任边际：伯克希尔.哈撒韦的商业原则》。

信任边际 巴菲特价值投资的精髓 伯克希尔·哈撒韦的商业原则 中信出版社

作者：劳伦斯·A.坎宁安,斯特凡妮·库巴

是一本薄薄的小书，如果不计书末附录的注释和索引，全书正文加序言一共也不到 200 页。

主要内容是谈论巴菲特在商业收购和企业管理中对“信任原则”的使用。

全书可以用三句话概括：

①巴菲特的商业收购活动中，首要的是面对信任并了解收购对象的实际控制人，或者是经过自己信任和了解的人牵线背书，否则一概不考虑洽谈收购（走不到谈论价格的环节去）。

②巴菲特对于旗下各个公司的 CEO 充分信任和放权，并相信“那些被充分信任的人也会回赠他人以信任”。

③正是因为始终坚持在信任边际范围内行事，所以伯克希尔.哈撒韦才能通过仅有二十余人的总部，管理一个庞大的商业帝国，同时还能让巴菲特本人保持轻松愉悦的工作状态。

不过，可能也真是篇幅问题，事情都谈的略显轻飘。商业和生活本身恐怕都没有这么简单。

相比之下，《沃伦.巴菲特的 CEO 们》算是类似题材，但谈论的更深入，人物更有血有肉一些。

沃伦·巴菲特的 CEO 们：伯克希尔经理人的经营秘诀

作者：[美]罗伯特·迈尔斯

二者配合读，可能感触会更深刻一些。

这张照片上的两本书，是同一本书的不同译本，都在我书架上。

左边旧的这本出版于 2003 年，右边这本新的是去年 6 月出版的，内容一样。

当然，开卷有益，阅读《信任边际》一书，也有小小收获。

以前从多份资料上知道，巴菲特收购通用再保险，是没有提前告知芒格的。

在这本书里，第一次看到说芒格“建议放弃这次交易”。

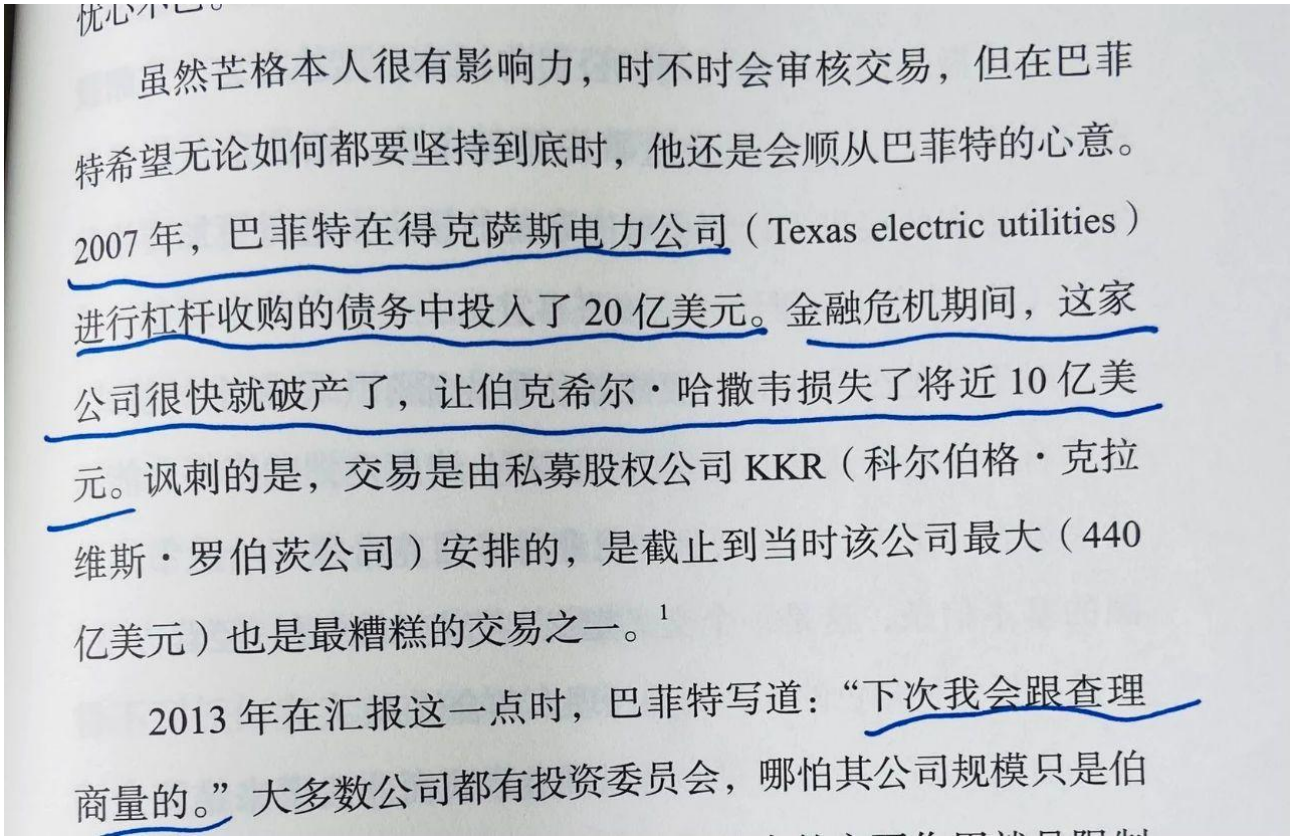
似乎是芒格知道且反对，但巴菲特自己坚持收购，最终给自己惹了一屁股的麻烦。

虽然巴菲特在审查交易时很重视芒格的忠告——为芒格赢得了“老唱反调的家伙”这一绰号——但巴菲特也并不总是听芒格的，1999 年对通用再保险公司的收购失误就是例证，只不过这次的代价更高。

伯克希尔·哈撒韦向通用再保险支付了 220 亿美元——全部用伯克希尔·哈撒韦的股票结算（一直到 2007 年公司才从德克斯特的例子中吸取教训：避免用股票结算收购费用）。巴菲特和芒格知道，像通用再保险这种大型的再保险公司，一直保留着很多衍生业务，是有很大风险的。

虽然芒格建议放弃这次交易，但是巴菲特认为交易完结以后经理人很快就能帮助这一业务单元摆脱困境。然而，伯克希尔·哈撒韦收购了通用再保险以后，经理人并没有这样做，而是继续采取了巴菲特的“放手原则”，巴菲特本人也没有催促各位经理人（这种不情愿足见 XTRA 被收购之后公司重新洗牌有多罕见）。

另一个收获，是发现了一个自己以前没注意到的失败案例，同样也是没有和芒格商量的结果。



虽然芒格本人很有影响力，时不时会审核交易，但在巴菲特希望无论如何都要坚持到底时，他还是会顺从巴菲特的心意。2007 年，巴菲特在得克萨斯电力公司（Texas electric utilities）进行杠杆收购的债务中投入了 20 亿美元。金融危机期间，这家公司很快就破产了，让伯克希尔·哈撒韦损失了将近 10 亿美元。讽刺的是，交易是由私募股权公司 KKR（科尔伯格·克拉维斯·罗伯茨公司）安排的，是截止到当时该公司最大（440 亿美元）也是最糟糕的交易之一。[1]

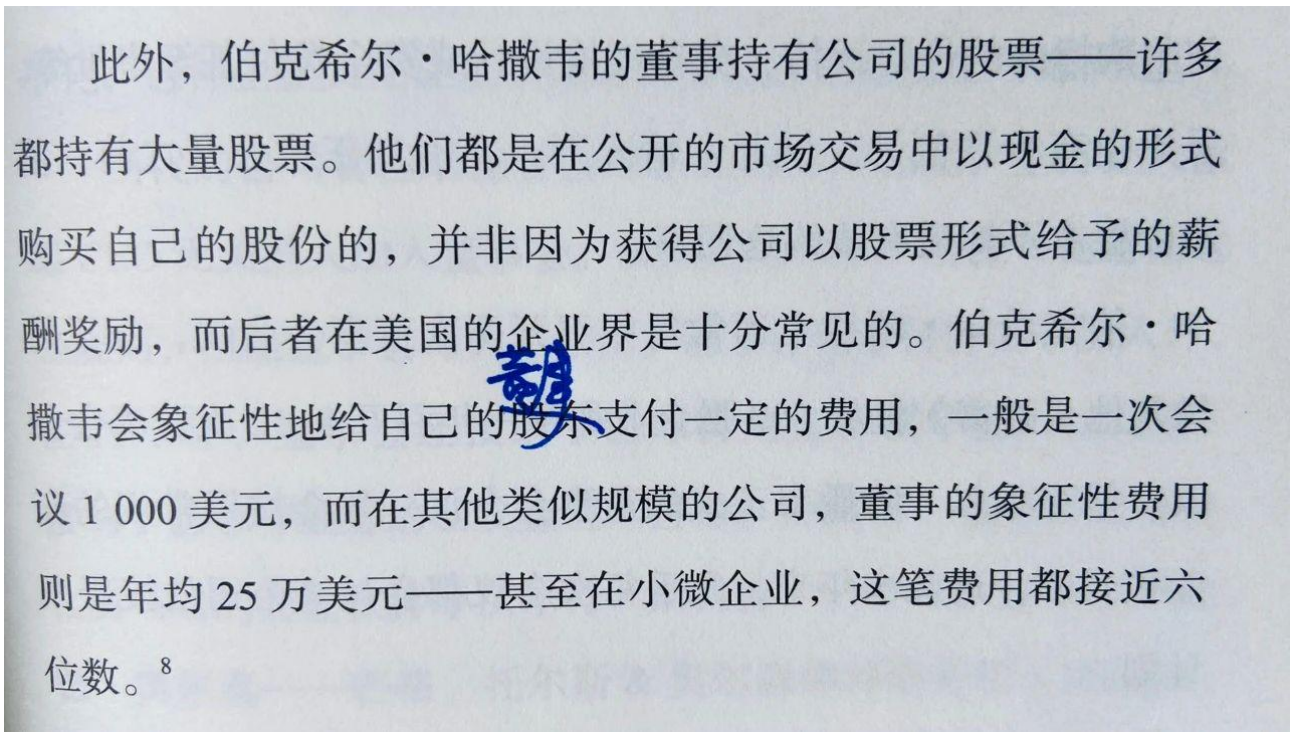
2013 年在汇报这一点时，巴菲特写道："下次我会跟查理商量的。"大多数公司都有投资委员会，哪怕其公司规模只是伯

其他都是熟悉的内容，没太大收获——不是说不好，而是说已经是我熟知的内容，所以没有获得感

倒是天生适合做校对员，阅读过程中顺手发现几处错误

不知道书房里有没有中信出版社的朋友潜水？我分享在这里吧。下次加印时，可以修改一下。

第 9 页：股东→应修正为→"董事"。



此外，伯克希尔·哈撒韦的董事持有公司的股票——许多都持有大量股票。他们都是在公开的市场交易中以现金的形式购买自己的股份的，并非因为获得公司以股票形式给予的薪酬奖励，而后者在美国的企业界是十分常见的。伯克希尔·哈撒韦会象征性地给自己的股东支付一定的费用，一般是一次会议 1 000 美元，而在其他类似规模的公司，董事的象征性费用则是年均 25 万美元——甚至在小微企业，这笔费用都接近六位数。[8]

第 99 页有两处错误。

的一个重要[illegible]

尔·哈撒韦在投行界无异于[illegible]

收购。那是在 1987 年，当时所罗门最大的股东对管理层非常不满，就故意把公司 12% 的股份卖给了有意收购公司的罗纳德·佩雷尔曼，他刚刚才控股了露华浓公司。所罗门的 CEO 约翰·古特弗罗因德担心自己会成为下一个被打击的对象，于是向巴菲特求助，巴菲特表现得很够意思，直接买入了所罗门很大一部分可转换优先股，产生了 9% 的浮盈。

巴菲特不仅为企业提供长期投资，而且不干预公司的管理，他的这一美名最早始于 1973 年，当时伯克希尔·哈撒韦在华盛顿邮报公司已经积累了一定股份。巴菲特用自己的真诚打动了该公司的 CEO 凯瑟琳·格雷厄姆，她很快邀请巴菲特加入董事会。1986 年，巴菲特在伯克希尔·哈撒韦获得了大都会通信公司 / 美国广播公司很大一部分股份以后，又进一步展现出这种真诚的姿态，给予公司经理人丹尼尔·伯克和托马斯·墨菲代理投票权，两人可以在他们认为合适时表决伯克希尔·哈撒韦的股票。

在恶意收购盛行的时代，伯克希尔·哈撒韦和巴菲特一样，都支持经理人对抗类似运动品牌冠军（Champion）和吉列等公司的偷袭。值得一提的是，伯克希尔·哈撒韦战胜了伊万·博斯基，赢得了斯科特·费策尔公司（见第 4 章）的经营权，以 3 250 万美元的价格收购了这家大型企业集团，它至今还在伯克

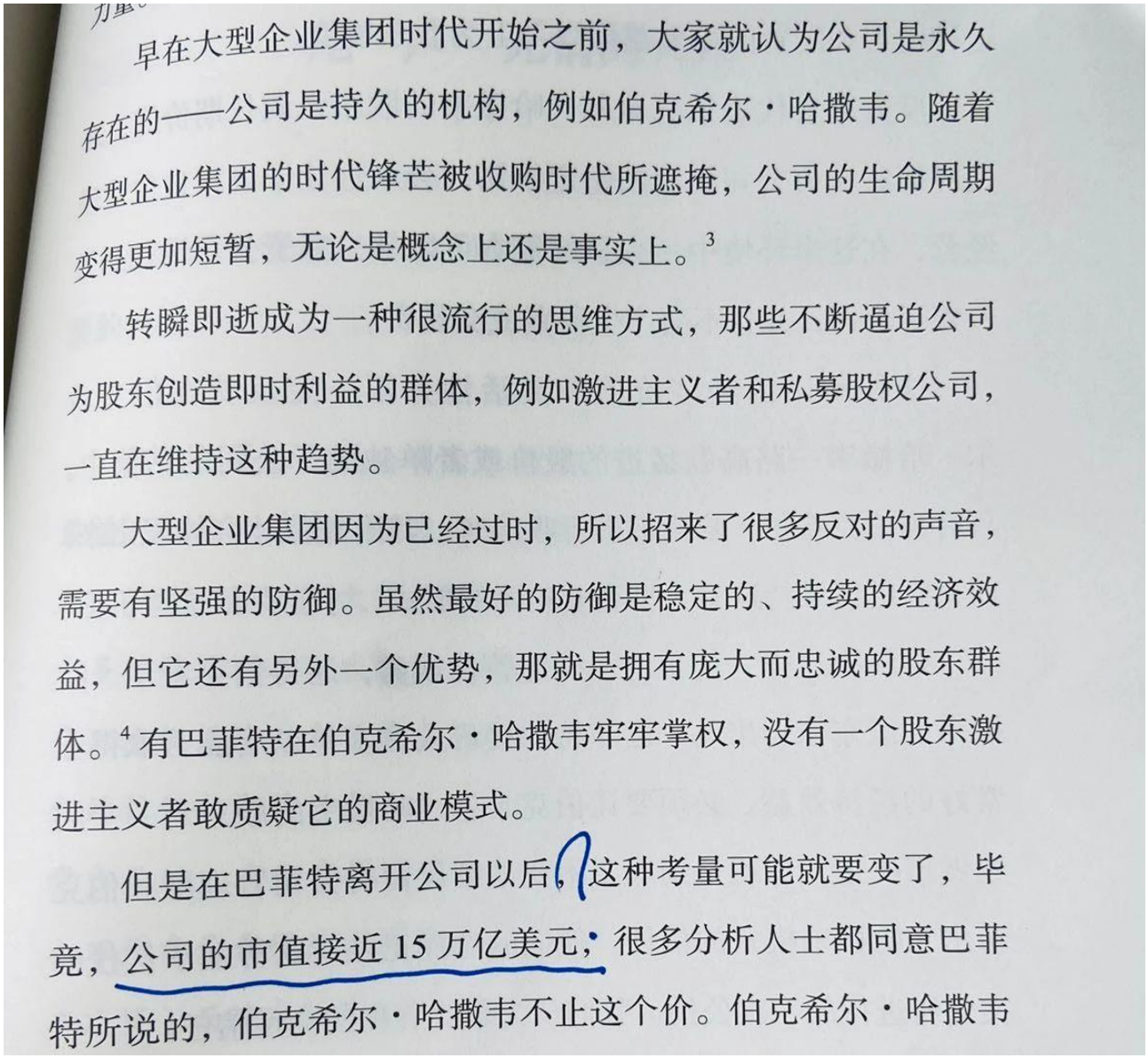
第一处，巴菲特购买所罗门的优先股，不是产生了9%的浮盈，而是这个优先股约定年固定股息是9%。

第二处，巴菲特收购斯科特.费策尔公司的价格不是3250万美元，是3.152亿美元或者3.2亿美元。

巴菲特1985年致股东信里原文这样写：“Right after yearend we acquired The Scott＆Fetzer Company ("Scott Fetzer") of Cleveland for about $320 million. ——3.2亿美元收购了斯科特.费策尔公司。

1994年致股东信里重提这件事，原文是：We paid $315.2 million for Scott Fetzer, which at the time had $172.6 million of book value. ——3.152亿美元购买了账面净资产1.726亿美元的斯科特.费策尔公司。

另外，169页的伯克希尔市值15万亿美元，没看明白是翻译错误，还是指巴菲特要很多很多年以后才会去世？



早在大型企业集团时代开始之前，大家就认为公司是永久存在的——公司是持久的机构，例如伯克希尔·哈撒韦。随着大型企业集团的时代锋芒被收购时代所遮掩，公司的生命周期变得更加短暂，无论是概念上还是事实上。[3]

转瞬即逝成为一种很流行的思维方式，那些不断逼迫公司为股东创造即时利益的群体，例如激进主义者和私募股权公司，一直在维持这种趋势。

大型企业集团因为已经过时，所以招来了很多反对的声音，需要有坚强的防御。虽然最好的防御是稳定的、持续的经济效益，但它还有另外一个优势，那就是拥有庞大而忠诚的股东群体。[4]有巴菲特在伯克希尔·哈撒韦牢牢掌权，没有一个股东激进主义者敢质疑它的商业模式。

但是在巴菲特离开公司以后，这种考量可能就要变了，毕竟，公司的市值接近15万亿美元，很多分析人士都同意巴菲特所说的，伯克希尔·哈撒韦不止这个价。伯克希尔·哈撒韦

上下文均没有表述。困惑的原因是，目前伯克希尔市值大概在5000亿美元上下晃悠，数值差异也太大了。

另有一处无关紧要的人名音译问题：第18页谈到伯克希尔的著名个人股东名录里，有一个人名是保罗.塞缪尔森。

这个人其实就是世界著名经济学家、1970 年诺贝尔经济学奖的得主，《经济学》教材的作者，国内通常翻译为“保罗.萨缪尔森”。

第856篇.　　2020.11.03 - 如何从零开始研究一家企业03（以福寿园为例）

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-11-03

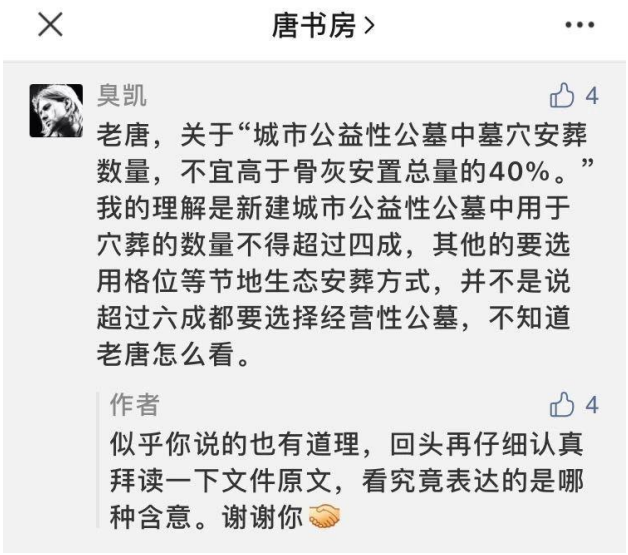
本系列前面两篇发表后，已经看到许多朋友下载或打印福寿园年报，开始了阅读和研究。这非常棒图片

本系列文章最大的价值，不是找到一家可以买、可以赚到钱的公司，而是在这个携手前行的过程中，你自己所锻炼出来的研究方法和研究能力。

特意再强调一次：截止今天，老唐及老唐控制的账户，尚未持有 1 股福寿园的股票。请千万不要将本系列文章理解为推荐买入。谢谢。

言归正传。先纠正上篇的一个错误。

在 02 篇发表后，有读者提出老唐对民政部一份文件的精神，可能领会有误。我重读了文件，确认**读者正确，是我理解偏了**



（另一位叫@我啥都不知道 的朋友提出同样的看法，留言较长不截图了）

我原文说：城市公益性公墓墓穴安葬数量，不宜高于骨灰安置总量的 40%，代表有 60%的人无法进入城市公益性公墓，只能选择经营性公墓。

这是错误的理解，原话表达意思如同@臭凯 所言，指的是：

在具体某个城市公益性公墓里，墓穴总数不宜超过该城市公益性公墓所能安葬总数的 40%。剩下 60%应该用树葬、壁葬、格位存放等节地生态方式处理。

这也是分享的好处，可以将自己的思考展现出来，暴露自己原本不知道愚蠢或错误，获得指正并减少投资失误的可能性。

谢谢@臭凯和@我啥都不知道 两位朋友，谢谢指正

这是个错误，不过该错误不影响原文的推论。

因为原文里紧跟着提出的，城市公益性公墓建设标准设置的「公益性公墓年均容纳上限 vs 年均预计逝者人数」之比，同样证明了城镇常住人口中会有一半逝者，是无法进入城市公益性公墓，必须去选择经营性公墓。

今天这篇，我们从政策入手，谈福寿园所面临的发展和竞争。

通过阅读福寿园年报里谈及的殡葬相关政策，以及查阅民政部殡葬管理条例，

我们能够发现政府对于殡葬管理的政策实际上算是前后一贯的，可预期性挺强。大致有这么几个轮廓：

第一，进入殡葬行业的门槛设置，趋势是从严。

无论是殡仪馆还是经营性墓地，进入难度总体趋势是提高。

其原因，我想明面上的原因是节地和规范。

暗面的原因（无法明说的）是门槛越高，掌权者及现有行业从业人员的利益越能得到保障——任何审批严格的行业均如此。

民政部最新的《殡葬管理条例（征求意见稿）》提出的基本纲领是：

县级以上地方人民政府应当根据设置规划，优先建立公益性骨灰堂，统筹建设公益性公墓，**从严审批建设经营性公墓**。

而上海市于 2018 年 1 月修订发布的现行《上海市公墓管理办法》，则明确提出：

第六条：本市对建设公墓施行总量控制。

第七条：本市对建立公墓实行许可制度。未经批准，不得建立公墓。

第八条：不得新建公益性公墓。

第九条：经营性公墓占地面积不得超过一百五十亩，不得设立分公墓或分墓区；公益性埋葬地占地面积不得超过二亩。

第十三条：不得扩大公益性公墓的用地。

……

第二，政府不能无限兜底。

政府既没有能力，也没有义务给全体城镇居民兜底，只能从保证中低收入群体“死得起”的角度去考虑。

而且这些给中低收入者兜底的费用，不能全靠财政拨款，很大部分需要让中高收入者——即经营性墓地购买者——承担。

这样的做法，同样有明面的原因：取之于民、用之于民，满足广大人民群众不同层次的需求——和从商品房销售中抽税收费，用于安置房、廉租房建设同理。

也有暗面的原因，①财政本身缺钱，②民政部门手心向上去向财政讨要，哪有自收自支来的爽快呢？

因此，殡葬行业公益性和经营性长期共存的局面，看不见打破的可能，无外乎就是比例问题。

民众整体收入下滑，承受力降低，社会舆论反应强烈，比例会略略倾向于更多公益性。反之会倾向于更多经营性。这是可以揣摩的大方向。

第三，不断提升火化率，加强规范化安葬管理。

目前，我国火化率约 50%。不断提高火化率，远景目标是火化率无限趋近于 100%，这也是大方向。

依然有明暗两方面的原因，明面原因是为子孙后代节约土地。

暗面原因是扩大行业主管部门的权力，及现有从业者的利益——政策总体是这些人参与设计的。

那么，在**新进入困难、现格局变化不大、火化率和规范安葬增加**的大环境下，对于经营性公墓行业整体能够多大的空间呢？

从《中国民政统计年鉴 2019》披露的数据里，我选取了 2018 年给福寿园带来主要收入的前五大省市——上海（53%）、辽宁（11%）、安徽（10%）、河南（6%）、山东（4%）的数据，来做个示意。

因为民政部 2020 版统计年鉴还没有出版，无法取得 2019 年详细数据，故采用 2018 年数据。不过一年内总体趋势变化很小，不影响本文要表达的内容。

	当年火化	当年销售墓穴	当年安葬	节地生态葬	当年死亡（万人）
上海	126581	83250	63133	10273	13
辽宁	331958	81705	54357	1144	33
安徽	289143	20537	42971	3014	37.5
河南	131009	7037	12214	277	74
山东	659823	8820	56904	26282	72
全国	5016890	696687	1213463	402538	993

从上表数据里，我们可以看出这么几点：

①全国火化率（当年火化数/当年死亡人数）约 50.5%，但分布非常不均衡。

既有近于 100%的省市，比如上海和辽宁。也有类似河南这样的农业大省，火化率不足 20%。

②火化的逝者里，能够在公墓安葬的，占比约（1213463+402538）/5016890=32%，但同样存在巨大的地区差异。

比如上海高达（63133+10273）/126581=58%；但河南只有 9.5%，山东 12.6%，安徽 15.9%，辽宁 16.7%。

这些火化但没有进公墓的逝者，一般有四种去向：

A.火葬区的农民回村安葬；

B.城市居民违规到农村公益性墓地下葬，或直接购买农民的荒坡荒地下葬；

C.骨灰暂时存放，不下葬；

D.海葬、河葬或其他自主处理方式（主要是 ABC，D 较少）。

③相对富裕和开放的地方，对节地生态葬（草坪葬、树葬、花坛葬、壁葬、塔葬等方式）接受度较高，例如上海、山东。

而相对贫穷落后的地区，接受度较差，例如河南、辽宁接受生态葬的人数都很少，主要还是倾向于墓穴安葬。

篇幅关系，其他省份不再一一展示，总体趋势都差不多。

从上表数据观察，能够给经营性公墓带来增长的空间主要有两块：火化率的提高；对城市居民违规下葬农村墓地的打击。

这部分增速有多大呢？数据显示并不乐观。

这些事情过去十多年一直在做，但以民政部数据看，2006~2018 年民政部统计范围内的墓地，墓穴销售数量的年化增长数据是 2.7%（该统计数据来自华金研究员）。

由于这个数字大致可以看作年度死亡人数增长+火化率提升+对城市居民违规下葬的打击，合计带来的增长。

而没有什么特别的契机推动，这个数字看不到突变的理由——将心比心，若非上级强行要求，民政部门哪位基层员工愿意去和死者家属较劲呢？

所以，单独这部分带来的增长规模预计不会大。

同样的数据源，2006~2018 年墓穴数量年化增长 2.7%的情况下，带来的收入年化增长率是 8.8%，意味着过去的趋势是整体价格增长带来约年度 6%的提升。

这两部分，暂时看不到改变因素，依然可以采信历史数据去推测未来。即行业整体可能因数量+价格，合计带来年化约 8.8%的整体增长。

接下来要考虑的问题是，整体增长年化 8.8%之下，行业内部的竞争有多激烈？

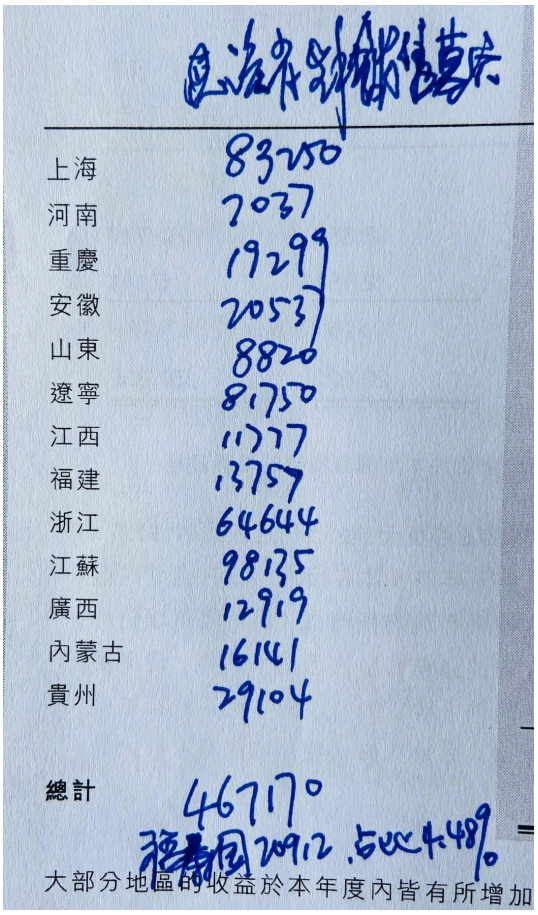
经营性公墓以及具体到福寿园这家企业能够预期什么样的增长速度呢？

关于竞争，老唐的观点可能稍有点冲击性：**福寿园面对的竞争非常弱，甚至可以说福寿园真正的对手只有它自己。**

先别着急批评老唐乐观，我们先看数据，再说理由。

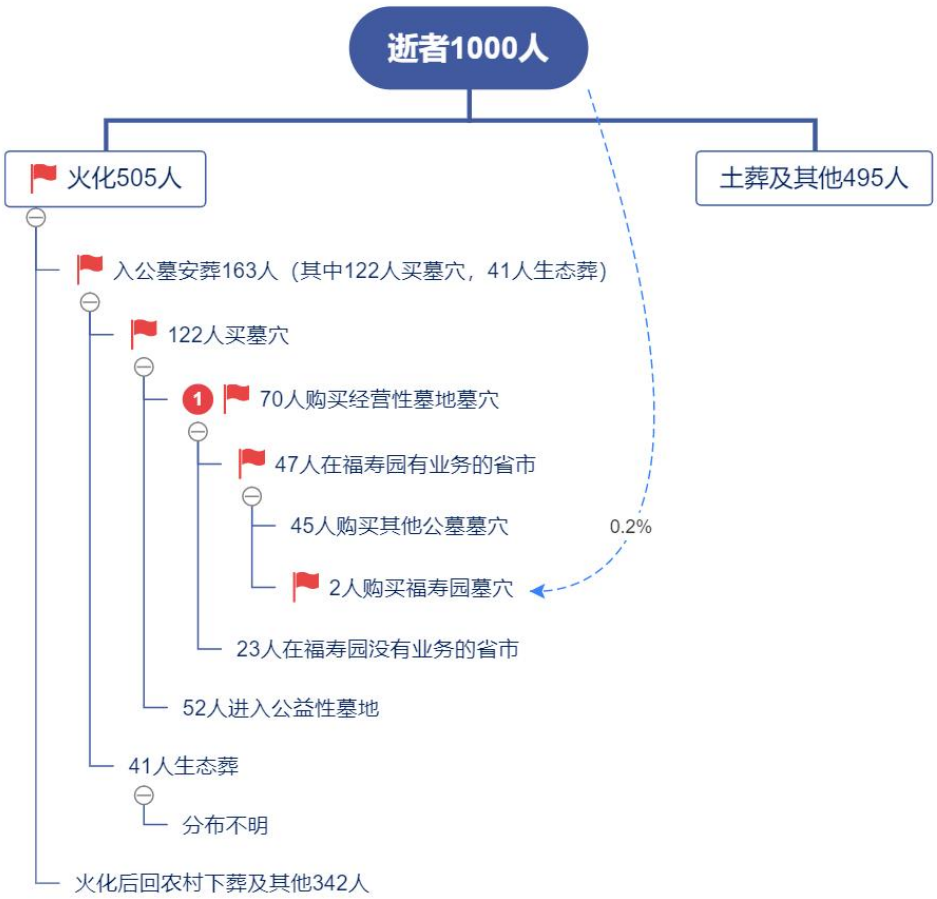
懒得制表，我直接发手稿。我统计了 2018 年福寿园有业务的省市，当年销售墓穴的总数。

这些省市 2018 年全年合计销售墓穴 467170 个，明细如下图：



而其中福寿园 2018 年销售的墓穴数量是 20912 个，占比不到 4.5%。这代表什么含义呢？

让我们从 2018 年全国死亡人数 993 万开始（假设为基点 1000），重新捋一遍本文的数据，我们会发现这样一个逐步分流的图表：



注释：从①之后的数据口径略有偏差。这里的 70 对应的是当年全国销售墓穴 696687 个，但它不一定刚好等于当年安葬人数。

实际情况里，即有以前年份买下墓穴，今年用于安放逝者的情况。也有当年买墓穴备用，当年并不下葬的。

无法取得更精确的数据，这里模糊的当做两种情况两抵。一定会有误差，但估计数字很小，不影响结论。

上图里，每一面小红旗，都是一个分流口。但这几个分流口，直到 47 为止，根本就不存在竞争。

如同从来不存在散酒抢走茅台客户一样：被散酒抢走的，本就不是茅台的客户。

土葬的，原本就不可能是福寿园客户；

火化后回农村的，原本就不可能是福寿园客户；

能选择进公益性墓地的低收入人群，原本就不可能是福寿园客户；

所在省份没有福寿园墓地的，原本就不可能是福寿园客户。

只有同时满足以下三个条件，才可能是福寿园的潜在客户，才可能轮到考虑竞争问题：

①福寿园在当地有墓园；②逝者家庭为该城市中高收入家庭；③愿意为更好的环境和管理支付溢价。

公墓一般以区县为单位。哪怕是同一个省内，即便某地公墓竞争力更强大，价格更优惠，但吸引异地客户安葬的难度还是挺高的。

包括福寿园想吸引异地安葬其实也挺难。但一旦确定进入某个区县，对本地中高收入家庭就构成某种事实上的垄断。

不同区域的经营性公墓，表面上看着像对手。但其实它们之间有着巨大的隔离带，更像一串并排的佛

龛，各自待在自己的区域里，虽鸡犬之声相闻，但老死不相往来，并无竞争。

即便同区域有其他经营性公墓存在，由于总量和人口总数及年度预计逝世人数有比例配比，这些经营性公墓大部分也是错位的，并不构成直接竞争。

就如同茅台、梦 6+和古 8 之间几乎不存在竞争一样，它们只是同时去满足不同人群的差异化需求。

一旦客户需求属于自己所覆盖的定位区间，客户并没有第二选择——或许仅有处于不同阶层交界处的少量人群例外。

同区域里有同质化剧烈竞争存在的情况，也不能完全排除。但这个因素应该是福寿园寻找收购对象时，必然要考虑且可能直接回避的地区。

福寿园管理层曾这样谈及公司 2015 年的收购活动：

我们一年看了 120 个项目，能通过第一阶段筛选的可能只剩 2 二三十个项目，我们再根据一些指标打分作进一步筛选。

这二三十个项目最后能否签约，关键在于对方愿不愿意降价到我们的预期。

如果对方愿意降到我们的预期价格，那肯定就签。反之，就只能等待或放弃。

一年看了 120 个项目，能进入视线的只有二三十个。

那淘汰的近百个项目是因为什么呢？我想区域内供应过剩或同质化竞争激烈，必然是一个淘汰选项。

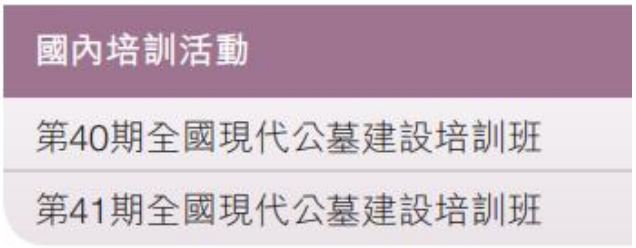
从这个意义上说，当福寿园确定进入某区县时，假想中的竞争其实并不存在。

福寿园要做的就是坚持将环境、品质、价格和定位持续瞄准那千分之二的家庭，用价格隔离非目标客户，静静等待目标客户在没有次优选择的情况下做出选择。

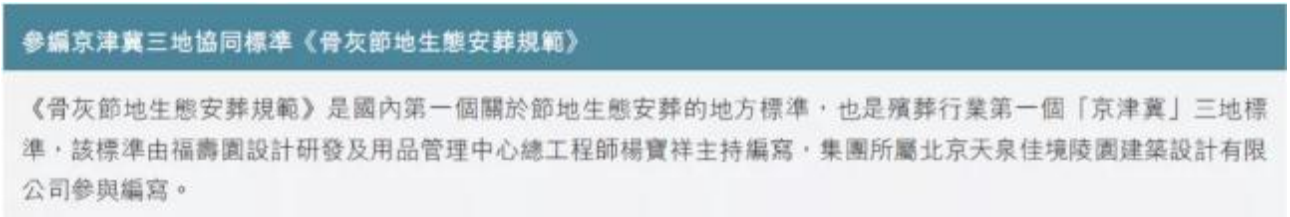
而且，更有意思的是，即使有竞争，本身也是一种不公平竞争，是带有某种降维打击含义的竞争。

福寿园本身是一个类似殡葬业黄埔军校一般的存在，担负着引领和提高行业经营水平的重任。

多年来持续开办全国现代公墓建设培训班。按照公司披露，2019 年已经举办到第 40 期和第 41 期了。



福寿园也承担着部分行业规则的编制，比如 2019 年的



京津冀三地统一使用的《骨灰节地生态安葬规范》，就是由福寿园总工杨宝祥先生主持编写的。

培训的老师、标准的编写者 VS 学生、标准的接受者，这样的竞争角度似乎是有点不公平。

但没有办法，因为这个行业在我国还比较初级，绝大部分同行还处于菜鸡状态。

按照民政部数据，截止 2018 年底全国共有殡葬服务机构 4043 个，包括 1730 个殡仪馆，1367 个公墓，946 个殡葬管理机构。其中既有企业单位，也有事业单位，还有非盈利机构。

企业单位 2018 年合计收入 123.8 亿元，事业单位合计收入 153.4 亿，非盈利机构合计收入 2.6 亿，加总计算 279.8 亿。

平摊一下，大约一家机构年收入不到 692 万元，月收入不足 60 万元。这个平均水平，大概也就是够养官养职工吧。

即便是少数殡葬行业龙头，相比福寿园而言，差距仍然非常巨大。

以国内唯一一家有殡葬业务的 A 股上市公司福成股份为例，其 2019 年殡葬业务营业收入仅有 1.85 亿元，仅仅是福寿园的 10%。

同在港股上市的殡葬企业安贤园和中国生命集团，总市值分别仅 3.5 亿港币和 1 亿港币。

相比福寿园约 180 亿港币市值而言，完全不是一个级别的对手。

福寿园上市六年来，营收收入从 2013 年末的 6.1 亿到 2019 年的 18.5 亿，年化增长率 20%。同期归母净利从 1.67 亿到 5.78 亿，年化增长率 23%。

综上所述，我认为：**鉴于地域限制、供应总量控制、产品定位以及竞争对手的弱小等多种因素，福寿园的经营几乎没有什么竞争存在。**

如此说来，投资福寿园岂不是高枕无忧、躺着赢钱？当然不是。对于福寿园来说，风险也是明明白白摆着的，咱们下篇就聊风险问题。

粟米

老唐，估值时的市盈率倍数应该怎么决定，我看你 15，20，25，30 都有用过，比如海康，首次估值时你用的是 20 倍市盈率估值，后来第二次估值用的是 25 倍，你是怎么考虑的。

唐书房

这都是书房里反复讲过的：统一使用的是无风险收益率的倒数，同期不同公司若有差异，其实是模拟利润含金量差异的简化方法。比如无风险收益率为 3%~4%时，市盈率使用 25~30 倍，但某些公司利润含金

量不足 100%，对报表利润打折处理，体现计算上，就是 1×80%×25=1×20。

第857篇.　　2020.11.06 - 从蚂蚁暂缓上市事件聊聊投资者排雷技巧

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-11-06

今天，舆论热点是蚂蚁的创新与监管的博弈。很少有人注意到，监管部门一纸文件胜造七级浮屠，从蚂蚁刨出的陷阱里，挽救韭菜无数。

今天开始，中签蚂蚁的新股缴款开始退还，这场跌宕起伏的资本大戏，似乎很快就要落下帷幕了。

可以预计，伴随着很快到来的下一个刷屏热点，马云牵着他的蚂蚁，悄悄地就退场了。

从 8 月 25 日递交上市申请，到 9 月 18 日获准上市，满打满算也就用了 25 天（19 个工作日），蚂蚁集团借此创下中国股市“史上最快 IPO”记录。

随后便是以 153.69 倍市盈率的估值定价发行，最终以人民币 68.8 元/股（港币 80 元/股）合计发行 AH 股约 38.4 亿股，相当于出让了蚂蚁集团 12.4%的股份，换来约 2650 亿，估值超过 2.1 万亿。

本来是昨天就应该上市交易的。可以想象，上市第一天蚂蚁的市值就将超过茅台，成为 A 股第一巨头，一只巨无霸蚂蚁。

可惜，马云或许是一时得意忘形，或许是意图利用自己的影响力左右舆论，在 10 月 24 日的金融峰会上炮轰监管。结果事情峰回路转，煮熟的鸭子，居然张开翅膀，嘎嘎嘎地飞走了

阿里内部那些正计划怎么花销那 1300 多亿股权激励的巨富们，一定和杭州的豪宅炒家们一样失落——虽然没有披露享受这 1300 多亿股权激励的具体人数，但即便按照蚂蚁集团总计约 1.7 万名员工平摊，人均也超过 800 万元。

互联网的舆论热点，集中在监管和创新的冲突问题上，很少有人注意到这件事情背后隐藏的诡异，也很少有人注意到那个给数百万投资者挖好的巨坑。

我们看到的事情，发生的顺序是这酱紫的：

①9 月 18 日，蚂蚁获准上市；→②10 月 24 日，马云在外滩金融峰会发表演讲，炮轰银行是当铺思维，巴塞尔协议是老年人俱乐部；→③11 月 2 日，人民银行、证监会、银保监会、外管局联合约谈蚂蚁实际控制人马云、董事长井贤栋、总裁胡晓明；→④11 月 2 日，人民银行和银保监会联合发布《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》（下称《暂行办法》）；→⑤11 月 3 日，上交所宣布蚂蚁集团暂缓上市；→⑥11 月 4 日，H 股冻结资金开始退款；→⑦11 月 6 日，A 股中签新股认购款开始退款。

事情的顺序仿佛是：上市成功，得意忘形，批评监管，遭到报复。

但是，用马云在外滩金融峰会的演讲内容，对照 9 天后公开披露的《暂行办法》内容，我们会发现，事情的顺序可能不是表面看上去的样子。

马云 10 月 24 日炮轰的目标，就是 11 月 2 日公开的这份《暂行办法》。

这份《暂行办法》如果最终落实，将对于蚂蚁集团的业务构成重大打击，其核心主要是两条（其他打击还有，只是这两条比较致命）：

第十二条：经营网络小额贷款业务的小额贷款公司通过银行借款、股东借款等非标准化融资形式融入资金的余额不得超过其净资产的 1 倍；通过发行债券、资产证券化产品等标准化债权类资产形式融入资金

的余额不得超过其净资产的 4 倍。

第十五条第三款：在单笔联合贷款中，经营网络小额贷款业务的小额贷款公司的出资比例不得低于 30%。

为什么这两条比较致命呢？

简单的说，蚂蚁的业务，就是利用自己所掌控的大数据，发放小微企业贷款及消费贷。

目前总规模约 2 万亿，其中小微企业贷占比约 20%，消费贷（我们熟悉的借呗、花呗）占比约 80%。

这两万亿资金从哪里来呢？

属于蚂蚁集团自有资本金的，大约占比不到 2%，其余 98%左右的资金主要是两个来源：

第一，通过联合贷款的方式，利用银行或其他金融机构的资金；

第二，以资产证券化的方式，上述债权为抵押，发行理财产品、信托产品募集资金。

在传统的银行放贷活动中，银行收取的利率不会超过 7%——以行业翘楚招商银行的 2020 年半年报数据为例，对公贷款平均利率 4.14%，对私贷款平均利率 6.1%。

而蚂蚁集团通过借呗花呗等渠道发放的贷款，可以做到利率 15%~24%。

所以蚂蚁只需要分出不到一半利息收入，就足以让银行掌柜们捧上资金在门口排队叫马爸爸。

以联合贷款为例，按照蚂蚁 IPO 文件数据，蚂蚁是以 360 亿出资，撬动了 1.8 万亿联合贷款。

假设我们以 15%利率，蚂蚁和出资银行五五分账计算，蚂蚁就是用 360 亿本金，一年赚 18000×7.5%=1350 亿利息。

这样的生意给 150 倍市盈率可以理解，毕竟投资者可能畅想明年有了 1350+360=1710 亿本金，或许会赚来几千亿利息，届时估值就不高了。

资产证券化也是一样。

蚂蚁放贷 100 亿，然后用这 100 亿债权抵押，发行 90 亿收益率 6%的理财产品然后放贷 90 亿；用这 90 亿债权抵押，发行 81 亿收益率 6%的理财产品……

循环滚动，很容易就可以撬动千亿规模，高杠杆之下回报率自然高的吓人。

然而，监管部门看到的是，如此高的杠杆叠加，一旦底层债权的偿还出现问题（比如你花呗借呗剁手痛快，结果公司裁员，突然失去收入，无力偿还），其连锁反应，就是 2008 年美国次贷危机的中国版。

届时曾经吃的脑满肠肥的蚂蚁们，还不是照样两手一摊，要求政府出面救助，否则各大银行真可能会亲自死给人民看，导致整个金融系统瘫痪。

甚至届时始作俑者轻飘飘地就可以抢占道德制高点：能不能先不急着划分责任，金融体系正在崩溃，人民财富正在灰飞烟灭。让我们携手先拯救国家，拯救人民吧！

Yes，you can，政府怎么办？《暂行办法》就是来堵这个窟窿的。

通过非标融资（银行借款、股东借款等）上限不得超过净资产的 1 倍；通过标准化产品融资（债券、资产证券化等）上限不得超过其净资产的 4 倍；联合贷款中出资比例不得低于 30%——三招全部瞄准着杠杆倍数的七寸。

最终蚂蚁的贷款规模必须受到蚂蚁自有资金的限制，蚂蚁的业务和利润毫无疑问都将受到巨大打击。

马云的演讲，炮轰的就是这些“落后的”当铺思维，“僵化的”老年人俱乐部规则。

创新和监管的边界和关系，话题很深，需要的专业知识超出了老唐的能力范围，留给专家和学者去辩

论吧——坦率说，我站在监管一边，但我不敢保证我的看法一定对——我们就看我们能力范围内的事情就好。

现在，先不论监管和创新谁对谁错。让我们回头想**三个简单而可怕的问题**：

①这份《暂行办法》如果实施，对于蚂蚁集团的经营是重大利空，这是无疑的。对不？

②我们知道，我国相关行业监管文件出台前，都会提前小范围征求业内看法、专家意见，通过征集意见进行讨论和完善。

这也是马云在《暂行办法》公开披露前，就能够以它为目标开炮的前提条件。

如果此推论属实，意味着在《暂行办法》发布前，马云及蚂蚁的核心管理层已经知道公司可能会面临巨大利空打击。对吧？

③接下来的事情，就细思极恐了。马云及蚂蚁管理层怎么处理这可能的利空呢？

第一是保密——这无可厚非。

第二是动用一切力量，以创纪录的速度上市，以蚂蚁将继续以过去的模式扩张和获利为假设前提，对企业进行估值，给新股定价。

他们做到了，他们真的做到了。赶在监管层对社会公开《暂行办法》前，就完成了新股发行。

甚至我怀疑，原本《暂行办法》计划的公开时间要更晚些。

只是因为 11 月 4 日蚂蚁的新股将上市交易，届时可能就生米熟饭无可挽回了，所以才被迫于 11 月 2 日匆忙公开。

如果这个推论属实，我们隔着屏幕就可以猜出蚂蚁内部会议上的讲话。

马云先生可能是这样慷慨激昂地发表演说——以下言论，纯属虚构。如有雷同，实属巧合：

兄弟们，加油啊，拼命啊，一定要抢在《暂行办法》公开前，将那些瓜娃子的钱拿到我们手上。

否则，一旦他们知道我们以后不可能用以前的方式去赚钱了，他们绝不可能接受按 2.1 万亿的估值出价！

兄弟们，这是生死攸关的时刻，我们必须要发扬红军飞夺泸定桥的精神，与时间赛跑。

只要抢在瓜娃子们知道监管规则巨变之前，顺利登陆资本市场，就是蚂蚁人的伟大丰碑，是阿里人的伟大胜利。

只要我们登陆成功，各位不仅有机会兑现千亿股权激励，豪宅豪车美女统统滴有、大大滴有。

更关键的是，我们将在《暂行办法》出台前获得两千多亿的资本金，从而在未来更严格的资本要求下，取得相对同行的碾压式优势。

兄弟们，几千亿面前，睡觉太奢侈了。我要求你们放弃 996，直接 007。

你们每个人的名字，都将在蚂蚁的史册里闪闪发光。兄弟们，你人生里最大的一次历史机遇摆在你的面前了，抓不抓的住猪，就看你的了！

哗哗哗……雷鸣般的掌声持续了 6688 秒

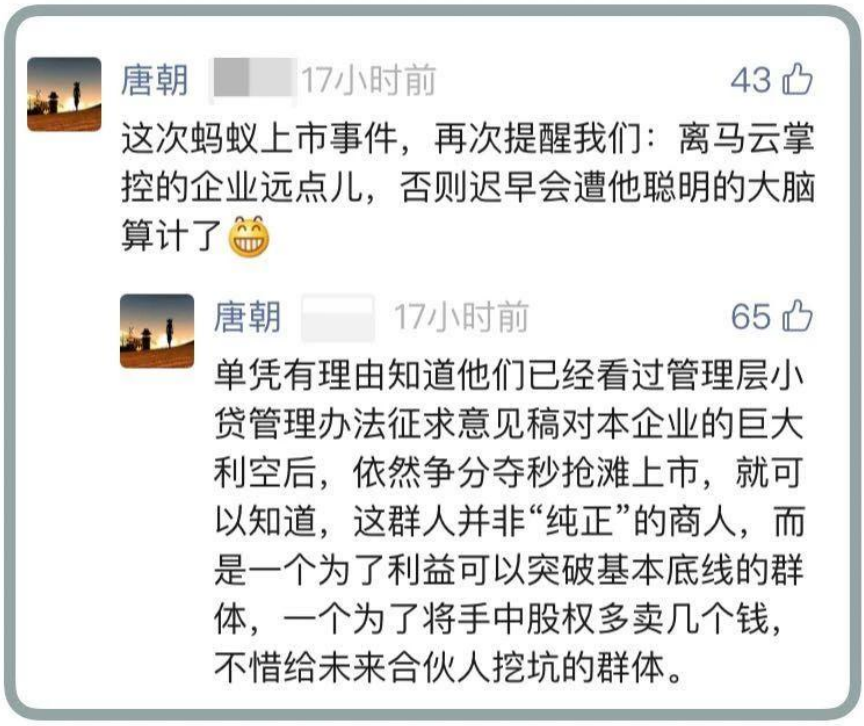
至于上市成功后，监管意见出台，当投资者发现蚂蚁根本不可能再像过去那样，以极少的自有资本去赚取高额利润时，股价暴跌到哪里，那就是瓜娃子股民自己的事情了。

今天，这种作法不触犯刑法吗？我不懂，但觉着应该有一条法律来界定。

法律如果不管，我们只能靠自己照顾自己——又想起小时候听老父亲说的那句朴素理解：社会就这样，

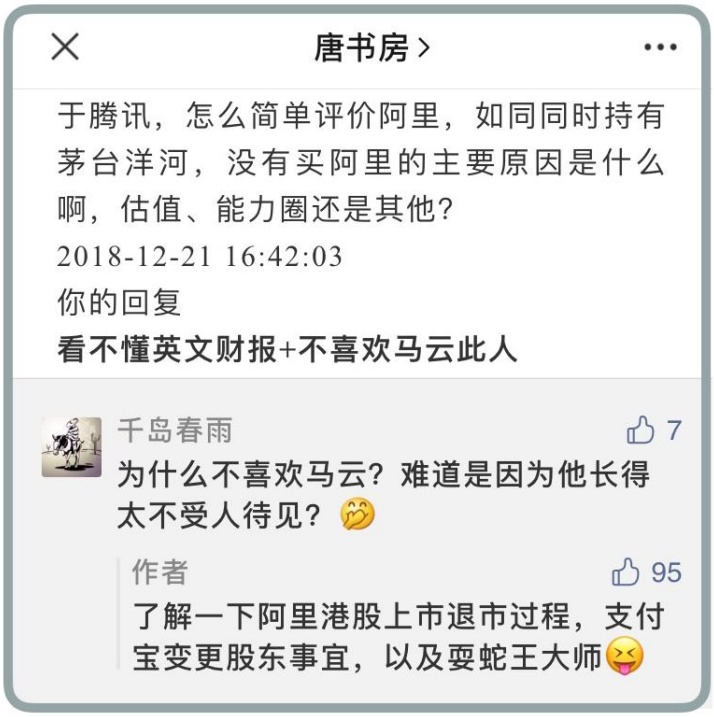
主义自己拿，这就叫社会主义。

这件事带给我的经验就是：



这不奇怪，早在两年前，有朋友在书房问我为什么投腾讯不投阿里，我当时就是回答“因为不喜欢马云”。

然后一位朋友在留言区追问为什么，老唐当时回复如下：



什么样的道德观、价值观和世界观，决定了不同的人在同样的选择下，会做出的什么选择。

一家企业管理团队的历史决策所依据的道德观和价值观，绝对是我们排除企业的重要依据之一。

这或许可能让我们错过牛股，但同样会保护我们避免掉进一些可怕的陷阱。

由此，老唐又联想到书房里的一个历史案例，同样是用管理层行为排除掉的一个企业。

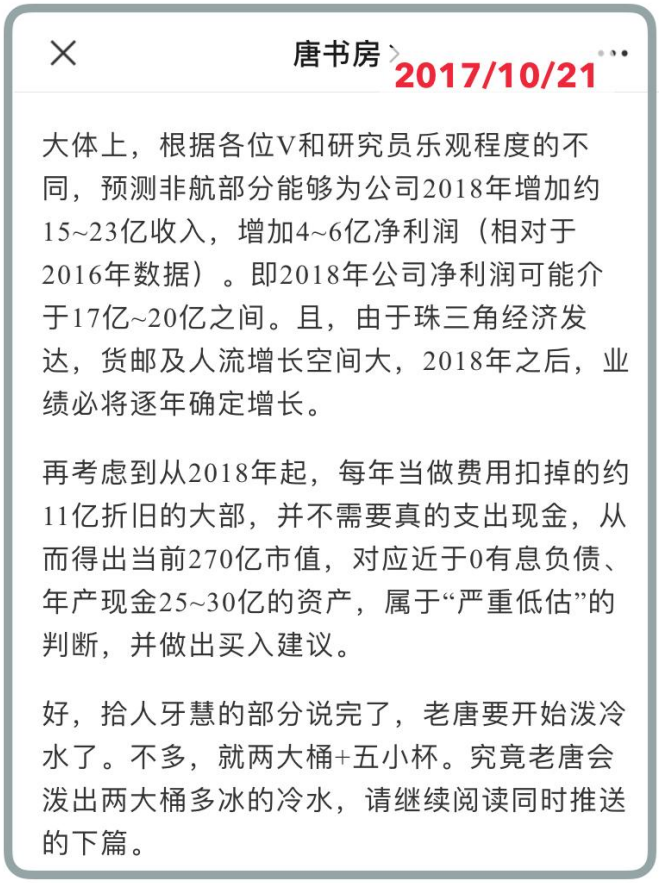
上周周记下面，好几位朋友询问上海机场。老唐瞄了眼，有点兴趣——顺带说一句，我今天 66.66 买了 1000 股观察仓。

然后想起三年前曾经点杀过另一间机场：白云机场（链接在此：《岭上白云有疑点（上）》《岭上白云有疑点（下）》，发表于 2017 年 10 月 21 日）

翻了翻旧文，挺有意思的。

当时白云机场 270 亿市值，市场一片看好之声，基本预测 2018 年净利润在 17~20 亿之间，年产自由现金 25~30 亿，2018 年之后确定增长，270 亿市值“严重低估”。

老唐当时记录大家看好的理由和预测：



老唐当时只花了大半天时间阅读财报，我没有去关注它的利润和增长，而是从管理层的一个行为观察，发现事情可能不像大家预想的那么乐观，遂成文泼下两大桶+五小杯冷水。

其中第一桶冷水，就是通过白云机场发行可转债以及控股股东和管理层对可转债的处理方式，得出大股东和管理层不看好白云机场的未来，认为 270 亿市值高估的结论。

详细论证过程，我就不在这里重复了，感兴趣的朋友直接阅读《白云之上有疑点》上下篇即可（向书房发送“机场”即可提取）——特意强调：尤其不要错过留言区。实时记录了当时的市场气氛和多空观点，我觉着比文章本身的价值更大

这个大半天得出的结论，相比那些深入挖掘企业资产负债及利润增长的研究报告，结果如何呢？

沾时间这把无情刻刀的光，今天我们可以用上帝视角，回看白云机场的经营情况了：

疫情冲击下的 2020 年，咱们排除不看。就看正常经营的 2018 和 2019 年。

2018 年不仅没有 17~20 亿，反而同比下跌约 30%，只有 11 亿——考虑到当时已经是 2017 年 10 月底，对 2018 年的预测偏差，恐怕只能用脱靶二字评价了。

至于 2019 年的确定性增长，更是没有看见，净利润进一步下滑至 10 亿。

而且还不能推给意外，因为扣非净利润数据趋势是一致的。

三年后的今天，白云机场市值 306 亿。也还不错，涨了 13%，年化收益率约 4%出头，还是比存银行收益高。

但是，这 13%的涨幅，是市盈率从 17 倍变成 30 多倍赠送的，企业经营本身是负面贡献。

上述两个例子，就是老唐今天想说的：通过观察核心股东或管理层的行为，可以让我们规避一些投资

道路上的陷阱。

当然，必须要强调的是：以管理层的表现作为排除企业的依据，只是意味着你躲开了某些心生邪念的管理层，被算计的概率**大大降低**。

但，它并不意味着这些管理层掌控的公司股票不会上涨。

最有说服的反例恐怕就是：老唐通过此秘方，成功地躲开了泸州老窖这只 7 年 14 倍的大牛股

第858篇.　　2020.11.07 - 一个金融科班生的投资进阶之路——by@南度北归

南度北归　唐书房　2020-11-07

这么晚才写这篇读书笔记，一则因为读书以来自己就不喜欢做笔记；二则总感觉“笔下虽有千言，胸中实无一策”，一直没有找到一个合适的切入点。

今天恰逢在单位值班，正好整理下自己这 10 多年的“炒股”历程。

其实这不能算是一篇真正意义上的读书笔记，只能说是一个有点金融知识的股民，如何在老唐投资三部曲（手财 1、2 我归为一类）的影响下，逐步成长之路。

一、股市沉浮虚度八载

2006 年 9 月，跨学科考研成为一名金融学研究生，从此自诩为科班出身。

次年，在师兄们用学费做“无息贷款”、成功从 1 万炒成 2 万的示范引领下，我们依葫芦画瓢，美其名曰理论和实践相结合，几个同学一起在中银证券开户，从此有了一个新的标签--股民。

不幸的是遇到了 08 年的股灾，1 万成功变成 5 千，算是股市的第一笔学费。

08 年毕业后，做着金融相关工作，毕竟懂得一些基本金融知识，加上自身性格原因，基本围绕市盈率、净利润等几个关键指标选股，有时也会参考成交量、基金持仓等因素。

至于“何时买、何时卖”心里完全没有底，也就是老唐说的没有“估值锚”，但还好坚持了一个原则就是坚决不参与妖股、题材股炒作。

这期间，由于买房子、买车、结婚、装修、养孩子等一系列凡人的基本操作，在股市里沉浮的本金有限，到 2015 年换第二份工作时，投资收益估计也就是定期存款水平。

这期间，浪费了复利最强大的武器---时间。

巴菲特为什么能成为大师，真正厉害之处就在于他 20 多岁就明白了投资的真谛，并坚持了 60 多年。

未来自己需要做的，就是锻炼好身体，争取把丢失的这 8 年补回来。

二、财富是思考的副产品

2015 年 7 月只身前往异地工作，又过起了一人吃饱全家不饿的生活，为了找点事做不至于业余生活这么无聊，重新拿起曾经几次想啃而没有去啃的注册会计师教材，同时也有了和老唐的第一次相会。

特意查了一下，《手财 1》2015 年 12 月 21 日购于京东，同时购买的还有《会计》《审计》。

说来汗颜，当时读《手财 1》主要是为了辅助学习会计专业名词，希望有助于通过《会计》考试，唯一印象深刻的就是老唐后面写的大股东回购茅台退市的假设，属于典型的端着金碗讨饭吃。

老唐名言：财富是思考的副产品。当时没有这样的领悟，自然就错过了后面茅台从 200 元到 1800 元这一轮波澜壮阔地上涨。

当然，即使当时买了茅台，如果没有深刻理解买入的逻辑，估计买得也很少，而且不可能拿到现在。

而后经朋友推荐，误入雪球论坛，才知道《手财 1》的作者老唐是雪球名人，于是 2017 年 4 月 9 日在当当购买《手财 2》。

作为一个 8 年金融从业者，被老唐深厚的银行理论知识深深折服，从此遁入唐门，并转战唐书房。

《手财 1、2》的收获，老唐用他那通俗易懂的“中翻中”语言，解释了很多晦涩难懂的会计术语，帮助自己顺利拿下《会计》科目。

还有就是坚定了自己与好公司为伍、伴随优秀企业成长的信念，并通过努力学习财务基础知识，用财报来排除企业（后来在老唐“日拱一卒”的引领下，去年顺利成为注会非执业会员）。

三、真知，行不难

入了唐书房之后，简直如获至宝，书房的每一篇文章都翻出来读，后来还打印出来装订成册。

感觉这些年的大学都白上了，如果当年有哪位老师像老唐这样授课，自己也不至于浑浑噩噩这么多年。

对老唐过硬的专业知识、风趣幽默的语言风格叹为观止，对其超然、洒脱的生活方式亦心驰神往，自诩找到了投资路上的明灯。

经历了 2018 年的漫漫熊市和唐书房文集的滋养，2019 年《价值投资手册》横空出世，将之前唐书房文集中散落的投资观点串联成册并自成体系，就好比各种内功心法终于融为一体，其威力自然大增。

《价值投资手册》成功解决了两个问题：如何面对股价波动以及如何给企业估值。

如何面对股价波动？六个字：“别瞅傻子，瞅地”。

首先，需要明白“股”和“票”的区别并真正理解股票收益的来源；

其次，需要平静地面对从来瞧不起的隔壁老王神神叨叨地数波浪，转眼间资产后面加了个零；

最后，需要始终牢记“手持火把穿过炸药库，即使毫发无损，也改变不了是个蠢货的事实”。

怎么瞅地呢？就是如何给企业估值，也就是老唐的估值三原则和 3 年翻倍大法。

这里就不再重述了，老唐这几年已经从不同角度、不同方式、不同案例反复阐述，用心、用情之深苍天可表。

四、《巴芒演义》演绎价投真谛

当知道了不与垃圾股、题材股为伍并伴随优秀企业成长的道理，当接受了“别瞅傻子，瞅地”的理念并大部分时间都能忠实执行。

但面对市场的剧烈调整、面对持有的价值股依然腰斩的时候，内心深处隐藏的那个“以趋势为伍，面对显而易见的下跌何不做个 T”的想法是不是又会冒出来呢？

这时，《巴芒演义》出场了。

《巴芒演义》以巴菲特和芒格这对搭档的投资思想成长过程为线索，将近代投资领域多位知名大师的投资思想和代表性案例一一呈现，使我们能够穿透迷雾看清楚大师当时做出投资决策的客观背景，所谓知其然、知其所以然。

透过历史，我们发现：原来大师的修炼也是从普通人开始的；原来大师也会犯错；原来大师的年化收益也才 20%左右啊。

如果说国外的经验参考价值有限，那作为国内投资高手的公募基金经理群体，目前有据可查的能达到 10 年年化 20%以上的，应该十个指头能数得过来。

以史为鉴，自己会是那个超越这些投资大师的天降奇才吗？答案显然是否定的。

承认自己的“平凡”，并接受年化 20%这个“残酷”的现实，才真正明白了“股价上涨，增加短期收益但降低长期收益；股价下跌，降低短期收益但增加长期收益”的真正内涵，然后将内心那一丝做 T 的小火苗熄灭。

读老唐这投资三部曲，就好比宋代禅宗大师青原行思提出参禅的三重境界：

看《手财》，就如参禅之初，“看山是山，看水是水”，要和垃圾股、题材股坚决说再见；

看《价值投资手册》，就如禅有悟时，“看山不是山，看水不是水”，要能透过股价波动，真正看清内在价值，就两个字“瞅地”；

看《巴芒演义》，就如禅中彻悟，“看山仍然山，看水仍然是水”，知道了投资大师也会犯错，他们也是凡人，只不过他们更早懂得了投资的真谛，并且几十年坚持做正确的事，终成一代宗师。

2020 年 9 月 12 日

〈向书房发送“连载”，可提取《巴芒演义》读书笔记合集〉

第859篇.　2020.11.07 - 老唐实盘周记2020/11/07

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-11-07

本周交易

本周五买入上海机场 1000 股，成交价 66.66 元。

注意：仅为观察仓，仓位占比可以忽略。

目前正在阅读上海机场的财报，大致可以肯定的是：截止现在，我心中认可的买点远低于这个位置。

请独立思考，不要将纳入观察误解为「买入」

当前持仓

目前持仓茅台 36%，腾讯 24%，洋河 17%，分众 12%，古井 B5%，海康 6%。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	36%	19000±10%	<9500	23000	21363	1700.62	45.85%
腾讯控股	24%	55000±10%	<27500	60000	50190	614.50	64.13%
洋河股份	17%	3150±10%	<1575	3700	2623	174.06	61.92%
分众传媒	12%	……	<670	1585	1488	10.14	63.81%
古井贡B	5%	770±10%	<385	900	398	92.80	34.16%
海康威视	6%	4400±10%	<2200	5800	4589	49.11	53.28%
沪深300						4885.72	19.26%
上证指数						3312.16	8.59%
2020/11/7			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8524	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	37%	19000±10%	<9500	23000	20979	1670.02	43.23%
腾讯控股	25%	55000±10%	<27500	60000	48871	591.00	57.85%
洋河股份	17%	3150±10%	<1575	3700	2533	168.06	56.33%
分众传媒	11%	……	<670	1585	1371	9.34	50.89%
古井贡B	5%	770±10%	<385	900	382	88.00	27.22%
海康威视	6%	4400±10%	<2200	5800	4196	44.90	40.14%
沪深300						4695.33	14.62%
上证指数						3224.53	5.72%
2020/10/31			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8630	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同而发生小幅变化；

②老唐买点或卖点，代表如果公司总市值触及此数值，老唐计划买入或卖出，与个股历史买入成本无关；

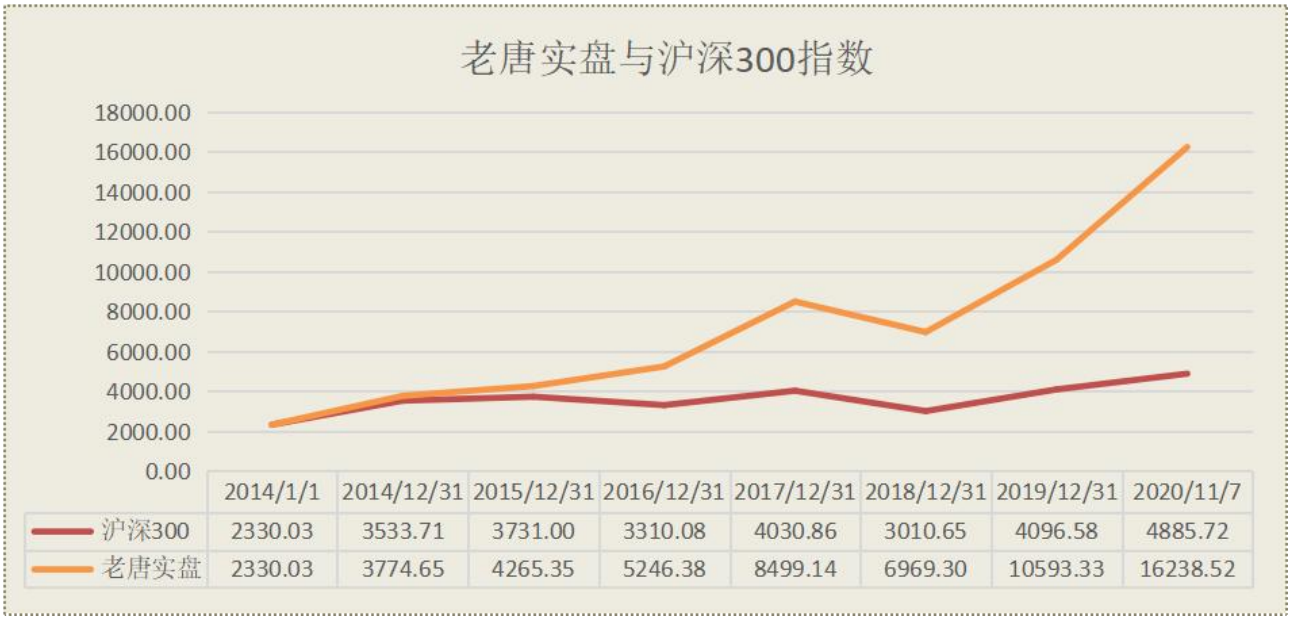
③仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2020 年内收益 53%（四舍五入数据）。

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，53%（均不含新股中签收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 697。以 6.85 年折算，年化收益率约 32.8%。



重要事项

本周除腾讯持股 21.57%的快手提交了上市申请，以及洋河 11 月 4 日透露了「省外市场去库存工作，目前已经取得了比较不错的效果」之外，各家持股公司似乎都没啥其他重要的事情发生。

干脆借着这个位置聊两件别的事儿

1. 后腿茅。

本周，老唐实盘年内收益达到了 53%。这个收益率在年内第一次超过贵州茅台的股价涨幅。

全部持仓的六只个股里，茅台年内涨幅倒数第二，仅仅领先于 5%仓位的古井 B，以第一重仓的身份光荣地承担了拖后腿的重任。

由此想起今年一月三号，书房第一篇文章里的一段对话：

“投资就是这样，今天你拖拖后腿，明天我拖拖后腿，这样大家才有力气一起前行。”

当先锋还是拖后腿，重要吗？不重要。重要的是；企业是否日复一日地给我们赚到令人满意的真金白银。

即使是能赚到真金白银的企业，一样脱离不了当当先锋、做做中军、拖拖后腿的宿命。

因为一两年内的股价波动，受市场情绪因素的影响很大，而市场情绪的主要特点就是跳来跳去的难以预测。

但至少有一点我们是确定的：这些能赚到更多真金白银的企业，无论它在先锋、中军和后腿之间怎么折腾，长期来看，他们就是比大部队跑得快、跑得远图片

毕竟市值是盈利能力的资本化，更高的盈利能力必然会带来更高的市值。这是资本逐利天性决定的内在规律。

我想，通过实时围观这个“茅台照样拖后腿”的例子，或许可以让部分朋友以后面对所持股票涨幅落后时，更加淡然一些。

若果真如此，后腿茅就算立功了

2.估值及买卖点调整时机问题。

三季报后，我陆续调整了分众、海康和古井 B 的估值或买卖点数据。

这和我通常习惯的调整时间不符，造成部分朋友的困惑，今天聊聊这事儿。

通常，我的估值数据，会在每年年报披露后至 6 月底之间做重新计算和调整。

如果届时市价和买卖点差距比较远的话，一般就集中在 6 月底一次性同时调整全部公司的相关数据。

这个 6 月 30 日是个简单明确的武断经验，其背后的逻辑其实就是取得最新的年报数据后，依据对年报的解读和最新理解，看是否需要做一次调整。

其他时候尽量不去动，减少数据修正的次数，防止自己不知不觉间受到近因效应的干扰，做出迎合市场的举动。

唯一的例外情况是，如果观测到企业经营方面有重大改变，偶尔也会做及时的调整。

那么，按照这个表述，我应该在 2021 年 6 月 30 日再做估值调整，或者最多也就是提前到年报披露后调整。

而实际上，在三季报披露后，我就已经对三家公司的估值或买卖点做了调整，这是否违背自己的原则呢？

我解释一下吧

正如上文所说，这个以 6 月 30 日为界，是个简化和武断的经验，并不是有科学支撑的精密时点。

如果要讲逻辑严密性的话，元旦节那天调整才是最标准的。因为新的一年从那天开始。

之所以选择以 6 月 30 日为界，核心是建立在两个考虑上：

①年报发布后才能知道公司上年经营数据及新年计划。以此作为新的估值计算依据，比自己提前的毛估估更准确、踏实、具体。

②通常而言，早半年晚半年的，对我而言影响很小。

这里面有个朋友们可能没有注意到的现象：从 2014 年初公开实盘到今年上半年，市价接近或触及老唐卖点的事情，几乎没发生过。

——唯一一次，是在 2017 年 6 月 14 日于 475.5 元减掉了 4%仓位的茅台，后来还被证明是个代价巨大的错误

事实上，从 2008 年到今年年中的十几年里，我的持股都很少有市价逼近卖点的情况。

究其原因，是因为我的原则本来就是尽量不卖，所以估值及卖点一般都看得远且高，年内被触碰的几率很小。

譬如，今天我们正在担心的茅台 2.3 万亿会不会低了，腾讯 6 万亿会不会低了……

实际上就在大约两年前，我当时写出来的类似 2 万亿茅台、5 万亿腾讯这样的数据，还是被嘲笑的牛皮，被认为是「树不可能涨到天上去」的「天」，被归为老唐不是「正宗价投」的证据

因此，对于年内卖点被摸到这样的事儿，老唐自己其实也没多少经验。

真逼近卖点了，我一样会犹豫徘徊和反复斟酌——伟岸的形象又轰然倒塌了？

同时，鉴于三季报后，对于我比较熟悉的持股，我大致已经能估出来年报的情况。不敢说准确，但应该不至于脱靶。

综合考虑以上两点因素后，在“尽量不卖”的大原则下，对于同时具备以下两个特点的持股，我今年提前实施了调整：

A. 能估出来 2020 年报数据；

B. 若参照 2021 年估算盈利，目前设置的卖点看不出明显的高估。

事情大致就是如此。说破了，其实也不难理解，对吧？

这周大家最担心的是腾讯，此时市值 50190 亿人民币，距离我的卖点还有约 20%的空间。

下周四腾讯会披露三季报，预计下周我会提升估值和卖点数据，短期内没有卖出考虑。

目前比较挣扎的，其实是茅台。

可以预见，如果不上调出厂价，茅台 2021 年的盈利预计会在 540±10 亿范围内，相对于卖点 23000 亿，对应约 42 倍市盈率，合理偏高但也说不上高估。

然而，我一直判断元旦涨价的概率很大。

我自己的计划是①有涨价通知，顺势修订估值和卖点；

②年底如果没有涨价通知，将卖点小幅提升至 540×50=27000 亿起（同样分三次：2.7、3.0、3.3 万亿各出 1/3）。

但是，比较讨厌的一种场景是：12 月 31 日前并没有提价，但市值已经突破 2.3 万亿。

坦率说，这种场景下怎么做，我目前还略犹豫。大脑里有两个小人儿打架。

支持卖出的小人儿说，茅台持股比例这么高，估值也近于高估，完全可以减掉 1/3；

反对卖出的小人儿说，2021 年涨价是必然的，无外乎是哪天的事情。2021 年的业绩绝不会仅仅 540 亿，2.3 万亿卖出也占不到啥便宜。

幸福的烦恼。我估计在今年最后的不到 40 个交易日里，真碰到这种讨厌的情况了，很大可能还要看届时我眼中的心仪目标在什么位置。卖与不卖，可能性都是有的。

不知道我今天把这个问题阐述清楚没？希望以后再遇到同类问题，可以让提问者直接来翻今天的文章。

3. 本周有 1 篇读书笔记入选

入选笔记是：

咀嚼巴芒演义 筑牢体系方舟——by 雪球@洋屹 168

请这位朋友留下收货地址——如果选择老唐的四本书签名套装做奖品，或，留下微信号——如果选择加老唐微信好友做奖品。

无论是否入选，输出本身已经是对自己的巨大帮助，是非常深入的学习过程。我相信所有写过读书笔记的朋友，都会有这个感触。

借着这个激励，将双手放在键盘上，给自己一个成长的机会吧！

本周运动

本周跑步 3 次，单次 10 公里。陪我家领导散步两次合计 13 公里。

周六同口径除皮净重 83.6kg（175cm），环比下降 1.3kg

下周预计交易

无

下周四腾讯披露三季报

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。

文中提及的任何个股，都有**腰斩**或翻倍的风险。请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记

祝朋友们周末愉快

唐书房

2020-11-08

很早就答应免费送给大家的《巴芒演义》人物关系图。本来准备放在昨天的周记里分享的，昨天给忘了，今天补上。内容如截图，需要高清版的到百度网盘下载，地址：https://pan.baidu.com/s/1_aUEci5hHEa9_kNd_iHLJA 提取码：muik

格桑花

老唐，像我这种只有两万多闲钱的人怎么投资呢？长投呢，总觉得资金利用率太低，短期炒作简直是作死，不是被套就是卖飞

唐书房

2 万块的话，建议还是货币基金、银行理财或干脆存款，安心工作，提升人力资本为上。

格桑花

老唐，作为一名人民教师，工资是固定的几千块，还指望通过投资赚点菜钱呢

唐书房

但，残酷的事实是，股市大部分人都是亏损的。投资虽然很简单，但并不容易，需要学习和思考，本金太少投入产出比不划算。而不学习，往往是给别人贡献菜钱、肉钱、车钱、房钱或者是飞机翅膀、游轮滚滚儿

小飞侠

感谢老唐传播分享投资理念！其实可以把茅台作为永不卖出来对待吗？

唐书房

我的体系里没有“永不卖出”这四个字。

风儿

唐老师，为什么不能把现有的几支股票拿上，等到有一天需要用钱，再出掉就行了？反正心里清楚，若企业经营没有问题，拿上挺好！倒腾干吗呢？像我这种研究企业水平不行的人，这种傻办法是不是也可行？

唐书房

就怕茅台明年跌到 1.2 万亿市值的时候，你突然发现经营有问题，然后反思为什么不在高点的时候跑掉

李航

唐老师，最近看的几本书都在反复强调对企业深度研究的能力，搞得我很焦虑，因为除了财报和卖方的研报之外，实在不知道还有什么信息获取渠道了。想知道您对此的看法，什么程度才算得上深度研究？一家公司从完全陌生到得出大致的买卖点您一般需要花多长时间呢？

唐书房

没什么固定标准。又不着急，三年两年看懂也不错，三天两天看懂更好，三五分钟排除也是很爽的。

第860篇.　　2020.11.10 - 昨晚，发生好多事儿……

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-11-10

昨晚发生好几件有记录冲动的事儿。本文只为记录，没有主题，算是东拉西扯、有感而发吧。

昨晚，美国制药巨头辉瑞公司和德国生物技术公司 BioNTech 宣布，他们的冠状病毒疫苗预防效果超过 90%，远远超过预期——美国药监局（FDA）的要求是超过 50%，市场预期是 75%。

这让昨天成为了“科学和人类的伟大一天”，处于新冠疫情之下的世界精神为之一振。这可能是全人类今年最想听到的好消息了。

昨晚，国家市监总局发布了《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》。

这个时点谈论平台经济垄断问题，应该是冲着阿里巴巴来的吧，算是蚂蚁后遗症。我家小企鹅算是躺着中枪。

反垄断是个非常复杂的领域，我专业知识不够，不敢下结论。大致阅读了意见稿原文，个人觉着主要整治的是电商平台强制商家“二选一”之类的规则。

就目前的市场而言，似乎主要涉及淘宝、天猫和美团。其他平台目前都是被动防御——不是不想垄断，是还没有能力垄断。

昨晚，小霸王宣布破产，勾起老唐的青葱记忆。

除了响彻南北的洗脑广告’’你拍一，我拍一，小霸王出了学习机。你拍二，我拍二，学习游戏在一块儿……’’，

小霸王留给我最美好的回忆，就是和我家领导一起，通宵通宵不睡觉地打坦克了

老唐长期是左边这个金色坦克，主要负责守老窝。

我家领导的乐趣是全力冲锋，大杀四方，撵着敌人的屁股爆锤

当年这个像素低到可怜的游戏，是那么的迷人，陪着我们度过了好多个不眠之夜

小霸王的破产，实在令人可惜。

1994 年，若当时小霸王的老板能明白「散财才能聚人」的道理，同意段永平及其团队的股份制改造要求，让管理团队一起分享企业成长。

那，今日的“oppo，vivo，步步高，小天才手表”很可能都是小霸王旗下产业。小霸王就成了巨无霸、霸王龙

不懂分享的老板，格局所限，让一个知名品牌，一代人的记忆，灰飞烟灭，真的可惜了。

昨晚，暴风集团发布公告，宣布退市整理期结束，正式被交易所摘牌。

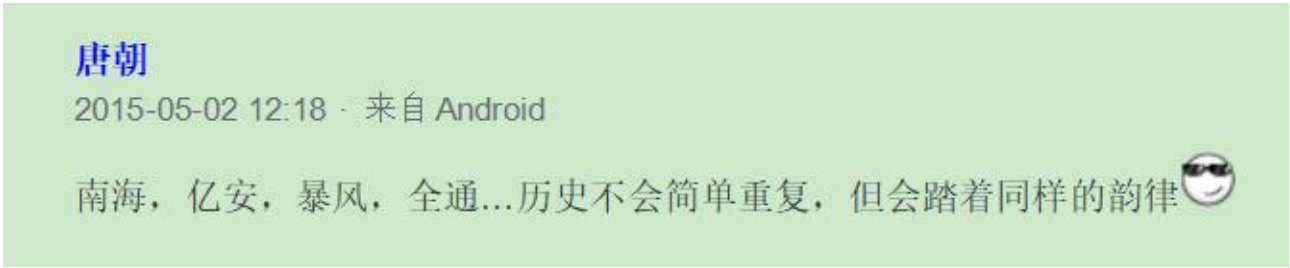
昔日 400 亿市值的牛股跌的渣都不剩，以昨日收盘价计算，市值不足 1 亿，跌幅超过 99.77%，堪称史上最惨 A 股。

暴风集团 2015 年 3 月上市后，凭借 29 个涨停板，一时风光无俩，被称为新股股王。在上市的两个月内，最大涨幅超过 44 倍。

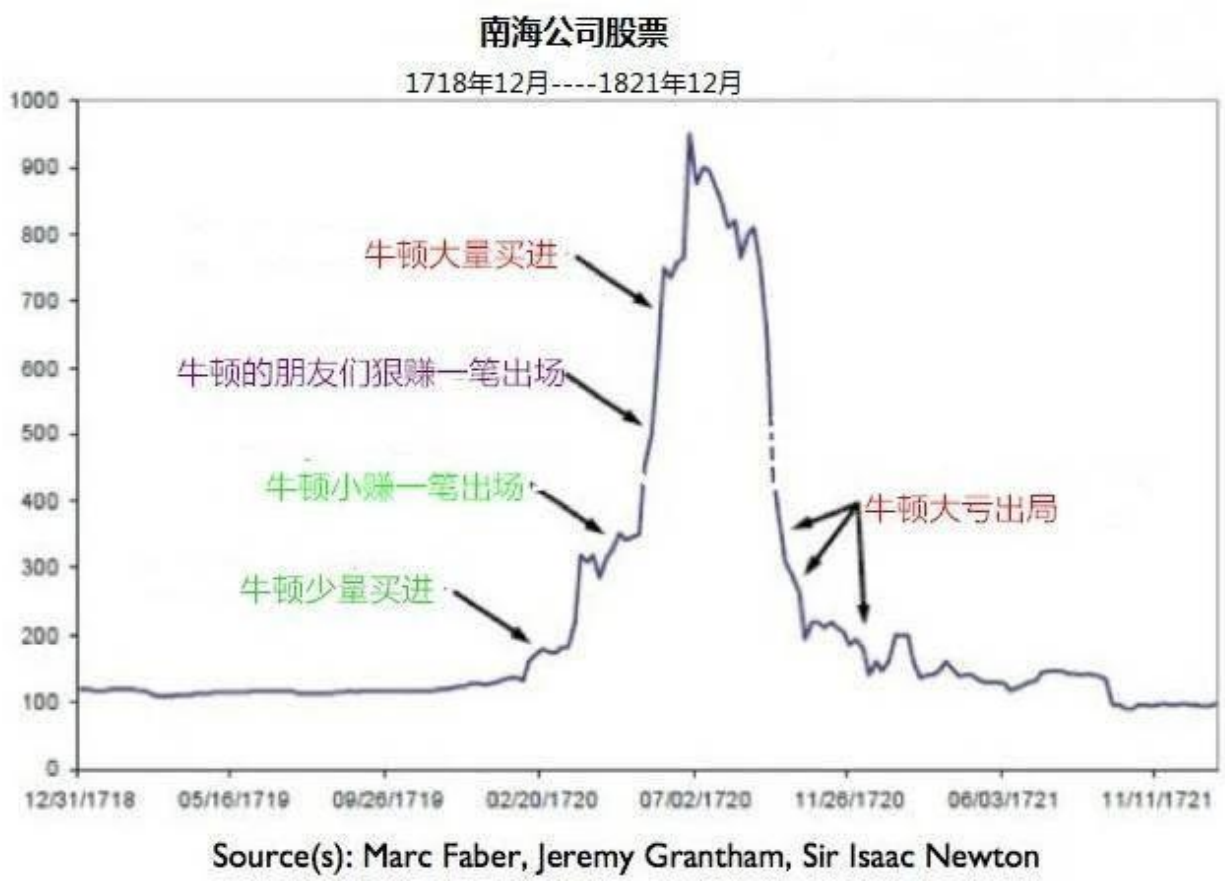
它之所以勾起老唐的回忆，因为就在 2015 年 5 月 2 日，面对暴风集团的持续暴涨，我曾发帖聊过一嘴。

长期关注老唐的朋友应该知道，我很少对我没有研究的企业发表观点。即使有人问，我也通常是回复“抱歉，我不懂某某行业，没有观点”，或“抱歉，我没研究过某某公司，无法提供意见”等。

那时，实在是市场太过疯狂，没憋住，发了条帖，也就一行字。



什么韵脚呢？



诞生“我可以计算出天体运行的轨迹，却计算不出人们内心的疯狂”名言的南海泡沫。

一年半涨了 20 多倍，再一年半跌回起点的亿安神话。

亿安神话留给市场的，除了一个自拉自唱的坐庄故事以外，据说还有一本至今仍有人膜拜的操盘手秘籍——缠中说禅

历史不会简单的重复，但会踏着相同的韵脚……为什么呢？

因为股价的背后，是永远不变的贪婪和恐惧。

箭头所指位置大约是老唐发帖地方，泡沫四溢，芳香怡人。

知道南海和亿安历史的人，忍不住替万千小散捏一把冷汗。

但那又怎样？照样又涨了约 100%，然后才跌，至今跌掉 99.77%。

——不要被数字欺骗，100 万涨 100%，是 200 万。200 万跌掉 99.77%，不是回到原位，是还剩不到 5000 元

高估之后的暴涨，就是市场先生鼓励傻子慷慨赴死的奖金。

市场的魅力就在于：永远有高手觉着自己能够吞掉肥美的鱼饵，然后吐出锋利的鱼钩，挥挥衣袖潇洒离去，不带走一丝云彩

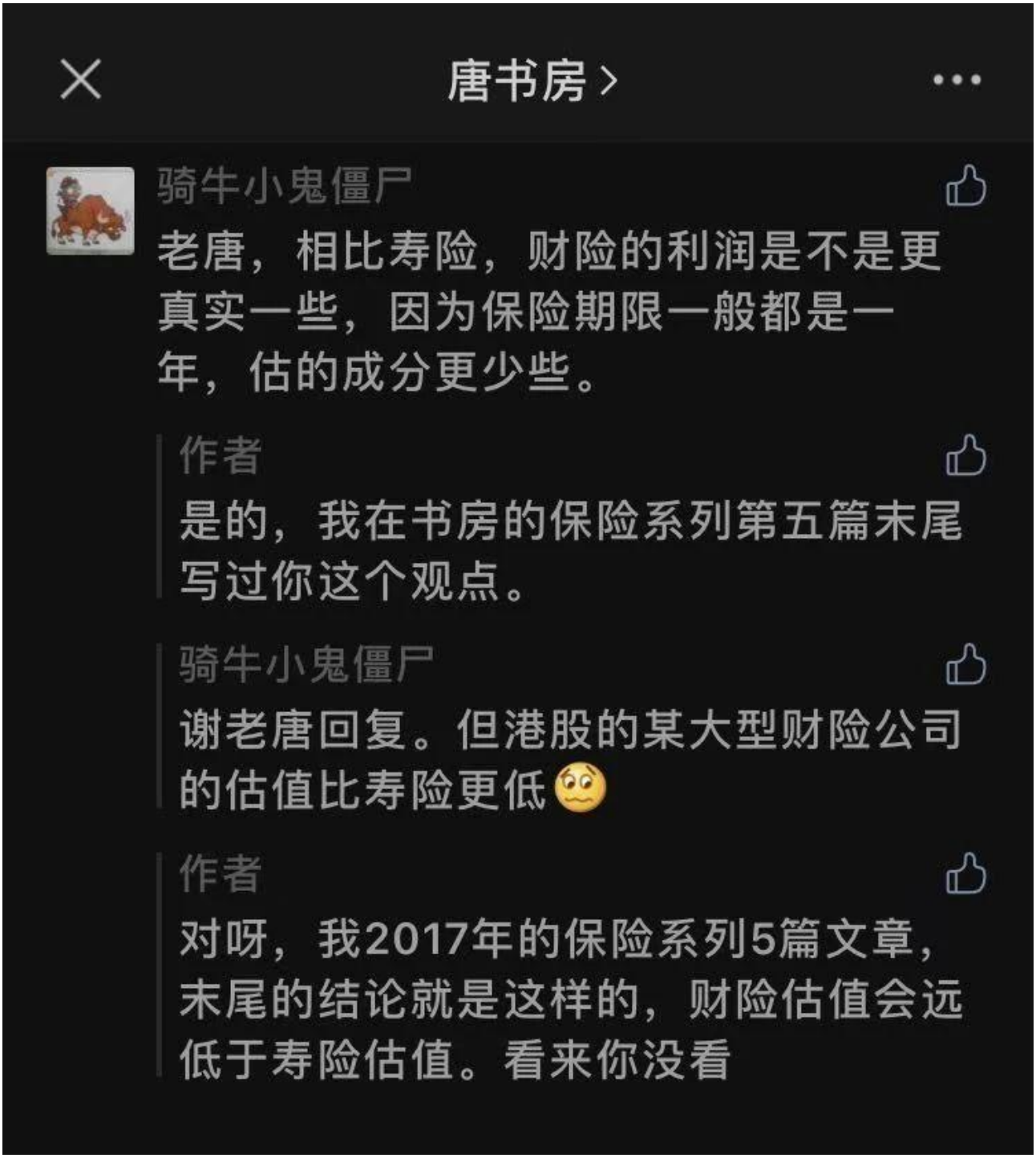
再看全通教育

箭头所指的位置就是老唐发帖的位置，后面也涨了近一倍，然后跌掉 93%。

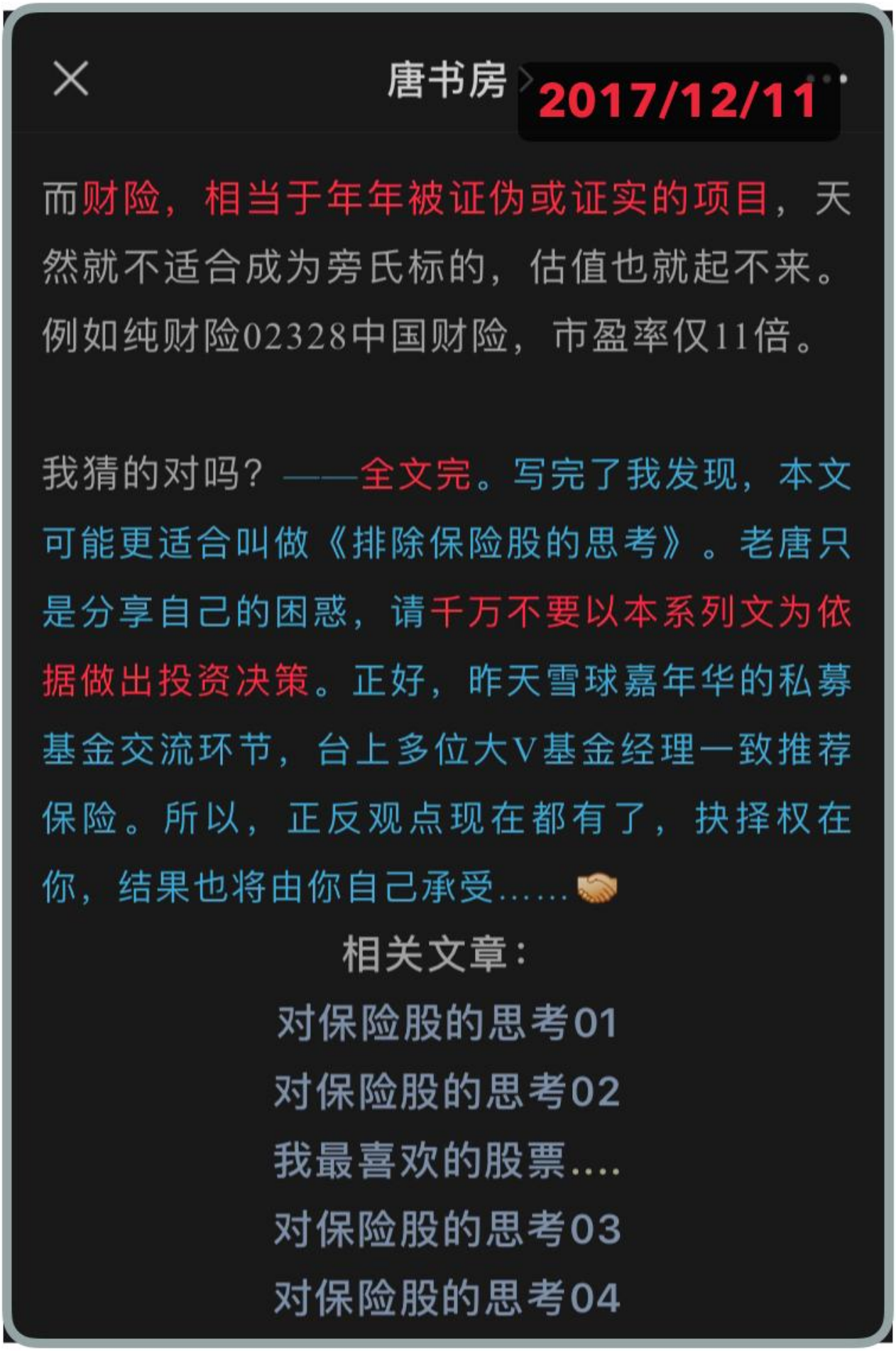
回看四只股票的走势图，气质上是不是高度神似？这就是「相同的韵脚」

昨晚，在书房广告文下面，有位朋友问起财险为什么估值比寿险还低。

我给他推荐了 2017 年 12 月的“对保险股的思考”系列 5 篇。



然后我忽然发现，当时的文章还记录了 2017 年 12 月雪球嘉年华，台上多位基金大 V 一致推荐保险股的事儿。



三年过去了，保险行业的顶尖代表中国平安，好像也没跑过沪深 300 指数。

果然，「一致」这个词，在股市里永远都需要警惕

昨晚，有新朋友在留言区困惑，为什么连老唐这样的人「**也**」会发广告，于是我给他/她了旧文链接。

今天一并转给其他有同样疑问的朋友，请点击这篇去年 7 月份的文章→《关于书房广告及知识星球、收费阅读等敏感问题的问答》

刚好有这么几件令人感慨的事儿凑一块了。做个记录，随便聊聊。

希望多少对你有点触动或帮助，那样就可以不算被老唐水文骚扰啦

另外，明天出版社将返回《手把手教你读财报：新准则升级版》的二校稿。

老唐即将再次「沉迷」于书稿精校活动，暂时没有时间继续写福寿园的文章了——图书出版要经过三审三校。

明晚，我会把我的上海机场研究纲要，整理出来分享给大家。

感兴趣的朋友，不仅仅盯着代码、还期望掌握持续赚钱能力的朋友，可以趁空闲期，自行阅读财报及分析企业。

回头我们对答案，包括福寿园和上海机场

双 11 要剁手买书的，可点击左下角「阅读原文」，有老唐荐**书单**。

Zho.Yeb

最近忙着考试，还要出差，好久没有分析股票了，半年没有动过账户。感觉炒股和投入分析个股的时间并没有太多的关系哈哈。

唐书房

股市交易是一种勤劳使别人致富，懒惰让自己自由的行为艺术

第861篇.　　2020.11.11 - 上海机场研究纲要及其他

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-11-11

很多朋友都曾遇到过这样的难题：阅读财报时，提不出有价值的问题。正好，今天这篇文章基本都是问题。

我觉着把本文的问题都答了，估值和买卖点自然就出来了——当然，回答这些问题，不是那么简单的。准备好接招了咩？

首先，我个人的习惯，会给研究对象做个简化资产负债表。

主要是合并同类项，并将数字改成方便阅读的量级（比如以亿为单位），避免让自己迷失在数字的细节里。

通过观察简化资产负债表，可以得出一家企业的基本特点。

当然，你总共就看过一家，可能很难迅速看出特点。

所谓“特”点，就是不同点。一家没法“不同”，看过多家后，才可能迅速发现不同。

建议你也做一个。资产负债数据参考 2019 年年报或 2020 年中报都行。

同时，我还习惯做一个百分比的利润表，就是以合并利润表的营业收入为 100，将各个分项所占比例

标出来。

这样便于观察企业从营业收入到净利润的变化过程中，主要影响因素是哪些，各自的权重有多大。

同样建议你做一个。鉴于 2020 年受疫情冲击，不是正常态，建议你使用 2018 和 2019 年合并利润表数据制作。

通过阅读年报，我们可以发现上海机场有以下三个核心特点：

1. 区位和定位优势，使机场可以对单人单机收更高费用。

上市公司上海机场，主要运营上海浦东机场。其定位国际航空枢纽，航班侧重国际航班为主。

国际航班的飞行距离决定了航班以大飞机为主，受高铁、客车和自驾等其他交通方式的影响很小。

航空收入里涉及的飞机起降费、旅客服务费、安检费等各项收费，民航局制定的标准就是国际航班高于国内航班，大飞机高于小飞机。

这意味着，与其他机场相近的资源投入，浦东机场能够带来更高的航空收入。

2. 非航收入为主，航空收入、油料销售及广告业务为辅。

虽然航空相关收入可观，但上海机场的利润及增长主要来源却是非航收入。

简单说就是免税店销售提成、机场各种零售和餐饮店租金。航空收入、油料销售及广告业务是次要来源。

3. 新增非航收入有保底。

原有非航收入既有合同数据也有历史记录。

新增的卫星厅于 2019 年 9 月投入使用，卫星厅新增免税分成有保底，场地出租（国际零售、国内零售、餐饮）也有保底。

都是有合同保证的兜底收入明确数据，其中免税品销售分成是大头。

在这三个前提下，如果没有不可抗力，上海机场未来五年的收入和利润都不难预测，这是研究上海机场的优势。

重大分歧在于：国际航线受疫情和国际间冲突影响较大。

目前暂时看不到国际关系剧烈变化到影响人员往来的情况。

但疫情问题，目前是国内受控、欧美严重，直接结果就是今年以国际航班为主的机场受挫更为严重。

疫情究竟什么时候可控，没人知道。也许一年、也许两年、也许更久。

相对于市场主流机构而言，我们的优势在于：我们可以直接跳过 2021 和 2022，一眼看到 2023 年去。

——我们，指具备“自有闲余资金，没有业绩评比压力，能够承受股价波动”三大条件的人。

2023 年疫情影响是否会消除，国际间人员和货物往来是否恢复正常？

推到尽，依然是个概率问题，还是没有 100%确定的证据，只能靠信念。

我个人主观认为大概率用不了那么久。

如果认为 2023 年依然无法恢复正常（即 2022 年前无法控制疫情），那么上海机场并不适宜下注。

因为在疫情的不可抗力下，即便是非航保底收入合同，依然可以不执行，这是商业惯例。反之，则可以试试。

昨天传出的疫苗利好，降低了不确定性，但同时也使我们获得理想价格的可能性降低了。

在「利润及增长主要观察非航收入，尤其是免税品销售分账」的前提下，我认为投资者需要解决的问

题，主要有这么几条：

1. 免税品销售，作为一个有牌照控制的特权行业。政策上，是趋向于批出更多牌照，还是维持现有状态不变？

如果是批出更多，能多到什么程度，对机场免税品销售会产生多大影响？你做出上述判断的依据是什么？

2. 你认为我国免税品的整体市场会是增长、维持还是缩水？你做出判断的依据是什么？

3. 跨境电商能不能抢走免税店的市场？市内及岛内免税店，对机场免税店会产生多大程度的竞争？

它们是否会导致机场免税店丧失竞争优势？你做出判断的依据是什么？

4. 国内各大机场的土地基本都租自大股东，为什么？

对于上海机场，巨额关联交易（场地租赁和委托建设）是否隐藏着失血通道或其他风险？

你判断的依据是什么？

5. 由于机场建设的成本是上市公司承担，而带来的人流和物流却可能让当地各行各业都分到一杯羹，所以地方政府始终会有要求机场扩大吞吐能力的强烈愿望。

这也导致各大上市机场都是一旦客货流量接近饱和，甚至不等接近饱和，就会启动新的基建，需要持续投入大笔资金。

比如目前上海机场仍在进行三期扩建工程，但市政府已经规划了浦东机场 T3 航站楼（2025 年前建成）的建设。

你如何看待这种持续的资本投入？它是否影响你的投资决策，为什么？

我认为能够回答清楚上述几个问题后，只需要考虑 2023 年相对于 2019 年至少会增加多少非航收入，同时考虑因 2019 年新增固定资产带来的年度折旧成本。

然后依照 2019 年的财报数据结构，就可以大致估算 2023 年可能的利润数据。

至于因第五跑道及卫星厅投入使用，带来的机场吞吐能力增加，拉动的航空收入、油料销售收入和广告业务收入的增长，愿意估的，可以做做估算。不愿意估的，直接按照安全边际看待也不是什么大事。

想清楚上述问题，并做出 2023 年可能的利润估算后，合理估值及买卖点，其实就是一个超简单的数学题。

毕竟老唐估值法是个死公式，总共只有一个未知数：三年后的预计利润。

这个未知数解决了，我相信任何具备小学三年级数学水平的朋友，都有能力计算出三年后合理估值及当下的买卖点。

以上就是我今天丢给朋友们的难题。

愿意做作业的，放马过来啃财报

另外，顺带说点儿和腾讯有关的。

今天双 11，恰逢是腾讯公司成立 22 年。

很巧，11+11=22，然后股价也参与双 11 打折活动，而且幅度还不小。

书房既有兴高采烈采购打折股票的，也有担心对国家市监总局新政策理解不足而惴惴不安的。

昨晚说的简单，今天有人追问，希望老唐能说的再细一点。

可以说说。但首先需要声明：**老唐是分享自己的看法，不能保证观点正确**。毕竟反垄断领域比较复杂，

我所知也不多

老唐能确保的是：我从 2017 年 1 月 197.3 港币开始买入腾讯，至今没有卖出过 1 股，且本周末实盘周记里，我打算提高腾讯的估值和买卖点。

其他决策，你自己决定、自己负责

以下是我对国家市监总局这份指南的粗浅看法：

国家市场监管总局发布的《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》，主要针对平台经济常见的有垄断嫌疑的行为。

国家市监总局主要是要求互联网平台：

①不得滥用市场优势地位排除和限制竞争；

②不得滥用市场支配地位，签署垄断协议；

③不得滥用优势地位强迫商家站队“二选一”，对平台内经营者选择平台的行为，不得实施不合理的限制或附加不合理的条件；

④不得利用技术手段妨碍、破坏其他经营者合法提供的网络产品或服务的正常运行。

中翻中理解，大致就是：禁止互联网平台①滥用市场优势地位限制竞争、②要求获得独家地位或不公平价格、③强迫商家在平台做二选一，以及④拒绝为其他市场主体提供服务。

3 天前（11 月 6 日），国家市监管局、中央网信办、国家税务总局三个部门就已经联合召开了「规范线上经济秩序行政指导会」。

被三大部门要求参会的平台经济企业有：

京东、美团、58 同城、百度、奇虎 360、搜狗、字节跳动、快手、滴滴、微店、新浪微博、多点、贝壳找房、拼多多、国美在线、饿了么、小红书、携程、苏宁、同程、阿里巴巴、贝贝网、云集网、蘑菇街、兴盛优选、唯品会、腾讯合计 27 家。

注意：以上企业名单排列顺序是官方新闻顺序。

我看了好几遍没看懂，为什么京东美团打头，唯品会腾讯断后？

无论是按照企业规模大小排列，还是按照拼音英文顺序，都对不上。

无限困惑 ing……难道是随意排的，是我想多了？ ？

上述行为里，腾讯可能涉及的违规，似乎主要就是“拒绝为其他市场主体提供服务”，即经常在微信或 QQ 平台上，禁止或屏蔽其他平台的商品或服务链接。

预计这部分要做出整改。具体怎么改，我现在猜不出来，留给小马哥他们一帮人去解决。

总不能让他们拿着我的工资然后整天游手好闲，对不？

其他几项貌似都不涉及。

游戏领域，腾讯的游戏是单独的服务或商品，不属于平台经济；

广告、金融和云，目前都不具备市场支配地位，套不上垄断问题。

所以，以老唐粗浅的理解，该文件总体来说对腾讯影响不大。

昨天和今天的股价下跌，一者是躺枪，是对该文件精神吃不透，以及对蚂蚁上市失败后有关金融业务会加强监管的担心（腾讯有微粒贷等类似业务）；

二者毕竟涨了那么多，上周五是历史新高，所有的参与者都是获利盘；

三者目前估值不低，相对于今年约 1200 亿净利润的估算，上周五最高超过 5.2 万亿人民币的市值，折合约 43 倍市盈率。

综上三点，遇到风吹草动，大批投机人士先抛为敬也是正常态，股价跌幅就是这么形成的。

又回到我多次写过的：估值高了，就会借“故”下跌，至于这个“故”究竟是什么，千奇百怪，防不胜防，所以索性不防——这个反垄断文件，昨天和今天就扮演了“故”的角色，仅此而已。

我个人认为该文件不会对腾讯业务造成什么损害，没有太多关心价值。

股价下跌，只是正常波动。没有这个文件诱发，也会有别的什么事件诱发。

股市就是酱紫运行的，过去如此，今天如此，未来依然会如此。你觉着呢？

提醒朋友们：作业是让你自己操练的。老唐没有精力和能力一对一阅读和批改作业。无论是时间还是眼睛，都承受不了，还望体谅。烦请不要往我的邮箱里投递分析文章，受不了轰炸

清冰

唐大，这个价格方便上车么？有点闲钱，不知道是否继续加仓茅台还是来点腾讯。

唐书房

如果你真的信我，相信我一句话：但凡你需要在网上问别人这个问题的时候，最合适的投资对象都是存款，而且最好是半年以上的定期存款，不到期打死不给取的那种。——不是开玩笑，是认真说的。

哆啦 a 梦

唐叔最近很高产呀！现在手里有点闲钱，想跟着唐叔买几个便宜的票，您啥时候能给个作业抄抄

唐书房

511880，满仓梭哈。然后锁仓半年，好好读书

文本消息 2020-11-12 14:40:48

提醒朋友们：作业是让你自己操练的。老唐没有精力和能力一对一阅读和批改作业。无论是时间还是眼睛，都承受不了，还望体谅。烦请不要往我的邮箱里投递分析文章，受不了轰炸[捂脸]″

第862篇.　　2020.11.14 - 时间是价值投资者的朋友——by@阿尔伯特

唐书房　2020-11-14

以下文章来源于 albert 的网络日志　，作者阿尔伯特

2016 年第一次读到唐朝老师关于电力行业的文章，被唐老师对报表的拆解能力所震撼。

这 3 年时间通过唐朝老师的几本书，我看到唐朝老师的进化过程，就像这本《巴芒演义》里“投资之神”巴菲特的进化过程一样，可谓精彩纷呈。

从唐朝第一本书对于企业财务报表的“手把手”解读，到第二本作品对非常复杂的银行财务报表分析讲解，再到《价值投资实战手册》中真金白银的实战经验总结和具体公司分析的分享，

乃至最终出版这一本时间跨度超过百年、出场人物众多的格雷厄姆、巴菲特、芒格以及他们的朋友圈故事——然而这里的“最终”二字用词不当，五一长假期间读完《巴芒演义》后，我已然翘首期待唐朝老师的下一部作品了。

和巴菲特、芒格以及多位投资大师一样，唐朝老师以惊人的速度进化，不断深入价值投资理念的核心，犹如深入遍布宝藏之地，不断发掘出宝贝，让唐书房的读者们惊叹，供勤思考、求真知的朋友们学习、分享。

凡是这几年坚持阅读唐书房文章，恰当地运用学习到的理念开始投资实战的朋友，可能都会获得满意的投资回报，并且有了这样的感触——时间是价值投资者的朋友——只要坚持做正确的事情，“日拱一卒”，也可以获得可观的回报。

首先从这本《巴芒演义》出发，谈谈自己的想法。

1

如果只把《巴芒演义》视作一本巴芒朋友圈的故事书，我觉得又不够恰当。

我认同杨天南老师的观点，这是一本严谨的价值投资的历史读本。因为在逐一阅读本书的参考书目后，我曾经自以为读过巴菲特和芒格传记、熟悉唐书房文章，却发现参考书目里读过的不超过 10 本。

2007 年第一次读到关于巴菲特的书——罗温斯坦的《巴菲特传》。2009 年读完施罗德的《滚雪球》，之后在大学期间也选修经济学和会计学基础课，然后并没有进一步的深入学习。或许是社会经验太少，所以没有多少困惑，就停止了学习。

那时候，时间不是我的朋友，只是匆匆逝去，转眼间我已经工作 3 年。这三年里最令我困惑的一刻出现在股票市场进入牛市阶段的 2014 至 2015 年——为了完成任务，同事给客户推荐理财产品、紧接着市场出现危机，客户亏钱。

我意识到很多金融机构都是以获取销售提成为导向，普遍存在奖金优先、客户利益靠边的现象。

因为无法消解困惑，我又开始了阅读经典，希望找到解决办法。格雷厄姆的《证券分析》《聪明的投资者》、索罗斯的《金融炼金术》、凯恩斯的《通论》、赛斯·卡拉曼的《安全边际》，阅读一旦开始就一发不可收拾。

在国外工作期间，我开通了证券账户，第一次交易股票。正是结合了阅读、投资和工作的经历，我才慢慢意识到唐朝老师提倡的“真知，行不难”“别瞅傻子，瞅地”的意义，是唐朝老师独步天下的“中翻中”技艺的完美诠释。

然而我的理解能力实在太慢了，进化过程如此艰难，错过了 300 元、400 元以及 500 元的贵州茅台。

另一方面，因为阅读那几本经典作品，我才意识到《巴芒演义》的价值所在——散落在 70 多本阅读书目中的精华以及人物之间的相互关系——书中强调的几处历史的偶然和必然，为我们的世界诞生一位投资之神创造了条件。

最后，面对工作中的困惑，通过阅读和实践，我意识到投资活动并不是零和游戏，金融从业者可以不用牺牲客户的利益来提升收入，牺牲客户的信任来获得奖金，对于巴菲特来说无异于饮鸩止渴——蔡志勇的劣迹和巴菲特的传奇足以证明“善良的复利”价值几何。

于是读完了唐书房所有文章之后，我开始抄作业，获得了满意的投资回报。

2

当有书房读者质疑唐朝老师600元加仓贵州茅台的时候，我以666元的成本持有茅台2年，获利接近翻倍；

新冠疫情期间低点加仓中概互联指数基金的场外基金，获利超过20%。我仍旧持有的万科、洋河还没有回本，但得益于贵州茅台和腾讯控股占投资总额的75%，熬过2018年的低谷，我对自己的投资收益基本满意。

通过研究唐朝老师的持仓，我慢慢理解了确定性和仓位比例关系。

不得不提的是，2015年买入“韩国版微信”kakaotalk软件的经营者kakao的股票，收益翻倍。正是对韩国同事、韩国朋友对kakao talk软件的喜爱程度，我才意识到微信对于中国老百姓的价值。

有趣的是，2016年因为韩国网银到期，无法前往韩国办理延期，该股票账户自2016年8月之后就再也没有操作过，至今已经5年。

而在网银到期前，我买入kakao占账户总额50%，一共持仓4家公司，在2家公司连续5年负收益的情况下，账户总体取得83%的累计收益。

当时正是以无法买卖的情况下，如何选择公司并持有10年以上的思路完成了操作，回头看，这不正是任俊杰先生提出的“荒岛挑战”现实版吗？拿住好公司，穿越牛熊。

3

回归正题，《巴芒演义》不仅仅是一本难得一见的金融历史读本，更融合了唐朝老师的许多真知约见。

比如，雪球社区乃至许多投资文章中纷纷引用格林布拉特创造年化超过40%和30%回报水平的两个阶段的投资历程，唐朝老师力求严谨，追溯数据来源，虽然最终也没有得到哥谭资本官方答复，但也给出了唐朝老师自己的分析，不人云亦云、独立思考分析的精神值得每一个读者学习。

结合哥谭资本公司公布的2016年之后陆续成立的基金产品回报数据，我们可以清楚地看到近几年格林布拉特领导的哥谭基金公司的真实业务水平。

此外，对于美国本土烟蒂股投资的历史背景分析，我第一次意识到烟蒂股投资如此成功确实是得益于唐朝老师总结的几点因素，如果缺失了这样的历史因素——普遍较高的道德水平、制度条件等，烟蒂股投资在不同国家、不同时代背景的实践必然面对诸多限制因素。

不过根据格雷厄姆总结的分散低估的投资方法，执行到位，结果都不会太差。

4

《从负油价奇迹谈确定性与仓位管理原则》一文中，在谈到宏观不景气与景气的循环往复过程中，客户在不景气的时候减少广告投入的情况，唐朝老师说“在分众传媒上付出7位数代价才明白这一点，我实在期望自己是从那本书里学到它”。

我也是深有感触，源于我亏损清仓分众传媒的经历，我一直在思考不景气条件下商家的行为对分众传媒的打击，因为真的不甘心白白交学费。

最近，我似乎在一本20页的手册里获得了关于周期性行业和依赖负债运作的企业的一组观点，间接地启发了我：

1、“相对于周期性的、销售大件商品（耐用品）的企业（比如房地产公司、汽车生产企业）来说，一家每天都向消费者销售小物件的公司可以获得更加持续的收益。”

2、“我们只投资运用自有资金获得可观回报的公司。还有一些公司可能运用了杠杆才获得优秀的回

报，我们仍十分看好，因为杠杆操作使用的资金不是从外部融资获得的（比如经营杠杆）。

举个例子，如果不是依赖负债形成的高杠杆水平，金融行业通常只能获得非常低的收益，因此这些金融公司不断地从储户和其他机构获得融资，来为股东提供勉强说得过去的收益率。

更糟糕的是，一些行业，比如房地产行业，只能通过负债经营获得足够的收益，这意味着去除杠杆的收益少得可怜，然而面对金融市场周期性的资本缺口，资产缺少流动性的行业将遭遇灾难性的打击。

在考察公司的杠杆率时，我们通常会把表外融资纳入计算范围，比如经营租赁科目，而这类操作在零售行业里十分常见。”

上述两段话来自英国的 fundSmith 基金公司的投资者手册。

观察分众传媒投放新广告的频率，我意识到这家公司实际借助了宏观经济周期作为“杠杆”，如果宏观经济不景气，广告投放周期拉长，收益水平将长期处于低谷，而一旦周期出现变化，收益又成倍增加。

这与上文描述的一种情形十分接近——如果没有融资，一些周期性行业的收益水平将会少得可怜，只有借助杠杆才能为股东提供基本满意的回报。

这是我得出的一个结论，不知正确与否，请指正。希望交完这份学费（时间和金钱的代价），自己能有所成长。

最后，感谢唐老师的新书，阅读体验棒极了，祝您和夫人身体健康，享受美好生活！

今天是母亲节，我将这篇小文章献给我的母亲，我的太太以及将要出生的小宝贝，在春光明媚的日子里，陪伴在你们身边，真好！

<向书房发送“连载”，可提取《巴芒演义》读后感合集>

第863篇.　　2020.11.14 - 老唐实盘周记2020/11/14

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-11-14

本周交易

无

当前持仓

目前持仓茅台 36%，腾讯 24%，洋河 17%，分众 11%，古井 B5%，海康 6%。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	36%	24000±10%	<12000	27000	21418	1705.00	46.23%
腾讯控股	24%	66000±10%	<33000	72500	49129	602.00	60.79%
洋河股份	17%	3150±10%	<1575	3700	2637	174.97	62.76%
分众传媒	11%	……	<670	1585	1394	9.50	53.47%
古井贡B	5%	770±10%	<385	900	400	93.18	34.71%
海康威视	6%	4400±10%	<2200	5800	4420	47.30	47.63%
沪深300						4856.85	18.56%
上证指数						3310.10	8.52%
2020/11/14			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8517	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	36%	19000±10%	<9500	23000	21363	1700.62	45.85%
腾讯控股	24%	55000±10%	<27500	60000	50190	614.50	64.13%
洋河股份	17%	3150±10%	<1575	3700	2623	174.06	61.92%
分众传媒	12%	……	<670	1585	1488	10.14	63.81%
古井贡B	5%	770±10%	<385	900	398	92.80	34.16%
海康威视	6%	4400±10%	<2200	5800	4589	49.11	53.28%
沪深300						4885.72	19.26%
上证指数						3312.16	8.59%
2020/11/7			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8524	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同，而发生小幅变化；

②老唐买点或卖点，代表如果公司总市值触及此数值，老唐计划买入或卖出。与个股历史买入成本无关；

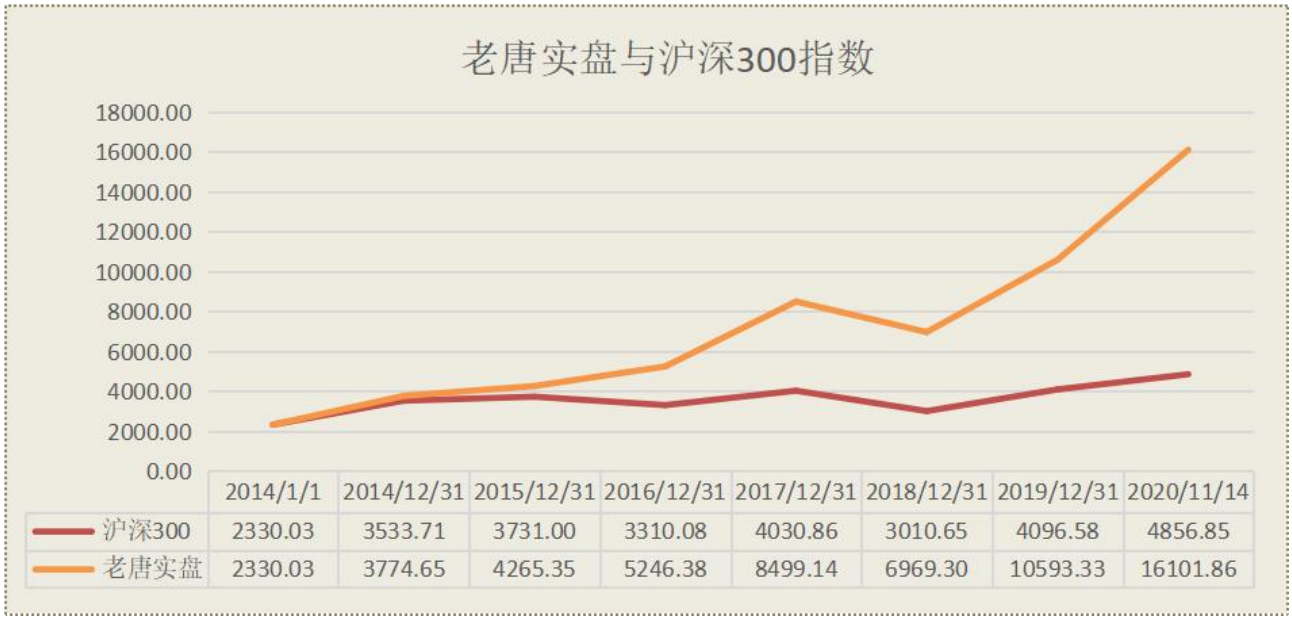
③仓位加总偶尔可能为99%或101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如10%代表实际仓位在9.50%~10.49%之间。

收益

2020年内收益52%（四舍五入数据）。

自2014年公开实盘至今，年度收益率分别为62%，13%，23%，62%，-18%，52%，52%（均不含新股中签收益）。

若2014年元旦净值为100，则当前净值为691。以6.87年折算，年化收益率约32.5%。



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/11/14
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	4856.85
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	16101.86

重要事项

1.腾讯披露三季报

本次三季报，在我看来就两个字：优秀。

第三季度收入 1254 亿，同比增长 29%，净利润 385 亿，同比增长 89%。

扣除非现金项目的非国际会计准则下，净利润 323 亿，同比增长 32%。

<不明白啥叫非国际会计准则的朋友，可以向书房发送“通用”或者“国际”提取 2018 年 3 月的科普文>

报表数据主要看通用会计准则（或者叫国际会计准则）数据。

非国际会计准则数据，是为了帮助投资人更好理解报表而额外提供的参考资料，主要是去掉了未产生现金流入的投资收益、未产生现金流出的股权激励，以及收购交易中的非现金支出影响等因素。

其中特别亮眼的，是网游收入继续保持 45%的高增长。广告收入也出现 16%的复苏。

倒是金融及企业服务“只”增长了 24%，略低于我的预想。其中增速放缓的主要是企业服务部分，有点费解。

公司的解释是“疫情对云及其他企业服务依然存留影响，导致项目部署及新合同签署有所延误，若干云服务合同亦须进行非经常性调整。因此收入同比增长率低于前几季，我们预计这只是短暂的影响”——暂且继续观察吧。

前三季度合计收入 3484 亿，增长 28%，净利润 1005 亿，同比增长 40%（非国际准则下净利润 895 亿，同比增长 30%）。

大致相当于 1 周 7 天 24 小时不休（007），每小时给股东赚回超过 1500 万元。完美印钞机

沾股市走牛的光，目前公司持有的联营公司股权中，是上市公司的部分，账面价值 1556 亿，但截止 9 月 30 日的市值已经是 7397 亿。

这中间高达 5841 亿的市值差，虽然没有记录在资产负债表里，但它体现了资本市场对腾讯持股公司美好未来的认可。

7397 亿有没有高估，不好评论。但 1556 亿肯定是低估的，这个毋庸置疑。

这 1556 亿账面成本的上市公司股权，加上 924 亿非上市联营公司股权，今年前三季度一共才在报表

上体现了 20.5 亿的利润。

折合数百倍的市盈率，其实也证明一二级市场大量投资人，一致预期这些公司的利润还在后面。

另外就是腾讯的企业微信、腾讯会议和腾讯文档，有成为一个新的庞大的流量入口的机会。

三季报披露企业微信日活跃用户同比增长超过 100%（注册用户超过 2.5 亿），腾讯会议注册用户过亿，腾讯文档早在今年 3 月就已经宣布活跃用户超过 1.6 亿。

这是一个静悄悄的、目前还没有贡献利润的市场。

他们的用户数量一旦达到某个级别，有可能和 QQ 微信一样，成为一个具有高黏性、强大网络效应（越多人用越好用。越多人用会导致越多人跟随使用）的大型流量入口。

尤其是考虑到企业微信、腾讯会议和腾讯文档这个办公套装，实际上是腾讯现有服务器和带宽的错峰运用，其刚性成本支出会大大减少。

错峰运用，指上班时间玩游戏的人少，带宽和服务器大量闲余，可供办公套装使用。等下班游戏玩家发力的时候，办公套装的使用需求又大幅下降了。

作为股东，有种忍不住偷着乐的感觉

真正的时光如梭，记得今年 8 月初白宫发布禁用微信的政令时，市场一片恐慌。

当周，老唐在周记里回顾对腾讯的判断：

唐书房 > 2020/08/08

2019年11月16日，我在书房写下：“对于今年大约千亿人民币净利润的腾讯来说，目前大约2.7万亿人民币的市值，估值上占不到市场先生什么便宜，能获取的就是企业的成长收益。不过，腾讯的成长在我眼里是一个高确定性的送钱时刻。”

2020年3月18日，我在书房文章留言区写下”腾讯就三个字：等收钱”

今天，我的观点也没有变。

这家公司虽然这里没有估值便宜可占（2020年预估净利润人民币1200亿元上下，目前约4.5万亿人民币市值，约38倍市盈率），但企业的未来成长依然清晰可见。

企业成长会推动当前估值变成合理和低估的，我只需坐等即可——成长会来自哪

今天码文时，顺便回顾了[《老唐实盘周记 2020/08/08》]里提到的几个时间点，结果发现了一个让人啼笑皆非的现象。

一图胜前言，上图：

箭头所指位置，分别是我白纸黑字写下：

「2.7 万亿是高确定性送钱时刻」、

「腾讯就三个字：等收钱」以及

「观点没有变，未来成长依然清晰可见」的位置。

貌似老唐神奇地踩中了过去一年里几个最重要的低点

然而，真相其实不是这样的

真相是：踩中低点这个行为，是市场和书房里部分惊慌失措的朋友，协同老唐一起创造的。

朋友们都知道，老唐在自己的持股大涨时，很少码文评论。

能出来熬鸡汤，尤其是写下那些特别确定的语言时，常常是由于市场气氛太过恐慌。

那时的情形，是书房里已经有很多人考虑逃命，甚至已经有不少人开始大骂老唐庄托、割韭菜的时候，老唐被迫出来谈谈自己的看法

然后，就神奇地踩中低点了

不管是分众、洋河还是茅台、腾讯，这些特性都没有变过。

它们一次又一次地证明：**对于你能理解的、每天都在给股东创造真金白银的企业，市场的恐慌=强行塞钱。**

区别不过是有些人一看强行塞钱，当场吓死；有些人还能壮起鼠胆、战战兢兢地收下；有些人则亢奋不已，到处找锅锅碗碗破麻袋来装钞票

其实，到今天我依然可以直接引用 3 月 18 日那段话来评论腾讯：

「腾讯就三个字：等收钱。游戏和广告构成基本盘，短期增长看游戏出海和企业服务，长期增长点还有金融深化和投资价值体现。它属于标准的“用合理的价格购买优质企业”案例样本。」

要说差异，不过是市盈率水平高了一些，市场获利盘多了一些，或许股价的上下晃动会更大一些。就企业本身的发展趋势而言，没有发生什么变化。

2.关于腾讯的估值和买卖点调整

由于腾讯投资部门占比越来越大，所持上市公司股票的市价波动或非上市公司股权公允价值重估，对腾讯报表利润的影响越来越大，这导致估算腾讯年度报表净利润的难度也越来越高。

不过好在作为长期持有者，究竟是朝三暮四还是朝四暮三，不是那么重要。所以大体毛估估就足够了。

目前腾讯游戏业务表现良好，无论是老的吸金利器《王者荣耀》和《和平精英》，或是刚刚上市的《天涯明月刀》，都看不到增长停滞的迹象。

六七亿手游玩家，严格的游戏版号管制，大厂拉高的玩家口味门槛，腾讯对于游戏直播平台的掌控（虎牙斗鱼并表后，几乎算一统江湖）等，都是腾讯游戏部门持续增长的保证。

广告业务伴随经济复苏也有不错的表现——主管广告业务线的副总裁林璟骅，上个月跻身腾讯最高决策部门“总办”，成为总办第 16 名成员，可能是一个侧面的证据。

加上预计搜狗的并表，会进一步增强腾讯广告部门的竞争力。

广告业务实际上仍然是腾讯最克制的变现渠道。主要是别处有着大把增长点，不需要牺牲用户体验去换钱。

金融和云服务营收增速可观（本季度的云增长例外），但暂时还谈不上多少利润贡献，它们是未来的金饭碗。

以移动支付为支撑，小程序（及其带动的零售）、消费信贷、资产管理、保险和云领域几乎个个都还是蓝海，都拥有着广阔的增长空间；

至于投资业务，更是可喜可贺。腾讯投资的触角几乎抵达互联网的每个领域。

按照去年腾讯总裁刘炽平的分享，腾讯投资企业已经超过 800 家，其中 70 多家已上市，超过 160 家成为市值或估值超 10 亿美金的独角兽。

从这个几个角度观摩，未来三年时间段里保持 20%~25%的增长速度，是完全可以期望的。

唯一可能存在的风险，也就是未知的政策风险了。

就好比 2018 年突然停发游戏版号，这就是不可预测的事情——感谢党、感谢政府，让我有机会在 2018 年把腾讯的仓位加起来

我个人之前对 2020 年腾讯净利润的估计，是 1200 亿上下（人民币，下同）。

目前看由于 2020 年股市走牛，投资收益的大幅增长，会导致 2020 年按照国际会计准则计算的净利润远超 1200 亿。

但投资收益这部分很难线性外推，往往带有很大的波动性。所以，依然保留对 2020 年 1200 亿净利润的估计。

对 2021 年利润数据，暂以 1200 亿为基数按照 20%~25%增长率估算，约为 1440 亿~1500 亿，就按 1450 亿算吧。

一年内卖点设置为 1450×50=72500 亿。

同样的 20%~25%增长假设，可将 2023 年的净利润估算为 2200±10%范围。

在当前无风险收益率 3%~4%范围内，合理估值 25~30 倍市盈率。腾讯以及茅台作为我心中唯二的、直接可以给予合理估值上限的两家公司，取值 30 倍市盈率。

将 2023 年合理估值设置为 6.6 万亿±10%，买点设为 3.3 万亿以内。

3.茅台估值调整

索性，趁距离我的卖点还有段距离，市场气氛不算太狂热的时候，将茅台的估值和买卖点也提前调整了。

实在也是不想再遇到两个月前那种，和目标卖点就差不到 3 块钱，不得不急忙考虑一大堆钞票如何处理的囧境

一年内卖点暂按之前预告的方案，以 2021 年 540 亿净利润估算，调整为 27000 亿。若公司出厂价格或计划供应量发生调整，再跟随调整。

再次感叹：2020 年 4 月 25 日，当茅台股价在 1250 元，过去六年不计分红也已实现超过 12 倍的涨幅时，老唐将茅台一年内卖点从原本的 21000 亿上调至 23000 亿时，多少朋友是当天方夜谭看的。

包括老唐本人，其实也只是从尽量不卖的角度去思考和设置，内心真没想到过今年内能摸到 22963 亿——股价波动就是这么让人惊讶图片

今天，把合理估值调整为 2.4 万亿±10%，老唐买点跟随调整至 1.2 万亿以内。

合理估值的调整假设，是以 2020 年约 3.5 万吨茅台及 3 万吨系列酒，产生约 460 亿净利润为基点。

在当前一批价介于 2500~2800 之间的市场环境下，假设 2023 年茅台出厂价能上调至 1519 元；

2019 年基酒产量约 5 万吨，以 2023 年可售商品酒按 4 万吨估算；

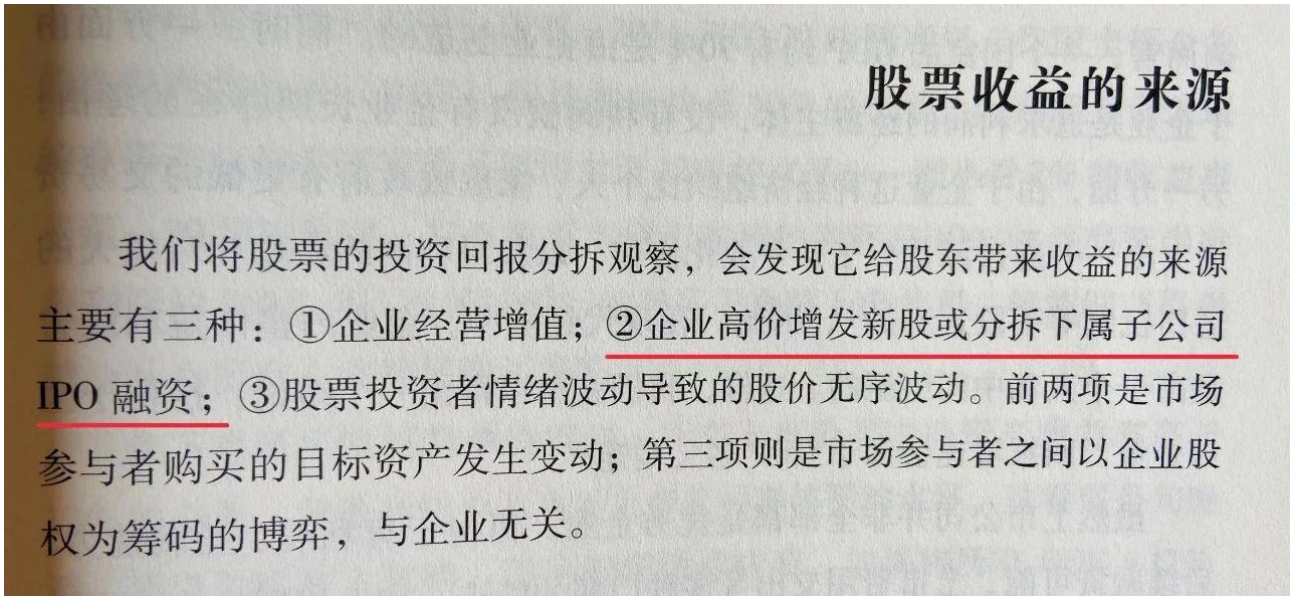
同时假设系列酒出厂价上调 20%；以 2021 年系列酒基酒产量 6 万吨，2023 年可售系列酒 4.5 万吨估算；

对应 2023 年净利润约 800 亿±10%。

计算过程，可以直接套用 2020 年 4 月 27 日书房文章《茅台估值、买点及卖点计算过程演示》，此处不再赘述。

4.古井贡增发。

在《价值投资实战手册》19 页~23 页，我曾经写下过股票投资收益的三种来源，其中第二种是：「企业高价增发新股或分拆下属子公司 IPO 融资。」



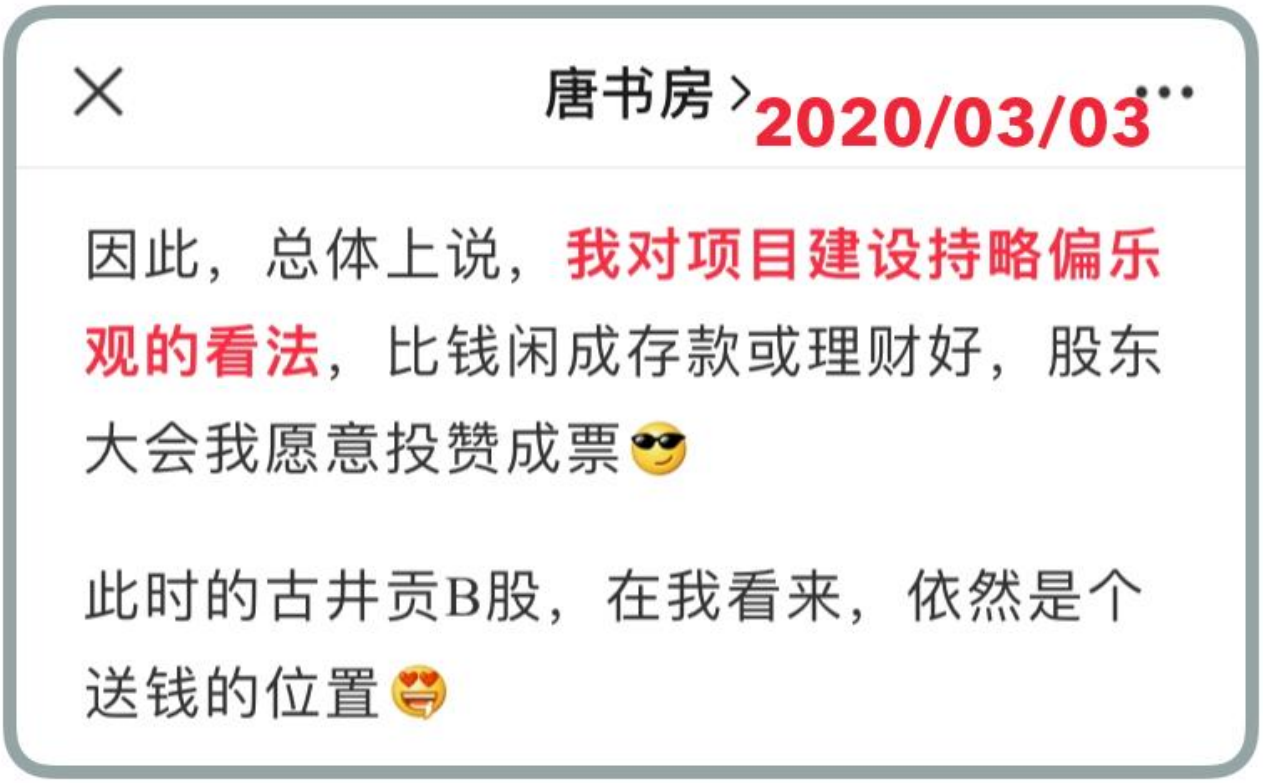
股票收益的来源

我们将股票的投资回报分拆观察，会发现它给股东带来收益的来源主要有三种：①企业经营增值；②企业高价增发新股或分拆下属子公司IPO融资；③股票投资者情绪波动导致的股价无序波动。前两项是市场参与者购买的目标资产发生变动；第三项则是市场参与者之间以企业股权为筹码的博弈，与企业无关。

今天，咱们下属的非控股子公司古井贡，就意图通过高价增发新股给我们创造回报了。

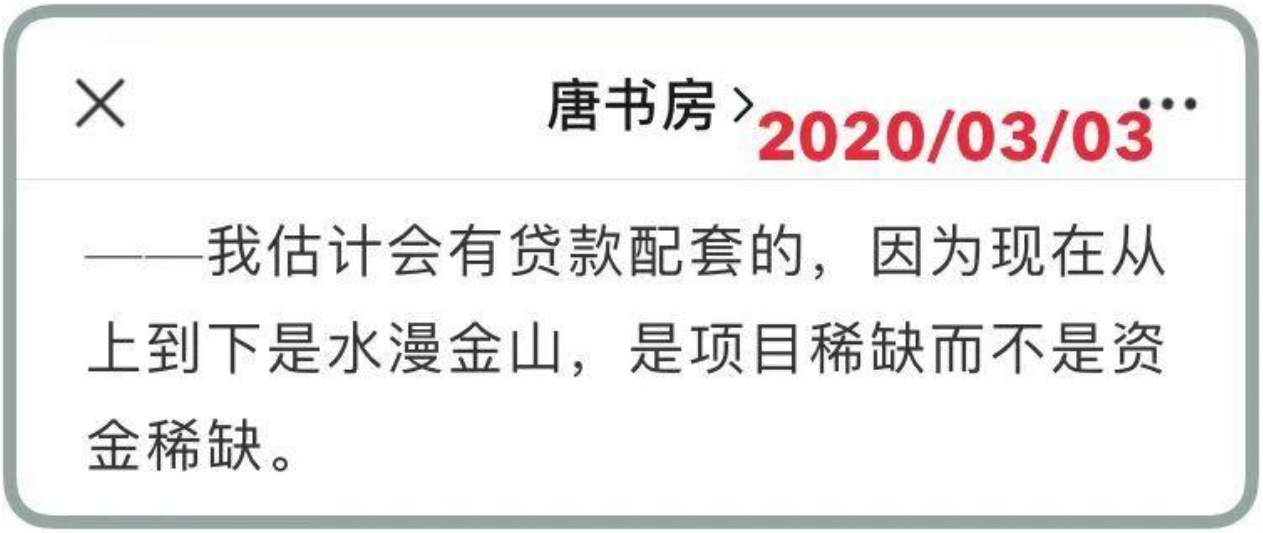
早在今年 3 月 2 日，古井贡就披露了高达 89 亿投资的产能扩张计划。

老唐在次日的《聊聊古井贡的扩产计划》一文里，谈过对古井贡的产能分析，及对该产能扩张计划的看法。结论是：



当天古井贡 B 股股价 67.59 港币，古井贡 A 股股价 122.16 元。

我在文中推测古井可能会通过贷款方式，解决扩产资金缺口。



但昨晚公司披露预计通过定向增发新股，募集不超过 50 亿资金，不需要通过贷款解决。

不过，这个决定很容易理解，看看今天古井贡 A 股 228 元的股价，是我掌舵，我也会选择增发方式

增发预案主要条款：

①向不超过 35 名特定投资机构及投资人，增发不超过 5036 万股 A 股，

②最高募集资金不超过 50 亿元；

③发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日均价的 80%，

④增发股份，锁定半年。

由于方案首先需要公司股东大会审议，然后还要经过证监会批准，具体基准日是哪天，到时候是什么价格，目前还不得而知。

但我们可以做大致测算。

假设以基准日股价情况和今天差不多，20 日交易均价按照 220 元估算，定增价格为不低于 176 元，则发行新股数量上限为 2840 万股，是参与定增的投资者花 50 亿元，买走公司 2840/（2840+50360）=5.34%股权。

相当于所有股东按照 936 亿的估值（50/5.34%=936），平等抛出持股的 5.34%。

同理，用 excel 拉出一张表格，可做出不同股价下的定增情况推算。

基准均价	定增底价	发行上限（万股）	出让股权比例	出让估值（亿）
240	192	2604	4.92%	1017
220	176	2841	5.34%	936
200	160	3125	5.84%	856
180	144	3472	6.45%	775
160	128	3906	7.20%	695
140	112	4464	8.14%	614
~~124~~	~~99.2~~	~~5040~~	~~9.10%~~	~~550~~

其中基准均价，指发行基准日前 20 个交易日的平均成交价格，它=前 20 个交易日总成交金额/总成交股数。

目前我对古井贡酒公司合理估值判断是 770 亿±10%。

通过上表我们可以知道，当定增价格高于 144 元时，对于古井贡 B 股股东，是划算的交易。

越高代表我们占到更多便宜——在这个问题上，控股股东和 B 股股东站在同一战线上。

我们的目标都是：在尽可能减少股权出让比例的前提下，募集到所需资金

反之，如果在证监会批准以前，古井贡 A 股股价跌幅超过 20%，导致基准均价低于 180 元时，定增价格可能跌至 144 元以下，那么定增对于 B 股股东也就没什么甜头了。

——即使它依然远高于当前约 80 元人民币的 B 股股价（93.18×0.8517=79.36）。

如果基准均价跌至 125 元以下，本次定增可能会失败，公司应该转而考虑自有资金和贷款来实施产能扩张。

从这个角度说，只要公司不降低募集资金金额（预案有个活口：方案是募集“不超过 50 亿”，而 49.9 和 25 亿都是没超过 50 亿。理论上控股股东和管理层，有降低募集资金勉强融资的可能），那么这个方案已经兜底确认不会损害 B 股股东利益了。

在此，老唐强烈希望（我估计大股东也是这样想的）：如果定增价格低于 144 元，就放弃本次定增发行。

转而用贷款或自有资金支持产能扩张，或留待市场情绪高涨时再考虑新的增发方案。

大致就是这样。因为短期股价波动无法预测，就当前 228 元的股价位置而言，股东大会上我会对这个定增方案投赞成票。

5.本周没有读书笔记入选。

本周运动

本周成都空气不好，不适宜运动，借机当沙发土豆一周

把运动的时间交给了电视剧《瞄准》和《隐秘而伟大》，结果体重环比飙升一公斤，回到 84.6kg（175cm）

昨晚看到一张漫画，写着：「减肥这种事，减的快、反弹的快。减的慢、放弃的快」。深以为然，哈哈

下周预计交易

无

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。文中提及的任何个股，都有**腰斩**或翻倍的风险。

请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记

祝朋友们周末愉快

第864篇.　　2020.11.21－读老唐“无用之书”——by@潜

唐书房　2020-11-21

以下文章来源于一只走在价投路上的小散　，作者潜

老唐新书“巴芒演义”因出版社缘故，收到了两本，一本签名版，一本签章版。

因签章版先到，所以就开封阅读了，而签名版作为收藏一直没有开封，会不会是一直没有露脸的诗歌版呢？

这个留到一个有意义的日子再来揭秘。

言归正传，为什么会有读老唐“无用之书”这个标题呢？

确实有点哗众取宠的意思，一来因为期望太高，就像如果你手上拿着锤子，满世界都将会是钉子！

之前每次老唐的新书，总能有所收获，比如手财 1、2 能够解决一些阅读财报和分析财会遇到的实际问题，特别是那句“财报是用来排除企业的”，简直一句话就值回票价，

让那些陷入财报分析不能自拔甚至为找到某个数字的所谓解释而自鸣得意的人敲响了警钟，而忘记了宁要模糊的正确，不要精确的错误的格言。

不过要论那本对我帮助最大，那么《价值投资实战手册》应为首位。

虽然之前看过很多国内外不同的投资理财的书籍，特别是价值投资理论书籍，总觉得那里还没有打通任督二脉，

而《价实》从价投起源、流派、估值和瞅地别瞅傻子（如何面对市场先生）等方面实现了价投中国本土化的实践，

就是能够把那些国外的价投理论转化为普通人（非投资专业人士甚至中学文化水平即可）都能看得懂、行得通的文字。

这是一件看似简单但实属不易的功德事情，再次感谢老唐无私分享！

二来这次新书实在是太容易阅读而没有“技术含量”，

就像老唐说的，借鉴小说章回体的创作方式写价投在中国属于首创，那么结果大家也就以看小说的方式读过了事，

但就像杨天南老师说的，读过不等于读懂，当然我也自认还没有读懂，原因有二：

首先通读全书后，没有了之前那些书感觉帮助自己“有用”的地方（主要指财会和实践方面），净是一些投资大师躺过的坑，干过的丰功伟绩，与我等小散户又有“何用”？

连老唐都说，巴菲特早期和中期一部分投资案例和分析对我们才有一些借鉴意义，那么是不是说投资大师只能敬仰而不能模仿了呢？

非也！老唐提过，多看看别人走过的坑路，然后让自己少走弯路（大概意思是这样），

投资是一场复利累积的运动，你需要时间和坚持，前提是你走的路是光明大道！

那些大师们走的路就是被实践证明过的光明大道，那些大师们躺过的坑，就是我们极力要避免的可能会死的地方（芒格箴言）。

如果我们坚持走在正确的光明大道上并控制住自己躁动的心避免踏入那些致命的坑，那么还有什么力量能够阻止我们慢慢变得富有呢？

其次全书很少专业术语和数字计算，缺少了所谓的“技术含量”。

难道投资不是应该学习更多更专业的的术语和计算吗？什么 PE、PB、PS、什么现金流折现法、什么 K 线图等，那些不需要下功夫去学习？那个不需要技术功底去计算？

而去看看那些大师的投资经历，大部分都是毛估估法，或者是制订严格的数字买入卖出法就行，简单到交给小学生都能够操作。

但真的是这样吗？从结果论来看确实是这样，但从过程来看，那就另当别论了。

所谓大师们的毛估估法，其实早就凝聚了大师们半生甚至一生的阅读和研究，

例如巴菲特的几个成功案例，可口可乐、美国运通、盖可保险等，都是很早就知道甚至曾经买过又卖掉，后来才逐渐重仓并收益颇丰。

如果你说他们早知道他们的未来价值怎么不早点就重仓呢？

因为这世界没有早知道，只有勤功夫，通过年复一年的阅读和积累，忍受众人皆醉我独醒的市场氛围，才能够在机会来临之时重重打下属于为数不多的孔。

所谓严格的数字买入卖出法，看似简单，但后面重复枯燥的生活你是否愿意用自己“精彩的人生”来交换？

比如施洛斯父子就用一生来诠释了什么叫两耳不闻窗外事，一心只为那只股！

而现在的社会节奏，让一些人宁愿刷抖音也没有时间静下心来看看书，更别说看财报和研报哪些又长又臭的非必须品了。

或者生怕看漏一条朋友圈信息，也不愿意关注一下自己买入股票的公告或信息。

试问一下这样的投资态度，韭菜的命运又怎么不会是早就注定的呢？

所谓老唐“无用之书”是从销量的结果论来看的。

目前来看是老唐销量最低的一本书。

但我坚信随着大家阅读的积累和踩过坑后痛定思痛，一定会明白老唐所说的这一本是他凝聚心血最满意的一本书的价值所在。

而如果我们还是不明白，那么原因只有一个，那便是还没有读懂！

最后再次感谢老唐的无私分享，期望老唐终有一日成为那一座令我们敬仰的中国大山！!!

<向书房发送“连载”，可提取《巴芒演义》读后感合集>

第865篇.　　2020.11.21 - 老唐实盘周记2020/11/21

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-11-21

本周交易

无

当前持仓

目前持仓茅台 37%，腾讯 24%，洋河 17%，分众 11%，古井 B5%，海康 6%。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	37%	24000±10%	＜12000	27000	21606	1719.96	47.51%
腾讯控股	24%	66000±10%	＜33000	72500	47677	588.00	57.05%
洋河股份	17%	3150±10%	＜1575	3700	2681	177.90	65.49%
分众传媒	11%	……	＜670	1585	1425	9.71	56.87%
古井贡B	5%	770±10%	＜385	900	392	91.95	32.93%
海康威视	6%	4400±10%	＜2200	5800	4451	47.63	48.66%
沪深300						4943.29	20.67%
上证指数						3377.73	10.74%
2020/11/21			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8462	

另有 1000 股上海机场观察仓，因占比远小于 0.5%，不计入持仓表。

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	36%	24000±10%	＜12000	27000	21418	1705.00	46.23%
腾讯控股	24%	66000±10%	＜33000	72500	49129	602.00	60.79%
洋河股份	17%	3150±10%	＜1575	3700	2637	174.97	62.76%
分众传媒	11%	……	＜670	1585	1394	9.50	53.47%
古井贡B	5%	770±10%	＜385	900	400	93.18	34.71%
海康威视	6%	4400±10%	＜2200	5800	4420	47.30	47.63%
沪深300						4856.85	18.56%
上证指数						3310.10	8.52%
2020/11/14			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8517	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同，而发生小幅变化；

②老唐买点或卖点，代表如果公司总市值触及此数值，老唐计划买入或卖出。与个股历史买入成本无关；

③仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2020 年内收益 52%（四舍五入数据）。

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，52%（均不含新股中签收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 691。以 6.89 年折算，年化收益率约 32.4%。

	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/11/21
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	4943.29
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	16101.86

重要事项

1. 古井贡拟收购明光酒业。

11 月 16 日中午，古井贡酒公告称，就收购明光酒业股权事项已达成初步意向，公司拟于近期对明光酒业开展尽职调查和审计评估等工作。

明光酒业是中国白酒百强企业，由“源兴隆”、“源兴祥”、“精益”、“李祥和”四家酒坊在 1949 年合并而成。

发展至今，拥有 12 个制酒车间、4000 多条窖池、3 个包装车间，年生产能力 3 万多吨。

明光酒业的主导产品是老明光系列、明光系列、明绿御酒系列产品，目前年销售额 4 亿多（大约相当于半颗金种子）。

主要市场是滁州，就是醉翁亭记“环滁皆山也”那个滁州。明光在滁州的市场份额第一，古井贡紧随其后位列第二。

“一杯老明光，几代不了情。”

这种历史悠久、具有品牌底蕴、产能基础和老酒库存，却因多种因素导致目前偏安一隅的老酒厂，对于古井来说，是优秀的收购对象。

核心是冲着老酒和产能去的，尤其是老酒库存，可以和新建产能形成 1+1＞2 的格局。

最后主要还是看收购价格。

推测会和黄鹤楼一样，明光出让控股权、保留部分持股。

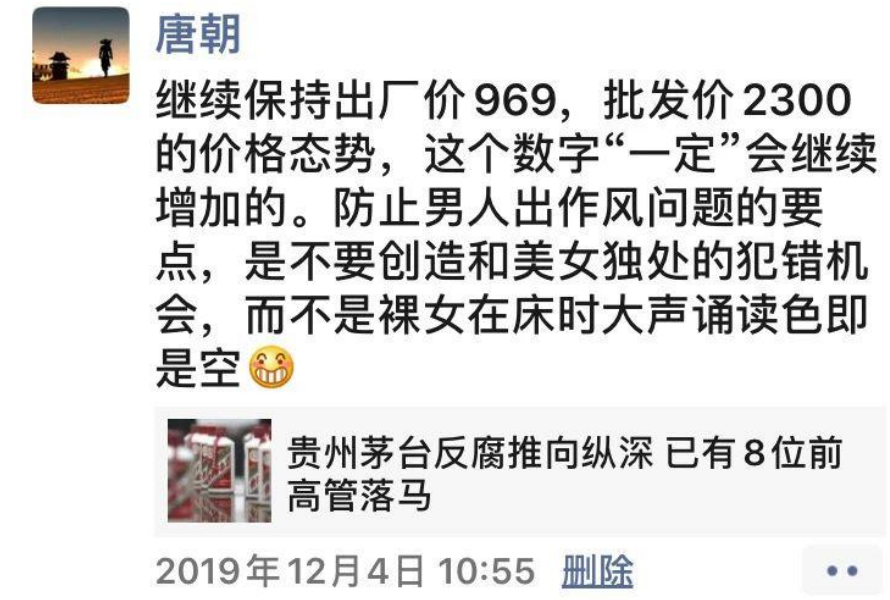
古井对赌未来数年营收和利润增长，换取相对较低的收购价，达到双赢的结果。

2. 茅台第 17 位高管入狱。

今年 7 月被双规的茅台原副总张家齐，本周以涉嫌受贿、金额特别巨大的名义，移交检察机关起诉。

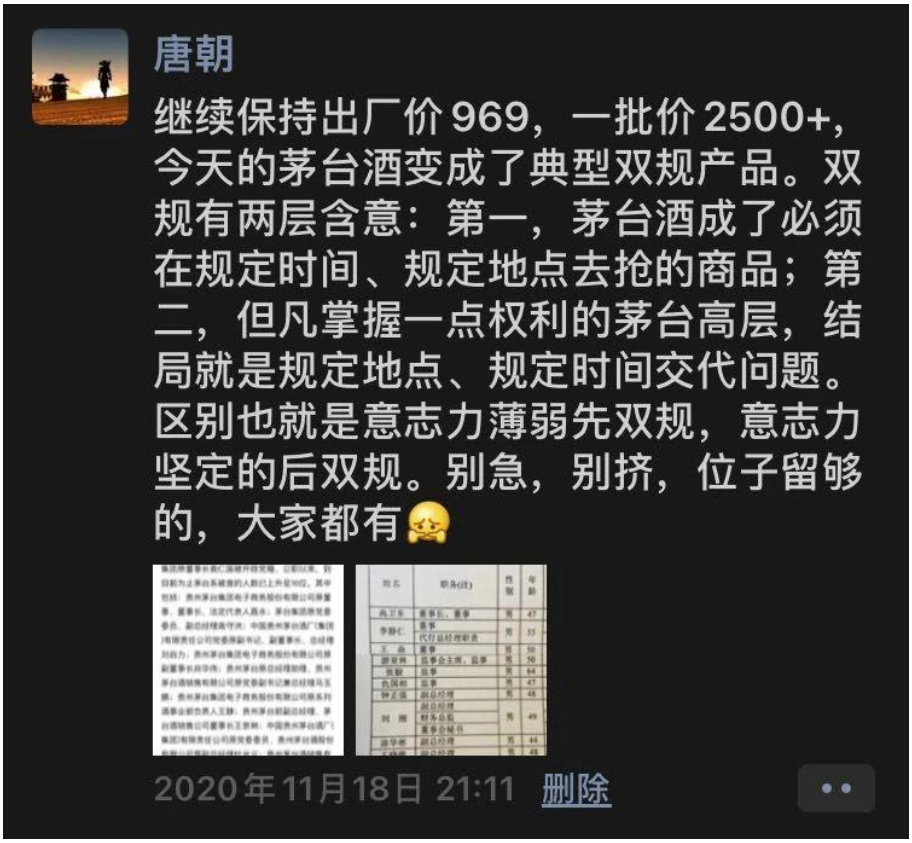
这是第 17 位入狱的茅台高管了。

去年 12 月，我曾在茅台第八位高管落马时，发了这条朋友圈。

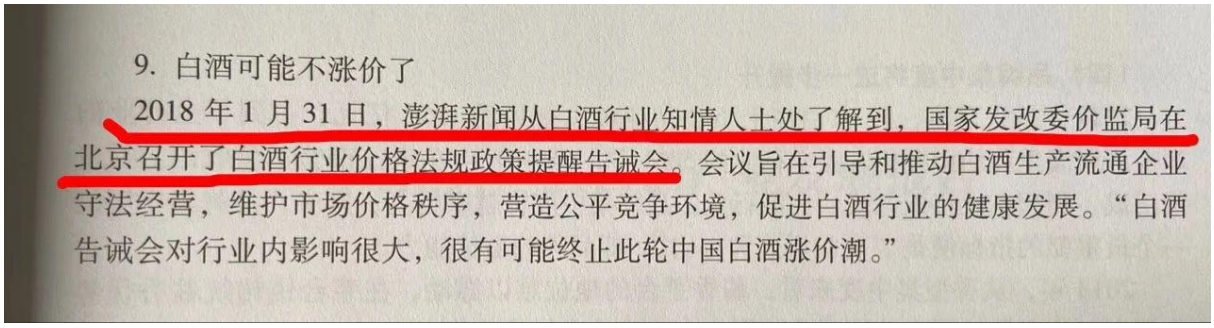


套用我党常用的形容词，茅台是出现了“塌方式腐败”，成建制地入狱。

很不幸地，在第 17 位高管入狱的今天，仍然可以发出同样的忠告，并附上现任茅台高管名单图片



现在回过头来看下面这种操作，是不是有种蠢到死的感觉？



9. 白酒可能不涨价了

2018 年 1 月 31 日，澎湃新闻从白酒行业知情人士处了解到，国家发改委价监局在北京召开了白酒行业价格法规政策提醒告诫会。会议旨在引导和推动白酒生产流通企业守法经营，维护市场价格秩序，营造公平竞争环境，促进白酒行业的健康发展。“白酒告诫会对行业内影响很大，很有可能终止此轮中国白酒涨价潮。”

不按经济规律办事，总以为手持公章，就能规定一个价格出来。

几十年计划经济的惨痛教训，还是让这些家伙一无所得。

两年多过去了，发改委价监局的“告诫会”除了管住了茅台酒出厂价，诱拐了一大群“意志薄弱”的茅台干部身陷以权谋私、贪污受贿的泥坑，排队入狱之外，还管住了什么？

价格管制的结果，重则进监狱，轻则公安局，故简称“价-监-局”。

正所谓“后人哀之而不鉴之，亦使后人而复哀后人也”。

以高卫东同志为核心的新一代茅台管理层，若不吸取前辈教训，坚持维持当前畸形价格体系，继续享受手握大权、时时有人花式跪舔的快感，结局……？

结局是可以看得见的，那就是：今天雄赳赳、气昂昂，行走在通往监狱的光辉大道上。他日身披黄马甲占据央视 C 位、声泪俱下

这是一位不应该被茅台股东忘记、为茅台的发展做出过巨大贡献的茅台人。

他从 1975 年进入茅台酒厂，到 2019 年锒铛入狱，茅台几乎是他人生的全部。

他曾是意气风发的优秀企业家、全国劳模，他也是腐败变质的反面典型、糖衣炮弹下卑劣的牺牲品。

这一切，当然有他个人的原因，但畸形的双轨价格绝对是元凶。

昨天，贵州省换新书记，全国唯一的一位女省委书记，之前已经做了三年的贵州省省长，现在晋级一把手。

女书记水平如何，想法会不会和男书记有不同呢？只能等时间告诉我们答案。

3.茅台宣布四季度直销投放量 4160 吨。

2018 年全年直销是 2372 吨，实现营收（不含税，下同）43.76 亿，折合约 185 万/吨，或含税 980 元/瓶；

2019 年全年直销投放量是 2652 吨，实现营收 72.5 亿，折合 273 万/吨，或含税 1455 元/瓶——因包含年份茅台、精品茅台、小容量茅台等高价产品，故均价不代表 53 度飞天普茅的直销渠道出厂价。

据市场信息，飞天普茅的直销渠道出厂价基本为 1299 或 1399 元/瓶。

2019 年前三季度实现直销营收 31 亿，若按 273 万/吨的均价折算，约 1136 吨，意味着去年四季度的直销投放量约 1500 吨。

2020 年四季度投放 4160 吨，同比将增长 177%。

由于前三季度已经实现 84.3 亿的直销营收，按照 280 万/吨毛估，约 3000 吨，全年直销投放总量将达到 7200 吨左右，占茅台酒年销量的 20%。

预计今年的直销部分将创造营收约 0.72 万吨×280 万/吨≈200 亿。

相比批发而言，直销每吨可以多卖出约 75 万——按照每瓶多 400 元毛估，每吨多收入 400/1.13×2124≈75 万。

今年多投放的约 4500 吨（7200-2652）直销茅台，可以额外增加约 75×0.45≈34 亿税前利润，对应增加约 25 亿净利润。

4.本周有 1 篇读书笔记入选。

入选笔记是：方向对了，努力才有成效——by@Duke

请这位朋友留下收货地址——如果选择老唐的四本书签名套装做奖品，或，留下微信号——如果选择加老唐微信好友做奖品。

无论是否入选，输出本身已经是对自己的巨大帮助，是非常深入的学习过程。我相信所有写过读书笔记的朋友，都会有这个感触。

借着这个激励，将双手放在键盘上，给自己一个成长的机会吧！

本周运动

本周跑步 1 次 10 公里，游泳 2 次单次 1 小时，陪我家领导散步 2 次合计 15 公里。

然而，周六同口径除皮净重 84.9kg（175cm），环比上升 0.3kg。

一个令人忧桑的数据

不过，想想二师兄，也就知道有些事情是不能强求的

二师兄每天扛着 5048 斤重的九齿钉耙，从东土大唐到西天大雷音寺，徒步十万八千里。结果呢，二师兄瘦了吗？瘦了吗？

下周预计交易

无

彩蛋：书房明后天均会有推送。

这周搞定了《手把手教你读财报：新准则升级版》第二次精校工作，然后抽时间把福寿园的风险问题码出来了。

全文约 1.1 万字，逐项分析了福寿园可能面临的九大风险。

文章将分为两篇推送，明后天晚上各推一篇。

第一篇是我眼中的六种假风险，第二篇是我眼中的三种真风险——真风险部分可能更精彩有趣一些。

再次强调，我意图分享的是如何着手去分析企业，不是推荐某某股票。

截止此刻，老唐本人及家人账户均未持有福寿园。

另：预回答铁定会被提问的新书相关问题

①新书预计会在下月底面世；

②届时会有一定数量的签名版在书房预定；

③有关升级版的内容，请稍安勿躁，本月内我找时间发篇文章做介绍。

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。

文中提及的任何个股，都有**腰斩**或翻倍的风险。

请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记图片

祝朋友们周末愉快

第866篇.　　2020.11.22 - 如何从零开始研究一家企业04

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-11-22

前面谈过了福寿园的商业特点、需求端分析、供应端竞争，今天我们谈风险。

福寿园面对的风险不深奥，大部分朋友都可以看得见，差异只是对这些风险的理解。

以老唐个人的理解，我将福寿园的潜在的风险分为六假三真，共计九种风险。

所谓假风险，指实际上出现概率极小或影响可以忽略的风险。

这类风险我认为有六种：①放弃续费风险，②灵骨塔、海葬等新方式抢夺市场的风险，③行业暴利带来的舆论风险；④价格管制风险；⑤墓地审批放开，导致供应大量增加的风险，⑥土地续期风险。

真风险，指看上去像风险，实际也确实蕴含着风险，而且无解，只能承受的风险。

这种风险我认为有三种：①异地扩张风险；②官商勾结风险；③利益输送风险。

我们逐个说，先看假风险。

假风险①未来不续费。

由于墓穴出售时，是一次性收取十年或者二十年的管理费用，这笔费用类似于物管费。那么，这里就存在一种到期后是否有人继续缴费的风险。

之所以将这个视为假风险，其实是一层窗户纸，一戳就破。

第一，购买类似福寿园这种高端墓穴的家庭，尤其是花费几十万甚至更高的价格以艺术墓、定制墓模式安葬长辈的家庭，一定是属于整个社会里收入较高的家庭。

从概率的角度说，他们十年二十年沦落到付不起一年几百元或者几千元祖坟物管费的可能性较小；

第二，真有这种情况，在墓地位置没有开发完毕的情况下，这些不缴费的少数墓穴，对公司的经营也没有什么影响。

公司的主要收入是几万乃至几十万销售一个墓穴带来的，而不是一年几百块的物管费带来的。

在土地未开发完毕的情况下，即使不缴费的墓穴，其实类似于游戏里的免费玩家，起到了“没钱的帮个人场”的作用。

第三，假设到了墓地开发后期，真有极少数人无法取得联系的，公墓管理方实际上也很容易处理。

墓碑上或墓碑边上放置缴费提醒→数年后无人回应的，更换为空白墓碑→数年后依然无人回应的，将骨灰盒取出库房单独保存→在数年后依然无人回应的，重新出售墓穴。

若几十年后有后人找来，缴清拖欠管理费用后，重新购买墓穴安葬或带走骨灰均可。

如此仁至义尽，完全站在道义和法理的一边，用户应该没有什么可说的。

整个过程，公墓经营方增加成本无外乎是一间存放库房，风险可以忽略。

假风险②灵骨塔、海葬等新方式抢夺市场。

其他骨灰存放方式，比如灵骨塔、骨灰塔，小产权房屋改造祠堂、海葬、天葬等方式，会不会抢夺福寿园墓穴的市场呢？

两句话就可以解释这个风险：

a. 我们的文化里，入土为安始终是主流。福寿园只是将目标客户主要放在愿意入土为安的、有支付能力的这部分人群，并不希望吸引那些冲着低价的客户群。

b. 若真是类似灵骨塔等低价集中存放方式，成为主流需求。以福寿园的经验和已经打造的环境，做灵骨塔、壁葬、室内集中存放等方式，并没有什么障碍，而且同样具有竞争力。

比如上海福寿园目前就提供几十种殡葬的方式，包括塔葬、墓葬、亭葬、别墅葬、树葬、草坪葬、长廊壁葬等。只是部分方式不作为主推品种。

因此，这个风险是伪风险。

假风险③行业暴利带来的舆论风险。

这个比较容易理解，时不时的就会有社会新闻炒作天价墓地，或者有财经媒体挖掘殡葬业暴利，引发社会舆论的关注和讨论。

这种风险倒没有什么好讨论的，就是一时的冲击。

媒体热点来得猛、去得快。今天吃这个瓜，只要瓜不开口，最多三天，其他瓜瓜自己就憋不住跳出来吸引媒体和围观群众的注意力了。

而且这类“成本才 10 块，售价 100 块”之类的分析，大部分都是缺乏经济学常识导致的虾扯蛋。

稍微有点理解能力的专业人士基本都是一笑了之，回它一句就算是无知者的胜利。

不仅墓地如此，高端白酒、Iphone、眼镜等多种产品都有类似的媒体吸睛大法，慢慢习惯就好。

假风险④价格管制风险。

我国的商品或服务价格体系分为三种：政府定价、政府指导价、市价。

在殡葬行业，价格体系制定的依据是《国家发展改革委、民政部关于进一步加强殡葬服务收费管理有关问题的指导意见（发改价格[2012]673 号）》，基本精神可以简单概括如下：

首先区分殡葬的服务性质。对于遗体运送、冷藏、火化及骨灰寄存，作为最基本的民生保障，实施政府定价，企业按照定价执行。

遗体基本整容化妆、防腐、吊唁场地及设备租赁、殡仪用品及相关服务，作为衍生服务，实施政府指导价——即由政府设定基准价格及上下波动幅度范围，或设置最高限价和最低限价，企业在政府规定的范围内制定价格。

公益性墓地的收费标准，由地方政府以成本调查为基础，按照非营利原则兼顾居民支付能力核定价格。

其他墓园的价格，由企业自主定价。但政府主管部门要加强对经营者定价行为指导规范。对价格明显偏高的，必要时要依法进行干预和管理，切实遏制虚高定价行为。

对于按年收的墓园维护管理费用，由当地物价部门按照墓园维护管理的实际成本及合理利润核定价格。

这个价格体系的思路非常清晰，就是政府兜底，保障城镇居民基本民生需求。

但若希望在此基础上获得更好的服务，则由企业和居民之间按照市场原则自主交易。背后的逻辑和从豪宅收税，建设廉租房保障基本民生是一个道理。

有人担心政府会不会某天对于经营性墓地也实施政府定价或者政府指导价，从而导致经营性墓地丧失生存空间？

这个可以很明确的说：不可能。逻辑简单：

首先没有必要性。

政府既没有动机去堵死有支付能力的消费需求，也不可能想办法去减少自己的收入，增加自己的支出。

即便有舆论压力，主管部门完全有能力通过打招呼方式，要求企业适度调整价格的合理性，消化舆论压力。

比如福寿园总裁王计生就分享过上海物价局对福寿园的管理，主要就盯着服务量和投诉量两个指标。当服务量过少或者投诉量过高，物价部门就会对福寿园的定价提出意见。

既然这样就可以解决问题，地方主管部门哪里有动力去对抗中央的定价精神呢！

其次没有普遍性。

即便偶有过高定价，行业特色也决定了不可能有大面积的消费者，同时提出反对意见。

如果我们还记得上篇里由小红旗导流的逝者去向图，我们应该知道，一个百万常住人口的城市，年度死亡人数七千左右。

最终进公墓仅约 1140 人，进经营性公墓（含墓地及生态葬等各种方式）不足 780 人，折合日均约 2~3 人。

对于一个百万常住人口的城市，日均两三个人所涉及的事情（且其中可能只有极少极少部分对定价不满），很难成为政府办公会议日程表上的事情。

再次，没有可行性。

殡葬是一种刚需，而且是一种带有多种配套服务的刚需。

若政府管制了墓穴价格，价格完全可能通过类似石材材质、做工、雕刻、书写、描金、时间、法事、位置、环境乃至各种莫名其妙的风水行为来体现，政府不可能对所有行为一一实施定价。

如果政府定价行为真的能压低市场成交价格，那几十年的计划经济就不会搞到“国民经济濒临崩溃”了。对不？

所以，所谓政府管制墓地售价的风险，是一种假风险。

假风险⑤墓地审批放开，导致供应大量增加的风险。

会不会呢？政策的事情，无法打保票说肯定不会。

但我国的土地政策、殡葬用地的管理方向，是趋向于引导更多人使用节约用地的安葬方式，而不是增加土地去满足这种需求。

也就是说，殡葬用地的总体方向，是保持土地供应小于真实需求，用行政和市场两种手段，协同达到减少用地的效果。

目前墓地的审批，至少需要三个部门的合力：首先规划部门，土地的规划必须是墓园用途，然后是民政部门的审批，最后才是国土部门。

从目前看，严格审批达到减少用地这个大原则，看不到改变的可能。

因而，审批权放开导致供应大量增加的风险，也是一种伪风险。局部或许有个案，但不大可能成为趋势。

假风险⑥土地续期风险。

所谓土地续期风险，简单而言，就是公司现有土地到期后是否可以续期，以及用什么价格续期的问题。

福寿园用于经营的土地，无论以划拨形式还是以出售模式，价格都相当便宜（其他同行亦如是）。

因而也导致公司出售墓穴的成本构成里，土地成本甚至远低于建墓穴的石板成本。

便宜到什么程度呢？招股说明书披露的上市时的土地成本，每平米成本最低的 44 元，最高的 562 元（截图里没标数字的锦州公墓，收购时是按照 365 元/㎡作价的）。

	佔地面積（平方米）	土地性質	原土地收購成本（人民幣）	（人民幣／平方米）	原土地收購日期
上海福壽園	402,034	劃撥土地	76,498,450	190	於二零零零年前
海港福壽園	100,523	批授土地	56,518,122	562	二零零八年五月
河南福壽園	302,191	批授土地	13,296,360	44	二零零五年七月
山東福壽園	522,857	批授土地	74,492,741	142	二零一二年八月
合肥大蜀山文化陵園	87,702	批授土地	4,382,000	50	二零零二年四月
錦州市帽山安陵	141,437(1)	劃撥土地及租賃土地	—(2)	—(2)	—(2)

因而，一个显而易见的风险就浮现在眼前了：土地到期后会不会被要求支付高昂地价，否则不予续期。

这个问题，目前法律上还没有明确说明，只能靠判断。

我个人的判断是：这种风险发生的可能性极小。

我国未来的土地政策，发展方向有两种可能：

第一种可能，不等土地到期，卖地模式就发生了根本性的改变。

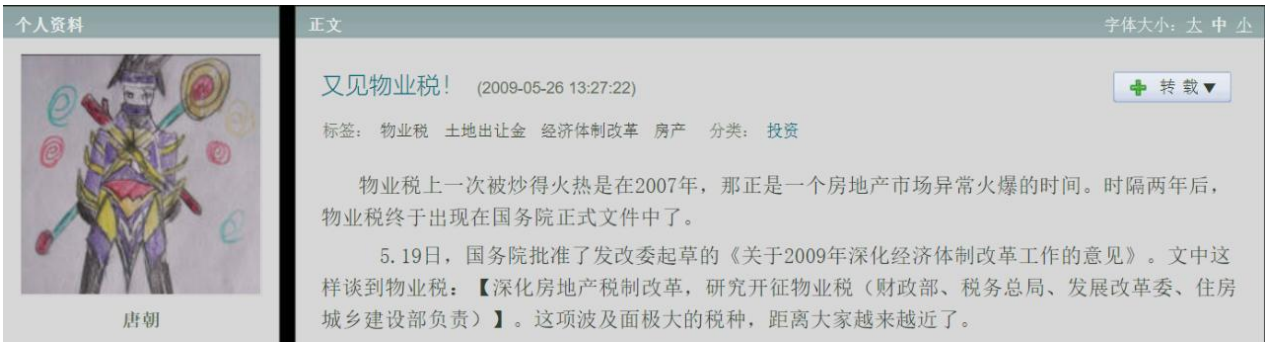
从目前的一次性支付几十年租金的卖地模式，转化为每年支付房地产市值一定比例的房地产税（或者叫物业税）模式；

第二种可能，土地到期继续以原价或者微增的价格续期。

其中，前一种模式的可能性较大。而且模式变化是针对一切土地，无论是住宅用地、工业用地、商业用地还是特殊用途用地。

房地产税或者物业税改革，基本上每隔几年就要被翻出来炒作一回。

2009 年国务院还专门发过文件，谈论“研究开征物业税”，并指明由财政部等四个部门负责。



我当年还分别写过《又见物业税》和《物业税难题》两篇文章，针对当时热炒的“开征物业税，将减少房地产商买地支出，降低老百姓买房的门槛”论，分析了要推出物业税所面临的难题，并白纸黑字写下我的判断：

“基本判断，物业税方案赶不及提交 2013 年的十二届全国人大审议了。期望短期内买到不含地价的房屋，不太现实。”

事实上，当时热炒的物业税不仅 2009 年没有出台，2013 年没有出台，七年后的今天依然没有出台，甚至连讨论的声音也没有了。

究其原因，正如老唐 11 年前的文章《物业税难题》里说的，物业税开征的相关难题太多。

然而，不管难题多少，它总归是一个技术问题。改变不了“政府意图长久、稳定、持续的分享房产增值和土地增值收益”的目标。

按照前重庆市市长黄奇帆某次演讲提供的数据，从八十年代末至今的三十多年里，政府利用土地批租这一模式已经获取了 60 万亿的收入，它们支撑了地方政府掌控下的城市扩张和发展。

但是，城市的扩张终究会有边界的。伴随城市的发展，存量房地产和增量房地产之间的比例会发生变化。

当存量远大于增量时，从存量资产上获取财税收入，将是政府必然要走的道路。

无论有多难，目前的一次性收取 50~70 年租金批出新土地的趸售模式，最终一定会被按房地产市值比例征收物业税的模式所替代。这也是发达国家走通的道路。

虽然无法知道这个落地时间会在何时，但可以确定，伴随城市化进程接近尾声，伴随可售土地的减少，政府没有别的路走，替代只是时间早晚的问题。

届时，所谓土地能否续期的问题，就成为了一个伪问题。

若续期是一定的，问题又出来了，以什么价格续期呢？

政府会不会狮子大开口，要求墓园土地每年缴纳一笔高昂的费用呢？答案依然是：概率很小。

毕竟每个城市的墓地数量不大，抬高墓地价格给政府带来的绝对收入金额很小。

而且墓地更多地是被视为事关每一个城市家庭的刚需产品，政府大幅提高土地价格势必传导给市民，从而引发舆论压力。

这个判断，通过招股说明书的一段说明也可以佐证。

在招股说明书 171 页，公司披露说：公司已售墓地中有大约 19%，墓地服务销售合同截止期限超过了土地所有权的最后期限。

原文如下：

我們可依法提供任意年期的有關服務，包括超過相關墓園土地使用權期限的年期。

我們的中國法律顧問華誠律師事務所向我們表示，銷售期限超過墓園現有土地使用權期限的保管服務並不違反任何適用中國法律或法規。

我們亦已收到墓園所在地區的地方民政部門發出的確認函，當中確認我們的墓園已遵守有關墓地服務業的所有適用法律及法規，且並無從事任何違反上述法律及法規的活動。

地方民政部门出函确认，销售墓地超过土地证截止年限并不违法。背后依据是啥呢？

是因为福寿园出售的并不是地，而是“我在我的地上挖了一个坑，用石材围起来，让你放置骨灰”的服务。

纯法理角度说，福寿园收了费，如果这块地到期，政府不给用了，福寿园在别的地块上挖个坑，照样可以提供原合同约定的服务。

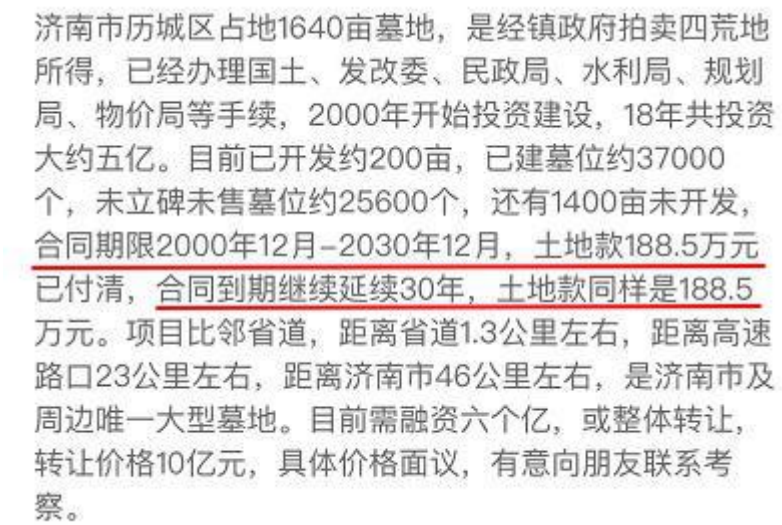
所以超出土地证期限收“有个坑帮客户存放和保管骨灰”的费用，并不违法。

但若真如此，被动的就是民政部门而不是公墓经营者。

这相当于民政部门为了钱，刨了老百姓的祖坟，逼迫他们换个地方安埋。这种利益没多少，招骂一大堆的事情，不可能大面积实施。

因此，公墓土地到期，以原价或象征性增长的价格续期，其实是可以推测的事情。

另外，前不久 Bp 兄发给我的济南某公墓的转让资料，或许可以成为这种推测的佐证。


济南市历城区占地1640亩墓地，是经镇政府拍卖四荒地所得，已经办理国土、发改委、民政局、水利局、规划局、物价局等手续，2000年开始投资建设，18年共投资大约五亿。目前已开发约200亩，已建墓位约37000个，未立碑未售墓位约25600个，还有1400亩未开发，合同期限2000年12月-2030年12月，土地款188.5万元已付清，合同到期继续延续30年，土地款同样是188.5万元。项目比邻省道，距离省道1.3公里左右，距离高速路口23公里左右，距离济南市46公里左右，是济南市及周边唯一大型墓地。目前需融资六个亿，或整体转让，转让价格10亿元，具体价格面议，有意向朋友联系考察。

其中这么一段话引起我的注意“合同到期继续延续 30 年，土地款同样是 188.5 万元”，这可能说明目前民政这个小圈子，对此已经有了明确规则：原价续期。

因此，我个人更倾向于墓园土地续期问题也是个伪风险。

伪风险说完了，下篇我们接着谈福寿园面临的三种真风险。

申明：

以上观点，仅为老唐个人看法，不一定正确，请独立思考。

截止此时，老唐本人及家人账户均未曾持有过福寿园股份。

请勿将企业分析方法分享，视为股票推荐图片

凌 KxKy

港股好多财报下载以后是没法使用 PDF 的查找功能的（比如福寿园财报就没法搜索和复制等），如果不打印纸质的，老唐有其他办法破吗？

唐书房

有啊，很简单，将输入法调成繁体，就可以正常搜索了。这秘籍，一般人我都不告诉他

第867篇.　　2020.11.23 - 如何从零开始研究一家企业05

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-11-23

上篇我们聊了福寿园面临的六种假风险，本篇我们接着谈真风险。

真风险①异地扩张风险。

由于土地政策限制，目前新批经营性墓地的难度极大，所以福寿园的扩张主要有三种模式：

第一是收购已有的经营性公墓；

第二是部分城市政府招标改造当地的殡葬设施；

第三是利用 PPP、BOT 及混改等方式和当地政府合作，获得殡葬用地及经营资格。

后两种模式风险基本可控，但可遇而不求，很难主动寻找。因此直接收购，基本上是手持重金的福寿园目前最可靠的主动扩张模式。

但由于墓地生意具备“地域限制和供应总量限制，加上土地获取成本极低，客户可选择范围极小，客户多在匆忙中做出选择”等特点，各地的经营性公墓，理论上讲都是能持续地轻松赚钱的生意。

持续轻松的赚钱生意，为什么要卖掉？

以常识理解，主要是两种情况：第一种情况是买家出价很高，公墓的业主觉得卖掉比自己经营更划算；第二种情况是原股东由于某种原因而被迫出售。

前一种情况，理论上也有可能。

比如福寿园觉得自己拿来后通过重新定位、环境改造、专业经营等多种手段，可以大幅度提升墓地的盈利能力。

这种情况下，双方或许能够在某个合适的价格达成一致。

而后一种情况，则可能埋藏着隐患。

一般来说，墓地是个稳定的、长期的生意。单个地区的小规模的经营者，即没有多地扩张的能力和人才储备，也很难通过营销或者大量投入在本地墓地上获得快速增长，因此很容易推测他们大概率会有其他

生意存在。

当这些其他生意遇到困境时，墓地可能会成为融资的工具甚至变现的对象。

此时，这些墓地就可能附带台面以下的或有债务，从而成为收购者吞下的毒资产。

比如：国内 A 股唯一涉及殡葬行业的上市公司福成股份，今年 9 月 23 日发布公告称：

福成股份收购湖南韶山天德福地陵园时，原股东提供虚假财务资料、隐瞒部分负债方式，骗取福成股份签订《增资与股权转让协议》。

针对天德福地陵园原股东的合同诈骗行为，福成股份已报案，公安局已经立案侦查。

福寿园收购婺源万寿山陵园也遭遇同样情况。

2014 年实施的收购，结果发现原股东涉及数十起民间借贷（也可能是非法集资）。

官司一直打到 2020 年中，依然有三宗诉讼未解决——估计到今天也没解决，等年报看进展。这三宗剩余诉讼，目前涉及索赔金额共 5230 万元。

一旦扯上这种事情，不仅仅是发展停滞，导致资本投入不产生收益，还有可能承担上连带赔偿责任。

这是在企业通过收购扩张的过程中，始终可能存在且无法彻底避免的真实风险。

真风险②官商勾结风险

官商勾结风险，指的是公司与掌权官员共同薅社会主义羊毛，获取不正当利益所隐藏的政治和法律风险。

福寿园的实际控制人及核心管理层主要有三位，白晓江、王计生和谈理安。

其中白晓江和王计生都是专注殡葬行业二十多年的业内专家。

白晓江 1986 年从上海第二工业大学计算机专业毕业后，进入康华实业公司华东分公司任技术员。

这个康华实业公司于 1984 年 9 月成立，是由中国残疾人福利基金会派生出来。

这可是个了不得的企业，董事长是位姓 D 的残疾人。首任总经理姓 Yu，其父是李云鹤的前夫（不知道李云鹤是谁的，请百度此名），Yu 总后来成为我朝 NO.4。

1990 年，由于不能谈的原因，康华被关闭了。而后康华实业华东分公司摇身一变成为中国福利企业华东分公司，白晓江出任总经理。

再后来，这个中国福利企业华东分公司演变成了今天福寿园的最大股东：中国中福实业有限公司，简称中福。

1994 年中福在上海拿了一块六七百亩的划拨土地，以它为依托成立了上海福寿园，这就是今天上市公司福寿园的起家资本。

这段历史是想说，这位白总从大学校门出来后，就待在一个以红色关系为核心竞争力的巨无霸企业里，和无数的红 X 代混在一起。

且在三年内历经技术员、技术部经理、总经理助理、副总经理、总经理，成长为可以独当一面的人物。了不得

我个人揣测，此人对关系及关系网的运用理解能力一定是相当强的。

公司的另一位核心管理层王计生，是白晓江 1991 年挖来的助手。

当时王计生是上海对外贸易学院的老师。

1991 年王计生放弃了在对外贸易学院 11 年的教师生涯，毅然跳槽到中福，出任副总。

从此，在殡葬这条道路上实现了自己的梦想，成为白晓江最强有力的助手。

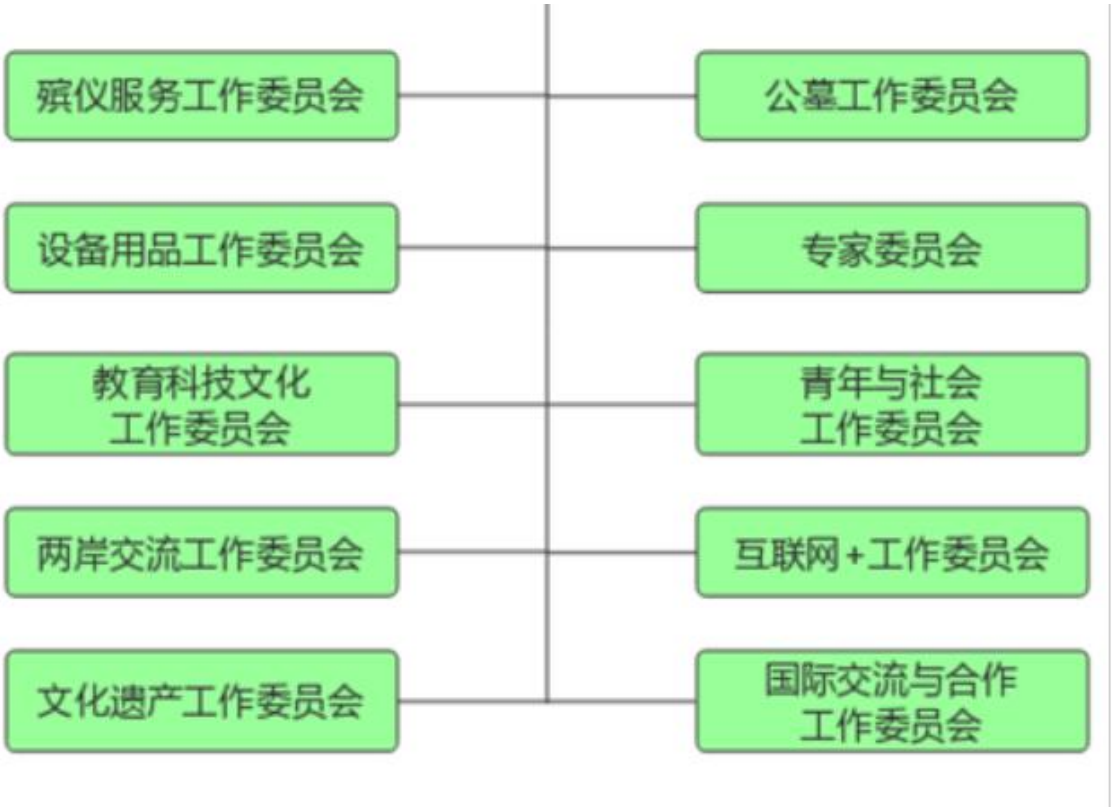
同时，教师生涯自带技能也没浪费，这些年国内殡葬业的人才培训，王计生基本是祖师爷级别。

王计生目前是中国殡葬协会副会长兼公墓工作委员会主任。

殡葬协会会长一贯由民政部社会事务司司长兼任，副会长共四名。

我搜了搜排名在王计生后面的一位副会长，是现任陕西省民政厅现任副厅长郭青凡。

殡葬协会下属机构一共有这几个



以我对殡葬行业的简单理解，这些委员会里，公墓工作委员会应该是分量最重的一个。王计生是公墓工作委员会主任。

至于谈理安，是香港上市公司济丰包装（HK.01820）的控股股东。

谈家是美国华侨。谈理安的父亲谈智隽老先生是江苏溧阳市光华中学 42 级学生，按照时间推测，应该是内战期间出走美国的。

1994 年，谈智隽老先生衣锦还乡，出资 100 万元，在母校设立了“谈智隽奖学金”（到今天还是每年颁奖的）。

谈老先生后来又陆续向光华中学捐资，修建“智隽综合楼”、购置电教设备等。

谈家在 1998 年以安徽安合投资咨询公司的名义，入股上海福寿园并占股 50%。

搞不太懂当时白晓江是冲着什么吸纳谈家进入，并愿意让出一半股份的。可能是金融资本，也可能是政商关系。

如果是后者，以公司名字叫安合、入股后三年多福寿园就拿下安徽省合肥市大蜀山公墓，以及福寿园环保火化机生产基地建在安徽省广德市等事件推测，谈家的主要政商资源应该在安徽。

不过，这个功劳应该不足以让白晓江出让上海福寿园的一半权益，推测应该还有其他贡献。

比如从谈家在重庆拥有重庆谈石融资租赁有限公司、重庆谈石信用担保有限公司、重庆两江新区谈石

小额贷款有限公司等企业，而福寿园又能够收购重庆永川区内唯一的墓园重庆白塔园，这里面是不是也有联系呢？——注意，这没有证据，只是一种推测。

看看白晓江的个人履历，看看王计生目前在殡葬行业的地位。我想说的是：

我一点儿都不担心所谓的“政策”会朝着不利于福寿园的方向变化——包括上一篇的假风险里的相关政策风险。

反而真正需要担心的问题是：会不会官商关系太过紧密，成为一个联手薅社会主义羊毛的利益团体。

如果是，公司确实会和官员一起慢慢变肥，但最终却可能因某官员贪腐（或 zz 斗争失败）倒台，被一起拉下水。

除了上述①异地扩张风险和②官商勾结风险，福寿园还有一项重要的真风险：利益输送风险。

三种风险之后，我又额外新增了一点内容。若和本篇放在一起，有近 8000 字，太长了，不利于阅读。

我将其单独拆成系列 06，作为本系列的完结篇，一起推送给你

注意：已经和本文一起推送给你了，直接点击手机屏幕上方的“唐书房”三个字就看见了——截图红圈位置

魏昆【中荷】

投资太难了，弄的还要像个福尔摩斯，发掘公司背后的势力、一些鲜为人知的真相、不可告人的秘密。结果钱没赚到，秘闻掌握不少，知道太多容易扑街

唐书房

出卖劳动力，一辈子被通胀逼着忙碌，不难。其他的方法或多或少都有点难。不过，这在我看来，简直是巨大的乐趣，一点儿也不难，福尔摩斯的快乐，评书般乐趣，还有印钞机哗啦啦的响声。世间很少有可以媲美的快乐

行者

看到老唐的研究，我已经放弃研究了，太烧脑了。自己读现成的都费劲。以后还是买熟知的大白马大蓝筹 省心

唐书房

也不是不行适合自己就好。不过你得明白，今日之白马，不一定明日还是白马，突然染色的时候，没研究的人就负责缴费了。

第868篇.　　2020.11.23 - 如何从零开始研究一家企业06（完结篇）

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-11-23

上篇谈了福寿园的两种真风险：①异地扩张风险和②官商勾结风险。本篇我们接着谈

真风险③：利益输送风险

利益输送风险，指管理层利用专业知识和实际控制之便，将上市公司利益，输送给管理层或管理层控制实体的风险。

这个风险我从三个角度看待：历史、现实和未来。

从历史角度看，主要是实际控制人白晓江的一次历史污点。

2003 年 8 月，白晓江曾因涉嫌贪污、挪用公款被捕，在看守所待了两年后无罪释放。事情大致是这样的。

2000 年，上海市要修建卢浦大桥。在中福公司白晓江等人的牵线搭桥下，中国船舶工业集团公司、中福等 6 家单位共同组建了卢浦大桥的项目公司。

中国船舶工业集团公司是最大的出资人，在项目公司中出资 40%,中福以子公司中福城投的名义出资 26%。

这里要注意一点：中国船舶工业集团公司是一家由国务院国资委直接持股 100%、注册资金 320 亿的中央直属特大型国有企业。

这种身份的企业，想拿下卢浦大桥工程，仍然需要白晓江在中间牵线搭桥，且中福要跟着分一杯羹（我不相信是中国船舶需要中福的 26%资金），白晓江当时在上海的能量可见一斑。

然后，白晓江做了个什么操作呢？

中福城投以建设大桥的名义从上海市工商银行南市支行贷款 6000 万元，以暂借款名义汇至卢浦大桥项目公司。

然后再以归还暂借款为由，以白晓江等人出资的名义，用于私企鸿福成立时的验资，鸿福就这样成立。

再后来，通过一系列复杂的操作，中福变成了鸿福的全资子公司（注意，中国船舶持大股的项目公司居然就配合了）。

当时被捕就是因为挪用这笔 6000 万元的贷款。

2005 年出狱后，白晓江再次通过复杂的操作，将鸿福变成两家非企业组织各持 50%的股权结构。

也就是今天我们在财报上看到的结构：NGO1（上海中民老龄事业开发服务中心）和 NGO2（上海中民老龄事业咨询服务中心）各持鸿福 50%股权；鸿福持有中福 100%股权；中福是福寿园第一大股东。

以招股说明书披露的两间 NGO 的发起人推测，这依然是白晓江控制的实体。招股说明书 149 页说：

NGO 1 由《公益時報》、白曉江、呂小平（中福的僱員）、姚立新（中福的僱員）及上海中福城市投資建設有限公司（中福的全資附屬公司））於二零一三年七月二十六日作為民辦非企業單位在中國成立。各發起人均向 NGO 1 出資人民幣 100,000 元。

NGO 2 由《公益時報》、白曉江、王計生、裘真大（中福的僱員）及上海中福石化實業有限公司（中福的附屬公司））於二零一三年七月二十六日作為民辦非企業單位在中國成立。各發起人均向 NGO 2 出資人民幣 100,000 元。

我们不讨论挪用贷款作为出资，完成对中福的收购这件事的是非曲直（或许还有其他隐情）。

但我们应该要清楚，这是一个有知识、有能力将曾经的康华华东分公司转化为私人拥有，还能让法院定不了罪的团队。

从现实角度看，公司的股权激励，我个人偏向于认为对小股东有点不公。

福寿园是 2013 年 12 月上市的，上市前总股本 15 亿股，上市时按照 3.33 港币/股的价格发行了 5.75 亿股。

相当于出让了 5.75/20.75=27.71%的公司股权，融资 3.33×5.75=19.15 亿，折合公司上市估值

19.15/27.71%=69 亿港币。

上市至今，公司管理层白晓江、王计生、谈理安及其他人等，合计已经获得股权激励的股份超过 2.16 亿股——216300422 股。

认购价格最低 3.126 港币，最高 5.824 港币，综合价格 4.63 港币/股——详细数据见 2019 年年报 149 页。

注意，上述 2.16 亿股市管理层已经认购的。

这个过程让公司总股本从 20.75 亿，变成 20.75+2.16=22.91 亿股（期间回购了 5 万股，目前总股本为 2075000000+216300422-50000=2291250422 股）。

股权激励过程中，市价与行权价之间的差异，相当于是公司为购买员工劳动而支付的工资。

这个观念很多朋友可能不容易理解，我在《手财升级版》的库存股章节里，有这么一段科普：

花钱回购股票，然后低价卖给激励对象，差价算公司支付给员工的薪酬，比较容易理解。

很多朋友很难理解股票期权或限制性股票怎么能算薪酬支出呢？似乎上市公司不仅没有支出一分钱，反而还收了员工一笔钱。

这个规则从会计原理上解释起来颇为复杂，但老唐换个角度阐述，或许就容易理解了：

当公司和激励对象张三之间达成协议，约定张三有权以 6 元的价格认购目前市价 10 元的公司股票时，这实际上是两笔不同交易的合并。

第一笔交易，是上市公司按照 10 元的价格向市场人士张三发行 1 股新股，获得 10 元现金；

第二笔交易，是上市公司支付 4 元现金给公司员工张三，作为张三的工作报酬。

第一笔交易是正常的融资行为，与利润表无关，但第二笔交易是员工薪酬，是公司利润表的费用支出。

如果你理解了这个意思，就意味着上市七年来，管理层除了工资花红董事津贴等收入之外，至少还额外拿走了（当前股价-4.63）×2.163 亿≈（8-4.63）×2.163 亿≈7.3 亿港币。

实际已经拿走的数字比这个略高，因为已经行权的部分是全部股权激励中，行权价格较低的那部分。

行权价格较高的部分还有 1.086 亿股，没有行权。

可以想象，只要股价不跌到 5 元之内，这 1.086 亿股也是管理层囊中之物，只是暂时寄存在公司而已。

如果我们假设他们此时按照 4.63 元的综合价格全部行权完毕，意味着管理层利用股权激励从公司拿走（8-4.63）×（2.163+1.086）=10.95 亿港币，折合人民币约 9.3 亿。

而上市至今，这间公司给股东创造的净利润约 30 亿人民币。

其中出资 19.15 亿港币认购 IPO 新股的二级市场股东，作为一个整体拥有公司约 5.75/22.9=25%的收益，对应获得其中 30×25%=7.5 亿人民币净利润。

另外 22.5 亿净利润归属于原控制人及管理层团队。

七年里，管理层通过股权激励给自己发放了约 9.3 亿奖金，同期出资 19.15 亿的二级市场股东获得的净利润是 7.5 亿。

这个数据，很难让我给管理层一个厚道的评价。

注意，这不是说二级市场股东没赚到钱，也不是管理层不应该拿。而是说，管理层通过股权激励模式，给自己发放的奖金偏多了。

这些钱本质上是由全体股东承担的。

对于二级市场股东而言，上市至今（2020 年中期）每十股现金分红已经合计 3.947 港币。

意味着二级市场投资者作为一个整体，初始投资成本已经通过分红全部拿回约 12%了，目前是持有了这间公司的 25%。

5.75 亿股目前市值约 8×5.75=46 亿，加上已到手的现金分红 3.947×5.75/10=2.27 亿。

初期投入 19.15 亿港币，不计分红再投入目前是 46+2.27=48.27 亿，1 元变 2.52 元。按七年折算，年化收益率约 14%，很不错了。

从未来角度看，公司成立并购基金一事，或许埋藏有隐患。

2019 年 1 月福寿园成立一家殡葬并购基金，承诺出资 8.02 亿（分批到位）。

其中永赢是一家资产规模 226 亿的基金管理公司，他们承诺出资 4 亿，每年确保得到实际出资的 8.5%收益。收益不足 8.5%的部分，由福寿园补齐。

福寿园承诺出资 3.992 亿，上海临信资产管理公司出资 100 万并担任管理人。每年的收益扣掉永赢应得的 8.5%后，福寿园得 80%，临信得 20%。

很明显，临信是包赚不赔的大赢家。投资者势必要问，为什么要出让这么大的利益让临信去管理，是福寿园缺钱还是没有殡葬行业并购能力呢？

公司公告里对临信是这样介绍的：

臨信為一家於中國成立的有限公司，主要從事專項資產管理和股權投資，核心團隊來自於大型保險資管和投資機構，具有很強的項目併購整合能力和深厚的資管產業運作經驗。

經董事作出一切合理查詢後所知、所悉及所信，永贏及臨信及彼等的最終實益擁有人均為與本公司或其任何附屬公司或彼等各自之任何董事、行政總裁或主要股東或彼等各自之任何聯繫人概無關連的獨立第三方。

可是工商资料显示，白晓江担任董事长的中福持有临信 29%的股份，临信的董事长是 NGO1 的发起人之一吕小平（中福的雇员），所以这个“概無關連的獨立第三方”描述，显然有问题。

在众多投资者的质疑下，2019 年 3 月 11 日公司再发补充公告，解释为什么要通过设立并购基金展开并购，以及为什么说“臨信及彼等的最終實益擁有人均為與本公司或其任何附屬公司或彼等各自之任何董事、行政總裁或主要股東或彼等各自之任何聯繫人概無關連的獨立第三方。”

大体表达的意思就是：

①目前殡葬行业的并购目标，大部分都是由国有企业拥有和经营的。这些国企与私企（比如福寿园，或许还涉及到外资问题）合伙或合作时一般倾向于谨慎。

为了不放弃这些机会，由拥有强大实力、具备大量与国企合作经验的临信管理的并购基金出面，可以大大地增强收购成功率。

②某些收购活动，可能有些不太符合上市公司监管标准的行动。由基金处理并将其完全合规化后，再由上市公司接手，比较容易满足监管要求；

③同等条件下，福寿园拥有优先收购基金并购项目的权利；

④中福的确拥有临信的股权，但不参与经营。白晓江的确是中福的董事长，但中福由两家 NGO 拥有，白晓江不享有权益。

故公司认为临信的“最終實益擁有人”与本公司高管及主要股东概无关联。

这个解释，第四点非常勉强（甚至可以说缺乏说服力，但搞不懂董秘为什么会犯这种低级错误），其他几点在中国殡葬业当前环境下倒也说得通——但注意，这里的②或许就隐藏着上一条说的官商勾结风险。

至今为止，这个并购基金尚没有实质行动。

所以，在上市公司以外建立收购主体，会不会是为了便于行贿？会不会向某些人输送利益？上市公司会不会扮演项目的高价接盘侠？等问题，目前没有答案，只能观察。

这就是我想说的从未来角度看的利益输送风险。

这个风险有多大可能发生，会形成多大程度的影响，目前都还不得而知。它们是投资者需要考虑并承受的真实风险。

三种真风险一一聊完，就我个人的认识而言：

①异地扩张风险是始终存在的，只能寄希望于管理层的专业和尽可能详尽的尽职调查，并承担可能出问题的后果；

②官商勾结风险，截止目前只是一种无证据的推测，是提醒自己存在有这种可能，有必要在持股过程中作为一个观察点；

③利益输送风险中，历史回顾说明管理层有利益输送的能力和可能。并购基金尚未发生任何事实，只能作为观察点。唯一确定的是股权激励方案对小股东略有不公。

总体来说，经过对福寿园潜在九种风险的分析，均不足以排除这家企业。对于潜在的真风险，或许可以通过给合理估值更大的折扣来应对。

所以，我的个人结论是：福寿园是一家值得关注、价格合适可以持有的企业。

最后，让我们完整回顾一下本系列文章：

本系列①分析了福寿园的企业特性；②分析了福寿园面临的需求变化趋势；③分析了福寿园面临的供应竞争情况；④和⑤逐项分析了企业面临的各种风险。

这个过程，最终目的就是为了回答本系列第一篇开头提出来的“看懂一家企业必须回答的四个问题”，通常这个思考过程被称为“定性”。

我个人不太习惯去区分所谓定性和定量，在我看来二者是相辅相成的企业理解过程，缺一不可。

既没有脱离企业经营数据分析的拍脑袋“定性”，也没有不考虑行业环境、企业竞争力，单纯统计财务数字的所谓定量。

在理解了企业特性、需求变化趋势，供应竞争趋势以及深入思考了企业面临的风险之后，给予企业做出估值其实是一件并不是很重要、也没什么难度的事情。

鉴于福寿园市值较小、交投清淡，我接受书房部分朋友的建议，暂时不披露我自己的估值及买卖点。

若我后期有超过 0.5%比例的买入，我会在周记的估值表里披露。否则这个系列就暂时这么收尾了。

对于有进一步研究意愿的朋友，老唐建议可以去做一些“枯燥”的统计工作。

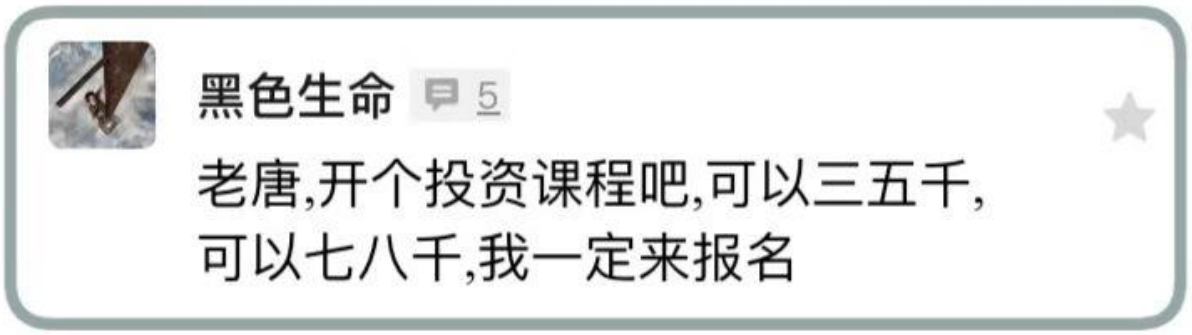
统计福寿园财报披露的每一块墓地的数据，包括：所处城市、墓地面积、单位成本、已售面积、可开发面积、收购前营收和净利、收购作价、作价对应的估值水平、收购后三年营收和净利变化、收购价格相对收购后第三年的净利润显示的估值水平等。

挽起袖子去一本本财报翻开，一项项数据统计，这家企业就会逐步成为你能力圈范围内的企业。

然后，估算三年后净利润乃至做出合理估值和买卖点，根本就不是什么难事。

希望本系列文章让你有收获，而不仅仅是又听过了一个代码、打发了一阵无聊时光。

我相信这样的深度分享，对于希望提升企业分析能力的朋友来说，是有价值的。就比如这位朋友的留言



但是，经验告诉我，对于大多数朋友而言，反正老唐是免费分享，不要说三五千，三五毛也没收。

所以嘛，高歌一曲《一笑而过》，故事也就结束了

你交给了我，我一笑而过，

你写的开心，我看的快乐。

时光流过，思考是讨厌的，

我爱的只是代码上涨的火。

你推送给我，我一笑而过，

你写的开心，我看的快乐。

————————预备唱

这其实就是股市为什么永远只有少数人赚钱的根本原因。

你是那赚钱的少数人，还是那一笑而过者？

你命由你不由天……

（完）

再次提醒：

本系列文均为老唐个人的粗浅认识，不保证正确。

重要的是思考过程，结论仅供参考。请勿理解为荐股。

截止此时，老唐及家人账户均**未持有**福寿园股票。

<向书房发送“福寿园”，可提取本系列合集>

唐朝(朋友)置顶

抱歉，本文股权激励部分，管理层未行权 1.086 亿股是个错误的数据。老唐老眼昏花，看错表头年份了。这个 1.086 亿股的数据是 2018 年末的。

正确的未行权股票还有 2911.6 万股，加权平均行权价是 4.85 港币。需要将原文的 1.086 亿股修改为 2911.6 万股。后面的 10.95 亿港币，跟随修正为 8.2 亿港币，折合约 7.05 亿人民币。

感谢书房读者@英子 和@满眼星辰发现并指出错误。因为无法修改，置顶在此，请大家阅读的时候注意。老唐为自己的不够认真，表示惭愧和歉意

Вита维嘉、大千布艺、赵庆伟

真精彩，比看一场世界杯都过瘾。

唐书房

大量阅读后，有些企业会直接被排除掉，这其实也是投资分析。避雷本身也是在赚钱，而不是白忙。而且，排除往往还会带来一种更强烈的快感

第869篇.　　2020.11.26 - 简单粗暴说股本

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-11-26

昨天，书房读者@观霖向我咨询了一串有关股本的问题。

聊完后，我估摸着为这问题困惑的朋友不少，这次问答正好可以分享给大家。

下面是观霖整理的问答记录（谢谢观霖图片），然后我又增加了几处观霖没问到、但和股本紧密相关的知识一并分享给朋友们。

****

观霖前言：股本及股本的变化，是我们了解一家上市公司必不可少的内容之一。

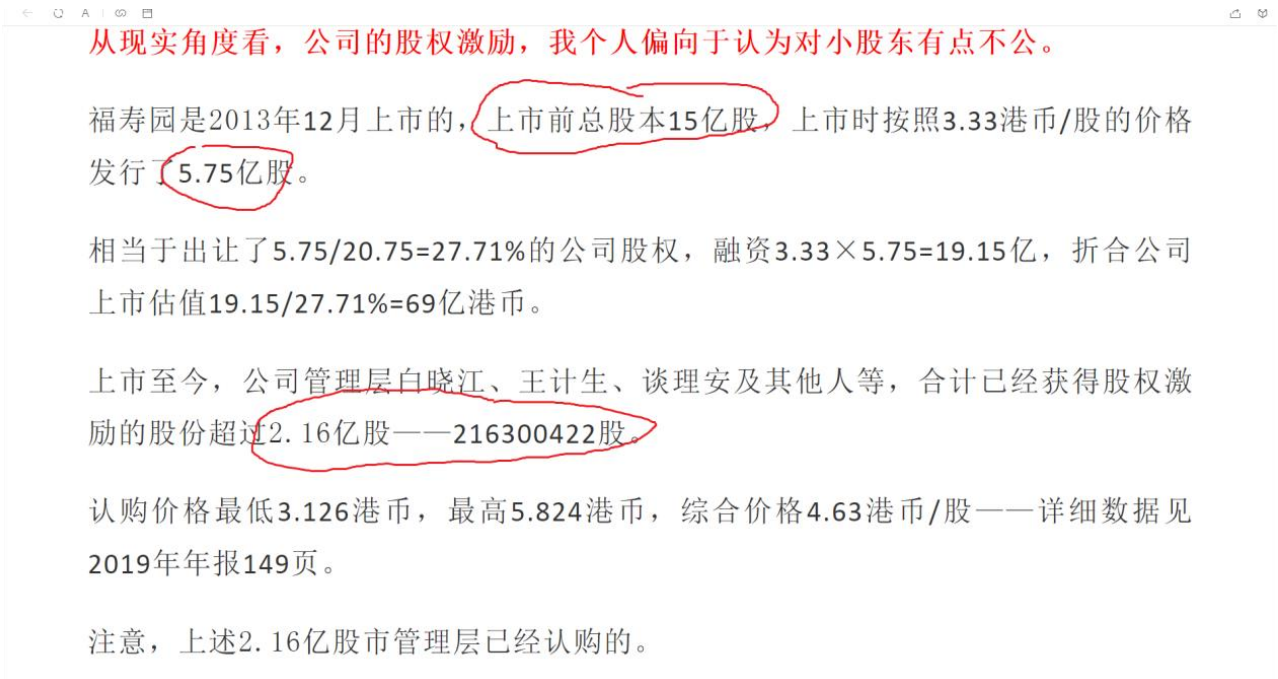
第一次上手时，不知大家是否和我一样，毫无头绪、一通乱找。

本文记录了我在痛苦无助的查找后，请教唐朝老师的过程。

在此与大家分享，希望能给大家提供参考。

再次感谢唐朝老师四两拨千斤式的点拨，哈哈。

观霖：唐朝老师，实在对不起，我被虐了...


从现实角度看，公司的股权激励，我个人偏向于认为对小股东有点不公。

福寿园是2013年12月上市的，上市前总股本15亿股，上市时按照3.33港币/股的价格发行了5.75亿股。

相当于出让了5.75/20.75=27.71%的公司股权，融资3.33×5.75=19.15亿，折合公司上市估值19.15/27.71%=69亿港币。

上市至今，公司管理层白晓江、王计生、谈理安及其他人等，合计已经获得股权激励的股份超过2.16亿股——216300422股。

认购价格最低3.126港币，最高5.824港币，综合价格4.63港币/股——详细数据见2019年年报149页。

注意，上述2.16亿股市管理层已经认购的。

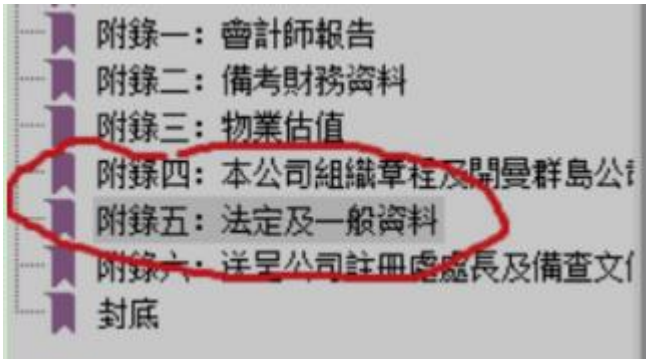
图一

观霖：（图一）这三处画红圈的地方我都找不到数据，手工算算的也不对。

我的股权知识太差了，您能教教我么？这三处数据在哪找，怎么来的？

唐朝：看招股说明书了吗？

观霖：看了，看了附录 5“法定”里面（图二）E.“首次公開發售前購股權計劃” 这一部分，没找到



图二

唐朝：你说你的理解吧，我看你漏了什么。

观霖：好好好。首先，我偷懒输了个“總股本”，发现没现成数据。

于是我从招股说明书的第 545 页（V-28）看到第 552 页（v-35），整个 E 部分看完，没找到总股本；

我想想算了，先找管理层拿到了多少股份激励吧，这时我是把 2019 年的财报拿出来查的。

我从财报的第 142 页附注 34 开始看，然后就从“於二零一四年八月五日授出”开始自己加了起来。

4200+5000+4800+200+5000=19200（单位万股）

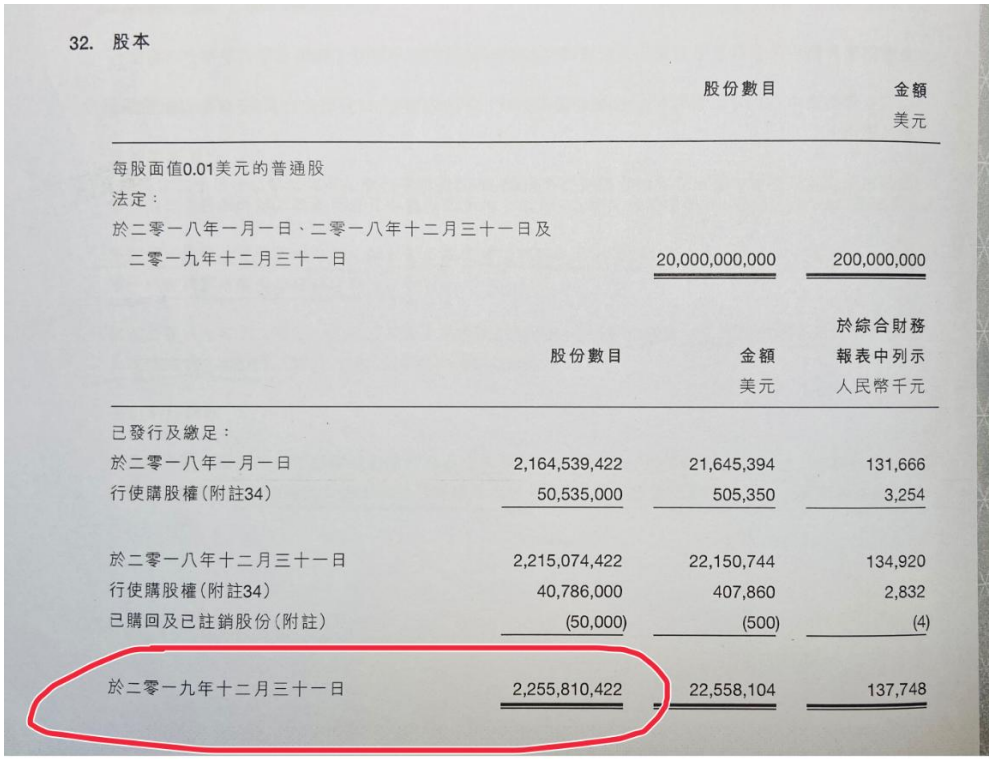
唐朝：每份财报都有“股本”科目。

因为上市后公司除了股权激励之外，没有增发过股份，所以用现在的股本减去刚上市的股本，就是股权激励总数（有 5 万股差异，是公司回购造成的）。

你需要找到最新的股本，以及上市时股本，IPO 发行总量。

唐朝：你这统计方法不对，这是批出来的股权激励计划（且少了最初的 5700 多万），其中有未实施的，作废的和取消的，不能直接加总作为管理层的股票。

观霖：难道总股本是最新财报的这个数据？



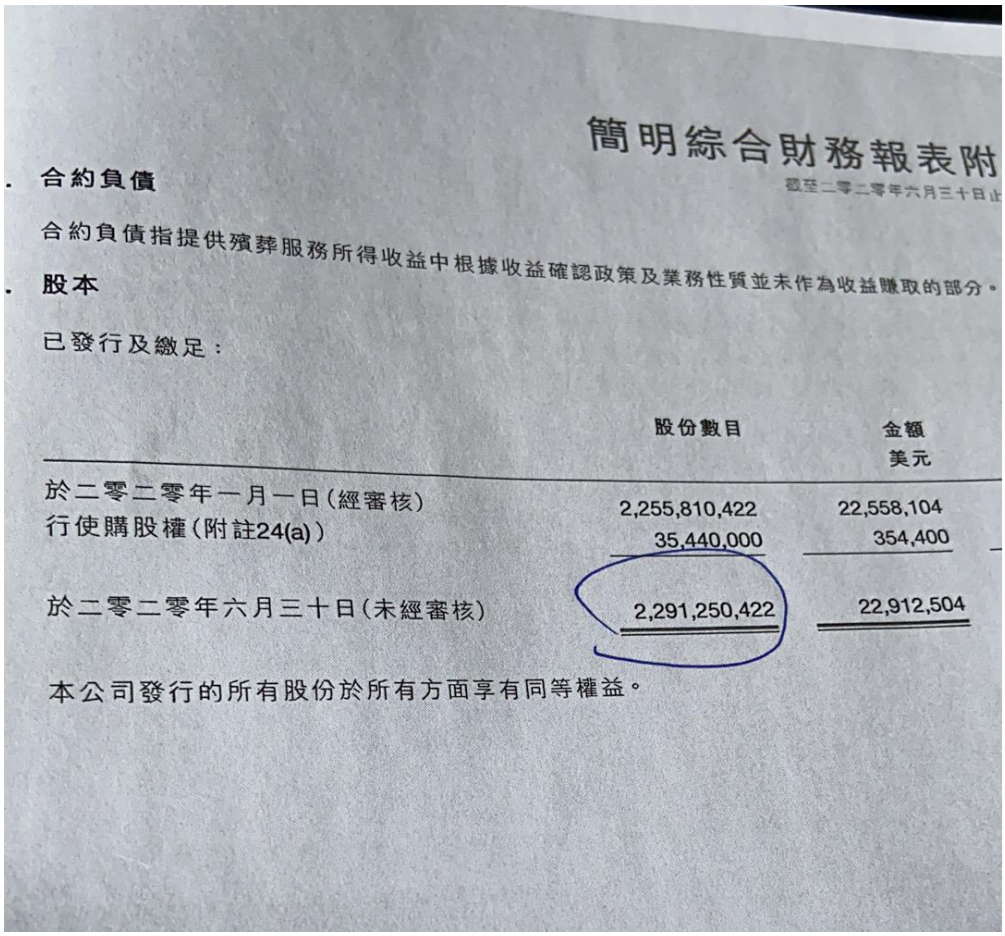
32. 股本

	股份數目	金額 美元
每股面值0.01美元的普通股		
法定：		
於二零一八年一月一日、二零一八年十二月三十一日及二零一九年十二月三十一日	20,000,000,000	200,000,000

	股份數目	金額 美元	於綜合財務報表中列示 人民幣千元
已發行及繳足：			
於二零一八年一月一日	2,164,539,422	21,645,394	131,666
行使購股權(附註34)	50,535,000	505,350	3,254
於二零一八年十二月三十一日	2,215,074,422	22,150,744	134,920
行使購股權(附註34)	40,786,000	407,860	2,832
已購回及已註銷股份(附註)	(50,000)	(500)	(4)
於二零一九年十二月三十一日	2,255,810,422	22,558,104	137,748

图三

唐朝：对，不过最新数据要看 2020 半年报了。



簡明綜合財務報表附

. 合約負債

合約負債指提供殯葬服務所得收益中根據收益確認政策及業務性質並未作為收益賺取的部分。

. 股本

已發行及繳足：

	股份數目	金額 美元
於二零二零年一月一日(經審核)	2,255,810,422	22,558,104
行使購股權(附註24(a))	35,440,000	354,400
於二零二零年六月三十日(未經審核)	2,291,250,422	22,912,504

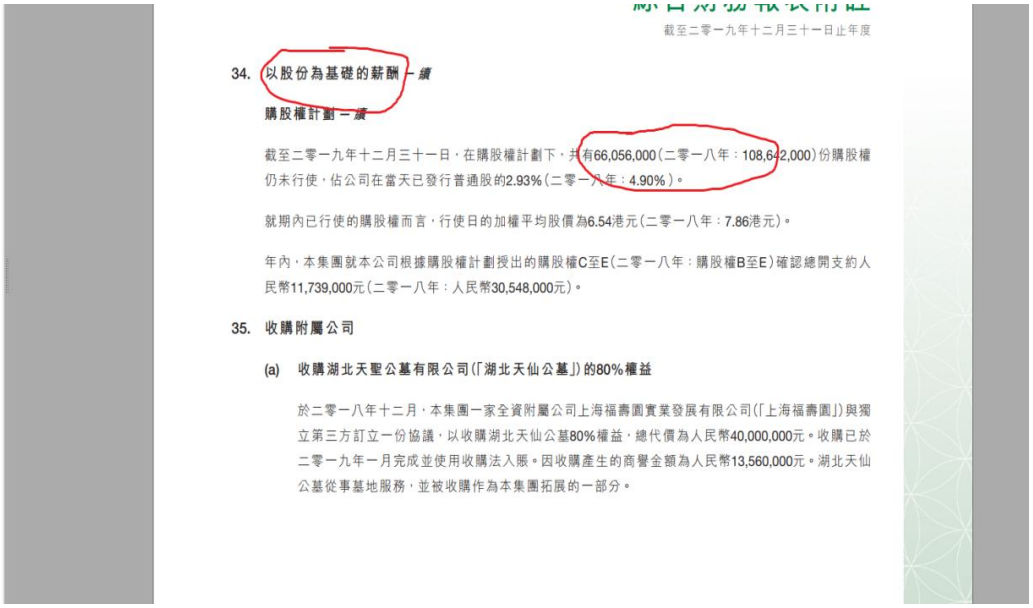
本公司發行的所有股份於所有方面享有同等權益。

图四

唐朝：上市前 15 亿股，上市发行 5 亿股，绿鞋拨回 0.75 亿股，合计 20.75 亿，这就是 ipo 后的总股本。

用 2020 年半年报股本（加上回购注销的 5 万股）减去 20.75，就是股权激励已经实施的数量。

观霖：噢！我明白了，应该看招股说明书的这里的两个数据：



截至二零一九年十二月三十一日止年度

34. 以股份為基礎的薪酬－續

購股權計劃－續

截至二零一九年十二月三十一日，在購股權計劃下，共有66,056,000(二零一八年：108,642,000)份購股權仍未行使，佔公司在當天已發行普通股的2.93%(二零一八年：4.90%)。

就期內已行使的購股權而言，行使日的加權平均股價為6.54港元(二零一八年：7.86港元)。

年內，本集團就本公司根據購股權計劃授出的購股權C至E(二零一八年：購股權B至E)確認總開支約人民幣11,739,000元(二零一八年：人民幣30,548,000元)。

35. 收購附屬公司

(a) 收購湖北天聖公墓有限公司(「湖北天仙公墓」)的80%權益

於二零一八年十二月，本集團一家全資附屬公司上海福壽園實業發展有限公司(「上海福壽園」)與獨立第三方訂立一份協議，以收購湖北天仙公墓80%權益，總代價為人民幣40,000,000元。收購已於二零一九年一月完成並使用收購法入賬。因收購產生的商譽金額為人民幣13,560,000元。湖北天仙公墓從事基地服務，並被收購作為本集團拓展的一部分。

图五

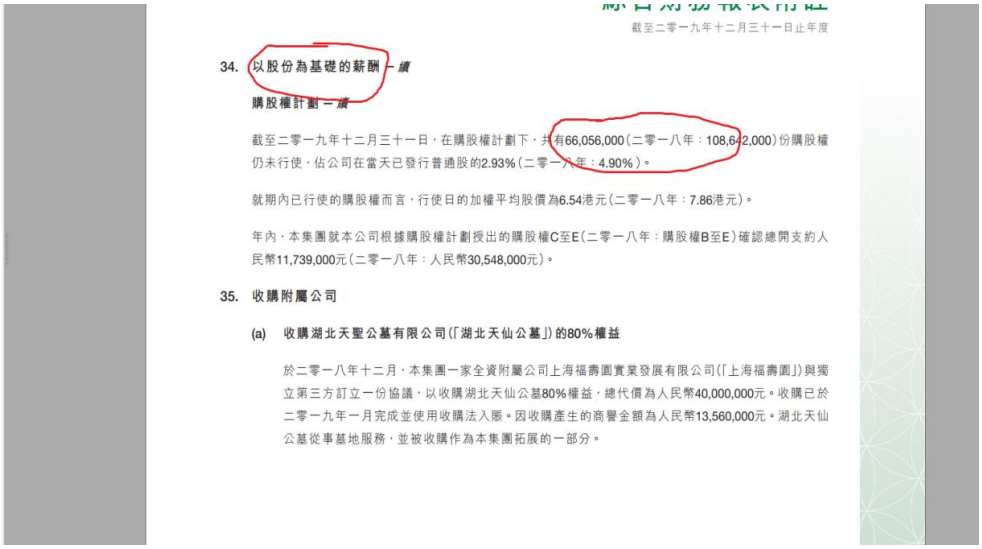
唐朝：对。发行成功后，会有个上市公告，披露发行结果。

观霖：哦哦哦哦哦，上市公告，网上也有的对吧？太丢人了，我从来不看这个。。。

唐朝：对的，有。不看这个，问题也不大。可以直接看上市第一年的年报，里面也会有。

<注：福寿园虽然是 2013 年 12 月 9 日开始招股的，但因为绿鞋机制的存在，发行工作实际到 2014 年 1 月 7 日才结束。所以这里的上市第一年年报指 2014 年年报，而不是以 2013 年 12 月 31 日截止的 2013 年年报。什么叫绿鞋，下文会讲>

观霖：我明白了，然后还没行权的部分，是不是应该看半年报的这个地方？



截至二零一九年十二月三十一日止年度

34. 以股份為基礎的薪酬－續

購股權計劃－續

截至二零一九年十二月三十一日，在購股權計劃下，共有66,056,000(二零一八年：108,642,000)份購股權仍未行使，佔公司在當天已發行普通股的2.93%(二零一八年：4.90%)。

就期內已行使的購股權而言，行使日的加權平均股價為6.54港元(二零一八年：7.86港元)。

年內，本集團就本公司根據購股權計劃授出的購股權C至E(二零一八年：購股權B至E)確認總開支約人民幣11,739,000元(二零一八年：人民幣30,548,000元)。

35. 收購附屬公司

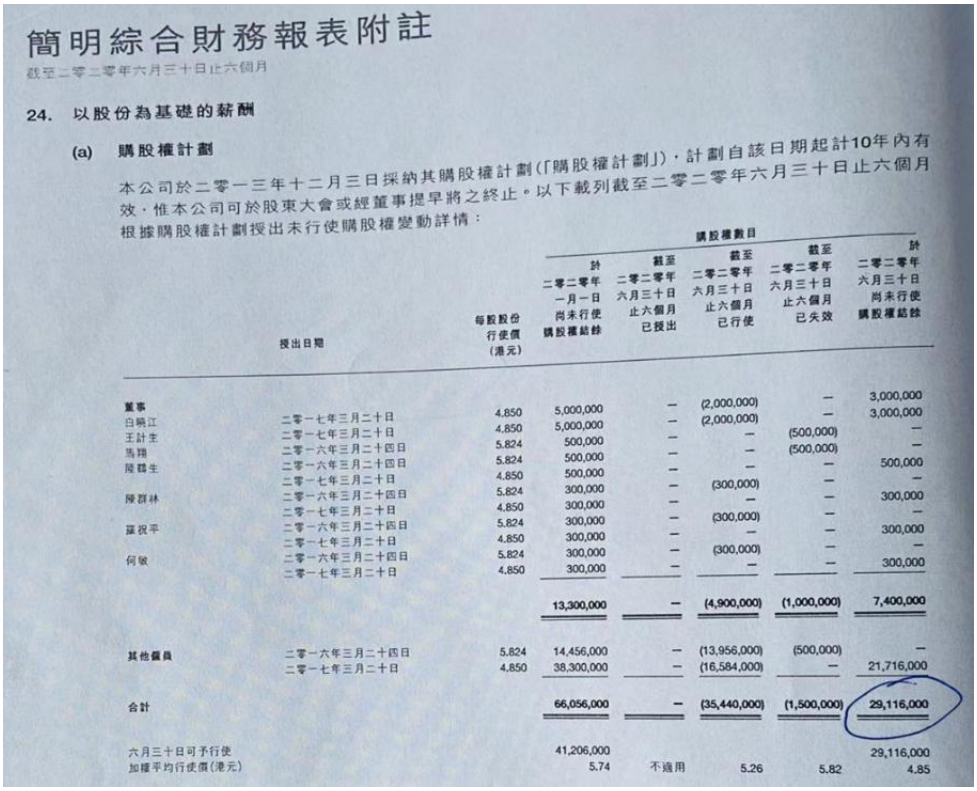
(a) 收購湖北天聖公墓有限公司(「湖北天仙公墓」)的80%權益

於二零一八年十二月，本集團一家全資附屬公司上海福壽園實業發展有限公司(「上海福壽園」)與獨立第三方訂立一份協議，以收購湖北天仙公墓80%權益，總代價為人民幣40,000,000元。收購已於二零一九年一月完成並使用收購法入賬。因收購產生的商譽金額為人民幣13,560,000元。湖北天仙公墓從事基地服務，並被收購作為本集團拓展的一部分。

图六

唐朝：你圈的那个是年初数据，也就是 2019 年年报数据。

最新数据，应该看 2020 年半年报 53 页圈中数据



簡明綜合財務報表附註

截至二零二零年六月三十日止六個月

24. 以股份為基礎的薪酬

(a) 購股權計劃

本公司於二零一三年十二月三日採納其購股權計劃(「購股權計劃」)，計劃自該日期起計10年內有效，惟本公司可於股東大會或經董事提早將之終止。以下載列截至二零二零年六月三十日止六個月根據購股權計劃授出未行使購股權變動詳情：

	授出日期	每股股份行使價(港元)	購股權數目				
			於二零二零年一月一日尚未行使購股權結餘	截至二零二零年六月三十日止六個月已授出	截至二零二零年六月三十日止六個月已行使	截至二零二零年六月三十日止六個月已失效	於二零二零年六月三十日尚未行使購股權結餘
董事							
白曉江	二零一七年三月二十日	4.850	5,000,000	–	(2,000,000)	–	3,000,000
王計生	二零一七年三月二十日	4.850	5,000,000	–	(2,000,000)	–	3,000,000
馬翔	二零一六年三月二十四日	5.824	500,000	–	–	(500,000)	–
陳鑫生	二零一六年三月二十四日	5.824	500,000	–	–	(500,000)	–
	二零一七年三月二十日	4.850	500,000	–	–	–	500,000
陳群林	二零一六年三月二十四日	5.824	300,000	–	(300,000)	–	–
	二零一七年三月二十日	4.850	300,000	–	–	–	300,000
羅祝平	二零一六年三月二十四日	5.824	300,000	–	(300,000)	–	–
	二零一七年三月二十日	4.850	300,000	–	–	–	300,000
何敏	二零一六年三月二十四日	5.824	300,000	–	(300,000)	–	–
	二零一七年三月二十日	4.850	300,000	–	–	–	300,000
			13,300,000	–	(4,900,000)	(1,000,000)	7,400,000
其他僱員	二零一六年三月二十四日	5.824	14,456,000	–	(13,956,000)	(500,000)	–
	二零一七年三月二十日	4.850	38,300,000	–	(16,584,000)	–	21,716,000
合計			66,056,000	–	(35,440,000)	(1,500,000)	29,116,000
六月三十日可予行使			41,206,000				29,116,000
加權平均行使價(港元)			5.74	不適用	5.26	5.82	4.85

图七

观霖：哦。。。我说呢。。。我明白了谢谢，谢谢，会了（此处必须有掌声，预备，齐！）

****

凑巧，昨天还有一位书房读者@嘿嘿哈嘿，提出了另一个和股本相关的问题，可以和本文一并分享。

嘿嘿哈嘿：想请教一个问题：如截图，为什么现金出资很大，但认缴注册资金却很小，这么做是出于什么考虑？

2009年12月8日，经凯利泰有限公司的董事会同意，新增注册资本3.8889万美元，其中上海祥禾股权投资合伙企业现金出资人民币1,020.00万元，认缴注册资本美元2.3333万元；上海爱普投资有限公司现金出资人民币340.00万元，认缴注册资本美元0.7778万元；上海兰顿企业策划有限公司现金出资人民币340.00万元，认缴注册资本美元0.7778万元。

唐朝：认缴资本就是股本面值，其作用在于表示拥有公司多少比例的股份，即认缴资本/总的注册资金=持股比例。

现金出资就是这家公司该股权比例的售价。现金出资-认缴资本=资本公积。

拿你每天申购新股比喻，你如果中了签，你交的钱，比如每股 20 元，就是这个“现金出资”。

其中的 1 元是认缴资本，另外 19 元计入财报的资本公积科目。

在两个提问之后，我再补充四个没有被问到的知识点：

第一，关于股本的面值。

股本等于上市公司的注册资本（或叫注册资金）除以股票面值。

在深交所和上交所上市的公司，截止目前只有两家公司试点过独特面值：紫金矿业股票面值 0.1 元，

洛阳钼业股票面值 0.2 元。其他公司均为 1 元面值。

股票面值本身没有什么特殊含义，仅仅为了方便示意在注册资本里所占的比例。

面值与股票价值没有对应关系。许多国家或地区的资本市场允许公司自设面值。

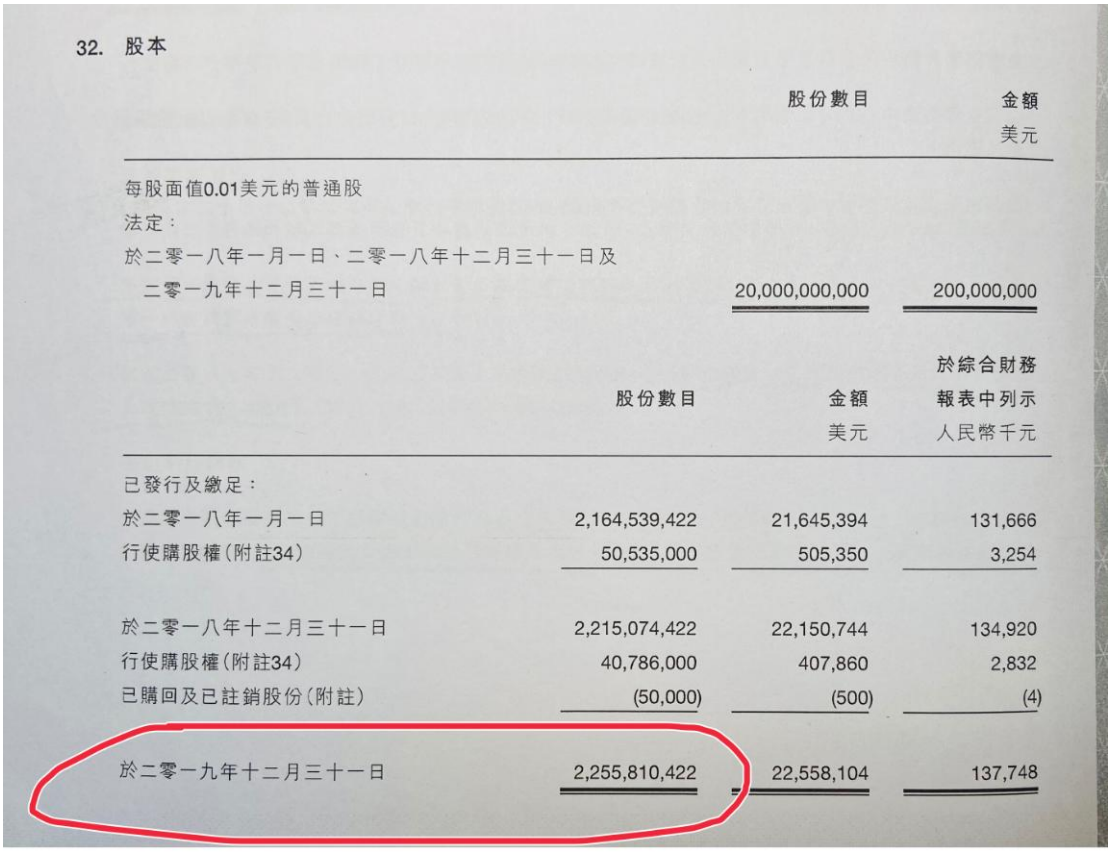
比如在香港交易所上市的腾讯控股，2004 年上市时，每股面值是 0.0001 港元/股。

2014 年 5 月实施拆股，1 股拆为 5 股（类似 A 股的“10 股转增 40 股”），面值调整为 0.00002 港元/股。

第二，股份数目与股本之间的关系。

观霖提问过程里，没有问到福寿园的股份数目和财报列示股本之间的关系。但这个问题可能也有很多人犯晕。

我们以图三为例



32. 股本

	股份數目	金額 美元
每股面值0.01美元的普通股		
法定：		
於二零一八年一月一日、二零一八年十二月三十一日及二零一九年十二月三十一日	20,000,000,000	200,000,000

	股份數目	金額 美元	於綜合財務報表中列示 人民幣千元
已發行及繳足：			
於二零一八年一月一日	2,164,539,422	21,645,394	131,666
行使購股權(附註34)	50,535,000	505,350	3,254
於二零一八年十二月三十一日	2,215,074,422	22,150,744	134,920
行使購股權(附註34)	40,786,000	407,860	2,832
已購回及已註銷股份(附註)	(50,000)	(500)	(4)
於二零一九年十二月三十一日	2,255,810,422	22,558,104	137,748

注意看，这里有三个数字：股份数目，金额（美元），于综合财务报表中列示（人民币千元），分别为 22.558 亿，2255.8 万，13774.8 万。

这些数字之间是什么关系呢？

一层窗户纸，一戳就破。看图片上半部分：每股面值 0.01 美元。

股份数目×0.01=金额（美元）=2255810422×0.01=22558104 美元

金额（美元）×人民币兑美元汇率=于综合财务报表中列示人民币数据=22558104 美元×？=137748000 元。

（反推即知，报表日美元兑人民币平均汇率是 6.1，它是历次股本变动时实际汇率加权均值）

综合财务报表，就是我们 A 股里的说的合并报表。此处具体指福寿园的“综合财务状况表”，即 A 股里的“合并资产负债表”。

这个 137748000 元，就是福寿园资产负债表里的“股本”金额。

股东出资或认购股份时，股价超过 0.01 美元的部分，就计入资本公积。港股财报一般叫“股本溢价”（在福寿园财报上归在“储备”里合并披露）。

比如假设某管理人员在港币兑人民币汇率为 0.85，美元兑人民币汇率为 6.6 时，以 4.14 港币行权 100 股，他需要交给公司 414 港币。

这个行为，首先会造成公司增发 100 股股票，股份数目增加 100 股；

其次综合财务状况表（即合并资产负债表）股本科目增加 0.01 美元×100×6.6=6.6 元；

最后，储备科目增加 4.14×100×0.85-6.6=345.3 元。

记住，A 股除了紫金矿业和洛阳钼业之外，其他公司股票面值均为 1 元。面值 1 元的公司，数据比较简单，股份数目=股本（必须感叹我大 A 系统规则简单先进图片）。

港股的公司，各自股票面值不同，要自己查看。

此处我们至少知道了两家股票面值不同的企业：福寿园股票面值 0.01 美元；腾讯股票面值 0.00002 港币。

第三，法定股本。

图三里还有一个细节：这组数字是什么东东？

图片

这个数字，在港股上市公司里也经常见。这两个数据之间的关系同样遵循“股份数目×面值=金额”的关系。

它们的含义是认缴资本，也就是这家公司可发行股本总数的法律上限。

但这个数字实际没有什么意义。港股公司注册时，这个数字都是随便写的，一般都写的很大很大。

只是为了减少股东大会修改公司章程的法律程序。股份数目只要在这个范围内变动，就不需要履行公司章程修改程序。

比如福寿园此处是 200 亿股，而腾讯公司这个数字 500 亿股。实际股本是需要看下面的“已发行及缴足”。

最后，科普一下什么叫“绿鞋”。

绿鞋，是各国股市 IPO 新股发行时一种常见的机制，它有利于稳定新股上市后的股价，常常也会产生新股套利的机会。

绿鞋这个名字，来源于这种发行机制，最早美国波士顿绿鞋制造公司，1963 年 IPO 上市时使用的，所以俗称“绿鞋”——幸亏首创者不是波士顿绿帽制造公司哇

它的学名叫“超额配售选择权制度”。

简单的说，就是公司上市发新股的时候，承销券商可以按照公司预定发行规模，额外多发一定比例，一般不超过 15%。

额外的这部分股票，券商先向大股东或某战略投资者借过来，交付给新股认购者。收到的钱先装在券商口袋里，不给上市公司。

如果新股上市后，在约定时间内（通常是 30 天）一直在发行价以上交易。到期后，券商就把钱交给上市公司，由上市公司按照原发行价交付股票，券商还给大股东或战略投资者。

此时相当于上市公司实际发行股票数量，比原计划发行数量多。

比如福寿园上市就是按照 3.33 港币/股的价格，计划发行 5 亿股。约定额外还有 15%绿鞋，即 7500 万股。

券商做新股发行时，福寿园发行 5 亿股，券商借来 0.75 亿股，合计 5.75 亿股，卖给广大机构及散户。

券商收到 5.75×3.33=19.1475 亿港币的资金，但只交给福寿园公司 5×3.33=16.65 亿港币资金，留下约 2.5 亿港币在自己手上。

如果福寿园上市交易后，在约定时间内一直高于 3.33 港币价格交易（也就是打新股的人都处于赚钱状态）。

那么，等到期后，券商将剩余资金交给福寿园，福寿园多交付 7500 万股给券商，拿去还给股票出借人，发行结束。福寿园公司实际发行 5.75 亿股。

但如果福寿园上市后迅速破发，市场股价低于 3.33 港币时，券商就可以择机用手头剩下的约 2.5 亿港币，从股市买入福寿园股票。

买够 7500 万股还给出借人，差价是券商的利润。

这个买入行为，本身会稳定乃至推高股价，达到为打新者壮胆保底的作用。

某些套利者，会分析绿鞋数量、价格等因素，去尝试套利。

若券商从股市买够 7500 万股，那么福寿园就不需要再增发新股，结果就是 3.33 港币发行了 5 亿股，结束。

但如果券商在市场只买到了部分，比如买到 5500 万股后，股价就涨到 3.33 港币以上了。

同样处理，券商将 2000 万股×3.33 港币=0.666 亿交给福寿园，福寿园增发 2000 万股，发行总量变成 5.2 亿股。

券商将这 2000 万股，和从市场买到的 5500 万股，一起还给出借人，发行结束。

这就是绿鞋。

知识点有点多了哇，第一次看可能脑壳青痛图片

没事，这种东西，只会痛一次。一旦看懂本文，这辈子就不用再痛了。

其实另外还有个知识点，借壳上市的股本问题。

我在 2018 年 6 月的《梳理分众传媒》中篇里科普过，且也收录在《手把手教你读财报：新准则升级版》里了，这里就不给大家增加单次阅读压力了。

本次福寿园系列，大呼过瘾的朋友多，感受到压力的朋友也多。

但实际上，无需有压力。

最近，爆雷的企业多，巨亏的、退市的、还不起债务的，几乎天天都有。

结果嘛，就是手机老是弹出“X 万股东彻夜难眠”的标题党新闻——不知道你收到没有？

前天，我正好感慨了一下这个问题，截图送给大家。

每次收到这种"x 万股东彻夜难眠"的标题党新闻，我都会觉得，书房的核心价值是"远离杠杆，多看一二"八个字。

记住这八个字，只需要一分钟，但可能一生的投资成绩，就能轻松超过市场上90%的参与者。

其他继续的深入研究，只是享受从 90%向99%奋斗的乐趣😁

让自己坚持"远离杠杆，多看一二"的方法是"别瞅傻子，瞅地"。

从90%向99%前进的秘诀是"日拱一卒，不期而至"✊

记住“远离杠杆，多看一二”，你就已经赢了这市场的 90%人群——不知道什么是多看一二的新朋友，向书房发送“多看一二”提取。

进一步的深入研究，不过是意图从 90%赢家走向 99%赢家的过程。

套用我党喜欢用的句子，是“从胜利走向更大的胜利”，仅此而已。

享受这个过程吧！每天的你，都是新你。苟日新、日日新

观霖(朋友)

不好意思我犯了一个低级错误，在整理对话成 word 时，复制粘贴的时候可能没看清就穿给唐朝老师了，文中的图五有误，应是财报中“股本”—“法定股本”下的股本组成数据

唐书房

图五位置放错图片了，误将图六截图重复放置了。微信聊天过程中正确的图五截图，是福寿园招股说明书 264 页内容。因公众号文章无法替换图片，留言置顶告知，阅读时请注意。不好意思哈，我也粗心了

三寿其人

唐老师懂得真多 有点厉害 是脑子特别灵光些 还是下的工夫比常人多？

唐书房

我觉着恐怕是后者。我读过的财务类书籍至少有四十本，而且都是超级厚，超级无聊的那种，我找不到一个写手把手的老老唐，所以经常是碰的鼻青脸肿，等想通了以后发现超简单，一边大骂自己蠢，一边腹诽写书的专家不说人话

Jason Piggyback

本篇字不多，但被蹂躏了一小时，绿鞋比前面的股本好理解一点。有一个问题请教下老唐：绿鞋机制中，假如股价维持在 3.33 以上，券商全部资金退给企业，那么是否可以理解为这一单绿鞋券商就没得到好处？还是说因为发行的流通股多了券商可以赚到交易费？其实我就想搞明白券商支持绿鞋的动力来自哪，横竖都能得利否。

唐书房

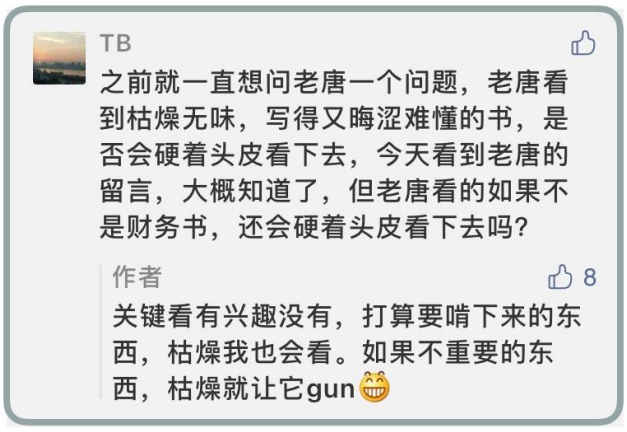
①绿鞋可以增加稳定发行的可能，有利于券商赚承销费。②如果破发，券商还可以赚绿鞋的差价。③如果不破发，多发的 15%股票数量，也有对应的承销费。

第870篇.　　2020.11.27 - 麻将与读书

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-11-27

连续多日的烧脑文，大家读的有点辛苦，今天分享点儿轻松的东西。

昨晚的留言区，有位朋友问：遇到枯燥无味的书籍，该坚持还是放弃？



挺有价值的一个问题。

正巧，前几天顺着书房读者@cold 的洛阳铲，我捞起了自己 2008 年 8 月发表的一篇文章。

文章记录的是老唐和小区邻居一起打麻将的小事，以及由此触发的一点感想。其中有段内容写到：

麻将也好，读书也罢，那是前半截为享受，后半截为结果。

若是张张牌只因快乐，本本书都为喜欢，往往进入口袋空空、脑壳昏昏的假快乐，听任他人嚣张。

懂得何时随意，何时认真实在是秘诀

似乎正好做这个问题的答案，分享给大家。

以下是 2008 年 8 月 31 日发表的原文，一字未改

麻将与读书

(2008-08-31 22:52:55)

成都人好打麻将是众所周知的。

当然，麻将水平高低落差很大。

常打的，落差大，兴趣是核心原因之一，方法自然是另一个核心原因了。

老唐读书还算马虎，麻将却基本属于落花流水类，十赌九输虽是夸张了点儿，却也离事实不远。

看群里几大麻坛高手对战，却发现麻将和读书的几处共通之处，记来搏大家一笑。

首先是要投入。

群里几大高手，基本都是属于 enjoy 麻将的那种。

高手 A 那是痛风拄双拐都要大家扶着出来搓两把的：两耳一闻麻将声，双脚便无钻心痛。高手 B 被誉为麻坛灵魂，基本属于不缺席类型。

他们对麻将的喜好和投入自然是其屡有斩获的首要法宝。

读书也是如此，无论成年人还是孩子，**兴趣永远是最好的老师。**

感兴趣的，不需要你督促，争分夺秒的“挤海绵里的水”来读。

十岁的儿子，已经发展到需要我这个做老爸的与其约定“匪日”的状况了。匪日者，指“一周内必须有一天不读任何书，只能和小朋友们去匪”。

父子俩差不多，读起自己感兴趣的书，常常会一坐数小时不动，不时“拈花微笑”或捧腹爆笑，惹得爷爷常探头来看，以为发生何事。

兴趣的重要性如何高估也不为过。孩子的兴趣只要不是不良嗜好，最好不要多加干涉，一个有浓厚兴趣的孩子就是一个准天才。

打弹弓的也许是未来的世界射击冠军，玩游戏的谁知道是不是下一个盖茨，乱写乱画的也许是未来的贝聿铭，满世界海跑的不知道会不会比博尔特还快……

关键是，他自己非常 enjoy，即便最后谁也不是，他不还是享受了快乐吗？

其次的动力是英雄感。

知道很多人打麻将目标是赢钱。但高手 A 和 B 还有麻帮很多人其实最高目的是“医”到某某人。

将高手 A 和高手 B 丢翻一直是我打麻将的主要动力，可惜总是被丢翻的时候多，”医”到他们的次数不及一掌之数。

高手 A 常常在赢钱后请所有输家吃饭，结局常常是赢数不够买单，大呼赔本之余，其“英雄感”或曰“成就感”跃然脸上。

挂一个牌匾“打遍西区无敌手玉树临疯专医某某人”稍显夸张，却“虽不中亦不远矣”!

读书学习也是一样，获得别人的夸奖和敬佩常常会使我们“中英雄感之计”在某一领域或科目痛下苦功，来回报“识英雄者”。

初一升初二考地理，老唐的地理一塌糊涂。

提前一天做了功课，抄了一大堆夹带，考试时一阵狂抄。

监考的党老师是准备带我们初二的地理老师。一看之下，大加赞扬，以为老唐是地理尖子。

交完卷子还特意留下我多聊了几句，给同堂监考的老师推荐这个考生记忆力好的超群。

被表扬的老唐无处倒苦水，不得不狂读地理课本，并在以后的课堂上全神贯注，以对付党老师的欣赏性提问。

结局可想而知，不但常在课堂上大出风头，更是在初二初三领跑全校地理。

工作后数年，路遇党老师，谈起此事，师生相对大笑。记得物理课也是类似情况。

英雄感实在算是读书学习的核动力了。

工作时，金钱和事业的成败算是衡量知识与能力的标尺。

退下后，其实朋友小圈子里的认可及欣赏，往往使老唐“中英雄感之计”，挑灯夜读。

所以，多给孩子一点儿夸奖吧，他们和我们心思一样。

再次，麻将和读书一样都要懂得在何处用力。

看高手 A 打牌，通常一把牌的前半截非常轻松。

那个时间基本不用考虑别人手头是什么组合，正是适合嚣张的时候。

可以说怪话、搞批判、显幽默、左摇右晃、空中转体、摸出假牙咬人，那是高手 A 最 enjoy 麻将的时刻。

后半截高手开始谨慎，常常握住一张牌若有所思，进入考古状。

我常笑其在分析“这张牌打出去会有九种可能，一百零八种变化”。

对他人每张牌的出入开始异常关注，甚至“破口大骂”别人吵到他了。

天可怜见，他可是著名的“艾哈艾德.闹闹”！

可以理解，前半截各人手中花哨，模式未定，露面的牌太少，可能的组合犹如恒河沙之数，根本无法推理。

此时用脑思索，纯属糟蹋脑花儿。

而后半截，清一色还是暗七对，方向已定。露面的牌也近半，其排列组合的可能性已经可以由人脑来思索了。

高手只向概率较高的地方组合。时间一长，胜率自然颇高，绝非手气论可以解释的。

读书也是这样。

摸不清楚方向的时候，不妨将可以接触到的领域都可拿来“好读书，不求甚解”，看看兴趣何在。

一旦定下方向，便需开动大脑精密仪器，细细思索，研判目标领域的精髓及变化。

但求在当前条件下，做出一个超豪华，即可收获金钱，亦可享受成就感的乐趣。

读书做学问，若要与众不同弄个超豪华的清大对带根杠上花，那是一定要进入高手 A 推算“九种可能一百零八种变化”的状态，痴迷一阵才能有收获的。

此时方知，**麻将也好，读书也罢，那是前半截为享受，后半截为结果。**

若是张张牌只因快乐，本本书都为喜欢，往往进入口袋空空、脑壳昏昏的假快乐，听任他人嚣张。

懂得何时随意，何时认真实在是秘诀。

最后，本来还要谈一下高手的嚣张。

可惜在这一点儿上高手 A 和高手 B 没有共性。

正如读书人有内敛的，也有张扬的一样。

没有共性之处，不谈也罢。

财麻麻

那么问题来了，请问唐老师，孩子爱读书的兴趣如何引导呢

唐书房

六个字：身教胜于言传

陈百万

老唐，对于工作是找到自己喜欢的，还是现在强迫自己去做一份工作，哪怕是为了一份工资。高中出来社会一年了，有点不太适应，想换其他工作，有不知道如何是好，可对于目前的工作又没有一丝兴趣。

唐书房

努力让自己有得选呗。没得选的时候，没资格考虑这些问题。你说对不？

第871篇.　　2020.11.29 - 巴菲特和他的朋友们----by@鹭由器

唐书房　2020-11-29

期待老唐的新书久矣，第一时间抢了精装版，不舍得拆开。

本来计划着利用碎片时间将老唐免费定期推送的电子版看完，可是读到一半觉得不尽兴，索性拿起纸质书花了一个周末看完。

可是，看完后依然觉得不解渴，从头到尾快速了又翻了一遍，真心佩服老唐能将这些大师们细枝末节的点滴信手拈来，更佩服老唐这种“中翻中”的实力。

居然将西方百年投资史写成了章回体小说的样子，以投资为主线将各路大师串了起来，最终通俗易懂的引出投资的真谛：别瞅傻子，瞅地！

我尝试着以巴菲特为主线，写一篇《巴芒演义》的读书笔记。

一代宗师

姓名：本杰明.格雷厄姆　　籍贯：英国伦敦

毕业院校：哥伦比亚大学　　学位：本科

特长：数学、记忆力好

爱好：文学、音乐、歌剧、经济学、美女

- 1894年，出生于英国伦敦
- 1895年，搬家至纽约，家境优渥
- 1902年，父亲去世，家道中落
- 1911年，哥伦比亚大学
- 1914年，优异成绩毕业
- 1917年，代客理财巨亏引发对市场和价格深入思考
- 1919年，出版《投资者必读》，建议合适的价格买入具有远大前景的公司
- 1923年，建立格雷厄姆公司
- 1926年，杰里.纽曼加入，公司更名为格雷厄姆.纽曼公司
- 1929-1932年，带杠杆股市大崩溃实现70%的亏损
- 1934年，《证券分析》出版，奠定大宗师地位
- 1936-1945年，年化17.6%，道琼斯年化10%（含股息）
- 1948年，71.25万美元买下盖可保险50%股份，成为收益和争议最大的一笔投资
- 1949年，完成《聪明的投资者》一书
- 1954年，雇用学生巴菲特
- 1957年，格雷厄姆公司解散，此前巴菲特拒绝成为合伙人
- 1976年，否定《证券分析》，建议投资者只用简单的指标筛选出分散的组合
- 1976年，逝世，享年82岁

鸳由器

如果要选出对巴菲特投资生涯最重要的四个人，我觉得应该是三男一女：格雷厄姆、戴维森、芒格和凯瑟琳。

通过早期拜读格雷厄姆的书，课堂上与格雷厄姆互动，以及后续入职格雷厄姆.纽曼公司，一方面，巴菲特即可以吸收他的理论基础知识，另一方面又可以与他共事进行观摩实操。

站在巨人的肩膀上，借助强大的投资理论基础和成功的实践，无需试错和优化，即可超越市场上越绝大多数人（如施洛特）走上人生巅峰，但巴菲特毕竟自带学霸属性，还能在老师的基础上实现再一次的飞跃。

纵观格雷厄姆的一生，在不同的市场情况下，其投资思想从“合适的价格买入具有远大前景的企业股票”----20 世纪二十年代，到“低于净运营资产三分之二买入”---1929 年大萧条后，再到“类指数的优选股票分散投资”---20 世纪七十年代，

巧合的是三种投资思想对应于三种投资体系，巴菲特不断优化走上了第一条路，施洛斯一直坚持在第二条路上，创造“神奇公式”的乔尔走上了第三条路。

匠心传人

姓名：沃尔特.斯洛特　　籍贯：美国纽约

毕业院校：XX高中　　学位：无

特长：不详

爱好：不详,但生活中大部分时间应该是在读财报

- 1916年，出生于美国，
- 1934年，高中毕业成为华尔街跑腿员
- 1936年，参加纽交所研究院夜校课程，成为格雷厄姆学生
- 1942年，应征入伍，至少尉军衔
- 1946年，入职格雷厄姆-纽曼公司
- 1950年，参加五金批发公司股东大会与巴菲特相识
- 1955年，离职创立沃尔特.斯洛特基金
- 1973年，儿子加入，父子两为公司仅有的两名员工
- 1985年，公开抱怨巴菲特散布价值投资理论，导致投资标的减少
- 1997年，找不到合适标的，宣布基金清盘。
- 2002年，基金运行47年后清盘，年化20.1%,40个年度收益为正，同期标普500指数年化9.8%。
- 2012年，去世，享年96岁。

鸢由器

施洛斯可以说是价值投资中的一个另类。

草根出生，没上过大学，最初的工作只是在华尔街跑腿，也就是类似于现在的快递小哥。

最最幸运的是，读夜校成为了大师格雷厄姆的学生（看，读书多重要啊）。加入老师的公司，还被公司合伙人认为没有天赋。

但也就是这样一位普通的不能再普通的人，凭借着老师亲授的一句口诀---低于有形净资产/净运营资产三分之二则买入，47 载如一日的践行，最终活生生的将自己修炼成了大神。

47 年年化 20.1%是个什么概念，初期投入 1 元，47 年后收获 5476.73 元，这就是复利的威力。

施洛斯无疑是值得我们学习的一个另类。

成立公司后的 18 年，公司仅他一人，像极了现在的某些皮包公司，从老板到业务员到文员一个人全干了。

但施洛斯做的事儿也特单一，无非是找公司要财报，阅读财报，根据老师的口诀计算公司是否有买入价值，

基本不参加股东大会，不参与公司调研，不跟各路大神大 V 讨论分析，极少接受采访，潜心埋头捡烟蒂，然后吸上两口。

单一的指标，极简的手法，创造了梦幻般的投资收益，简直是投资界的匠人。

或许有人会说，他身处的时代决定了他这种有局限性的投资策略得以最大化的发挥。

可是，有丰富的知识储备才能看得见机会，有深刻的价值信仰才能始终如一的坚持。

在我看来，施洛斯最牛的地方不是在于选择做了什么，而是选择不做什么。

不擅长做控制类投资，则专心致志的埋头捡烟蒂；不擅长跟人打交道，则死磕财报做计算。

施洛斯的成功，简直就是个人投资者的楷模，一个人，一张书桌，一间狭小的办公室，完成了 47 年的辉煌投资战绩；

而我们所处的时代，打开个 WIFI 随时随地可以获取大量的信息和数据，但又有多少人能埋头持续做正确的事呢？

偶像导师

巴菲特是幸运的。

任正非有一次说过：最大的运气，不是得了大奖，不是拣到了钱。最大的运气是你碰到一个人，能提高你的思维，把你提升到一个更高的平台。

戴维森就是这么一个人，4 小时的倾囊相授为巴菲特打开了保险业的大门，保险业的浮存金为巴菲特帝国的扩张，提供了源源不断低成本或负成本的资金，这源源不断的资金通过对优秀企业的投资有产生了

源源不断的收益……

巴菲特的财富帝国如从高山上滚下的雪球，越滚越大。可以说，戴维森就是那个为雪球找了个完美山坡的人。

很难想象，如果没有戴维森，巴菲特是否可以成为今天的巴菲特。

巴菲特的幸运又隐藏了必然性。

假设你是一个 22 岁的即将大学毕业的小伙子，发现老师的投资跟他在书本上的有差异，你会想着去所投资的公司去调研吗？

你会去做足功课，详细去了解这家公司吗？

你会在一个周六的寒冷早晨，做第一班火车到公司去做深入了解吗？

巴菲特做了，正是因为有足够的准备和思考，戴维森才会跟年轻的巴菲特聊上 4 个小时，而不是短短的五分钟。

一个小小的好奇心驱使，推动着巴菲特快速的搭建了自己的财富帝国，这一切仿佛就是必然。

戴维森不仅是巴菲特背后那个伟大的男人，对于广大投资者来说，他的投资经历为我们提供了异常宝贵的一个原则：远离杠杆。

东方魔术师

姓名：蔡志勇　　祖籍：中国上海

毕业院校：波士顿大学　　学位：经济学硕士

特长：图表分析、并购

爱好：不详

- 1929年，出生于上海，家庭条件优渥
- 1940年，跟随妈妈，学会炒外汇
- 1947年，移民美国，两年后获得波士顿大学经济学硕士
- 1952年，任富达基金证券研究员
- 1958年，发行自己的基金，富达资本基金
- 1959-1962年，投资收益率都超过了50%，同期道指分别为20%，-6.2%，22.4%
- 1963-1965年，只要其染指的股票，立刻就能获得追捧，其所就职的基金公司为成为全美最大
- 1965年，成立完全由自己掌控的曼哈顿基金
- 1968年，曼哈顿基金出现亏损，全美共同基金排名倒数第六，并被巴菲特挖苦亏钱
- 1974年，基金客户累计亏损超过70%
- 1982年，加盟美国铝罐公司，并获得巨大成功
- 1986年，出任美国铝罐CEO，成为第一个担任道指成分股/财务500强企业、CEO的亚洲人
- 1987年，全球金融震荡，资金链脆弱不堪，黯然出局
- 1997年，宣布退休，享受生活
- 2008年，离世，享年79岁

鸢由器

如果我们将时钟回拨到 20 世纪 60 年代，要说谁是当时华尔街投资界的扛把子，蔡志勇说自己是第二，恐怕没有人敢说自己是第一。

前有巴菲特在致股东的信中点名道姓的挖苦，后有投资界传奇人物彼特.林奇奔赴蔡志勇工作过的富达基金，并说：我特别激动，我能在蔡志勇的办公室工作。

纵观蔡志勇的一生，对于他个人而言，不管是当基金经理还是公司负责人，可谓是是名（可能未必是好的名声）利双收，

但对于将钱交给他管理的基金投资人来说，从崇拜到幻灭叠加资金损失，无疑是异常难熬的。

蔡至勇所推崇的趋势投资和图标分析，现在依然大行其道。

很多人依旧热衷于在红红绿绿的曲线中，找出某种某种似有似有的规律并下注，希望短期内赚取可观的收益同时在下跌时抽身。

可现实是我们的买入和卖出的时间点往往靠的是运气，最最悲剧的时候，一两次的成功普通人把运气当成了实力。

不可否认的是，市场上或者我们的身边不停的有人通过这种方式赚到了钱，但面对这种信息的时候，我们可以结合理性的问自己两个问题:

1. 这个人是否通过这种方式持续性的赚到了钱？

2. 这个人亏的时候亏了多少？

如蔡志勇这边专业和聪明的基金管理人，也难以避免在 1974 年出现超过 70%的巨额亏损而跌落神坛，何况是普通个人投资者呢？

学霸赌神

姓名：爱德华.索普　　籍贯：美国芝加哥

毕业院校：加州大学洛杉矶分校　　学位：数学博士

特长：图表分析、并购

爱好：不详

- 1932年，出生，家境不好
- 1946年，14岁成功自制炸药和强效染料
- 1951年，通过一篇论文进入加州大学
- 1958年，获得数学博士学位
- 1959年，担任麻省理工讲师
- 1960年，杰作《21点制胜策略》在香农的完善和推荐下发表在《美国国家科学院院刊》
- 1961年，获得资助赌场验证理论大获成功
- 1962年，出版风靡全球的畅销书《击败庄家》
- 1967年，出版《战胜市场》，讲解利用认股权证和可转债打败市场的原理和方法
- 1969年，与巴菲特相识，预言巴菲特将成为全美最富有的人
- 1969年-1988年，建立合伙基金公司，费前年化回报率19.1%，保持年年收益为正的记录
- 1981年，利用AT&T分拆微弱价差套利160万美金，创造当年的纽交所有史以来最大成交记录
- 1994-2002年，成立对冲基金山脊线合伙公司，投资者费后年华[illegible]

索普无疑是天才中的天才，只不过其知识和智慧应用在了赌博和投资领域，并得以大放异彩，成为一代投资大师。

如果索普进入学术领域，则其推导出的期权定价公式则可以成功获得诺贝尔经济学奖，布莱克-舒尔茨期权定价模型或许不会存在，可能成为索普期权定价模型。

如果索普进入其他其他领域，凭借其天才的智慧，同样可以获得远远高于常人的成就。

索普在其投资生涯中所展现的量化投资理论和方法，依旧在投资圈有较大的市场。

虽然量化投资对于普通个人投资者来说过于复杂和难以实践，但其所使用的凯利公式同样可以用于指导我们股票投资的仓位管理。

股票投资的资金如何按照不同的比例分配到每只股票上，在接触凯利公式之前，或许大多人凭借的仅仅是个感觉，可能是股票的代码是否顺口，公司的名称是否好听，今天的涨跌幅的大小等等。

f=(bp-q)/b,即下注比例=（赔率*胜率-败率）/赔率，换句话说，可以是仓位配置比例=（几年后估值增长率*确定性-（1-确定性））/几年后估值增长率。

跟赌博不一样的是，赔率是赌场提前确定好了的，胜率和败率需要赌徒实时计算。

而在股票市场，几年后的估值增长率和确定性需要通过财务分析和对企业行业的理解来估算。

学者投资奇才

姓名：克劳德·艾尔伍德·香农　　籍贯：美国密执安

毕业院校：麻省理工学院　　学位：数学博士

特长：数学、工程理论

爱好：杂耍、独轮车、下棋

- 1916年，出生于美国密执安州，爱迪生远房亲戚
- 1936年，获得密执安大学电气工程和数学两个学士学位
- 1940年，获得麻省理工学院（MIT）数学博士学位和电子工程硕士学位
- 1941-1972年，任职于贝尔实验室数学部
- 1948年，发表了题为《通信的数学理论》的学术论文，宣告了信息论的诞生
- 1952-1986年，参与股市投资35年内年化收益率28%
- 1956年他成为麻省理工学院客座教授，两年后成为终生教授
- 1978年，退休
- 2001年2月24日病逝，享年84岁

鸢由器

香农何许人也？

如果说图灵、冯诺依曼代表了计算机科学，牛顿代表了物理学，那么可以说香农代表了电子工程，都是以一己之力开创了一门新的学科。

现在国内外关于 5G 的话题一直高烧不退，不管怎么吹，通信行业从 2G、3G、4G 一直发展到 5G，虽然速率不停的在提升，但一直没有翻过香农老先生这座五指山。

什么意思呢，通信行业这么多年一直在香农发明的香农公式的基础理论体系之下，没有质变，只有量变。

学习 IT 和 CT 的人，对香农应该是无人不知无人不晓，但老先生的投资经历，我想应该是鲜有人知的。

我也是拜读了《巴芒演义》才知悉，他居然有这么闪耀的业绩和有意思的故事。

为了弄明白信息理论是否可以帮助他解析市场的随机变化，居然阅读了能摆满三个图书馆书架的投资书籍并进行模拟实践，最终对技术分析的评价是“一种重要数据干扰重现的工作”，

也就是说，一个科学家通过大量的阅读加上分析，基本上断定了在股市进行技术分析是不可取的。

香农 35 年内年化 28%的收益有三个特点：资金集中度高，行业集中度高，持有时间超长。

他所投资的标的是他非常熟悉的，对公司非常了解，对技术也非常熟悉。

香农在信息技术领域和投资领域都取得了逆天的业绩。

但从他进入股市的初衷以及持股的周期来看，是典型的“功夫在市外”的投资者，专注自己的本职工作，远离市场上每日的涨涨跌跌，对投资的标的有深刻的了解。

假设香农在世，在近几年的 5G 热潮之下，他会考虑投资相应的标的吗？

我觉得任正非在 2018 年的一段话给出了比较好的答案：

“华为已经做出了 5G 成熟的产品，但是这个社会对 5G 是不是真正的有需求了？社会如果没有需求投入进去，就没有意义。科学技术的超前研究不代表社会需求已经产生了”.

成长股投资之父

姓名：菲利普.费雪　　籍贯：美国三藩市

毕业院校：斯坦福大学　　学位：本科

特长：不详

爱好：不详

- 1907年，菲利普.费雪出生
- 1928年，毕业于斯坦福大学商学院
- 1931年，创立费雪投资管理咨询公司开始了投资顾问的生涯
- 1933年，买入食品机械，持有24年收益13倍
- 1955年，买入摩托罗拉持有25年获利30倍，德州仪器10年30倍
- 1958年，将自己的投资思想体系整理出版成书《怎样选择成长股》
- 1960年，出版《股市投资致富之道：投资大师费雪教你怎样炒股》
- 1961-1962年，在斯坦福大学商学院投资课堂授课，讲授投资学
- 1962年，巴菲特拜访费雪，在其后的投资中渗透着他的思想
- 1975年，出版《保守型投资者夜夜安寝》
- 1980年，出版《财务分析研究基础》
- 1999年，在接近92岁高龄退休
- 2004年，离世，享年96岁

鸢由器

由于费雪给仅仅给少数赋予的客户打理资产，没有公开披露过业绩，也就无法核实他个人投资生涯的业绩数据。

据传闻，在其近 70 年的投资生涯中，年化收益率在 20%以上。

如果说以蔡志勇为代表的趋势投资者对股票的态度算私通甚至是一夜情，那么以费雪为代表的成长股投资者则是把购买股票当成结婚或者是共同生活。

费雪的投资周期，短则 8 年长则 30 年，可能比很多人的婚姻还要长，而且其股票池的数量也比较少，一般只有 4 只核心股票。与其将时间浪费在赚取多次小钱上面，不如等待巨大的回报。

费雪一生极为低调，鲜有接受媒体采访，甚至比专注于捡烟蒂的施洛斯还要少，但其出版的几本书却让其声名在外，成为投资者必读的书单。

尤其是《怎样选择成长股》，里面提到的“买进优良普通股的 15 个要点”和”十不原则“，直到现在

依旧是指引着投资者的明灯。

也难怪巴菲特称其为“特别的老师”。

新闻女王

姓名：凯瑟琳.格雷厄姆　　籍贯：美国纽约

毕业院校：芝加哥大学　　学位：本科

特长：不详

爱好：写作

- 1917年，凯瑟琳.迈耶出生，家庭富得"令人发指"
- 1933年，其父收购发行量在首都垫底的《华盛顿邮报》
- 1940年，与哈佛大学法学院高材生菲尔.格雷厄姆结婚
- 1946年，菲尔掌管华盛顿邮报，凯瑟琳变身家庭主妇
- 1963年，菲尔外遇及自杀，凯瑟琳被逼掌管华盛顿邮报，成为首位美国500强唯一女总裁
- 1971年，华盛顿邮报公开上市，采用A+B股架构
- 1971年，披露绝密档案对越政策报告引发和政府的官司至最高院，胜诉
- 1973年，报道水门事件，获得新闻界最高荣誉奖普利策奖
- 1973年，巴菲特开始买入华盛顿邮票股票，持股10%，成为第二大股东，并开始与凯瑟琳长达28年的友谊
- 1993年，凯瑟琳退休，上市22年年化回报率22.3%
- 2001年，摔倒后抢救无效去世，享年84岁

鹭由器

看了凯瑟琳.格雷厄姆的自传，我不禁在想，巴菲特为何对凯瑟琳如此的关怀备至，如武侠小说中的大师哥宠爱同门小师妹一般呢？甚至他的妻子都怀疑他俩之间有私情。

假设凯瑟琳的丈夫没有自杀，假设华盛顿邮报的发行人兼掌门人是一位男性，巴菲特会保持对华盛顿邮报的投资策略吗？还会对公司的掌门人如此细心教导吗？

我觉得，不会。原因有二：

1.彼此需要。

凯瑟琳虽接手华盛顿邮报近十年，但对于商业领域依然是小白，她这个时候急需有人能帮助她填补这

个空白；

巴菲特此时对华盛顿邮报的股票异常看好，于公而言，他需要对投入的资金负责，需要时刻关注公司的发展，

于私而言，凯瑟琳是巴菲特讲坛下面最乖的那个学生和听众，作为美国 500 强的唯一女总裁，巴菲特当然乐意至极。

所以在第二次见面后，凯瑟琳给朋友的信中提到“不幸被他征服”。

如果换成她的丈夫菲利普.格雷厄姆，凭借他的知识、能力以及掌管华盛顿邮报十多年的经验，可能当巴菲特进入董事会故事就结束了。

2.彼此吸引。

巴菲特遇见凯瑟琳，有点像富甲一方的乡绅遇到了丞相的女儿，一个才高八斗幽默风趣，一个端庄大气还有点羞涩胆小。

在那个年代，混迹投资圈多年巴菲特，想必也是第一次在商业合作上遇到异性，而且是这么一位赫赫有名的迈耶家族的优秀女性，如此关怀也算人之常情了。

凯瑟琳与巴菲特彼此成就，巴菲特从此步入上流社交圈，凯瑟琳不负使命带领华盛顿完成飞跃；

他们的故事让我想起了一句话：与优秀的人合作，购入熟悉的证券，持有它们以及保持建设性。

这句话是凯瑟琳的父亲尤金迈耶，在 20 世纪初拟定的“商业拓展计划”中的策略。

如今 100 多年过去了，这句话依旧如金子般耀眼。

指数基金之父

姓名：约翰.博格　　籍贯：美国新泽西

毕业院校：普林斯顿大学　　学位：本科

特长：不详

爱好：不详

- 1929年，约翰博格出生，股市大崩盘，家境急转直下
- 1947年，就读普林斯顿大学，学习经济学和投资
- 1951年，论文被推荐给威灵顿基金公司老板，随后入职该公司
- 1966年，担任威灵顿基金公司CEO
- 1975年，遭遇罢免危机，斗争后成立先锋投资集团
- 1976年，成立第一指数投资基金，以免佣金低费率为主特色，获取市场平均收益为主要目标
- 1984年-1994年，投资收益超过78%的股票基金
- 2019年，博格去世，享年90岁。集团管理资产高达5.9万亿美元

如彼特.林奇、乔尔.格林布拉特这般优秀的基金经理是极为罕见的，而投资者在他们名声大振前，就选择其管理的基金的概率无异于中彩票。

首先，一名基金经理之所以优秀，靠的是成熟的投资策略、准确的分析以及优秀的业绩，等待市场证明其优秀往往是数年之后了；

再者，当期被市场追随，基金公司为获取手续费收益，必然会导致基金规模放大进而影响其投资策略和收益，林奇和乔尔在后期都出现了收益大不如前期的情况。

还有，在基金排名、基金公司业绩考核等压力之下，主动性基金的管理人很难有很长期的规划，势必导致追求短期效益而放大风险。

这也不难解释为什么现在国内的公募基金经理的头把交椅很难坐稳了。

而指数基金呢，一方面降低了投资者佣金的成本，另一方面基金管理人的人为因素，纯粹的跟踪对应的指数。

作为指数基金的创始人，博格对指数基金的定位为获取市场的平均收益，但实际情况是其超越了市场上绝大多数的股票型基金。

在国内市场，我们以沪深 300 指数为例，自 2004 年的 12 月 31 日的 1000 点开始计算，至 2019 年 12 月 31 日的 4096.58 点，年化复合收益率为 9.85%

——**老唐备注：**这个数据口径有误，忽略了沪深 300 每年的分红。实际数据要看沪深 300 全收益指数，

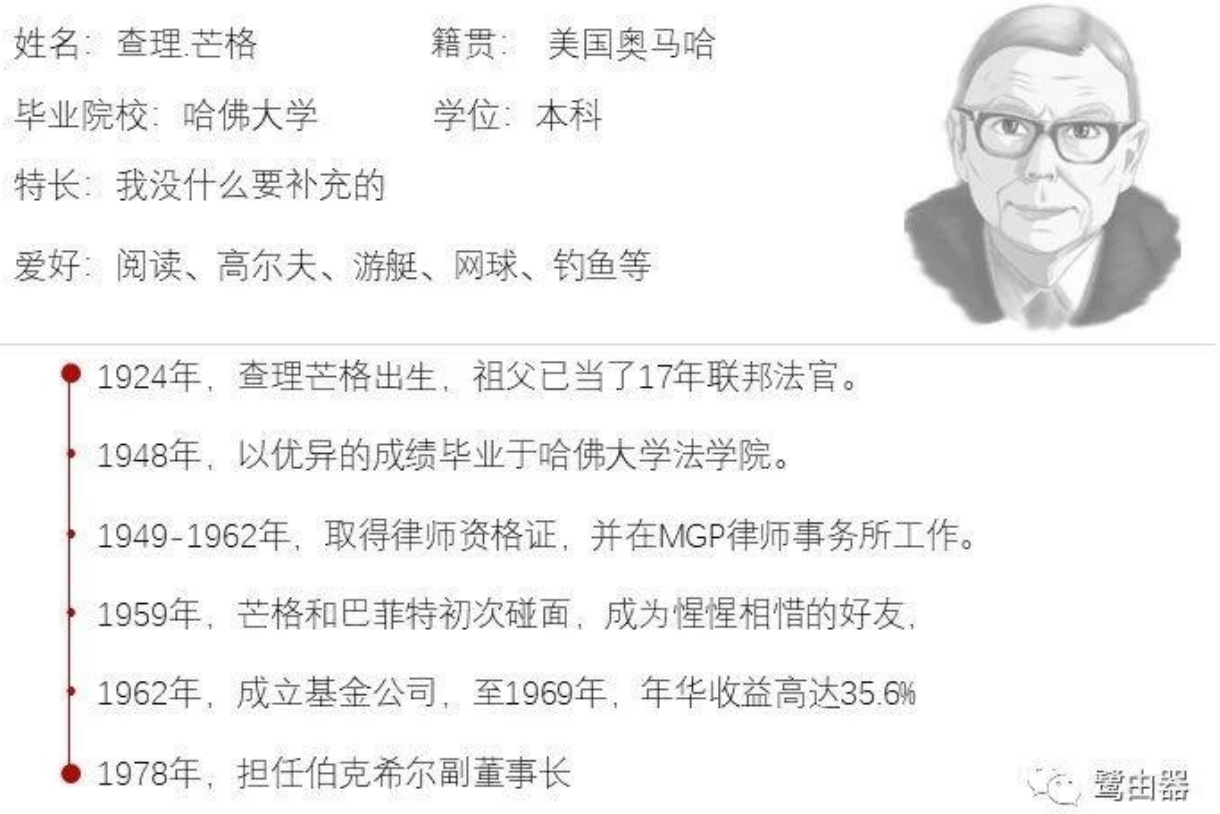
是从 2001 年 12 月 31 日的 1000 点，到 2019 年 12 月 31 日的 5227.73 点，15 年年化复合收益率 11.66%。

或者以今日收盘数据 6479.81 点(2020 年 11 月 27 日收盘)计算，是 15.91 年，年化复合收益率 12.46%。

跟踪该指数的基金年化收益率可能略有偏差，但长期是很大的概率是接近于指数的收益率的。

而我们作为股票市场的参与者，又有多大的能力和信心保证 5 年、10 年或更长的时间能保证年化收益率在 10%以上呢？

黄金搭档



巴菲特说，芒格让他完成了“从猿到人”的进化，如果按照这么理解，芒格简直就是神。芒格神在什么地方：

1、改变认知。

改变一个人的认知很难，改变一个多次受益于已有的思维模式的人难上加难，但是芒格做到了。

更神奇的是，律师出生的芒格，初期的投资理念来源于巴菲特。

仿佛芒格的大脑中有着比世界上绝大多数人都要先进的认知系统，一种理念或方法输入进去，他能够对其进行再次的优化。

这个认知系统芒格称之为“多元思维模型”，当然这源于他不断的学习众多学科的的知识并融会贯通而得来的。

至此，巴菲特常引用宏观经济学泰斗凯恩斯的话：困难不在于想出新主意，而在于摆脱旧观念“，这其实也是巴菲特对查理的褒奖和感激吧。

2、自带资源。

物以类聚，人以群分，优秀如芒格这样的人身边必然也是足够优秀的群体。

一方面在为巴菲特贡献了非常好的投资标的如蓝筹印花、喜诗糖果等，另一方面，其律师专业背景将

巴菲特从法律泥潭中解救出来。

关于芒格，不管从世俗的哪个角度来评价，他都是成功的，睿智博学、富可敌国、家庭幸福、儿孙满堂…….

对于我们而言，我们需要从他身上学习的太多。

学习观：无须理会学科的法定界线，学习就应该回到最初的样子，需要学什么就学什么，世界是众多学科的综合体。

生活观：不爱钱，只追求幸福。

价投传教士

姓名：沃伦.巴菲特　　籍贯：美国奥马哈

毕业院校：哥伦比亚大学　　学位：本科

特长：读书

爱好：读书

- 1950年，入学哥伦比亚大学商学院，成为格雷厄姆学生
- 1951年，格雷厄姆拒绝雇用巴菲特，返回家乡奥马哈
- 1954年，入职格雷厄姆纽曼公司，18月后即被当成潜在合伙人对待
- 1956年，巴菲特拒绝成为公司新合伙人，从0起步，开启合伙基金
- 1961年，管理资产720万美元，提前5年实现"35岁时成为百万富翁"的梦想
- 1965年，冲动投资，入主纺织业巨无霸伯克希尔哈撒韦（2010年，估算损失大于2千亿）
- 1967年，再次犯错，以伯克希尔名义收购国民赔偿保险
- 1968年，喜欢新闻业，以125万美元收购奥马哈太阳报
- 1969年，巴菲特解散基金，以股份公司方式运营。合伙基金阶段年化29.5%
- 1972年，买下喜诗糖果，投资理念飞跃
- 1973年-2013年，投资并持有华盛顿邮报40年，不计算红利增值超过110倍
- 1976年，在盖可保险低价及危机中介入，业务逐步好转
- 1977年，以3250万美元收购布法罗晚报，6年后开始大幅贡献利润
- 1984年，伯克希尔摆脱纺织业务，彻底转变为其投资平台
- 1988-1993年，股灾后开始逐步买入可口可乐，总投入12.99亿美元
- 1995年，全面收购盖可保险，为巴菲特提供大量投资收益和浮存金
- 1998年，整体收购通用再保险，随后两年巨额赔付严重拖累伯克希尔股票
- 1998-2019年，在可口可乐50PE高估时选择持有，年化回报率不足3%
- 2008年-2018年，伯克希尔年化12%，收益低于标普500指数的13.6%
- 2019年，伯克希尔阶段，共计55年，年化18.9%，伯克希尔股票20.3%

鸳由器

格雷厄姆为巴菲特打开了价值投资的大门，在格雷厄姆的言传身教下，巴菲特的羽翼逐渐丰满；

戴维森无意间为巴菲特开启了一间隐秘房间的门，里面藏着永续资本的秘密，为伯克希尔帝国的腾飞

提供源源不断的动力；

凯瑟琳将巴菲特带入了更高一级的殿堂，这里尽是美国的权贵精英，同时改变了巴菲特的饮食习惯和衣着品味；

芒格推动完成了巴菲特大脑的一次升级，让巴菲特逐步成为了站在投资界顶端的男人。

但是，没人能改变巴菲特的金钱观。

投资为巴菲特带来了大量的收益，这些收益几乎毫无保留的再次投资为巴菲特带来了更多的收益，如滚雪球一般越滚越大。

1956 年，26 岁的巴菲特个人财富为 14 万美元，1969 年其个人财务费 2650 万美元，至 2019 年达到 840 亿美金。

如此巨大且稳定的财富积累，才使得巴菲特能站在投资界的顶端向全世界进行价值投资的布道。

巴菲特在财富上的成功，来源于如下三个方面：

1.成熟的投资理念。

对价值的认识和对市场的理解，使得巴菲特在很早的时候就能确信自己不会在股市里面亏钱，复利的作用让他的资产逐年被放大。

2.保险业务带来的永续资本。

源源不断的低成本或负成本资金，让巴菲特可以在合适的时机任意的买买买，当然随着资金到达一定量级，反而可能成为累赘。

3.极简的个人生活。

香车美女、私人飞机、世界美食、名画名表、黄金钻石……巴菲特与这些统统绝缘。

对他而言，金钱用于物质享乐带来的快感，远远没有这些金钱在 n 年后获取的收益来的满足。

作为普通投资者，我愿意端起小板凳，成为巴菲特讲坛下面的一名听众。

虽然我们没法复制他的资本秘密，也不能完全接受他苦行僧一般的生活，但他的价值投资理念和方法，是可以被每一个人学习和复制的。

作者其人

姓名：唐朝（笔名）　　籍贯：　四川

毕业院校：XX高中　　学位：无

特长：码字、唠嗑

爱好：读书、写作、诗词、跑步

- 70年代，出生于四川农村
- 1994年，辞去事业单位公职
- 1995年，进入期货市场，一年后成功破产，此后步入价值投资正道
- 2006年，经过十年奋斗，关闭公司专注读书、码字和投资
- 2015年，出版《手把手教你读财报》
- 2017年，出版《手把手教你读财报2---18节课看透银行业》
- 2019年，出版《价值投资者实战手册》
- 2019年，出版《巴芒演义》，四本书有三本进入当当投资类书籍前十
- 2014-2019年，年化收益率约30%

鸳由器

老唐其人，只见其字，不见其人。

最让人佩服的，不是老唐的经历、财富和收益，而是对巴菲特价值投资理念的深刻认知和无私奉献的精神。

巴菲特及一众投资大神，对于我们普通人来说太过遥远。

其人其事耳熟能详，大神们的名言我们烂熟于心，“别人贪婪时我恐慌，别人恐慌时我贪婪”，“投资其实很简单，，如何对企业进行估值，以及如何面对市场波动”……

大神们往往将其理念浓缩成精辟的一两句话，悟性高的人能仔细推敲指导其投资行为，悟性低的人照猫画虎，最终依然不明所以。

然后，老唐是那种悟性极高的人（虽然他时常自嘲学历低，人笨），层层解构，褪去其神秘的外衣，让高深不可测的投资理念和逻辑以极为浅显易懂的语言呈现在大家面前。

《手把手教你读财报》让大家明白，原来看似繁复的财务知识其实没那么难，只是我们没有遇到好的老师没有买到好的书，

《价值投资者实战手册》让大家看到，真正的价值投资是如何计算价值以及如何进行投资的，

《巴芒演义》让我们跟随老唐的脚步一起品味大师的投资故事。

对于我们而言，老唐就是在网络的那一端给我们授课的那个人，没有画面，只有文字。

老唐作为价值投资的实践者和获益者，不少人通过阅读老唐的文字，走上或者走在了价值投资的路上。

从格雷厄姆到巴菲特（除了斯洛特和戴维森），从他们的履历来看，一水的高学历高智商，仿佛进行价值投资是一件高难度的市场，

但只有普通高中教育背景的老唐，通过数十年自学和日以继夜的努力实践告诉我们，价值投资其实不难（但也不简单）而且可复制。

不简单在什么地方呢?

1.长时间的系统学习。

有人问巴菲特：如何能成为一名伟大的投资者？巴菲特的回答非常简单：“读一切可读之物”。

老唐是这句话的践行者，一年读书近百本，平时一周可以完成两本书的阅读。完成《巴芒演义》这本书，他阅读了 72 篇参考书。

2. 远离市场。

身家全在股市，但每日看盘的时间可以忽略不记。

不是因为刻意视而不见，正是深刻理解了每日的走势曲线其实是疯子和傻子用脚投票绘制出来的，除非他们的出价可以被利用。

3. 思考自省。

投资不是每次都可以 100%成功的事情，面对失败，不是怨天尤人，归咎于坏运气，而是找出自己遗漏了什么，看错了什么，付出去的时间成本和资金需要买回来一个教训。

可复制的投资，不是仅仅复制仓位和交易，而是复制学习、思考和自省。

关于我们

“我们”代表一个群体：上有老下有小，有存款也有房贷，工作稳定但增长有限，不算富足但有节余。

“我们”这一类人，应该能代表大多数人，有价值投资的想法但缺乏实现的路径。

在决定开始自己的价值投资之旅前，我们需要找到如下几个问题的答案。

1.我有多少资金可用于长期投资？

2.每年有多少节余可作为增量资金？

3.每周有多少时间进行系统的学习？

4.我预期的未来年化收益率是多少，是否合理？

5.我该如何去进行我的价值投资？

对于如上五个问题，我自己的答案如下：

1.家庭存款总额-上一年日常开支数的 50%-预估意外支出金额即为可用于 5 年、10 年或更长的长期投资资金。

2.家庭收入一部分满足日常开始所需，一部分按月或按年作为增量资金。

3.工作日有 12 个小时用于工作、通勤及一日三餐，2 小时陪伴家人，7 小时睡眠，能进行系统性学习的时间不到 3 小时，非工作日不超过 5 小时。

4.财富是知识的附属品，这句话当然也适用于投资领域，而知识的多寡一方面取决于智力程度，另一方面取决于努力程度。

我将长期年化收益率分为了四个级别：

大神级别：20%+（超强的学习能力、成熟的知识体系和自省能力）

高手级别：15-20%（具备扎实的财务知识，深度理解行业和市场）

中级级别：10%-15%（能正确面临市场波动和具备基础财务分析能力）

入门级别：5%-10%（高于无风险收益，通过购买指数基金就能达到）

鉴于我的投入，我将自己定位于 10%-15%这个级别。

5.僵化，固化再优化。

初期以模仿为主，通过机械式的模仿，学习优秀投资者的投资逻辑（老唐其实是非常好的模仿对象，本人模仿的不太成功），然后将这些逻辑进行应用于个人的投资决策中，最后，结合自己的认知进行优化。

投资是一件比较私人的事，感谢老唐感谢老唐能如此无私的分享他关于投资的点点滴滴，并热心的解答各种疑问；

投资是一条漫长的路，没有捷径，一路上各种妖魔鬼怪，感谢老唐为我们拨开迷雾点亮灯塔。

第872篇.　　2020.11.29 - 老唐实盘周记2020/11/28

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-11-29

本周交易

无

当前持仓

目前持仓茅台 37%，腾讯 24%，洋河 17%，分众 11%，古井 B5%，海康 6%。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	37%	24000±10%	＜12000	27000	21831	1737.90	49.05%
腾讯控股	24%	66000±10%	＜33000	72500	47377	583.00	55.72%
洋河股份	17%	3150±10%	＜1575	3700	2735	181.51	68.85%
分众传媒	11%	……	＜670	1585	1386	9.44	52.50%
古井贡B	5%	770±10%	＜385	900	386	90.36	30.63%
海康威视	6%	4400±10%	＜2200	5800	4392	47.00	46.69%
沪深300						4980.77	21.58%
上证指数						3408.31	11.74%
2020/11/28			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8481	

另有上海机场 1000 股观察仓不计。

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	37%	24000±10%	<12000	27000	21606	1719.96	47.51%
腾讯控股	24%	66000±10%	<33000	72500	47677	588.00	57.05%
洋河股份	17%	3150±10%	<1575	3700	2681	177.90	65.49%
分众传媒	11%	……	<670	1585	1425	9.71	56.87%
古井贡B	5%	770±10%	<385	900	392	91.95	32.93%
海康威视	6%	4400±10%	<2200	5800	4451	47.63	48.66%
沪深300						4943.29	20.67%
上证指数						3377.73	10.74%
2020/11/21			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8462	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同，而发生小幅变化；

②老唐买点或卖点，代表如果公司总市值触及此数值，老唐计划买入或卖出。与个股历史买入成本无关；

③仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2020 年内收益 52%（四舍五入数据）。

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，52%（均不含新股中签收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 691。以 6.91 年折算（两个 6.91，好巧图片），年化收益率约 32.3%。

重要事项

1. 茅台澄清直销口径问题。

11 月 23 日，茅台披露《关于媒体报道的澄清公告》。大致意思说：

公司 11 月 18 日在茅台会议中心召开了“2020 年直销渠道商座谈会”。

会上发布的四季度 4160 吨放货量，在财报里并不归入“直销”收入。

以去年四季度财报直销收入，与 4160 吨可能带来的收入做对比，得出直销收入的增长，是错误的。

在公司财报里，只有茅台自营店的销售收入才归入“直销”。

这是茅台公司第一次明确阐述财报直销口径。

也就是说平时销售工作上谈论的，不经过经销商中转，由公司直接卖给电商平台、全国性连锁超市的量，

虽然在茅台日常销售工作中叫做直销，但在财报上依然归为“批发”收入，而不是“直销”收入。

公司 2020 年直销收入变化不大，公司全年营收增长 10%左右的目标不变。

所以，《老唐实盘周记 2020/11/21》重要事项第 3 小节，关于茅台直销放量的计算，是无用功，是错误的。

基本属于关公战秦琼、张飞打岳飞，请大家直接忽略

2.洋河管理层持股平台减持

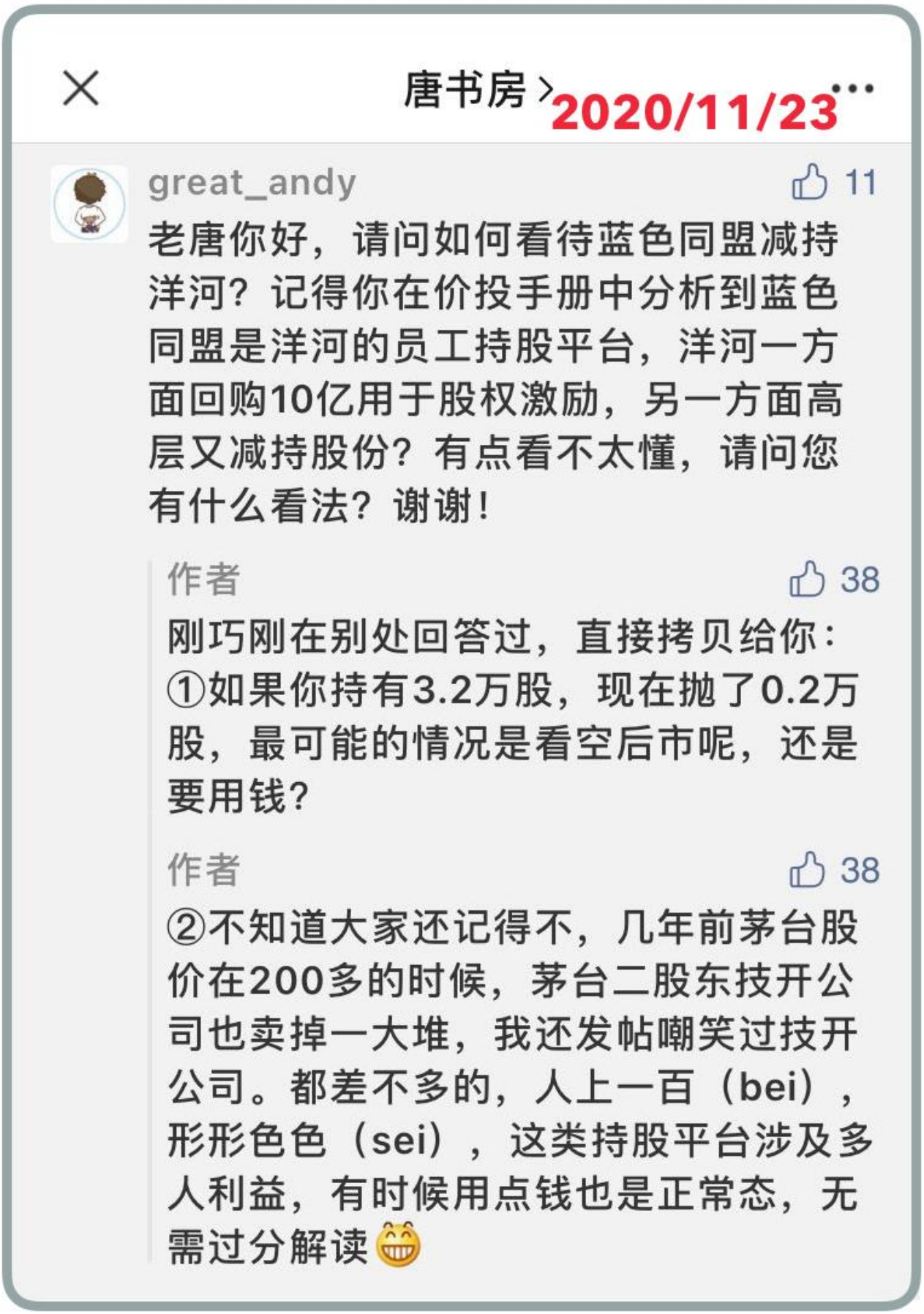
11 月 23 日洋河披露：持有公司 21.44%股权的第二大股东、核心员工持股平台江苏蓝色同盟公司减持 1.5%股份。

减持前持有约 3.23 亿股，在 11 月 18 日~11 月 20 日三天，通过大宗交易方式减持近 0.23 亿股。

减持后剩余股权约 3 亿股，持股比例降低为 19.94%，仍然为公司第二大股东。

当日，恐慌的朋友很多，提问的也不少。

因为当日做过不少回复，干脆直接截一份图过来了



3. 茅台投资者实名举报、并计划起诉董事会未经授权的捐赠。

这件事情，至少有过百人留言询问过老唐的观点图片

作为茅台公司长期股东，我当然既有关注、也有观点。

但我自认观点不适宜公开表达。所以请见谅，不要强迫老唐表态。谢谢图片

4. 本月阅读

本月，由于精校《手把手教你读财报：新准则升级版》，加上阅读福寿园和上海机场相关财报和资料，读书比较少。

上图 5 本里，只读完《信任边际》、《地道风物. 苏州》和《一往无前》三本，另外两本进行中。

其中《信任边际》一书，我在书房推送过读后感了。

感兴趣的朋友可以点击→《信任边际：伯克希尔. 哈撒韦的商业原则》读后感及纠错。

《地道风物. 苏州》是一本消闲的闲书，略过不谈。

《一往无前：雷军亲述小米热血 10 年》，是一本雷军亲自作序，记录小米创业史的官方传记。

这本书的特色就包含在副标题里：热血。可以让读者感动+激动。

读后不仅会对创业之艰辛有更深刻的理解，也会对这群从 1000 万美元起步，十年内将其变为市值 800 亿美元的团队，打心底产生一种敬仰之情。

但是，这本书的缺陷也在于“热血”。

简单的说，该书倾向性太过明显。其立场几乎等于变着花样死命夸小米及其团队。

对于一些不利的细节，尽可能一笔带过。

如果丧失警惕性地阅读此书，看完恨不得马上去买小米所有的产品，甚至恨不得马上成为小米股东

也说不定这就是作者的本意

所以，我给这本书的结论是：值得读，可以了解很多和小米相关，乃至和创业相关的重要事件和当事人思考。

但是要带着警惕性阅读，尤其是在读完本书至少一个月内，建议不要做任何购买小米产品及股票的计划

读完这本书，对我而言最大的收获，是对雷军这个人的思维模式和做事风格，有了比较全面的了解。

若以后有机会研究小米集团这家企业，或许会用到本书带来的一些思考。此处就先略过了。

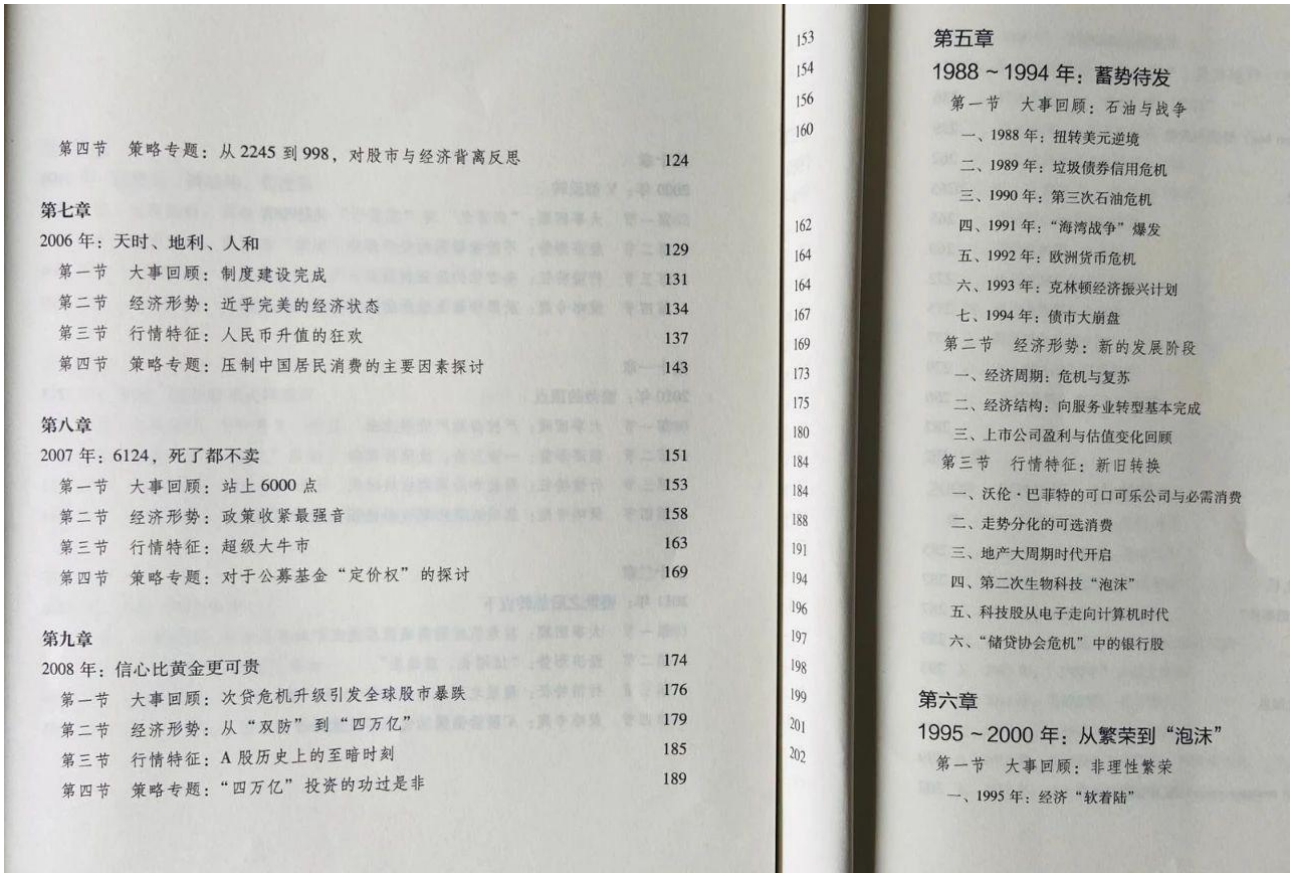
正在读的两本：《美股 70 年》和《追寻价值之路》，作者是同一团队，均为国信证券宏观策略分析师。

我是先买的《美股 70 年》，看了一部分后，发现相当不错。然后立刻下单作者另一本书《追寻价值之路》。

两本书都建立在大量的、详细的历史资料搜集的基础上。

写作手法相同，均是先做当年大事回顾，然后做当年经济形势与宏观政策回顾，接着做行情复盘，最后分享自己的思考。

我把两本书的目录放一起，拍一页分享给大家（左中右美）



第四节　策略专题：从 2245 到 998，对股市与经济背离反思　124

第七章
2006 年：天时、地利、人和　129
第一节　大事回顾：制度建设完成　131
第二节　经济形势：近乎完美的经济状态　134
第三节　行情特征：人民币升值的狂欢　137
第四节　策略专题：压制中国居民消费的主要因素探讨　143

第八章
2007 年：6124，死了都不卖　151
第一节　大事回顾：站上 6000 点　153
第二节　经济形势：政策收紧最强音　158
第三节　行情特征：超级大牛市　163
第四节　策略专题：对于公募基金“定价权”的探讨　169

第九章
2008 年：信心比黄金更可贵　174
第一节　大事回顾：次贷危机升级引发全球股市暴跌　176
第二节　经济形势：从“双防”到“四万亿”　179
第三节　行情特征：A 股历史上的至暗时刻　185
第四节　策略专题：“四万亿”投资的功过是非　189

153
154
156
160
162
164
164
167
169
173
175
180
184
184
188
191
194
196
197
198
199
201
202

第五章
1988 ~ 1994 年：蓄势待发
第一节　大事回顾：石油与战争
一、1988 年：扭转美元逆境
二、1989 年：垃圾债券信用危机
三、1990 年：第三次石油危机
四、1991 年：“海湾战争”爆发
五、1992 年：欧洲货币危机
六、1993 年：克林顿经济振兴计划
七、1994 年：债市大崩盘
第二节　经济形势：新的发展阶段
一、经济周期：危机与复苏
二、经济结构：向服务业转型基本完成
三、上市公司盈利与估值变化回顾
第三节　行情特征：新旧转换
一、沃伦·巴菲特的可口可乐公司与必需消费
二、走势分化的可选消费
三、地产大周期时代开启
四、第二次生物科技“泡沫”
五、科技股从电子走向计算机时代
六、“储贷协会危机”中的银行股

第六章
1995 ~ 2000 年：从繁荣到“泡沫”
第一节　大事回顾：非理性繁荣
一、1995 年：经济“软着陆”

我认为这两本书的资料回顾部分非常珍贵，尤其是按年度的宏观经济指标、企业盈利水平、无风险利率等资料。

印象里，市场上好像还没有同类书籍。

读史可以明智，对股市历史感兴趣的朋友，建议入手一套备查。

本文所推荐的书籍，我已经放进“老唐荐书”里。随时向书房发送“书”即可提取书单

5. 本周无读书笔记入选。

本周运动

本周跑步 1 次 10 公里；游泳 2 次单次 1 小时；陪我家领导散步 3 次，合计 17 公里。

同口径除皮净重 84.9kg（175cm），环比持平图片

下周预计交易

无

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。

文中提及的任何个股，都有**腰斩**或翻倍的风险。请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记

祝朋友们周末愉快

Neilyo

我就纳闷了，为啥老唐在精校的同时还能读那么多书，而我写个上海机场的文章却头昏脑胀半天憋不出个 P 来呢

唐书房

读书也是有复利，有加速度的，当你明白的越多，你读书时需要停下来想的问题越少，速度自然就越快。做企业研究也是如此。慢慢来吧，你可能已经比同龄的老唐强十万八千里了

蜗牛

老唐好，直接了当的问您一下，您为什么没考虑过投资海天、金龙鱼、伊利之类的食品股（假如价格没有被低估）？是因为这些商品容易被其他同样的商品替代掉的原因吗？

唐书房

直截了当的回复你，低估了就会投。

李盛寅

老唐，上海机场，为什么能在一堆机场里面成为龙头，有什么优势呢？

唐书房

所谓研究，就是你回答了自己的提问。别浪费了你自己疑问和好奇心，也别滥用唐研究员的免费眼力

更深

茅台明年的量会比 20 年多百分之几，会提价或继续扩大直接销售，是不是明年业绩确定性在 15-20%。如果这样看明年可以上 2000？

唐书房

我早就给了明年的业绩估计：540 亿上下的净利润。但股价会不会上 2000，就天晓得了它要是跌成 20 倍市盈率，有什么不可以呢？20 倍市盈率 10800 亿，股价 860

更深

感觉如果在 45 倍市盈率应该差不多可以接近 2000，市场的情绪难以琢磨。

唐书房

感觉在 90 倍市盈率的时候可以超过 4000，感觉在 9 倍市盈率的时候可以跌到 400……花时间去感觉这些东西，会有人发加班费吗？

踏雪寻梅

唐老师您说的买股票要盯着地看，是不是就是看企业能不能产生自由现金流，能产生多少，这是股票的内外价值。

唐书房

就是看你家企业是不是持续地、好好地、天天地挣钱

第873篇.　2020.12.03－洋河超百亿的投资和理财，藏的有雷吗？

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-12-03

洋河的白酒主业，无论是老唐还是市场其他人士，分析文章都比较多。

但对于洋河的投资理财这部分，我还没见谁认真系统的分析过。

最近各种债券、信托频频爆雷——这让我想起来 2018 年 9 月，股市最低迷的时候，我还用《那些手持现金或者债券的人儿，你可知道你的损失有多大？》为题，写过一篇文章。

嚯嚯，确实损失挺大的吧？

号称提供无风险收益的债券，频频出现无收益风险。利息没了不说，本金还损失惨重。

而且从 2018 年 9 月至今，不谈选中优质企业带来的回报，就是沪深 300 指数基金，也已经带来超过 60%的回报了。

一正一负，损失惨重呀！图片

闲话不说，言归正传。

频频爆雷的债券和信托，让很多朋友对洋河规模庞大的对外投资（含理财）产生了一些担忧。

今天老唐就来分享自己对洋河投资业务的梳理和思考。

洋河的投资可以分为三大部分来谈论：产业投资、金融投资和信托理财。

先看产业投资。

产业投资指公司为发展主业而实施的收购。

①收购双沟。

洋河产业投资里，手笔最大、也最成功的收购是双沟酒业。

2010 年至 2011 年，公司以合计 17 亿多元现金为代价，收购了双沟酒业 100%的股权。

使曾经和洋河并称江苏四大名酒“三沟一河”的双沟，成为洋河的全资子公司。

备注：江苏名酒号称“三沟一河”，双沟、高沟、汤沟和洋河——其中高沟就是今天的今世缘。汤沟

发展稍差，目前还没有上市。

双沟其实一直不愿意承认被洋河收购，对外的口径一直是“洋河双沟强强联合，组建苏酒集团”。

所以我们会很奇怪地经常发现洋河股份公司还有个牌子叫“苏酒集团”。平时的宣传活动，多以苏酒集团的面目出现。

直觉上似乎苏酒集团是洋河股份的上级，但工商注册里并没有一个名叫“苏酒集团”的公司存在。

倒是有一个“苏酒集团贸易股份有限公司”，其实是洋河的全资子公司。

之所以如此，是因为双沟那是“祖上也曾经阔过的”，沦落到被收购的地步，双沟人从情感上非常难以接受。

再加上截止被收购，双沟自己的小日子其实过得挺滋润的，完全没有任何卖身的欲望。收购一事，纯粹是洋河和地方政府联合起来强扭的瓜。

说双沟“祖上也曾经阔过”，远的有 1977 年双沟镇考古挖掘的“双沟醉猿”化石。

在 2002 年 5 月的“中国·双沟醉猿国际科学考察年会”上，来自世界各地 100 多位科学家给出的结论：

泗洪双沟地区是古生物进化的平台，孕育人类的胎盘，是中国最具酿酒天然环境与自然酒起源的地方。

近的有作为宫廷御酒的荣耀。

明太祖朱元璋于洪武十八年（1385 年）建造祖陵期间，选用双沟大曲为明祖陵祭祀用酒，并指定为明皇室贡酒。

红色元素同样有。

抗日战争时期，全德槽坊（双沟酒业的前身）老板贺子谋，是中共苏皖边区参议员。他家的槽坊也就成了人管酒饭、马管粮草的“抗日饭店”。

陈毅、彭雪枫、张爱萍、邓子恢、范长江等老一辈革命家经常在全德槽坊落脚。

陈毅曾多次盛赞双沟大曲“不愧天下第一流”，终身念念不忘。

1979 年，时任共青团中央书记的陈毅长子陈昊苏，带着父亲的遗愿回访双沟酒厂，曾赋诗一首送给酒厂留念：

古泗州，醉猿洲，特液酿成淮水头，浓香品质优。

争上游，再上游，不愧中华第一流，举世赞双沟。

如果说这些都是机缘巧合的故事，那 1955 年全国第一届酿酒工业会议上的专家盲评，就是确认无疑的真功夫了。

1955 年 11 月 3 日，国家地方工业部在北京召开了解放以来的全国第一届酿酒工作大会。

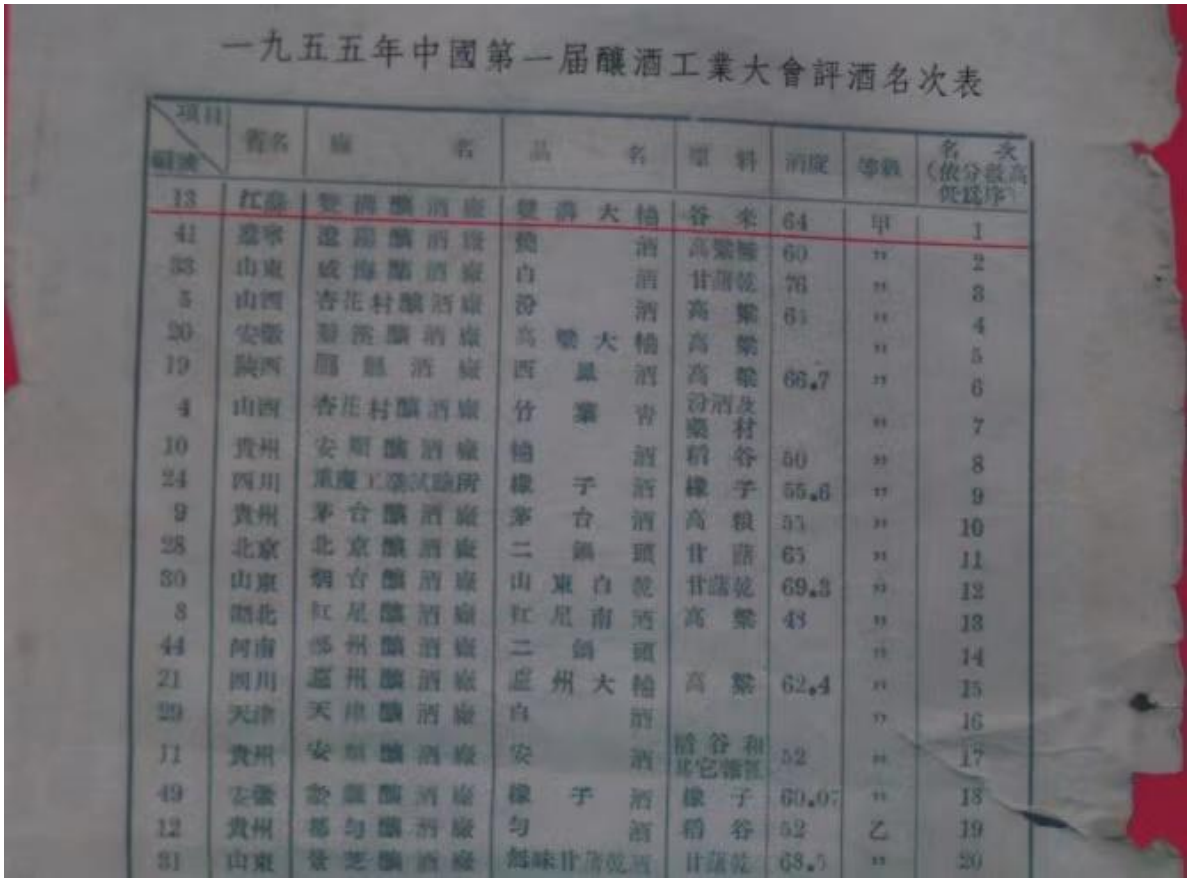
会期十六天，至十一月十八日闭幕。全国各省市自治区都派代表出席了会议。

会议上采用盲评的方式，全国酿酒行业专家对各省参选 36 种代表性白酒进行严格的品评、打分、定级。

最终分出甲乙丙丁戊五等。

甲等酒共 18 种，双沟大曲为甲等第一名，荣登榜首；

山西杏花村汾酒甲等第四、竹叶青第七；贵州茅台酒甲等第十名；四川泸州大曲甲等第十五名。



一九五五年中國第一届釀酒工業大會評酒名次表

項目 / 編號	廠名	廠名	品名	原料	酒度	等級	名次（依分數高低順序）
13	江蘇	雙溝釀酒廠	雙溝大曲	谷米	64	甲	1
41	遼寧	遼陽釀酒廠	燒酒	高粱麩	60	〃	2
53	山東	威海釀酒廠	白酒	甘薯乾	78	〃	3
5	山西	杏花村釀酒廠	汾酒	高粱	65	〃	4
50	安徽	碧溪釀酒廠	高粱大曲	高粱		〃	5
19	陝西	西鳳酒廠	西鳳酒	高粱	66.7	〃	6
4	山西	杏花村釀酒廠	竹葉青	汾酒及藥材		〃	7
10	貴州	安順釀酒廠	燒酒	稻谷	60	〃	8
24	四川	重慶[illegible]所	橡子酒	橡子	55.6	〃	9
9	貴州	茅台釀酒廠	茅台酒	高粱	55	〃	10
28	北京	北京釀酒廠	二鍋頭	甘薯	65	〃	11
30	山東	煙台釀酒廠	山東白乾	甘薯乾	69.3	〃	12
8	湖北	紅星釀酒廠	紅星南酒	高粱	48	〃	13
44	河南	鄭州釀酒廠	二鍋頭			〃	14
21	四川	瀘州釀酒廠	瀘州大曲	高粱	62.4	〃	15
29	天津	天津釀酒廠	白酒			〃	16
11	貴州	安順釀酒廠	安酒	稻谷和其它雜糧	52	〃	17
49	安徽	淮南釀酒廠	橡子酒	橡子	60.07	〃	18
12	貴州	都勻釀酒廠	勻酒	稻谷	52	乙	19
31	山東	登州釀酒廠	無味甘薯乾酒	甘薯乾	63.5	〃	20

乙等酒从 19 名到 26 名；丙等从 27 名到 31 名；丁等从 32 到 35 名。

最后一名戊等第 36 名，为内蒙古乌兰浩特酒厂生产的橡子酒。

这是实打实的品质骄傲。

更何况在洋河上市之前，两家企业的产能和销售规模，差距并不大——也就净利率差异稍大。

2008 年，洋河销售白酒 7.3 万吨，销售收入 26.8 亿，净利润 7.4 亿。双沟销售白酒 6.2 万吨，销售收入 15.1 亿，净利润 1.5 亿。

结果洋河 2009 年成功上市，以 270 亿估值上市，出让 10%股份，从投资者手头募集到 27 亿现金——以 60 元的股价发行 4500 万股，发行后总股本 4.5 亿股。

同期双沟冲击上市未果，两家的差距就逐步拉开了。

洋河大把资金在手，准备吞掉体量差不多的双沟。

双沟人心理上当然不容易接受。有钱就可以为所欲为吗？

洋河 2008 年 7.4 亿净利润，出让 10%股份募集到 27 亿现金。买下双沟花了多少钱？

双沟 100%的股份，洋河一共花了 17 亿，准确的说是 1712050340 元。

收购完成后的两年内，双沟酒业的净利润就超过 17 亿。

2011 年净利润 5.8 亿，2012 年 16.5 亿，2013 年净利润更是飙升至 19.6 亿。

你说，这笔投资漂亮不漂亮？

②几笔渣渣级产业收购。

2013 年，洋河出资 300 万元收购武当山脚下的湖北梨花村酒业公司 100%股权。

当年，洋河利用重新打造的绵柔梨花村，将这家公司做成营收超 2 亿，纳税超 3000 万的规模。

然后在当地圈地 300 亩，投资 2 亿，建立万吨梨花村白酒工业园。2016 年建成投产，利润情况不详。

2013 年，洋河出资 213 万收购湖南长沙下辖宁乡市的汨罗春酒业公司 100%股权，并计划投资 10 亿在当地建立白酒灌装项目；

〈宁乡，记得这个地名吗？宋城演艺的第一个轻资产项目炭河千古情，就落户于宁乡〉

2014 年，洋河出资 182 万收购哈尔滨宾州酿酒厂 100%股权。计划投资 5 亿元建立当地的白酒灌装项目。

这种渣渣级别的收购，主要是当地的招商引资的搭头，是为了吸引洋河到当地投资建厂的，收购价格约等于白送。咱们直接跳过。

③进军酱香酒领域。

2016 年，洋河股份出资 1.933 亿元收购贵州贵酒 100%股份，是公司进入酱香酒领域的试水。

贵州贵酒，原名贵阳酒厂。五六十年代，旗下“贵酒、黔春酒”也曾是和茅台、董酒、习水并肩的贵州名酒。

酒厂位于贵阳西北几十公里的修文县龙场镇。

对阳明心学有点了解的朋友，可能对这个地名非常敏感。

不熟悉的朋友，可以百度“龙场悟道”。

洋河给贵酒制定的目标是 2020 年基酒产能过 5000 吨，销售收入过 10 亿。

实际销售情况暂无数据，但看看这几年见风长的酱香酒厂收购或参股价格，也不得不夸一句洋河醒悟的早、下手的快。

2017 年，洋河股份又通过全资子公司贵州贵酒，投资 2.6 亿元收购贵州茅台镇厚工坊迎宾酒业股份有限公司 100%股权。

厚工坊厂区总占地 50 余亩，分别位于茅台镇上坪村和仁怀市苍龙街道龙井社区桥坡村，年产能 1500 吨，库存酱香基酒 4000 余吨。

这是洋河在酱香酒核心产区的战略性布局。

我认为洋河的主要目的，是让龙场的酱香酒里也能用上茅台镇产基酒，名正言顺挂上茅台两个字

这 2.6 亿投资，相信不会差。

产业投资看过了，心理感觉应该是踏实靠谱的吧？

但这毕竟是洋河管理团队浸淫多年的领域，不犯错是正常的。

离开白酒领域的其他投资呢？

我们接着看洋河的金融投资。

上市前，公司主要投资了两家企业股权，一成一败。

成的是 2007 年参与泗阳农商行发起设立，累计投资 799 万，占比 7.32%，是第一大股东。

泗阳农商行 2008~2018 年累计向洋河现金分红 1198 万。2019 年由于洋河会计准则发生变化，没有披露当年分红。

目前仍然持有泗阳农上海 7.02%股份，按照 2018 年现金分红 353 万毛估估，价值应该可以按照一亿元左右考虑。

<留存利润及增长忽略，直接将分红额看成债券利息。按照当前约 3%~4%的利率反推，353 万分红对应债券面值约 1 亿>

总体回报约 12 年 15 倍，年化 25%左右，相当可观。

失败的是对宿迁市交通投资有限公司的投资，累计出资 94.8 万元。2013 年全额计提减值。

上市后所投项目，已经实现回报的有两项。

①2011 年洋河出资 2 亿，认购中金天津佳天私募股权基金，占比 50.89%。

该项目为投资天江药业的载体，2013 年获分红 386 万；2014 年获分红 643 万。

天江药业股权于 2015 年 12 月卖掉，基金清盘，洋河获利约 4.7 亿。

②2013 年，以 3 亿元参与认购中银国际证券公司，认购比例为 3.16%。

至 2019 年，洋河累计从中银证券公司获现金分红 5054 万。

2020 年中银证券上市，洋河的 3 亿元折合 7894.7 万股（78947368 股）。目前处于锁定状态，解禁日为 2021 年 2 月 26 日。

至 2020 年 6 月 30 日，中银证券收盘价 21.41 元，对应市值 16.9 亿。

洋河按照八折 17.14 元计入公允价值（流动性折扣），合计 13.53 亿。

这笔投资回报惊人。

还有不到三个月解禁，今天（12 月 3 日）实际收盘价是 27.34 元。

假如明年 2 月 26 日股价是 25 元，市值大约 20 亿。折合约 7 年 7 倍，年化 32%。

可能正是因为这笔投资吃到的甜头，洋河 2017 年又出资 3.3 亿，成为深圳联储证券公司股东，占比 12.83%。

联储证券原名众成证券，成立于 2001 年 2 月 28 日，注册资本 25.731 亿，其官网披露 2020 年中期净资产 57 亿。

那么，洋河 12.83%股份对应净资产 57×12.83%=7.3 亿，看样子又是一笔不错的投资。

期待联储证券早日 IPO，帮我家小洋重演一次中银证券的创富故事。

截止目前没有退出的金融投资，也分为两部分：

第一部分：直接投资企业股权（单位万元）

时间	投资对象	金额	占比	累计分红
2010	宿迁中小企业信用担保中心	500	10%	0
2011	紫金财险公司[a]	5250	2%	0
2014	杭州太一天择[b]	10500	62.5%	0
2015	苏宁消费金融公司	3000	10%	0
2015	北京微酒世纪文化传媒公司[c]	500	10%	0
2017	南京极燕食品公司	1500	4.76%	0
2017	江苏赛夫绿色食品公司	10000	2.74%	0
合计		31250		

a. 紫金财产保险股份有限公司，是江苏省政府牵头成立的大型财险公司。公司起初认购比例为 3%，次年摊薄为 2%。

该财险公司自 2012 年起，连续八年盈利，但没有分红记录。

b. 杭州太一天择是私募股权基金。

但因该基金所募集资金，全部用于对浙江中控太阳能技术有限公司与北京科蓝软件股份有限公司的股权投资，所以列入直接投资企业股权范围内。

c. 就是经营公众号“微酒”的那家酒业媒体。

所以，在微酒上看到洋河的吹捧文章，最好降格理解，哈哈

第二部分，投资私募股权合伙基金（单位万元）

时间	投资对象	金额	占比	累计分红[B]
2011	上海金融发展基金[A]	24000	3.33%	2577
2011	中金天津佳泰基金	18600	8.26%	2777
2015	中国动力股权基金	5480	1.5%	737
2015	北京虎童基金	1500	28.2%	0
2015	上海金浦信诚基金[C]	10000	10%	0
2016	上海尚时弘章基金[D]	3000	5.42%	0
2016	中金佳泰基金二期[E]	14000	4.98%	0
2016	金石坤享基金	30000	10%	0
2016	嘉兴丹青医药基金一期	10000	10%	0
2018	嘉兴丹青医药基金二期	6000	7.54%	0
2018	南京星纳赫基金	19700	45.45%	0
2018	上海磐茂基金	16500	55%	0
合计		158780		0

A. 该笔投资总计 2.4 亿，2011~2013 年分三次投入，分别为 0.9 亿，0.9 亿，0.6 亿。这种分批到位的情况还有 D、E。

B. 此处的累计分红，截止是 2018 年。2019 年起会计准则改变，洋河不再单独披露每一项投资的分红额。

C. 中银证券的项目，就是跟着这家基金投的。按照时间顺序推理，应该是这家基金介绍洋河投资中银

证券，洋河吃到甜头，然后将 1 亿元资金委托给这家基金管理。

上述两部分目前还没有退出的金融投资类，合计金额 19 亿，目前还没有现金回报产生。

因为 2019 年会计准则变了，洋河不再明细披露具体项目情况，只给出合并总数。

但按照公司 2020 年中报披露，上述归入权益类的投资，截止 6 月底公允价值为 43.66 亿。

因为已知中银证券公允价值是 13.53 亿，可知目前没有退出、合计成本为 19 亿的全部权益类投资，2020 年 6 月 30 日公允价值合计为 30 亿。

总体回报仍然算是令人满意，而且截止目前尚没有失败项目。

最后看理财。

高端白酒公司，都是印钞机，年复一年地给公司产生大量现金。

除掉分红之外的部分，都会大量沉淀在公司账面。

和茅台五粮液老窖等企业，主要将现金存银行不同，洋河始终有大量的银行和信托理财产品。

年回报大约比同期存款利率高出一倍，每年能够给股东带来额外的几亿净利润。

对于银行理财产品，投资者普遍没什么担心的。担心主要集中在信托产品上。

虽然迄今为止，洋河投资的信托产品从未爆过雷，所有本金均如期收回。

但鉴于国内高发的信托产品爆雷现象，投资者难免担心未来某天，会不会突然爆出一个大雷，给洋河带来巨额损失。

这么考虑倒也不能说没有道理。毕竟洋河每年投资的信托产品规模都不小。

比如 2018 年末信托产品余额 86 亿，2019 年末余额 104 亿，2020 年 6 月底余额还有约 83 亿。

这要是爆个雷，确实够呛。

但究竟会不会爆呢？未来的事情，我也给不出确切的答案。

我只能分享我为什么不担心这事儿，供朋友们参考。三个原因：

第一，历史记录优秀。

截止现在，洋河没有任何一笔信托产品爆雷。

要么是洋河的运气超好，要么是投资部门有一套规则去挑选和过滤信托产品。

第二，足够分散。

以 2019 年末为例，总计 104 亿信托产品，披露的单项金额重大理财产品里，最大单项金额 5 亿。

单项 5 亿的信托共有四笔，约定投资范围全部是：**用于投资交易所和银行间市场上交易的债券、货币市场工具、货币基金、债券基金等。**

也就是说，这四笔单项 5 亿的信托产品，全部是低风险投资。

除非这几家大型信托公司当年破产，否则看不到什么威胁。

其他房地产信托、股权信托等其他投资方向的信托产品，单项金额最大没有超过 2 亿的。

这些应该是有“潜在”爆雷风险的信托。

但只要足够分散，没爆雷的产品超额收益，足够弥补潜在爆雷损失，就整体而言还是不错的投资。

按照每年百亿信托，假设平均收益率比存款高 3.5%，每年也额外多赚 3.5 亿。

真要是哪年爆掉一两个几千万或一两亿的信托，也能接受。

第三，决策人吃自己做的饭。

这条是最重要的。

投资人所恐惧的雷，不是运气不好或水平不行带来的雷——历史记录其实证明洋河或者运气很好，或者水平很高，

而是决定资金投向的人，会不会因为贪图某种利益，或因某种关系而做出本不该做的投资决策。

简单说就是怕决策人吃里扒外，损害股东利益，为个人捞取好处。

这一点恰恰是洋河令人放心的地方。

首先，洋河的股权结构，大致是三三制，国有、管理层及经销商、公众股东各占约 1/3。

这其中管理层和经销商代表是直接管钱的人——一位经销商股东的财务总监是洋河的监事。

公司的股权投资决策委员会，有 7 名成员，实施双总监制度。

其中一名总监应为公司董秘丛学年。另一名是外聘投资专家，身份不详。

丛学年，1966 年 1 月出生，研究生学历，高级经济师。

历任江苏洋河酒厂成本会计、总帐会计、财务科副科长、科长，洋河集团财务部部长、总会计师。

2002 年 12 月起担任股份公司董秘、财务总监。

此人在洋河上市前就是核心管理层，是上市前股份公司 14 位个人股东之一（目前股权统一整合在蓝色同盟公司里了）。

虽然目前丛学年本人直接持股只有 277.8 万股，以现在 180 元左右的股价衡量，市值“仅”约 5 亿。

但他直接代表的是洋河核心管理层持股平台蓝色同盟，需要为这些几十年的老上司、老同事、老朋友的利益负责。

蓝色同盟前不久刚刚减持了约 0.23 亿股，变现约 40 亿。目前仍然持有 3 亿多股洋河，对应市值约 550 亿。

这 3 亿多股洋河股票，由蓝色同盟 140 名股东（都是洋河核心人员）拥有。

最大持有者是洋河发展史上最重要的两位董事长：杨廷栋和张雨柏（这两位年龄其实都还不算大，杨廷栋今年刚 60 岁，张雨柏今年 56 岁，对于企业家而言，差不多还算是年轻力壮）。

两人持股一样多，合计拥有蓝色同盟 33.72%的股权，相当于间接持有超过 1 亿股洋河股票，当前市值 180 多亿。

丛学年是仅次于两位前任董事长持股数量的第三大股东，持有蓝色同盟 4.99%的股份，相当于间接拥有约 1500 万股洋河股份。

加上丛学年个人直接持有的 277.8 万股，合计直接及间接拥有洋河股票超过 1770 万股，市值约 32 亿。

按照洋河 2019 年每股 3 元的分红计算，丛学年每年光现金分红就能收 5000 多万。

洋河现任董事会及监事会成员，包括王耀、丛学年、周新虎、刘化霜、冯攀台等人，合计持有蓝色同盟 12.71%，相当于间接持有洋河股票超过 3800 万股。

加上他们直接以个人名义持有的洋河股票超过 560 万股，合计约 4360 万股以上。

这是一群本身已经非常有钱的人，和一群非常有钱的老朋友，长期从事一门非常能挣钱的生意。

我想不出要多大一笔回扣，才会诱惑他们做出一笔让公司损失 1 亿元的投资。1000 万还是 3000 万？

更重要的是，如果洋河公司损失（或少赚）1 亿元，按照 25 倍市盈率考虑，会导致公司市值减少（或少涨）25 亿。

这 25 亿里，至少有 5 亿元由蓝色同盟这 140 人承担了（他们持有 20%洋河股权）。

现任董监事合计将承担超过 5×12.71%=6355 万的损失。

从学年本人将实际负担市值损失也高达 3000 万元——从学年持有 1770 万股，占总股本的 1.17%，25×1.17%=2936 万

这就是我说的掌握资金投向权力的人，吃自己做的饭。

几位董监事只有在联合受贿超过 6400 万，且将法律风险、职业生涯、个人名誉和朋友关系价值损失视为零的基础上，才可能有意给公司造成 1 亿元的损失。

这种可能性，我个人认为概率≈0。所以，我不担心公司投资的信托产品会内外勾结，坑害公司利益。

排除掉故意因素之后，若真因意外或从学年等人看走眼，导致踩雷损失了，我愿意和他们一起承担损失，如同我和他们一起享受财富增长过程一样

宸霄

老唐，你觉得酱香酒以后会是主流么？如果企业专做浓香，不做酱香，你觉得未来这个企业会被市场淘汰么

唐书房

做企业的，好好把产品做好，自己就是主流。去赶这流那流的，结果只能成打流的二流

仙人铁掌

老唐请教一下，你怎么收集到这么多资料信息的呢？除了财报平时有什么渠道去了解呢？上次你说的酒方面的公众号上也没这些边边角角的信息啊

唐书房

全是公开资料，主要来自财报。长期跟踪自然就会注意到，刚接触一脸懵也不奇怪

黄者归来

老唐又开始看好酒类消费股了？

唐书房

“又”字从何说起？？没理解。顺告：我从不看好那类股，在我眼中只有一家一家的公司，哪类股里都有好公司，都有垃圾公司

第874篇.　　2020.12.05 - 《巴芒演义》谱新篇，股海浮沉定若闲--by@晨风

唐书房　2020-12-05

观老唐文，是一种享受，洋洋洒洒，风趣幽默，数据翔实，通俗易懂，潜移默化中那些文字背后的思想就会融入你的血液，固化到你的内心深处。

《巴芒演义》更是鸿篇巨制，波澜壮阔，融会贯通，道出了价值投资的真谛，指明了投资的康庄大道，很多人会因此而改变命运。

全书读罢，回味无穷，一幅幅画面，脑海浮现；一个个情节，扣人心弦；一段段故事，趣味盎然。

在《巴芒演义》中，你可以透过历史的窗口，看到过往的股市众生百态，各种典型的路径都可以找到原型。

通过这些案例和他们的经历，每个人都会产生心灵上的共振，或坚定信念，或迷途知返，受益匪浅。

字里行间，我读懂了股市中的人性，明白了投资应有的心态，看到了信念的力量，认识到了学习的必要性与实践的重要性！

更重要的是，领悟到了价值投资的要义，走在了投资的康庄大道上！

股市中的人性

书中开篇就让读者感受到了股市浓浓的恐慌气息，1929 年 10 月 28 日与 29 日，道琼斯指数接连暴跌了 13.47%与 11.73%！

虽然，已是陈年往事，还是不由得让人倒吸一口凉气，怎一个惨字了得！美国股市大崩溃，成千上万的美国人如同坠入深渊一般绝望。

然而，就像“江山易改本性难移”的人性一样，股市从来不缺少让亲历者欣喜若狂的疯涨与心惊胆寒的暴跌。

即便是充满智慧的“华尔街教父”格雷厄姆，也在 1929~1932 年的大崩溃中，取得了亏损百分之七十的惨绩，股市中人性的贪婪与疯狂可见一斑！

股市是人性的放大器，透过起起伏伏的 k 线，你可以看到人性背后的贪婪与恐惧。

从 2018 年中国股市的大起大落到 2020 年美国股市的数次熔断，全世界的投资者都在忧伤中见证了历史，就连“别人恐惧我贪婪，别人贪婪我恐惧”的巴菲特也发出了“活久见”的感叹，就在 2020 年初伯克希尔的大幅亏损中，巴老似乎有些犹豫不决。

正所谓，心中没有价值锚，红也心惊，绿也心惊，股市涨涨跌跌的背后是大量各持己见的投资者内心的剧烈波动。

如果一个人没有完善的投资体系和正确的投资理念，没有豁达的气度，他是没有把控财富的能力的，只会成为财富的搬运工，在账户的巨幅波动中，将到手的财富拱手让人。

没有思想武装的投资者，他是很难淡定的穿越所谓的牛熊周期的，他会在市场先生的反复无常中搞得精神错乱，心态失衡，精神崩溃。

即便自己拥有的是一块千金不换的宝地，也会产生怀疑，在惶恐中以愚蠢的价格"割肉离场"，只能说这是投机者的宿命。

投资的心态

股市的涨涨跌跌，本身就是不可预测的，有很大的随机性。

然而很多人却沉迷于技术分析，每天耗费大把的时间研究“高深”的“波浪理论、支撑位、压力位、金叉、死叉、金刚叉……”，整个人也会随着股市的起起落落而变得喜怒无常。

“股票大作手”利弗莫尔，他那翻云覆雨的英雄事迹广为传播。

然而，就是这样一位操作犀利的股市传奇人物，在几经人生的大起大落之后，穷困潦倒，崩溃而绝望，留下了“我的人生就是一场失败”的字条，含恨而终，饮弹自尽，不由得让人扼腕叹息！

作为股市一分子的你我，是否有比利弗莫尔更犀利的操作呢？反正，我没有这个自信。

所以，面对股市的巨幅波动，还是淡定一些吧，不要试图赚取市场波动的快钱，也不要在市场情绪高涨与过度悲观的情况下，作出投资决定或擅自修改既定的投资决策。

追涨杀跌、左右摇摆的结果很有可能就是被市场先生无情的摆布。

投资中很多人过不了自己这一关，总是对成本念念不忘，总是为没有卖在最高点买在最低点而懊悔，总是看着别人家的股票涨的气势如虹而坐立不安。

好像没有买到天天上涨的股票，就是自己亏损了，自怨自艾，唉声叹气，这些都是投资中的邪念，典型的错误心态。

我是非常幸运的，刚刚涉足投资的时候就遇到了老唐。

我依然记得起初看到老唐文章时的那种兴奋，如获至宝，仿佛得到了价值千金的秘籍，深入浅出，通俗易懂。

我像一棵小树苗一样，如饥似渴的汲取着营养，慢慢的，我发现我在蜕变。

至此，我坚信我找到了正确的方向，从此遁入唐门。

2018 年贸易摩擦导致中国股市崩盘，个人账户出现较大浮亏，我发现我竟然很平静，有了泰山崩于前而色不变的心态，这或许就是“真知，行不难”的一种体现吧。

人无完人金无足赤，没有人可以做的尽善尽美，就连股神也有看错做错的时候，甚至错的离谱。

事实上，巴菲特在公开场合也坦然承认过，当今举世闻名的伯克希尔帝国，在当时却是他冲动决策犯下的严重错误，可能是他最失败的投资之一。

并且，巴神不止一次的犯错，因此而损失惨重，然而，这些都并不妨碍他成为股神。

做错了就做错了，要坦然接受，淡然处之，接受自己的不完美，不要给自己太多的心理压力，人生本来就充满着缺憾之美。

牢骚太甚防肠断，风物长宜放眼量，错了以后做个总结，放自己一马。

历史的车轮滚滚向前，忘掉做错的选择，亏掉的数字，忘掉那些毫无意义的如果，这样你才能忘掉成本，卸下包袱，轻装简行，在投资的道路上走的更远。

信念的力量

全书除了巴芒以外，给我印象最深刻的人物是施洛斯。

或许，因为施洛斯平淡的出身，几十年如一日的坚守，高度的自我认知，非同寻常的低调，与他所取得的成就形成强烈反差，更能打动普通大众读者的心吧。

施洛斯是最纯粹的烟蒂投资者，纯粹程度甚至超过了格雷厄姆本人，他始终如一的坚守能力圈，任时代变迁，世易时移，他都不曾动摇过自己的信念。

这种超强的耐心与自我约束能力，是很多人无法企及的。

施洛斯坚定的信念促使他取得了 47 年年化收益率 20.1%的傲人战绩！

纵然，施洛斯身上有着很多可贵的品质，我却从他的身上看到了信念的力量。

信念，她是一种看不到摸不着的东西，但她却有着强大的力量。

坚定的信念将是你披荆斩棘，冲锋陷阵的坚韧铠甲，意念越强烈，铠甲越坚韧，牛鬼邪神不得近身。

摒弃一切贪念杂念，净化心灵，坚信价投理念，你会发现富有只是水到渠成的事情，是时间问题。

你可以拥有更多闲暇时光陪伴家人，亦或是书海泛舟，周游世界，好不惬意。

不再有每日盯盘的辛苦，不再有红红绿绿的情绪波动，也不再有追涨杀跌的懊恼，凡此种种不一而足。

人生不再是只有那么几条曲曲折折的 k 线，还可以充满诗情画意，鸟语花香。

笃信是一种优秀的习惯，虔诚拥有金石为开的力量。所以，信，请深信！

学习的必要性

“自然从不飞跃”，巴菲特并不是天赋异禀，也不是突然顿悟，他也是走过大多数人都走过的弯路，犯过大多数人都犯过的错误。

然而，他却成了绝世无双的股神，那是因为，他在不断的学习，不断成长，不断进化。

从儿时巴菲特的技术分析与热点炒股，到师从格雷厄姆的烟蒂投资，再到深受芒格思想影响，开始转向优质股权投资，巴菲特在学习中不断蜕变。

就像活到老学到一样，投资也是一辈子的事，说白了，投资就是把钱配置在自己确定的收益率最高的资产上，这是一个不断比较的过程。

如果一个人只知道货币基金，那么他就只能获得百分之二三左右的年化收益；

如果他能看懂沪深 300、恒生指数等指数型基金的赚钱逻辑，那么就可以提高点收益率；

如果他能建立正确的投资理念，看懂几家上市公司，那么他就可以再进一步了。

这就是投资不断进化的过程，是不断学习拓展能力圈的过程。

每个成功的投资者并非生来与众不同，也没有什么三头六臂特异功能，都要经历不断学习，不断实践，不断思考，进而不断进化的过程。

只不过，有的人，从中学到了真知，有的人却只学到了糟粕。

芒格曾说过，他所见到的优秀的人没有一个不坚持学习的，一个都没有！而芒格本人也是终身学习者，被誉为“两条腿的书架”。

书中自有黄金屋，书中自有颜如玉，书中自有千钟粟，是的，这是大智慧的凝练，只要你愿意，你可以在知识的海洋里得到你想要的东西。

实践的重要性

书中，可可豆套利案例让人印象深刻，不单单因为这一案例故事情节跌宕起伏，还让我看到了套利的推演过程，更是让我认识到了实践的重要性。

案例中，巴菲特并没有呆板的按照格雷厄姆交代他的方式去执行交易，而是打起了小算盘。

此刻他与导师的观点发生了分歧，幸运的是，他并没有盲从导师的权威，而是在实践中检验自己的想法。

这种敢于质疑，勇于实践的精神是难能可贵的！而事实证明，他的想法是正确的。

纸上得来终觉浅，绝知此事要躬行，充满智慧的前人用简洁的语言告诉我们如何做事的道理。投资，更是如此。

老唐的文章固然给人醍醐灌顶的感觉，有种欲罢不能的冲动，但是，那些蜻蜓点水，浮光掠影的读者，是无法真正领悟到老唐思想的真髓的。

临渊羡鱼，不如退而结网，投资，随性地读读老唐的文章，过把瘾是不行的，更重要的事情是实践，实践才是检验真理的唯一标准。

投资，在懂得了如何面对股市波动之后，就要面对如何给企业估值的难题。

没有人可以随随便便就能给出企业合理的估值，都要经历日积月累，不断学习，不断实践，不断完善估值体系的过程。就连封神的巴老，也不例外。

给企业估值，有一件非常重要的事，那就是读财报！

巴老读财报到什么程度呢？我认为可以用“仰望”二字描述，那是一般人难以企及的高度，或许，巴老看财报，就像别人看武侠小说一样，兴致盎然。

很多投资者只是浅显的看看三大表，就武断的投资了，那是非常危险的，总有一天万劫不复。

也有很多投资者谈到，读财报简直就是一种折磨，生涩，枯燥乏味，但是，我想说的是，这是投资者的自我修养，是投资必须修炼的基本功。

自古华山一条道，无限风光在险峰，既然你选择了投资，那就坚持读财报吧！

投资的康庄大道

老唐在《巴芒演义》的最后，归纳总结了有复制价值的投资的四条路径：

1）低费率指数基金模式，以先锋 SP500 指数基金为代表；

2）确定机会的套利，以格雷厄姆、巴菲特及索普等人为代表；

3）一揽子烟蒂模式，以施洛斯为代表；

4）陪伴优质企业成长模式，以 1972—1999 年的巴菲特为代表。

这是非常中肯并且具有高度指导意义的，因为这是老唐站在巨人的肩膀上（参考书籍多达 72 本），高度浓缩总结得出来的结论。

对四条路径，理解的越是透彻，体会的越是深刻，践行的越是彻底，越能感受到其中的要义。

这是老唐把能下金蛋的鹅送到了你面前，你随便挑一只，好好养着就能实现财富自由了。

很可惜，有些人，总是执迷不悟，总是喜欢不劳而获，迷恋别人给定的神秘代码，总是喜欢投机取巧，亦或是怨天尤人，深受市场先生喜怒无常的折磨而不知悔改。

投资就要坚守优秀的企业，好的企业总是能给你带来惊喜，而糟糕的企业总是给你带来惊吓。

就像那句老话说的，当你在厨房踩死一只蟑螂，先别着急着高兴，因为你很快会发现它的亲戚朋友们。

勿以善小而不为，勿以恶小而为之，坚持做正确的事，你终将变得富有。

慢慢来，这样比较快

最后，我想说的是：慢慢来，这样比较快。

投资的道路上，没有谁可以一蹴而就，切不可操之过急。

在不断的探寻中，慢慢变得强大，终有一天，当你再回首，你会发现原来自己已经破茧成蝶。

慢慢，是一种人生态度，波澜不兴，处变不惊；

慢慢，是一种投资理念，坚持做正确的事，慢慢变得富有。

在这个急功近利的大环境里，你只需要坚持正确的理念，时光会给你的梦想插上翱翔的翅膀！

投资简单，但并不容易，愿你我在老唐的指引下相携同行，走在投资的康庄大道！

第875篇.　　2020.12.05 - 老唐实盘周记2020/12/05

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-12-05

本周交易

无

当前持仓

目前持仓茅台 37%，腾讯 23%，洋河 18%，分众 12%，古井 B5%，海康 6%。

另有上海机场 1000 股观察仓不计。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	37%	24000±10%	＜12000	27000	22525	1793.11	53.79%
腾讯控股	23%	66000±10%	＜33000	72500	47497	588.50	57.18%
洋河股份	18%	3150±10%	＜1575	3700	2967	196.88	83.14%
分众传媒	12%	……	＜670	1585	1509	10.28	66.07%
古井贡B	5%	770±10%	＜385	900	392	92.50	33.73%
海康威视	6%	4400±10%	＜2200	5800	4287	45.87	43.16%
沪深300						5065.92	23.66%
上证指数						3444.58	12.93%
2020/12/5			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8423	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	37%	24000±10%	＜12000	27000	21831	1737.90	49.05%
腾讯控股	24%	66000±10%	＜33000	72500	47377	583.00	55.72%
洋河股份	17%	3150±10%	＜1575	3700	2735	181.51	68.85%
分众传媒	11%	……	＜670	1585	1386	9.44	52.50%
古井贡B	5%	770±10%	＜385	900	386	90.36	30.63%
海康威视	6%	4400±10%	＜2200	5800	4392	47.00	46.69%
沪深300						4980.77	21.58%
上证指数						3408.31	11.74%
2020/11/28			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8481	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同，而发生小幅变化；

②老唐买点或卖点，代表如果公司总市值触及此数值，老唐计划买入或卖出。与个股历史买入成本无关；

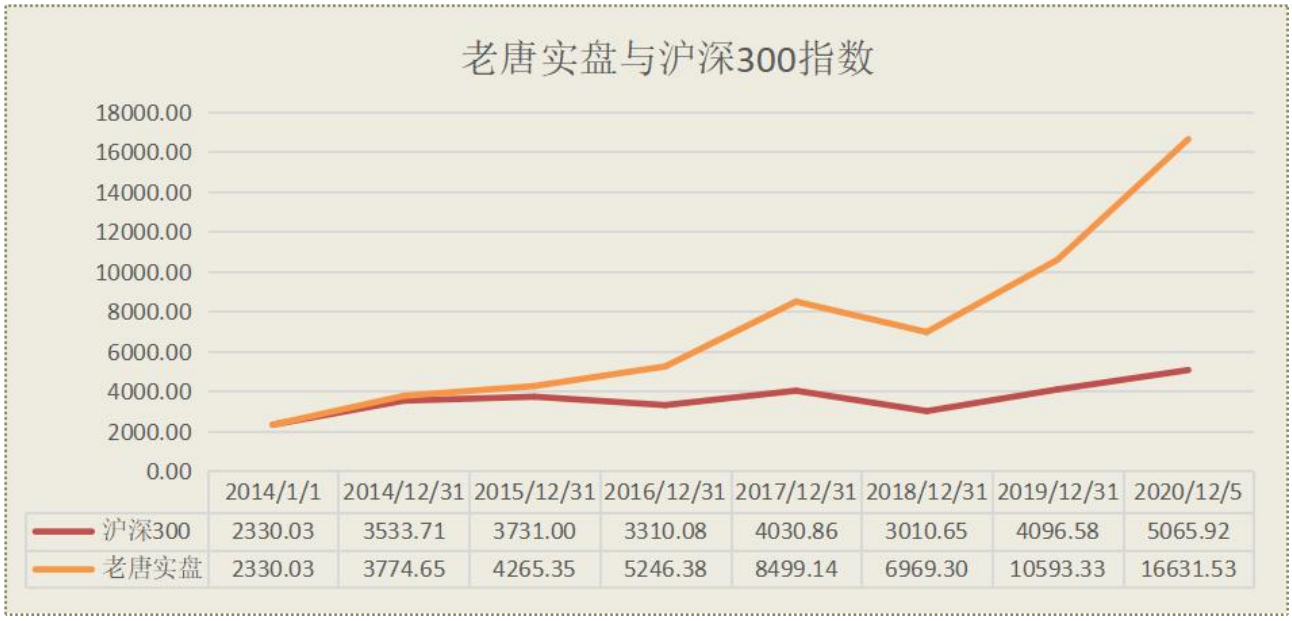
③仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2020 年内收益 57%（四舍五入数据）。

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，57%（均不含新股中签收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 714。以 6.93 年折算，年化收益率约 32.8%。



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/5
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	5065.92
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	16631.53

重要事项

本周各下属非控股子公司均无重大事件发生，也没有优秀读书笔记入选。

正好老唐有些很重要的想法，可以借着这个空挡和大家聊聊。

让我们从洋河昨天大涨并创出历史新高说起。

昨天，洋河暴涨并创出历史新高。当日最高价突破 200 元，市值超过 3000 亿。

我知道书房里抄作业的朋友，抄中洋河和分众的比较多，正巧这两只年度涨幅分别为 83%和 66%，是老唐 6 只持仓股里的状元和榜眼。

所以，我能够理解这两天书房里“充满了快活的空气”

已经有好多朋友告诉我：“赚到了人生第一个 100 万”，或者“浪费这么多年时间后，第一次品尝到了踏实赚钱的滋味”。

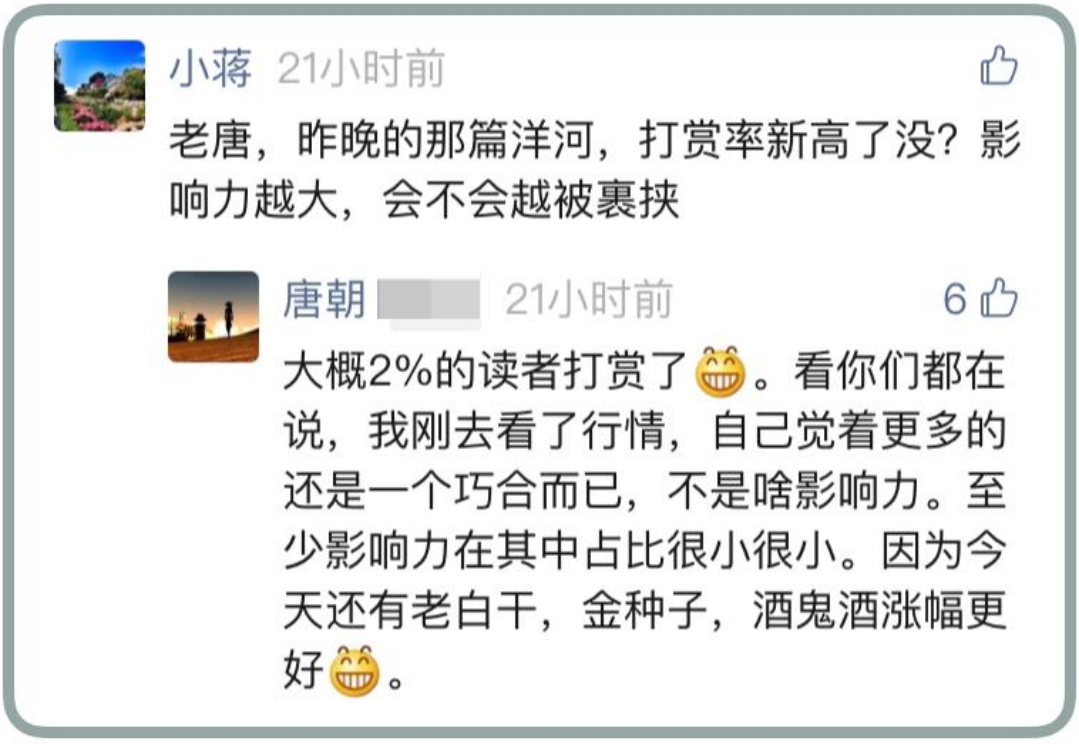
市值高涨，应该高兴，我也高兴，不需要扮淡定状——反正又不会有人颁发奥斯卡淡定奖

不过，一定要理解：这新高，不是什么老唐周四发文“鼓吹”的结果，而是企业价值被资本逐步发现和认可的正常过程。

周四发文，周五暴涨，只是一个巧合。绝非什么老唐神算或老唐的影响力带动。

昨天，有不少朋友或认真或调侃的议论：老唐雄文推动了洋河的暴涨。

我给其中一位朋友回复如下：



这只是一个巧合，不是什么值得骄傲的“看好”或“鼓吹”。

真正值得老唐骄傲的，是 2020 年 3 月 21 日（周六），在市场一片恐慌中、在某论坛及书房一片谩骂和质疑里，老唐白纸黑字写下的这段话：

唐书房 2020/03/21

对于洋河，老唐今天又白屏黑字放下一个判断：今天在洋河上嘲笑老唐的人，和2013~2017年嘲笑老唐茅台的人，基本上是同类垃圾水平。

无外乎就是**把疯子+傻子组成的市场先生当做自己的标准，然后拿着一把错误的尺子到处现眼**。

这些骂老唐的，有些是真傻，只要市场先生敢大把送钱，一定当场吓死的那种。也有些只是坏，踩踩老唐过过瘾，只是为了几个点击和回复。

我区分不了这些傻和坏，一概以善意角度视为真傻，报以同情。

此时回看洋河今年的周线图如下

老唐给洋河的买点判断是＜1575 亿。

自 3 月 21 日后，大约 100 天时间（图中蓝色方框内）洋河都处在非常理想的买点范围以内。

这 100 天里，能够克服恐惧的人，相信洋河的盈利能力“一定”会体现在市值上的人，今天都得到了丰厚回报：

从 3 月 23 日至今，投在洋河上的每一个 100 万，都膨胀成了大约 250 万。

这是学习的回报、真知的回报、克服内心恐惧能力的回报。

但是，老唐在此刻要提请朋友们注意：

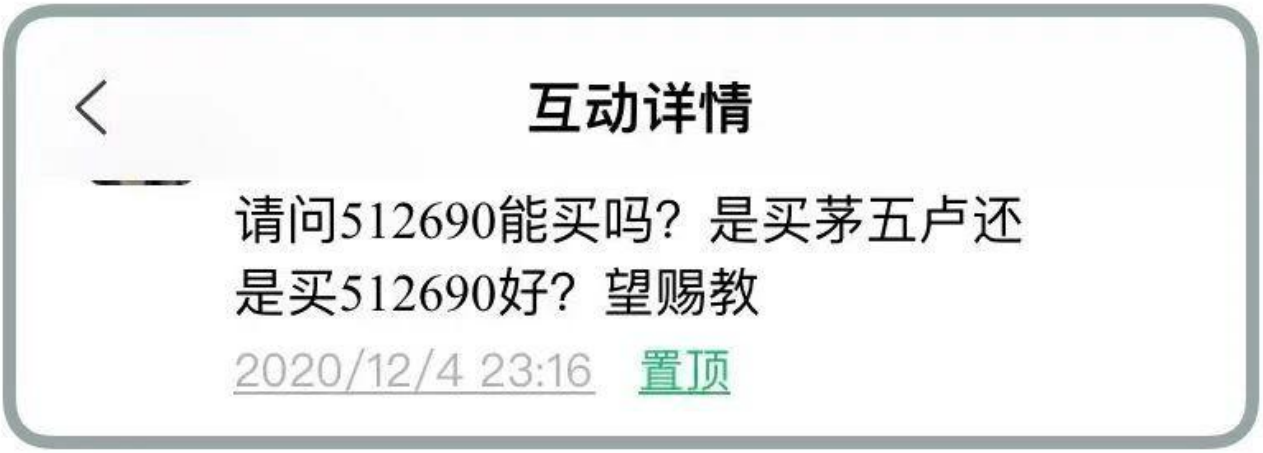
切勿将今天的快活，演化成对未来的乐观。

快活是自己过去的判断，得到验证后的正常情绪反应。

但若将这种情绪带入到对未来的判断里，那可能是要吃亏的。

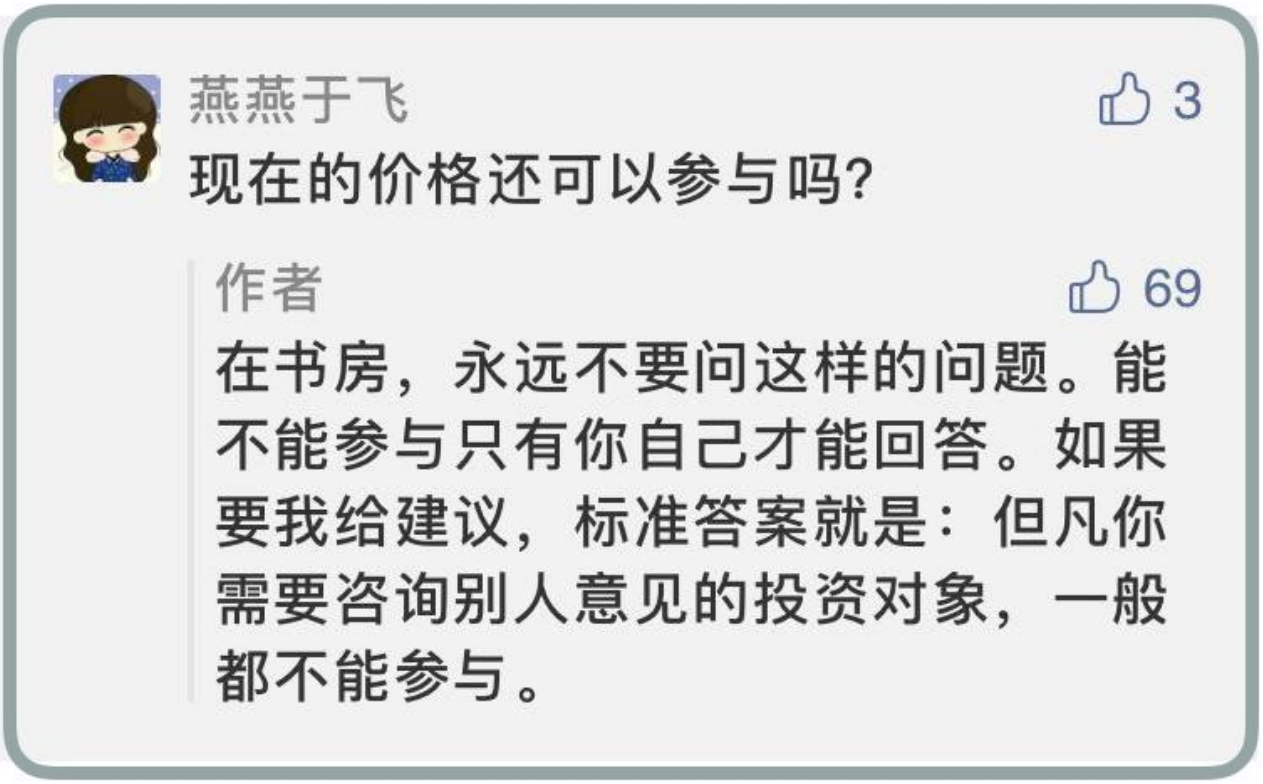
之所以要做这个提醒，是因为最近书房里类似“洋河/分众目前可以介入吗？”的留言泛滥起来了

甚至有些朋友直接这样问：



注意，不是一两条，是很多条类似提问。

周四文章下面，我特意回复了其中一条并上墙展示：



投资的回报可以理解为：市场为你的“真知及克服从众心理的能力”所支付的奖金。

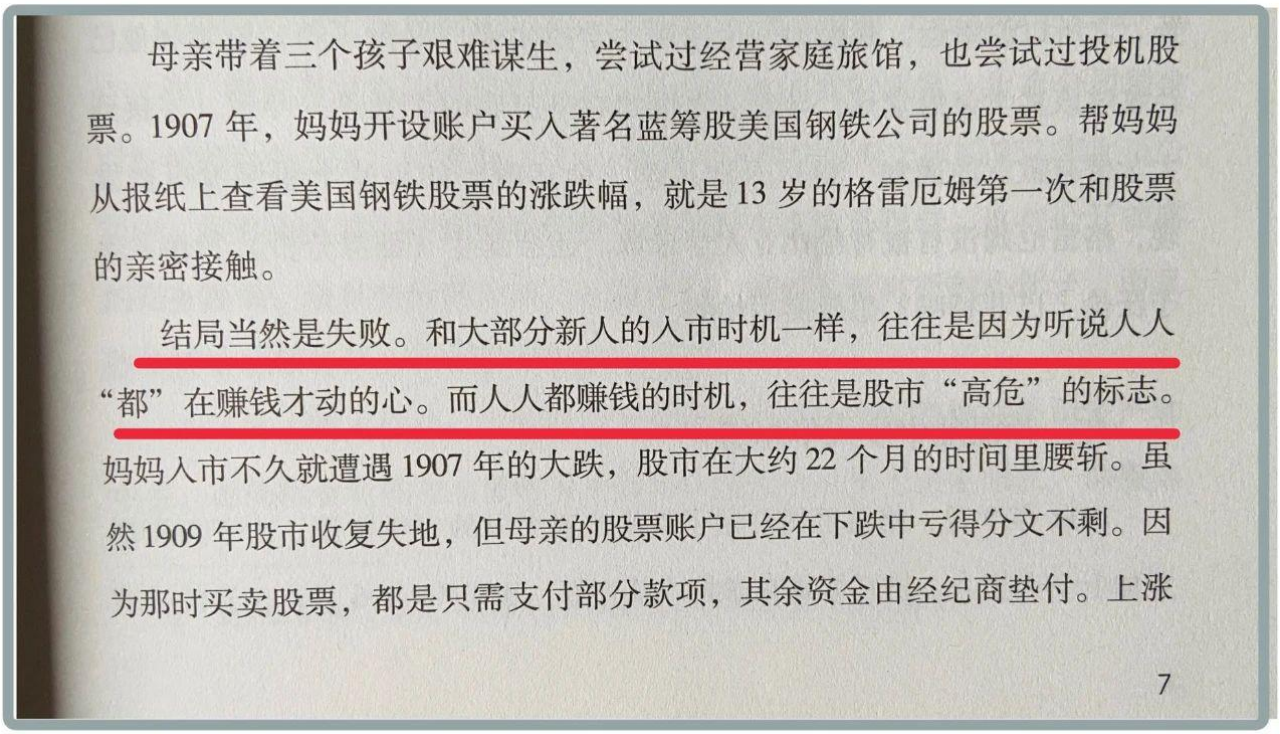
问某企业能不能买，暴露了你心中没有“真知”，你不知道这家企业值多少钱；

在历史新高、所有人都赚钱的时间问，则暴露了你意图“从众”。

即没有“真知”，又正在“从众”，还打算领了这笔奖金。

恐怕我们需要扪心自问：凭什么我可以好事占完？是我天资聪慧、风华绝代，还是死战小怪兽，拯救过银河系？

正如《巴芒演义》第 7 页，格妈妈入市的悲惨经历一样：



母亲带着三个孩子艰难谋生，尝试过经营家庭旅馆，也尝试过投机股票。1907 年，妈妈开设账户买入著名蓝筹股美国钢铁公司的股票。帮妈妈从报纸上查看美国钢铁股票的涨跌幅，就是 13 岁的格雷厄姆第一次和股票的亲密接触。

结局当然是失败。和大部分新人的入市时机一样，往往是因为听说人人“都”在赚钱才动的心。而人人都赚钱的时机，往往是股市“高危”的标志。妈妈入市不久就遭遇 1907 年的大跌，股市在大约 22 个月的时间里腰斩。虽然 1909 年股市收复失地，但母亲的股票账户已经在下跌中亏得分文不剩。因为那时买卖股票，都是只需支付部分款项，其余资金由经纪商垫付。上涨

7

大部分新人的入市时机，往往是因为听说人人“都”在赚钱才动的心。而人人都赚钱的时机，往往是股市高危的标志。

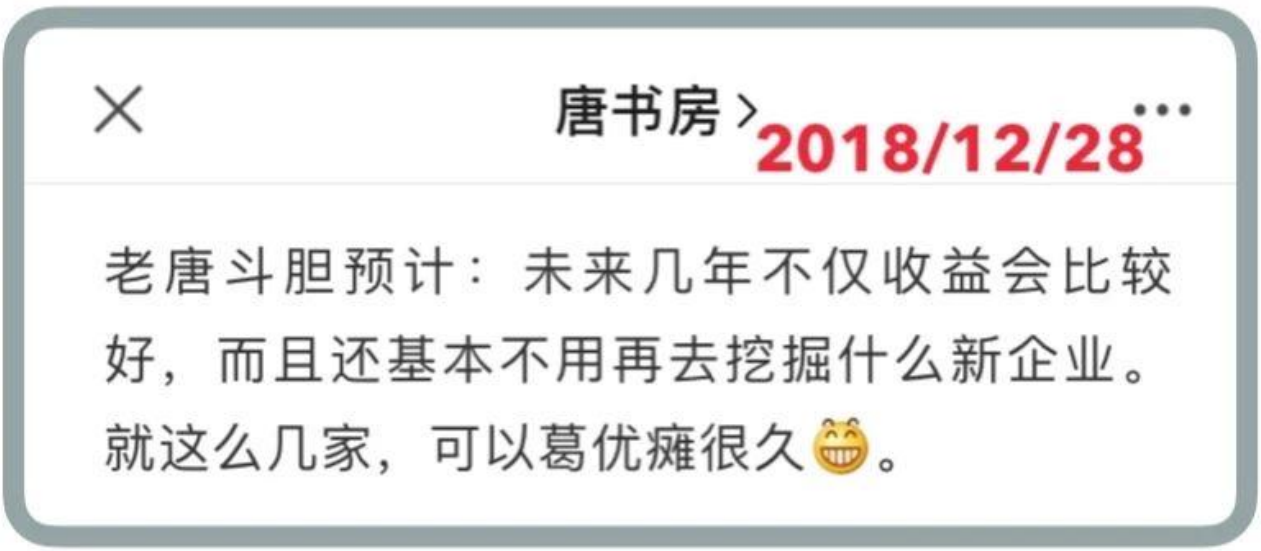
这是人性，不变的人性。

不因 1920 或 2020 而变，也不因蓝眼睛大鼻子或黑眼珠黄皮肤而变。

此时说这个，什么意思呢？

老唐历来不喜欢说模棱两可的话。我喜欢清清楚楚的结论，寻求对的清楚、错的明白。

正如在 2018 年的年终总结里，我曾白纸黑字地这样写到：



今天，在过去两年老唐实盘从 100 变 250 的时刻（1.59×1.57=2.50），老唐要套用 2018 年终总结用语，清清楚楚地劝告此时兴冲冲而来的新朋友们：

老唐斗胆预计：未来几年收益不会很好，而且还需要尽快挖掘新企业。否则，就实盘内这么几家企业，很难继续葛优瘫。

由于老唐实盘持股均已进入合理估值区域，甚至部分股票已接近高估区域，股价出现大幅波动（尤其是向下波动）的概率是大大增加了。

此时，若没有对企业的深入了解，没有对老唐投资理念的深刻认同，单纯的跟风抄作业，很大概率会在未来的震荡中割肉离场。

特此提醒！

注意，这是最近两年第一次发出针对整个老唐实盘组合的提醒。

注：老唐实盘记录 2019 年收益率 52%，此处却用 1.59×1.57 的原因见下图

希望朋友们，尤其是刚关注书房不久的新朋友们，最近一定要保持头脑清醒，不要被各大媒体、研究机构及什么网红大小 V 口中的牛市、结构性牛市、长期牛市言论所蛊惑。

你的长期收益，由你所投企业的经营盈利能力决定，不是由牛市决定。

过去两年，是确凿无疑的大牛市。是过去 20 年里，仅次于 2006~2007 年涨幅的第二大牛市。

那又怎样？照样隔三差五的弹出各种“X 万股民彻夜难眠”、“X 万股民哭了”的卖惨新闻；照样有一大堆基金亏损乃至清盘，更不用说中小投资者了。

多大的牛市里，都不乏亏光积蓄，赌咒发誓再也不碰股票的人。

要想在股市生存并长期获利，请一定记住《巴芒演义》344 页的这段内容：

投资和估值，不是要在某投资对象上赚一倍或赚十倍的思考方式，而是一个永续的思维模式：永远只

在两个可以理解的投资对象之间，选择产出更高的那个。它是比较，是选择，不是精确计算。

永远比较，永远选择，永远让财富以收益率更高的资产形态存在。至于回报更高的资产，市值提升得更快，最终导致投资者市值高增长，那只是由于资本在逐利天性推动下，同样也在追逐盈利能力更强的资产，最终导致资产市价被推高的被动结果。这就是巴菲特反复强调过的真经。

不要将一倍或十倍的希望寄托在某个代码上。不要盯着股价询问：现在能不能买？要去学习给企业估值，明白某企业大概能值多少钱。

否则，就是老唐告诉你某价位之下能买，某价位之前不需要卖，你照样可能赚不到钱。

我知道，鼓动一个人去学习和思考总是很难。

正如老唐前不久分享的《如何从零开始研究一家企业》系列六篇，第一篇阅读量 6.4 万，依次递减，到第六篇阅读量就仅有 2 万了。

不要说按图索骥去做研究，单是阅读现成的研究成果，就足够筛掉大部分人了。

为什么就那么难呢？

世间能赚大把钞票的事情，绝大部分都很难。

像深入研究企业这种能够带来千万、亿万甚至更多财富的事情，没道理会简单。对吧？

而且，更奇妙的是：投资领域里，你努力也不一定成功，但不努力却可以（当下）很轻松。这简直是偷懒的绝佳理由

你怎么选？

人生就是由一个一个选择组成的。

你的选择决定你的命运、你的未来、你所爱之人的未来、甚至后代的未来。

此刻，是选择随口一问“能不能买”，将命运交付给运气决定，或是交给网络那端的陌生人决定？

还是选择打开财报，像老唐一篇篇文章演示的那样，费尽移山心力，去搞明白一家企业“值多少钱”？

你决定。你承受。

本周运动

本周游泳 4 次，单次 1 小时。因天雨及低温，未有其他运动。

结果同口径除皮净重 85.3kg（175cm），环比上升 0.4kg

下周预计交易

无

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。文中提及的任何个股，都有**腰斩**或翻倍的风险。

请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记

祝朋友们周末愉快

秋水

总体感觉老唐您选的白酒，海康，分众在企业业绩预估方面都存在偏离，之所以涨幅好？个人认为与近一年多的赛道风格相对符合，受到了市场资金的追捧。就是市盈率的提升远远大于业绩的提升，更多反应的是情绪，而不是业绩的持续提升后情绪的提升。

唐书房

你说的挺好。我没啥补充的。如果投资需要“准确无偏差地”预测到企业未来的业绩才行，我后天就清仓存银行去

张亮

请问老唐，为什么每次你在写文章要引用某书的章节时，能马上找到这句话出现在哪本书的哪一页，并能截图出来，是有什么好方法，还是令人惊掉下巴地全记在脑子里了？

唐书房

不说假话的好处。每一句都是自己说出来的，当然知道自己会怎么说，然后一搜就找出来了

信念

是不是刷存在感的，每周都没操作

唐书房

“没操作“是投资过程中最重要的操作，也是最难的一种操作

alex

老唐大 V，个人认为你的持仓组合里除了腾讯没有科技股，未来 A 股很可能发生类似美股的变化，出现类似于美股 FAANG 的公司。我觉得这是你目前组合的最大挑战，即科技股配的不够。

唐书房

我眼中没有啥科技股传统股，只有看得懂的、看不懂的、没来得及研究的三种公司

第876篇.　　2020.12.08 - 老唐估值法答疑（续）

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-12-08

读过《价值投资实战手册》一书，或关注书房稍久的朋友都知道，老唐的估值体系简单粗暴，一点高

深莫测的东西都没有。

全套体系内容不过是：

在 All cash is equal 的原则下，对于符合三大前提的企业，不区分行业特色，不区分历史波动区间，一律以无风险收益率的倒数作为三年后合理估值的市盈率水平。

<即无风险收益率为 3%~4%之间，取值 25~30 倍市盈率。无风险收益率 4~5%之间，取值 20~25 倍市盈率，依此类推>

对于部分净利润含现金量低于 100%，但其他方面都符合的企业，对净利润予以折扣处理。体现在速算中就是取稍低的市盈率，即 1×80%×25=1×20。

三年后合理估值的 50%就是理想买点；

当年市盈率超过 50 倍，或市值超过三年后合理估值上限的 150%，就是卖点，以先到者为准；

期间波动不关我事，呆坐不动。

整个估值体系只有一个未知数：预计该企业三年后的净利润。

这套估值体系，老唐在过去的六七年里，码文无数，演示无数。

两年前还汇总聊过十大疑惑：《关于老唐估值法的十大疑惑集中解答》，发表于 2018 年 10 月 13 日。

今天再接着聊四个被追问较多的疑惑，算是续篇。

第一，关于 150%和 50 倍数据取值的疑惑。

很多朋友纠结“三年后合理估值上限的 150%是怎么定出来的？”

我认为这些朋友都是自己想的太复杂，把自己绕进去了

其实数据来源很简单。

①在过去的文章，以及《价值投资实战手册》里，我都谈过一个估值假设：当无风险收益率上限为 4%，永续增长假设为两倍无风险收益率（即 8%）时……

在这个假设条件下，今年的 50 倍与三年后合理估值上限的 150%基本等价。150%就是这么来的。

举例：假设今年净利润为 1 元，对应 50 倍市盈率为 50 元。

8%增长假设下，三年后净利润为 $1\times1.08^3=1.26$ 元，

此时三年后合理估值取 25~30 倍市盈率，故合理估值为 31.5~37.8 元。

通常我会在表格里写作 34.6±10%元，以强调「估值是个区间，而不是一个精确的数值」的概念。

合理估值上限的 150%，就是 1.26×30×150%=56.7 元，或 34.6×110%×150%=57 元。

按照 4%的无风险收益率计算，今天的 50 元等价于三年后的 56.24 元，即：今天收到 50 元去买 4%的理财产品，三年后会本息和会变成 $50\times1.04^3=56.24$ 元，与三年后合理估值的 150%（56.7~57）基本等价。

这意味着今天 50 倍卖出，是提前三年在合理估值的基础上加价 50%卖给接盘侠，符合老唐不占便宜不交易的投资原则。

第二，关于孰低原则的疑惑。

我选择企业，偏重于那些预计增长率会高于 8%的企业（看对看错是另一个话题），也就意味着卖点基本上就是当年的 50 倍。

比如预计 12%增长的，三年后净利润是 $1\times1.12^3=1.4$ 元，合理估值上限是 1.4×30=42 元，再乘以 150%是 63 元，远高于 50 元。

此时 50 倍市盈率就是那个“孰低”的“孰”。

至于为什么选 50 倍卖出，在 2019 年 4 月 20 日的《实战细节分析：老唐为什么不不卖茅台换分众》一文里，我已经写得清清楚楚。

直接拷贝过来。

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。

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。

注意，大概率≠必然。

股价长期在 50 倍市盈率以上位置波动的企业很多，我的体系注定会错过他们。

即使偶然狗屎运拿到这类企业，我也一定是分分钟被甩下车的命。

咱们自己搞清楚自己的定位，不是自己认知水平下的财富，坦然留给别人，不嫉妒不眼红

那么，**既然反正都是 50 倍市盈率卖出，为什么还要设置个孰低选项**呢？

主要为了容纳另外两种情况：一种情况是无风险收益率比较高的情况，一种是预计增长率非常低的情况。

比如无风险收益率在 5%~6%时，我给予三年后合理估值的市盈率倍数只有 15~20 倍。

此时，若今年利润为 1，年化增长 15%时，三年后合理估值上限的 150%为 $1\times1.15^3\times20\times150\%=45.6$，低于当年的 50 倍市盈率，提前触发卖出。

在无风险收益率比较高的时候，股票的估值中枢本来就应该比较低，提前卖出是我想要的。这是我设定 150%规则所意图容纳的第一种情况。

第二种情况，有时某些符合三大前提，只是因为预期增长很小、不增长甚至轻微负增长的企业，市场给予它的估值太低。

这种企业，我也可能会买入。买入的主要目的是获取估值回归的利润。

这种情况下，150%线也会提前于 50 倍 pe 线触发。

比如：今天利润是 1，未来三年预计年化增长 1%，三年后的净利润约 1.03。

则，三年后合理估值上限的 150%=1.03×30×150%=46.35，先于当年的 50 倍触发。

对于预计年增长低至 1%的企业，市场能给到 46 倍市盈率时，在我看来，要么是严重高估，要么是我对企业增长的判断可能有问题。

无论哪种情况，都不支持继续持有。此时先溜为敬，不需要再等 50 倍。

以上两种情况，就是 150%规则的存在价值。

多说一句：在低估与成长之间，今日之我更偏向于成长，低估类企业关注的少了。

第三，合理估值不到怎么办？

估值不是预测股价。

老唐对于符合三大前提的企业，取 25~30 市盈率为合理估值，以及选择在 50 倍市盈率卖出，**「绝对不是」判断三年后股价会涨到 25 倍、30 倍或 50 倍市盈率。**

这一点一定要真的明白，否则就和看图算命的炒家没有什么区别了。

看财报算命，并不比看图形算命更高端大气上档次

在老唐的投资体系里，不会以预测股价为前提去做决策。

三年后这家企业跌到 5 倍市盈率，或者涨到 200 倍市盈率，都不奇怪。

因为老唐体系里一个基本原则就是：市场先生是癫的，市场先生的出价，只能利用，不能预测。

我所有的估值数据都是一个比较，是一个对我而言是否划算的概念，是决定我将财富放在哪种资产上的个人标准。

这个概念，我在 2020 年 1 月 8 日的《不可思议，跨过这道坎，你居然只剩下赚和躺赚两种选择》一文里，也是详细阐述过的。

没法更细了，我只好还是直接拷贝。

在老唐估值法相关阐述里，老唐曾以多种方式反复提醒：

估值只是两种资产之间的比较，是永远将财富配置在盈利能力明显更强的资产上的选择行为。

至于市值增长，只是由于资本在逐利天性推动下，同样也在追求盈利能力更强的资产，最终导致资产市价被推高的被动结果。

因此，在老唐估值法里，从来不是表述：“三年后一定会到 25 倍市盈率”。如果建立在这样的预测上，那整个体系就坍塌了。因为它违背我反复阐述的原则：市场先生的出价只能利用，不能预测。

既然如此，这个 25 倍市盈率到底有什么用呢？

通常我的表述是：预计某公司三年后的净利润为 X。在无风险收益率低于 4%的情况下，按照 25 倍市盈率计算，合理估值为 25X。合理估值的 50%为我的买点。

注意，强调一下，25 倍的前提是企业必须符合三大前提：利润为真；利润可持续；维持当前盈利能力所需新增资本投入很少甚至无需新增资本投入。

如果你不能对一家企业做出这样三个结论，要么是它不在你的能力圈范围内，要么是它不适用于老唐估值法——很多企业都不适合用老唐估值法。

对于符合三大前提的企业，我将它三年后净利润的 25 倍视为其合理估值（即若企业三年后净利润为

4 元，则三年后合理估值为 100 元），实际就是简单地、保守地将其等价于三年后的现金，因为三年后 100 元现金每年可以获得大约 4 元的利息收入。

注：三年后的 100 元现金，今天的价值是 $100/1.04^3=88.9$ 元，即今天的 88.9 元本金按照年收益 4%计算，三年后会变成 100 元。这就是金钱的时间价值。

等价这个行为暗含着一个假设，是将企业三年后依然具有“可能”超过无风险收益率的潜在增长优势（“可能”意味着不是 100%确定），与现金资产虽不会有增长、但收益 100%确定的特性，做了模糊的相互抵消。

这也意味着，一个三年后不再增长的企业，如果用这种方法，可能潜藏着一定程度的高估。

这也是我始终注重所选企业，必须具有某种长期竞争优势的原因。老唐估值法需要预计它未来至少依然能够具备明显超越通胀的获利能力——比如获得超过无风险收益率的回报水平。

当然，预计的最终对错是能力问题，是另一码事。

因此，这个 25 倍市盈率合理估值，和市场届时能否到达 25 倍市盈率，完全不是一回事。

它只是我自己的一种内心活动：该企业三年后净利润为 4 元，合理估值为 100 元，我将其等价于 100 元现金资产。如果此时该企业售价 50 元，而我手头刚好有 50 元类现金资产，我愿意实施交换。

一旦理解了这种心理活动，就很容易明白，市场会给多少倍市盈率，关我 P 事？爱给多少倍就给多少倍。

我既不能左右市场出价，也不需要预测市场出价，我唯一的优势就是享有是否交易的决策权。

——这也是为什么投资需要长期性质的资金，为什么要尽量规避杠杆的原因。

短期资金性质或者杠杆的存在，都有可能会导致我们丧失这宝贵的决策权，可能在不合适的时机被迫与市场先生达成交易。

决策有三种：

①当我做出某企业三年后合理估值 100 元的判断后，遇到市价为 50 元，而我手头又刚好有 50 元现金时（与原本是否持有这家企业股票无关），笑纳市场先生的馈赠，用 50 元现金交换这份股权，赚市场先生一笔；

②当我做出某企业三年后合理估值 100 元的判断后，市价已经超过 150 元，而我手头刚好有这家公司的股票时，笑纳市场先生的馈赠，用股权交换市场先生 150 元现金，赚市场先生一笔；

③当我做出某企业三年后的合理估值为 100 元的判断后，市价既没有达到 50 元，也没有达到 150 元时，继续追剧、看书、运动、旅游、扯淡……。赚不到市场先生的，只好将就着笑纳企业一天天真金白银的经营获利。

这些经营获利，要么通过年度分红落入我的腰包，要么变成企业扩大再生产的资本去赚取更多获利——当然，也有令人痛心的情况，就是没有分红的钱，在企业账户上连 4%收益也没产生，这是一种价值毁灭行为。

至此，投资者在市场只能遇到两种状态：一种是情况①和②，作为市场先生的交易对手，通过资产交换行为，提升掌控资产的盈利能力；另一种是情况③，作为企业股东，通过雇佣经理人和员工经营，躺赚企业经营盈利。

这就是标题所指的，你只有两种状态：赚，躺赚。

上文中，之所以对于三年后合理估值 100 元的企业，我今天只愿意出 50 元交易，是因为①估值是一个区间、②我的判断一定会出错，以及③不占便宜不交易，所以，我只在合理估值的折扣基础上与市场交易。

折扣是必须的，无折扣不交易。否则就相当于要求自己的判断 100%正确。事实上，我们都知道 100%正确是不可能的。

但多大折扣是主观的、经验的，你可以修改。

怕就怕有的人太“聪明”，会根据情况“实时、灵活、机动的”调整。那就瞬间从市场先生的交易对手，变成了市场先生的提线木偶。

前几天有位朋友分享了褚时健（原红塔集团董事长，出狱后包荒山种橙子，建立褚橙品牌）的一段话，用在此处，简直天衣无缝。

记者问：为什么种树苗的坑要规定成这个尺寸？

褚时健：其实也没啥科学依据，比这个标准大一点，小一点都没问题。但是如果没个标准，农民可能会错的很离谱。

睿智吧。

卖出标准就像褚时健给农民规定的果树坑一样，本来稍大点稍小点都没啥问题。

但必须规定成准确的、呆板的、不知变通的标准，否则自己就会在近因效应的干扰下，乱来一通，会「错的很离谱」

——千万不要过于相信自己的定力。你我皆凡人，不可能不受干扰的。坐怀不乱柳下惠，不是传说就是器械不对

聪明人都喜欢随鸡应变、见鸡行事、闻鸡起舞、鸡动灵活、既要鸡头又要凤尾……

老唐不行。老唐又笨又懒，反应迟钝还不肯花时间看盘。

所以我只能练熟一套太祖长拳，练成肌肉记忆、条件反射，练到不需要过脑，然后就可以省下一点儿脑花去看弱智剧和 YY 小说了

所以，我给自己定下“呆板的、不知变通的”折扣规则：

三年后合理估值的 50%买入；当年 50 倍 pe 或三年后合理估值上限的 150%卖出（孰低）；期间波动不关我事。

我自认这个规则，经得起打破砂锅问到底的逻辑拷问，也综合考虑了成长、折现、安全边际、回报要求及实现概率五大因素，所以我现在只是照章办事。

不寻求每次都占“尽”好处，但求每次都有好处可占。

至于其他人是否有更完美的办法，与我无关。

我又不抢江湖兵器谱排名，干嘛一定要找到那个传说中“最”完美的策略？

过好自己的日子、畅饮自己杯中小酒、赚到自己能力范围内的钱，不操自己操不了的心，不眼红大杀四方的神……

这就是我想要的人生。

简单的人生，快乐的人生图片

第四，零利率地区，合理估值市盈率是否无限大。

在谈论这个问题之前，首先要解释一下零利率。

我们通常听到新闻说某国央行将利率降至零，那并不是针对投资者的。企业家在市面上也借不到不要利息的资金。

这个零利率是一种宏观调控政策，是央行给银行放款的利率。目的是推动银行向市场投放更多信贷，推动市场货币量上升。

这个零利率（包括极端情况下罕见的负利率），并不代表市场无风险产品收益率为零。实施零利率政策的国家，也只是无风险收益率比较低，比如1%左右。

即使是这个1%左右的无风险收益率，也不能直接对应100倍合理市盈率。

原因有二，都是以前答过的，我直接拷贝。

①在没有外汇管制的国家和地区，要选择他们能够自由投资的任何无风险收益产品，而不是限于本国存款利率或债券利率。

②无风险收益率很难长期保持在2%以下（指名义收益率）。

背后的原因，是法币天然有通胀属性，而政治学界和经济学界也普遍认为2%左右的通胀是“好的、良性的”，可以刺激投资和消费。

所以一般来说，名义无风险收益率水平，要高于这个被认为是“好的”通胀率水平（资金出借才有真实收益）。

正因为如此，即使有低至1%的无风险收益率出现，市场通常也会预期它只是短期的，很快就会提升。

毕竟央行拥有无限发钞权，有低利率的宏观环境支持，再傻的央行也会发钞的（况且没有哪个央行是傻的），政客们也有无穷的动力去要求或游说央行发钞。没有例外。

这种预期下，短期超低利率水平很难成为市场估值中枢。

所以不建议用超过50倍的数据去考虑合理估值水平，尤其是三年后的合理估值。

我个人一般不会使用超过30倍的数据，哪怕当下利率真的已经降低至零。

完毕。

希望不用再写《续的续》

唐朝(朋友)

文章开头的全套体系内容里，漏写了一句话，置顶补上：高杠杆企业打七折。

小麦

唐老师，好奇你一开始也是这种投资方式吗，还是短线赚了钱转为价值投资，我们散户一开始资金就没这么多

唐书房

如果短线能赚钱，何必转价投。如果短线不赚钱，为何等以后？

天天吃土的谢鹏勇

所以老唐绝对不会买爱尔恒瑞这种长期高估值公司？

唐书房

这取决于我是否有能力估算它的盈利能力，若是三年净利润能涨 6 倍，今天 90 倍市盈率我也敢买。问题是，我有能力、有胆量预测它三年增长六倍吗？有就会买，没有就不会买。

天天吃土的谢鹏勇

只预测三年有点短吧。自由现金流折现法通常是计算增长价值和永续价值两部分，这个方法计算预测的年限也有不一样的，比较主观。假如只算三年是不是就说明这家公司只增长三年，以后就永续增长了？这明显不太合理，爱尔眼科，恒瑞过去十几年都是维持稳定且高速的增长，未来也会高速增长，假如我们穿越十几年前看当时的估值就不觉得那时候的估值贵了。

唐书房

三年我都预测不出来，你还期望我预测出十几年的？

张效敏

50 倍市盈率和 150%，这次终于彻底明白了，很抱歉上次把这两个概念弄混了。

还有个小白的问题，老让估值表提供的都是市值，为什么不转化成价格，那样不是更明确吗？

唐书房

第一，要建立买股票等于买公司的概念，所以要时刻用买下整个公司需要多少钱的角度去考虑。第二，如果连市值和股价之间的关系都对应不起来的人，要想尽一切办法不能让他/她明确，否则他/她真可能会交易。

Doug Ross

请问老唐，刚根据《夹头手册》第 11 页，中国从 1987 年到 2017 年的货币总量算了下，年化通胀率高达 20%啊

照这通胀率，即便由巴菲特理财，也是包输，不得不将自己的财富送人啊

唐书房

这是你对通胀的误解。简化举例，原来市场有 10 元钱，也有 10 个蛋。后来钱变成 200 元，而蛋变成 100 个，货币总量是变成了 20 倍，但通胀并不是跟着 20 倍，只是 2 倍

Doug Ross

懂了，货币总量增加，既有核动力印钞机的功劳，也是社会 real wealth 的增加的结果

一平

老唐，有个逻辑没搞懂，美国制裁海康为啥要禁止投资其股票？卖股票又不能搞垮公司？

唐书房

禁止美国机构支持中国军方相关企业。你买入一家企业的股票，就相当于从边际上增加其流动性，减少其融资难度，降低其融资利率。这就是你的贡献。美帝现在是不准他们家企业支持我们家军方。

第877篇.　　2020.12.10－关于老唐新书《手把手教你读财报：新准则升级版》的相关事宜汇报

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-12-10

先说大家最关心的：

①《手把手教你读财报：新准则升级版》平装版，预计 12 月 28 日前全网上线，估计元旦前大部分朋友都能到手；

②精装签名版 12 月 21 日预售。当天会在书房推送下单链接——只针对书房的朋友们，其他地方不发售。

定价仍为 89 元，预定时间依然是 48 小时，上限 5000 册。

③但是提请注意：精装版由于需要单独申请书号、且印刷装潢工艺比普通版复杂，加上需要老唐逐本签名等原因，预计 1 月 11 日前发货，比平装版面世时间晚两周左右。

意图先睹为快的朋友们，就不要下单精装签名版了。

④鉴于年初《巴芒演义》签名版发售时，一度将出版社网店服务器挤崩溃了几十分钟——老唐真诚感谢大家的认可和支持

这次采用平装版先上市的尝试，看是否能够减轻朋友们预定签名版的难度？

也或许可能完全不用抢的，预定量可能惨不忍睹。

总的原则就是：**48 小时内，预定数量达到 5000 册时，预定结束；**

若 48 小时内预定数量不足 5000 册，预定同样结束，印厂按实际预定数量印刷。

⑤本次不设置签章版。统一为签名版，全部均有老唐签名、日期及私章。

如果预定量在 3000 册以内，每本书上都有老唐额外写的一句话。

如果预定量在 3000~5000 册之间，会有 50%以上、3000 册以内的签名版有额外的这句话。

出版社随机发货———望朋友们体谅，实在是手腕承受不了签更多

要点说完了，以下简单聊聊升级版本身。

光阴似箭，眨眼间《手把手教你读财报》第一版面世已六年。

六年里，这本书的纸质版印数超过 50 万册，在小众的财务类书籍中算是一个小小的奇迹。

图书市场财务类书籍数目繁多，其中不乏顶级学府会计学专家、教授的著述，大家又都是阐述的同一套会计准则，除表述方式有别之外，其实内容大同小异。

这种情况下，为什么《手把手教你读财报》会受到读者的广泛追捧呢？我个人觉得，主要是因为这本书拥有以下三个特点：

第一，立足实战，是投资者写给投资者的书。

老唐本人是一名投资者，且长期使用财报分析企业，并根据分析结果指导自己的投资决策。

所以这本书的内容尽最大可能，卡在一名普通投资者需要知道的财务知识边界上，让读者既不至于因为未知而对财报心存恐惧，也不至于为没有必要深入研究的冷僻知识耗费过多精力。

因为是写给投资者的，所以这本书的重心并不是怎么记账，怎么做好一名会计，甚至全书没有一处使

用“借记××、贷记××”这样的表述。

全书始终坚持以投资者的视角，重心在于如何理解财报数据反映的企业运营状态，以及数据本身有没有矛盾和可疑的地方。

同时，老唐本人的微信公众号“唐书房”，也持续地展示了如何利用《手把手教你读财报》里的知识，对公司展开分析的过程以及如何做出投资或不投资的决策。

自 2014 年初公开至今的老唐实盘，在极少交易、永远满仓、从不使用任何杠杆的情况下，年度收益率分别为 62%、13%、23%、62%、-18%、52%、59%（均不含新股中签收益）。

以不满七年的时间，让期初 1 元变成今天的 7.24 元，年化收益率近 33%，且其中每一年的收益率均跑赢沪深 300 指数。

不仅是实盘收益率，书房大量的实时文章涉及对数十家上市公司的分析或排除。分析过程和结论经受住了时间的严酷考验，也证明了《手把手教你读财报》一书所含知识的有效性。

第二，简单易懂，是自学者写给自学者的书。

老唐本人没有读过会计专业，也没有从事过会计或财务相关工作，仅仅是因为投资需要，被迫在阅读公司财报的同时，通过书籍和互联网自学财务知识。

因此，对于非专业自学者在学习过程中可能会遇到的问题，老唐都一一亲身遭遇过。

这种感受，科班出身的专家、学者是很难体验的。

他们往往无意识地默认读者应该具备某些基础知识、应该理解某些术语，因而导致作者和读者之间的沟通，存在错位和误解。

同时，由于会计准则强调表述严密，讲究穷尽一切可能，加上我国会计准则本就是从国际会计准则翻译引进，整套准则的行文充斥着英文从句套从句的多层“套娃”结构，常常导致普通读者感叹“每个汉字都认识，连在一起不知道说的是什么”!

刚巧，老唐有一项被许多朋友称为“中翻中”的特长——将艰涩深奥的表述转化为简单易懂的日常语言。

在不追求绝对严谨的前提下，本书尽最大可能规避艰涩术语，帮助读者迅速理解会计规则的核心含义，并运用到投资实践中去。

同时，《手把手教你读财报》摒弃了大多数同类书籍从宏观入手，从战略入手，从三大表钩稽关系入手的"大气"做法，

坚持小处着笔，以读者拿到一份财报翻开第一页的假设开始，逐项讲述财报的含义、与投资的关系及数据代表的企业经营状况，真正做到手把手地学习。

第三，功能明确，建立了“财报是用来排除企业的”理念。

长期以来，同类图书大多侧重于阐述如何从财报数据里挖掘和发现牛股。

但以老唐的个人经验看，依赖财报挖掘牛股并不靠谱，依赖中国 A 股上市公司的财报挖掘牛股更加不靠谱。

财报只能作为我们分析企业的起点，而不是唯一的工具。

它真正能提供的帮助是提示风险，是引导我们避开竞争力低下、确定性不足及财报数据可疑的公司。

投资一家企业的核心问题，是弄明白企业价值，其中尤其重要的是考虑企业未来的增长（清算上市公

司对于小股东而言，更像是镜中花水中月）。

对企业价值或未来增长的研究，都必须建立在企业具备真实盈利能力和诚信管理层的基础上。

财报最靠谱的功能，是帮助我们质疑公司的真实盈利能力及管理层的诚信度。

所谓真实盈利能力，指公司在自己擅长的主业领域，靠具有竞争力的产品或服务持续获取利润的能力。

那些靠赊销，靠处理家当，靠股票或房产等投资对象的短期价格波动，靠说不清道不明的关联交易等手段创造收入的企业，是我们读财报过程中首先需要排除的对象。

很巧，长期的投资经历告诉我，不诚信的管理层往往和通过上述手段创造收入的公司高度重叠。

毫无疑问，无论是在收入、费用，还是在资产和负债上动手脚的管理层，我们必须在发现的第一时间远离。

投资者永远不要梦想和骗子合作能够获得良好收益。即使短期会有，也大概率是鱼钩上的饵。

但是，正如伯克希尔董事会副主席查理·芒格的名言“反过来想，总是反过来想”，如果我们能够不断排除竞争力低下、财报数据可疑的公司，坚持与具有核心竞争力、具备诚信管理层的公司为伍，想不赚钱反而会成为一件很艰难的事情。

正是在这种思考结论的指导下，本书提出了“财报是用来排除企业的”理念，并将其作为全书的主要指导思想。

在我看来，以上三条特征或许是《手把手教你读财报》大受欢迎的主要原因。

在本书第一版出版后，财政部于 2017-2019 年对会计准则体系集中做了几次大修。

修订和新增涉及全部 42 份会计准则中的 10 份。其中比较重要的有:

2017 年 3 月，财政部修订发布了《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》《企业会计准则第 23 号——金融资产转移》《企业会计准则第 24 号——套期会计》;

2017 年 5 月，财政部修订发布了《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》。

以上准则，在本书中合并简称为“新金融工具准则”。

新金融工具准则要求境内外同时上市及境外上市企业，自 2018 年 1 月 1 日起施行；其他境内上市企业（含新三板挂牌企业，下同）自 2019 年 1 月 1 日起施行。

2017 年 4 月，财政部发行《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》，要求自 2017 年 5 月 28 日起施行;

2017 年 5 月，财政部修订发布了《企业会计准则第 16 号——政府补助》，要求自 2017 年 6 月 12 日起施行。

2017 年 7 月，财政部修订发布了《企业会计准则第 14 号收入》（简称“新收入准则”）。

新收入准则要求境内外同时上市及境外上市企业，自 2018 年 1 月 1 日起施行；其他境内上市企业自 2020 年 1 月 1 日起施行。

2018 年 12 月，财政部修订发行了《企业会计准则第 21 号—租赁》（简称“新租赁准则”）。

新租赁准则要求境内外同时上市及境外上市企业，自 2019 年 1 月 1 日起施行；其他境内上市企业自 2021 年 1 月 1 日起施行。

这些修订后的会计准则，以下合称“新准则”。

新准则的实施，增减了部分财报科目，改变了部分科目的内容和含义。尤其是新金融工具准则和新收

入准则，对企业财报的内容影响较大。

于是，《手把手教你读财报》有了更新升级的迫切需要。

《新准则升级版》新在哪里 ？

《手把手教你读财报：新准则升级版》在第一版的框架结构下，补充阐述了上述新准则所导致的改变。

但考虑到一名合格的投资者，既有阅读公司最新财报的需求，也有阅读公司历史财报的需求，因此，本书没有直接删改旧准则内容，而是做了以下这些工作：

首先，老唐重写了 2015 年元旦出版的第一版内容，力求让它更加简洁易懂。

这个重写过程，没有掺入任何未来函数，仍然是立足 2014 年底，利用当时的会计准则讨论如何阅读财报。

对于容易由时间问题引发的表达歧义，按需备注了原文所指的时间。

其次，由于本书以贵州茅台财报为范本，而贵州茅台公司业务相对简单，很多复杂业务和复杂会计科目都没有涉及，但这些却可能是投资者阅读其他公司财报时所需要面对的。

为此，老唐仍然立足于 2014 年底，按照原会计准则补充了部分贵州茅台财报不涉及的内容，比如借壳上市、股权激励、股票回购、利用股票交易操纵利润、金融负债、其他权益工具等。

朋友们阅读新准则施行之前的公司财报，可以参考以上两部分内容。

最后，新准则涉及的改变，老唐在对应章节后附加了名为“新准则升级版”的板块进行针对性阐述，主要集中在资产负债表和利润表章节，其他章节也有少量分布。

这样，本书可以视为由两部分组成：

一是《手把手教你读财报》第一版的“优化修订版”，适用于阅读新准则施行前的历史财报。

二是“新准则升级版”，适用于阅读新旧准则交接及之后的公司财报。

考虑到这本书的主要目的是学习如何阅读财报，而不是去分析一家新公司的投资价值，本书升级版部分依然是以贵州茅台 2019 年财报为主要依据。

对于贵州茅台财报没有涉及的科目，则引用了分众传媒、海康威视、腾讯控股等公司的相关素材。

总体来说，阅读过第一版的朋友们所储存的知识，在阅读升级版的时候，依然会用得上。

不过，升级版的阅读既有省力的地方，也有费力的地方。

省力的地方，是第一版面世这六年里，老唐可能面对过读者数千次提问，对于哪些地方容易引发阅读困惑，不敢说了如指掌，但还是基本有数了。

升级版的原准则部分，老唐结合《手把手教你读财报：陪读问答》及其他多次出现过的提问，对原文进行了大量的改写。

个人认为“修订优化版”部分，阅读体验会比原版轻松愉快的多。

但是，升级版部分，我在深度和广度上稍微加了一点力。

原因嘛，是因为我发现第一版的大部分读者，其实并不是只将这本书当做财报入门读物看待。

经常有朋友向我反馈，自己读过三五遍、六七遍，甚至还有读过十多遍的。

很多朋友翻烂一本再买一本，有些朋友甚至是同时买几本，有放家里的，有放工作场所的，还有随身携带的。

在和这些朋友的交流中，我逐步意识到朋友们更倾向于将它作为工具书使用，在阅读财报遇到问题时，

打开《手把手教你读财报》来查阅。

基于这样的认识，尤其是考虑到升级版的读者群体，很可能大部分都读过第一版。

所以这次升级过程中，我在深度和广度上略作了加强，总体原则是宁难不缺，期望升级版能继续成为朋友们手边的常备工具。

这样选择的结果，导致这本书的知识点比较密集，学习曲线略偏陡峭，初读的时候可能感觉压力稍大。

而且，书中有些知识点，其实弄懂了也没多大价值。

比如其他综合收益里的“设定受益计划、现金流量套期储备”等内容，理解起来不简单，但对于财报分析的价值基本为零，很可能这辈子也用不上。

然而，作为一名投资者，我深知，如果财报的某个知识点没搞清楚，无论这个未知的点，对企业价值是否有影响，它总会在我们内心埋下一颗怀疑的种子。

在未来长期持有这家公司的过程中，一旦股价出现大幅波动，这颗怀疑的种子就有可能在恐惧中迅速膨胀，无厘头地击溃我们持股的信心。

所以，即便是一些不那么重要的知识点，只要是出现在报表上了，老唐还是尽最大可能做了阐述。

或许你看明白后，这部分就可以永远不用再去关注了。我想，能让你放心地跳过某个财报科目，也算是一种价值吧。

在老唐至今出版的书籍里，这本《手把手教你读财报：新准则升级版》和《价值投资实战手册》、《巴芒演义》结合，算是老唐个人投资体系的完整分享了

——另外一本《手把手教你读财报 2:18 节课看透银行业》是专门针对银行股财报的。如果不是对金融企业有兴趣，该书可以不读。

《价值投资实战手册》汇集了老唐个人的投资理念、估值方法及部分实战案例演示；

《巴芒演义》阐述了这些投资理念和估值方法的来龙去脉，一招一式的源头在哪里，逻辑是什么，前辈大师们为这些经验和教训走过哪些弯路，付出过多少真金白银；

而这本《手把手教你读财报：新准则升级版》，则是研究企业的过程中，必须具备的财务知识和避雷技巧。

《价值投资实战手册》是纲，《巴芒演义》是道，《手把手教你读财报》算是术。三本合一，就是老唐个人二十多年里所思所想的整个投资体系了。

它的实战效果，又可以通过公众号“唐书房”里持续和实时的企业分析及实盘记录来观察和验证。

本书的出版要特别感谢中央财经大学会计学博士、楚天龙股份有限公司财务总监袁皓先生图片

该书第一版及升级版，都得到了袁老师严谨认真的专家审读。尤其是升级版，袁老师给出了超过 2000 字的修改意见，让本人受益匪浅。感谢袁老师图片。

最后，希望这三本书及公众号“唐书房”，都能成为朋友们投资道路上的好帮手图片谢谢朋友们。

唐书房

2020-12-11

周六的实盘周记乌鸦了？但是，可是，但可是，并不是老唐干的，老唐一股未卖😝不要问我发生啥了，我也不晓得。在我看来，接近高估区域，随时都可能会借’故’下跌。这个’故’千奇百怪，防不胜防，我有

自知之明，早就放弃预防和猜测了

唐书房 >

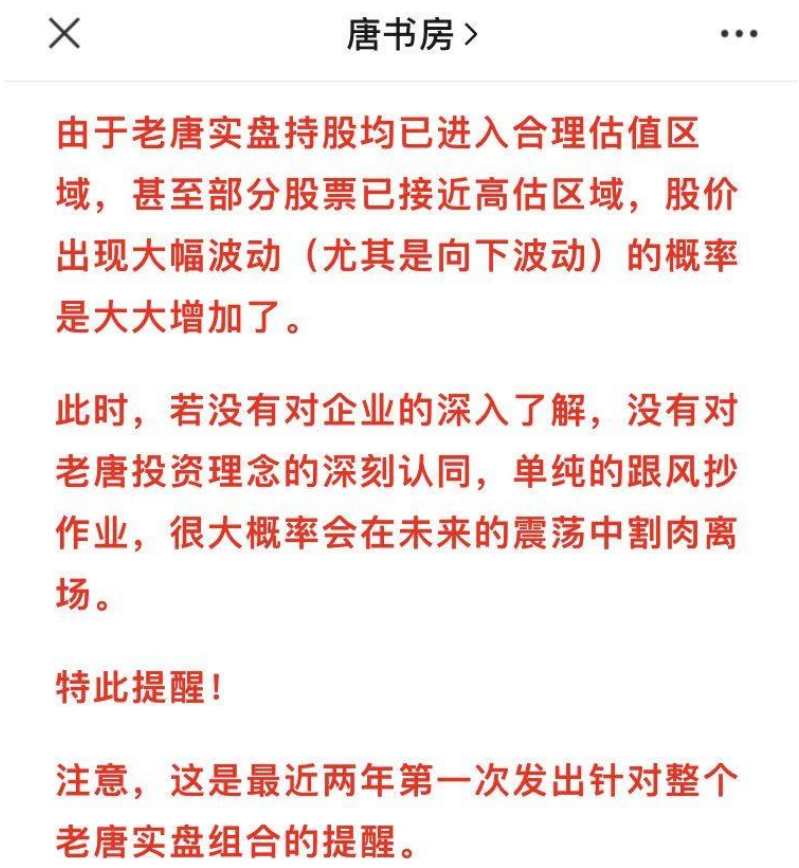
但是，老唐在此刻要提请朋友们注意：

切勿将今天的快活，演化成对未来的乐观。

快活是自己过去的判断，得到验证后的正常情绪反应。

但若将这种情绪带入到对未来的判断里，那可能是要吃亏的。

之所以要做这个提醒，是因为最近书房里类似“洋河/分众目前可以介入吗？”的留言泛滥起来了



第878篇.　　2020.12.12 - 每个人都能成为自己的巴菲特——by@616585069

616585069　唐书房　2020-12-12

老唐的新书《巴芒演义》读完了。

本来是准备在唐书房看连载的，但是引人入胜的情节很快促使自己在当当上购买此书。

这是一本易于阅读的通俗财经类书。作为重度的拖延症患者，我也只是在拿到此书的三天内就一口气就通读完了。

看完之后，我的第一感觉是“老唐说这是自己最得意的作品”，诚不我欺也。

42 章，32 万字的作品，不仅内容丰富、史料翔实，而且阅读体验非常好，读起来节奏轻快，读完后让人酣畅淋漓、意犹未尽。

如王冠亚所说，极具有投资类文学作品的美学价值。就我个人而言，主要的体会有以下三点。

一、《巴芒演义》打开了价值投资学习的窗户

自 1602 年荷兰东印度公司首次发行股票以来，人们已经有了 400 多年的股票交易历史，这期间演绎了多少起一夜暴富而又突然破产的故事。

在价值投资之外，主要的获利方式有 3 种，一是技术分析、二是庄家分析、三是内幕消息。

但是对于普通投资者来说，这些方法都只是击鼓传花的赌博方式、高位接盘的搏傻游戏，难以学习掌握，股市对普通大众如同赌场一般存在。

直到 1934 年格雷厄姆的《证券分析：原理与技巧》出版以后，股票投资才被真正认定为是一种具备

逻辑基础，可以理性计算、充满确定性、可以产生复利的行为。

（中翻中的意思是，普通人可以通过学习并假以时日通过股票投资获得财富增长。）

但价值投资的理念形成并非是一蹴而就的， 85 年来，价值投资的理念一直在实践中演进变化，目的是追求更加确定性的财富增长。

这期间格雷厄姆、巴鲁克、费雪、施洛斯、巴菲特、芒格、林奇等大师轮番登场、各显神通，制造了一个又一个的投资神话。

大师们交易理念各有特色又互相影响，如蜘蛛网般盘根错节地交织在一起，对于价值投资的初学者来说，很难理解其发展脉络，厘清相互之间的关系。

《巴芒演义》很好地解决了这个问题，系统而又清晰地梳理了价值投资发展的历史进程。

从格雷厄姆早期的套利模式到施洛斯纯正烟蒂股模式；从巴菲特、费雪的陪伴优质企业成长模式，到低费率指数基金模式，老唐娓娓道来。

用章回体小说的方式为读者一一讲述，用通俗易懂的语言为读者介绍了各个流派的前世今生。

大师封神的过程可以很容易在书中定位查阅，书后还附上详细的参考资料以方便更深入的学习，可以说《巴芒演义》为我们打开了价值投资的一扇窗，可以作为学习价值投资的索引。

（但我以为有唐朝的梳理加解读，通过阅读此书加上唐书房的核心五篇大法，读者已经可以基本掌握价值投资的基本理念，开始进行实战了。）

二、《巴芒演义》提供了可复制的价值投资路径

《巴芒演义》重点阐述了格雷厄姆、巴菲特、芒格三位大师成长的过程，从一件件鲜活而又具体的投资案例可以看出，大师也是从普通人修炼而来的。

曾记得，股市繁荣疯狂的阶段，格雷厄姆也喊出了“好的投资就是好的投机”，事后却换来大幅亏损，几乎绝望地要自杀；巴菲特曾因为纠结于 1.5 万美元的预期利润而深陷伯克希尔的泥潭；芒格则是因为对可口可乐过度乐观拒绝在高位卖出反遭受市场的蹂躏。

大师似乎也不过如此，普通人犯的错误，大师一样也会犯，但大师之所以成为大师是因为他们不仅会反思自己的错误，而且会从别人的错误中总结吸取教训，这才是他们的过人之处。

大师们的成功与失败的案例，为我们搭建了一条可复制的价值投资之路。

唐朝在《巴芒演义》中对大师的重要决策进行了详细的分析，可可豆套利案、喜诗糖果、布法罗晚报案、美国运通、通用再保险，一件件投资案例加上唐朝视角的解读，让我们详细了解了大师们决策的过程。

但简单的模仿并不能为我们带来成功，也许会带来失败，要想成为自己的巴菲特，一定要结合自身的实际情况独立做出决策，“抄作业”要抄出自身的水平。

所谓“真知行不难”，掌握然后深刻理解价值投资的理念方法，并在结合实际情况践行之，财富增长就是水到渠成的事情。

或许，从另一个角度来看，大师的成功决策难以复制，但如果我们竭力避免再犯大师的错误，那么是否就远离了失败，如芒格所言“如果我知道会死在哪里，那么我就永远不去那里”“反过来总是反过来想”，使自己立于不败之地。

剩下的就交给时间，先从指数基金开始，再逐步提升自己的能力圈，先赢而后求大赢。

看完《巴芒演义》，然后从这本书里走出来，你会发现价值投资的康庄大道就在眼前了。

三、《巴芒演义》揭示了价值投资的真谛

杨天南老师对《巴芒演义》的评价是“在严肃的历史中潇洒穿行”，这句评语可以作为我们进行价值投资的宗旨或者真谛。

严肃不易，在投资过程中要始终保持理性审慎的态度，研读报表、熟悉会计法则、掌握企业的盈利模式、对企业进行估值，这些工作都需要大量艰苦的付出，对于兼职投资者是不难么容易做到的。

我们也绝不能用“模糊的正确”来作为自己懒惰的理由，因为每个人都必须对自己的财富负责。

潇洒更难，从投资价值观的角度看，投资很简单但不容易，如何看待市场波动，如何看待隔壁老王挣得比自己多，没有乐观豁达的人生观或者财富观，很难破除这些心魔。

潇洒不仅是对投资的态度，更应该成为我们对待人生的态度。

佛曰：人生面临八苦，生、老、病、死、爱别离、怨憎会、求不得、五蕴炽盛，终生皆苦，唯有自渡。

大师们获得了巨额财富，但是并不一定是就获得了快乐，或者说大师的快乐不是我们普通人追求的快乐。

巴菲特过着简朴的生活，一度认为比挣钱更快乐的事情是挣更多的钱，其目的只是为了用财富搭建布道的舞台；

施洛斯在壁橱里过着苦行僧般的生活，只是为了降低不必要的支出成本。

相比之下，芒格对于财富的态度才是我们普通人需要学习的，用财富来改善生活的品质，制造快乐，财富只是帮助我们实现人生自由状态的工具。

在此前提下，价值投资带给我们更多的是内心的宁静，是每日“跳着踢踏舞”上班生活，和优秀的人共事的快乐，用潇洒的心态去对待得失，只求日拱一卒，永远保持对世界的好奇心，这也许才是价值投资的真谛所在吧。

记得老唐在书房中谈及“卖出股票的原则”，排名第一位的是“急需用钱时卖出”，在老唐心中股票价值再高也应该让位于个人或者家庭的紧急需求。

财富应该是服务人生的工具，这何尝不是一种“估值”？

这种估值已经是一种超越了技术层面，而是对人生价值的估值，比费雪的卖出原则更高一筹。

但现实中很多人并不能明白这一点，戚戚于富贵，汲汲于名利的人不在少数，为了账户上的浮盈浮亏喜悲无度，最终伤害了自己的健康、家庭的幸福，最终或许会有钱，但是失去了内心的宁静和家庭的幸福，再多的财富又有什么意义？

人生如雪泥鸿爪，投资何尝不是如此，愿我们以“竹杖芒鞋轻胜马”的豁达心态，去追求“也无风雨也无晴”的人生宁静。

以上是读完《巴芒演义》的一些思考。

自从关注唐书房公众号以来，学习了很多、进步了不少。

很高兴投资路上有老唐作伴，这种安全感带来的幸福感，难以名状。借此机会向老唐致谢！

第879篇.　　2020.12.12 - 老唐实盘周记2020/12/12

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-12-12

本周交易

无

当前持仓

目前持仓茅台 37%，腾讯 23%，洋河 18%，分众 11%，古井 B5%，海康 5%，另有上海机场 1000 股观察仓不计。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	37%	24000±10%	＜12000	27000	22863	1820.00	56.09%
腾讯控股	23%	66000±10%	＜33000	72500	47564	588.00	57.05%
洋河股份	18%	3150±10%	＜1575	3700	3024	200.64	86.64%
分众传媒	11%	……	＜670	1585	1384	9.43	52.34%
古井贡B	5%	770±10%	＜385	900	401	94.28	36.30%
海康威视	5%	4400±10%	＜2200	5800	4156	44.47	38.80%
沪深300						4889.63	19.36%
上证指数						3347.19	9.74%
2020/12/12			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8442	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	37%	24000±10%	＜12000	27000	22525	1793.11	53.79%
腾讯控股	23%	66000±10%	＜33000	72500	47497	588.50	57.18%
洋河股份	18%	3150±10%	＜1575	3700	2967	196.88	83.14%
分众传媒	12%	……	＜670	1585	1509	10.28	66.07%
古井贡B	5%	770±10%	＜385	900	392	92.50	33.73%
海康威视	6%	4400±10%	＜2200	5800	4287	45.87	43.16%
沪深300						5065.92	23.66%
上证指数						3444.58	12.93%
2020/12/5			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8423	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同，而发生小幅变化；

②老唐买点或卖点，代表如果公司总市值触及此数值，老唐计划买入或卖出。与个股历史买入成本无关；

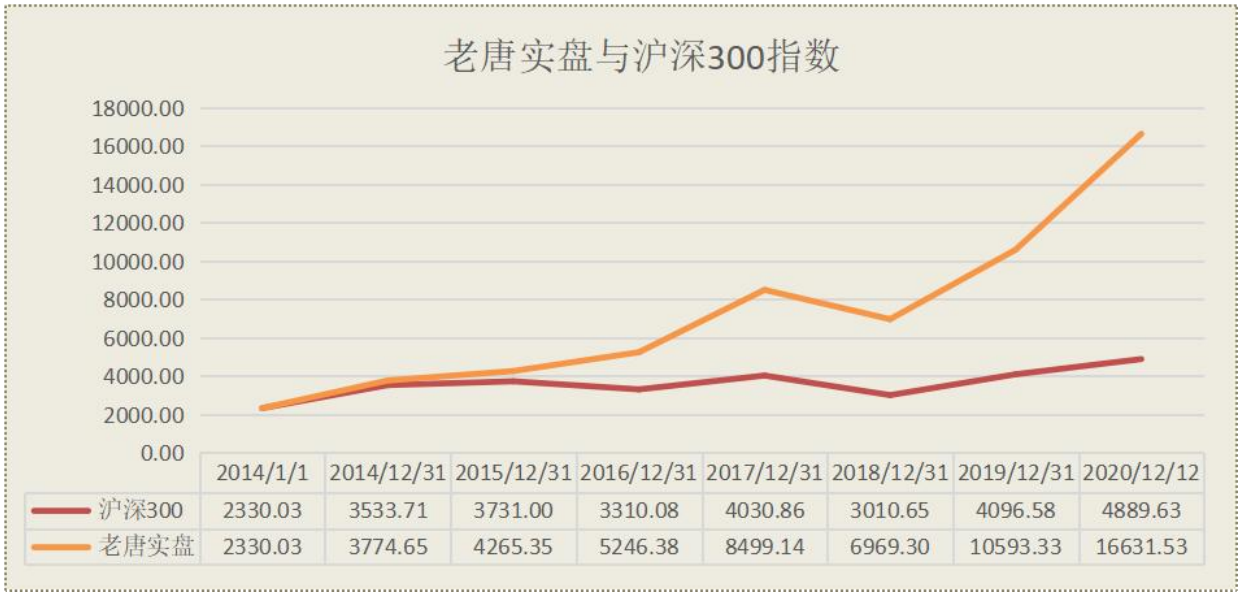
③仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2020 年内收益 57%（四舍五入数据）。

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，57%（均不含新股中签收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 714。以 6.95 年折算，年化收益率约 32.7%。



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/12
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	4889.63
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	16631.53

重要事项

1. 成都疫情。

本周，成都市郫都区爆发多例本地疫情，成都的空气又紧张起来了。

老唐十几年前就生活在郫都区，这次好多老朋友老邻居也在强制性检测核酸的范围内。

在朋友圈里看到邻居朋友们，或深夜或凌晨排队检查核酸的照片，心脏也是随着他们一起提起来。

此时此刻，除了感慨我党在防疫工作上的效率、感激医务工作者通宵工作的辛劳之外，也就只能在心中默默地祈祷朋友们平安无事了

我现在居住的区域虽然没有爆发疫情，但小区管控也紧张起来了。

快递外卖等外来人员，不再允许进入小区；本小区的业主出入也需要测温；全区排查 14 天内到过郫都区成华区的人员……

仿佛一夜之间，又回到了年初。

除了我家领导三天左右出去采购一次，偶尔在门口拿个快递之外，生活忽然又回到了年初的纯宅状态。

游泳、跑步、散步等运动全部偷懒。老唐本周活动的最远距离，就是从书房走到餐厅，没出过家门

不过，以我党过去一年在抗疫工作中的良好表现，以及防疫系统积累的经验，我对这次疫情被控制住的时间，保持高度乐观，相信很快就会过去的。

希望大家也都保重，做好自我保护，出入尽可能戴上口罩，不要因为怕麻烦而增加自己撞上意外事件的概率

2. 分众跌停

说起意外事件，昨天分众传媒开盘后迅速跌停，可能也算是个意外。

大家满脸迷茫，都不知道为啥跌停。有不少微信好友向老唐打听，老唐也一脸茫然，没听说过有啥信息飘过。

后来，有人说，是因为财政部和税务总局发的一份通知。

搞笑的是，这份通知在星期四早上 11 点多，就有朋友兴高采烈地以“利好”信息的角度发出来，老唐当场还给朋友泼了冷水。

老唐说：现在执行的就是这个优惠政策。只是因为现有政策 2020 年 12 月 31 日到期，财政部和税务总局发个通知，继续延续，仅此而已，谈不上什么利好。

后来，又有人说是因为好耶集团停工停产造成的，这个更荒诞。

好耶集团是分众 2007 年的一次失败收购，2010 年就认赔卖掉了。

十年后好耶变烂耶，和分众有毛线关系？

非要扯关系的话，也只能说明江南春十年前壮士断腕，是英明滴、果断滴、光荣滴、正确滴……

所以呀，还是要回到老唐唠叨了无数遍的秘诀上去：

估值高了，就会「借故」下跌。至于这个「故」究竟是什么，千奇百怪，防不胜防，所以索性不防。

同样道理，估值低了，就会「借故」上涨。至于这个「故」究竟是什么，千奇百怪，猜不胜猜，所以索性不猜。

非要去找个“故”，纯粹浪费脑花儿，糟蹋美好的追剧时间。

有这闲心，看看《金刚川》多好。虽然故事简单，但真的催人泪下，昨晚看的我泪流满面。没看过的朋友，推荐看看。

另外《绝命毒师》主角白老师，开了部新剧《法官大人》，已经上了第 1 季第 1 集熟肉。

开篇就将一身正气、德高望重的法官大人老白，放在了一个强烈冲突的环境里：

挚爱的儿子小白，在祭奠母亲回家的途中，意外地撞上一辆摩托车。见伤者情况严重，小白惊慌之下驾车逃逸了。

老白带着小白准备去警局自首时，发现伤重死掉的年轻人，是当地以残暴闻名的某黑道家族领袖老黑的儿子。

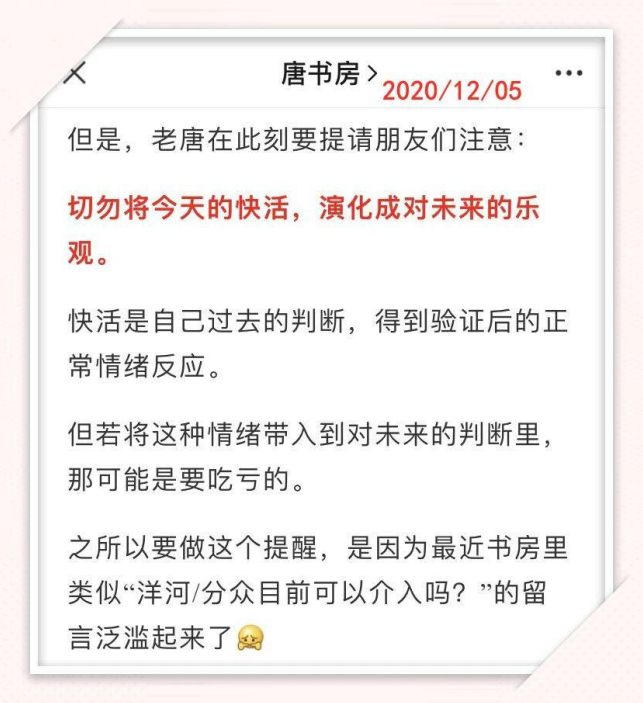
小黑就是因为试驾老黑刚送的摩托车，才撞上小白的。老白怂了，带着儿子回家，计划掩盖肇事逃逸事件。

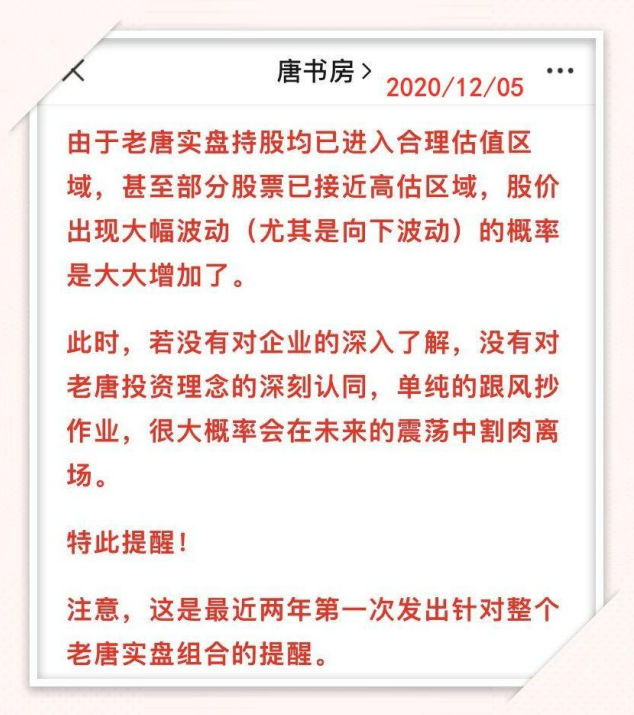
老白演技确实好，看的人很紧张。喜欢老白或者喜欢法律剧的朋友们，可以试着追追。

扯远了，回到正题。

说无厘头的下跌是因为进入高估区域，这就不得不回到上周六的实盘周记里。

上周六老唐占用了周记的全部重要事项位置，严肃地给朋友们提醒风险，不知道有没有朋友听进去？





这不是乌鸦，也不是啥神算或内幕。只是简单的估值判断、人性判断。好奇两点：

①书房里有没有原本计划本周冲进去买分众，因为老唐的“威胁性提醒”而改变计划的朋友？

有的话，留言让老唐高兴一下（若有，我会上墙一条，然后其他同样情况的，请点赞留言就可以了）

②有没有虽然看过老唐提醒，但不以为然，依然冲进去买入的朋友呢？

有的话，也请留言谈谈，阔以咩？（不好意思就算了。但其实直面伤痛的思考，是投资者成长的捷径）

再强调一次：老唐的交易都是提前规划的，平时不看盘——想想老唐每个月读多少书、码多少字、聊多少天、追多少剧……很容易就知道老唐哪有闲余时间看盘嘛

老唐是一路太祖长拳到底，全套操作都是呆板的、不知变通的，没有啥盘感、艺术成分在内。

之前披露的计划是 1585 亿市值卖出 1/3 分众，本轮最高只到 1566 亿，所以没有触发卖出。

之前说过，但凡有超过实盘总市值 0.5%的买入，老唐都会在周记里披露。

今天顺带附加一句：0.5%以内不披露规则，仅限买入。

老唐实盘所有的卖出（含观察仓），都会披露——实际上，除观察仓之外，我不会产生低于总仓位 0.5% 的卖出行为。

请大家以后遇到这种市场剧烈波动的情况，不要发信息来追问。

某些朋友的惊慌，我能理解。但也请彼此理解，老唐做事凭兴趣，并没有因为你关注了唐书房，就承担了给你做心灵按摩的义务。

无趣的事解释多了，再耐心的人也会觉得有点烦、有点烦的图片

说到惊慌，想起本周二看到的一篇文章，是关于仁东控股的。

可怜啊！其实很多坑，真是可以提前看出来的。

但如果不学习、不思考，踩中这些骗局的概率就会大大增加。

据说这个仁东控股背后的庄家，就是当年操作齐星铁塔的庄家。

恰好老唐 2017 年 2 月 20 日，曾经花了不超过 1 小时时间，看过齐星铁塔的年报摘要，简单搜索了一下相关信息，然后就将它排除了。

用到的分析技术，没有任何难度。排除它的全文也仅仅用了 1029 个字，原文见：《年报浅印象 8》。

能躲过多大一个坑呢？比仁东控股更大。

该股走势如下图。图中十字架指示的地方，大概就是老唐发文的位置。

其后的把戏没什么新意，暴拉吸引无知群众的注意力，各种题材爆炒一通，将筹码丢给韭菜，带着大把资金撤退。

后面自然是转入漫长的暴跌或阴跌。

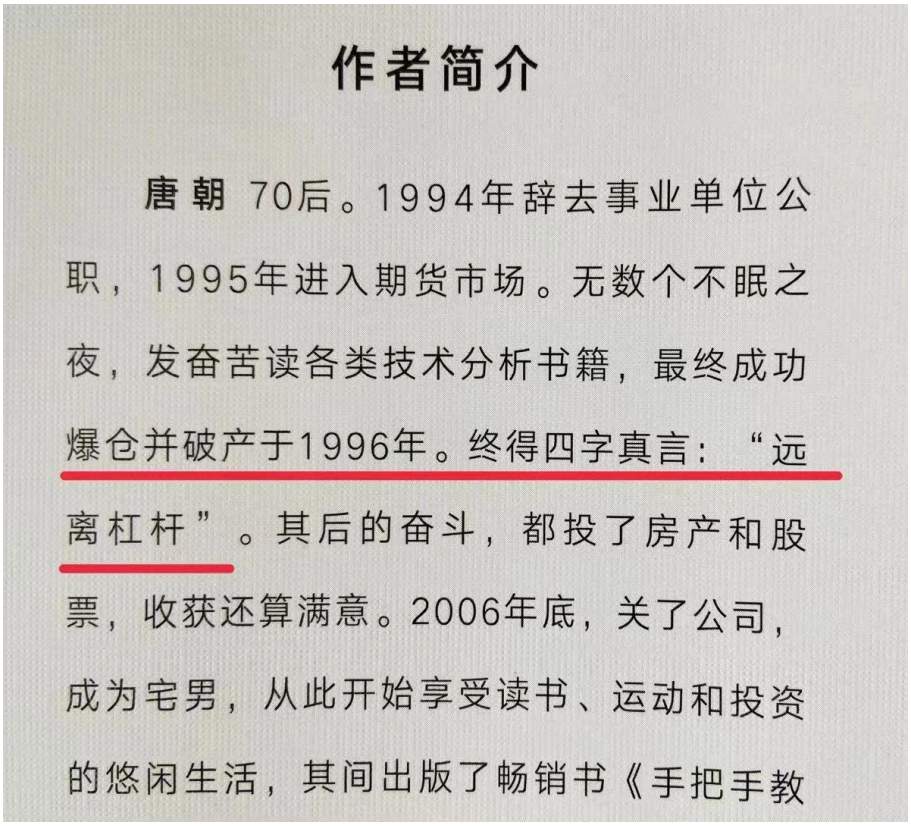
到今天什么价？2020 年 6 月 23 日以 1.22 元收盘，已经转入暂停上市。相比老唐发文的那天，跌幅已经超过了 90%。

不过，缺少识别陷阱的能力，还不是倒欠券商几百万的这位朋友最致命的问题。

真正致命的，是杠杆。

再次提醒朋友们：**书房里最有价值的东西，不是企业分析，不是牛股代码，而是四个字：远离杠杆。**

老唐已经出版的四本书，每一本的封二都强调了这四个字



人生遇到一次这位仁兄的情况，半生努力就归零了。

无论你是否有机会东山再起，你已经因为自己的贪心而将妻儿老小置于恐怖和压力之下。

更痛苦的规律是，**对于杠杆客来说，运气越好越可怕**。

打击来的晚了，想高歌一曲「看成败人生豪迈，只不过是从头再来」的机会都没有了。

也不知道这位持有 19.8 万股仁东控股，在股价 20.98 元时欠券商 200 万的朋友，在连续三个跌停、股价变成 15.29 元的今天，又是什么状态图片

老唐在《巴芒演义》里用了大量的篇幅，从多种角度、多位大师的经历和感悟里，阐述了哪些是可用的杠杆，哪些是恐怖的杠杆，为什么恐怖等等。

在市场经常出现闪崩的今天（包括周五的分众），可能读起来会有更深刻的感悟。抽空再翻翻吧，别走宝了。

3.古井贡股东大会通过定增方案

本周另一件算是大事，但其实早在意料之中的事情，就是古井贡股东大会审批通过了董事会提出的定增计划。

这是必然的，没啥好说的，后面一步是申请证监会的批复。

知道这么个事儿即可。

4.本周有 1 篇读书笔记入选

入选笔记是：从《巴芒演义》看价值投资四大禁区——by@青衫

请这位朋友留下收货地址——如果选择老唐的四本书签名套装做奖品，或，留下微信号——如果选择加老唐微信好友做奖品。

无论是否入选，输出本身已经是对自己的巨大帮助，是非常深入的学习过程。我相信所有写过读书笔记的朋友，都会有这个感触。

借着这个激励，将双手放在键盘上，给自己一个成长的机会吧！

下周预计交易

无

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。文中提及的任何个股，都有**腰斩**或翻倍的风险。

请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记。

祝朋友们周末愉快图片图片

PS：

双十二要剁手买书的，点击左下角阅读原文，直达老唐荐书。每本都是老唐肉测过的精品，省钱省时。

秦云☎️

唐叔真的谢谢你，我今天还在想要不要加杠杆，在想我才 20 岁也就只有 20 万存款，永远追不上资金量大的人就决定周一加杠杆，看完后我放弃了，但是想到永远没有资金量大的人收益多就有点不甘心。纠结

唐书房

大部分人都高估本金大小的作用，低估了时间和正确的投资系统的价值。

秦云☎️

我没理解，唐叔……如果同样的投资体系、同样的时间决定盈利多少的不应该是资金量吗？

唐书房

去读“财富三轮车”，向书房发送“三轮车”应该就可以提取。

narry

唐老师，什么时候分析一下上海机场？谢谢

唐书房

我什么时候分析，意义不大。意义大的是，你去分析没有？纲要都写给你了

第880篇.　　2020.12.14 - 分众传媒员工持股计划二期简评

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-12-14

分众传媒刚刚发布了员工激励方案。

问的朋友多，我简单聊聊我的看法，在这里分享给大家，省了一一回复。

个人观点，仅供参考

比较简短，就不开打赏和留言了，大家看看就好。

①享受本股权激励计划的总人数不超过 200 人。其中高管四人，总计划 76 万股。

其他核心员工不超过 196 人，总计划 694 万股。具体怎么分配，公司内部出规则。

②股票数量及来源：不超过 770 万股，来自公司已经回购到手的 2.43 亿股里的 770 万股。

③原回购均价略低于 6.3 元，给员工价格为 0。

相当于公司拿出 4850 万元，给 200 名核心员工发奖金——四名高管分别约为 315 万、95 万、32 万和 38 万。其他核心员工人均约 22.3 万。

④然后这部分奖金的条件就是：必须买成分众传媒的股票，2023 年底之后，由该计划管理委员会择机抛售后分配。

目前 9.42 元的市价，相对于公司回购成本，已经增值约 50%。

⑤我的个人看法，是个挺好的方案。

无论是实际花出去的 4850 万，还是以市价计算的 7250 万，对于一家营业额过百亿、净利润几十亿的企业，都是合理金额，且激励对象不包含江南春本人。

本计划侧重于对今年大家做出成绩的奖励，及对未来继续努力的激励，不含锁定效果。计划通过后，员工离职不影响到期获得本次奖励金额。

这种发放方式，比直接发一笔现金形式的年终奖更有想象力，激励效果会更好。

毕竟，如果三年后公司净利润能摸百亿（假设对应约 3000 亿市值，20 元股价），那么这笔股权激励价值就还能翻一倍；

反之，三年后净利润只有 50 亿（假设对应约 1500 亿市值，10 元左右的股价），那很可能就是眼前这点儿。如果业绩下滑的话，这部分到手激励还可能缩水。

如果按照股市习惯用语，算是“轻微利好”。说轻微的原因，是因为这个金额实在太小，对于百亿级公司而言，基本不值一提

完毕——个人观点，仅供参考

第881篇.　　2020.12.17 - 老唐估值法答疑之再续

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-12-17

先解释个小事儿：前天（周二）书房换了个头像。

新头像是花钱请人设计的，拥有原创版权，利于以后打假。

之所以前天换，是因为附带有唐书房头像及二维码的《手把手教你读财报：新准则升级版》，昨天下印厂开始印刷了。

下周一晚上八点二十，精装签名版在书房预定，上限 5000 册。

但是，**请特别注意**：下周一预定的精装签名版，印厂是按照预定数字印刷。且由于精装版工艺复杂，加上要老唐签名，所以会比平装版晚两周左右才能到手。

准备先睹为快的朋友，下周一晚上就不要参与抢购。

平装版预计快则 25 号，慢则 28 号就可以在当当、京东、天猫、新华文轩等各大网络书店买到现货了。

闲话说完，我们聊今天的正题。

老唐个人使用的整套估值体系，集中在《价值投资实战手册》前 118 页、2018 年 10 月 13 日书房文章《关于老唐估值法的十大疑惑集中解答》以及 2020 年 12 月 8 号书房文章《老唐估值法答疑（续）》里。

在 12 月 8 日文章的结尾，老唐调侃说「希望不用再写《续的续》」。

结果高估了自己的表达能力，依然有几个问题被反复问。

今天狗尾续貂，加一篇《再续》

问题①卖出后，你会一直等跌到买点再买回来吗？

这个问题被提问的频率相当之高。但问题的本质其实还是“有钱时遇到心仪企业在合理区怎么办？”。

所以我通常会提示：向书房发送“有钱”提取答案，2019 年 7 月发表的。

但似乎很多朋友看了那篇文章后，依然不知道该怎么做。

干脆，我跳过逻辑，直接说答案：

目标企业在合理之下，买点之上，谈不上对错，买不买都对，更多的是一种个性化的决策。

因为老唐估值法下的“合理估值”，是将该企业三年后「可能」还会有的继续增长，与现金不会增长、但收益「100%确定」做了模糊的抵消。

所以合理估值企业股权，与现金之间的选择，更多地是你对企业增长确定性的认知。

确定性越高的企业，越偏向于合理之下就买。确定性越低的企业，越偏向于等到买点再下手。

同时，它也取决于你个人对波动的承受力。

你是更倾向于对波动无感、更在意最终的收益率？还是更倾向于宁愿收益低点，也不想承受大幅波动？

如果是前者，偏向于合理就买。如果是后者，就偏向于等到买点。

因此，这个区间的决策，非常个性化，没法抄作业。

但无所谓对错，都是有利有弊，不存在某个完美的策略。

关键是想明白自己所做决策的依据及利弊，并坦然接受结果。

偏向于合理之下买入的，可能在理想买点到来时，手中已经没钱了，只能呆看。

但换来的，是可能逮住企业合理估值位置就被追捧，然后一直被业绩推着走的利润。

坚持非买点不买的，利弊刚好反过来。

所以，其实都对，都是可以赚钱的。

要克服的是，一旦后来市场走势和自己选择不同，就开始后悔和反思，甚至惊慌失措。

比如原本认为自己对波动无感，目标是高收益，然后合理之下就买了。

结果股价真从合理跌到低估（相当正常、相当常见的波动），区间你又后悔莫及，忐忑不安，最终吓的半死，割肉割到怀疑人生。

这就属于没想明白。

那么，具体到我自己，是怎么做的呢？

我对波动基本无感，更偏向于合理之下就开始买入，买点位置肯定是要出清现金的。资金比例分布更多的与确定性关联。

直接说个股，比如对于茅台、腾讯、洋河、古井这四只股票，我个人认为增长确定性相当高。

如果我卖出了全部或部分，我更偏向于在当年收益的 25 倍之下就开始买入，买点位置就出清现金。〈指当前无风险收益率对应合理估值区间为 25~30 倍时。若无风险收益率发生变化，这个 25 会调整〉

以茅台示意，当前我的一年内卖点是 2.7 万亿。

假设未来一年里，没有发生足以导致我调整估值及卖点的事件，且某个时间触发了 2.7 万亿，导致我卖掉了约 1/3 的茅台。

那么，我会考虑在 2022 年预计净利润（比如 660 亿。注意，只是示意数字）的 25 倍，即 660×25=16500 亿开始买回。并计划在 12000 亿用掉手头所有的现金。

这里面隐藏有两个问题。

第一，由于下跌也是需要时间的，因此伴随着时间的推移，这个合理估值的下限以及买点的位置，都会跟随企业净利润逐步上推。

不排除多年买不到，或者买到的价格高于 27000 亿。

第二，没有买到之前，手头现金怎么处理。

这问题我有答案。十几天前就因分众可能触及卖点而写好了文章，只等填数字。

最后一次修改这篇文章，是 12 月 7 号。

结果分众距离卖点还差一毛多，又掉下去了。所以，这问题只能推后回答了图片

对于确定性相对稍低的企业，比如分众和海康。我如果卖出了，会考虑在当年净利润的 20 倍以下开始买入，同样到买点出清现金。

以后应该不会再有谁提这个疑问了吧？

写完这个问题，我忽然意识到，其实将表格的“老唐买点”修改为“理想买点”，就不会有那么多人问这个问题了。

本周末周记里就改。

问题②49 倍跌下去怎么办？

这个问题是很多人担心的。

但其实也是很早就写过的，向书房发送“为什么不”就可以提取原文。

这里跳过逻辑说结果：

跌下去就跌下去，继续安心等几年后的 50 倍。

我相信因为企业净利润的增长，几年后的 50 倍对应的股价会远高于今天 50 倍对应的股价，我还是能获得企业增长推动的股价利润。

这部分是我一定要拿的。至于傻子馈赠，有则收之，无则拉倒之。

问题③估值数据反正都是“估”的，为什么不可以灵活机动处理？

估值本就是“估”的，为什么要纠结于五分一毛，你就那么坚信自己的估值数据一定到吗？为此错过傻子的馈赠，不可惜吗？

比如分众没有到 10.8 元，就从 10.67 元跌下去，然后两年时间即不到卖点也不到买点，你不是就白白浪费了金钱两年的价值吗？

这个问题不难回答，也不难理解，但不容易被接受。

大部分人非要等到被市场揍的鼻青脸肿后，再回头会感叹“哦，原来真是如此!”

我的估值确实是估的，而且本就是一个区间，高点低点本没有啥。但正如上篇答疑里引用的褚时健的那段话

记者问：为什么种树苗的坑要规定成这个尺寸？

褚时健：其实也没啥科学依据，比这个标准大一点，小一点都没问题。但是如果没个标准，农民可能会错的很离谱。

如果没有一个准确的、不知变通的数字给自己，事实上就是允许自己根据主观判断相机决策。

一旦允许自己根据感觉去调整价格，就“可能会错的很离谱”。

因为每个人都会受到市场近期表现的干扰，“感觉”是会变来变去的，老唐也不例外。

这就好像卖东西。本就是一个不想卖掉的东西，标出一个明显偏高的价格，如果真有人愿意出这个明显偏高的价格，甚至更高的价格，我就收下。

如果对方说哎呀，便宜一毛钱卖给我吧。

对不起，走开。钱是其次，没工夫和你瞎聊，不培养和傻子讨价还价的坏习惯

如果标出的价格，可以讨价还价，可以相机决策。投资者就必然需要揣摩傻子心理，察言观色，这就违背「别瞅傻子，瞅地」的初衷了。

如果，10.67 和 10.8「不过」只差一毛三，那 10.44 和 10.67，不也只差一毛三吗？10.31 和 10.44，照样只差一毛三……6.41 和 6.54 也是一毛三，对吧？

凭什么认为自己会准确踩中 10.67 而不是 6.41？

说到底，其实是 10.67 阶段高点已经出现，大脑选择性记忆欺骗了自己，以为自己可以完全能够在 10.6 元卖出。

抱有这种思想的人，在 10.67 出现之前，可能已经曾经后悔过，为什么不在涨停那天 9.87 元跑掉，甚至还有更低的……

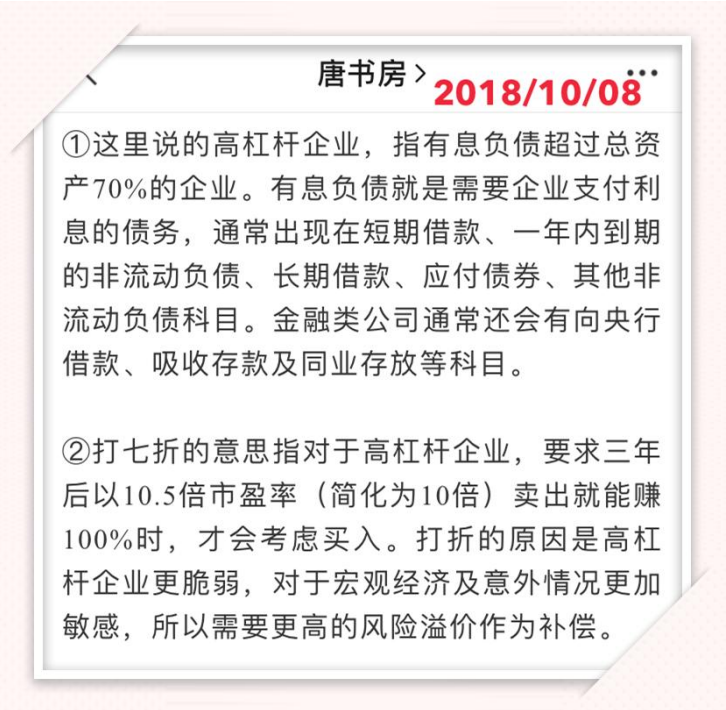
如同上一轮很多人问我为什么不在 800 元卖出茅台一样。但凡有这种想法的，可能两三百、四五百就已经灵机一动，机智出清了图片

这就是为什么估值明明是个“估”值，我却傻傻的不知变通的原因。

问题④如何界定高杠杆企业

在《手财》116 页写着：「原则上说，有息负债超过总资产的六成，企业就算比较激进了」。

我一般直接把**有息负债/总资产＞70%的企业视为高杠杆企业**。



手财的 202 页，老唐还对企业的三种盈利模式做了优劣比较，并明确指出高杠杆是最差的、最脆弱的盈利模式。

并建议个人投资者慎重对待这种企业，即使因为受到极低估值的诱惑而参与，也要注意分散，以防一次意外、万劫不复。

就我个人目前，如果有得选，我尽量不参与高杠杆的企业。

问题⑤老唐估值法的运用范围。

老唐估值法三大前提是：利润为真否？可持续否？持续是否需要投入大量新增资本？

无法通过这三问的企业，自然就无法使用老唐估值法。有哪些常见的行业或企业呢？

A. 利润不能确认为真。

这里面包括三种情况：假账，用大量可疑应收或其他非经常性手段创造的报表利润，以及报表利润建立在大量模型假设之上的企业。

前两种都很容易理解，看字面意思就懂。后一种主要指金融类企业，比如银行、保险等。

以保险业举例，报表利润依赖“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”假设。

上述假设轻微调整，可能就引发报表利润发生巨大变化，而上述假设是否可靠，其实全世界没有人能回答，包括伯克希尔保险董事长沃伦.巴菲特。

利润不能确认为真的企业，不能使用老唐估值法。

B.利润持续性存疑的。

这里包括两种，一种是没有核心竞争力，无法确定其未来可以继续赚钱，甚至无法确定其可以继续生存的企业。

另一种是虽然可以确定会继续赚钱，但行业特色决定了它的盈亏就是有着非常强烈的周期性，会大起大落，甚至可能盈转亏、亏转盈。

比如券商、海洋运输等类型企业。

这种利润持续性存疑的企业，不能直接套用老唐估值法。

C.不得不投入大量资本金才能增长。

常见的比如地产、航空、电子制造、黑电等。

这些企业的主要特点是虽然有真金白银的利润，但企业生存和发展需要不断增加资本投入，赚到的钱无法成为自由现金。

这类企业也不能直接套用老唐估值法。

另外附加一种，更适合风投估值法而不是老唐估值法的企业类型：**具有梅特卡夫效应的企业**。

所谓梅特卡夫效应，简单说就是企业价值与用户规模成指数关系的企业。即价值=常数×用户数^2。

腾讯创始人之一的曾李青，曾提出过一个曾李青定律：$V=Kn^2/R^2$，V 是企业价值，K 是常数，n 是用户数，R 是节点之间的距离。

很多新兴企业属于这种类型，在规模临界点以下，企业亏损。但一旦跨过临界点，利润爆发。而且随着规模扩大，利润可能出现指数级增长。

这种企业就更适合使用风投的思维投资，而不是使用老唐估值法。

关于梅特卡夫效应，我在六月份分享过一本书，著名经济学家许小年写的《商业的本质和互联网》。

下面两张图是老唐 6 月 14 日的分享该书内容，可以管中窥豹简单了解。

商业的本质和互联网

许小年

梅特卡夫从对互联网的观察中，得出以他命名的梅特卡夫定律。

$$V_M = k_1 \cdot n^2 \qquad (4\text{-}1)$$

式中，V_M 代表具有梅特卡夫效应的网络价值，k_1 是个常数，n 是网络节点或网络用户数。

但并不是所有的互联网公司都具有梅特卡夫效应.这个强大的效应产生于节点间活跃的互动。

对于某一类网络,互动仅发生在不同类别的用户之间,例如淘宝和天猫平台上,互动和交易仅在供应商和消费者之间进行,供应商和供应商之间鲜有交易,消费者和消费者老死不相往来.

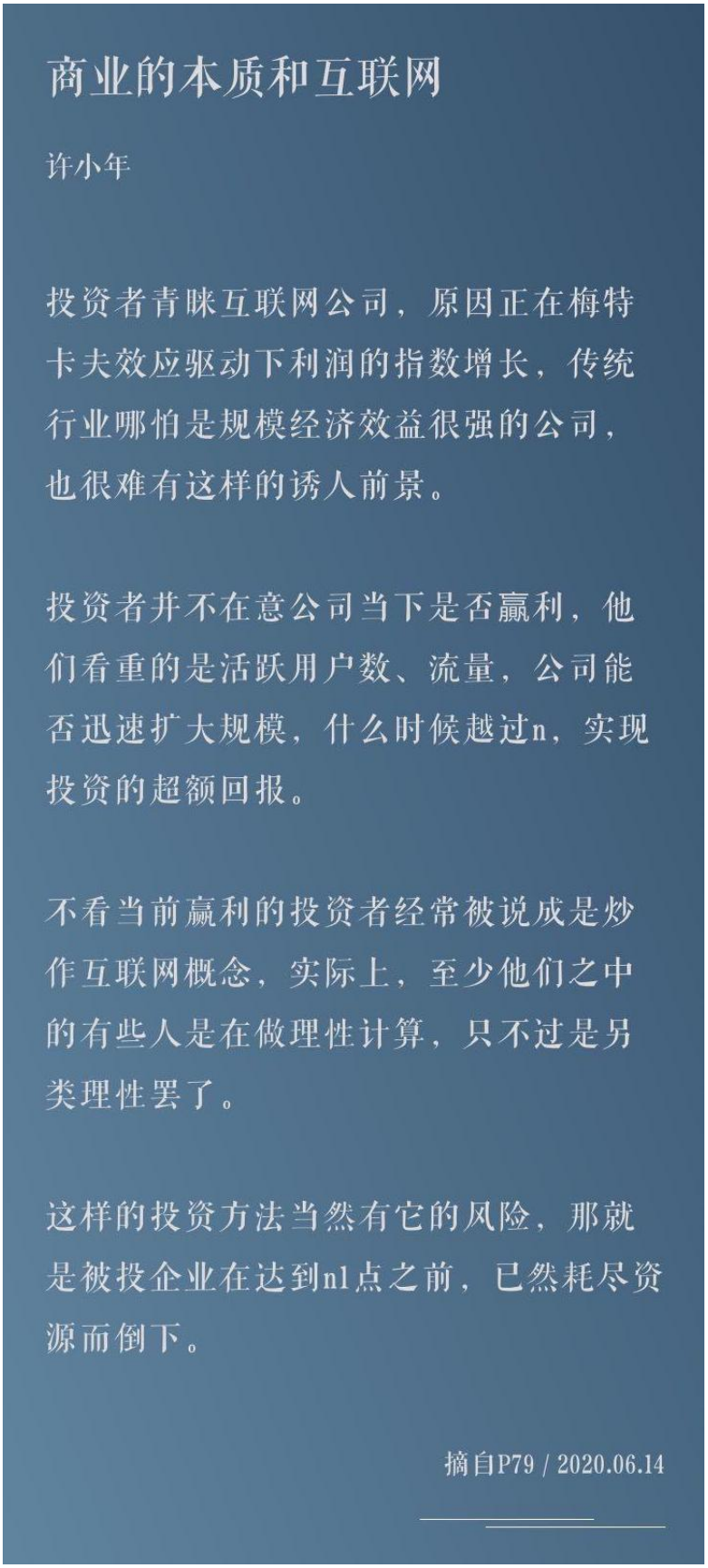
这类互联网平台的价值源于供应方和需求方的相互吸引和相互促进,遵循学术界的惯例,我们称之为双边市场效应.

$$V_P = k_2 m \cdot n \qquad (4\text{-}2)$$

其中,k2是一个常数,m是供应商数量,n是消费者人数,Vp是双边市场平台的理论或潜在价值.

比较式（4-2）和式（4-1），不难看出，双边市场交易平台的价值远低于社交网络，因为在一般情况下，m 远小于 n，例如淘宝网上约有 1 000 万商家和 4 亿活跃用户，根据式（4-2）可知，$10^7 \times 4 \times 10^8 = 4 \times 10^{15}$，淘宝网的理论价值是千万亿级的；而微信有 10 亿用户，根据式（4-1），$10^9 \times 10^9 = 10^{18}$，它的价值是 100 亿亿级的，理论上为淘宝的 250 倍。

摘自P78 / 2020.06.14



想进一步做深入了解的朋友，自己买书看吧。

⑥估值调整时间。

询问应该使用动态、静态还是 TTM 市盈率的人，张嘴就错了。

需要查看各类股票 APP 上显示的市盈率数据，说明对这家企业的净利润和市值，心中完全没数，根本

轮不到讨论估值问题。不管看哪个数据，赚钱都是靠命。

但我们运用自己估算的净利润，也确实涉及到使用哪年净利润的问题。

这问题过去其实没怎么重视，大部分时间市价和我给的估值之间差着十万八千里，早调晚调都没啥关系。

今年，茅台、腾讯和分众的大涨，使卖点遇到了几次威胁，不得不慎重的思考一下数据调整时间问题。

同时，考虑固定下来，可能也方便朋友们以后理解每周的估值表。

以后就固定在年初和年中调整吧，具体数据采用方式如下：

比如 2021 年元旦，

将一年内卖点调整为 2021 年预计净利润×50（或三年后合理估值上限×150%，二者孰低），到 6 月 30 日，如果没有重大变化，上浮 10%。

2021 年元旦，将三年后估值调整为=2023 年预计净利润×1/无风险收益率（目前取值 25~30 倍）。到 6 月 30 日，若无重大变化，上浮 10%。

期间，如果有重大影响事件或数据，单独调整。

2022 年元旦，一年内卖点调整为 2022 年预计净利润×50……其他同 2021 年情况类推。

今年初，持股企业估值数据如下表（来自《老唐实盘周记 2020/01/04》）

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	39%	17600±10%	<8800	21000	13547	1078.56	-8.83%
腾讯控股	26%	55000±10%	<27500	50000	32783	383.00	1.97%
洋河股份	13%	3850±10%	<1925	4700	1683	111.71	1.10%
分众传媒	11%	……	<600	1400	970	6.61	5.59%
古井贡B	6%	666±10%	<333	800	317	70.17	-0.90%
海康威视	5%	4400±10%	<2200	5000	3193	34.17	4.37%
沪深300						4144.96	1.18%
上证指数						3083.79	1.10%
2020/1/4			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8961	

茅台、腾讯、分众、古井都陆续调整过，原因和计算过程也分享了。

目前还有洋河和海康未做调整，预计 2021 年元旦前后做如下调整：

洋河的 2020 年，是艰苦的去库存年份，中途下调过估值。目前 2020 终于走完了，艰难的一年平安度过，估值、买点和卖点调回 2020 年初数据。

海康，无重大事件发生，纯因时间推移，将估值、买点提升 10%（卖点已经调过，暂无需调整）。

另外，古井 B 等待 50 亿定增获批后，将合理估值从目前的 770 亿±10%，提升 50 亿至 820 亿±10%。买点卖点数据随之微调。

我就不信了，写成这样，还会需要《再续的续》咩？？

博弈之道

唐老师，请问在资金量很小的情况下适合价投吗？还是应该加杠杆炒短线？我一直有这个疑惑

唐书房

不适合。资金量很小，适合好好工作，好好挣钱。千万不要加杠杆炒短线——若目的是为了让资金量更小的，除外

奔跑的蜗牛

老唐，我想问一个问题（我是小白请勿见笑），在进行企业估值时，用未来三年的利润来估值，可是未来的利润有很大的不确定性，而且遇到今年疫情可能净利润会不同于往年，如何选择合适的年化率来确定未来的利润呢？还有在公式中，我发现最后一项，未来第三年的利润对估值影响很大（权重很大），如何才能更准确的估值利润呢？请务必解惑，拜谢

唐书房

整套系统唯一一个未知数，需要你读懂财报，理解公司，然后自己给出来。非要让我给你一个准确的方法，不如你给我个账号，我转个三五千万给你花着算了

第882篇.　　2020.12.19－老唐实盘周记2020/12/19

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-12-19

重要通知：

①《手把手教你读财报：新准则升级版》精装签名版，周一（12 月 21 日）晚上 20:20 会在书房推送预定链接。

②签名版上限 5000 册，预定时间 48 小时。数量和时间任一标准被触及，预定活动结束。

③这本书对于意图学习企业分析的朋友，是必买必读工具书。不能阅读财报，就无法评估企业价值，更谈不上投资了。

当然，对于炒图形、趋势、题材、热点、庄家、资金进出、技术指标的朋友例外。

对这些朋友而言，这本书不值一读，里面没有一句涉及这些的内容，不值得浪费几十元钱。

④精装签名版不是必买品种。

精装版用纸更高档、装潢更精美，采用类似《巴芒演义》精装版的装订工艺，可以自然平摊在桌面上，方便与财报对照阅读。但内容和平装版并无区别。

⑤平装版预计最晚 12 月 28 日前就会在当当、京东、天猫、新华文轩等多家书店上市，到手时间比精装签名版更早，且预计电商打折后的价格会比精装签名版便宜 40 元左右。

⑥谢谢书房所有朋友的认可和肯定。正是朋友们的鼓励和支持，才推动了这本书的诞生。谢谢大家

本周交易

无

当前持仓

目前持仓茅台 37%，腾讯 22%，洋河 19%，分众 11%，古井 B5%，海康 5%，另有上海机场 1000 股观察仓不计。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	理想买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	37%	24000±10%	＜12000	27000	23177	1845.00	58.24%
腾讯控股	22%	66000±10%	＜33000	72500	46839	580.00	54.91%
洋河股份	19%	3150±10%	＜1575	3700	3198	212.18	97.38%
分众传媒	11%	……	＜700	1650	1510	10.29	66.24%
古井贡B	5%	770±10%	＜385	900	416	97.90	41.54%
海康威视	5%	4400±10%	＜2200	5800	4287	45.88	43.20%
沪深300						4999.97	22.05%
上证指数						3394.90	11.30%
2020/12/19			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8428	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	37%	24000±10%	＜12000	27000	22863	1820.00	56.09%
腾讯控股	23%	66000±10%	＜33000	72500	47564	588.00	57.05%
洋河股份	18%	3150±10%	＜1575	3700	3024	200.64	86.64%
分众传媒	11%	……	＜670	1585	1384	9.43	52.34%
古井贡B	5%	770±10%	＜385	900	401	94.28	36.30%
海康威视	5%	4400±10%	＜2200	5800	4156	44.47	38.80%
沪深300						4889.63	19.36%
上证指数						3347.19	9.74%
2020/12/12			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8442	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同，而发生小幅变化；

②从今天起，将表格里的“老唐买点”修改为“理想买点”，原因见前天的文章《老唐估值法答疑之再续》；

③仓位加总偶尔可能为99%或101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如10%代表实际仓位在9.50%~10.49%之间。

收益

2020年内收益61%（四舍五入数据）。

自2014年公开实盘至今，年度收益率分别为62%，13%，23%，62%，-18%，52%，61%（均不含新股中签收益）。

若2014年元旦净值为100，则当前净值为732。以6.97年折算，年化收益率约33%。

	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/19
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	4999.97
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	17055.26

〈年底了，好些朋友都忙着算收益率。但其实有很多朋友都不知道怎么计算正确的收益率。向书房发送“收益率”，可提取科普文章〉

重要事项

1. 分众传媒发布年度业绩预告

周四晚上，分众传媒发布年度业绩预告。2020 年度归母净利预计 38.6~42.6 亿，相比 2019 年 18.8 亿的成绩，同比增长 106%~127%。

我原本预计的是 35 亿左右，同比增长 75%。实际业绩超越我的预期

好人、好企业不断用自身努力制造惊喜，而烂人、烂企业则经常给我们制造惊吓——《巴芒演义》209 页。

周四文章的留言区，我预告了本周实盘周记会对分众传媒估值及买卖点位做微调。

方法依然是 8 月份《分众传媒投资回顾及周期股估值方法尝试》一文里介绍过的“席勒市盈率估值法”。

昨晚书房读者@鱼肠剑 已经照着这个方法，成功预测出老唐今天即将调整分众卖点到 1650 亿。

这也再次证明：老唐估值体系没有什么玄学成分在内。明白原理后，是谁都可以轻松完成的小学数学题图片

计算过程和两个月前的微调过程一样：

只不过这次不再使用对 2020 年利润的估计值，改用更准确的公司预告数据。

同时，考虑 2020 年上半年受疫情影响的程度，及今年四季度的真实增长，对 2021 年做了保守的小幅增长预测。

我按照 2020 和 2021 两年净利润，合计约 90 亿毛估估，计算过程成为：

从 2010~2019 年十年的合计利润 303 亿里，减去 2010 和 2011 年数据，增加 2020 和 2021 年数据，即：303-25+90=368 亿。

年度平均利润 36.8 亿，在无风险收益率为 3%~4%的当下，合理估值市盈率取值 25~30 倍，分众传媒合理估值视为 1000 亿±10%范围。

7 折为理想买点，理想买点调整为 700 亿。估值上限的 150%为一年内卖点，则卖点数据调整为：

1100×150%=1650 亿。

<注意，这是针对周期股的特例，其他企业并不这样计算买点和卖点>

一年内的卖出计划跟随调整为：1650、1815、1980 亿各卖出持股量的 1/3。

打个预防针：

但凡老唐分享具体的数据计算时，总会有仙风道骨的高人，手拈山羊须，高深莫测地评价老唐「在术的级别活跃、格局不大、境界不高、靠加加减减投资」等等

这些评论都没错，老唐也不认为自己格局大，境界高

但老唐从未说过自己的投资方法就是“最好的、唯一正确的”。

你们喜欢背诵那些“大格局、一眼定胖瘦、靠常识投资、看准拿稳、好股好价……”的口诀，自己背便是。

虽然不客气地说，这些“看准拿稳，好股好价”的口诀，在我眼里和“长寿的秘诀就是坚持呼吸不要停”一样，一文不值。

但老唐从未要求过任何人学我，也请高人容忍老唐继续使用这些“加加减减”的雕虫小技。

老唐账上的每一毛钱，都是靠这样的加加减减赚来的。我打算死不悔改，就这样一辈子没格局。

请道友们别处传道，不要试图挽救我，不要干扰老唐“在术的级别活跃”。可否？

泥人也有三分火。或许你只是第一次来秀仙风道骨，但你可能不知道你的道友有多少，老唐已经被啰嗦烦了，很可能会直接上手拉黑的。

2.腾讯旗下阅文集团被市监总局罚款 50 万元。

12 月 14 日，市场监管总局根据《反垄断法》规定，对阿里巴巴投资收购银泰、阅文集团收购新丽传媒、深圳丰巢收购中邮智递等三起未依法申报收购行为的案件，分别处以 50 万元人民币罚款的顶格处罚。

这件事情，结合刚刚闭幕的中央经济工作会议上指出的「强化反垄断、防止资本无序扩张」，被视为高层对互联网领域的垄断行为忍无可忍的反击。

究竟是不是如此，我也不知道政治家们怎么想的。

就事论事，监管总局的罚款是因为这三次并购「没有提前向市场监管总局申报」，而不是说这些并购行为属于垄断。

监管总局明确说了「经审查，上述三起案件均不具有排除、限制竞争效果」。

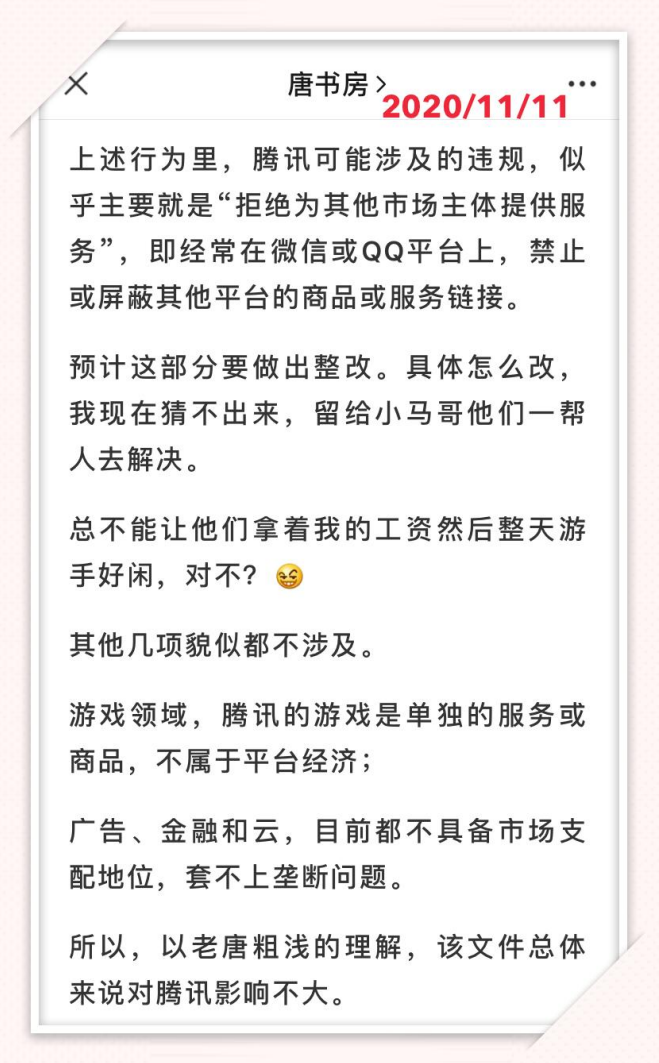
这次罚款更像敲山震虎，是提醒这些企业别拿豆包不当干粮、别拿村长不当干部。以后有大型并购，必须要提前向市场监管总局申报，目中无人是不行滴。

哪怕是过去没有管过的 VIE 架构企业间并购，以后同样需要申报，因为「互联网不是法外之地」。

具体到腾讯，还需要尽快补报虎牙斗鱼合并的相关材料。

这种趋势，对腾讯的投资价值有多大影响？我个人倾向于没什么影响。

原因我在市监总局发出《关于平台经济领域反垄断指南征求意见稿》的当天，已经分享过了。



更多的变化，就交给腾讯总办那些人去抠头皮吧！

好公司不是从来不会遇到变化和竞争，而是可以很好的应对这些变化和竞争。

3. 史上最严退市新规征求意见稿出台。

12 月 14 日，沪深交易所发布了新的退市制度征求意见稿，号称史上最严退市新规。

大力推进注册制，让尽可能多的企业来上市，让更多的企业来争夺投资者手上的资金，这是好事儿。

但对于已经上市的垃圾企业，搞严格的退市规则，号称是保护投资者，我对此一直不以为然。

在我看来，公司因为业绩很烂、股价很低或者财报造假等原因被强制退市，类似于对骗子、抢劫犯和受害人实施同等惩罚。

监管部门对公司罚款，也是惩罚受害人。因为公司缴纳罚款的钱，还是股东们的财产。

这种事情仿佛是：你说你被骗了？好，拉去和骗子一起坐牢，顺带你再交一笔「受骗税」。

网上一些流量 V，大喊退市公司应该赔偿散户损失什么的，当然受散户追捧，但这种口号愚蠢无比。

公司就是股东们共同拥有的，赔偿的钱还是股东们自己的，凭什么将全体股东的钱赔给散户？

多小的资金算散户，大户、机构、基金、大股东二股东就不是退市受害者吗？法理上不能搞谁穷谁有理。

监管和法律的皮鞭，应该更多地冲着那些损害公司利益的控股人、关联人和管理层去。

对于直接给公司造成损失的，或者参与造假的利益相关人士，往死里罚，追缴财产来弥补上市公司的损失或股东损失；

追缴不到财产的，就把参与者往死里关，上限可以判到牢底坐穿。这才是我认为正确的惩罚之道。

至于一纸命令让这些企业退市，除了省出一个六位数代码之外，实在看不出来有什么额外作用。

也或许监管部门是仁者父母心，更侧重考虑避免坑外的投资者再上当受骗吧。

好在，退市这事儿，和我们所喜欢的投资目标基本扯不上关系，退就退吧，咱们也就过过嘴瘾，评价一下了事

然而，这次最严退市新规里，关于财务造假的退市标准，让人不禁那啥一紧。

新规对于什么程度的造假会导致退市，分了三种情况描述，分别是：

A. 上市公司连续三年每年虚增的净利润金额，均超过当年年度报告披露净利润金额的 100%，且三年合计虚增净利润金额达到 10 亿元以上；

B. 或连续三年每年虚增的利润总额，均超过当年年度报告披露利润总额的 100%，且三年合计虚增利润总额达到 10 亿元以上；

C. 或连续三年每年的资产负债表虚假记载金额合计数，均超过当年年度报告披露净资产金额的 50%，且三年累计虚假记载金额合计数达到 10 亿元以上.

〈前述指标涉及的数据如为负值，取其绝对值计算〉

我滴神也，我朝监管部门心 胸真大。

造假就是造假，触发标准还设置那么高，生怕骗子们不小心摸到电门了？

——不知为啥，我突然想起网上的一个段子，说：

某市某年有笔财政盈余尚未决定用途，主要有两个地方需要修缮，一是市中心小学，二是市监狱。于是召开常委扩大会议讨论，会上，众常委各执一词，难以形成有效结论。

最后，一位领导语重心长的说了句：“诸位觉得这辈子还有可能再去念小学吗?”。三分钟后，全体常委一致同意这笔款项用于改善监狱生活环境。

注意标准里的几个词：「①连续三年；②每年；③净利润或利润总额的 100%，且累计超过 10 亿元；④

净资产的 50%且累计超过 10 亿元」，

奶奶个熊，假假真假真真假，真假套作永远不「连续」三年，就不算严重？

造假 9.9 亿，就属于可以原谅的小 Case？

报表净利润 99%虚构，净资产 49%虚构，就特么地还算老实人？

史上最严，尺度尚且这么大，简直是勾引我等小民想象造假之普遍性。

是不是担心规定成「任何程度的财报造假都是犯罪行为」，现有监狱的容量会不够用？真正看的哭笑不得。

自然而然地，我想起自己在《新准则升级版》前言里写的这段话

> 第三，功能明确，建立了“财报是用来排除企业的”理念。
>
> 长期以来，同类图书大多侧重于阐述如何从财报数据里挖掘和发现牛股。但以老唐的个人经验看，依赖财报挖掘牛股并不靠谱，依赖中国 A 股上市公司的财报挖掘牛股更加不靠谱。财报只能作为我们分析企业的起点，而不是唯一的工具。它真正能提供的帮助是提示风险，是引导我们避开竞争力低下、确定性不足及财报数据可疑的公司。

和第 124 页的这段话

> 这些交易不一定都是为了操纵报表。但生存在一个造假顶格罚款 60 万元的市场里，对自己财富负责的投资者还是将可疑事件尽量考虑坏一点比较稳妥。所以，如果我们发现上市公司对某一持股对象连续多次地买入或

真正的“社会就这样，主意自己拿”

市场环境就这样，怨天尤人没用。想长期在市场生存并获利，我们要做的，就是坚持「财报是用来排除企业的」，拒绝和骗子们混在一起。

读到这儿，估计很多朋友会突然想起，福寿园系列 06 篇打赏后弹出的彩蛋（现在别去打赏了。彩蛋第二天早上 10:50 就被大闸蟹吃掉了，只有四百多人看过。现在赏了啥也没有，白糟蹋钱），

对于老唐分析公司，为什么会挖掘类似“公司实控人二大爷家大小子的同学的外甥的司机的老婆……”那样的关系图出来，有点感悟了吧？

4. 本周有 1 篇读书笔记入选

入选笔记是：摆脱人生投资的困境——by@嗨森の小新

请这位朋友留下收货地址——如果选择老唐的四本书签名套装做奖品，或，留下微信号——如果选择加老唐微信好友做奖品。

无论是否入选，输出本身已经是对自己的巨大帮助，是非常深入的学习过程。我相信所有写过读书笔记的朋友，都会有这个感触。

借着这个激励，将双手放在键盘上，给自己一个成长的机会吧！

5.本周运动。

本周无运动，同口径除皮净重升至 85.5kg（175cm），又肥了

下周预计交易

无

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误。**

文中提及的任何个股，都有**腰斩**或翻倍的风险。请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记

祝朋友们周末愉快

一面湖水

作为新人，购买了老师的书，现在股价都比较高，不知最近能跟老师买那个股不？求推荐

唐书房

绝对不能。新人跟着老师买，包赔，不管这老师姓唐还是姓骗。万一不小心赚了，更惨，后面会亏更多的。股价高，别着急，先学习，等你学透了，股价也跌下来了，摸摸口袋你的本钱还在，岂不幸福的冒鼻涕泡泡，对不？

多来米

表格里既然已经有了 一年内卖点，就再多一个 对应股价 吧，谢谢

唐书房

我不会这么做的，我怕坑了那些连市值和股价之间关系都不会换算的纯白。谁的钱都不是大风刮来的，一点基础知识都没有，还是不要参与的好。实在非要跳坑，我也不希望是因为我而跳的

海

老唐，你说财报是用来排除企业的，不是用来发现牛股的。你持仓的股票不都是通过研究财报选出来的吗？而且通过财报预测未来三年的利润，从而对其估值。

唐书房

反过来想，排除不掉的可能就是值得研究的目标。

猪头岳

老唐您好，有个问题始终不大理解，向您请教。您取 4%的无风险收益率做股票 25 倍 pe 估算，但是股票是存在风险的，需不需要考虑加入风险收益率。比如加个 4%的风险收益率，就是年期望收益率 8%，取 12.5 倍 pe 估算股价买点，望老唐解我心中疑惑，不甚感激！

唐书房

没用的，解不了。这问题无论是我的书里，还是文章里已经阐述过无数次。而你是 2018/02/07 进书

房的，快三年了，还问这个问题，我相信我解不了你的惑，更重要的是，其实你也没有什么惑，只是遇到了顺口一聊罢了。认真说，就不浪费彼此的时间了。

唐帅

老唐，我对您的仰慕之情犹如滔滔江水连绵不绝（借用周星驰的台词）。想请教您两个问题：

1、我老婆是个教师，她也很支持我做投资，愿意把她的工资给我操作。但她每月的现金流不多，我想着先给她做基金定投，等一两年再取出来买入优质股权，您觉得可行吗？

2、上次您说的指数基金定投的是 510300 吗？

唐书房

可行。510300 也可以，但 510310 费率要低一点点，更合适一些。

第883篇.　　2020.12.21 - 来了，来了！

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-12-21

先祝朋友们**冬至快乐**

冬至，是一年里白天最短、黑夜最长的一天。过了冬至，白天会一天比一天长，黑夜会一天比一天短。

从这个意义上说，冬至，是一年里光明战胜黑暗的转折点。所以，各地基本都有庆祝的习俗。

成都人过冬至，标配是喝羊汤，城里以小关庙一带聚集的羊汤最有名，城外则以双流县黄甲镇的羊汤名气大。

不知道你的家乡，用什么方式庆祝这个「光明转折点」？

希望今天朋友们都能和家人，暖暖和和地欢聚在一起

今天，《手把手教你读财报：新准则升级版》精装签名版来了，希望能给朋友们的冬至奉上一份喜庆。

长按识别二维码，或者点击文末的「阅读原文」即可下单。

若二维码无法识别，有三种办法：

①保存图片后打开微信扫一扫识别，

②用另一个手机直接扫码；

③点击文末的「阅读原文」直达.

虽然已经强调过两次了，但为防止某些朋友没读到之前的说明，今天还是简单扼要地再做提示：

①平装版更省钱。

精装签名版内容和平装版一样，预计平装版面世时的电商折后价会便宜三四十元。从性价比的角度，购买平装版更合适；

②平装版更快。

预计最晚下周一之前，就可以在当当、京东、天猫、新华文轩等多家网络书店买到平装版现货，而精装签名版预计 1 月 10 日发货。

从先睹为快的角度看，购买平装版更合适；

③精装签名版，主要满足收藏需求。

精装版纸张和装潢更精美，可以自然平摊在书桌上和财报对照阅读。

每本都有老唐签名和印章，有大约 50%会有老唐额外写的一句赠言（随机发货）；

④精装签名版限时 48 小时，限量 5000 册。

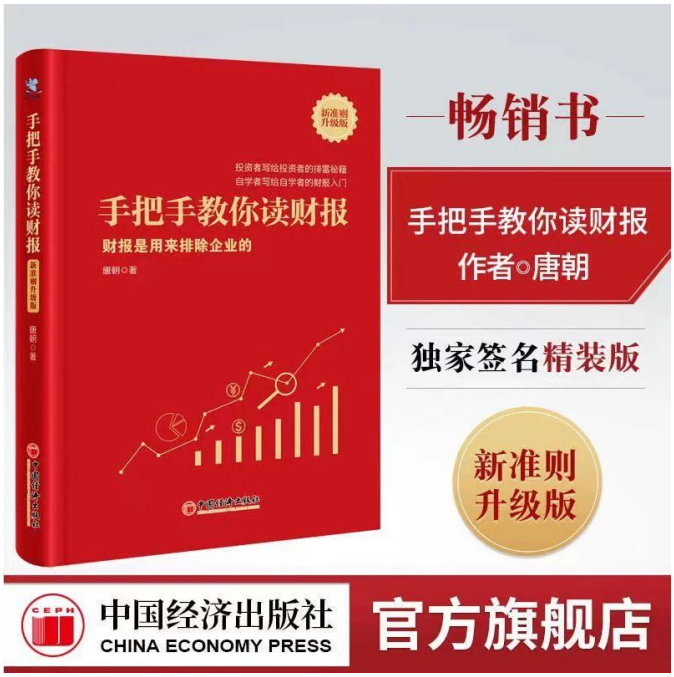
48 小时内，5000 册售完，预定结束；48 小时截止，预定量不足 5000 册，预定同样结束，印厂按照实际预定数量印刷。

⑤单个账户限购 10 册精装签名版。

为保证更多需要的朋友买到，技术上设置单个 ID 购买上限为 10 册。

确实有公司或团体需求量超过这个数量的，只能烦请换个手机、换个微信重新下单，还请见谅。

谢谢朋友们的支持和鼓励。祝朋友们冬至快乐图片



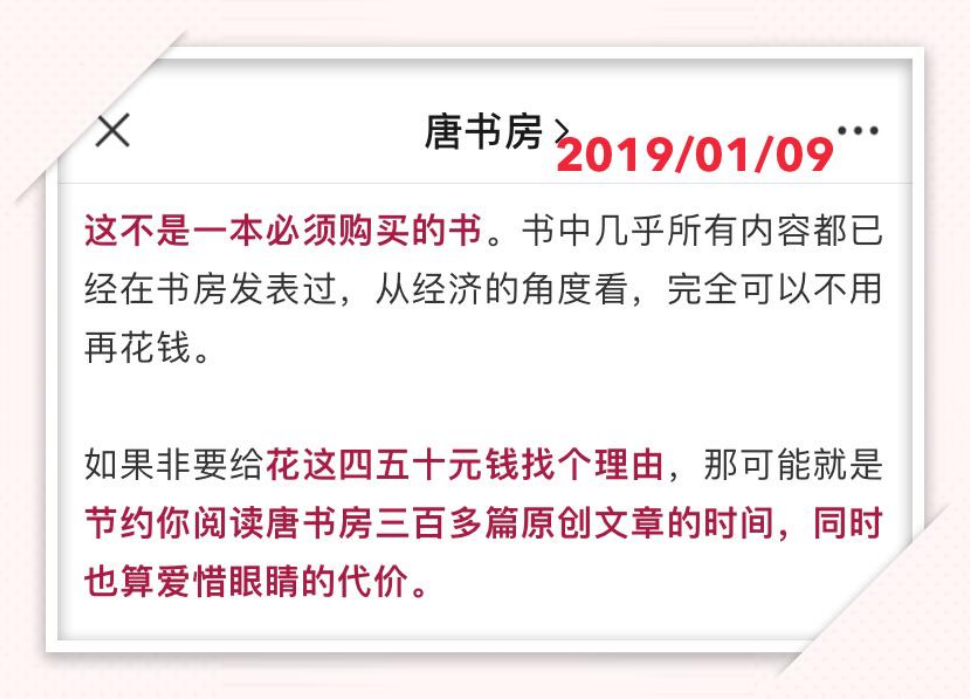
再闲聊点儿其他内容。

精装签名版不是必买品种，但这本书是必买必读品种，它对你的投资之路意义重大——而且特别建议纸质书。

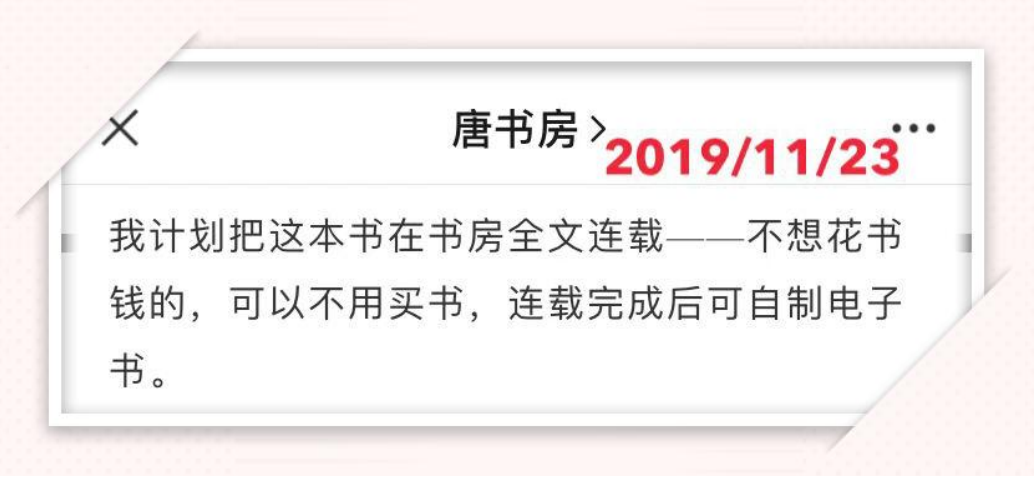
希望这句话不会被理解为自吹自擂的卖书广告。

老唐优点或许不多，但坦率真诚应该勉强算得上值得自豪的一个

《价值投资实战手册》上市当天，我给书房朋友推送的：这不是一本必须购买的书。



《巴芒演义》上市前，我告诉书房朋友们：我计划把这本书在书房全文连载——不想花书钱的，可以不用买书。

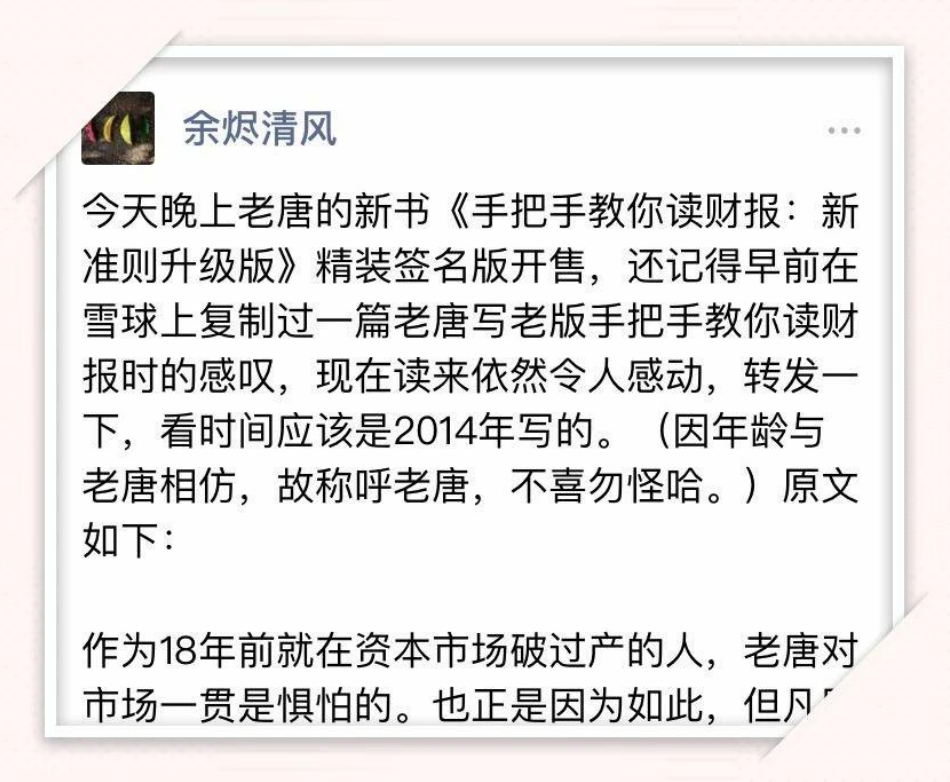


〈巴芒演义除第 28 回可能因包含某些不可描述字眼，只要推送就会立刻被系统毁尸灭迹。其他章节均已在书房免费连载过了〉

所以，**老唐说《手把手教你读财报：新准则升级版》是必买必读书籍的时候，建议你相信我**

今天早上，书房有位叫@余烬清风 的朋友，捞起了老唐自己都不记得的一份老帖。

是老唐 2014 年写作《手把手教你读财报》期间，在他人帖子下面的一段跟帖。



<只截了开头，内容下文有引用>

这段内容我早就不记得了，谢谢@余烬清风 兄这么细心地保存它图片

读完这篇旧帖，我发现其实还是可以一字不改地将它当做今天这本书的价值介绍。

以下为 2014 年（估摸着是七八月份）的老唐原帖，一字未改：

作为 18 年前就在资本市场破过产的人，老唐对市场一贯是惧怕的。

也正是因为如此，但凡网络上或生活里，有朋友意图进入股市，问该买什么，老唐一般给的答复都是：“定时、定额，定投指数基金”。

这是一个铁定能超过 7 赔 2 平 1 个赚的市场里那九成参与者、铁定能跑赢通胀水平的策略。

在这个基础上去感受市场，了解市场，学习市场，才有可能成为笑到最后的赢家。

看着多少无知无畏的朋友，拿着自己或家庭的财富积累，贸贸然就冲进这个无数聪明人殚精竭虑、都想用最少资本、最快速度，赚到最多钱的市场，还被一些“投资只需要常识即可，跟着我操作年翻十倍，叔指引你赚钱”之类的噱头引导前进，老唐看得担心，也看得着急。

无论你来到这个市场，是有确定策略的，还是懵懂无知的，市场无外乎要么是以合伙人身份分享企业成长；要么是买进被错误定价的东西，待价而沽；要么挖掘市场聪明钱的动向，跟随趋势；要么以企业股权为筹码，击鼓传花，博傻获利……

无论你怎么做，你都需要了解持有对象。即便是玩击鼓传花，也该知道接过来的炸弹还是山药蛋，好决定传出去之前有多少犹豫时间吧？

所以，无论你进市场来干什么，研读产品说明——企业财报，都是必须的功课。这就是老唐写《手把手教你读财报》系列的原因。

也正因为如此，本系列除了引导你看明白财报在说什么之外，还有很大一块内容，是指出财报里哪些信号，能告诉你“此地有雷”。

至于如何利用财报指标选股，或者分析企业成长性之类的东西，老唐就一笔带过了。

刚刚看到@小小辛巴 兄发牢骚，似乎是很多人攻击他卖书赚钱。

老唐现身说法，也跟着发两句牢骚：老唐这几天正在努力写书，眼看也要步辛巴兄后尘，踏上“卖书挣钱”的光辉道路（一笑）。

自己去做，才知道这玩意儿有多辛苦。

老唐不是财务专业出身，也没做过任何与财务相关的工作。纯粹是因为投资需要，遇到不明白的地方，或翻书或百度。

书架上数了一下，财务书籍读完的有二十多本，光是大开本六百多页的大部头就好几本，另外，ipad里还有电子书七八本。

头脑里一股脑儿塞进去这么多东西，有的有用，有的没用。把有用的提炼出来，只是最简单的第一步。

把有用的东西，尽最大可能用纯小白能听得懂的语言，系统的写出来，才是更难的，说绞尽脑汁真是一点儿也不过分。

每天 5~10 个小时，大概要持续一到两个月，最终回报呢？

坦率说，按照编辑的乐观估计，老唐最终所得，大概能顶的上老唐的股票在股市里两天的正常波动吧。

若不是一点虚荣心和英雄感支撑，恐怕没几个人有写书的勇气。

老唐如是，将心比心，辛巴兄、david 兄以及其他写书分享的朋友，恐大都如是。

所以，还希望网络上的朋友，稍微宽容一点，口下留德——哪怕你读后，认为不值书价，认为自己的几十元被骗了。

中华传统，有千金买骨之典。今天，你的每一份感谢和鼓励，都在支持潜在的干货分享者。

相反，每一次嘲笑和打击，都在阻止他人与你分享经验。何必呢？

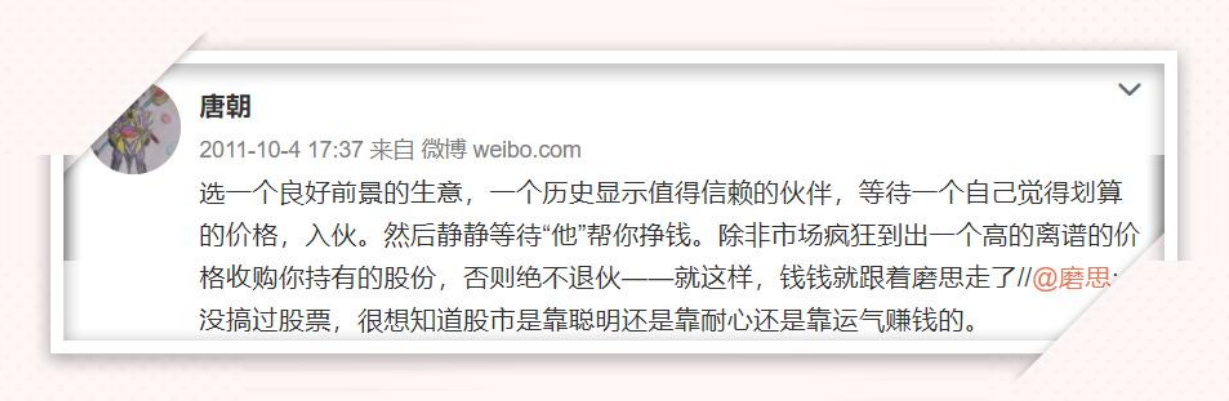
最后必须强调，老唐认为辛巴兄和 david 兄的书，都是精品。老唐拜读后，受益良多。

借楼主宝地，发了几句牢骚，感觉舒服多了。多谢楼主文中的推荐。

为什么老唐要说这本书是必买必读书呢？

因为投资的理念真是很简单的。

刚好前段时间有朋友去刨老唐早期的微博，里面有段大约十年前，老唐和朋友谈论投资应该怎么做的话题



选一个良好前景的生意，一个历史显示值得信赖的伙伴，等待一个自己觉得划算的价格，入伙。然后静静等待“他”帮你挣钱。

除非市场疯狂到出一个高的离谱的价格收购你持有的股份，否则绝不退伙——就这样，钱钱就跟着你

走了。

深奥吗？不深奥。十年过去了，老唐又读过好多摞各种投资大师的书，我发现今天的投资理念几乎原地没动，依然可以用上面这段话概括。

所以，我甚至有点怀疑，喜欢读各类大师谈理念的书籍，本质上很可能是一种假装努力的自我麻醉或自我安慰。毕竟，理念类的书籍读起来都很轻松。

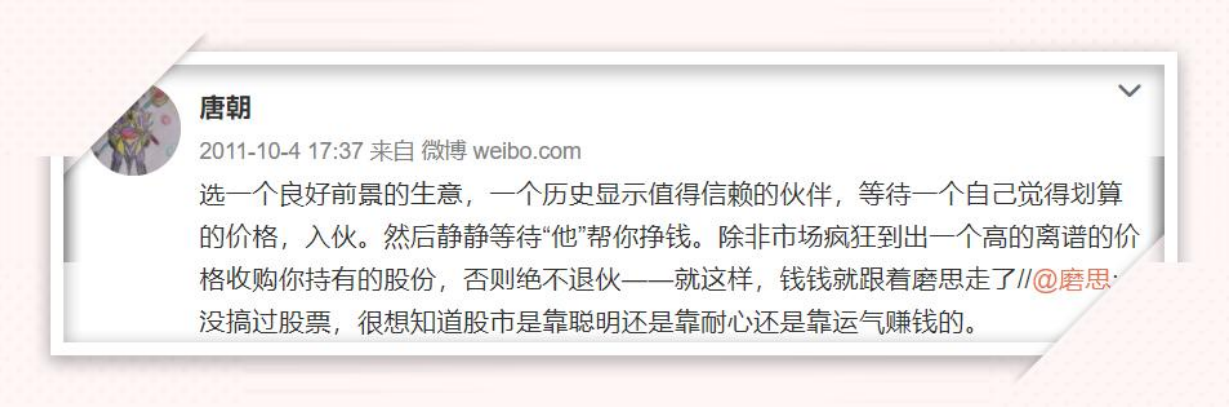
当然，不是说理念类书籍不重要哈。

在重要性的排序上，我认为经常被归为入门读物、故事合集的《巴芒演义》，比我今天推给大家的这本《手把手教你读财报：新准则升级版》价值更大，更为重要。

我说的是，一旦你理解了投资究竟是怎么回事之后，再反复阅读各类理念书籍，就和背诵鸡汤的效果差不多。

除了给自己打气之外，其实你还是不知道投资究竟应该怎么做——当然，时间富裕，以消闲为目的是另一码事

比如还是上面这段话



什么样的生意具有良好前景，你如何确定管理层值得信赖，什么价格是划算的价格，什么价格又属于高的离谱？

回答这些问题，都需要了解企业历史上和同行的竞争战果、历史经营数据、管理层的过往言行、利润的含金量、企业在产业链上的地位，并对企业未来可能面临的市场竞争环境的变化作出预判，对未来的利润、资本支出等作出大致靠谱的估算……等等。

这些东西，绝非做仙风道骨状高喊几句「一眼定胖瘦、凭常识投资、看准拿稳、好企业死了都不卖……」的口号可以解决的。

它们就是需要我们一份一份的财报去读，一年一年的数据去观察，一个一个的疑点去排除……这一切，都需要我们学会阅读财报这种通用的商业语言。

否则你自以为的投资，很可能是沙滩上的堡垒，稍微遇到一点风浪，你用以壮胆的鸡汤名言就可能坍塌。

因为几乎每句鸡汤，都可以找到一句十有理的反面毒鸡汤。你随便喝哪碗，也可能碗碗都是错的

这大概就是巴神说的「投资很简单，但并不容易」的含义。

理解投资理念，建立投资体系，很简单。

但将理念里那些「良好前景、优秀、明显划算、贵的离谱」逐个明确下来，一点儿也不容易。

甚至用困难形容也不算夸张，否则岂不是应该满大街的亿万富翁？

它需要我们大量的阅读企业财报，并在此基础上展开深入的思考——而且即便如此做了，依然不能确保就一定正确。

大量的阅读财报，是一个精确的技术活，没有什么玄学和口水话可以在里面生存。

对就是对，错就是错，有些数据就是告诉你有雷，你不知道就一定会踩雷。

你理解不了财报语言，财报对你而言就是一堆乱糟糟的数据堆砌。

想穿过这堆数字，看见背后隐藏的真实商业活动甚至狗血故事，你必不可少的工具就是：《手把手教你读财报：新准则升级版》。

期望春节后我们阅读上市公司 2020 年年报时，你已经读完新书，已经可以尝试看见数字背后商业股市，而不是盯着一堆数字拔剑四顾心茫然图片

来吧，一起前行

唐书房

2020-12-22

分享一下昨晚的数据。数据显示：你我都不孤独🥹，全国每个省/自治区/直辖市都有书房同道中人。每个人的家乡都有伙伴（不止一位）默默陪着我们，在价值投资的康庄大道上快乐前行🤝

因为某些缘故错过的朋友，还请见谅。精装版印量上限是提前约定好的，不会增加了，对不住🙏谢谢您的认可，谢谢🏵

成交订单地域分布				
收货人省份	订单量	书籍数量	订单占比	数量占比
广东省	743	889	17.20%	17.78%
上海市	361	423	8.36%	8.46%
北京市	377	419	8.73%	8.38%
浙江省	342	404	7.92%	8.08%
四川省	286	320	6.62%	6.40%
江苏省	288	318	6.67%	6.36%
山东省	239	275	5.53%	5.50%
河南省	170	196	3.94%	3.92%
河北省	151	171	3.50%	3.42%
湖北省	140	167	3.24%	3.34%
福建省	143	160	3.31%	3.20%
陕西省	125	143	2.89%	2.86%
湖南省	115	130	2.66%	2.60%
重庆市	102	119	2.36%	2.38%
山西省	86	102	1.99%	2.04%
辽宁省	86	95	1.99%	1.90%
安徽省	80	89	1.85%	1.78%
广西壮族自治区	73	85	1.69%	1.70%
天津市	67	83	1.55%	1.66%
江西省	68	75	1.57%	1.50%
云南省	59	65	1.37%	1.30%
内蒙古自治区	32	50	0.74%	1.00%
海南省	34	45	0.79%	0.90%
甘肃省	39	43	0.90%	0.86%
黑龙江省	29	38	0.67%	0.76%
贵州省	22	26	0.51%	0.52%
吉林省	26	26	0.60%	0.52%
新疆维吾尔自治区	17	24	0.39%	0.48%
宁夏回族自治区	13	13	0.30%	0.26%
青海省	4	4	0.09%	0.08%
西藏自治区	3	3	0.07%	0.06%
总计	4320	5000	1	1

购买册数	人数	合计
1	3866	3866
2	339	678
3	66	198
4	18	72
5	22	110
6	2	12
7	2	14
10	5	50
合计	4320	5000

文本消息 2020-12-24 11:44:55

唐书房

2020-12-24

多位朋友询问关于茅台集团无偿划拨 4%股份的事情。这事儿我在去年 12 月 28 日写过，而且当时的文章里，已经预计过「以后还会有划拨」。

我回看了当时的文章，发现可以一字不改地用于今天的评论，借机偷懒。朋友们直接点击《老唐实盘周记 2019/12/28》重读即可。正好还可回味回味一年前书房里的部分讨论和气氛

唯一需要注意的是：这篇文章里预计 2020 年茅台净利润为 500 亿，但几天后茅台就发布了预告，所以在《老唐实盘周记 2020/01/04》里，已经按照公告数据调低为 460 亿了。

今天忙着签名儿，就不开留言和大家聊天了。祝朋友们平安夜快乐，圣诞快乐

第884篇.　　2020.12.26 - 巴芒演义大事记--by@微光探索

唐书房　2020-12-26

唐朝老师的**《巴芒演义》**系统介绍了近百年来价值投资的发展历史，讲述了投资史上多位大师投资思想形成的来龙去脉，创新采用章回体形式的独特写法，文中即有严谨可靠的数据，又不乏幽默风趣的故事，是一本非常值得一读的投资书籍。

唐朝老师关于投资写了四本书，构成了一个有机结合的整体。

个人认为，《巴芒演义》和《价值投资实战手册》是**道**，讲的是**投资体系**，告诉你**什么样的投资是正确的道路**。

《手把手教你读财报》和《手把手教你读财报 2：18 节课看透银行业》是**术**，讲的是**投资方法**，告诉你**价值投资中财报分析应如何开展**。

相比而言，**“做正确的事情”比“正确地做事”更重要**。在我看来，《巴芒演义》显得更有意义。

我想可以用**求学的几个阶段来体现四本书之间的关系：**

《巴芒演义》像是读中学。她使你对投资这门学问有一个宏观的、全面的认识，了解到不同投资模式的发展和演变，看看大师们是如何做的，站在伟人的肩膀上才能看的更远。

《价值投资实战手册》像是读大学。在了解发展历史的基础上，围绕价值投资，重点学习“正确面对股价波动”和“如何估算内在价值”这两门课程，并结合一系列案例进行实践。

《手把手教你读财报》像是读硕士。走上了投资的正道以后，在如何估值的具体实施过程中，运用财报分析这个有效工具，掌握三张表的要点及其相互之间的勾稽关系，为优秀企业的评估、垃圾企业的排雷提供帮助。

《手把手教你读财报 2：18 节课看透银行业》像是读博士。这是对银行这一具体行业财报分析方法的研究，而攻读博士通常也是对某一专业某一方向某个具体问题的深入研究。如果把人们掌握的知识比作一个圆，随着学历的增加圆不断增大，但到博士时圆的面积不再明显增大，而只是在原来圆的某一个小点上鼓一个小包。如果不研究银行业，“博士”当然是可以不念的。

至于推荐的阅读顺序，当然是**从高中一路读到博士**了。四本书我读了三本，博士还没念完。

《巴芒演义》书房首发时就买到了，但由于工作原因，花了较长时间才读完。

《巴芒演义》中**出场人物多**，凯恩斯、格雷厄姆、巴菲特、芒格、施洛斯、索普、米尔肯、林奇、博格等等；

同时**时间跨度长**，前后历经近百年，对人物熟悉不够的人来说阅读稍有困难。

人物维度有官方的思维导图，如果再从时间维度有一条大事主线，对阅读会有很大帮助。

梳理过程中，前不久看到唐书房转发的由好奇心小池整理的巴芒演义时间线，总结得很好。在此先表示感谢。

原文采用表格形式整理，由于考虑到大部分人采用手机阅读，原字体相对较小。

为了改善阅读体验，我在原来基础上进行了重排，**对呈现方式、字体大小进行了调整，同时对不同人物采用了多种颜色搭配**，便于快速查阅，放在此供大家参考，希望能给各位唐粉们在阅读巴芒时提供一些帮助。

https://mp.weixin.qq.com/s/2PwwHW_3tM6VVXv_f_yvZQ

第885篇.　　2020.12.26 - 老唐实盘周记2020/12/26

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-12-26

本周交易

无

当前持仓

目前持仓茅台 37%，腾讯 21%，洋河 20%，分众 11%，古井 B5%，海康 6%，另有上海机场 1000 股观察仓不计。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	理想买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	37%	24000±10%	＜12000	27000	22988	1830.00	56.95%
腾讯控股	21%	66000±10%	＜33000	72500	44956	556.00	48.50%
洋河股份	20%	3150±10%	＜1575	3700	3305	219.30	104.00%
分众传媒	11%	……	＜700	1650	1409	9.60	55.09%
古井贡B	5%	770±10%	＜385	900	441	103.90	50.21%
海康威视	6%	4400±10%	＜2200	5800	4415	47.25	47.47%
沪深300						5042.01	23.08%
上证指数						3396.56	11.36%
2020/12/26			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8434	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	理想买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	37%	24000±10%	<12000	27000	23177	1845.00	58.24%
腾讯控股	22%	66000±10%	<33000	72500	46839	580.00	54.91%
洋河股份	19%	3150±10%	<1575	3700	3198	212.18	97.38%
分众传媒	11%	……	<700	1650	1510	10.29	66.24%
古井贡B	5%	770±10%	<385	900	416	97.90	41.54%
海康威视	5%	4400±10%	<2200	5800	4287	45.88	43.20%
沪深300						4999.97	22.05%
上证指数						3394.90	11.30%
2020/12/19			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8428	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同，而发生小幅变化；

②仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2020 年内收益 60%（四舍五入数据）。

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，60%（均不含新股中签收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 727。以 6.99 年折算，年化收益率约 32.8%。

	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/26
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	5042.01
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	16949.33

重要事项

本周好几条关于茅台的重要事项，典型的人红是非多图片

1. 茅台划拨 4%股份

本周，贵州国资委全资子公司茅台集团，再度划拨 4%股份（5024 万股）给贵州财政厅全资孙公司贵州国有资本运营公司。

去年 12 月茅台集团已经有过一次同等数量的划拨，相关评论我在《老唐实盘 2019/12/28》已经写过，

前天也推送过链接给大家。

观点没有变化，不再重复啰嗦。

今年三季度，贵州国有资本运营公司（及其母公司贵州金控）通过市场减持了约 1675 万股（16752585 股），套现约 280 亿。

四季度继续减持了约 2141 万股（21416267 股），四季度最低股价 1600 元，最高股价 1906.2 元，按照中间价 1750 估算，套现约 375 亿。

两次合计套现约 650 多亿，本次划转后仍持股约 6231 万股（62311148 股）。

贵州省财政急需现金续命（命，指借债的信用），加上茅台目前估值本来也不便宜，所以可以预计减持还将继续，而且速度不会慢。

对于减持，还是去年 12 月 28 日周记里写的观点：「关于抛售压力，我不是太关心」。

去年周记里举过的两个例子，今天还可以继续更新数据：

案例一：茅台原二股东 2015 年减持了 547 万股，回笼了不超过 10 亿现金，截止去年底损失超过 55 亿。

今天将时间延续一年，这 547 万股又多赚 36.3 亿。

也就是说，二股东 2015 年以不到 10 亿卖掉的股权，如果持有到今天，大约是 10+55+36=101 亿。

二股东就这样放掉了一个 5 年 10 倍的财富机会。

案例二：以投资茅台成名的投资人林劲峰，2003 年投资约 1200 万买入茅台，持有到 2015 年清仓，获利超过 10 亿。

12 年近百倍，无疑是超级成功的投资。然而，如果没有 2015 年的变现，到今天，它会是一笔 17 年超千倍的神话。

说这些，不是说别人卖出是错的。

而是说公司的未来取决于自身盈利能力的成长，与大股东二股东或者其他哪位股东的买卖行为，没有什么关系。

至于因此而造成的短期股价波动，我猜不出来，也不愿费神去猜。

还是那六个字“别瞅傻子，瞅地”

2. 上交所对茅台出局监管函

依据相关信息分析，这份监管函的内容，是批评茅台公司董事长高卫东在经销商大会上，涉嫌违规披露公司酱香酒销售数据——按照交易所规定，可能对股价产生影响的重大信息，需要先在证监会指定媒体上披露。

这属于交易所常规工作提醒，以前李保芳总也被批评过一次。

那是 2018 年经销商大会，保芳总披露了一些经营数据，遭到批评。

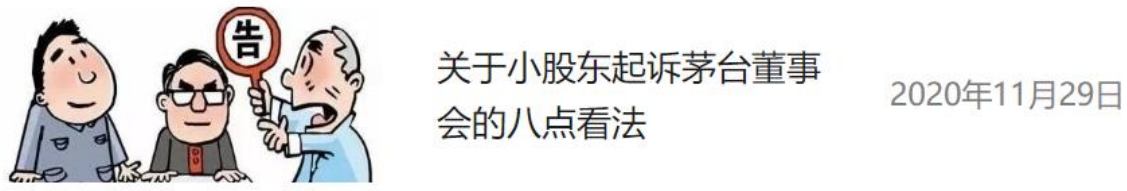
保芳总还向当时的美女董秘樊宁屏发火，说：“我不愿意受上市公司董秘办的约束，应该是董秘办来适应我。比如，今天我要公布一些数据，应该是董秘办来适应我，上市公司提前进行披露。”

所以，这事儿没什么可分析的。

本来我以为监管函还会提醒公司，尽快完善和明确公司章程里有关对外捐赠事宜的相关权限及流程，但从公司后续披露来看，似乎没有涉及。

关于捐赠事宜，我说过，我有观点，但不适合公开谈论图片

11 月 29 日，我在书房以《关于小股东起诉茅台董事会的八点看法》为题，用打赏彩蛋的形式向三四百人分享过。



<已删除，现在可别去糟蹋钱了>

至今，我仍然认为该文观点不方便公开发表，所以针对这件事情的提问会直接被略过，请大家体谅

3. 市监总局加强茅台酒价格监管。

这又是一条媒体带偏方向的典型案例。

这事儿，其实是针对茅台酒经销商的。

市监总局要求经销商们在元旦春节期间，严格自律经营，不搞价格串通、价格哄抬、价格欺诈，不做损害消费者权益、扰乱市场秩序的违法行为。

简单的说，这里市监总局和上市公司其实是 LBWJ，都意图通过行政手段来打压批发零售价格。并不是市监总局针对上市公司。

说起这行政手段，一个丑陋的笑话就是“宣誓”。

茅台经销商大会上，高管们带着经销商举起拳头庄严宣誓：不加价销售、不囤积居奇、不哄抬价格、不转移销售、不虚构销售……

这种自欺欺人的笑话，只要不是瞎子聋子，都知道本剧故事纯属扯淡。

逼着大家宣誓的人也知道人们知道当事人自己也知道这是假的。

这种心态下，看这些假模假样的表演、庄严投入的表情和荡气回肠的誓言，就和看一群小丑的滑稽戏差不多。

一群算是有钱的人（以一年十吨茅台配额为例，什么不用干，转个手至少有超过 2000 万的税后净利润到手），还为了钱被迫扮小丑，真替他们悲哀

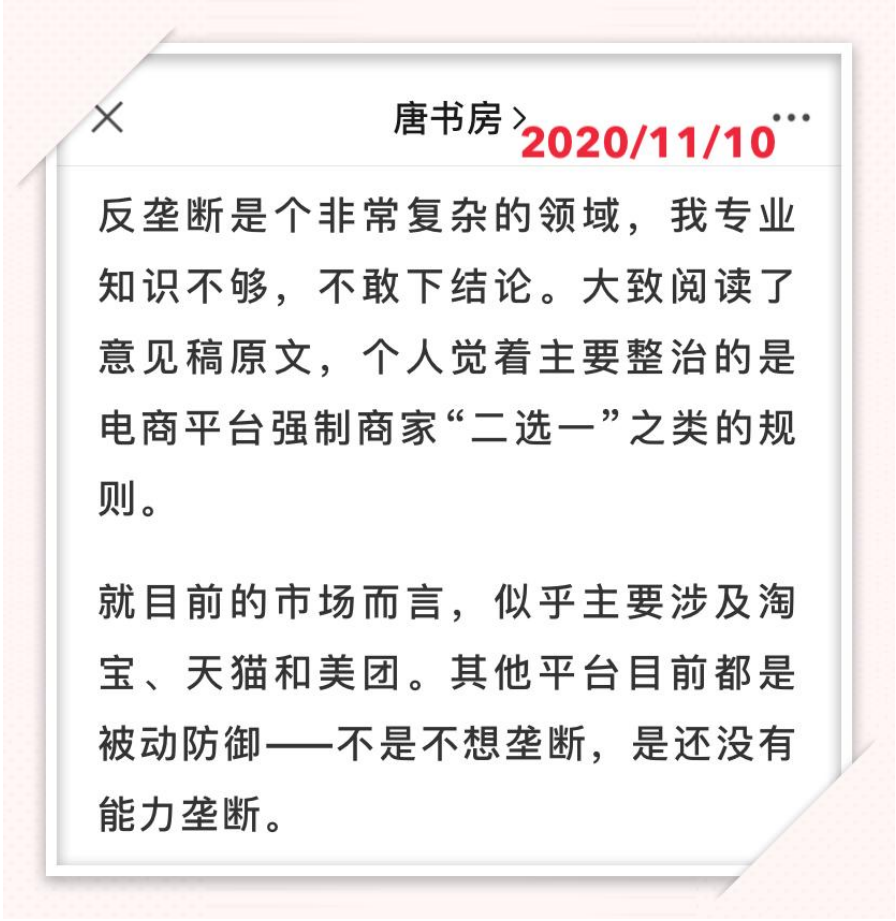
更可笑的是，以前带领大家宣誓的茅台高管，今天绝大部分都在监狱里剃了光头，身披黄马甲，大声背诵监规，甚至可能正在向一个毒犯牢头宣誓「我宣誓，一定把便池刷的饭碗还干净」

说起市监总局，最近市监总局的大动作是针对阿里巴巴电商平台要求商家“二选一”行为的立案调查。

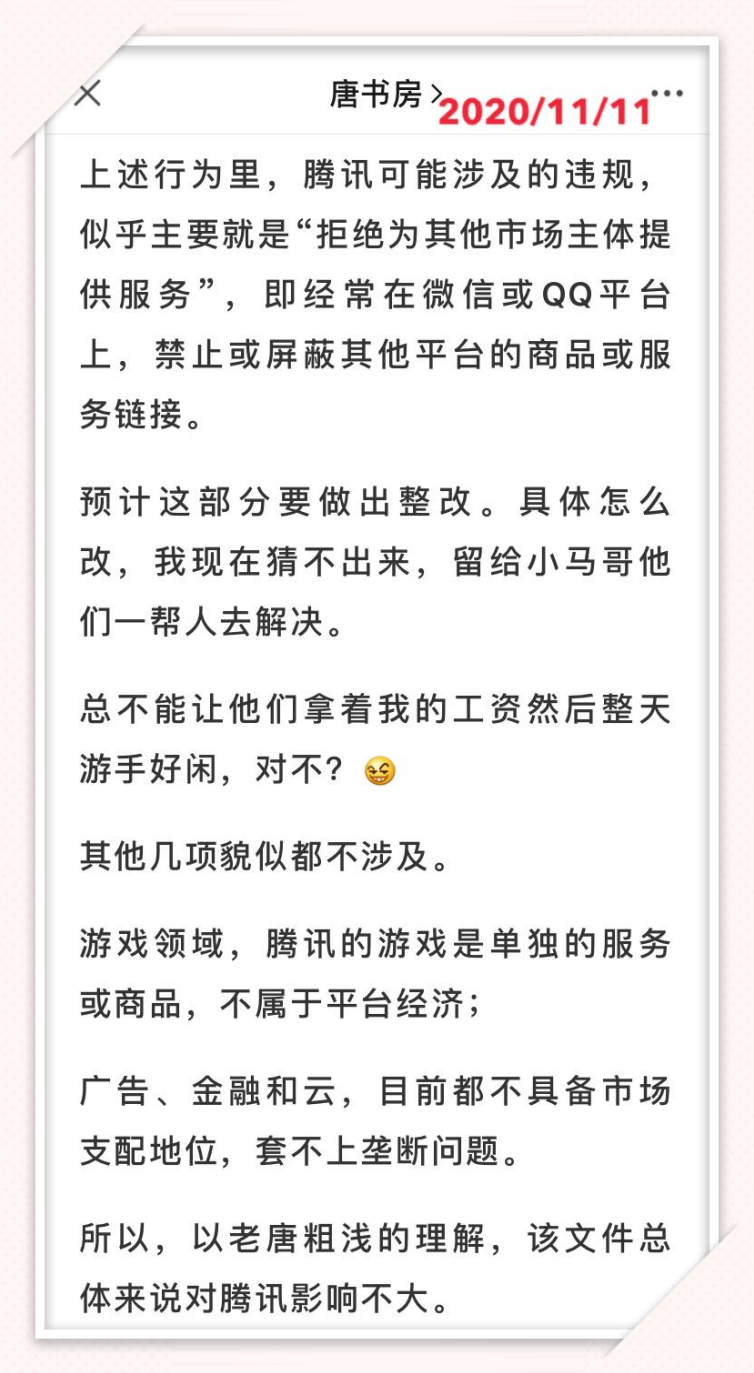
许多持有腾讯的朋友心慌慌了，追问老唐下一个会不会是腾讯，腾讯的估值要不要下调，等等

下一个会不会是腾讯，我不是局长，说了不算。

但我粗浅的理解是


唐书房 2020/11/10
反垄断是个非常复杂的领域，我专业知识不够，不敢下结论。大致阅读了意见稿原文，个人觉着主要整治的是电商平台强制商家“二选一”之类的规则。
就目前的市场而言，似乎主要涉及淘宝、天猫和美团。其他平台目前都是被动防御——不是不想垄断，是还没有能力垄断。

以及



没有其他需要补充的观点。

如果市场能够借着这个「故」将腾讯的股价打下来，我不介意占点小便宜，再想办法增加一点腾讯的持仓。

4. 茅台春节调价预计无望。

接下来要说点儿真正的坏消息了。

据一家券商的调研信息，说各地经销商已经基本完成 1 月份的打款，打款标准还是 969 元/瓶。

这意味着元旦春节上调出厂价的预期，可能要失望。

继续维持对 2021 年茅台净利润 540±10 亿范围的估算不变。

5. 《巴芒演义》入选豆瓣读书 2020 年年度榜单

感谢书房读者@明月奴 通知图片，《巴芒演义》入选豆瓣读书 2020 年度榜单。

去年这时候，是《价值投资实战手册》入选豆瓣 2019 年度图书榜。

希望明年还能看到《手把手教你读财报：新准则升级版》上榜

6. 刑法修正案加大对财务造假的打击力度。

今天，第十三届全国人大常委会第二十四次会议审议通过了刑法修正案（十一），并将于 2021 年 3 月 1 日起正式施行。

这是我心中的重要利好，是资本市场的重大进步。虽然还不够，但好歹是在前进

修正案大幅强化了对欺诈发行和财务信息披露造假的刑事打击力度。

对于欺诈发行，修正案将刑期上限由 5 年有期徒刑，提高至 15 年有期徒刑；

并将对个人的罚金，取消了原非法募集资金 5%上限限制；对单位的罚金由非法募集资金的 1%-5%提高至 20%-100%。

对于信息披露造假，修正案将相关责任人员的刑期上限由 3 年，提高至 10 年，罚金数额取消原 20 万元的上限限制。

修正案明确将保荐人作为提供虚假证明文件罪和出具证明文件重大失实罪的犯罪主体，适用该罪追究刑事责任。

同时，对于律师、会计师等中介机构人员在证券发行、重大资产交易活动中出具虚假证明文件、情节特别严重的情形，明确适用更高一档的刑期，最高可判处 10 年有期徒刑

修正案还强化对控股股东、实际控制人等“关键少数”的刑事责任追究。

明确将控股股东、实际控制人组织、指使实施欺诈发行、信息披露造假，以及控股股东、实际控制人隐瞒相关事项导致上市公司披露虚假信息等行为纳入刑法规制范围。

7. 本周有 1 篇读书笔记入选

入选笔记是：价投新人在学习中提炼——by@诗酒_趁年华

请这位朋友留下收货地址——如果选择老唐的四本书签名套装做奖品，或，留下微信号——如果选择加老唐微信好友做奖品。

无论是否入选，输出本身已经是对自己的巨大帮助，是非常深入的学习过程。我相信所有写过读书笔记的朋友，都会有这个感触。

借着这个激励，将双手放在键盘上，给自己一个成长的机会吧！

下周预计交易

无

再次提醒朋友们：

年底写总结啦。不知道有出入金的情况下，投资收益率应该怎么计算，以及如何简单迅速地计算年化收益率的朋友，不用提问。

直接向书房发送「收益率」，即可提取科普文章图片

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。文中提及的任何个股，都有**腰斩**或翻倍的风险。

请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记。

祝朋友们周末愉快

黄澍雨 Steven

老唐上海机场还要观察多久呢

唐书房

不取决于时间，取决于价格。

未命名

在您投资生涯中，有因为高估卖出后股价跌下来又接回来的情况吗？

唐书房

抛弃这个念头就好了，永远比较。是不是自己之前卖出过，不重要。

路昊天

唐老师，您说什么情况会引发白酒行业进入低迷期呢？难道只有出现类似三公经费和塑化剂事件才会让白酒行业进入阶段性下降周期吗？请教请教

唐书房

不见得，要崩的时候，理由千奇百怪，多得很。而且，其实白酒行业目前并不算景气，真正景气的只是高端白酒

第886篇.　　2020.12.29－提醒：网络骗子多，轻信必招祸。

唐书房 2020-12-29

老唐没有群（收费的，免费的都没有），也不使用 QQ。从来不会主动加陌生人好友，更不会那么好心地给你推荐股票。

但凡以老唐名义从事此类行为的，无一例外全是骗子。请提高警惕，不要缴纳智商税！

第887篇.　　2020.12.31 - 2020年12月阅读及荐书

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-12-31

2020 年 12 月读书六本

其中《美股 70 年》和《追寻价值之路》是上个月的遗留，《分析与思考》是目前在读。

《追寻价值之路》和《美股 70 年》两本书，在 11 月末已经推荐过，现在读完更加推荐。

尤其是《追寻价值之路》，谈 A 股 2000~2017 年编年史的。期间已经在市场的，回味一下白云苍狗，蛮有意思的。

期间还没有入市的，正好迅速了解一下历史，避免遇到什么风吹草动就哆啰啰、哆啰啰

其实历史就是踏着相同的韵脚，在人性的贪婪和恐惧之间来回切换。

多看看历史轨迹，可以在市场又一次恐慌或又一次激昂时，多一点淡定，少一点疯狂。

追寻价值之路：2000～2017 年中国股市行情复盘

作者：燕翔，战迪

《美股 70 年》前八章是美国股市 1948~2018 年的历史。

由于年代久远，加上和咱们关系不大，看起来难免有些啰嗦和无趣。但第九章到第十六章，我认为价值很大。

这八个章节的题目均为「美股 XXX 板块行情与基本面回顾」，分别是：必需消费板块、可选消费板块、金融板块、信息科技板块、周期股板块、公用事业板块、工业板块、医疗保健板块。

作者统计了每个板块的历史表现和个股特征，并与指数综合平均水平做了对比，这部分可能对理解不同类型的企业特征有很大帮助。

我将这八个章节的统计对比结论，摘录于本文末供参考。

推荐重庆市前市长黄奇帆的《结构性改革》。

结构性改革：中国经济的问题与对策 黄奇帆著 团购电话:4001066666 转 6

作者：黄奇帆

这是一本好书。以前听张五常说过黄奇帆的经济学造诣很高，加上也偶尔在各类媒体上看他的一些公开演讲，对个人能力有一定的心理准备。

但读到这本书后，仍然觉得挺震撼的。

难以想象，黄奇帆老先生的知识面这么丰富（核心不是说深入，是说其涉猎之宽广），简直刷新了我对官员的认知，比上次读刘鹤的《两次全球大危机的比较研究》冲击更大。

黄奇帆对土地利用、房地产开发、企业招商和小微企业扶持等方面有经验不奇怪，他原来做重庆市市长就主抓这些。

对中美关系的认识很深刻，也不奇怪，作为中共高官肯定没少思考和讨论这些。毕竟站的高度，看的材料和数据级别，观点更加高屋建瓴实属正常。

但他对资本市场，对数字化经济，对区块链技术，对国有资本运作等方面的深刻认识，就震惊到我了。

感觉读了以后，最大的疑惑是「他哪有这么多时间和精力去覆盖这么多领域的？」，总体来说，受益匪浅。

而且书中很多观点正在变成现实，比如这次对蚂蚁金服及互联网垄断的重手，比如对房地产企业的三道红线，都是早在政策出台前黄老就谈过的内容

唯一遗憾的是，书中大量内容应该是黄老当初的演讲稿，但收录的时候居然没有标注首发时间，难免让人以为是马后炮。可惜了，是编辑的锅。

强烈推荐阅读。

正因为读过这本书后，我又下单了黄老的《分析与思考》。时间原因，还没读完。

不过，简单的翻阅之下，发现《分析与思考》除增加了关于货币的锚及货币制度分析的内容之外，其他内容在《结构性改革》里都已谈过。

只不过，《分析与思考》是面对复旦大学经济学院学生的授课讲义，而《结构性改革》是在各种论坛上的演讲。

相比之下，《分析与思考》更严谨，文章结构更正统。但《结构性改革》其实更平易近人，更好懂。

对于书房大多数读者来说，如果一定二选一的话，我个人更建议《结构性改革》。

当然，若不用二选一，将两本一起收入囊中，是更快活的事情。

分析与思考—黄奇帆的复旦经济课（吴晓波推荐）

作者：黄奇帆

刘润的《商业简史》，介于可以看看和值得推荐之间，看不看两可。

看书名以为是讲商业史的，结果不是。

全书从交易成本和网络密度的角度入手，将各种商业模式分型。

帮助读者形成了一个认识商业模式的框架，迅速理解每种商业形态解决的什么问题，赚的什么钱，可能面临的竞争是什么。

挺有趣的一本小书，就是真有点'简'，像快餐。

刘润老师写东西一贯以简单明了著称，真正不到两个小时就看完了。

对我而言，有点收获，但不多。

大致介于可以看看和值得推荐之间吧，看不看两可。

商业简史

作者：刘润

《也无风雨也无晴》，不推荐。

这是史良昭老先生关于东坡诗词的杂文合集。

史老先生生是上海古籍出版社的编审，或许由于年轻时所受教育以及从事古籍出版的相关工作的原因，全书文白间杂，读起来有点费劲。

不推荐。

以下是《美股 70 年》后八章书摘。

我认为这些内容对大家很有价值。

当然，看后觉得有收获，建议买书支持作者原创

必须消费板块

1966 年以来的近 60 年的时间里，美股必需消费板块 ROE 持续高于美股整体水平。

1966 年以来，美股必需消费板块 ROE 中枢大致为 18%，而美股整体仅为 10%左右。并且历史数据显示，美股必需消费板块是唯一 ROE 水平持续处于美股整体水平之上的行业。

1966 年以来的 50 多年时间里，美股必需消费板块 PE 平均值大约为 18 倍，中位数约为 19 倍，同期美股整体 PE 平均值和中位数分别为 21 倍和 18 倍。

必需消费板块 PB 平均值大约为 3.5 倍，中位数约为 3.6 倍，而同期美股整体 PB 平均值和中位数分别为 2.1 倍和 2.0 倍。

1968 年以来，美股必需消费板块年化收益率为 12.9%，美股整体收益率为 10.8%，相比之下必需消费板块获得 2.1%的年均超额收益率，在各行业中处于领先地位。

可选消费板块

总体来看，美股可选消费板块的盈利能力与美股整体水平相近，板块 RE 与市场平均水平相差不大。

1962 年以来的近 60 年的时间里，美股可选消费板块 ROE 基本围绕着美股整体 ROE 上下波动，两者 ROE 中枢水平大致相同，均在 10%左右。

1968 年以来，美股可选消费板块年化收益率为 10.9%，美股整体收益率为 10.8%，虽然相比之下近 60 年来可选消费板块年化超额收益率仅为 0.1%，但其是美股所有行业中为数不多的能跑赢大盘的行业之一。

1966 年以来的 50 多年时间里，美股可选消费板块 PE 平均值大约为 39 倍，中位数约为 18 倍，PB 平均值大约为 2.4 倍，中位数约为 2.3 倍。

同期美股整体 PE 平均值和中位数分别为 21 倍和 18 倍，PB 平均值和中位数分别为 2.1 倍和 2.0 倍。

金融板块

1962 年以来的近 60 年的时间里，美股金融板块 ROE 在大多年份均低于美股整体 ROE 水平，但在金融危机之前两者 ROE 水平差距不大，中枢均在 11%左右。

金融危机后，金融板块 ROE 水平中枢明显下降一个台阶至 7%左右，并持续低于美股整体水平。

总体来看，美股金融板块的估值水平低于美股整体水平，板块 PE 与 PB 在大多数时间里均低于美股整体水平。

1966 年以来的 50 多年时间里，美股金融板块 PE 平均值大约为 13，中位数约为 13，PB 平均值大约为 1.4，中位数约为 1.3。

同期美股整体 PE 平均值和中位数分别为 21 和 18，PB 平均值和中位数分别为 2.1 和 2.0，且在 90%多的时间里，金融板块 PE 均处于美股整体水平之下。

1968 年以来，美股金融板块年化收益率为 10.6%，美股整体收益率为 10.8%。

相比之下近 60 年来美股金融板块年化超额收益率为-0.2%，小幅跑输大盘。但与美股其他行业相比，金融板块的历史表现依然处于中上水平。

从收益率的驱动因素来看，近 60 年来美股金融板块的绝对收益率主要来自盈利的贡献。

具体来看，1967 年底以来，美股金融板块指数 10.6%的年化收益率中，盈利贡献了 10.2%，而估值仅贡献了 0.4%。

也就是说，近 60 年以来，美股金融板块的绝对收益率基本完全来自盈利的稳定增长，而板块的估值水平则长期维持稳定。

信息科技板块

总体来看，美股信息科技行业的盈利能力强于美股整体水平，板块 ROE 在大多时间里处于市场平均水平之上。

1962 年以来的近 60 年的时间里，美股信息科技行业 ROE，仅在 20 世纪 90 年代初和 21 世纪初爆发的“互联网泡沫”期间，低于美股整体水平。

其余大多数年份里美股信息科技行业 ROE 持续高于美股整体水平，中枢水平维持约 12%，而美股整体仅为 10%左右。

总体来看，美股信息科技行业的估值水平高于美股整体水平，板块 PE 与 PB 在大多数时间里均高于美股整体水平。

1966 年以来的 50 多年时间里，美股信息科技行业 PE 平均值大约为 29 倍，中位数约为 22 倍，PB 平均值大约为 3.5 倍，中位数约为 3.1 倍。

同期美股整体 PE 平均值和中位数分别为 21 倍和 18 倍，PB 平均值和中位数分别为 2.1 倍和 2.0 倍。

且在近 90%的时间里，信息科技行业 PE 均处于美股整体水平之上。

1968 年以来，美股信息科技行业年化收益率为 9.7%，美股整体收益率为 10.8%。

相比之下近 60 年来美股信息科技行业年化超额收益率为-1.1%，远远跑输大盘。

美股 70 年：1948～2018 年美国股市行情复盘

作者：燕翔，战迪，许茹纯，朱成成

周期股板块

总体来看，美股原材料行业的盈利能力略低于美股整体水平，板块 ROE 大多数时间低于市场平均水平。

1962 年以来的近 60 年的时间里，美股原材料行业 ROE 水平在 3%~20%区间中上下波动，中枢大致稳定于 9%左右，美股整体为 10%左右。

同时在大多数年份里，原材料行业 ROE 低于美股整体水平。并且由于较强的顺周期属性，原材料行业 ROE 和美股整体 ROE 水平走势基本同步，二者相关系数高达 0.7。

总体来看，美股原材料行业的估值水平略低于美股整体水平，板块 PE 与 PB 在大多时间里围绕美股整体水平上下波动。

1966 年以来的 50 多年时间里，美股原材料行业 PE 平均值大约为 21 倍，中位数约为 17 倍，PB 平均值大约为 2.0 倍，中位数约为 2.0 倍。

同期美股整体 PE 平均值和中位数分别为 21 倍和 18 倍，PB 平均值和中位数分别为 2.1 倍和 2.0 倍。

所以总体来看，美股原材料行业的估值水平与美股整体水平基本相近，仅略低于美股整体水平。

总体来看，美股能源行业的盈利能力低于美股整体水平，行业 ROE 大多数时间低于市场平均水平。

1962 年以来的近 60 年的时间里，美股能源行业 ROE 在大多数年份里均低于美股整体水平。

除 2015 年行业盈利能力大幅跳水外，能源行业 ROE 水平基本处在 2%~20%区间里波动，中枢水平大致为 9%，而美股整体为 10%左右。

总体来看，美股能源行业的估值水平低于美股整体水平，板块 PE 与 PB 在大多数时间里处于美股整体水平之下。

1966 年以来的 50 多年时间里，美股能源行业 PE 平均值大约为 19 倍，中位数约为 15 倍，PB 平均值大约为 2.0 倍，中位数约为 1.9 倍。

同期美股整体 PE 平均值和中位数分别为 21 倍和 18 倍，PB 平均值和中位数分别为 2.1 倍和 2.0 倍。

且在近 90%的时间里，能源行业 PE 均处于美股整体水平之下。

1968 年以来，美股原材料行业年化收益率为 9.5%，美股整体收益率为 10.8%，相比之下近 60 年来美股原材料行业年化超额收益率为-1.3%，大幅跑输大盘，在笔者统计的所有行业中表现垫底。

总体来看，近 60 年来美股原材料行业的绝对收益率主要来自盈利的贡献。

1967 年底以来，美股原材料指数 9.5%的年化收益率中，盈利贡献了 7.7%，占据了绝对部分，而估值仅贡献了 1.8%。

1968 年以来，美股能源行业年化收益率为 9.7%，美股整体收益率为 10.8%，相比之下近 60 年来美股能源行业年化超额收益率为-1.1%，表现远不如大盘，在笔者统计的所有行业中表现中等偏下。

公用事业板块

总体来看，美股公用事业板块的盈利能力低于美股整体水平，行业 ROE 大多数时间处于市场平均水平之下。

1962 年以来的近 60 年的时间里，美股公用事业板块 ROE 水平大多数时间在 6%到 12%区间中上下波动，中枢大致稳定于 8%左右，美股整体为 10%左右，同时在绝大多年份里公用事业板块 ROE 均低于美股整体水平。

总体来看，美股公用事业板块的估值水平低于美股整体水平，板块 PE 与 PB 在大多数时间里均低于美股整体水平。

1966 年以来的 50 多年时间里，美股公用事业板块 PE 平均值大约为 13 倍，中位数约为 13 倍，PB 平均值大约为 1.3 倍，中位数约为 1.4 倍。

同期美股整体 PE 平均值和中位数分别为 21 倍和 18 倍，PB 平均值和中位数分别为 2.1 倍和 2.0 倍。

且在 90%多的时间里，公用事业板块 PE 处于美股整体水平之下。

1968 年以来，美股公用事业板块年化收益率为 9.9%，美股整体收益率为 10.8%，相比之下近 60 年来美股公用事业板块年化超额收益率为-0.9%，表现弱于大盘，在笔者统计的所有行业中表现处于中下游水平。

从收益率的驱动因素来看，近 60 年来美股公用事业板块的绝对收益中盈利和估值的贡献基本相当。

具体来看，1968 年以来，美股公用事业指数 9.9%的年化收益率中，盈利贡献了 5.0%，估值贡献了 4.9%。

因此长期来看，盈利和估值两个因素，对公用事业板块绝对收益率的贡献，均存在着较为重要的作用。

工业板块

总体来看，美股工业板块的盈利能力略高于美股整体水平，行业 ROE 大多时间处于市场平均水平之上。

1962 年以来的近 60 年的时间里，美股工业板块 ROE 水平大多数时间在 8%到 18%区间中上下波动，中枢大致稳定于 12%，而美股整体仅为 10%左右，同时在大多年份里工业板块 ROE 高于美股整体水平。

相比其他行业，工业板块 ROE 与美股整体 ROE 水平重合度较高，尤其是 20 世纪 60~90 年代，二者基本完全拟合，相关系数高达 0.9。

总体来看，美股工业板块的估值水平与美股整体水平相近，板块 PE 与 PB 与美股整体水平相差不大。

1968 年以来，美股工业板块年化收益率为 10.1%，美股整体收益率为 10.8%，相比之下近 60 年来美股工业板块年化超额收益率为-0.7%，表现稍逊于大盘，在笔者统计的所有行业中表现中等偏下。

医疗保健板块

总体来看，美股医疗保健板块的盈利能力要强于市场整体，行业 ROE 在大多数时间里高于市场平均水平。

1962 年以来的近 60 年的时间里，美股医疗保健板块 ROE 水平大多数时间在 9%到 18%区间中上下波动，中枢大致稳定于 16%。

美股整体仅为 10%左右，同时在大多年份里医疗保健板块 ROE 高于美股整体水平。

相比其他行业，医疗保健板块的 ROE 具有持续稳定且相对较高的特征，这一点与美股中必需消费板块极为相似。

总体来看，美股医疗保健板块的估值水平高于美股整体水平，板块 PE 与 PB 在大多数时间里均高于美股整体水平。

1966 年以来的 50 多年时间里，美股医疗保健板块 PE 平均值大约为 26 倍，中位数约为 25 倍，PB 平均值大约为 3.5 倍，中位数约为 3.4 倍。

同期美股整体 PE 平均值和中位数分别为 21 倍和 18 倍，PB 平均值和中位数分别为 2.1 倍和 2.0 倍。

且在近 90%的时间里，医疗保健板块 PE 处于美股整体水平之上。

1968 年以来，美股医疗保健板块年化收益率为 11.6%，美股整体收益率为 10.8%，相比之下近 60 年来美股工业板块年化超额收益率为 0.8%，表现强于大盘，在笔者统计的所有行业中表现仅次于必需消费板块。

从收益率的驱动因素来看，近 60 年来美股医疗保健板块的绝对收益率主要来自盈利的贡献。

具体来看，1967 年底以来，美股医疗保健板块指数 11.6%的年化收益率中，盈利贡献了 11.0%，占据了绝对部分，而估值仅贡献了 0.6%。

且分阶段看，在医疗保健板块收益率的 6 个划分阶段里，盈利贡献均占据主导地位。

〈完〉

祝朋友们新年快乐，天天开心

第888篇.　　2020.12.31 - 老唐实盘周记2020/12/31

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2020-12-31

首先恭贺书房的朋友们

新年快乐，万事如意

对于书房绝大多数朋友来说，今年的投资旅程应该是欢乐祥和的。

这不仅是说收获了巨额财富，更重要的是经历大涨大跌的考验后（尤其是洋河和分众），对投资一定有了更深层次的理解

收益率多高，不是最重要的。

理解投资的本质，知道自己不是在「炒」股，不是靠灵感、消息和运气赚钱。

不再做股价波动的牵线木偶，知道自己必然会富，而且会坦然舒适开心健康的致富，这些才是最有价值的东西。

恭喜朋友们

由于忙着签名儿，老唐的年度总结还来不及写。

今天先把实盘周记抢发在年末，算是个记录。

估摸着明后天就能签完了，签完后写《老唐的 2020》，力争周日或下周一发出来。

再次恭贺朋友们在 2020 年内的巨大收获！

本周交易

无

解释一下周一广告留言区的这句闲聊，和「本周交易」的关系：

因为周一买的腾讯，占比远低于账户市值的 0.5%。

按照实盘周记的披露规则，低于账户市值 0.5%的买入不披露，所以本周交易依然记录的是「无」。

当前持仓

目前持仓茅台 38%，腾讯 21%，洋河 20%，分众 10%，古井 B5%，海康 6%，另有上海机场和福寿园各 1000 股观察仓不计。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	理想买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	38%	24000±10%	＜12000	27000	25099	1998.00	71.36%
腾讯控股	21%	66000±10%	＜33000	72500	45605	564.00	50.64%
洋河股份	20%	3850±10%	＜1925	4700	3556	235.99	119.53%
分众传媒	10%	……	＜700	1650	1449	9.87	59.45%
古井贡B	5%	770±10%	＜385	900	458	107.99	56.12%
海康威视	6%	4840±10%	＜2420	5800	4532	48.51	51.40%
沪深300						5211.29	27.21%
上证指数						3473.07	13.87%
2020/12/31			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8430	

六只持股里，小企鹅荣获“2020 后腿鹅”称号，全年涨幅仅 50.64%。

叠加汇率因素，实际体现在账户市值里的年内涨幅只有（564×0.8430）/（374.4×0.8951）-1=41.87%。

当之无愧的「后腿鹅」，希望 2021 年「后腿鹅」知耻而后勇，努力表现，争当排头兵

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	理想买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	37%	24000±10%	＜12000	27000	22988	1830.00	56.95%
腾讯控股	21%	66000±10%	＜33000	72500	44956	556.00	48.50%
洋河股份	20%	3150±10%	＜1575	3700	3305	219.30	104.00%
分众传媒	11%	……	＜700	1650	1409	9.60	55.09%
古井贡B	5%	770±10%	＜385	900	441	103.90	50.21%
海康威视	6%	4400±10%	＜2200	5800	4415	47.25	47.47%
沪深300						5042.01	23.08%
上证指数						3396.56	11.36%
2020/12/26			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8434	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同，而发生小幅变化；

②仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2020 年内收益 69%（四舍五入数据）。

按照老唐实盘的习惯，年终收益率采用考虑追加资金影响前后的孰低值。

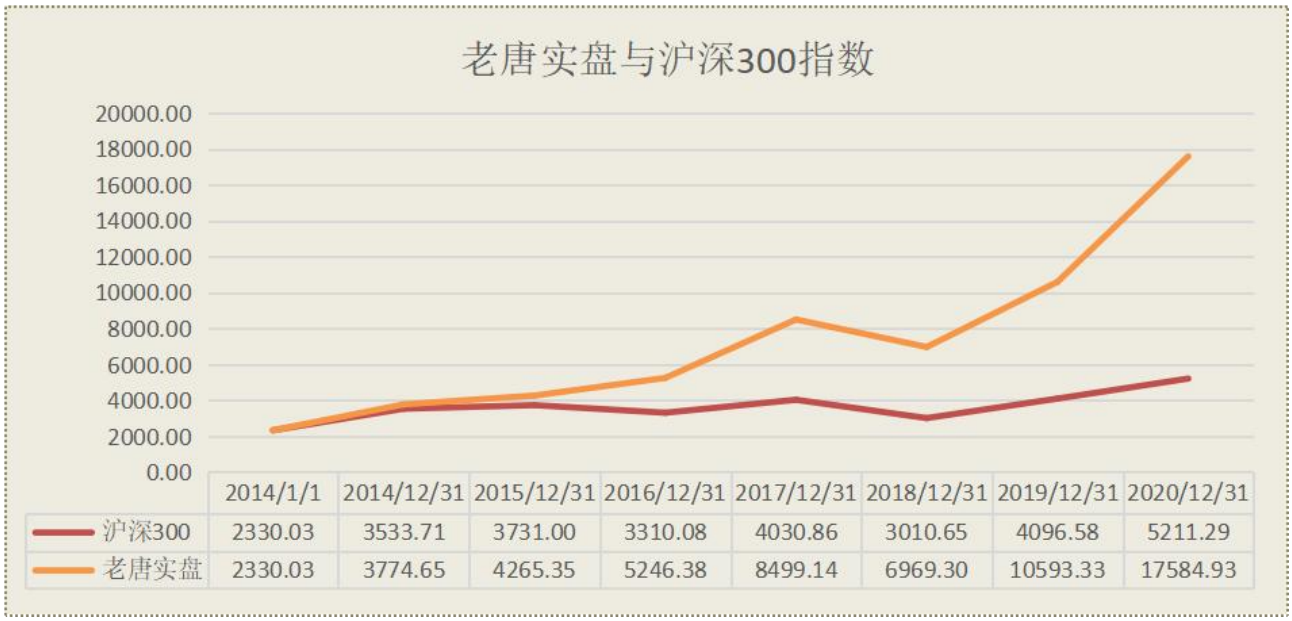
今年内的追加资金，总体入市位置高于年初位置，实际收益率为 66%。

<追加资金包括年内新投入资金和新股中签所得。其中年内中新股 24 签，相关缴款及卖出利润，一并作为追加资金计入>

所以老唐实盘收益率记录为：

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，66%（均不含新股中签收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 755。7 年时间，年化收益率约 33.5%。



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	5211.29
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	17584.93

和朋友们分享一点开心的数据：

今年年内，股市带给我的财富数额（年末总市值-年初本金-年内追加资金），接近老唐 2019 年元旦的全部身家。

全部身家=股市市值总和+持有的类现金资产+名下房产 2019 年元旦市值。

这就是复利的力量。

意味着老唐今年一年的呆坐，财富值约等于前面 45 年的所有努力

——和 2019 年一样，整个 2020 年除中签新股之外，老唐未曾卖出过 1 股股票。

没有交过一分钱的印花税，每天都是满仓，没有任何灵机一动的妙招，没有一次逃顶抄底的英明，典型的呆呆傻坐

这让我想起一个著名的脑筋急转弯，说：荷叶每天增长一倍，三十天可以铺满整个池塘，请问铺满池塘的一半需要多少天？

这个脑筋急转弯，其实说的就是复利的力量。

日拱一卒，你也可以的——别担心这是老唐被乐观冲昏头脑后的言语。这是事实，可复制的事实。

有收获，没必要假装淡定。且让我们先大大方方开心，只要开心不改变决策体系就好

冷静的话题，咱们放在《老唐的 2020》里再说。

年底了，还是做个书房内的收益率调查吧。

我按照 100%、老唐的收益率 66%、沪深 300 指数涨幅 27.2%、0%为界，设置 6 个选项，烦请大家动动手指，谢谢

再次提醒：

因为有出入金，导致不会计算年度收益率的朋友，请向书房发送「收益率」提取科普文章。

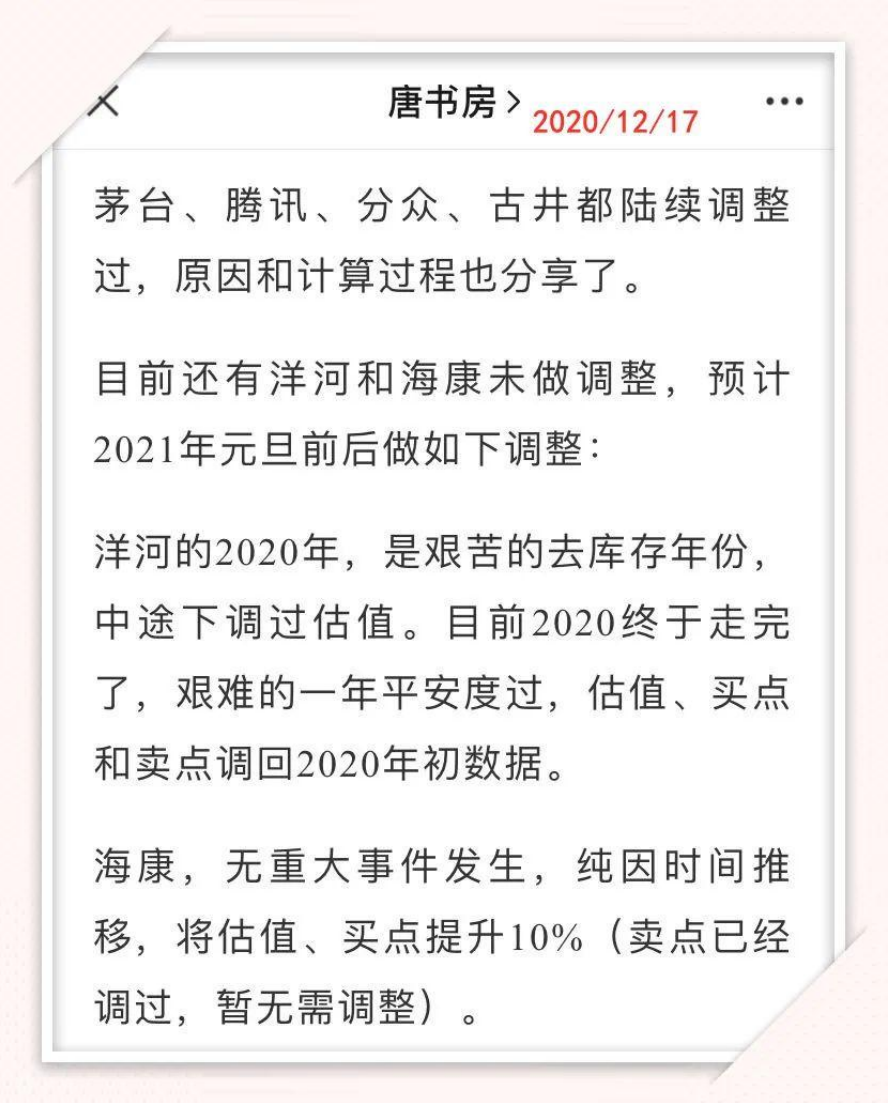
有融资的，请将融资金额计为入金，将归还融资金额计为出金计算。

1 月 3 日晚上 23:59 投票截止。不着急，把钱钱数清楚了再来投

重要事项

1. 估值调整。

今天，对洋河的估值和买卖点、海康的估值和买点做出调整，原因在 12 月 17 日的文章《老唐估值法答疑之再续》里已经写过，见截图。



同时，该文里还谈到了，从元旦起，估值调整时间将固定下来。

固定调整时间，主要是为了方便朋友们理解和使用老唐估值法，避免在一些细枝末节的事情上耗费脑力和时间。

以前文章里相对随意的时间表述，如果和本文表述发生冲突，请以后一律按照本文表述为准。

老唐估值法里只有一个未知数：三年后的净利润。

这需要理解企业后自行做出估算，没有什么一刀切的公式或者秘诀，它是我们一生永远学习和进步的领域。

这个「三年后」究竟指哪年，伴随这时间的推移会有变动。

以后固定在年初和年中实施调整，规则如下：

①关于合理估值和理想买点。

2021 年元旦，将三年后估值调整为=2023 年预计净利润×1/无风险收益率；理想买点为三年后估值的 50%；

〈目前无风险收益率约 3%~4%，1/无风险收益率取值 25~30〉

2021 年 6 月 30 日，若无重大变化，估值及买点均上浮 10%。期间，如果有重大事件或数据，单独调整。

2022 年元旦，将三年后估值调整为=2024 年预计净利润×1/无风险收益率，依此类推。

②关于一年内卖点。

一年内卖点以 AB 中的较低者为准：

A. 三年后合理估值上限的 150%；

B. 当年净利润的 50 倍。

当 A 较低时，卖点跟随估值变动；

当 B 较低时，同样是 2021 年元旦，将一年内卖点调整为=2021 年预计净利润×50；

若企业经营无重大变化，2021 年 6 月 30 日卖点上调 10%，有重大经营或数据变化，单独调整。

备注：目前持股的企业，除海康威视以外的其他企业，直接采用报表净利润数据。

海康威视的净利润采用报表净利润的 80%估算，以模拟其营收中应收账款占比大、账期长、净利润含（现）金量不足的劣势。

因此，下表的估值和卖点数据，所代表的含义为：

持股公司	持股比例	三年后估值	理想买点	1年内卖点
贵州茅台	38%	24000±10%	<12000	27000
腾讯控股	21%	66000±10%	<33000	72500
洋河股份	20%	3850±10%	<1925	4700
分众传媒	10%	……	<700	1650
古井贡B	5%	770±10%	<385	900
海康威视	6%	4840±10%	<2420	5800
沪深300				
上证指数				
2020/12/31			注:腾讯及古B股价为港币价。	

①老唐预计贵州茅台 2021 年净利润约为 540 亿左右；2023 年净利润约为 800 亿±10%。

〈茅台和腾讯两家企业的估值中枢，直接使用 30 倍市盈率。其他企业使用 25~30 倍的中间值〉

②老唐预计腾讯控股 2021 年净利润 1450 亿左右；2023 年净利润约为 2200 亿±10%；

〈注意：腾讯由于持有大量其他上市公司股票，受股市情绪性波动影响，这个数据可能会偏差较大，但我认为这波动不影响投资决策〉

③老唐预计洋河股份 2021 年净利润 94 亿左右；2023 年净利润约为 140±10%；

④老唐预计古井贡酒 2021 年净利润约为 22.5 亿；2023 年净利润约为 28 亿±10%；

〈古井 B 的卖点采用 40 倍，以模拟 B 股市场交投清淡、市场先生不够疯狂的事实〉

⑤老唐预计海康威视 2021 年净利润约为 145 亿；2023 年净利润约为 220 亿。

〈海康净利润八折后采用，即 145×80%×50=5800；220×80%×25~30=4840±10%〉

⑥分众不在这个体系内，估值数据计算见《老唐实盘周记 2020/12/19》。

2.关于《新手财》签名版。

这次的 5000 册精装签名版《新手财》，全部为签名签章版，其中大约 50%额外有老唐写的一句话，主要是：

日拱一卒、不期而至；

财富是思考的副产品；

真知，行不难；

多看一二；

知止。

前三条签的多一些（第一条最多），后两条签的少一些。

没别的原因，主要是后两条字少、笔画少，画面有点单调

也试过其他句子，比如「别瞅傻子，瞅地」、「市场先生的出价，只可利用不可预测」、「有知识储备，才看得见机会」、「怕什么学海无涯，进一寸有进一寸的欢喜」、「收入是一连串事件，等待是其中非常重要的一环」……

可惜这些句子要么太长，要么笔画太多，老唐的小胖手要提抗议

所以，这些句子都只签了一份，算是个孤版吧。

希望收到的朋友不会嫌弃凌乱或者字丑

以前的签名书有过错版，有过东坡版。这次延续习惯，我给大家准备了几份巴神版，增加一点乐趣。

我选了五句我个人认为很有价值，但市面上传播较少的冷门语录，每 1000 份签名纸里混了一张。内容如下：

①市场表现的越愚蠢，投资者就会有越多的投资机会——沃伦.巴菲特「来源：2003 年《聪明投资者》序」

②复杂的术语是思考的敌人——沃伦.巴菲特「来源：伯克希尔 2001 年度致股东信」

③未来永远都不可能是明朗的。事实上，不确定性是追求长期价值的投资者的好朋友——沃伦.巴菲特「来源：1979 年 8 月 6 日接受《福布斯》采访」

④杠杆是聪明人的破产捷径。如果你是聪明人，你不需要利用它；如果你是笨蛋，你不该去尝试它——沃伦.巴菲特「来源：2010 年 5 月 26 日沃伦.巴菲特在金融危机调查委员会上的发言」

⑤无论是袜子还是股票，我都喜欢在大降价的时候去买高级货——沃伦.巴菲特「来源：伯克希尔 2008 年度致股东信」

注：来源没有签在书上。

收到这五本巴神版的朋友，请在书房留言留地址，并将签名页照片发给我，

老唐**额外赠送《巴芒演义》+《价值投资实战手册》+《手把手教你读财报：新准则升级版》一套三本签名版。**

获赠的朋友，可以提出希望老唐签什么祝福语。只要不是太长或者会产生歧义的文字，我尽量满足

唯一遗憾的是《价值投资实战手册》，出版社和我都没有精装版了，只能送平装版。

所以这个三本套装，将会是两本精装和一本平装的组合。

顺便说一下：**这一套三本构成老唐个人完整的投资体系。**

《价值投资实战手册》是纲，《巴芒演义》是道，《手把手教你读财报》是术。

新朋友初读，建议就拿这个组合。

老版的《手把手教你读财报》（后文简称《手财》）不用再买再读，内容在新手财已经涵盖了。

而且《新手财》结合过去六年里大家提问比较多的困惑，做了优化改写，会更好读。

由于 2017~2019 年间财政部修订新增了大量的新会计准则，所以新准则升级版和老版《手财》的差异

很大，全书优化和精简了老版内容，额外还新增了 80 多页新内容。

对于任何意图投资个股的投资者，《新手财》都是必备工具书——只准备投指数基金的例外。

差异无外乎是选择早读早受益，还是选择踩雷吃亏后在后悔中补课

相信老唐，这段话绝不是为了多卖一本书，而是为了让你少踩几个雷。

很多人会把《新手财》和《手 2》弄混——责任在我，书名起的是有点像

《手 2》指

手把手教你读财报 2：18 节课看透银行业 一学就会的银行股财报阅读指南 雪球投资经典系列

作者：唐朝

它是一本独立的书，并不是《手财》的续集或者修订。

它是专门讲银行股财报，比较复杂。如果不是准备研究金融股，《手 2》可以不读，或留待以后有兴趣时再读。

但如果你对银行股有兴趣，老唐依然可以骄傲地说：这本书可能是研究银行股的不二选择。

《新手财》精装签名版估计在 1 月 10 日左右发货。

平装版已经在京东、当当、天猫等各大书店有售了

星期二（12 月 29 日）中午起，书房里已经陆续有北京、天津、大连、广州、太原、成都等地的朋友，晒平装版到手照片了。

不管现在各大网店页面目前显示的是什么，估计本周末各个城市都应该有现货了。

等京东和当当全面上货后，我会在书房给大家推送下单链接的。请朋友们稍安勿躁，投资的道路上不差这一两天

顺带说一句：目前正在阅读某些企业财报的朋友，建议你放下财报，先不要提问，直接阅读这本《新手财》。

我近期不回答和财报科目有关的疑问。因为我认为你阅读财报时遇到的大部分问题，都会在《新手财》里找到解释。

这种情况下，做只言片语的零碎解释，是浪费彼此的时间

3. 本月阅读。

本月读书六本。

有关本月阅读的分享，不小心写多了，我单独成篇，放在今天第二条。

感兴趣的朋友请点击屏幕上方「唐书房」三个字，查看二条。

4. 古井贡收购明光酒业 60%股权。

本周，古井贡酒披露拟议 2 亿零 20 万收购明光酒业 60%股权。

这事儿在《老唐实盘周记 2020/11/21》谈过，除了没想到价格这么便宜之外，其他都可以直接参看原文。

1.古井贡拟收购明光酒业。

11月16日中午，古井贡酒公告称，就收购明光酒业股权事项已达成初步意向，公司拟于近期对明光酒业开展尽职调查和审计评估等工作。

明光酒业是中国白酒百强企业，由“源兴隆”、“源兴祥”、“精益”、“李祥和”四家酒坊在1949年合并而成。

发展至今，拥有12个制酒车间、4000多条窖池、3个包装车间，年生产能力3万多吨。

明光酒业的主导产品是老明光系列、明光系列、明绿御酒系列产品，目前年销售额4亿多（大约相当于半颗金种子）。

主要市场是滁州，就是醉翁亭记“环滁皆山也”那个滁州，明光在滁州的市场

收购价格这么便宜，当然是利好

不过正如截图猜测，古井应该是承诺了明光酒业未来数年的营收和利润增长，原股东通过 40%持股可以搭古井高速发展的势头获利。

否则原股东不大可能同意以不到 3.4 亿的估值（3.34×60%=2.004），出让一家产能 3 万吨左右、年营收 5 亿元左右的老酒厂控股权。

详细情况是否如此，我们等收购实施后的披露。

下周预计交易

无

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。文中提及的任何个股，都有**腰斩**或翻倍的风险。

请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记。

再祝朋友们新年快乐、身体健康、万事如意

让我们 2021 年继续携手，快乐地行走在价值投资的康庄大道上

唐书房

1 月 2 日

今天有不少朋友传播罗胖的「日拱一卒，功不唐捐」PPT 图片。 刚巧老唐 2017 年 7 月也写过一篇文章，分享自己对这句话的理解。 回看了一遍，觉得还挺有价值的，捞起来分享给没读过的朋友。 请点击→「日拱一卒 不期而至」

祝朋友们元旦快乐，天天开心

第889篇.　2021.01.03 - 老唐的2020年：失去的、分享的、收获的

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2021-01-03

书房的朋友们，大家新年好。

惊心动魄、跌宕起伏的 2020 年终于结束了。

这一年，所有人的记忆里，恐怕都少不了席卷全球的新冠疫情，老唐也不例外。

只是网络上记录和回忆疫情的文字，多如牛毛，我已阅读疲劳。

将心比心，也就不给朋友们增加阅读负担了。

总之，对于疫情，千言万语归结为两句话：

第一，感谢党、感谢政府、感谢战斗在抗疫第一线和第 N 线的所有人，也感谢乖乖听话、主动隔离的你我他——奇迹和胜利，是由英雄和凡人共同创造的；

第二，今年之后，我更爱这个国家啦。

作为一个渺小的个体，老唐的 2020 有痛心的失去、有开心的分享，也有满意的收获。

失去

2020 年，悲痛的冲击来了两拨。

我家领导接连失去两位至亲：8 月初，失去最亲的表弟；9 月底，父亲过世。

表弟和我家领导的美好记忆，是从外婆家开始的。

——老一辈没有计划生育要求，我的岳母兄弟姐妹众多，四女两男。

岳母是老大，嫁在本村。表弟的母亲是老二，嫁在三四公里外的另一个村子。

那个时代，几乎所有的壮劳力，都不得不起早贪黑地在土里刨食。

外公外婆两位老人，责无旁贷地承担了照顾第三代的重任。

就这样，外婆家成了我家领导（和她的表弟表妹们）儿时记忆里的天堂。

八月去世的这个表弟，和我家领导年龄最接近，从小就是姐姐最亲密的跟屁虫。

小时候，姐姐偷个桔子，一定会分表弟一半。

长大后，哪里发现什么好吃的、好玩的，表弟总是第一时间联络姐姐，邀约一起去。

两人的情感完全是亲姐弟关系。

表弟是去年 6 月初，在北京解放军 307 医院查出胰腺癌晚期的。姐姐是他通知的第一人。

当时我们正在俄罗斯境内，听闻消息次日回国。

第三天大清早，领导从齐齐哈尔飞北京，我独自开车六天后抵达北京。

在北京陪同了 16 天，各种手段想尽，无力回天。

顶尖专家给的结论基本是春节后。

于是，从去年 7 月到今年 8 月，除 2 月到 4 月间因疫情原因无法成行之外，其他时间我家领导成了高铁常客，成都待待，老家待待。

一边是需要安慰的姨父姨母，需要陪伴的表弟表弟媳；另一边是一个啥也不会干，没人提醒经常忘记吃饭的胖子。

哪边都放不下，在哪边都忍不住牵挂另一边，辛苦的让人心痛。

八月初，表弟走了。

悲伤还未散去，九月下旬，老岳父突发脑梗，也去世了，享年 77 岁。

老岳父是他们那辈人里，少有的初中毕业生，写的一手好字。

很长时间里，一到过年，村子里的人都会来找老岳父写春联。

每年那个时候，可能是老岳父内心最灿烂的记忆。

我父亲是个木匠，老岳父也是个木匠，岳父比我父亲小一轮（12 岁），两家之间距离不超过 300 米。

小时候，两位老木匠交流手艺，分享哪里有活干，或邀约着一起去给某家人打家具，是常有的事情。

所以我很小很小的时候，就认识老岳父了，比认识我家领导早多了。

儿时的记忆里，老岳父是个说话慢悠悠，从不向任何人发火，甚至不会和任何人大声说话的人，从未见过他和别人争吵过什么。

两位老木匠在一起的时候，主要场景就是我父亲滔滔不绝，老岳父点头称是。

说起来，我能在 1994 年辞职，很大程度上还是因为老岳父给创造的一个机会。

九十年代初，老岳父在老家小县城的一个菜市场里摆摊卖菜。

起初是将房前屋后自留地里种的菜，拿到菜市场去换几个小钱。慢慢地，也从批发市场批发一些蔬菜

搭配出售。

应该是 1993 年春节，大约是年三十的前两天，正是各家采办年货的高峰时刻，老岳父的生意有些忙不过来了。

我自告奋勇去帮忙——挣表现嘛，我和领导是 1992 年夏天在一起的。

那两天，老唐（应该叫小唐）是整条街上最靓的崽。

那时的小唐，175cm 的个头，体重不足 110 斤，白白净净地脸上架个眼镜儿，书生气十足。

菜市场没有多余摊位，小唐将一车（三轮车）青笋搬到市场门口的马路边，手提一杆秤，扯开嗓子就吆喝上了。

——当时的小贩们，都是坐在摊位上默默等待顾客的光临和询问，还没有人拉下面子大声吆喝。

沾这个厚脸皮的光，整个菜市场边飘荡/且只飘荡/着小唐的大嗓门儿。

明显不像小贩的形象，惹人注目地吆喝声，清爽的价格计算和迅速的找零，很快，进市场买菜的主顾们，基本人手一捆青笋。

老岳父高兴的合不拢嘴，只顾忙碌着给我增加可售货源。

忘记了那天赚了多少钱（一分没要，全部交给老岳父了），好像和我一个月的工资差不多。

从那天开始，小唐心中早已蠢蠢欲动的心，更加坚定了。

“大不了去卖菜”，成了挂在嘴边自我打气的一句口头禅。

很快，小唐就在众人惊诧和不解中，放弃了所谓的铁饭碗。

老岳父是典型的中国农民。在他的人生信条里，一天不干活，就仿佛是一种罪恶。

最近的 20 年里，明明孩子们给的金钱，足以让老岳父什么都不干，轻松自在地安度晚年。

但老岳父依然要种地、要种菜，随时我们回家都能看见他辛勤在菜园子里忙碌。

不过，看上去他伺弄菜地的时候，非常快乐。

或许就和我读书码字的感受一样吧？

这种忙碌一生的生活，我们无法理解。

正如老人家也无法理解我们夫妻三十来岁就闲在家里一样，这大概就是代沟。

不能理解，不妨碍我们各自享受自己的快乐。

希望天堂里，也有一块属于老人家的菜地

分享

今年出版了两本书：年初的《巴芒演义》和年末的《手把手教你财报：新准则升级版》（以下简称《新手财》）。

《巴芒演义》是去年圣诞节交稿，今年年初面世的，写作时间大约是去年 9 月到 12 月；

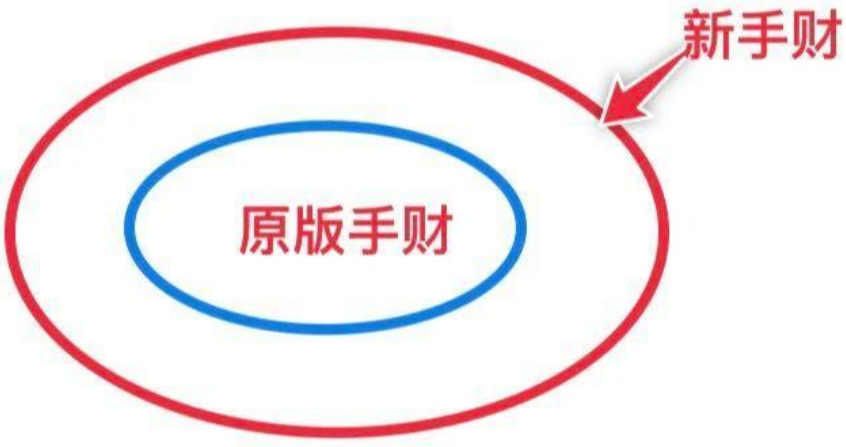
《新手财》是今年 9 月 20 日交稿，前几天面世的，写作时间大约是今年 6 至 9 月。

正巧，今天（2021 年 1 月 3 日）我的四本书同时出现在「当当投资理财类书籍销售排行榜」

借图提醒一下朋友们：

有《新手财》后，不需要再浪费金钱和时间在原版《手财》上。

两者的关系可以这么描述：



《新手财》是投资者必备工具书，但凡对自己的资金有一点点珍惜和尊重，这本书是必买必读品——完毕。

《巴芒演义》一书，在书房有免费连载，除第 28 章过不了审查之外，其他的章节均可以在书房免费阅读。

这本书反响不错，被评为豆瓣 2020 年度图书。

但到目前为止，我认为她的价值，依然是被严重低估的。

对价值投资理论和案例研究较少的朋友们，如果一开始就接触这本书，很容易因为其轻松易读，而将

其视为故事集或人物传记，甚至是书摘。

只有深入思考过价值投资理念，并对其中很多问题百思不得其解的朋友，甚至因为这些错误思想在投资中支付过巨额代价的朋友，才会在阅读《巴芒演义》的时候，一次一次地恍然大悟，发现其中的重要原创思想。

比如①关于低估和价值回归：烟蒂股投资模式诞生的外部特殊环境是什么，确保烟蒂股投资盈利的的企业条件、法制环境有哪些？

在 A 股和港股市场里投资烟蒂股缺了什么，如何解决？

为什么说集中投资严重低估的企业是对格雷厄姆体系的严重误解，甚至连投资都算不上？

比如②关于资金性质对投资的重要意义：巴菲特为什么要在 1969 年清盘基金，放弃可观的收益分账。转而用不分账的股份公司，做自己的投资载体？

格雷厄姆、施洛斯、乔尔为什么选择低估分散的道路，其优缺点各是什么？

比如③关于机会：巴菲特口中明显可见的机会，为什么市场就是发现不了。比如蓝筹印花，比如布法罗晚报，比如华盛顿邮报……

尤其是华盛顿邮报，诺奖得主保罗.萨缪尔森甚至公开怼巴菲特：

“巴菲特有次演讲中说‘任何傻瓜都看得出来华盛顿邮报的股价太低了。’我不算傻瓜，但我就没看出来。”

——萨缪尔森肯定不傻，是什么制约了市场发现价值？

比如④好企业永远不卖 vs 高估卖出。这是今天正在发生的争论。

今天我们依然可以随处可见一些战绩很不错的投资，分享“好企业永远不需要卖”的理念——当然，大部分人其实内心真正的词汇是“一直涨的企业永远不需要卖”。

究竟是死了也不卖，还是高估卖出？巴菲特已经用数十亿金钱和几十年时间思考和碰撞过，这里面不仅仅是故事，更是财富。

比如⑤巴菲特对指数基金前后矛盾的看法，是怎么产生的？指数基金背后的支撑逻辑是什么，投资指数基金的的要点又是什么？

比如⑥近 20 年，巴菲特投资成绩并不好，同时他还做出来很多违背其过去投资原则的决策，原因是什么？

巴菲特哪些东西是可以学习的，哪些是不应该学习的？……

等等，还有很多。

这些困惑，在《巴芒演义》之前，在整个中文世界里，我从未看到有人有逻辑、有说服力地阐述过。

理性的投资者，仅靠背诵口诀是不可能支持自己走远的，尤其是大师们经常贡献自相矛盾的口诀。

只有推到尽的思考，深刻理解口诀背后的原理和适用环境，才能在问题出现的时候，知道此时应该背诵哪一句口诀。

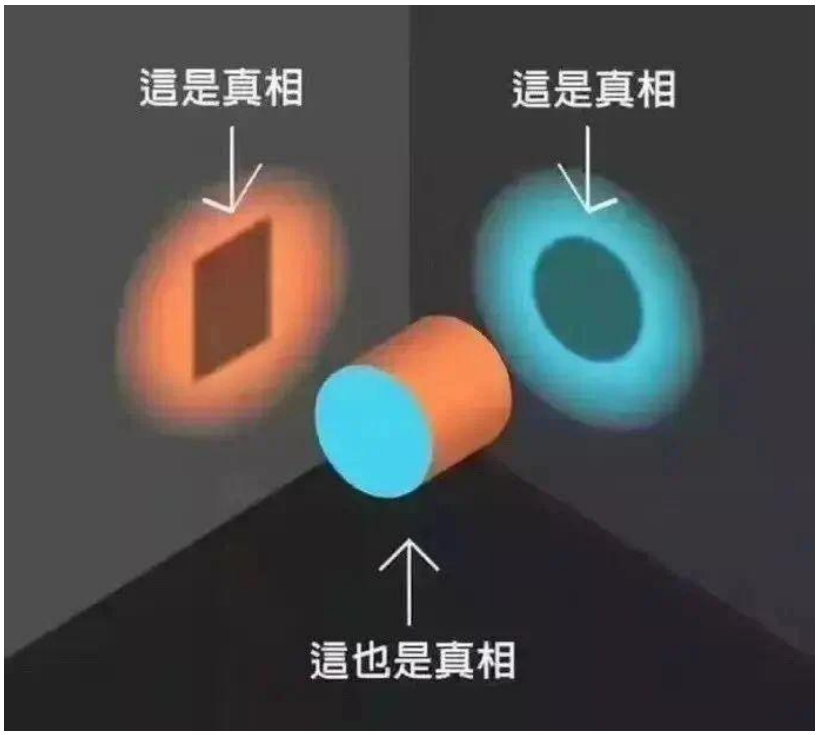
我认为这些是看似故事集的《巴芒演义》所提供的真正价值。

当然，初学者即便将她当做故事集看，也无妨。

起码在头脑里建立了一个框架，以后再看见口诀和案例，知道他们应该待在框架的哪个格子里。

是否意识到《巴芒演义》的价值，并不重要。

知道哪些是错的，哪些虽然正确但却只盲人摸象的部分正确，重要。



除了两本书，2020 年老唐在书房发表了原创文章 116 篇，平均 3.15 天一篇原创文章。

如果加上《巴芒演义》连载的 44 篇，就是 160 篇原创，平均 2.3 天一篇原创。

这个速度我自己也挺惊讶的。

要是问我哪儿来的那么多时间呢，我只能老老实实回答：我也不知道。

收获

最大的收获，当然是股市了。

收益情况在《老唐实盘周记 2020/12/31》已经记录了，为保持总结的完整性，这里拷贝过来：

2020 年内收益 69%（四舍五入数据）。

按照老唐实盘的习惯，年终收益率采用考虑追加资金影响前后的孰低值。

今年内的追加资金，总体入市位置高于年初位置，实际收益率为 66%。

〈追加资金包括年内新投入资金和新股中签所得。其中年内中新股 24 签，相关缴款及卖出利润，一并作为追加资金计入〉

所以老唐实盘收益率记录为：

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，66%（均不含新股中签收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 755。7 年时间，年化收益率约 33.5%。

今年年内，股市带给我的财富数额（年末总市值-年初本金-年内追加资金），接近老唐 2019 年元旦的全部身家。

全部身家=股市市值总和+持有的类现金资产+名下房产 2019 年元旦市值。

这就是复利的力量。意味着老唐今年一年的呆坐，财富值约等于前面 45 年的所有努力。

实盘周记下面，有好几位朋友询问 66%收益，怎么可能超过 2019 年元旦的全部身家？

这其实是个小学四年级以内的数学题，并不深奥，差异只在于是否愿意按一下计算器。

假设过去两年没有一分钱新增资金，则 2019 年元旦的 1 元，会因为 2019 年收益 52%而变成年底的 1.52 元。

1.52 元本金在 2020 年赚的 66%，就是 1 元利润。

因此，没有新增投资的假设下，2020 年利润=2019 年初老唐实盘全部股票市值——实际上是略超，因为不考虑孰低原则的话，2019 年收益率是 59%，2020 年是 69%，1.59×69%≈1.1。

而过去两年，老唐陆续往实盘里增加了部分资金，因此总的收益金额约等于 2019 年初个人全部身家。这就是复利的力量。

前天，书房一位叫@汉字 的朋友，翻阅了老唐从过去几年的年终总结，概括了一张简单的截图。连起来看，更容易感受到复利的力量。

稍稍可惜的是，漏记了老唐 2018 年中卖掉一套叠拼，资金全部投入股市。

今年书房里朋友们普遍收益率偏高。

2020 年 12 月 31 日实盘周记里，搞了一个投票调查。

截止 2021 年 1 月 3 日下午 17:40，共计有 49409 人阅读，有 28%共计 13827 人参加了投票，结果如下：

有 8307 位投资者，跑赢沪深 300%指数，占比 60%。

有 12774 人获利，占比约 93%；

亏损人数 1053 人，占比仅 7%出头。

不过，按照一般估计，这个数据对亏损占比会略有低估，因为很多亏损人士不愿意参与投票，哪怕是匿名的。所以这个结果，只能供参考。

我有一位十几年的老邻居统计了 2020 年全市场数据，结论如下：

2020 年个股分化非常严重，全市场 4139 只个股（含新股），中位数涨幅为-1.02%，51.27%的个股年度下跌，48.73%的个股上涨。

超过半数股票全年是下跌的。这也是为什么我们会看到很多论坛里怨气冲天的原因，大部分人的 2020 依然是亏损的。

这是书房里的朋友们感受不到的，因为我们喜欢「多看一二」：股市垃圾十之八九，多看一二。

2019 年和 2020 年葛优瘫了两年，享受了两年的幸福时光。

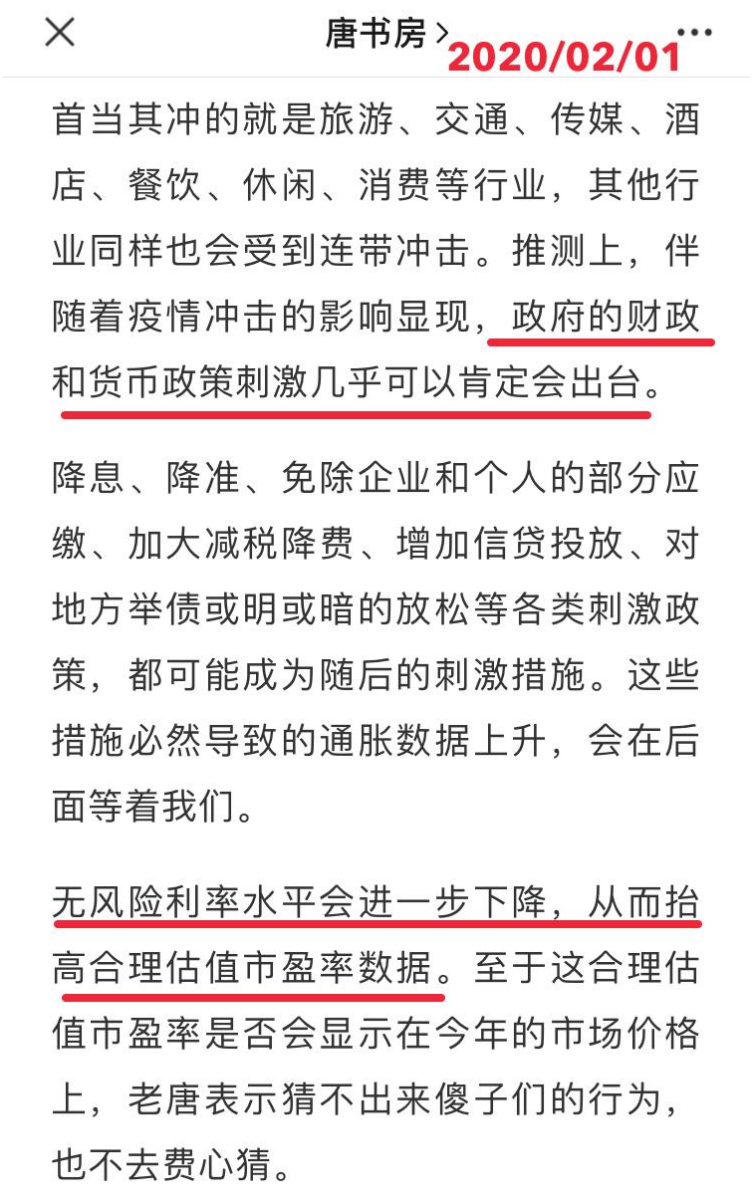
除增加了上海机场和福寿园各 1000 股观察仓之外，其他持股和 2018 年末一模一样。

今年赚到的钱，主要来自估值水平的提升——即市盈率提升。

早在 2020 年初老唐就已经写过：因为疫情的关系，部分企业的利润会受到影响。

但政府的货币和刺激政策肯定会出台，会降低无风险收益率水平，从而提升股市估值水平。

这是明牌。



但要说全年产生这么大的涨幅，那真是打死也没想到。

以老唐的第一重仓股茅台来看。

下表是年初第一周的周记记录

持股公司	持股比例	三年后估值	老唐买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	39%	17600±10%	<8800	21000	13547	1078.56	-8.83%
腾讯控股	26%	55000±10%	<27500	50000	32783	383.00	1.97%
洋河股份	13%	3850±10%	<1925	4700	1683	111.71	1.10%
分众传媒	11%	……	<600	1400	970	6.61	5.59%
古井贡B	6%	666±10%	<333	800	317	70.17	-0.90%
海康威视	5%	4400±10%	<2200	5000	3193	34.17	4.37%
沪深300						4144.96	1.18%
上证指数						3083.79	1.10%
2020/1/4			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8961	

开年第一周，仅仅两个交易日，茅台就连续暴跌两个 4.5%，股价跌掉了 104.44 元（一动死死死？）。

似乎正在向市场宣告，这个六年上涨超过十三倍、股市唯一一只千元股，已经高处不胜寒、神话破裂，要开始它的崩溃之旅了。

那时老唐的 2.1 万亿卖点，恐怕是很多朋友内心嗤之以鼻的笑点。

谁能想到，年底它居然在分红 17 元多的情况下，收于 1998 元，市值超过 2.5 万亿，距离调整后的卖点 2.7 万亿眼看也是一步之遥了。

这就是市场先生，只能利用、无法预测的市场先生。

我们唯一的优势，就是具有交易选择权。

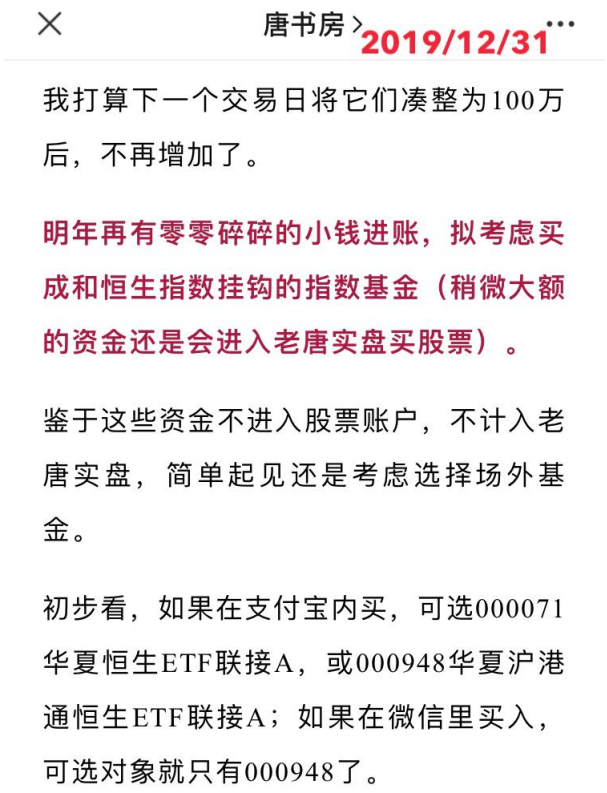
我们有权不搭理市场先生的报价，也有权在市场先生报价令我们满意时，决定与之交易。

我相信这一年后，朋友们一定对「市场先生只能利用、无法预测」有了更深刻的感受和理解。

这就是宝贵的财富，**不会估值都没关系，懂的这句话，已经很难在市场里赔钱了。**

除了老唐实盘之外，老唐还有部分基金投资。

在《老唐的 2019 年》一文里，已经介绍了老唐的两只医药基金，以及 2020 年的零散资金准备买入恒生指数基金。



2020 年，就是按照这个决定做的，没有任何变化，平淡无奇。

对老唐的医药基金及指数基金投资感兴趣的，直接向书房发送「医药」或者「指数」或者「基金」等关键词都可以提取，此处不再赘述，直接上结果。

2020 年没有卖出过任何基金，第一个交易日将两只医药基金补充至 100 万后，也没有再买入。

年内零碎资金，均买入了 000948 恒生指数基金。目前持有情况如下：

2020 年恒生指数全年下跌 3.42%，随意买入的 000948 获利 4.94%

两只医药基金，全年没看过，无买无卖。走势情况分别如下：

这个美国医药基金，基本一年没涨，只是从疫情的深坑里爬出来了而已。

倒是国内的医药基金，表现不错。

基金这部分，在我看来就是一个存钱罐。

我不懂医药，买入这两家医药基金的逻辑，2019 年 3 月就在书房码文分享过，你如果要参考，请一定看清楚逻辑。

2020 年里，在分众跌至我设置的买点 600 亿市值以下时，我犹豫了好久，考虑是否将基金清仓驰援分众。

很可惜，最终还是信念动摇，呆坐着什么也没有干。

正如老唐前面文章的自嘲「如果思想滑了坡，黄金奉上也不敢摸」。

这确确实实是能力没有到，黄金奉上也没敢摸。

分众从 2020 年 4 月低点 565 亿市值，一路攀升到老唐当初设定的卖点 1400 亿以上。

600 亿到 1400 亿是 2.3 倍，对于上面这些基金来说，就是错过了大约 250 万。这讽刺的数字，说老唐呢！

2021 年里，我或许有大笔资金需求，这些基金担任的现金替代物角色，有可能会被我卖掉。

除了实盘和基金之外，更大的收获是满屏的感谢。

在过去几年里，尤其是 2018 年至今的三年里，很多浸泡在书房的朋友，可以说人生轨迹完全发生了改变。

年末的周记的留言区，满满的感谢之词——偶然进来的新朋友，可能会以为自己进了一个 100 个群友 99 个托的地方，

打赏人数和打赏金额也都创下了书房历史新高，这是令老唐非常自豪的事情，甚至快感还优于实盘赚钱。

替朋友们高兴。2021 年，让我们继续携手前行。

最后，很俗气地说点儿展望。

有朋友总结，按照老唐历史收益率规律，超过 60%之后的第二年，收益率会不好：

62%，13%，23%，62%，-18%，52%，66%——2014 和 2017 年超过 60%，2015 年只有 13%，2018 年-18%。

这规律貌似玩笑，但其实背后也有逻辑的。

企业通常很难取得这么大的年度利润增幅，所以当收益率涨幅如此之大时，很显然是估值提升了。

正如老唐经常说的：

估值高了，就会借故下跌。至于这个「故」究竟是什么，千奇百怪，防不胜防，所以索性不防。

因此，老唐 2021 年的策略清晰明白，那就是：**和以往一样，买点买入、卖点卖出、中间傻坐。完毕。**

对于 2021 年的收益率的预期就是：**没有预期**，爱多少多少。

反正市场先生既不会听我的，也不在乎我的预期，我预期它干嘛？

总结完毕。

再次恭喜 2020 年取得好成绩的书房朋友们，让我们 2021 继续携手前行

唐书房 1 月 8 日

文本消息 2021-01-08 15:04:48

不用猜不用问，老唐是一套「不知变通的太祖长拳」到底，所有行为都是可预测的。\n

今天出掉了 1/3 的茅台，成交均价 2149.723 元；同时出掉了 1/3 的分众，成交均价 11.261 元。

文章，今天来不及了。反正已是周末，不着急。思考过程及最新买入情况，明天晚上 20:21 见[社会社会]

另：精装签名书预计 10 号如期发货，大家坐等即可，不用追问。

平装版京东自营链接，昨天忘记分享给大家了，放在这里：《新手财》平装版现货秒发。\n

京东自营物流比较快。着急看的、或者怕疫情导致物流停运的，建议首选京东自营[抱拳]〞

第890篇.　　2021.01.09－卖出茅台分众各1/3，买入了……（上篇）

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2021-01-09

注：本文略长，约 8000 字，我分成上下篇同时推送。上篇谈卖出，下篇谈买入。点击上方的「唐书房」三个字可见下篇。

2021 年 1 月 8 日，雪后放晴。大清早阳光灿烂，昨夜飘落的雪花已然不见踪影。

在这样一个日子里，站在书房电脑边，操作两年多以来的首次卖出（中签新股不计），心情是愉悦的

知道朋友们着急，先说结果：

①1 月 8 日早晨，最低成交 2149.01 元，最高成交 2150.30，平均成交价 2149.723 元，出掉了所持茅台的 1/3。

②卖完茅台发现分众也触及卖点了。立刻操作分众的卖出，成交均价 11.261 元，同样出掉了所持分众的 1/3。

③所得资金，大约一半买入了恒生 ETF，成交价格 1.447 元；另一半申购了博时转债增强债券 A，申购成交净值周一才能知道，估计在 1.98 元左右。

知道结果，不着急了，咱们先回顾茅台和分众的卖出决策，然后再分享买入的思考过程。

茅台

2014 年 10 月，老唐的《手把手教你读财报》交稿，并于 2015 年元旦面世。

书中，老唐面对 160 元左右的股价（1800 亿市值），白纸黑字地写下：如果我是茅台集团的老板，我愿意以 300 元/股的价格将全部流通股回购注销，然后退市。

这笔账的具体计算，大家可以翻看《新手财》23 页新增的表格，一个简单而清晰的小算盘。

但必须承认，我当时绝对没有想到，六年时间里茅台能从 1800 亿市值，上涨到今天 2.7 万亿市值，还没算期间超过 747 亿的现金分红。

回看这个涨幅，老唐在 2015~2017 年期间对茅台的三次减仓，简直蠢哭了

这三次分别是：

①2015 年 8 月 31 日 189 元卖出约 3%（换洋河。我在雪球旧帖里找到这笔交易的准确记录了）；

②2017 年 1 月 340~350 之间，占比数据没查到（换车出游）；

③2017 年 6 月 14 日以 475.5 卖出约 4%，装修房子及换入双汇、腾讯和海康，见当天的书房文章《减仓茅台》及 2017 年 7 月 1 日的《2017 上半年小结》。

所幸，第一，老唐减掉的比例很小。在实盘公开的 7 年多时间里，茅台始终保持着第一重仓的地位没有改变；

第二，在 2018 年秋，又利用卖房所得款项，在 549~700 之间将前面所抛售的茅台买了回来。

倒是「开一辆、扔一辆」的 Q5 梗，算是成功地留下了，时不时的还有朋友拿出来调侃老唐

就这么呆呆的坐着，眼看着茅台从 1225 亿底部开始，涨到上次减持（475.5）时的 6000 亿，到今天再次触发减持的 2.7 万亿市值，茅台改变了无数人的人生，其中包括我。

感谢茅台，感谢互联网，也感谢持续思考的自己。

终于，又到分手时刻（部分）。这次分手，会不会重演蠢哭的故事呢？我也不敢说「绝对不会」

特意将前三次蠢哭的卖出记录，挖出来分享给大家，也是希望大家明白：**老唐做的，不见得就是对的。**

老唐为什么这么做？这个思考过程，可能才是对你真正有价值的东西。

正如在 2019 年 7 月的书房文章**《有钱时遇到心仪企业在合理估值区怎么办》**的文章里写过的：

「市场只能利用，无法预测 VS 市场就像一只钟摆，永远在短命的乐观和不合理的悲观之间摆动」

都是大师语录，都有道理。问题的关键在于，何时该背诵前者，何时该背诵后者呢？

我的理解，最终还要回到三个词：规则、概率、比较。

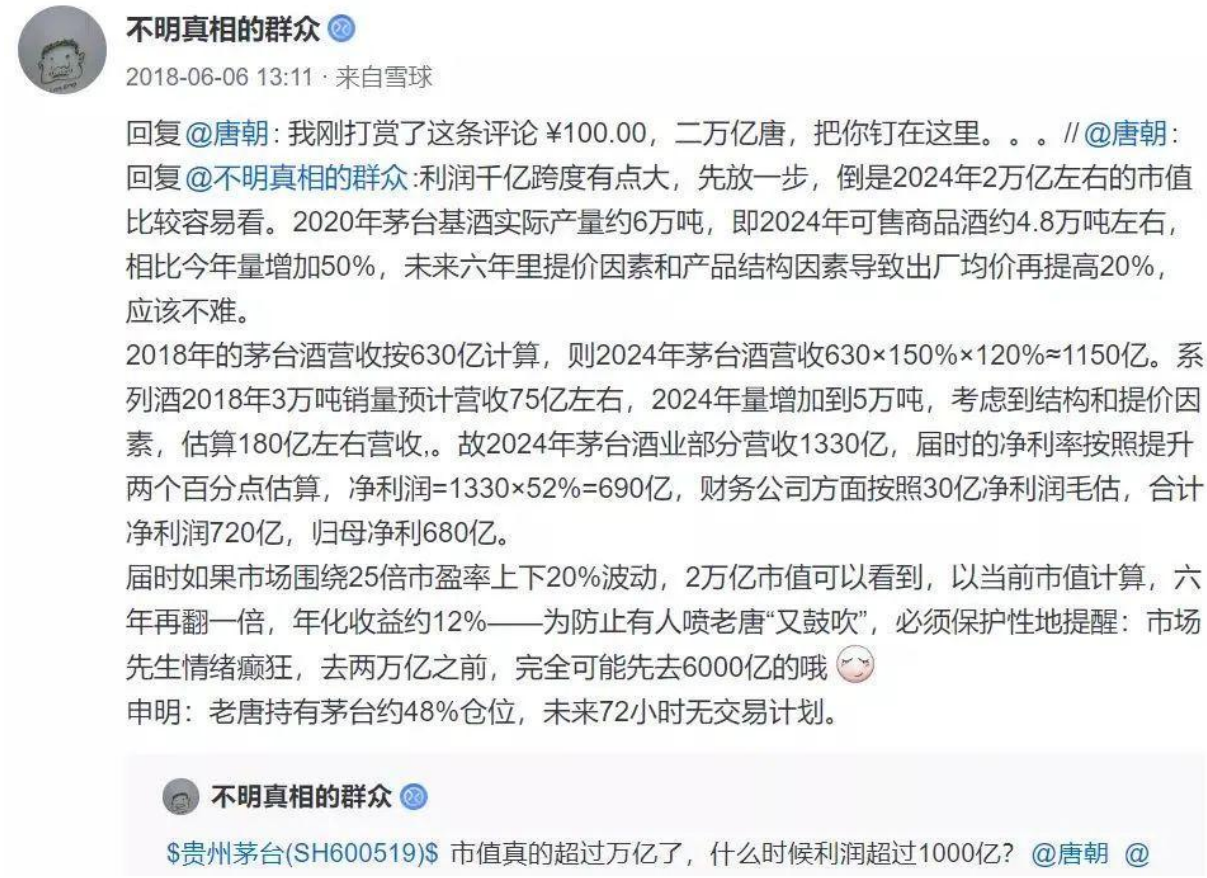
老唐的规则就是当年净利润的 50 倍~60 倍之间完成减持（一般分三次），下注市场先生三年周期内，大概率会再次情绪失落，经过 25~30 倍合理市盈率范围（无风险收益率的倒数），且期间企业经营情况最多实现 100%增长。

在这样的假设下，50~60 倍卖出持有类现金资产，收益率更高——具体计算过程见 2019 年 4 月的**《实战细节分析：老唐为什么不用 950 的茅台换 7 元的分众》**。

剩下的事情，就是照着规则做，不因市场股价波动或舆论环境而修改规则——这比规则是否完美重要的多。

至于市场舆论，其实永远都是那个蠢样子，从未改变

2018 年 6 月，老唐说茅台 2024 年到达 2 万亿市值，是比较容易看到的事情。被铺天盖地骂吹票、骗韭菜站岗



那时，大部分人觉得 2 万亿是不可能的，树不可能涨到天上去。

今天，2.7 万亿卖出茅台的我，不用看也知道，一定被批判「境界低，忘记了买股票就是买公司，妄图高抛低吸自不量力，等等」。

此时，在这些人眼里，茅台跌回 2 万亿又变成绝无可能了。这是幽默，还是讽刺？

企业，还是那个企业。还是那个老唐 2014 年敢白纸黑字在杂志上预测「未来三四年内会戴维斯双击」的茅台：

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。——发表于 2014 年 5 月 16 日《证券市场周刊》的原文。

甚至，2020 年茅台基酒产量还低于两年前我的预估 6 万吨（实际 5 万吨出头）。

然而，市场开始狂欢了，一切事情都可以归结为「利好茅台」。

卖出，自然就成了被鄙视的「不懂伟大企业、股市分为茅台和其他公司两种……」

然而，站在今天，再怎么展开想象力，对于三年后的茅台净利润，我也只敢看到千亿——终于可以看千亿净利了，同比 2020 年预告的约 455 亿净利润增长 120%，年化增长约 30%。

茅台集团十四五的规划是利税翻番，即到 2025 年利润翻倍。对比这个规划，我觉得预估上市公司 2023 年千亿净利润，已经是相当乐观的数据了。

按照这个乐观的千亿净利润估算，只要期间有机会回到 25~30 倍市盈率，对应市值也就 2.5~3 万亿，相比我目前 2.7~3.3 万亿的卖出，有便宜可占。

更何况这笔钱三年内，我还可以投资其他投资品，按照 4%无风险利率计算还有额外收获。

这样，便宜就变的很明显了——当然，投资其他投资品也可能错，但那是另一次决策蠢，不是卖出茅

台蠢。

三年内茅台会始终在 30 倍以上活动，还是有机会回落至 30 倍以下，哪个是大概率事件？

卖或不卖，无外乎就是这么一个判断差异。

不需要表述的多么玄妙，或者扯上什么情怀。更不需要去争论哪种作法更高明、更正确，自己的金钱为自己的选择负责便是了。

在我看来，投资就是比较，资产收益率的比较。没有谁需要被神话，因为 All cash is equal。

所以，鄙视老唐卖出茅台的人，请继续鄙视。但也请容忍老唐低水平的存在，允许老唐糟蹋自己的金钱，谢谢

茅台接下来的两个卖点分别是 3 万亿和 3.3 万亿——或者精细一点，2.97 万亿和 3.24 万亿也行（540×55=29700，540×60=32400），这是很早就披露过的数据。

如果期间遇到公司经营数据有重大变化，再做调整。无重大变化，会在 2021 年 6 月底上浮 10%。

茅台说完了，说分众。

分众

2019 年 10 月 30 日，老唐在《分众传媒 2019 年三季报及估值调整》一文中，写下我对分众的估值：

一年内市值在 600~1400 亿之间波动，持股不动。高于 1400 亿拟出售，低于 600 亿拟增持。

2020 年 10 月 14 日，在《分众传媒 2020 年三季报及估值调整》一文里，老唐按照自己对分众当年的利润预计，将卖点小幅上调为：

1585 亿、1745 亿和 1900 亿各卖出 1/3。

几天后，公司预告了年度净利润区间。按照公司预告数据，《老唐实盘周记 2020/12/19》将卖点微调为：

1650、1815、1980 亿各卖出 1/3。

今天触碰到 1650 亿了——按照 146.78 亿股总股本计算，对应股价 11.24 元。

老唐按照计划卖出三分之一的分众持股，成交均价 11.261 元。

这是自 2018 年 8 月 3 日首次介入分众传媒后，至今的第一次卖出。

这笔投资，从第一笔的最高 10.38 买入 1%仓位开始，到最后一笔 5.01 元的买入，再经历 2020 年 4 月最低跌至 3.85 元（期间每股累计分红 0.17 元），最后回到今天的 11 元以上。

事后看，这仅仅是一串数字。但对于实时围观老唐实盘的朋友们来说，无疑是一场跌宕起伏的资本大戏。

考虑到老唐在期间遭受的各种论坛大小 V 的嘲讽乃至谩骂，这场资本大戏，也是一场生旦净末丑轮番登场的人性大戏

当然，如果只是将分众的买入、持有和卖出的全过程，视为一场戏，视为一个打脸与反打脸的笑谈，那太过浪费了。

这场大戏里，几乎包含了一个完整投资流程所涉及到的全部理念和实战方法，包括：

①老唐介入之初的理由和估值；

②介入后逐步发现自己看漏的因素；

③发现错误后的处理方法及修正措施；

④在「买贵了而不是买错了」结论下的估值调整；

⑤对周期性企业的估值方法改变；

⑥在铺天盖地谩骂声下的坚持；

⑦以及自己的动摇——动摇指 600 亿以下并没有买入。当时若是自己足够自信，仅持有的医药指数基金，也有 100 多万资金可调动；

⑧在抵达本可胜利收工的 1400 亿市值时，仍然坚持依据企业经营情况变化，做估值微调；

⑨以及今天实现第一次卖出……

这个过程，每一步都不是“感觉、觉得、我想、我就不信……”，而是有清晰的数据和明确的逻辑、可以用文字提前表达出来的计划。

完整围观并深度思考过的朋友，无论期间是否持有过分众，我相信你对投资的理解可能和两年前已经是云泥之别。

我甚至在想，从个人成长的角度看，这个案例提供的价值可能远大于一开始就看对，然后一直对，一直对，一直对到卖出的其他个股。

曾经一笑而过的朋友，或者来书房较晚的朋友，真心建议从 2018 年第一篇《梳理分众传媒》开始，跟着书房文章重走一次资本大戏。

我估摸着比读几十本投资理论书籍，收获更大。

必须提醒的是：你现在复盘和你实时围观所看到的东西是一样的。

书房从不删除原创文章，无论当时的判断对错。甚至可能因为文章底部大量的留言讨论，产生比实时围观更加深刻的理解和认识。

顺带给新朋友重复解释一次：在书房历史文章的查阅过程中，但凡遇到「文章已删除」，无论标题是什么，它都是书房每周一次的广告，通常会在五天后删除。

无需找老唐索要，也无需担忧老唐是不是对什么错误观点做了事后的毁尸灭迹。

卖出说完了，接下来谈买入。请点击上方「唐书房」三个字，进入今日次条。

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。文中提及的任何个股和基金，都有**腰斩**或翻倍的风险。

请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记。

祝朋友们周末愉快

弛

您用 pe 做判断的话，茅台远远没有银行，石化等等行业低，为啥会投资茅台不选择其它 pe 更低的产品呢？

唐书房

如果投资只用 pe 就可以的话，估计市场只会有 AI 存在，不会有人了。

第891篇.　2021.01.09 - 卖出茅台分众各1/3，买入了……（下篇）

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2021-01-09

上篇说了卖出，下篇谈买入。

买入分两部分：一是恒生 ETF（159920），二是博时转债增强债券 A（050019），大致各占一半。

其中恒生 ETF 是去年夏天就计划好的，博时转债是最近因故增加的。

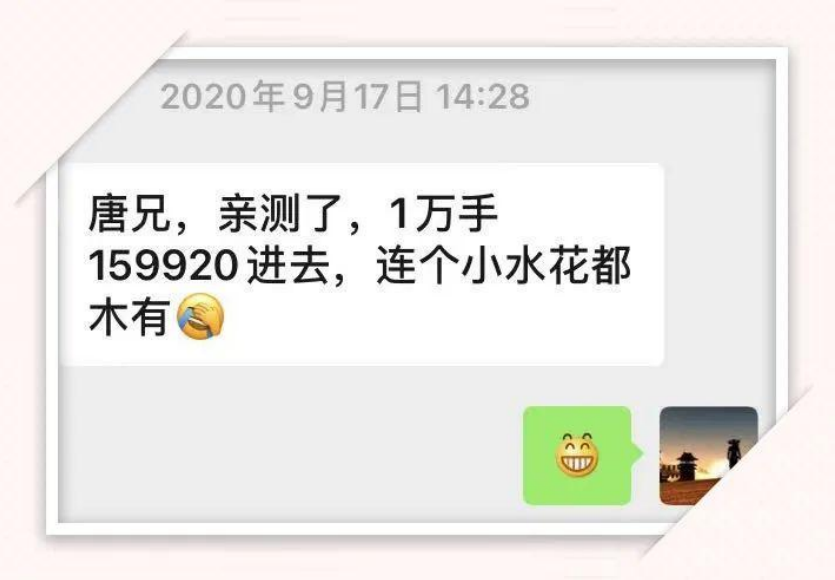
先说恒生 ETF

去年九月，一位微信好友卖掉一套学区房，到手五六百万现金。看老唐持股都已偏高，咨询老唐应该买什么。

我当时给他的建议就是恒生指数基金，场内的 159920 或场外的 000948。

〈聊天截图均经当事人同意使用〉

后来，这位朋友运气也不错。9 月 17 日收到钱，开始第一笔买入。



最终平均成交价格为 1.32 元。今天（1 月 8 日）收盘 1.451 元——我今天买入均价是 1.447 元。

在一片对港股市场的抱怨声中，静静呆坐不到 4 个月，获利约 10%，比理财收益高出五六倍，甚至超过了许多知名大 V 的港股基金回报。我想，总体应该是满意的。

选中它，其实一点儿也不令人惊讶。但凡对老唐的投资体系有些理解的朋友，都可以提前推断出来，而且也确实有很多朋友提前推断出来了。

这不奇怪，因为老唐的体系本就没有感觉、盘感、艺术、灵感、信仰这些玄妙的字眼在里面。

在《价值投资实战手册》111 页，老唐阐述过这种思想。

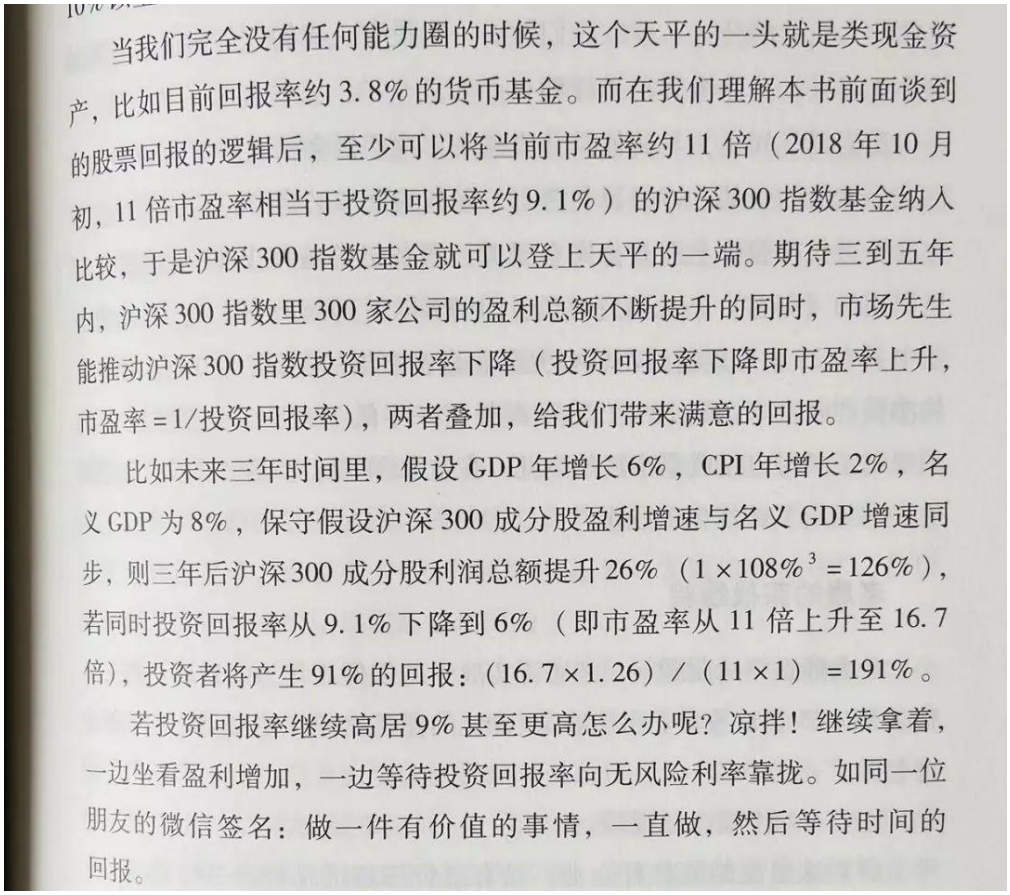
当我们完全没有任何能力圈的时候，这个天平的一头就是类现金资产，比如目前回报率约 3.8%的货币基金。

而在我们理解本书前面谈到的股票回报的逻辑后，至少可以将当前市盈率约 11 倍（2018 年 10 月初。11 倍市盈率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 指数里 300 家公司的盈利总额不断提升的同时，市场先生能推动沪深 300 指数投资回报率下降（投资回报率下降即市盈率上升，市盈率=1/投资回报率），两者叠加，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%（$1\times108\%^3=126\%$）。

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%。



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。而在我们理解本书前面谈到的股票回报的逻辑后，至少可以将当前市盈率约 11 倍（2018 年 10 月初，11 倍市盈率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 指数里 300 家公司的盈利总额不断提升的同时，市场先生能推动沪深 300 指数投资回报率下降（投资回报率下降即市盈率上升，市盈率 = 1/投资回报率），两者叠加，给我们带来满意的回报。

比如未来三年时间里，假设 GDP 年增长 6%，CPI 年增长 2%，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%（$1\times108\%^3=126\%$），若同时投资回报率从 9.1% 下降到 6%（即市盈率从 11 倍上升至 16.7 倍），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。

现在我们可以回看两年前的这段话了。

以沪深 300 指数基金 510310 为例，2018 年 10 月全月在 1.31~1.469 之间波动。假设你读过老唐当时的文章后，以全月最高价 1.469 买入。

截止 2021 年 1 月 8 日，收盘价 2.499，实现收益 70.1%。距离 91%收益还有点距离，但还有 0.83 年，大致算蒙对吧。

虽然还没有 91%的收益，但按照 2.17 年计算的年化回报率是 27.7%。比巴菲特的年化收益率高很多，可能也比绝大部分基金经理、网络大 V 强。

如果很遗憾，没关注唐书房，只是《价值投资实战手册》上市后买了书读过才知道，结果如何呢？呵呵，沾市场先生的光，回报更好。

2019 年元月内 510310 的最高价是 1.401 元，假设就以这个最高价买入，收益 2.499/1.401-1=78.3%，按两年计算，年化收益 33.5%。

这战绩，网上 99%的大神见了你都要膝盖发软。关键是你啥事儿没费，一份财报没读，一根头发都没掉

多美妙的时点，多好的狗屎运，多得意的白纸黑字啊！

虽然比不上茅台 1800 亿市值时写下的白纸黑字，但就凭最简单的底层逻辑理解，却也足够秒杀大部分专业投资者抠破头皮的研究结果，更可以笑傲市场绝大部分中小投资者。

这一切的关键，是需要真的明白股票的收益是从哪里来的。

真的明白股票回报不是依靠牛市，不是依靠庄家，不是依靠所谓资金推动，也不是依靠忽悠韭菜接盘

《价值投资实战手册》前 118 页，阐述的不过就是这些内容。

过去两年合计，你获利超过 70%了吗？

如果没有，说明经过你不懈的努力，终于将自己的钱包撕烂，把本可以舒舒服服收入囊中的钞票，扔到马路上去了

原因嘛，就是因为你少读了一本书：《价值投资实战手册》。

调侃归调侃，本文可不是来卖书的。

三四十元书钱完全可以不用花，只要真正理解下面这张图（《价值投资实战手册》第 109 页插图），读不读这本书其实无关紧要。

理解这张图，我认为投资理念就已经完整了。剩下的问题不过是赚多赚少的区别，想亏钱反而变成很困难的事情了。

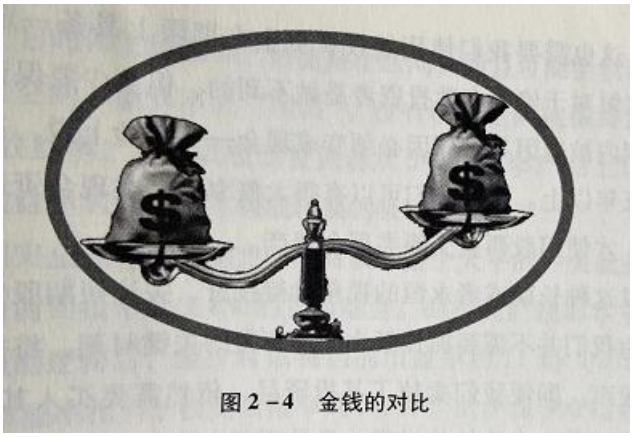


图 2－4　金钱的对比

这张图谈及了**投资的两个秘诀：①圈内+②比较。**

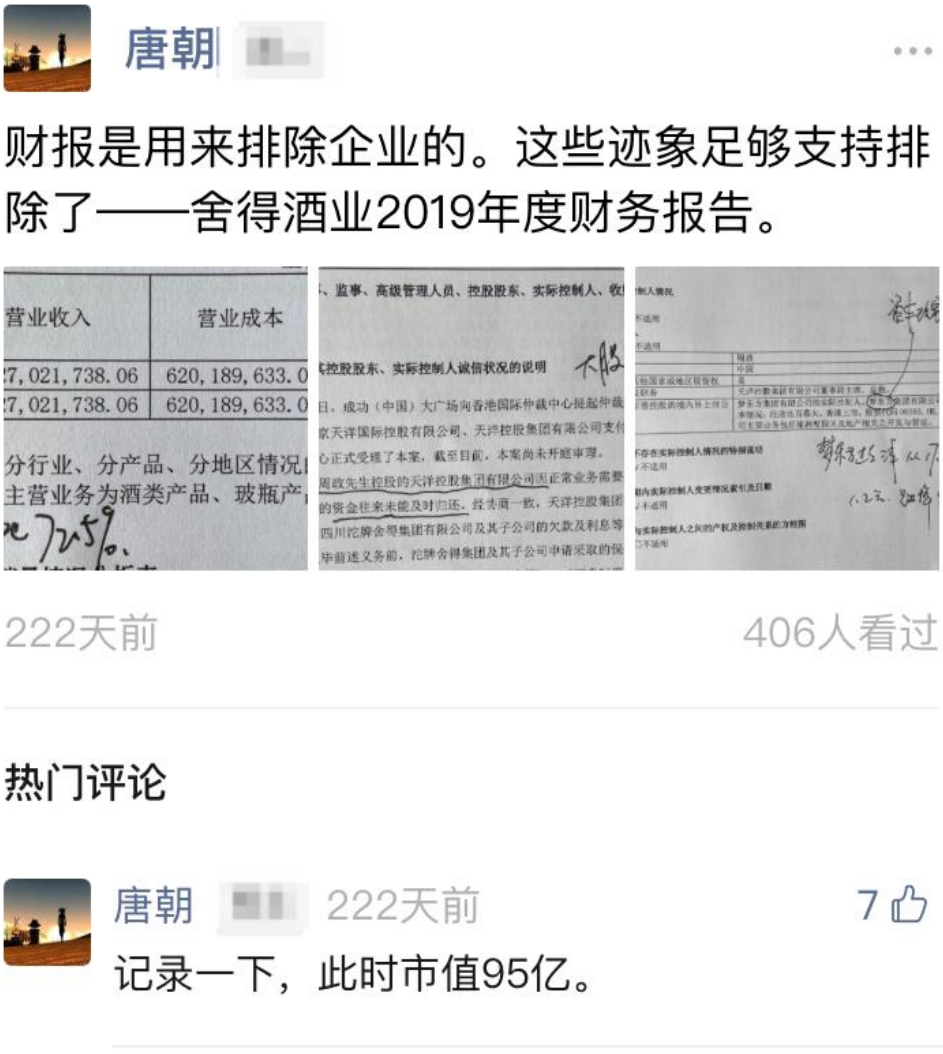
圈内，指永远只在自己能够理解的投资对象之间比较。

凡是圈外的，涨一万倍关我 P 事，视而不见，听而不闻，嗡嘛呢呗咪吽（发音：all money money go my home）。

说到这里，给大家添个笑谈：

2020 年五六月间（222 天以前，这日子够 2 的），老唐翻看了舍得酒业 2019 年年报。

然后根据财报细节表述，得出一个结论：大股东诚信存疑，是个资本玩家，很不靠谱，予以排除。



还特意做了个记录：此时市值 95 亿——估计当时老唐的脸上，一定挂着某种得意的表情

后来嘛，大家应该都知道：九月，舍得酒业董事长、总裁、部分董事及财务总监因非法占用上市公司资金被捕，大股东持股被冻结，公司沦为 ST。

在此背景下，公司股价直线——你以为是下跌哇？不——直线飙升

在不到四个月的时间里，翻了三倍有余，抵达目前的 300 亿市值左右（最高市值约 325 亿）。

后悔吗？排除错了吗？这钱能赚吗？面对这种情况应该如何「反思」？留给朋友们思考。

这是要说的第一个要点：圈。

只看圈内。圈外涨一万倍，不关我事，视而不见，听而不闻。

第二个要点就是比较，不同资产的收益率和确定性之间的比较。

最纯的小白，天平的一端也可以放上存款、保本理财、货币基金。

而对于认真读过《价值投资实战手册》的朋友来说，至少还可以将宽基指数基金纳入圈内。

这些存款、保本理财、货币基金、宽基指数基金，其中收益率最高的东西，就是你的天平一边的砝码。

你所能理解的任何投资对象，只要拿来上秤比较即可。

如果其收益率和确定性「明显」高于你的砝码，它就是你新的投资对象。

如果你每三年能给自己的圈内增加「一个」新的投资对象，这辈子想不富？哼哼，恐怕你的阴谋是不会得逞滴

投资就这么简单。

虽简单，但并不容易。

读完《价值投资实战手册》，理解到宽基指数确定性和收益的来源，这一步不难。

长期 10%左右的年化收益率，是每位具备基本思考能力的成年人，有能力、有责任、也有义务达到的保底收益。

又插个笑谈：书房读者@锦帆 前天分享了一件趣事。

他前天翻到一个自己忘记了很多年的空账户。该账户年初有现金 6.74 元，一年产生活期利息 4 分，年末总资产 6.78 元。

知道这个成绩，跑赢这家券商（南京证券）多少客户吗？

最近一个月以 0.15%的收益率跑赢 90%的客户；最近一年以 0.59%的活期利率，跑赢 83.89%的客户。

一个血腥而残酷的大牛市数据图片

言归正传。

读完《价值投资实战手册》，理解到宽基指数确定性和收益的来源，获得长期 10%左右的年化收益率不难。

但继续往上走，真正「理解」新的投资对象，就不容易了。

它需要付出大量阅读和努力，而且可以说永无尽头，永远无法达到完美境界。

书房里，每一篇企业分析、每一家企业的持股过程，都在佐证这个「不容易」。

所以，格雷厄姆有句名言：

投资这件事有个特点，门外汉只需少许的努力和能力，便可以达到令人敬佩的结果。若试图超越这唾手可得的成就，便需要付出无比的智慧与无数的精力。

那么，当我们没有合适的可投资对象时，在我们还没「付出无比的智慧与无数的精力」之前，手头有钱怎么办呢？

很简单，用砝码里最大的那个做血包，做现金替代品，等待自己学习和理解新的投资对象——这就是我今天要说的秘钥。

《价值投资实战手册》111 页那段话，把沪深 300 改成香港恒生，数值有微调，但逻辑可以一动不动。老唐此时的现金替代品，诞生。

其实这个买入目标，老唐在 2019 年年终总结时，已经分享过

而且，也已经实际操作了。结果参看《老唐的 2020 年》一文记录。

现在卖出茅台和分众的资金，也来了。

只不过支付宝里买的场外基金，股票账户里买的场内基金，他们可以视为代码不同，交易场所不同的同一个东西（支付宝里买入的，未计入老唐实盘占比）。

为什么不直接上沪深 300 呢？因为

①目前沪深 300 指数，估值高于恒生指数（16.8VS15.3）；

②我的持股大部分在 A 股，所以即使两种指数估值相同，我也偏向于恒生指数，而不是沪深 300。

注：2020 年 9 月 7 日恒生指数调入高市盈率的小米、阿里和药明生物，调出低市盈率的神华、旺旺和信和置业，造成指数市盈率突变，导致很多指数基金投资人喜欢看的 pe 百分位数据失真。

简单吧，会不会有点失望呢？

失望你就走宝了。每个投资者的投资生涯里，都会遇到很多「有钱时没有能够理解的投资对象可买」时刻。

那时，今天读到的东西，或许就能帮助你做出抉择

继续说第二个买入目标：**博时转债增强债券 A（050019）。**

这个投资目标是最近才添加的。原因有二：

今年上半年，我很可能会有一笔 500 万~1000 万的现金开支需求，需要寻找一个预计不会很颠簸的血包备用；

最近可转债出现大面积跌破面值的情况，预示着可能有不错的投资机会。

可转债的知识，2014 年 12 月我曾经在某球发过一个系列三篇的《手把手教你转债套利》。

2017 年 1 月和 11 月，我又先后在书房发过两篇关于可转债投资及套利的科普文章。

它的基本特点就是既有债的特性，也有股的特性，是一种攻守兼备的投资品种。

既可以持有到期拿回本金及微薄的债券利息，也可以在对应公司的股票涨幅较大时，转换为股票卖出获利。

这两年，可转债的规模不断扩大，正在成为上市公司融资的一种主要手段——估计很多朋友都有打新债捡小钱的经历。

最近，可转债市场出现大量面值附近乃至面值以下，溢价率偏低的品种。

比如今天去集思录网站，以债券价格低于 100，溢价率低于 25%为标准筛选，可以发现 26 只转债，总规模超过 200 亿。

如果将标准放松至 105 和 40%，则可以找出 96 只，规模超过 940 亿。

此时，想捕捉这个机会，有两种方式：

一种自己研究和选择几十只转债来投资（分散主要是为了防止某家公司还不起债），另一种是直接投资可转债基金。

可转债并不复杂，主要是耗时间。

我更喜欢直接研究商业、研究公司，加上这笔钱很快可能会动用，自己投入精力去分析转债，性价比不合算。

索性，支付一点费用，雇佣长期研究可转债的基金经理去投资算了。

表6：混合债券型业绩前20排行

证券代码	证券名称	年度累计收益率（%）	近3年累计收益率（%）	基金规模（亿元）	基金成立日	基金经理（现任）	基金管理人	细分策略
001045.OF	华夏可转债增强债券A	40.78	1900-02-26	2.5529	2016-09-27	何家琪	华夏基金	混合债券型基金(二级)
000297.OF	鹏华可转债债券A	40.35	1900-03-08	10.9805	2015-02-03	王石干	鹏华基金	混合债券型基金(二级)
005461.OF	南方希元可转债债券	34.25	1900-02-29	9.5892	2018-03-14	刘文良	南方基金	混合债券型基金(二级)
360013.OF	光大保德信信用添益债券A	32.87	1900-02-20	17.6189	2011-05-16	黄波	光大保德信基金	混合债券型基金(二级)
006482.OF	广发可转债债券A	31.68	1900-02-17	1.3264	2018-11-02	吴敬	广发基金	混合债券型基金(二级)
210014.OF	金鹰元丰债券	30.59	1900-02-18	1.5174	2017-09-20	林龙军	金鹰基金	混合债券型基金(二级)
163816.OF	中银转债增强债券A	28.16	1900-02-21	6.722	2011-06-29	李建	中银基金	混合债券型基金(二级)
000014.OF	华夏聚利债券	27.04	1900-02-10	6.6705	2013-03-19	何家琪	华夏基金	混合债券型基金(一级)
005273.OF	华商可转债债券A	26.58	1900-02-05	1.1901	2017-12-22	张永志	华商基金	混合债券型基金(二级)
675011.OF	西部利得稳健双利债券A	25.98	1900-02-14	1.4009	2012-06-26	韩丽桃,林静	西部利得基金	混合债券型基金(二级)
720003.OF	财通收益增强债券A	25.78	1900-01-29	4.9562	2012-12-20	林洪钧,杨烨超	财通基金	混合债券型基金(二级)
002459.OF	华夏鼎利债券A	25.65	1900-02-17	23.5575	2016-11-18	董阳阳,何家琪	华夏基金	混合债券型基金(二级)
050019.OF	博时转债增强债券A	25.07	1900-02-12	14.7547	2010-11-24	邓欣雨	博时基金	混合债券型基金(二级)
320004.OF	诺安优化收益债券	24.12	1900-02-14	12.3742	2006-07-17	谢志华	诺安基金	混合债券型基金(一级)
000047.OF	华夏双债增强债券A	23.73	1900-02-09	5.7125	2013-03-14	柳万军	华夏基金	混合债券型基金(一级)
005121.OF	富国兴利增强债券	23.56	1900-02-03	2.2521	2017-09-20	陈斯扬	富国基金	混合债券型基金(二级)
519967.OF	长信利富债券	23.42	1900-02-09	8.6638	2015-05-06	李家春,吴晖	长信基金	混合债券型基金(二级)
004267.OF	金鹰持久增利E	22.22	1900-02-09	3.7645	2017-01-20	林龙军	金鹰基金	混合债券型基金(二级)
005771.OF	银华可转债债券	22.21	1900-02-17	1.3527	2018-08-31	孙慧	银华基金	混合债券型基金(二级)
310518.OF	申万菱信可转债债券	21.47	1900-02-01	1.9675	2011-12-09	范磊	申万菱信基金	混合债券型基金(二级)

接下来的问题，就是从历史表现优异的基金里选择哪只的问题。就此事，我咨询了深研可转债、同处成都的@饕餮海 兄。

老唐和海兄喝过茶，有过比较深入的沟通。海兄给我的印象，是一位心思缜密、观察能力非常强，善于倾听也善于思考的人。

在可转债这个范围内，我信任他的专业水平——海兄也有公众号，就叫“**饕餮海投资**”，主要集中于

可转债、货币基金、套利等内容。如果对这方面的内容感兴趣，可以关注。

按照海兄的建议，侧重稳定的，一般选择以银行转债为前几名持仓的基金。

因为这些转债发行量大，资产规模庞大，银行信用有央行的隐形担保，到期不能还本付息的概率近于零。

反之，更侧重攻击的，则回避以银行转债为前几大持仓的转债基金。

因为银行转债受制于股价低于净资产的现状，失去了下调转股价的可能，少了未来震荡过程中的超额收益。

老唐具备一定的风险承受力，也不太相信短期内会有发行可转债的上市公司出现偿债危机，因此，侧重考虑攻击性好点儿的。

海兄推荐了两只：光大保德信信用添益债券 A；博时转债增强债券 A。

我查阅了这两只基金的说明书，两家的投资范围和比例约定都差不多，都是权益类资产 0%~20%（股票、权证等），债类投资 80%以上。

光大保德信信用添益 A：基金合同约定最高可上 40%杠杆。

申购费用：百万以内 0.6%（标准 0.8%，我的券商 75 折，支付宝 1 折 0.08%），百万到五百万之间 0.5%，500 万以上 1000 元/笔。

赎回费用：7~30 天 0.1%，30 天以上赎回费用 0；

管理和托管费用：0.9%/年。

博时转债增强 A：基金合同无杠杆约定。

申购费用：小于百万申购 0.08%（标准 0.8%，券商打 1 折），百万到三百万 0.05%，三百万到五百万 0.03%，五百万以上 1000 元/笔。

赎回费用：7~365 天 0.1%；

管理和托管费用：0.95%/年。

博时转债以「无杠杆约定+费用更低」特性取胜。于是，我选择申购了博时转债增强债券 A（050019）。

就这么个过程。具体比例及其他细节，明晚 20:21 老唐实盘周记见图片

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。文中提及的任何个股和基金，都有**腰斩**或翻倍的风险。

请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记。

祝朋友们周末愉快

daisy10

如果买入恒生 etf。恒生 ETF 跌得蛮多的时候，出现了想买的股票标的，咋办呢？

唐书房

不管涨跌，不考虑盈亏，永远比较。盈亏都是过去式，赚赔要看未来。

ABC 甄建岗

老唐既然卖出了一定仓位的茅台，那么同属酒企的洋河什么时候卖出呢？洋河的市盈率几乎是酒企中最低的？

唐书房

为什么要问这么无效的，浪费彼此时间的问题呢？卖点不是周周的表格里都有吗？

小白杨

请问老唐:目前上证 50 估值 14.67 低于恒生指数估值 15.73，同为宽基指数，老唐为何选了恒生，麻烦老唐指点一下，十分感谢

唐书房

上证 50 不够“宽”。

上善若水

信息量好大，需要慢慢消化。另外老师，恒生指数基金的市盈率哪里可以看到？沪深 300 的很多软件有。谢谢!

唐书房

有个微信小程序，叫“etf 图谱”，可以看。

loong

老唐，接下来会不会再挖掘低估值的好公司呢？

唐书房

这是一生的事业，只要需要时间，还需要机遇

李润生

唐先生:这两篇文章分析减仓和买入，非常富有哲理，学习了请教一个问题，腾讯最近从高点调整下来不少了，减持下来的资金为什么不买入腾讯控股?

唐书房

我不关心调整多少。我关系市值和价值差。

范思一

老唐能解答下为何没买之前说的福寿园呢？

唐书房

没到想买的价格呗，还能为啥。

火眼金睛

老唐，这两个基金你是采取分批买入的模式还是 all in?

唐书房

我 all in 的

生活在别处

老唐真的不考虑配置一点地产股吗？金茂、融创、新城都可以啊！真的是认为地产公司赚的钱以后会以大片荒芜的土地存在吗？

唐书房

会不会，不重要。重要的是我不会把钱放在我不懂的品种上。

癸未

A 股账户能买 159920 和 000948 吗？

唐书房

A 股账户能买 159920，不能买 000948，后者是场外基金，微信理财通和支付宝里可以买，银行可以买，基金公司可以买。

Jeffrey Nie

是我看错了还是老唐写错了？博时的持有费率（0.95%）和赎回费率（0.1%）都高于光大（0.9%，0）啊

唐书房

在券商里申购便宜一大截。

空白格

老唐，哪里可以准确查询指数的 pe？我发现几乎每个平台提供的数据都不一样，并且差别达到了 5%。

唐书房

原始数据就去看中证指数官网。

第892篇.　2021.01.09 - 老唐实盘周记2021/01/09

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2021-01-10

本周交易

本周五，均价 2149.723 元，卖掉了所持茅台的 1/3；

均价 11.261 卖掉了所持分众的 1/3。

所得资金，大约一半买入了恒生 ETF，成交价格 1.447 元；

另一半申购了博时转债增强基金 A，申购净值估计是 1.977 元（下周一才能知道准确数据）

当前持仓

目前持仓茅台 26%，腾讯 20%，洋河 20%，分众 7%，古井 B5%，海康 6%，恒生 ETF8%，博时转债基金 8%，另有上海机场和福寿园各 1000 股观察仓不计。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	理想买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	26%	24000±10%	<12000	29700	26255	2090.00	4.60%
腾讯控股	20%	66000±10%	<33000	72500	45875	573.00	1.60%
洋河股份	20%	3850±10%	<1925	4700	3654	242.47	2.75%
分众传媒	7%	……	<700	1815	1603	10.92	10.64%
古井贡B	5%	770±10%	<385	900	490	116.60	7.97%
海康威视	6%	4840±10%	<2420	5800	5357	57.34	18.20%
恒生ETF	8%					1.451	1.40%
博时转债	8%					1.977	/
沪深300						5495.43	5.45%
上证指数						3570.11	2.79%
2021/1/9			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8345	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	理想买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	38%	24000±10%	<12000	27000	25099	1998.00	71.36%
腾讯控股	21%	66000±10%	<33000	72500	45605	564.00	50.64%
洋河股份	20%	3850±10%	<1925	4700	3556	235.99	119.53%
分众传媒	10%	……	<700	1650	1449	9.87	59.45%
古井贡B	5%	770±10%	<385	900	458	107.99	56.12%
海康威视	6%	4840±10%	<2420	5800	4532	48.51	51.40%
沪深300						5211.29	27.21%
上证指数						3473.07	13.87%
2020/12/31			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8430	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同，而发生小幅变化；

②仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

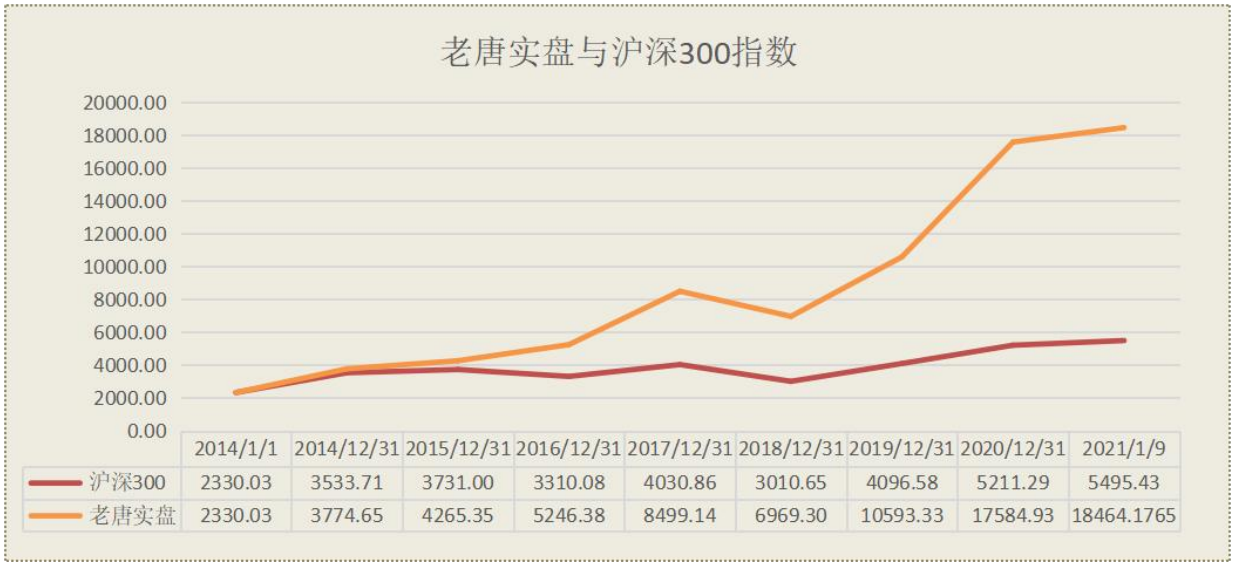
收益

2021 年内收益 5%（四舍五入数据）。

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，66%，5%（均不含新股中签收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 792。

以 7.02 年折算，年化收益率约 34.3%。



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/1/9
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	5211.29	5495.43
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	17584.93	18464.1765

重要事项

1.实盘表格切换。

本周，我将 8%仓位的博时转债增强债券 A，做出金处理，即本周记录转出资金，金额约占账户总市值的 8%。

出金后，老唐实盘 2021/01/09 将变成下面的模样。

持股公司	持股比例	三年后估值	理想买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	28%	24000±10%	<12000	29700	26255	2090.00	4.60%
腾讯控股	22%	66000±10%	<33000	72500	45875	573.00	1.60%
洋河股份	21%	3850±10%	<1925	4700	3654	242.47	2.75%
分众传媒	8%	……	<700	1815	1603	10.92	10.64%
古井贡B	6%	770±10%	<385	900	490	116.60	7.97%
海康威视	7%	4840±10%	<2420	5800	5357	57.34	18.20%
恒生ETF	9%					1.451	1.40%
沪深300						5495.43	5.45%
上证指数						3570.11	2.79%
2021/1/9			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8345	

原因有二：

1.估计几个月内，我就会动用这笔钱；

2.博时转债增强债券 A 是场外基金，无法在腾讯自选股 APP 里自动计算总市值，需要单独查阅后手工加总，有点麻烦。

正好借机再给朋友们演示一下如何处理出入金，不会干扰投资收益率数据（原文向书房发送“收益率”就可以提取）。

如果使用「且慢小账本」微信小程序，这个很简单，直接记录资金转出即可，小程序会自动帮你去除出入金对投资收益率的影响。

如果自行记录，需要计算一个调整后本金。

比如此时我的年内收益率是 5%，2021 年初本金-本次实际转出资金数额/1.05=调整后本金。

未来随时用「账户实时市值/调整后本金-1」，即可得到当年的投资收益率数据。

相当于将年初的账户一分为二。其中一个账户的初始本金=本次转出资金/1.05，今天连本带利销户了。

这个行为不影响另一个账户持续计算投资收益率。

2.茅台分众的一年内卖点变化。

第一次卖出已经实现，一年内卖点使用第二计划卖出位置，分别为29700亿和1815亿。

3.茅台2020年业绩预告。

本周公司发布预告：

2020 年度，生产茅台酒基酒 5 万吨，系列酒基酒 2.5 万吨；

预计实现营业总收入 977 亿元左右，同比增长 10%左右，

其中本公司全资子公司贵州茅台酱香酒营销有限公司预计实现营业总收入 94 亿元左右（含税销售额106 亿元左右）；

预计实现归属于上市公司股东的净利润 455 亿元左右，同比增长 10%左右。

这是对交易所对公司信批违规的监管函，以及对董事长发出关注函的回应。

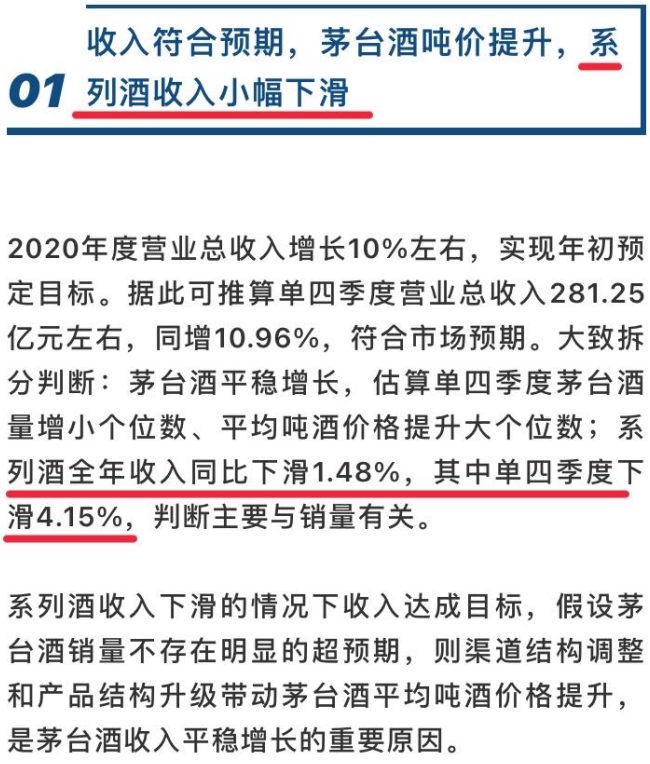
正如《老唐实盘 2020/12/26》文中分析，监管函就是针对董事长在经销商大会上披露系列酒年度销售数据的提醒。

所以，公司现在补发一份业绩预告。

早在《老唐实盘周记 2020/01/04》里，老唐已经写过了2020年茅台预计千亿营收、460亿净利润。

以目前的披露数据看，基本没有变化。

不过，有某知名食品饮料行业研究员，基于公司披露的这个数据，得出了2020年茅台酱香系列酒营收下滑的结论，让老唐略微有点诧异。



估计这位研究员是看2019年年报系列酒销售收入95.42亿，本周公司披露系列酒销售收入94亿，于

是 94/95.42-1=-1.48%。

这是个误解。

公司披露的是「贵州茅台酱香酒营销有限公司预计实现营业总收入 94 亿元左右」。

上市公司内部做酱香系列酒的子公司，除了茅台酱香酒营销公司之外，还有贵州赖茅酒业（持股 43%）和北京友谊使者公司（持股 60%）——见《新手财》25 页。

加上这两家公司的营收，才是茅台财报里系列酒销售收入的口径。

以此推算，2020 年系列酒应该同样是小幅增长的。

这点差异对于业绩估算微不足道，之所以顺手码出来，也是提醒大家看到券商研报的时候，不仅对于结论不能直接采纳，即便是数据也要小心。

知名研究员，面对长期跟踪的公司，照样可能犯低级错误。

4.古井贡完成收购明光酒业 60%股权。

2.02 亿收购明光酒业 60%股权，过户手续完成。

5.美方继续发难小企鹅。

据路透社报道，美国总统特朗普于当地时间 5 日签署了一项新的行政命令，禁止与 8 家中国应用软件进行交易。

包括支付宝、CamScanner、QQ 钱包、SHAREit、腾讯 QQ、VMate、微信支付和 WPS Office。

据说命令会在 45 天内生效。

这事情，已经搞疲了，也没什么话好聊的。

而且特朗普马上就要交接政权了，这命令会不会实施还不知道。

等落实了再看影响吧。

还有报道说，特朗普计划禁止美国资金买入阿里巴巴和腾讯，就像前一段时间禁止美国资金买入海康一样。

只是传言，还没有确定。

这事儿，即使确定了，对公司本身的价值也没有任何影响，只是少了几个抢饭的对手，多几个投资者的好朋友（股票卖家）而已。

与前面的禁止与微信支付等交易相比，杀伤力可以忽略。

落实与否，均无关注价值。

另外有朋友问，我国商务部刚刚发布的 2021 年 1 号令《阻断外国法律与措施不当适用办法》，是否对腾讯、海康等企业脱离当前困境有帮助。

我粗略看过办法原文，个人理解目前主要的作用，是给除中美两国之外的其他国家企业，创造了一个违背美国相关禁令、继续和中国企业做生意的法律借口，

增加第三国企业遵守美国禁令的代价，也加大美国行政当局执行禁令的难度和成本。

但和咱们的小企鹅和康儿目前收到的约束，关系不是很大。

因为涉及到小企鹅和康儿的相关美方禁令，主要是约束美国企业和美国投资者的，商务部 1 号令对此似乎没啥作用。

当然，这仅仅是老唐个人的粗浅理解，仅供参考。

具体细节还是等待商务部及有关国际法专家解释吧。

6.海康计划分拆萤石网络到科创板上市。

这个事儿，去年四月就披露了。

去年四月披露的是计划国内上市，本周披露的更详细，说要在国内科创板上市。应该是进入程序了。

分拆科创板上市，能够给海康增加一点内在价值，但不多。

做个游戏，我聊数据，朋友们投票决定是否需要微调海康的估值、买点和卖点

目前海康持有萤石 60%股权，如果分拆上市后维持 51%控股权（50.01%其实也可以，简单起见，我们假设 51%），最多发行 17.65%的股权，60/117.65=51%。

按照上交所的披露数据，科创板新股平均发行市盈率是 54 倍。

我们乐观点，假设萤石能够按照 60 倍市盈率发行新股。

萤石网络 2017 年度、2018 年度、2019 年度的净利润分别为 0.37 亿元、1.19 亿元、2.60 亿元，2020 年前三季度净利润是 2.73 亿元。

我们再次乐观一点，假设 2020 年前三季度受疫情影响，不代表公司实际发展速度。四季度发力，使全年净利润达到 4 亿。

4 亿净利润，60 倍市盈率发行，发行市值 240 亿，17.65%股权净融资 51 亿，用于萤石网络的企业发展——（240+x）×17.65%=x，x=51.4 亿，减去投行、律师、会计师事务所等发行费用。

假设上市后，股价还能翻倍有余，市值达到约 600 亿，海康持股 51%市值约 300 亿。

减去目前海康里本来就包括的萤石市值 2.6×静态市盈率 43×60%=67 亿，可以增加 200 多亿估值。

也就是说，如果要借着这个消息调整的话（而不是等发行上市后），可以将合理估值、买点和卖点大致轻微调整至：5000±10%，＜2500 亿，6000 亿。

百多亿的小钱，调不调均可，你选择

投票截止周一晚上 23:55，按照简单多数的意见办

7.本周无读书笔记入选。

8.《新手财》精装签名版今天发货。

目前，没有收到退货信息，所以也无从捡漏图片

精装签名版是按照预定数量印刷的，没有补购机会，请不用追问了。

目前需要的朋友，请到当当、京东、天猫、新华文轩……等各类书店购买平装版。

点击文末「阅读原文」，可以直达京东的购买页面。

下周预计交易

无

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。

文中提及的任何个股或基金，都有**腰斩**或翻倍的风险。

坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记。

祝朋友们周末愉快

潇湘妃子

好想知道老唐早期的投资经历，是如何赚到一桶金的，如何财富自由的

唐书房

不知道你心中的桶多大个儿，多少钱算「第一桶」？第一个十元是当菜贩子赚来的，第一个百元是卖电视报赚来的，第一个千元是工资，第一个万元也是工资，第一个十万元是奖金，第一个百万元是项目分账，第一个千万是股市赚来的，第一个亿还没有（预计会从股市里赚来）……哪个位置是你心中的“桶”？

功夫足球

老唐，对于海天味业还有一些医药股本来已经高估值还能继续上涨几倍，是否说明其估值存在一些我们无法看懂但又比较合理的东西？

唐书房

或许吧。赚到自己能看懂的钱就好了，又没有人 kpi 考核，要求你我赚到市场每一分钱，对不？

陆武

请教老唐：既然别瞅傻子要瞅地，那观察仓是要观察啥？

唐书房

让自己别忘了。

第893篇.　　2021.01.12 - 重要，请勿忽视！

永远好奇的唐朝　唐书房　2021-01-12

不好意思，为了保证朋友们会看，做了回标题党

最近一周，唐书房关注者爆发性增长。

以前，书房文章的阅读量长年维持在四五万左右，这几天突然出现七八万，甚至 10 万+的阅读量。

我推测，大部分新朋友是被老唐上周五卖出茅台和分众的操作带来的。

老唐欢迎朋友们的莅临，但有几句话不得不提前叮嘱：

①老唐的持股很难有交易。上周五的卖出是过去两年多里唯一的一次卖出。

老唐实盘变化很小，常常几年也不会增加一个新代码。

所以，如果您是来看交易和牛股代码的，可能注定失望；

②老唐的能力很普通。对于我自己持股十年以上的股票，也做不出涨跌判断，更不用说大盘指数了。

所以，如果您是来看涨跌判断的，可能注定失望；

③老唐不看盘，不关注热点，每天打开股票软件的时间，不会超过 3 分钟。

所以，如果您是来看热点分析的，可能注定失望；

④老唐不高尚。每周一到周五之间，固定有一次标明「特约发布，不代表书房观点」的广告推送。套用一句网络流行语，摆明是要「恰饭」的。

所以，如果您想找一位伟大无私、道德高尚、为您的钱包操心的托付者，可能注定失望；

⑤老唐输出量很大。公众号自 2016 年 9 月开立以来，已经发表原创文章 624 篇，月均约 12 篇，合计可能超过 300 万字。

很多朋友将其打印成纸质书，通常是 A4 纸厚厚的十本上下，可以说投资过程中可能遇到的各种困惑，基本都写过了。

所以，如果您是真的对投资感兴趣，建议刚进来时，少提问、多翻旧文；

⑥老唐从来不做公众号推广，没有运营其他任何平台或账号，从不会主动找关注者聊天，更不会要求添加微信，从未开设过任何免费或收费的群或课程，从未设置过书房助理岗位，从不帮别人管理资金……

如果遇到上述打着唐书房旗号的可疑情况，请注意自我保护，谨防上当受骗；

⑦重要的话放最后：老唐的持股，目前都不便宜，并不适合抄作业。

谢谢您容忍我啰嗦，欢迎您的到来，祝您在书房的日子愉快开心

唐书房 2021-01-15

很多朋友询问香港恒生指数的成分股资料，老唐送一份给需要的朋友，数据截止 2021/01/11 收盘

恒生指數成份股情況2021/01/11

代码	公司简称1	公司简称2	收市價	市盈率	分类占比%	恒指权重%
5	HSBC HOLDINGS	汇丰控股	43.000	18.53	18.57	7.92
11	HANG SENG BANK	恒生银行	145.900	11.42	2.33	0.99
388	HKEX	港交所	450.200	60.10	11.31	4.83
939	CCB	建设银行	6.060	5.08	13.68	5.84
1299	AIA	友邦保险	98.850	22.85	24.94	10.64
1398	ICBC	工商银行	4.990	5.10	7.68	3.28
2318	PING AN	中国平安	94.050	9.86	11.69	4.99
2388	BOC HONG KONG	中银香港	25.050	8.23	1.93	0.83
2628	CHINA LIFE	中国人寿	16.740	7.16	2.60	1.11
3328	BANKCOMM	交通银行	4.280	3.76	0.78	0.33
3988	BANK OF CHINA	中国银行	2.700	3.88	4.48	1.91
	Finance Sub-index	金融分類指數	38,142.27	10.18	100.00	42.67
2	CLP HOLDINGS	中电控股	72.300	39.22	40.64	1.30
3	HK & CHINA GAS	香港中华煤气	11.520	29.39	34.16	1.09
6	POWER ASSETS	电能实业	41.300	12.36	15.93	0.51
1038	CKI HOLDINGS	长江基建集团	41.900	10.05	9.27	0.30
	Utilities Sub-index	公用事業分類指數	45,734.79	22.68	100.00	3.20
12	HENDERSON LAND	恒基地产	31.150	8.87	5.44	0.40
16	SHK PPT	新鸿基地产	108.000	13.31	15.06	1.11
17	NEW WORLD DEV	新世界发展	36.400	84.83	6.70	0.50
101	HANG LUNG PPT	恒隆地产	20.650	15.05	5.03	0.37
688	CHINA OVERSEAS	中国海外发展	16.460	3.82	7.59	0.56
823	LINK REIT	领展REITs	69.900	-8.56	17.34	1.28
1109	CHINA RES LAND	华润置地	32.000	6.85	12.35	0.91
1113	CK ASSET	长江地产	39.750	5.04	12.36	0.91
1997	WHARF REIC	九龙仓置业	42.150	32.58	8.47	0.63
2007	COUNTRY GARDEN	碧桂园	10.420	4.97	9.67	0.72
	Properties Sub-index	地產分類指數	32,480.06	11.66	100.00	7.39
1	CKH HOLDINGS	长和	56.650	5.48	2.91	1.36
27	GALAXY ENT	银河娱乐	60.500	20.09	2.50	1.17
66	MTR CORPORATION	港铁公司	44.000	22.65	1.29	0.60
175	GEELY AUTO	吉利汽车	32.400	31.68	3.63	1.70
267	CITIC	中信股份	5.860	3.16	0.81	0.38
288	WH GROUP	万洲国际	6.700	8.58	1.03	0.48
386	SINOPEC CORP	中石化	3.730	6.93	1.72	0.80
669	TECHTRONIC IND	创科实业	116.000	43.97	3.44	1.61
700	TENCENT	腾讯控股	591.000	52.89	20.84	9.74
762	CHINA UNICOM	中国联通	4.660	11.10	0.54	0.25
857	PETROCHINA	中石油	2.450	8.66	0.98	0.46
883	CNOOC	中海油	7.160	4.62	2.44	1.14
941	CHINA MOBILE	中国移动	43.900	7.43	5.14	2.40
1044	HENGAN INT'L	恒安国际	55.550	14.91	0.76	0.35
1093	CSPC PHARMA	石药集团	8.030	22.79	1.37	0.64
1177	SINO BIOPHARM	中国生物制药	7.470	45.77	1.61	0.75
1810	XIAOMI-W	小米集团	32.050	66.83	9.57	4.47
1876	BUD APAC	百威亚太	25.650	48.28	0.97	0.45
1928	SANDS CHINA LTD	金沙中国	32.000	16.24	1.73	0.81
2018	AAC TECH	瑞升科技	45.500	21.85	0.63	0.29
2020	ANTA SPORTS	安踏体育	128.200	56.90	2.64	1.23
2269	WUXI BIO	药明生物	97.100	313.93	6.03	2.82
2313	SHENZHOU INTL	申洲国际	151.600	39.44	2.39	1.12
2319	MENGNIU DAIRY	蒙牛乳业	50.450	42.41	2.65	1.24
2382	SUNNY OPTICAL	舜宇光学	199.000	48.11	2.70	1.26
3690	MEITUAN-W	美团	309.600	703.48	10.91	5.10
9988	BABA-SW	阿里巴巴	221.000	27.73	8.76	4.09
	Commerce & Industry Sub-index	工商業分類指數	17,835.00	23.11	100.00	46.71
	Hang Seng Index (HSI)	恒生指數	27,908.22	14.30	-	100.00

Copyright. Hang Seng Indexes Company Limited. All rights reserved.
恒生指數有限公司，版權所有。

第1页

第894篇.　　2021.01.16 - 自然从不飞跃 价投可以复制--by@主观的观

唐书房　2021-01-16

以下文章来源于主观的观 ，作者追寻价值的老郭

老唐，笔名唐朝，虽未曾谋面，但很多人都通过雪球和微信公众号“唐书房”与他神交已久，并从他写的关于投资理念和公司分析的文章中受益匪浅。

老唐虽然经常自谦为巴神堂的小喽啰，但是他却是我至今为止见过面和未见过面的网络名人中读书最多和知识最渊博的人。

同时，他驾驭文字的能力又极其优秀，很多艰涩深奥的会计原则和投资理念，经过他的高超的“中翻中”表达而变得简单又有趣。

对于写作这件事，老唐应该是乐在其中，每天在唐书房通过汪洋恣意的文字中度己度人，不亦快哉！

《巴芒演义》这本书脱胎于唐书房中的“散打巴菲特”和“散打芒格’等系列公众号文章。

老唐以中国传统章回体演义小说的形式，以沃伦-巴菲特和他的亲密伙伴查理-芒格为主角，通过这种奇特的中西合璧的混搭方式，生动有趣又紧扣价值投资的主线将百年价值投资史娓娓道来，让人不忍释卷。

书中既有被巴菲特称之为“格雷厄姆-多德部落”的沃尔特-施洛斯、比尔-鲁安等人投资经历以及巴菲特本人的投资体系发展演变历史；

也有寻找市场错误定价并从中进行套利的爱德华-索普和肯-格里芬的传奇；

又有诸如资本市场枭雄“中国佬”蔡至勇和“垃圾债券之王”迈克尔-米尔肯之流的事迹；

还有华尔街资本市场巨头桑迪-威尔和杰米-戴蒙的职场经历和人生起伏。

时书中间也穿插着许多大人物的八卦和逸闻，比如证券分析之父格雷厄姆和寡妇儿媳妇的风流韵事、宏观经济学鼻祖凯恩斯性取向的转变、美国最有权势的女人凯瑟琳-格雷厄姆一家两代的爱情故事……

自上世纪 10 年代末以来，本杰明-格雷厄姆开始研究债券和证券投资，并于 1934 年和助手多德共同完成和出版了价值投资领域的经典著作《证券分析》，并以此开创了价值投资的思想体系。

此后无数人在格雷厄姆价值投资的理念指导下，进行投资并取得了巨大成功。如果从那时开始算起到现在，差不多正好是 100 年左右的时间，真可谓是**〞一本《巴芒演义》，百年价投史〞**。

从我的角度来看，老唐通过这本书想表达的观点主要是两点，分别位于书的扉页和封面。

一个是扉页引用的莱布尼茨的**“自然从不飞跃”**，一个是位于封面的本书的副标题**“可复制的价值投资”。**

自然从不飞跃

自然从不飞跃，所以很多事情和人都会稳步向前；

自然从不飞跃，所以所有的改变都是从量变到质变。

沃尔特-施洛斯的进化

施洛斯高中毕业后进入华尔街工作，起点不高，为人性格温和并尽力避免与人发生冲突。

因为在格雷厄姆-纽曼基金公司勤勤恳恳工作 9 年仍然被怠慢，被迫创建自己的基金公司。

洛斯被称为**“格雷厄姆投资体系最纯粹的传人”**，而实际上，即使这个“最纯粹”的施洛斯也并非一成不变的，而是不断的在进化，而且进化的轨迹非常明显。

根据格雷厄姆烟蒂股的投资方法：“只买股价低于净有形资产三分之二的公司股票，甚至只买股价低

于净运营资产三分之二的股票。”

并且因为“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。

要通过分散法则，保证这些烟蒂大多数都还能免费吸一口就好。”

一开始施洛斯完全遵守**“低估”**和**“分散”**这两个金标准进行投资，随着市场上找不到满足上述标准的低估的股票时，施洛斯开始进化和发展。

他改用“净资产”作为估值的判断标准，并且从选择低于净资产一半的股票，进化到选择不超过净资产两倍的股票。

与此同时，施洛斯也开始检验烟蒂的成色，并向自己的师弟巴菲特学习，在一些投资案例中开始考虑“经济特许权”这种无形资产的价值，或者以“重建价值”去衡量标的企业所蕴含的竞争优势。

正是施洛斯在坚持格雷厄姆投资的基本原则的基础上不断的向前进化，才使得他在不断变动的市场能够找到合适的标的并稳定盈利，最终施洛斯的基金运行 47 年，取得年化 20.1%的高收益率；

另一方面，也正是施洛斯进化的程度不够彻底，并局限于烟蒂股的投资，最终无法在市场上找到符合标准的投资对象而清盘自己的基金。

沃伦-巴菲特的进化

相比老实人施洛斯，巴菲特一直都是被老师格雷厄姆高看一眼的优等生，无论是自己退休后准备安排巴菲特升任基金的合伙人，还是邀请巴菲特共同完成《聪明的投资者》第四版的修订工作。

实际上，巴菲特既拒绝成为基金的合伙人，也因为与老师的观点分歧而未参与书的修订工作。

同时，巴菲特也曾公开表示**“我是 85%的格雷厄姆和 15%的费雪。”** 这些现象的背后正是巴菲特的不断进化之路。

巴菲特在 20 岁的时候，已经有 7 年的炒股经历，而这些炒股经历按照他在 1970 年给格雷厄姆的信中所述是“激情而非理智的”。

在看到《聪明的投资者》一书后，他认识到**“股票投资原来是一种具备逻辑基础、可以理性计算、充满确定性、可以产生复利的行为”** ，

于是努力成为格雷厄姆的学生和公司员工，得以近距离的学习和观察大师的理论和操作，并不断的学习和实践。

这是巴菲特的第一次进化，从一个盲目的投机者向一个价值投资者的转变。

尽管巴菲特曾经形容自己后面一次的转变是从猿到人的转变，在我看来，这次才是根本性的转变。

殊不知有多少人终日沉溺于分析各种技术指标，不仅耗尽财富，也虚度一生，究其原因就是没有找到正确的方法，像一个盲目的猿类而不自知，因而这种转变才更具有决定性，更像是从猿到人的转变。

后面的一次转变对于巴菲特而言虽然也非常重要，但是也只是让他从成功变得更成功而已。

巴菲特学成之后的早期投资阶段，完全是采用烟蒂股的操作方法，通过套利、低估和控制三种手法形成投资的完整逻辑闭环。

正如书中所述，“买入后上涨，卖出获利；买入后不涨，就买成大股东，推动分红、回购或分拆获利；如果过程中发现财报数据有假，则提起对董事及高管的个人诉讼赔偿”。

这样的逻辑闭环，让 26 岁的巴菲特在成立合伙公司的时候，都已经自信的认识到“我特别确信，自己绝对没有任何亏钱的可能，否则而我不会答应给别人管钱”，

同时也产生了幸福的烦恼，因为认识到自己终将富裕，从而烦躁的认为自己“可能找不到一种符合逻辑的处理庞大金钱的方式”。

由此也可以看出，纯粹的格雷厄姆的投资体系在当时的巨大力量。

在巴菲特的投资生涯中，在邓普斯特和伯克希尔两个案例中的挫折和问题是促使他开始反思烟蒂股投资体系的起点，

1972 年以大约 3 倍净资产的价格收购喜诗糖果而感受到的投资优秀的魅力是巨大助力，

费雪的成长股投资思想体系和查理-芒格的不断影响是推力，促使了巴菲特的第二次进化。

巴菲特开始从格雷厄姆的“关注企业现有资产清算价值”的投资体系转变到“关注企业未来自由创造能力”的投资体系，

巴菲特将这个转变形容为“从猿进化为人”，这个转变是巴菲特在投资逻辑上不断扬弃而实现的从量变到质变的过程。

经过这个转变之后的巴菲特“开始非常热衷于以合理价格购买优质企业”。

此后投资的布法罗晚报、华盛顿邮报、可口可乐、美国运通、大都会、B 夫人家具卖场、波仙珠宝等全部都是这种投资理念的反映。

而巴菲特的第三次进化则是自然而然发生的。

1951 年，年仅 21 岁的巴菲特在时任盖可保险的投资总监洛里默-戴维森的启发和教导下，真正认识到了保险公司低成本保险浮存金的价值，

正如查理-芒格的描述，“我们就像刺猬，只会一招，就是寻找成本低于 3%的浮存金，然后把它投向能产生 13%回报的企业”。

此后的巴菲特，只要有机会就会主动的投资保险公司，并陆续投资了国民赔偿保险公司、蓝筹印花、盖可保险、通用再保等保险公司，这些公司为伯克希尔贡献源源不断的低成本保险浮存金，让巴菲特获得长期资本以发挥其投资能力，从而成就了今天的伯克希尔帝国。

因此，正如老唐在书的自序中所讲：”……巴菲特并不是天赋异禀，也不是突然顿悟。他也是从普通人一步步成长起来的，也犯过大多数普通人会犯的错误，走过大多数普通人走过的弯路。”

不仅巴菲特，书中描写的大部分成功的价值投资者，都有过遭遇挫折的经历，并在挫折中不断进步并走向成功的。

即便是查理-芒格也并非一开始就是知识渊博和见识广泛的。

他也是有过投资“火箭定制变压器厂”而最终认赔离开的惨痛经历，才有了**“好企业和差企业的区别在于，在好企业里，你会做出一个接一个的轻松决定，而差企业的决定常常是在不同的痛苦之间做选择。”**这样的真知灼见，从而会影响巴菲特走上以合理的价格购买优秀的企业的道路。

宏观经济学鼻祖凯恩斯，作为掌握了外汇和大宗商品等全球经济数据最多的人，仍然经历两次破产，才有了“我们无法证明在不同经济周期，借助市场的系统波动买卖股票可以获得盈利”的宏观经济对于股票投资无用的结论，而最终回到**关注投资企业本身、低估留有安全边际、坚定持有、通过股票组合分散风险**的价值投资的正途上来。

包括自然科学领域的天才科学家克劳德-香农，也在技术分析上耗费了大量精力。

据书中描述：“他甚至发明了一台电力设备，用以模拟股市资金流动情况”，但最终也得出技术分析“意

义不大‘的结论，从而认为“**长期来看，股票价格将会跟随公司收益的增长**。”

最终，作为科学家的香农通过价值投资也取得了 35 年年化收益 29%的优秀业绩。

……

所以“自然从不飞跃”。大师也是从普通人而来，他们的成长和进化也都有迹可循。

因此，他们踩过的坑，我们可以去避免；他们的经验总结，我们可以去学习；他们走过的路，我们可以去模仿；他们的投资逻辑和体系，我们可以去复制。

这就是我认为的这本书里阐述的第二个主要观点——“可复制的价值投资”。

可复制的价值投资

在本书的最后，老唐给出了四条价值投资的正道，分别为**“低费率指数基金模式”、“确定性套利机会”、“一揽子烟蒂模式”、“陪伴优质企业成长模式”。**

严格来讲，第二、三种模式对于现时的普通投资者而言，意义不大；

选择第一种模式意味放弃主动投资的选择权，因此在现实中选择第四种模式的人会更多，而对什么是优质企业理解的不同则是能力和价值观的差异了，不在我们讨论范围内。

而第四种模式正如老唐在书中所言“它对商业的理解能力要求最高，是难度最大的一条投资道路，但也是最有乐趣、最有成就感、最可能获得超额回报的一条路。”

在投资中，如何做到陪伴优质企业成长呢？我们先来看看本书中的价值投资的前辈是怎么讲的：

本书第 35 页至 37 页关于格雷厄姆的内容：

“他在书中反复强调股票并不是一张用以击鼓传花的纸条，而是代表着企业资产和业务的部分所有权凭证，这种凭证的价值由企业本身的内在价值确定。

…… 证券分析的目的并不是去计算出这个内在价值，而是判断在最保守的估计下，内在价值能否为债券的还本付息或买入股票的投入资金提供足够的担保。

……而聪明投资者所需要做的，就是当市场的感性投票结果距离证券的内在价值偏差足够大时，与市场发生交易。

……对我们有用的是市场先生的报价单和钱包，而不是他的智慧。实际上，如果你不能确定你远比市场先生更了解而且更能对你们的合伙企业做出价值判断，那么你就没有资格玩这个游戏。”

以上一段内容基本上把格雷厄姆的价值投资体系的核心内容讲清楚了，主要是**“股票是企业部分所有权”、“安全边际”、“市场先生”**等三点。

本书第 210 页至 211 页，关于费雪的内容：

“重视公司的产业前景、业务、管理及盈利增长能力；

…… 关注一家企业的超额利润究竟来源于哪些竞争对手无法模仿的做法；

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。

…真正优秀的数量极少，发现后要长期持有，仅仅因为盈利一定幅度就卖出是愚蠢的。

股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，等等。”

上面引用的内容是费雪的成长股投资体系的核心内容，以及关于卖出的重要思想。

主要是**“通过关注企业本身的价值并搞清楚企业超额利润的来源”、“对充分了解的公司进行集中持股”**、以及关于卖出的思想**“长期持有优秀公司除非发现问题或者更好的公司，否则永不考虑卖出。”**

本书第 308 页写到，1996 年致股东的信，巴菲特第二次谈起指数基金。他写到 ：

“……投资者真正需要的是给你选中的公司估值的能力。

请特别注意“选中”这个词，你不必成为每家公司或者许多公司的行家，你只需要将自己限定在能力范围就好。

能力范围的大小不重要，重要的是，你知道它的边界。

……在我看来投资专业的学生只需要学习两门课程就够了：“如何给公司估值”和“如何面对市价波动”。

……作为一名投资者，你的目标应当仅仅是以理性的价格买入一家你能理解的、在未来 5 到 10 年甚至 20 年时间确定会成长的公司之部分股权。

随着时间的推移，你会发现只有很少的公司能够符合这样的标准。所以一旦发现一家合乎标准的企业，你就应当大量买入。

在这期间，你必须尽量坚守一个原则：如果你不想拥有某公司股权 10 年，那就不要考虑持有它 10 分钟。

将一些符合标准的公司构成组合，之后你会发现它的市值自然而然地就会不断增长。尽管我们很少承认，但这正是伯克希尔股东们积累财富的秘诀。”

老唐所选取的这段话基本上就是巴菲特对自己整个投资思想的高度概括，也我们陪伴优质企业成长的方法。

在巴菲特的表述中，我们可以清晰的感觉他的投资理念完美的融合了格雷厄姆和费雪的投资思想。

体上，巴菲特的投资理念是以**“股票是企业部分所有权”、“安全边际”、“市场先生”**这三点为基石，并且自创出**“能力圈”**的概念，具体的操作方法则是费雪的投资思想高度一致的**“以合理的价格买入”、“集中持股”、“长期持有”**的三点。

从这个意义上讲，巴菲特的**“我是 85%的格雷厄姆和 15%的费雪”**说法是非常准确的，并没有任何夸张或客气的成分在里面。

我们也可以看到，在这百年的价值投资历史中，核心的投资理念基本都是一脉传承下来的，并没有更多新鲜的内容出现。

因此，巴菲特才说：**“投资并不复杂，但说它很容易也不现实。”**

说投资不复杂，因为价值投资是一种强逻辑的、简单易懂的、低风险的投资方式，因此认知或构建一个正确的价值投资的逻辑和体系的难度很低。

对此，巴菲特也在上面提到：“在我看来投资专业的学生只需学习两门课程就够了**“如何给公司估值”和“如何面对市价波动”。”**

即使再扩展一下，也不过如同老唐在最后一章总结的一样，投资体系的核心要素大致是**“如何估值”、“如何面对市场波动”、“如何看待宏观”、“如何看待增长”**等。

而这些核心要素，从格雷厄姆和费雪的时代，再到巴菲特的实践，并没有什么大的变化。

说投资并不容易实现，是因为在实际的操作中，经常会有很多诱惑和干扰让你背离自己的投资逻辑，从而让你因为恐惧或者贪婪而动作变形。

所以，作为普通的投资者，如何去复制前辈大师的价值投资之路？

简单来讲，就是**关注企业忽略市场波动；**

简单一点，就是老唐在书最后的六字真言：**“别瞅傻子，瞅地！”**

嗯，就这样，大道至简。

~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~

在第二遍阅读该书时，根据书中内容使用 Xmind 制作的“人物关系图”和巴菲特的“简单投资历程”，可以通过“阅读原文”获取。

第895篇.　　2021.01.16 - 老唐实盘周记2021/01/16

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2021-01-16

本周交易

无

当前持仓

目前持仓茅台 28%，腾讯 24%，洋河 18%，分众 8%，古井 B6%，海康 7%，恒生 ETF9%，另有上海机场和福寿园各 1000 股观察仓不计。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	理想买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	28%	24000±10%	＜12000	29700	26154	2082.00	4.20%
腾讯控股	24%	66000±10%	＜33000	72500	51696	645.00	14.36%
洋河股份	18%	3850±10%	＜1925	4700	3127	207.50	-12.07%
分众传媒	8%	……	＜700	1815	1637	11.15	12.97%
古井贡B	6%	770±10%	＜385	900	472	112.27	3.96%
海康威视	7%	4840±10%	＜2420	5800	5503	58.90	21.42%
恒生ETF	9%					1.504	5.10%
沪深300						5458.08	4.74%
上证指数						3566.38	2.69%
2021/1/16			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8354	

上周数据
~~~~~~~~~~~~~~~~~~~~

持股公司	持股比例	三年后估值	理想买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	28%	24000±10%	＜12000	29700	26255	2090.00	4.60%
腾讯控股	22%	66000±10%	＜33000	72500	45875	573.00	1.60%
洋河股份	21%	3850±10%	＜1925	4700	3654	242.47	2.75%
分众传媒	8%	……	＜700	1815	1603	10.92	10.64%
古井贡B	6%	770±10%	＜385	900	490	116.60	7.97%
海康威视	7%	4840±10%	＜2420	5800	5357	57.34	18.20%
恒生ETF	9%					1.451	1.40%
沪深300						5495.43	5.45%
上证指数						3570.11	2.79%
2021/1/9			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8345	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同，而发生小幅变化；

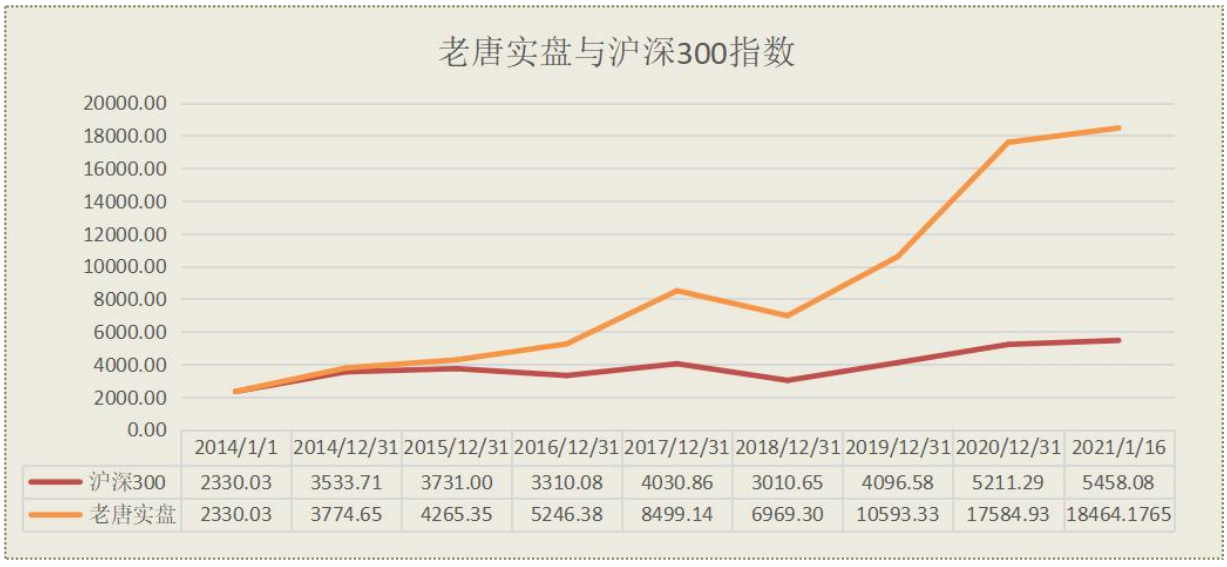
②仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2021 年内收益 5%（四舍五入数据）。

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，66%，5%（均不含新股中签收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 792。以 7.04 年折算，年化收益率约 34.2%。



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/1/16
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	5211.29	5458.08
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	17584.93	18464.1765

重要事项

1.洋河被大小摩看空。

这周后台被问最多的事儿，是洋河周内的大幅下跌（跌了 14%出头）。

据说是因为国际老牌投行摩根史坦利（大摩）和摩根大通（小摩）双双看空，下调洋河目标价至 198 元。

但要我说啊，其实还是「估值高了，借故下跌」的老把戏罢了。

大小摩的研报，只是机缘巧合走上「故」这个很有前途的岗位。

最直接的证据，就是小摩看空洋河的研报里，同时还看好并推荐了古井贡 A：

在次高端中看好古井贡酒，预计其将能在国内安徽市场获得更多市场份额，目标价 311 元。

结果呢？这周古井贡 A 照样下跌 13%出头，也就比洋河少跌一个点

市场短期波动从来不需要理由，或者需要的话可以找出 1024 种理由。

投行看多或者看空的研报，通常只是市场先生顺手揪过来的背锅侠。

老唐一贯的观点就是：任何位置上下晃动个百分之二三十都是市场常态，既不需要解释，也没有关注价值。

正因为此，这类询问涨跌的问题，我一般不会回复的，因为任何解释都可能是

为股价波动而紧张的朋友，就紧张着吧！也是一种必经的体验。

2.关于逃顶。

上周五，老唐在均价 2149.723 元出掉了 1/3 的茅台，均价 11.261 出掉了 1/3 的分众。

听朋友反馈，据说在网上引发了不小的争议，甚至还有将老唐开除出价投队伍的，说是老唐意图赚市场波动的钱

这些纷争与我无关，开除也罢、收容也好，都是这些朋友们的自娱自乐。

我就是我，一个按照自己想法管理自己的资金，并乐意分享思考和操作过程的普通人，仅此而已。

我从未说过自己不赚市场波动的钱。很多年前老唐就写过：牛市是投资者的 windfall（风落之财、意外之财）。

我从未打算管理别人的金钱，无意追求舆论的认可，更没有要求任何人按照我的作法操作，甚至没说过我的作法就一定是对的。

所以，老唐是对是错，是投资还是投机，是高手还是神棍，都是旁观者的看法。

展示的是发言人自己的思考能力和判断能力高低，与我无关。

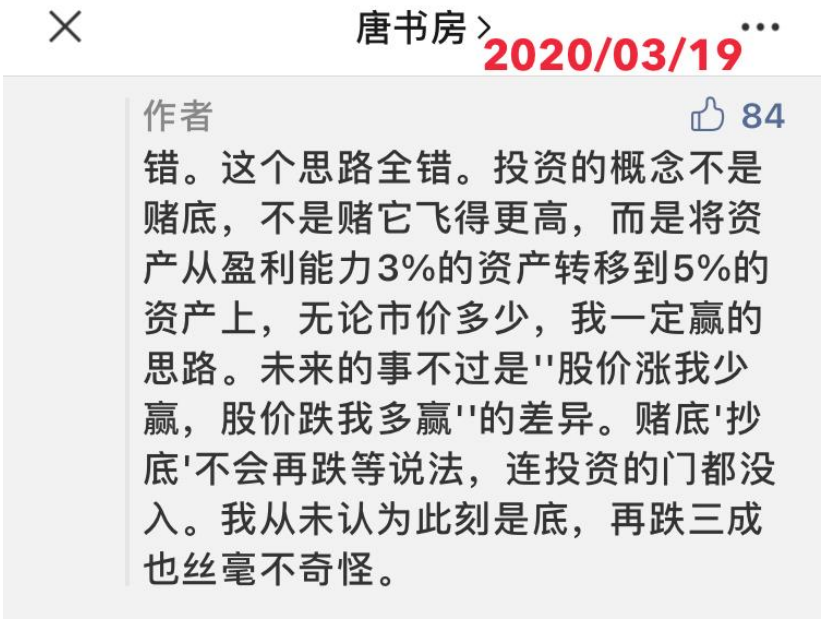
倒是有种争议比较有趣，有人说老唐看空，卖出行为就是铁证；

另外有人说老唐依然看多，因为保留的股票是卖出股票的双倍。

据说吵得不亦乐乎图片

这让我想起去年初市场最悲观和黑暗的时候，老唐推送的《阴天 原唱 莫文蔚 篡词 唐朝》一文留言

区，写下的对所谓抄底的看法：



今天，这段话可以只改几个字，直接用来谈论逃顶：

错。逃顶的思路全错。卖出的概念不是赌顶，不是赌它会跌下来，而是从盈利能力 3%的资产转移到5%的资产上，无论市价多少，我一定赢的思路。

未来的事不过是''股价涨我少赢，股价跌我多赢''的差异。赌顶、逃顶、不会再涨等说法，连投资的门都没入。我从未认为此刻是顶，再涨三成也丝毫不奇怪。

看空，看多，看涨，看跌，牛市，熊市，都是错的，都是对股价的预测，对市场先生癫狂程度的预测，是在根本没有能力思量的「东方虚空、南西北方、四维上下」里虚耗脑花儿

——没读过《鼠年散打 2：金刚经的智慧》一文的，可能看不懂这句话。

感兴趣的话，点过去感受感受金刚经里的投资智慧。不感兴趣的，跳过去也没啥影响。

投资，无论是买还是卖，不过是一种比较，收益率和确定性的比较。

买入时，是要占市场先生便宜，换入收益率「明显」更高的股权资产。

卖出时，同样是要占市场先生便宜，换入收益率「明显」更高的现金资产。

至于什么叫「明显」，我前年曾以姚明为例解释过，点→《一个差评》。

所以，对那些股价涨了之后的「老唐卖出还不是照样涨，脸打的啪啪的」，或者股价跌了之后的「老唐还不是留了 2/3，照样亏的一塌糊涂」言论，报以同情而不失礼貌的微笑就好

知识所限，他们只有能力拿着疯子的报价作为尺子，去满世界丈量。

尺子本身就是一根间歇性癫狂的橡皮筋，怎能期望他量出一个有用的结论呢？

用这些朋友所能理解的言论阐述就是：老唐既不看空，也不看多，还不看盘。

无论是茅台还是分众，未来股价会怎么走，老唐根本就是白痴一枚，完全一无所知。

我感兴趣的，是在对股价走势一无所知的前提下，如何实现财富增长。

截至目前，还好吧，勉强达到了

3. 茅台买地。

本周，茅台买了 740 亩地，用途暂时不知。

遵市交易〔土地〕挂字〔2020〕第211号结果公示（凤冈）

发布时间：2021/1/12

遵义市公共资源交易中心国有建设用地使用权挂牌出让结果公示

编号：2020-挂（土）-211号

按照《土地管理法》、《城市房地产管理法》、《招标拍卖挂牌出让国有建设用地使用权规定》和《招标拍卖挂牌出让国有土地使用权规范》等有关法律法规的规定，受仁怀市自然资源局的委托，遵循公开、公正、公平的原则，我中心于2020年12月11日至2021年01月09日挂牌出让了12宗国有建设用地使用权。现将有关情况公示如下：

一、地块基本情况：

序号	地块编号	地块位置	出让面积（平方米）	规划用途	容积率	建筑密度	绿地率	出让年限	出让方式	竞得人	成交价格（万元）	成交时间
1	2019-G-1-1	茅台镇中华村	90118.30	工业用地	不小于1，不大于3	不小于30%，不大于70%	不大于20%	50	挂牌	贵州茅台酒股份有限公司	5354	2021年01月11日
2	2019-G-1-2	茅台镇中华村	194641.00	工业用地	不小于1，不大于3	不小于30%，不大于70%	不大于20%	50	挂牌	贵州茅台酒股份有限公司	11776	2021年01月11日
3	2019-G-1-3	茅台镇中华村	11962.60	工业用地	不小于1，不大于3	不小于30%，不大于70%	不大于20%	50	挂牌	贵州茅台酒股份有限公司	728	2021年01月11日
4	2018-C-2-11	茅台镇太平村	34340.90	工业用地	不小于1，不大于3	不小于30%，不大于70%	不大于20%	50	挂牌	贵州茅台酒股份有限公司	1044	2021年01月11日
5	2018-C-3-13	茅台镇太平村	30293.80	工业用地	不小于1，不大于3	不小于30%，不大于70%	不大于20%	50	挂牌	贵州茅台酒股份有限公司	1836	2021年01月11日
6	2018-C-3-14	茅台镇太平村	6296.80	工业用地	不小于1，不大于3	不小于30%，不大于70%	不大于20%	50	挂牌	贵州茅台酒股份有限公司	380	2021年01月11日
7	2018-C-4-15	茅台镇太平村	40443.40	工业用地	不小于1，不大于3	不小于30%，不大于70%	不大于20%	50	挂牌	贵州茅台酒股份有限公司	1234	2021年01月11日
8	2019-C-9-37	茅台镇太平村	2373.80	工业用地	不小于1，不大于3	不小于30%，不大于70%	不大于20%	50	挂牌	贵州茅台酒股份有限公司	144	2021年01月11日
9	2019-C-9-38	茅台镇太平村	13876.40	工业用地	不小于1，不大于3	不小于30%，不大于70%	不大于20%	50	挂牌	贵州茅台酒股份有限公司	839	2021年01月11日
10	2019-C-9-39	茅台镇中华村	2729.00	工业用地	不小于1，不大于3	不小于30%，不大于70%	不大于20%	50	挂牌	贵州茅台酒股份有限公司	165	2021年01月11日
11	2019-C-9-40	茅台镇中华村	17877.80	工业用地	不小于1，不大于3	不小于30%，不大于70%	不大于20%	50	挂牌	贵州茅台酒股份有限公司	1064	2021年01月11日
12	2020-C-1-32	茅台镇太平村	49461.80	工业用地	不小于1，不大于3	不小于30%，不大于70%	不大于20%	50	挂牌	贵州茅台酒股份有限公司	2993	2021年01月11日

二、公 示 期： 2021年01月11日至2021年01月17日

三、联系方式： 遵义市公共资源交易中心

联系电话： 0851-28766816、28766817

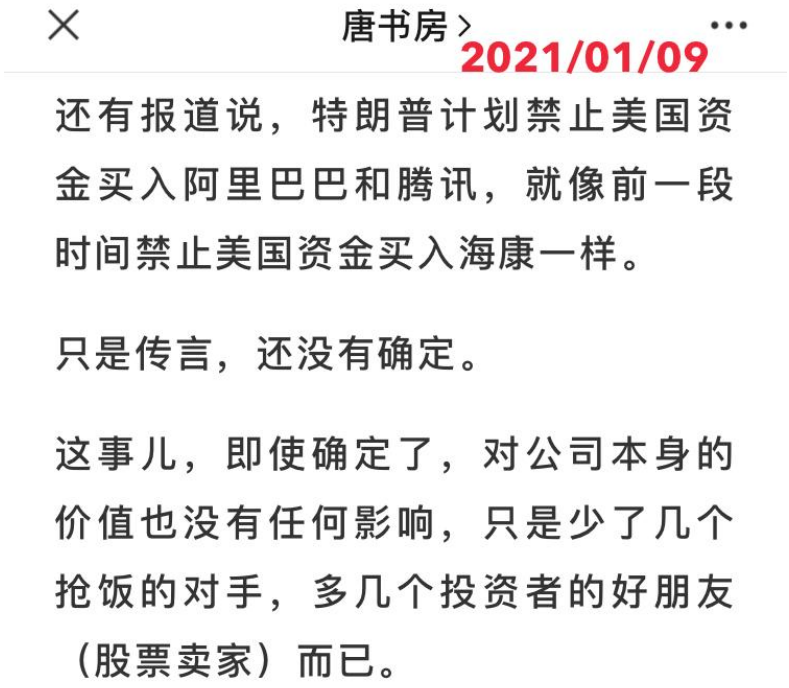
遵义市公共资源交易中心
2021年1月11日

感兴趣的朋友，可以顺着这张图的资料挖挖。

挖出来记得和书房的朋友们分享哦。

4. 特朗普放弃对小企鹅下黑手的打算。

上周周记里说的这事儿：



本周逆转。特朗普政府又说，腾讯、阿里和百度不在禁止的名单里。

所以啊，你要跟着新闻热点做决策，能把你累死。你看，大统领脑袋一拍，他改主意了

小企鹅还有个好消息：持股约 21.5%的快手，本周四下午通过港交所聆讯，预计下月初在港交所上市。

按照预计约 500 亿美元的上市估值计算，腾讯在快手的投资，仅从财务角度就是又一笔超级成功的高回报投资（大概四年五六倍）。

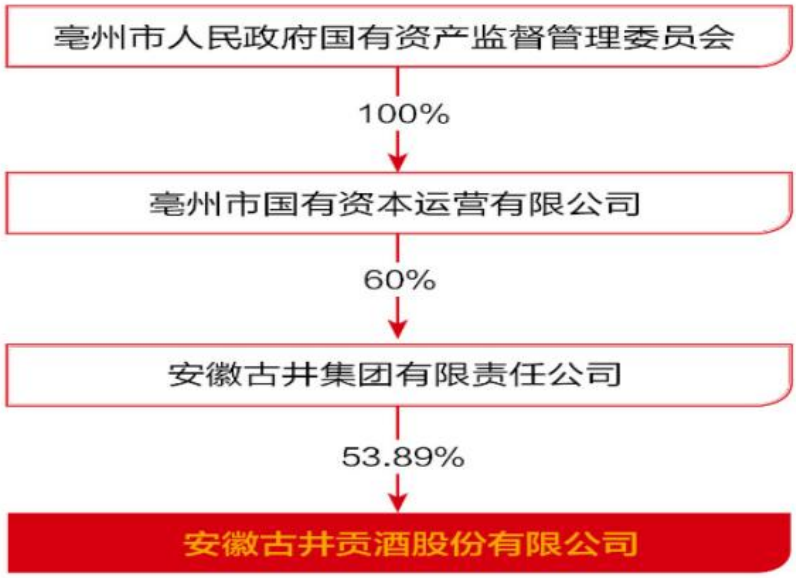
5. 古井股权划转的误解。

本周有个关于古井股权划转的公告，本来无关紧要，不值一提，但因为有较多朋友误解，所以顺手聊聊。

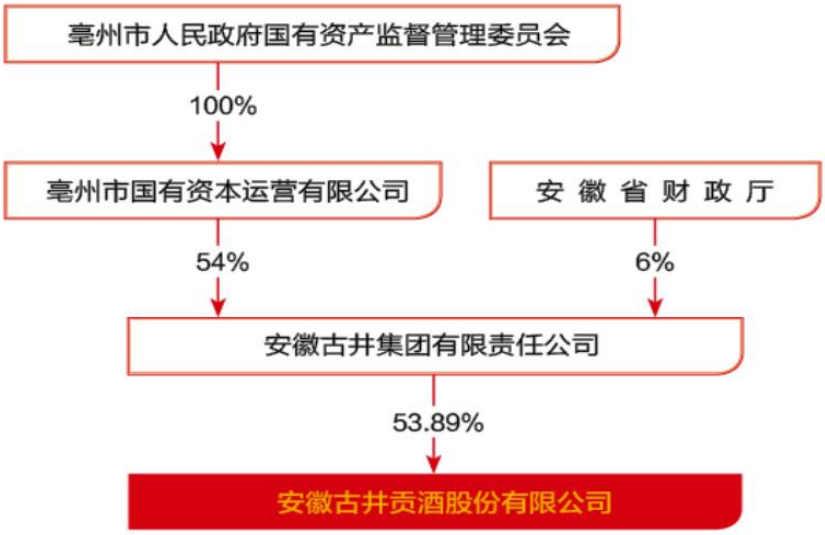
昨天古井贡发布公告，披露《控股股东 6%股权无偿划转》的信息。

这个不是把上市公司股份划给安徽省财政厅，而是把上市公司控股股东「安徽古井集团有限责任公司」的股权，划拨了 6%给财政厅。

划拨前



划拨后



这完全不涉及上市公司股份减持的事情，是省市两级政府之间的权力和利益划分，对于小股东来说，没什么关注价值。

6.鲤鱼整理的年度版 PDF。

2020 年已经过去了，书房读者@鲤鱼 运用高超的 IT 黑科技，给大家整理了一份书房文集 PDF 年度版（含文章下的留言）。

我已经更新了书房的下载链接，有需要的朋友请向书房发送「下载」就可以提取。

请感谢鲤鱼和所有参与书房历次资料整理的热心朋友，并敬请不要将免费分享用于商业用途，谢谢

高危警告：内容多的吓人，请谨慎下载

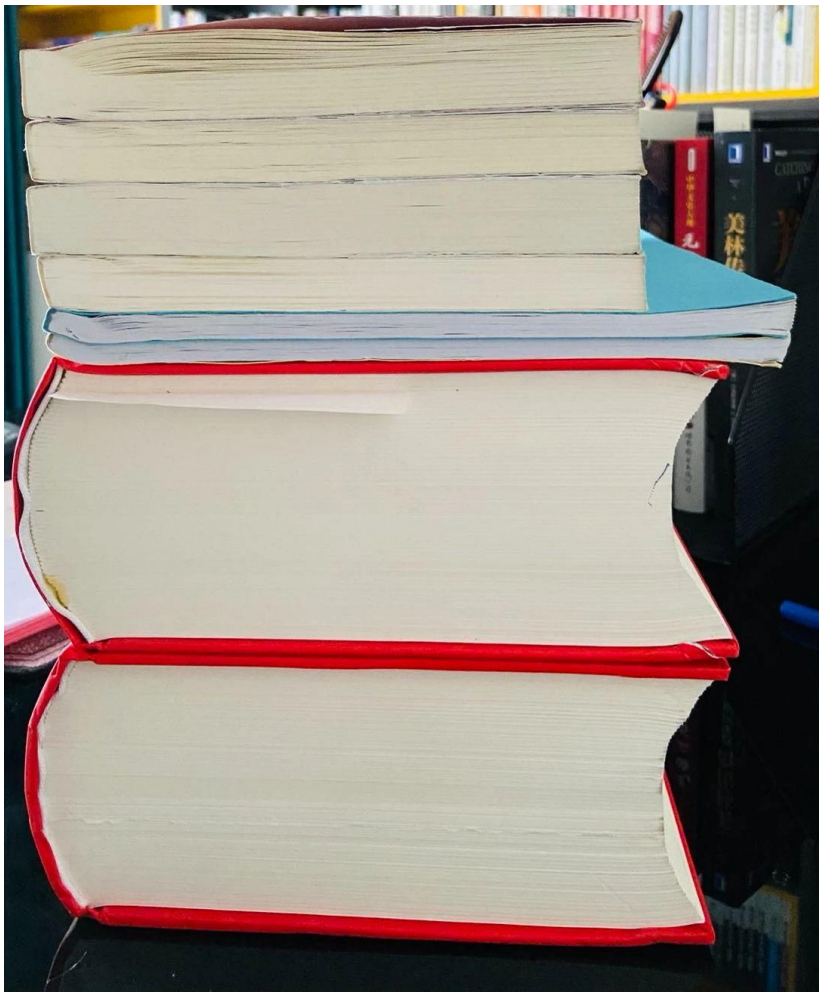
为方便查找阅读并并减轻文档重量，我按照年份分开，2016的较少，其余年份的每个都是2000页往上接近3000页。
2016年643页
2017年2215页
2018年2756页
2019年2798页
2020年2899页
2020的去掉了连载的巴芒演义和粉丝写的读书笔记。老唐是一年比一年高产

已经有书房的朋友花费六百多元，在某宝打印出来了。A4 纸厚厚的 21 本，累计超过 1.1 万页。

不知道大家对 1.1 万页有概念没有？

我手头刚好有两本 2000 页的书，拍张照片给大家看看。

下面这两本红色大厚本，合计 4000 页。



中间两份是茅台财报，可以让你体会到 A4 纸的大小（两份财报加起来不到 230 页）。

与之相比，我估摸着朋友们还是选择看老唐出版的四本书，比较靠谱，加起来才 1300 页，而且是小小小~开本图片

7.《新手财》巴神版露面一份。

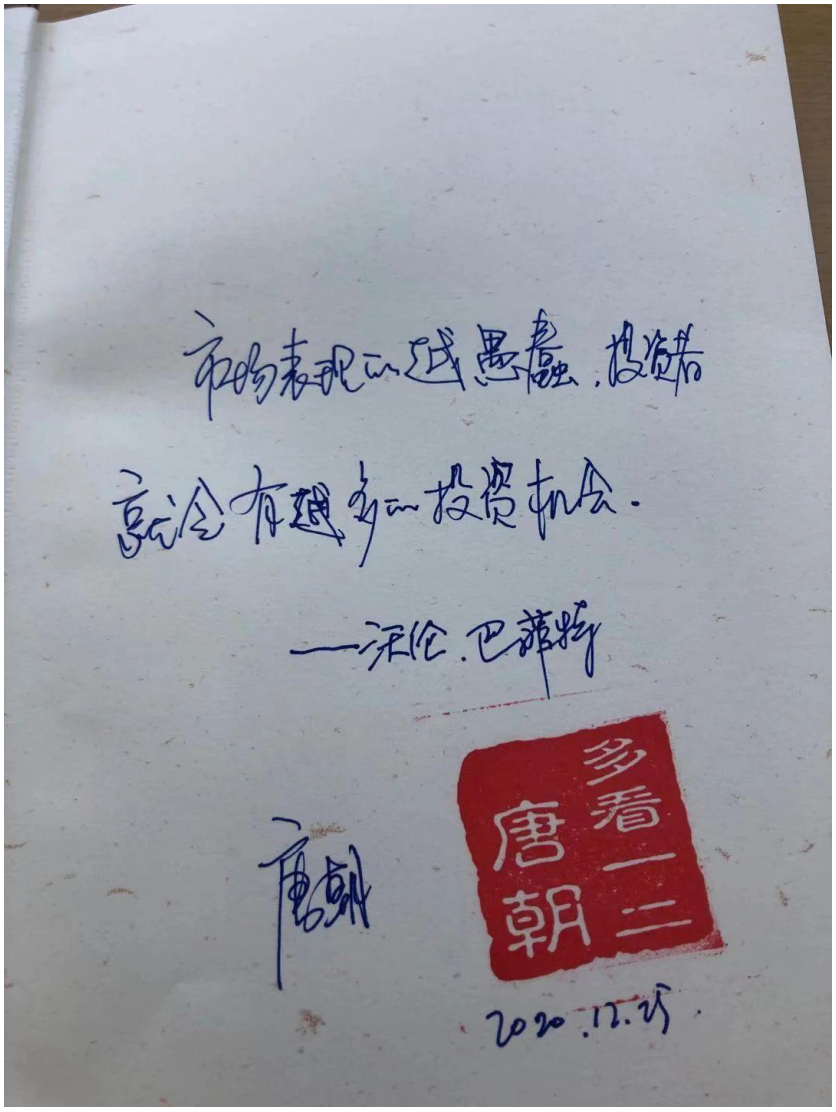
本周内大部分朋友的精装签名版已经到手，请拿到书的朋友，**一定先看新书的前言和后记**。

阅读过程中遇到问题，**建议先记录，不要零零碎碎地提问。**

大部分问题，会在你阅读后面章节时遇到答案。

全书读完仍然解决不了的问题，春节后找个时间，老唐集中回复。

目前，五本巴神版仅露面一本，属于来自湖南株洲市的@Leon 。



收到巴神版的朋友，请留下收货地址和电话，老唐送《巴芒演义》、《价值投资实战手册》及《新手财》签名套装。

可以留下想让老唐写的句子，只要不是太长或有歧义，老唐尽量满足。

有部分快递受疫情影响，困在某地转运中心不动了。

这属于不可抗力，请朋友们不要着急，静静等待，晚几天读书不耽误挣钱。

这个时候，要相信快递公司比你我更着急寻找解决方案。

确实着急的，可以考虑先来本平装版润着。

手把手教你读财报（新准则升级版）：财报是用来排除企业的

作者：唐朝

8. 本周无读书笔记入选。

上周在其他文章下面，零星发过读书笔记链接的，烦请在今天推送的读书笔记留言区重发一次，谢谢。

下周预计交易

无

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。

文中提及的任何个股或基金，都有**腰斩**或翻倍的风险。请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或**

行为作出买入或卖出决策。切记切记。

祝朋友们周末愉快

唐书房 2021-01-19

记录：今天下午，海康触及卖点 5800 亿，减持约三分之一，成交均价 61.74 元。

所得资金丢给了洋河和古 B ，均价分别为 193.43 元和 113.38 港币。

截止 19 日收盘，2021 年内收益 4%。老唐实盘持股结构如下——特别提醒，注意图二。

持股公司	持股比例	三年后估值	理想买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	27%	24000±10%	＜12000	29700	25242	2009.41	0.57%
腾讯控股	25%	66000±10%	＜33000	72500	52573	655.00	16.13%
洋河股份	18%	3850±10%	＜1925	4700	2872	190.61	-19.23%
分众传媒	8%	……	＜700	1815	1714	11.68	18.34%
古井贡B	6%	770±10%	＜385	900	469	111.40	3.16%
海康威视	5%	4840±10%	＜2420	6380	5661	60.59	24.90%
恒生ETF	10%					1.538	7.48%
沪深300						5437.52	4.34%
上证指数						3566.38	2.69%
2021/1/19			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8366	

第896篇.　　2021.01.20 - 书房拾遗2021年第1期

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2021-01-20

朋友们腊八节快乐！

民间有俗语「过了腊八就是年」。确实，看看日历，年前也就 15 个交易日了。

这时间不长不短的，正好合适留给大家阅读《手把手教你读财报：新准则升级版》。

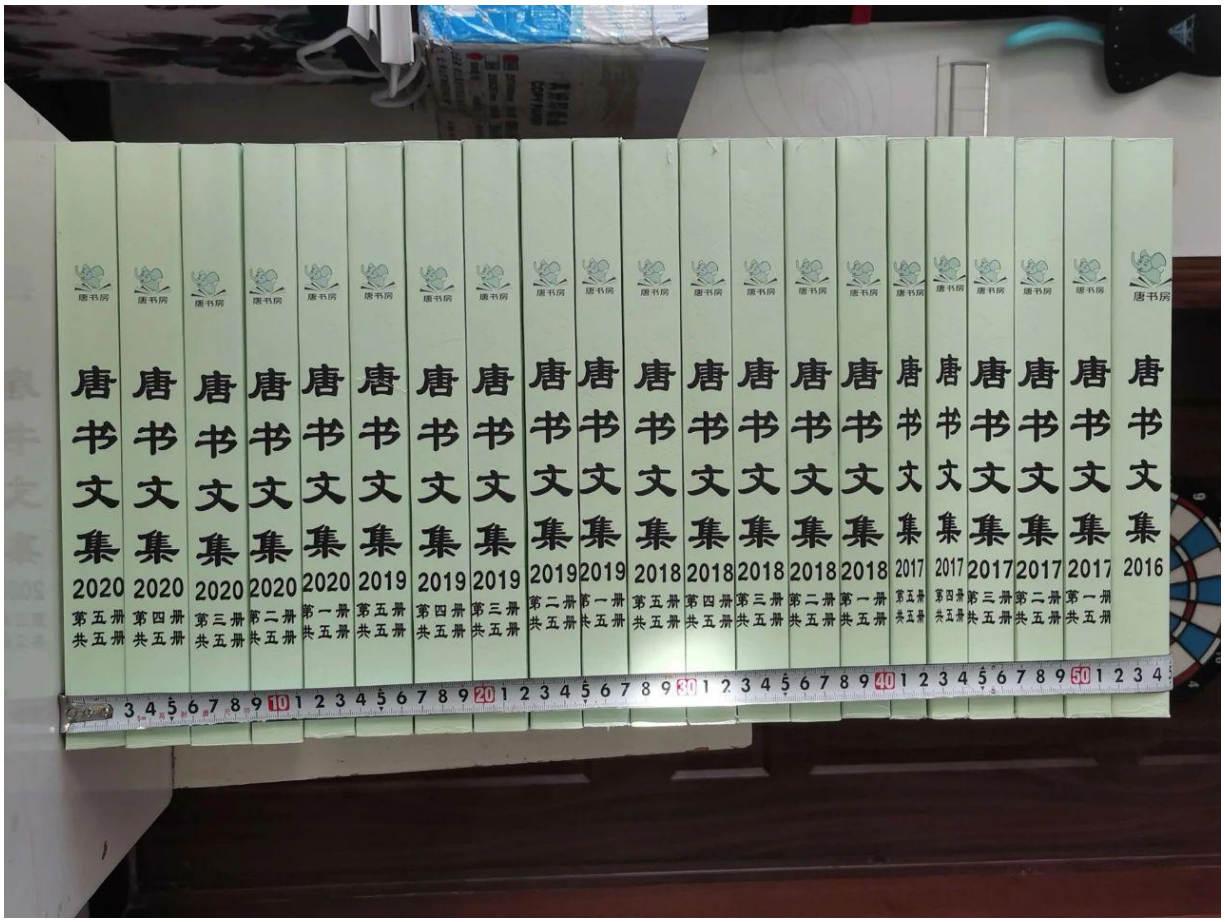
这期间除了常规的实盘周记以外，我尽量不码长文

正好，我发现和朋友们的有些问答，似乎有记录和分享价值，却因散落在不同地点，部分朋友可能看不见，挺可惜的。

老唐尝试顺手将它们拾起来，做个保存和分享。

但 2021 年之前的历史文章，实在太多，没有精力去收录，直接放弃了。多到什么程度呢？

书房的@人财双发 在某宝花费 620 元，将书房文章年度 PDF 版打印出来，堆在一起 54cm，上秤一称 24.5 公斤



<整的挺精致的，连我自己看到这张图之后，也感觉非常震撼。唯一可惜的是打印店业务不熟，把《唐书房文集》搞成了《唐书文集》>

之前的太多，没有精力挖掘，本系列就从 2021 年开始。平时遇到有价值的问答，我会顺手保存。

不定期凑个三四千字的长度，就做一篇轻松愉悦的《书房拾遗》发给大家，也算是空白期的填（书）房吧！

收录过程中，在不改变原意的情况下，可能会有文字上的精简或修改。

再次叮嘱：阅读《新手财》的过程中，遇到问题建议先记录存疑，不要零星提问。

大部分问题会在阅读该书后面内容时，遇到解释。少量实在解决不了的，春节后，老唐找个时间集中回复。

边读边零星提问，大部分是重复的，精力上实在应对不了。还望见谅

以下是收录的部分有分享价值的问答。

腊八节快乐

@简单：请问一下，ROE 是否接近于我们的长期持有的年化收益？

比如一只符合三大前提，ROE＝15%的股票，用永恒持有角度看待，股东长期年化收益是否约等于 15%？

我好像在哪看到过类似的话。（2021/01/13）

@唐朝：长远来看，股票的回报率和企业的盈利能力相差无几。

如果某家企业 40 年来的 Roe 是 6%，你在这 40 年间持有它的股票，那么你得到的回报率不会跟 6%有太大的差别，即便你最早购买时该股票的价格比其账面价值低很多。

相反地，如果 Roe 是 18%，那么即使你当时花了很大的价钱去买它的股票，你最终得到的回报也将会非常可观。所以，窍门在于买进优质企业——查理.芒格

@简单：唐老师，我是否可以直接用 ROE 挑选指数基金，优先选择 ROE 长期维持在较高的指数基金？

如果我一直投资这样的指数基金，几十年不卖出，我的年化收益是否可以达到接近 ROE 的级别。

我看白酒指数 ROE 高达 24%，是不是意味着我可以靠这只基金轻松达到年化 24%？

@唐朝：难题在于，你收益趋向于这些企业「未来」的 roe，而不是你看到的某某指数过去的 roe 达到了多少。

@简单：那我如果不断比较 ROE，始终选择较高的呢？

@唐朝：如果你不断比较 roe，始终选择「去年」roe 最高的，结果碰到未来是 roe 的均值回归，你就死了，两面挨耳光。如果未来碰到 roe 是强者恒强，你就赚了。

所以你的赚赔，取决于你对未来的判断，而不是盯着过去的某个指标——寻找任何一个指标，期望用它来指导自己的全部投资行为，都是白日梦，越早醒来越好。

@简单：谢谢老师，我理解了。

@东邪惜独：请教老唐一个问题。对于突如其来的、意料之外的，判断认为大概率会影响很长一段时间的事件，比如说新冠疫情。

在此基础上，可以判断相应的配套设备供应商一定会有超过预期的生产与销售，比如说英科医疗。

事件对生活的影响是 100%，对于物资的需求也是 100%，那么相应的供应商，我们是否就值得重仓投资呢？

不知道老唐认为我的逻辑是否有问题，如果没有问题的话，2020 年一季度，当新冠疫情发生后，若你看到了英科医疗这只股票，会重仓持有吗？（2021/01/13）

@唐朝：这种事情，我的看法是：有知识储备，才看得见机会。某种行业的机会，一定是对该行业最熟悉、最了解的人才能发现的。

如果我不是在事件发生前很久就对这个行业有过深入研究，这种临时出现的「机会」，我是不敢下注的。

@唐朝：但举个例子，比如遇到茅台塑化剂，腾讯停发游戏版号这样的「机会」，我轻轻松松就下注了。这就是「早已有研究，所以能看见机会」的含义。

@唐朝：顺便说一声，投资者最容易犯的错误，就是回头看「100%」，其实在当时，真要做到 100%确定还是非常难的。

病毒如何发展，程度到底会有多严重，物资需要的是哪类，当时的未知数多着呢，并不像回头看这么「确定」。

@东邪惜独：我问这个问题来源于身边一些券商或者出来的朋友，因为是同学，所以比较坦白。

他们接触的信息多，研究也比较深入，经常碰着机会就能实现每年翻倍的结果（不加杠杆，重仓某只股票）。

理论上来说，长期年化收益率非常高。所以我一直很疑惑的是，虽然数据统计即使巴菲特年化收益也无非二十左右，但在中国市场，那些资金量不算很大的个人投资者，是否能实现每年超过 50%甚至更高的收益？前提是用的仍然是基本面分析方法。

@唐朝：每年的话，要看你的''每''指多长。短了有可能，长了的话，你看看你的同学身家大概有多少就知道了。

如果 50%能持续 7 年，100 万就能变 1700 万，十年就能变 5700 万。你估估同学身家，大概也就能知道''每''字多长。

至于间或实现，应该还是能的，比如你我都认识的一个水平很一般的胖子，过去七年的公开实盘里就有 4 年超过 50%。

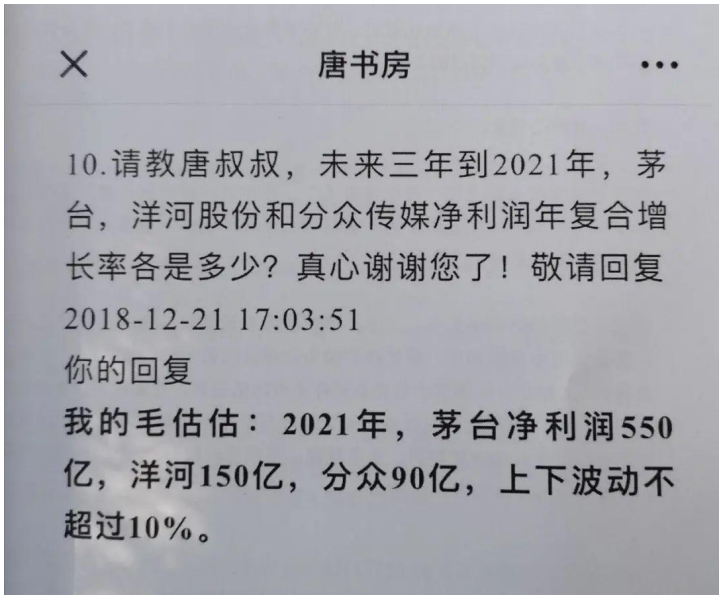
我认为那个胖子能力水平都很一般，代表着普通人完全可以达到的水平[奸笑]

@东邪惜独：补充，不是每年翻倍，而是碰着机会就会翻倍。

@唐朝：这很容易的。逮住机会就翻一倍，逮住机会就亏一半，大部分人都是这样不停地''逮''机会的。

@东邪惜独：嗯嗯，谢谢老唐耐心的指点。

@星火燎原 ：截图是老唐 2018 年做的毛估估。



现在往回看，保守投资估值不太准并不影响获得满意合理回报。

当然估的准，把握大仓位也大，波动不动摇，赚钱更确定（茅台）。

也可说明，老唐投资体系具备很好的容错能力。（2021/01/15）

@唐朝：现在回头看，茅台基本神准，洋河和分众基本高估 50%。

估错的承受了大幅震荡后赚钱，估对的顺顺利利赚钱。

这一切完全依赖于''拦腰一刀''的买点考虑

@唐朝：不过，这也再次证明了茅台是中国股市一个奇葩般的存在，因为产品的独特特点，稍有研究

的投资者基本可以提前知道业绩，差异可以小到忽略。

股市具备这个特性的，目前我还没有看到第二家。

@悟道 man：这个拦腰一刀，拯救好多心无锚者，功德无量！

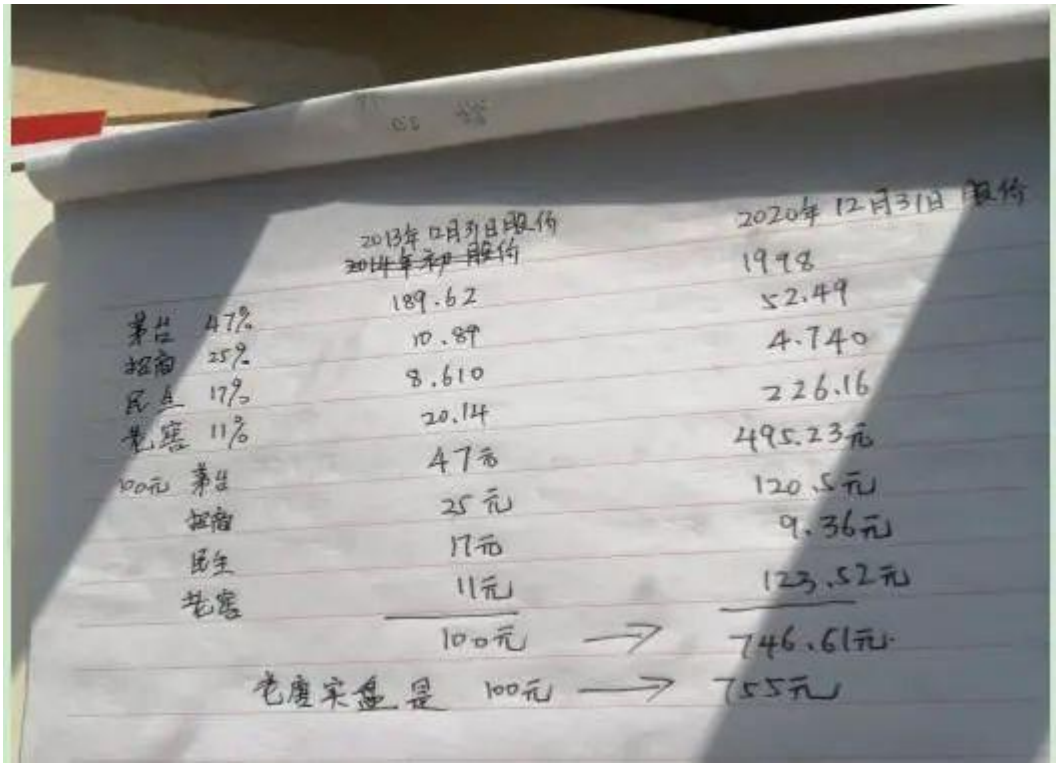
@星火燎原：至此，我也能比较容易理解为什么夹头祖师爷格老会说“安全边际是价值投资的基石”。

@平常心：果然投资最重要的东西是确定性。回看这个毛估估，验证了老师按确定性分配仓位的思路的正确性。

@lucy.lu：好奇心驱动我，算一下老唐 2014 年初公布的实盘。

当时是茅台 47%，招行 25%，民生 17%，老窖 11%。如果一动不动，到 2020 年底，大概能赚多少钱。

得出来的结果是 100 元变成 746.61 元，比实盘的 755 少了一点点。我还不大懂这个股价算不是分红。



（2021/01/15）

@唐朝：这个算法不对，我刚也算了下。

如果呆坐不动，将送股和分红全部计入（后复权），结果到 2020 年底是 1301.29，比我的实盘收益高很多

@唐朝：这样的算法，到今天为止，持股结构变成茅台 76.8%，招行 10%，民生 1.6%，老窖 11.5%。

@唐朝：很不错一个假设。简直是《巴芒演义》结尾那个虚拟例子的现实版

@唐朝：但实际上，这个数据做不到。主要有两个因素，第一，我的体系不大可能容忍茅台占比提升到这么高；

第二，期间我追加过资金，追加资金不可能按照当时持股比例一模一样投下去。

一般最大可能是投了当时占比少的股票，结果就会将 13 倍的收益拉低

@张华：观察了老唐这么久，感觉老唐选股条件极为严苛，业绩，成长性，持续性要求都很高，还要

有明确的便宜可以占，这样可能很长时间选不出来股，请问这期间老唐是如何管住自己手的？（2021/01/17）

@唐朝：我们为什么不会把手伸进开水里去？因为我们真的知道会烫伤；

我们为什么不会徒步跑过高速路？因为我们真的知道汽车刹不住；

我们在高楼边上，为什么能管住自己走电梯而不是直接跳下去？因为我们真的知道跳下去会死——真知，行不难。

真的知道乱动会赔钱，手自然就会听话。乱动的手一般都是「感觉、以为」自己可以赚。

@癸未：

天天基金的 159920，1.15 日涨幅是 0.11%；

信达证券的 159920，1.15 日涨幅是 1.21%

同是恒生 ETF，怎么不一样呢？

（2021/01/17）

@唐朝：一个是香港股市收盘后的真实净值，一个是国内股市提前收盘时的交易价格。

你把它想象成一家公司的净资产和股价，就很容易懂了。

@癸未：那就是说，0.11%那个是真实的，对吗？

@唐朝：都是真实的。只是同时存在两个价格，一个是通过基金公司申赎的价格，一个是通过二级市场交易的价格。

@扶苏：如何面对市场波动，和如何给企业估值，哪一个学习起来更难一些呢？（2021/01/18）

@唐朝：假设将学习的难度按照 0~100 划分。

前者分人，有说不清楚的天赋或艺术成分在。对有些人来说，难度可能是 90~100，怎么也理解不了，可能穷其一生也理解不了。

对有些人来说，难度基本在 20 以下，很容易就接受了。区别只是早遇到早明白，还是晚遇到晚明白。

后者是个纯体力活，对任何人来说，大概难度系数都在 50~70 之间。

有没有天分，都需要老老实实去耗时间，一步一步来。

但只要愿意耗时间，任何智商正常的普通人，都一定可以达到。

@扶苏：那么假如一个人一直无法做到第一点。在什么情况下劝他离开市场是更好的选择？

@唐朝：任何情况下，只要你负担的有这个义务。

但是对于别人的生活和决策，你是否有这个义务呢？要你自己去权衡和判断图片

@扶苏：受教了图片人之患，在好为人师。感谢点拨。

@。。。：老唐有个疑问，股票 app 搜索恒生 ETF 会给出两个，他们成立时间不同，基金份额不同。

但重仓股相同，都是一家公司同一个基金经理，为什么价格不同，今天涨幅也不同呢？

（2021/01/19）

@唐朝：如果你说的是 159920 和 513660，两者都跟踪恒生指数。

区别是前者需要换汇——指基金公司收了你的钱，要去换成港币，然后在他们的港股账户里交易。不

是指你需要换汇。

因此，它偶尔会受到外汇管理的干扰。这只基金可以买所有的恒生指数成分股，红利税低一点点，管理和托管费用合计 0.75%。

后者通过沪港通渠道买入，不用换汇，有一个恒指成分股不能买，红利税高一点点，但管理和托管费用只有 0.6%，要便宜 0.15%。

两项一抵，费用基本差不多。

如果你说的是 159920 和 000071，或者 513660 和 000948 两组。

其中 000071 和 000948 是场外联接基金，它们是从银行支付宝微信理财通基金公司等其他渠道募集的资金，全部买成对应的场内基金（也就是 159920 或 513660）的基金。

它们不能直接买卖，而是通过向基金公司申购和赎回来实现交易。

谢所有提出好问题的朋友，感谢所有参与讨论的朋友。

再祝朋友们腊八节温暖快乐

卡彭

老唐，请教个问题，假如看好的标的在建仓前大涨了，如何应对？等待低点再买？还是直接建仓不理会短期的波动？

唐书房

这个问题本身是错误的。买入要取决于市值和你认为的价值之间的差异，和涨跌无关。从 100 跌到 50，和从 20 涨到 50，它都是 50。买不买要取决于你是否认为它的价值远远超过 50，而不是看它是从南边来的还是从北边来的。

Jaden

老唐，目前的股市有很多无法理解的情况，比如金龙鱼为什么能有 7 千多亿的市值，美团为什么能有 2 万亿的市值？怎么看都不值这个股价。目前股市是不是整体偏高估，未来一两年会不会有股灾发生？

唐书房

股市没有为什么。股市有 1024 个为什么。关注为什么不会让你更富。关注为什么只会让你更忙，而且是无效的忙。

Jaden

我知道了，不要过多关注市场，而是关注公司。

潘顶攀律师 15267785566

目前所有的持仓基本在深市，三年内基本无交易，收益率也不错，但目的持仓的估值属于不愿意买入也不愿意卖出的状态。沪市没有持仓，今年有收入可以投入股市，想问下老唐是否有必要配置沪市打新的底仓，对沪市的股票不是非常了解，同时想了解科创板及主板打新的收益情况。

唐书房

打新是持股的副产品。为了打新买股票，我认为是本末倒置。

中堂

老唐，腾讯利润是 933 亿，估值 46 倍。市值应该是 4.2 万亿，为什么是 6.3 万亿呢？

唐书房

因为你错误理解了两个东西，第一你说的利润是人民币，市值是港币，需要折算后对比；第二，市盈率有动态、静态和 TTM 三种口径，你说的 46 是动态市盈率，而用去年的利润 933 计算的话是静态市盈率数据。所以，这俩不能 直接这样对应。

中堂

对上号了！

老唐，那你平常用的啥口径计算啊

唐书房

我啥口径都不用。我用三年后利润×1/无风险收益率，书上没有这个口径的名字

寒冰

我都看唐老师的四本书一周多，受益匪浅！不过有点疑问，估值体系对医药股类型市盈率超出 40，怎么估值？

唐书房

我也不会。不会的，我选择不碰，很轻易就解决了难题

第897篇.　　2021.01.23 - 读《巴芒演义》有感—巴芒星空那些最闪亮的星

唐书房　2021-01-23

以下文章来源于磊果果 ，作者磊果果

巴芒的理念教会我的不仅是如何投资

更有无数人生的哲学

那些睿智的思想和优秀的品质

将永远照亮无数人前行

在唐书房看《巴芒演义》连载第十一回时，欣喜的收到了武汉解封的消息。

突如其来的疫情让 2020 年的春天注定写进历史，4 月 8 日解封当日我带着一家四口从武汉辗转回到广州，掐指一算整整滞留 82 天，其中甘苦此处就不多言说了，家人都安然无恙就是胜利。

回家一周后又欣喜的收到 2 本老唐的签名《巴芒》，读完全书已经 4 月 20 日了。

巴菲特芒格相关的书读了超过二十本，但老唐把美国金融界投资界一个世纪的历史，以巴菲特投资思想的进化历程为主线融汇在一本书中，如此完整而又精炼，严肃而又潇洒，掩卷沉思，余味未尽……

价值投资的理念已不是什么神秘代码，唐粉圈里太多高人写的太好了，我就不敢重复了。

巴芒的理念教会我的不仅是如何投资，更有许多人生的哲学，他们身上那些闪亮的品质会永远照亮着

无数的人前行。

一. 在正确的方向上努力（学习）

一个人未来能去哪，在于他梦想去哪。巴菲特还是个 7 岁小屁孩的时候就想着：我要变的非常、非常、非常富有。

少年时代的他就尝试了各种各样的赚钱方式，卖可乐、送报纸、弹球机……像一个海绵吸水一样去吸取着与赚钱相关的知识、如饥似渴去阅读相关能读到书籍，

幸运的是大学时期读到了本杰明.格雷厄姆的《聪明投资者》，回来师从格雷厄姆深入学习，完成了巴菲特投资哲学 85%的框架建立，从此走上投资的康庄大道，开始了开挂 1.0 的人生。

后期巴菲特又吸取菲利普·费雪长期持有成长股投资的理念，同时开始与芒格的双剑合璧的传奇合作，最终完成了巴菲特投资哲学最后 15%的完善，开始了 2.0，3.0……

投资路上一开始能遇见一个名师，遇见一个正确的方法，然后按这个方法不断去践行，是何等的重要

若一开始就跑错了方向，努力与幸运就会相向而行，未来有一天可能侥幸回到正轨，可投资中最重要的要素--时间，浪费了。

远比浪费金钱更可怕，就如巴菲特在 1994 年伯克希尔大会上说过“等待是个错误，代价太昂贵了，谁都承受不起”。

确实，人生的终极答案：生命有限，没谁浪费的起。

二. 勇于承认错误

巴菲特也是凡胎肉身，与每一个人一样都会有犯错的时候。

伟大的人最伟大的地方，在于他能认识和承认自己犯错的事实，同时在犯错中积极学习和迭代成长。

巴菲特不只一次的犯错，例如当初因为愤怒、情绪化让巴菲特进入一个衰败的行业、购买了一家疲弱的公司-伯克希尔，还好巴菲特通过努力将伯克希尔带向了辉煌，这个收购让巴菲特在错误中迭代和一次飞跃。

近一点的错误，比如今年承认自己对航空业错误判断，对四大航空股进行了清仓操作。

巴菲特曾在致股东的信中明确表示：“一两棵树生病，并不会影响我们花费几十年搭建的森林。”投资并不能确保 100%正确，但可以通过“关注森林”来保证投资的整体成功。

再伟大的投资家并不意味不会犯错， 超过 50%的时间都做对，同时不犯大错，通过组合和复利，他就会实现整体的卓越和成功。

若当初没有收购伯克希尔，也许现在巴菲特会干的更好或更坏，谁知道呢，就像《阿甘正传》的经典台词“生活总生活就像一颗巧克力,你永远不知道下一块是什么味道”。

但具备了用于承认错误并积极纠错的能力，同时常默念老唐六字心诀:别瞅傻子，瞅地。相信，下一块巧克力永远会是香甜的。

做好投资，并不需要次次都正确，允许犯错，对自己宽容，也是一种能力圈。

三. 善良、名誉和人脉的复利

从曾经的少年到现在 89 岁的股神，他身上有无数的东西深深的感动着我，其中最为深刻一点的就是善良。

巴菲特会真诚的对待朋友，善待每一个人。同时珍惜自己的声誉如同生命， “声誉就像一个精致的

瓷器，价值昂贵缺很容易破碎”巴菲特这样说。

杨天南老师常说：与好人打交道，因为社会很复杂；好人遇见更好的人。

巴菲特与蔡志勇年龄年纪相仿，蔡志勇靠出售客户信任赚钱，而巴菲特靠自己信誉帮客户赚钱获得，最终两人取得的财富和影响力却是天地之别。

这不由得让我想起一句名言：

华尔街永远不缺聪明人

只缺聪的“笨”人

巴菲特始终坚持自己的原则，坚持只与优秀的、信任的、欣赏的人合作，一直把发现德才兼备的人和发现好的企业放在同等重要的位置，好的企业让德才兼备的人去管理，而自己要做的只是发现他们并与之同行。

巴菲特曾说：“我从未见过和坏人做成一笔好生意”，连芒格也认为：你永远不要低估烂人的下限，反而优秀的人总是会去挑战成功的上限。

善良的本性，良好的名誉为巴菲特又换来一生的知己和无数优秀的人脉圈。

正确的理念+原则+善良

这些就如同重力一样

周而复始的

为巴菲特的雪球提供前行的动力

四．善、执着和专注

你的时间和精力在哪，你的成就就在哪。

巴菲特是个积累财富的专家，在他的江湖里，金钱只是他的讲坛。

巴菲特的一生几乎所有神志都集中在了投资上，专注的去做一件情，而生活中的矛盾总是相辅相成不可能做到完美，这个过程中导致巴菲特疏忽了家庭，对家庭缺少关爱，对子女缺少陪伴。

《滚雪球》中描写苏珊最后日子的场景，我印象颇为深刻。

后来学生问到巴菲特最大的成功和失败是什么，他这一次没有谈到事业的成就，而是说：“当你们到了我这个年纪的时候，你们衡量成功的标准就是有多少人在真正关心你，你也希望得到他们的关心”。

而芒格很多观念完全不同，财富、事业、家庭还有学识方面芒格都是男人中的楷模。

但这些不同丝毫没有影响这对知己彼此喜爱、欣赏和信任，用一生共同演绎传奇，一句“我没有什么可补充的”对君子和而不同做了最真诚的诠释。

他们一生最大的共同点是

善、执着、独立思考和专注

五．坚守自己的能力圈，与时俱进

巴菲特师从格雷厄姆，刚开始完全尊崇老师的“捡烟蒂”理论，随着市场的变化，后来巴菲特就意识到永久资本的至关重要性，并逐步转变到以合理的价格去投资优质的企业，与优秀的企业一同成长。

心存敬畏方能行有所止。巴菲特一生都坚守能力圈的原则，永远在能力圈内击球。

进军报纸传媒、保险……从不懂到专家，老爷子从没有停止过对扩大能力圈边际的努力，对很多新事物进行探索和不断学习，甚至开始重仓投资苹果触碰科技股，还谦逊的承认自己错失了亚马逊和谷歌。

他永远保持着自己的好奇心，与时俱进，不断学习。

从巴菲特中青晚年的投资收益记录来看，是逐步下降的，并不是因为他变笨了。

1969 年，市场的改变，巴菲特选择了解散基金，直到如今时代的变迁-社会的发展、科技的进步、大众的觉醒、大国间的博弈、全球疫情的肆虐、以及伯克希尔管理资金量的扩大……

面对着时代变迁，这位 89 岁的智者依然坚持着自己的原则没有一丝改变，与时俱进，依然保持着人类投资史上的巅峰记录。

同时，巴菲特选择了自己的喜欢生活方式，选择了走自己喜欢的路，始终与喜欢并欣赏的人合作，选择质地优良拥有德才兼备管理者的企业，从而实现生命中的每一天都跳着踢踏舞去上班。

六. 做一个长寿的投资者

《巴芒演义》描述 24 位投资家总年岁接近 2000 岁（包含已故和还活着的），平均年岁达到 80 岁以上。

价值投资大师们的平均年岁甚至高达 90 岁，投资大师健康长寿并且精力旺盛是个普遍现象，甚至大部分人年老都还在工作。

在大数人心里证券业投资业是个压力巨大的行业，但这里我们却看到另外一种不同的结果。

一个好的投资者拥有健康的体魄是最重要的先决条件，但秘诀在哪，最重要的秘诀也许就是良好的心态。

不仅只是面对市场的心态，重要的是始终如一地对生命、生活、工作充满好奇与热爱。

正如巴菲特自己所说：“如果失去热情，你就将失去能量，而如果失去能量，你就将失去一切”。

他们事业上的成功和健康离不开他们的：

热爱、独立思考、自律

很多幸福并不来自于奢华的物质享受，幸福来自于专心致志，做自己喜欢的事情的过程，从过程去感知幸福，幸福来自于感知幸福的能力。

每次的伯克希尔股东大会，我们都能感受到两位老爷子乐在其中的状态溢于言表。

巴菲特是世界上最富有的人之一，生活却简而不奢，他将 99%的财富捐给了人类慈善事业。

相信他的幸福绝对不是来自于金钱和外在的物质，但他一生都在专注的工作中、在不断的帮助他人、不断投身慈善事业，在毫无保留授道分享的过程中，去感知和享受着属于自己的幸福和快乐。

智者的可爱之处

在于让我们这些自诩聪明的人动容

巴芒的传奇仍将继续演绎

感谢这些智者

◎后记

昨天跟老婆聊天，我说我有四个最需要感谢的陌生人--我与这 4 个人素未谋面，似曾相识却胜过相识。

大部分时间里我通过文字跨越时间空间去了解他们并学习他们，他们的思想理念彻底改变了我下半生。

知行合一本非易事，价投理念说起来不复杂，但真正要弄懂并学以致用更非易事。

唐朝老师永远用自己的热情和无私，笔耕不辍的用中翻中的风格将正确的理念分享给人们，改变和影响了无数人，我不知道此生是否有幸遇见，随缘但我会努力的。

杨天南老师有幸在读友会见过一次，大洋彼岸巴菲特和芒格此生大概率肯定见不到了。

这种帮助没有给过我一分钱，但这种影响用金钱已无法衡量。

最后，再次感谢老唐的文化饕餮大餐和一直以来的无私分享。祝老唐和嫂子及家人健康幸福。

希望老唐以后周记也能实盘下个人健康数据😄，这样我们唐粉们就可以时时监督了，保重保重

人而无恒，终身一无所成

唐粉们共勉

第898篇.　2021.01.23 - 老唐实盘周记2021/01/23

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2021-01-23

本周交易

本周二中午，海康触及 5800 亿市值卖点，按照预定计划出掉 1/3 的海康，成交均价 61.74 元，所得资金约占老唐实盘总市值的 2%。

真快，记忆里写下《聊聊 2200 亿的海康》一文，还仿佛是昨日一样——点过去看留言区，比看正文更有乐趣

用家用过渡，把今年的外汇额度交给了古井 b，在 113.18 到 113.50 之间成交，均价 113.38 港币；

剩余资金丢给洋河，成交均价 193.43 元。

顺告换汇小技巧：

〈请注意：我使用的华泰-招行组合。其他券商和银行 APP 组合，是否适用以下经验，请咨询银行客服〉

①招行手机 APP 换汇，购汇用途里选择“购买 QDII 或投资于 B 股的理财产品”即可。这是合法的，不用担忧；

②“交易对方名称”和“具体购汇项目”两个栏目里，不要带证券或股票字样——比如填华泰，顺利过关。填华泰证券则可能会失败；

③现钞现汇无所谓，哪个汇率划算就选哪个。汇率如果是一样的，建议选现钞。

现钞从券商或银行 APP 都可以发起银证转账，现汇只能从招行 APP 发起银证转账；

④五万美元额度内，一年只可以在手机 APP 上操作一次。

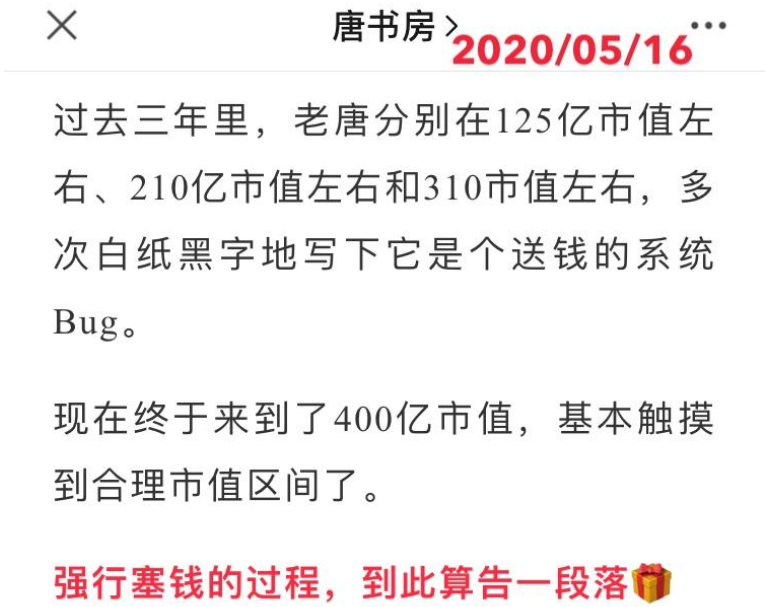
如果一次没有换完（比如在手机 APP 上兑换了 3 万美元），第二次再换，需要本人去柜台办理；

⑤再次强调，B 股是在沪深交易所上市的、外币标价的股票（上海 B 股美元标价、美元交易。深圳 B 股港币标价、港币交易），需要去券商柜台开通 B 股账户权限。

不是开港股账户，也不是开通港股通，更不需要将资金汇到境外银行账户；

⑥注意：本次分享不是推荐你购买古井 B 哦

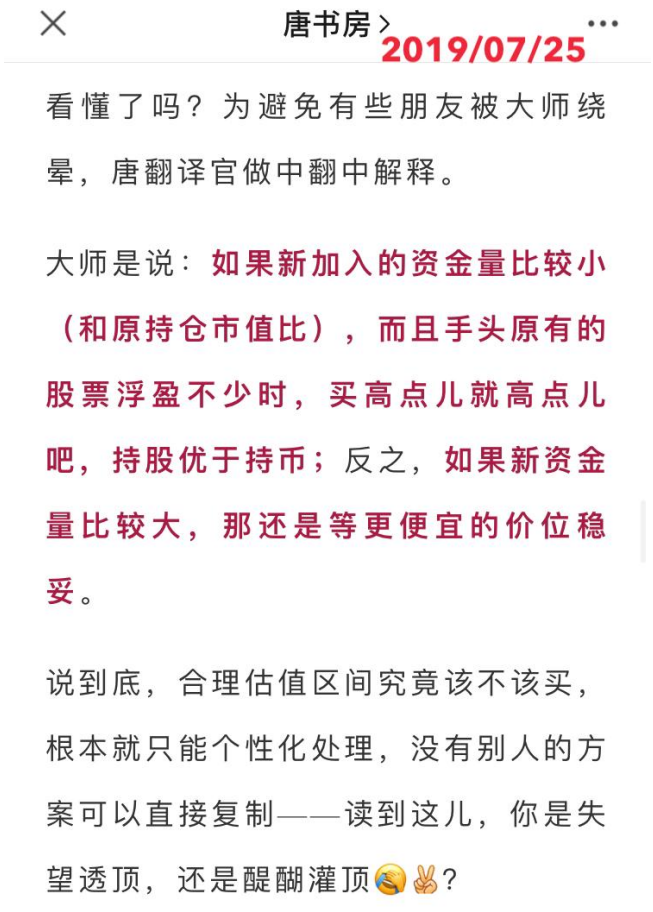
2017 年至今，老唐分别在 125 亿、210 亿和 310 亿人民币市值左右，白纸黑字写下古井 B 是送钱的系统 Bug。



但在 2020 年 5 月 16 日，古井 B 进入 400 亿人民币市值后，老唐已经发出提醒：强行塞钱的过程，到此算告一段落。

今天，古井 B 已经约 480 亿人民币市值（约 575 亿港币）。

我只是因为换汇额度约束，加上原本持股盈利可观，所以将微量资金随手处理了（包括洋河亦是如此），请不要理解为荐股。



当前持仓

目前持仓茅台 27%，腾讯 25%，洋河 18%，分众 8%，古井 B6%，海康 5%，恒生 ETF10%。

另有上海机场和福寿园各 1000 股观察仓不计。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	理想买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	27%	24000±10%	<12000	29700	26128	2079.95	4.10%
腾讯控股	25%	66000±10%	<33000	72500	55409	691.00	22.52%
洋河股份	18%	3850±10%	<1925	4700	2906	192.83	-18.29%
分众传媒	8%	……	<700	1815	1710	11.65	18.03%
古井贡B	6%	770±10%	<385	900	478	113.67	5.26%
海康威视	5%	4840±10%	<2420	6380	6236	66.74	37.58%
恒生ETF	10%					1.542	7.76%
沪深300						5569.78	6.88%
上证指数						3606.75	3.85%
2021/1/23			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8358	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	理想买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	28%	24000±10%	<12000	29700	26154	2082.00	4.20%
腾讯控股	24%	66000±10%	<33000	72500	51696	645.00	14.36%
洋河股份	18%	3850±10%	<1925	4700	3127	207.50	-12.07%
分众传媒	8%	……	<700	1815	1637	11.15	12.97%
古井贡B	6%	770±10%	<385	900	472	112.27	3.96%
海康威视	7%	4840±10%	<2420	5800	5503	58.90	21.42%
恒生ETF	9%					1.504	5.10%
沪深300						5458.08	4.74%
上证指数						3566.38	2.69%
2021/1/16			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8354	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同，而发生小幅变化；

②仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

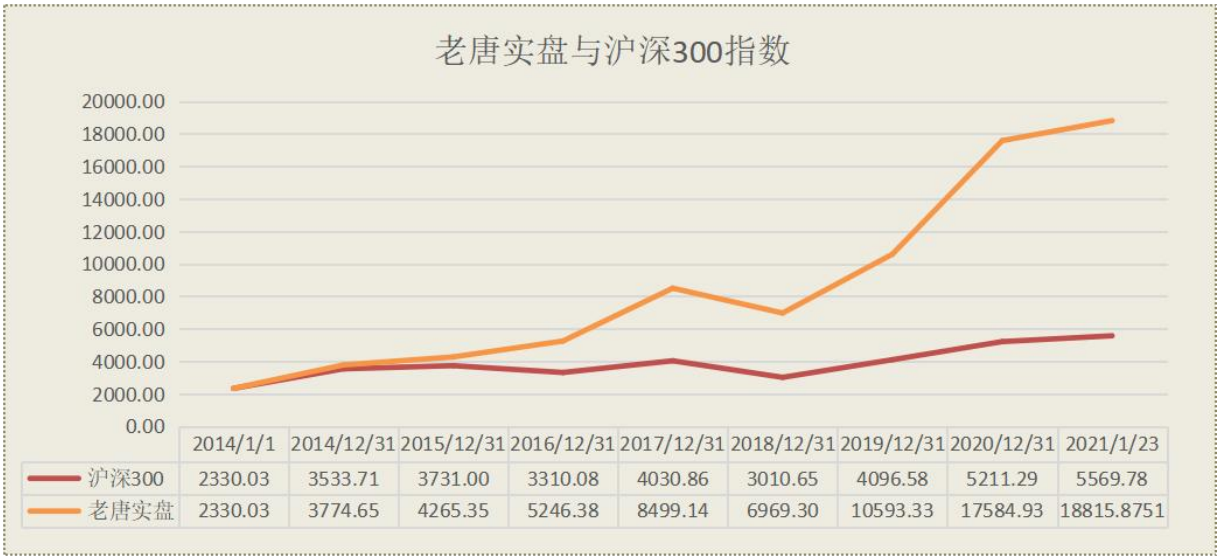
收益

2021 年内收益 7%（四舍五入数据）。

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，66%，7%（均不含新股中签收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 808——首次破 8

以 7.06 年折算，年化收益率约 34.4%。



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/1/23
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	5211.29	5569.78
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	17584.93	18815.8751

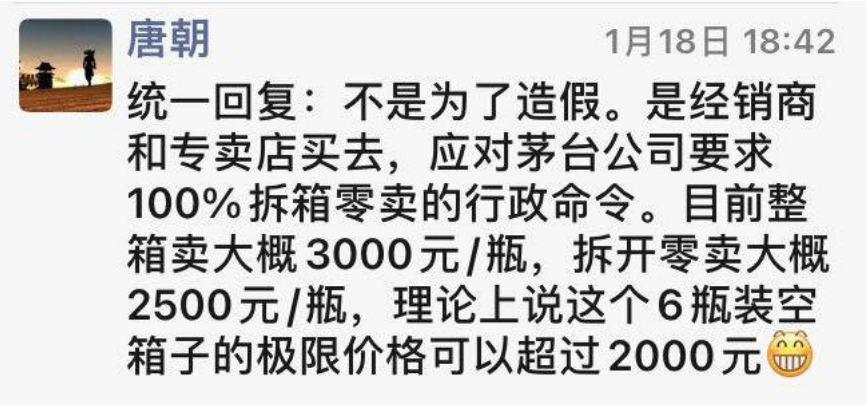
重要事项

1. 茅台笑谈。

本周大事不多，先聊个笑谈。

茅台在价格双轨制上越走越远。本周开始要求经销商 100%开箱销售，要检查拆开后的纸箱子。

结果是啥呢？铛铛铛铛，“史上最贵之破烂纸箱”传奇诞生



周一我发朋友圈吐槽的时候，据说破纸箱“才”卖三四百元一个。结果到周末，听说已经炒到 1000

元左右了。

忽然很心疼那些早就被我扔了垃圾桶的烂纸箱

据说还有经销商为客户创造新的“原箱”：将原装的六瓶茅台，开箱取出后，放进定制的精美手提木盒，成为新的“原箱茅台”。

昨天有更吓人的消息传出来。

某些地区的市监局成立了专案组，专查茅台经销商、烟酒店。

要检查 53 度飞天茅台酒的进销存台账、销售记录等。

核心检查是不是开箱销售，销售价格是不是 1499 元/瓶——我晓得你晓得我晓得你是骗我的但我们必须相互配合认认真真走过场踏踏实实搞形式

据说还有经销商保存的“原箱茅台”被市监局带走。

搞不明白这些神举措，究竟是哪些猪头想出来的。

也搞不明白为什么在市场价格 2500~3300 时，保持出厂价 969 和零售指导价 1499 元就是政治正确。

让黄牛致富是政治正确？忽悠大量非茅台消费人群去预约排队抢购茅台是政治正确？

以后，会不会发展到交回空瓶子才有购买资格呢？

2. 央行支付新规。

不提猪头了，聊正事儿，说说央行支付新规。

十年前，世界还没有微信。今天已经有超过 10 亿人的日常生活离不开微信。

按照周二张小龙 2021 年度公开课上分享的数据：**每天有 10.9 亿用户打开微信，3.3 亿用户进行视频通话，7.8 亿用户进入朋友圈，1.2 亿用户发布朋友圈，3.6 亿用户阅读公众号文章，4 亿用户使用小程序。**

微信真的成了互联网时代的基础设施，成了国之重器。其一举一动，都可能会影响到这个国家里生活着的每个人。

正因为此，它也必将面临着更严格的监管。

理解了这点，看见本周四央行发布的《非银行支付机构条例（征求意见稿）》（后文简称《意见稿》），也就不会觉得惊奇了。

非银行支付机构，全国大概有两百多家。但真正大家耳熟能详的，占据绝大部分市场份额的，主要就是微信支付和支付宝两大巨头。

所以各大媒体的相关文章，都是谈《意见稿》对腾讯和阿里产生什么影响的，其他支付机构基本被忽略。

老唐也谈谈自己的粗浅看法

首先，这个《意见稿》是将目前正在实施的、2010 年央行发布的《非金融机构支付服务管理办法》升格的行为。

办法是部门规章，条例是行政法规，是从国务院的层面明确央行对非银行支付机构的监管权。

其次，《意见稿》的主要目的，是避免监管套利和监管空白。

它在反垄断的大趋势下出台，确实是针对微信支付和支付宝的——其他支付机构也没资格享受这待遇。

再次，《意见稿》可能对小企鹅形成威胁的，主要是 55 和 56 两条：

第五十五条（市场支配地位预警措施）非银行支付机构有下列情形之一的，中国人民银行可以商请国

务院反垄断执法机构对其采取约谈等措施进行预警（老唐注：央行文件原稿漏了“请”字，我加上的）：

（一）一个非银行支付机构在非银行支付服务市场的市场份额达到三分之一；

（二）两个非银行支付机构在非银行支付服务市场的市场份额合计达到二分之一；

（三）三个非银行支付机构在非银行支付服务市场的市场份额合计达到五分之三。

第五十六条（市场支配地位情形认定） 有下列情形之一的，人民银行可以商请国务院反垄断执法机构审查非银行支付机构是否具有市场支配地位：

（一）一个非银行支付机构在全国电子支付市场的市场份额达到二分之一；

（二）两个非银行支付机构在全国电子支付市场的市场份额合计达到三分之二；

（三）三个非银行支付机构在全国电子支付市场的市场份额合计达到四分之三。

这里有两个概念还不够清楚，估计最终定稿的时候还会修改：

①第 55 条的分母是“非银行支付服务市场”，②第 56 条的分母是“全国电子支付市场”，这两个概念的外延和内涵需要明确。

如果按照字面意思理解，后者应该包括银行本身的电子支付。

若如此解释，全国电子支付市场目前还没有占据市场支配地位的机构，无论微信支付还是支付宝，距离 56 条认定标准都还很远。

另外上述比例究竟是按照交易笔数占比计算，还是交易金额占比计算，也需要最终明确。

但无论上面的概念怎么解释，哪怕最终按照最宽松的概念解释，估摸着小企鹅和阿里也会（或很快会）撞线第 55 条，构成市场支配地位。

这没什么好怀疑的。

但对此，很多朋友有误解，以为构成市场支配地位，监管部门就要打击，甚至分拆。其实不是这样的。

反垄断法，名字虽然叫反「垄断」，但反的并不是垄断地位，而是反「滥用垄断或市场支配地位，排除和限制市场竞争的行为」。

只有当被监管对象滥用垄断或市场支配地位，阻碍公平竞争的时候，央行才会建议国务院反垄断机构（市监局）采取措施，制止和惩罚阻碍公平竞争的机构。

《意见稿》本身是给互联网巨头画了个圈，告诉巨头们那些地方不能去，哪些手段不能有，并非对现有业务的打压。因此，也谈不上什么利空。

当然，反垄断领域相当复杂，以上只是老唐个人的粗浅理解。不一定对，仅供参考

另外，昨晚央行还发布了《非银行支付机构客户备付金存管办法》，从今年 3 月起实施。

办法要求非银行支付机构因交易、预付等原因沉淀的客户备付金，100%缴存人民银行或符合要求的商业银行管理，并对备付金账户的划转、支付、使用范围、监管主体及违规处罚等做了明细规定。

对于小企鹅而言，2019 年中已经这样实施了，谈不上啥具体影响。

我个人认为，央行这个《办法》主要考虑的是防范类似小黄车（OFO）挪用用户押金的社会风险。

3.《新手财》巴神版又露面一份。

目前，五本巴神版已露面三本。

①市场表现的越愚蠢，投资者就会有越多的投资机会——由湖南株洲市的@Leon 获得；

②复杂的术语是思考的敌人——由上海@苏飒 获得

③未来永远都不可能是明朗的。事实上，不确定性是追求长期价值的投资者的好朋友——未露面。

④杠杆是聪明人的破产捷径。如果你是聪明人，你不需要利用它；如果你是笨蛋，你不该去尝试它——由山西大同的@超越 获得

⑤无论是袜子还是股票，我都喜欢在大降价的时候去买高级货——未露面。

收到巴神版③和⑤的朋友，请发现后留下收货地址和电话，老唐送《巴芒演义》、《价值投资实战手册》及《新手财》签名套装。

想让老唐写什么，也可以一并留下，只要不是太长或有歧义，我尽量满足

再次提示：请拿到《新手财》的朋友，一定**先看新书的前言和后记**。

阅读过程中遇到问题，建议先记录，不要零零碎碎地提问。

有些问题，会在你阅读后面内容时得到解决。

全书读完也没能解决的问题，春节后找个时间，老唐集中回复。

《新手财》平装版昨天已经开始第三次印刷。

据出版社说，由于疫情影响，最近给当当补的货被中途劝返（当当仓库在天津武清），京东仓库顺利补货。

所以，近期打算购买《新手财》的朋友，建议优先选择京东，以避免出现延迟发货的情况。

《新手财》启动第三次印刷，对老唐而言是个悲喜交加的消息

喜的是《新手财》的价值摆在那里。上市不到一个月，印量 7 万册（3+2+2），真诚的分享得到了真诚的回应。

谢谢所有读者真金白银的认可，无论您是否在书房

悲的是《巴芒演义》上市马上满一年了，昨天也同时开印第三印次，总印量和上市一个月的《新手财》一模一样（3+2+2）。

为《巴芒演义》鸣不平啊

未来会有越来越多的人，后悔太晚读到《巴芒演义》的。我坚信

4.本周有三篇读书笔记入选。入选笔记是：

- **换个姿势读《巴芒演义》——by@无语**
- **价投思想演化史——by@大愚若智**
- **砥砺前行，《巴芒演义》读后感——By@逐星 破晓**

请这三位朋友留下收货地址——如果选择老唐的四本书签名套装做奖品（原套装中的老版手财，更换为新手财）

或，留下微信号——如果选择加老唐微信好友做奖品

无论是否入选，输出本身已经是对自己的巨大帮助，是非常深入的学习过程。我相信所有写过读书笔记的朋友，都会有这个感触。

借着这个激励，将双手放在键盘上，给自己一个成长的机会吧！

5. 本周运动

本周小区出入终于不测体温，不查口罩了。

重拾停下一个多月的运动。本周龟速蠕动 5 次，单次 10 公里。

周六空腹口径，除皮净重 86.6 公斤（175cm），又肥了

下周预计交易

无

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。

文中提及的任何个股或基金，都有**腰斩**或翻倍的风险。

坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记。

祝朋友们周末愉快

关灯

手财 2 都出了老唐念叨的是巴芒演义不都是亲儿子？

唐书房

巴芒演义解决的是赚赔问题，新手财解决的是赚多赚少的问题。在我心中，对于普通投资者而言，巴芒演义的价值其实是远远大过新手财的

ALE_海

老唐，我想做视频把你的一些投资理念分享到 B 站，这个不知道要不要经过你的允许？

唐书房

这个，最好不要。我喜欢码字，喜欢说，但其实又不喜欢出名，所以窝在书房里，矛盾的、悄悄的、自然生长，是我最舒服的状态

Cheng.Y.Q

老唐能不能也像巴菲特那样尝试一下新的区域，比如新能源和电动汽车，光伏等等。

唐书房

一直在努力，只是能力实在有限，看上去进步不大。腾讯、海康、分众都是我过去三年多时间里新涉足的行业和企业，我觉得我应该已经把吃奶的力气都使出来了，但真的只有这么大点儿能力慢慢来吧。

允风

老唐，最近看了基本有关资本市场周期性论断的书，其实于己而言，这跌宕起伏的资本市场有时候看着看着就有了“宿命”的感觉。《史记 天官书》说“夫天运，三十岁一小变，百年中变，五百载大变；三大变一纪，三纪而大备：此其大数也。”

老唐对经济的周期进而传递到资本市场的周期，怎么看待？

唐书房

我认为这些东西，属于摆龙门阵的好材料，用于指导投资基本属于虾扯蛋。就算是看准的周期，历史长河轻微一抖动，前后就差 30 年

第899篇.　　2021.01.26－2021/01/25日实盘交易

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2021-01-26

周一有交易，但由于当天的推送资格在一个多月前，就被跟谁学公司预定了。所以，我把记录放在零点之后发吧。

这是设置的定时推送，老唐已经碎觉觉啦，熬夜的朋友也早点睡。留言等明天早上再回复和上墙

周一，海康触及第二卖点 6380 亿，又卖掉了手中所剩海康的一半，成交均价 68.5 元。

卖出后的钱暂时也没有什么地方去，还是丢给了恒生 ETF，成交均价 1.57 元。

本来分众也准确地触及卖点了，但貌似真的有大量咱书房同盟在 12.36 元埋伏，我早早委托的 12.36 元，是全天最高，没成交。

当时也忙着处理海康及恒生 ETF 的买卖，没顾上撤单下单，后来再看已经跌下去了。

跌下去就跌下去吧，等下拨再说，反正卖掉的钱也没什么好地儿去

这一天，又创下了老唐投资史上单日上涨额记录。当天的市值增加额，已经超过老唐 2006 年转型宅男时的全部身家。

而老唐所做的事情，就是开盘期间陪着领导赖在沙发上，又看了一遍她无意间调出来的电影《疯狂的石头》（中央 6 台），在爆笑中收获了复利的力量

截止 1 月 25 日收盘，持仓情况如下表：

持股公司	持股比例	三年后估值	理想买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	26%	24000±10%	<12000	29700	27322	2175.00	8.86%
腾讯控股	26%	66000±10%	<33000	72500	61419	766.50	35.90%
洋河股份	19%	3850±10%	<1925	4700	3196	212.11	-10.12%
分众传媒	8%	……	<700	1815	1788	12.18	23.40%
古井贡B	6%	770±10%	<385	900	501	119.00	10.20%
海康威视	3%	4840±10%	<2420	6960	6321	67.65	39.46%
恒生ETF	12%					1.571	9.78%
沪深300						5625.92	7.96%
上证指数						3624.24	4.35%
2021/1/25			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8352	

2021 年内收益 15%（四舍五入数据）。

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，66%，15%（均不含新股中签收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 868，按照 7.07 年折算，年化收益率约为 35.7%。

书房里，有不少朋友兴高采烈的和老唐分享喜悦，或因海康卖的比老唐高，或因手中腾讯、分众、洋河、古井、茅台飙升，或因市值创下新高……

老唐为朋友们高兴，恭喜大家，恭喜发财

但老唐要借着这个机会，说件憋了很久、可能会令人不太舒服的、和打赏有关的事情。

老唐的分享得到真金白银的认可，不管是最小的 1 元还是顶格的 256 元，或是一种鼓励和认可，或是一种回馈和感恩。

它们是推动老唐持续码字的虚荣心来源，老唐当然是高兴的。

单纯从金钱数额角度说，老唐应该有资格装装那啥，说这个打赏金额对我而言是纯精神作用，金钱本身多寡不值一提。

我若是冲着金钱来，无论是开设收费课程、收费星球或者付费阅读，相信还是能“忽悠”一群朋友的，带来的收益可能会是打赏的 N 倍。

打赏是随心的，自发的。不愿打赏、忘记打赏、不习惯打赏、不会操作打赏，都是正常现象。

书房现在有 30 万出头的关注者，有过 1 次打赏记录的总共也没超过 1 万人（谢谢这些朋友，基本上所有文章的打赏都是这些朋友的重复打赏），意味着 97%以上的人都是白看。

据说这种情况在网络上叫“白瞟”，甚至异化成一个侮辱性的词汇“白嫖”——强调一句，在书房留言区里用“白嫖”这个词汇，有很大几率会被拉黑。

白看没有什么好惭愧的，大部分人都是这么做的。

老唐的免费分享是自愿的，而且老唐每周都有推送广告，那是拿你的注意力换了钱的。所以，你，并不欠老唐的！

老唐也从未歧视过 0 打赏的人。不管谁提的问题，只要是看见了、会答且有回答价值，老唐不会因为你有打赏就解答，没有打赏就不解答。

这个习惯，我相信这么多年来，大家是有目共睹的。

但是，我唯一期望的一点：能否请 0 赞赏的朋友，不要留言一大堆感恩戴德或吹捧的话。

尤其是类似没有遇到老唐之前亏的多惨多惨，前途多么地黑暗，进了书房后人生质变，赚了 100 万 200 万之类的言论。

我每次在后台读到这样的留言，都感觉 ID 上那个 0 赞赏标识，仿佛一张咧开的大嘴，无情地嘲笑着老唐的傻帽。令人反胃，也令人沮丧。

这个想法我憋很久了。作为一个凡人，老唐这要求不算过分吧？

谢谢大家

如果上面这段话诱发某些朋友反感，老唐表示抱歉。

如果你理解为老唐借着股票上涨的机会，厚着脸皮出来讨打赏，你坚持自己的理解就挺好。

老唐这个人确实不怎么高尚，让我们一起排队鄙视他

这两天或许分众也有机会触及卖点吧，我会照章办事。卖出来的钱，大概率还是买恒生 ETF。

该笔交易若发生，不再单独发文了，周六周记里再说吧。

本文关闭打赏。朋友们晚安

Luke

零赞赏的人也有通过买书的方式进到这里的，我想那是另一种赞赏！

唐书房

不要误解，我并没有觉得 0 赞赏就不对。我不舒服的，是保持 0 赞赏的同时，还要特意写一大堆因为老唐赚了大钱，改变了人生之类口水话给老唐的人

王子君

您的企业思维，股权思维呢？刚看完您的书发现您的理论和实践不一致啊

唐书房

企业思维，股权思维≠死了都不卖你看书的时候，可能误解了哪本书

王子君

明明长期看好的企业，不应该想办法多持有股权吗，到底赚企业成长的钱，还是赚价格波动的钱，求教

唐书房

都赚。前者为主，后者是意外之财

第900篇.　　2021.01.27 - 书房拾遗2021年第2期

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2021-01-27

前言：书房有些问答，有记录和分享价值，却因散落在不同地点，部分朋友可能看不见，挺可惜的。

老唐尝试顺手将它们拾起来，做个保存和分享，命名为《书房拾遗》。

收录过程中，在不改变原意的情况下，对问答原文或许会有少量补充和修订。

大概每凑够三四千字，就推送一期。今天是 2021 年第 2 期。

@寒冰：我都看唐老师的四本书一周多，受益匪浅！

不过有点疑问，估值体系对医药股类型市盈率超出 40 倍，你怎么估值呢？

（2021/01/20）

@唐朝：我也不会。不会的，我选择不碰，很轻易就解决了难题。

@简单：我有一个问题，唐老师卖出部分茅台，买入恒生。

如果恒生没到卖点就跌了，茅台也在跌，而且茅台跌到三年赚 100%的位置，是继续持有恒生到卖点卖还是止损转入茅台呢？

（2021/1/21）

@唐朝：直接从大脑里把止盈、止损这些概念删掉就好了。

任何时候的买卖，都是站在当下看未来，与过去的盈亏无关。

@zwq：这个老唐以前说过，如果圈内的企业到了买点，就把指数换过去，指数只是一种现金的替代物。

@星火燎原 ：记得老唐以前写过，他饭桌上听朋友分享过据说是老巴说的一句话：成长是价值的安全边际。

受此启发，开启了自己投资腾讯和海康这类企业的信心。

读了许多老巴的著作，从来没有看到老巴直接说过这句话。

今天读到巴菲特在 1997 年的股东大会上回答股东提问时这样说：

<老唐注：我保留了英文原文，一者可供“精通八国英文”的朋友们看看翻译是否有误，二者也算是个资料留存。和老唐一样渣英文的，直接看中文就好>：

问：in your ’92 letter, you wrote that you tend to deal with a problem of future earning in two ways. The first way is the business you understand. And the second is the margin of safety. And you say they are equally important.

But if you cannot find the happy combination of faster growth at a low key, which one do you think is more important, faster growth or low key?

在你 1992 年的致股东信里，你说你倾向于用两种方式来处理未来的盈利问题。一是你了解的业务，二是安全边际，你说它们同样重要。

但是如果你不能找到一个低估值+高成长的最佳组合，你会更侧重哪个，成长还是低估？

答：Well, they’re bound together. Obviously, if you understood a business perfectly — the future of a business — you would need very little in the way of a margin of safety.

So the more volatile the business is — or possibility is — but assuming you still want invest in it, the larger the margin of safety.

……（老唐注：这里有段关系不是很紧密的话，我删掉了）

Well, if you’re driving a truck across a bridge that holds — it says it holds 10,000 pounds — and you’ve got a 9,800 pound vehicle, you know, if the bridge is about six inches above the crevice that it covers, you may feel OK.

But if it’s, you know, over the Grand Canyon, you may feel you want a little larger margin of safety, in terms of only driving a 4,000 pound truck, or something, across.

So it depends on the nature of the underlying risk.We don’t get the margin of safety now that we got in the 1970s.

它们要在一起考虑。但很显然，如果是你能理解的企业，对企业的未来比较确定，你就不需要那么多安全边际。

而你打算投资的生意越脆弱（老唐注：指护城河浅，容易受到竞争者的攻击）或者变化的可能性很大，你需要安全边际就越大。

就好比，如果你驾驶着载有 9800 磅货物的卡车，通过一座载重量为 1 万吨的桥，且这座桥距离地面只有 6 英寸的话，你可能会觉得没事。

但是，如果这座桥坐落在大峡谷之上，你可能就想得到大一些的安全边际，你可能只会驾着 4000 磅重的货物通过这座桥。

所以说，要求多大的安全边际取决于潜在的风险。我们现在对安全边际的要求没有七十年代那么高了。

仔细揣摩，老巴的说法差不多是这个意思。

（2021/01/20）

@唐朝：收藏收藏，感谢感谢。

星火燎原提到饭桌上的对话，出自书房 2017 年 8 月 12 日的文章《散打投资 8》，原文摘录如下：

如何对成长进行估值，一直是习惯捡便宜货的夹头们头痛的难题。

我们经常会遇到一些不错的企业，我说的不错的意思，一般至少包括三个标准：

①净资产收益率高，②净利润含金量足，③维护原有盈利能力所需资本少，且新增资本投入也可获得较高的净资产收益率。

但很痛苦的是，市场绝大多数时候不傻，这些好企业，经常处于估值和股价的“高位”

大约是在 2014 年初的一次聚会上，酒桌上的@刘马克 兄分享给我一句话「成长是价值的安全边际」，是巴神说的。

可惜老唐渣英文，没见过原出处，但这句话给我的震撼非常大。

震撼在何处呢？以前我的认识是“成长是价值的组成部分”。

简单的说，就是我给公司估值的时候，会考虑企业的成长因素。

在估值区间出来后，打折以寻求安全边际，得到自己可以支付的买入区间。

“成长是价值的安全边际”这句话，突然给我打开了一个新的空间。

也就是说，只要我们能确认未来会有成长，大师的经验是出价可以触及当下合理估值的上限——注意，依然不是过高出价，而是当下合理估值的上限。

@允风：老唐，最近看了基本有关资本市场周期性论断的书，其实于己而言，这跌宕起伏的资本市场有时候看着看着就有了“宿命”的感觉。

《史记 天官书》说“夫天运，三十岁一小变，百年中变，五百载大变；三大变一纪，三纪而大备：此其大数也。”

老唐对经济的周期进而传递到资本市场的周期，怎么看待？

（2021/01/24）

@唐朝：我认为这些东西，属于摆龙门阵的好材料，用于指导投资基本属于虾扯蛋。就算是看准的周期，历史长河轻微一哆嗦，前后就差 30 年图片。

补充：去年六月，我读某书时顺手写过一小段书评，其中有一段和上面这段话意思近似，我摘过来（书名就别问了，谢谢）。

@唐朝……**我特别不喜欢宏大叙事风格的书籍。动辄几十万年变迁，或者某思想文化影响，总觉得处处有坑。**

先不说几十万年前的资料是否真实可信，单就这些周期轻微一哆嗦可能就是前后几百年的差异，摆龙门阵搞辩论可能高大上，能指导人类行为吗？我持怀疑态度。

再者说，影响历史的因素太多了，目前反推的那些斩钉截铁的必然，有极大可能是当时万千偶然因素中碰巧落实的那个。

好比买车，本胖分析了一堆车的动力参数，质量口碑，性能优势，最终促成决定的其实是我家领导说“这个好看”

@追逐 San~Mi ：你的价值投资实战手册和手把手教你读财报我都看了。

请恕我直言，手把手教你读财报对于我这种不懂财务的人来讲太晦涩了，根本不适合新手读。

价值投资实战手册前面未涉及财报的部分读起来倒是挺有意思的，你有没有更简单的财报学习书籍推荐？

（2021/01/23）

@唐朝：可以看看《世界上最简单的会计书》，是两个美国人写的。

不过，也请恕我直言，说《新手财》晦涩看不懂的，基本不是知识问题，主要还是态度问题。这不是换本书可以解决的。

@Xiamg：前面说手财晦涩的朋友是认真的吗。。这都晦涩，那你肯定连财报招股书都不会去看了。。

世界上最简单的会计书(创新的诠释方法让你快速了解财务知识，并学会在日常生活中运用会计原理，尤其适合没有专业背景的初学者)

作者：(美)穆利斯

@Cheng.Y.Q：老唐能不能也像巴菲特那样尝试一下新的区域，比如新能源和电动汽车，光伏等等。

（2021/01/24）

@唐朝：一直在努力，只是能力实在有限，看上去进步不大。

腾讯、海康、分众都是我过去三年多时间里新涉足的行业和企业。

我觉得自己已经把吃奶的力气都使出来了图片，但真的只有这么大点儿能力图片，三年也就新增了三家能够理解的企业。

能力所限，只能慢慢来图片

@.：唐叔，当卖出高估股票买入其他低估股票后，此标的恢复到合理估值甚至低估时，手上没有子弹怎么办，还是会调仓？

（2021/01/24）

@唐朝：这个主意比钱多的难题，估计还要很多年以后才能解决，巴神也是六十多岁才解决了这个问题的。我一般就假装不在。

@唐朝：有位朋友询问关于数字货币的问题。我记得当时在书房分享过截图，但搜索了，没找到。

倒是微信聊天记录好找，重新截图分享一下（对话发生于 2020 年 4 月 22 日）。

（2021/1/25）

@Alex.long：老唐说得对。数字货币就是 pass 层，微信，支付宝是 saas 应用。

国有金融垄断资本（银行系）推出来和微信，支付宝竞争的叫闪付。而国家的数字货币，也许以后是可以进行国家贸易结算的。

@中：关于这个问题，在黄奇帆的分析思考中有几点看法，我发出来供大家参考。

数字人民币对抗比特币等外国的数字货币，防止美国的《2015 年法案》第八条。

货币市场有一个不可能三角，就是独立货币政策、浮动汇率制和资本自由流动，人民币最终会走向自由流动，数字人民币为此做准备。

为了人民币国际化，提高人民币使用率和使用范围，防止美国用 SWIFT（国际资金清算系统）对付我们。

国家考虑的是更深层次的意义，并不是想和微信支付竞争。当然，数字人民币使用如此方便，对微信支付和支付宝支付可能还是会有一定影响。

@科普 ler452b：个人觉得还是有影响的。

目前来看，cbac 或者说 dcep 或者说央行数字货币或者说数字人民币，是主要是加载在各家银行 app 上的高度标准化的一个模块。

可能带来什么影响呢？之后很多人会选择用各家行的数字货币模块进行支付（因为央行的国家信用背书，且数字货币无取现费的优势）。

毫无疑问，这对微信支付宝是有影响的，可能还不会小。

@唐朝：今天，各家银行 APP 也无一例外的都有支付功能，相互之间的支付也是无任何障碍的。

@科普 1er452b：还是不一样。

供参考：永辉可以不受理中国银行 app 付款，但不能拒绝中国银行 app 上的法定数字货币付款。因为这个法定数字货币等同于 M0 的纸币人民币，不能拒收。

@花信风：想问一下唐老师，在您 2019 年 4 月 20 日的文章中曾写道：

“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。”

现在是 2021 年，分众如果接下来涨到 13.63 左右您会全部卖完了，而您觉得 14 元以下，都算严重亏损。

是不是说，首次按 10.38 元成本买入的分众，不是您所认为的一次成功投资呢？

（2021/1/25）

@唐朝：对，不是。

@在路上：只要我们有 60%的成功率，就足以致富，巴老失败案例也不少的。

@粟米：老唐，对同时在多个国家上市的企业，计算市值时股本按哪个算？按总股本还是按中国上市部分的。

（2021/01/25）

@唐朝：市值有多个。

比如 AH 两地上市的，当你考虑是否买 A 的时候，公司总市值=A 股股价×总股本（A+H），

当你考虑买 H 的时候，公司总市值=H 股股价×汇率×总股本（同样是 A+H）。

总之，都是目标股价乘以「总」股本。

合理估值只有一个，就是你估算的这家企业的价值。投资就是比较公司总市值和合理估值之间的差异。

@粟米：这样做对股价相对低的市场合适，但对股价相对高的市场是不是不合适呢，必竟两个市场的差价是客观存在的。

@唐朝：你可能没看懂我上面那段回复。

拿古井举个例吧：古井在 AB 股市场上市，A 股 3.836 亿股，B 股 1.2 亿股，总股本 5.036 亿股。

假如你给这个企业的估值是 1000 亿——这个数字你可以随便改，取决你对这家企业的价值判断，

假如此时 A 股股价 250，意味着如果买 A，代表你在按照 250×5.036=1259 亿的价格参股公司。

若此时 B 股股价 120，汇率 0.84，意味着你如果买 B，代表你在按照 120×0.84×5.036=508 亿的价格参股。

很显然，如果你对企业估值是 1000 亿，508 亿买合算，1259 亿买不划算。这叫投资。

但是，是否 508 亿买的 B，就一定比 1259 亿买的 A 涨的多或跌的少吗？不知道，因为股价无法预测。

谢谢所有提出好问题的朋友图片

也感谢所有参与讨论的朋友

执

我觉得唐师傅可以写一个系列，如何挣到第一笔投资资金系列文章，毕竟大部分人几万 10 万对 20%高收益无法产生复利效果。如果有了 100 万数量，20%确实生活压力小很多。春节快乐

唐书房

收到你的建议了。对于如何挣到第一笔投资资金，不用系列文章，四个字就够了：好好工作。

赖思颖

唐叔，我今年 25 岁。进工厂做模具加工 8 年了，请问怎样像您一样 30 岁能做个总经理

唐书房

努力给别人创造出巨大的价值，让所有和你接触的人，都能因你而获得巨大收益，让企业离了你就不转了，或者至少转速会变慢。然后，总经理就唾手可得了。

伯涵(朋友)

“成长是价值的安全边际”，个人理解是说随着时间的推移，由于企业的成长，原本合理的买入价在后来看会显得非常便宜。相反的情况，巴菲特也说过，那就是低估值买平庸公司，随着时间推移，平庸公司发生价值下降甚至灭失，原本便宜的买入价可能并不便宜。确定性的成长重于估值，因为成长的持续性更强，是可以积累复利的，而估值差理论上是一次性的

秋水

老唐，海康，分众你认为是赚了市盈率的钱还是业绩的钱？因为我看到海康，分众业绩变化不大，市盈率变化挺大。

唐书房

all cash is equal，分它们干嘛，赚业绩的钱特别有贵族气质些，赚市盈率的钱就是乡镇企业家？

秋水

这就是你的回答？？？

唐书房

你想要个什么回答呢？答秋水：唐朝的海康即赚了业绩的钱，也赚了市盈率的钱。唐朝的分众，主要赚了市盈率的钱。回答完毕。这个回答满意不呢？

秋水

请教怎么才能赚到市盈率的钱？因为赚业绩的钱太慢！

是否存在有的公司可以赚到市盈率的钱？有的公司就不能？

唐书房

赚市盈率的钱很简单，下注，赢了，然后就赚到了。要点是输了要认。任何公司都可以赚到市盈率的钱。

原君

老唐，看到巴芒演义里，格罗斯四大导师：利弗莫尔，巴鲁克，索普和老巴。似乎左手价投，右手趋势是可行的。趋势的小恶魔总是在心里撩拨，痒痒的啊

唐书房

没事，亏几次就不痒了，大家都是这么过来的，包括本胖

AO 穆村家和通讯(手机销售 维修)

我觉得秋水问的问题很好呀，因为毕竟买入前给企业估值是以预计企业未来能产生的净利润作为依据的，但如果因为市盈率的上升导致达到目标市值而卖出，会不会跟买入前的依据相左？希望唐老师解惑。

唐书房

不相左。投资永远是股权和现金之间做比较，不考虑股权是因为啥原因变的回报率不如现金了。

AO 穆村家和通讯(手机销售 维修)

唐老师，感觉因为市盈率的高估而离场，好像挣的市场情绪的钱呀，那在市场先生的魔爪下，好赖公司都有可能起情绪呀。如果就因为市场先生干预了(公司净利润还没有体现预期的情况下）而离开，那会不会辜负了自己辛苦选出的好公司呀

唐书房

不辜负。等情绪消退，他们都急着丢的时候，再大发慈悲，接过来就是了，公司依然是那个公司

几凡风

唐大，最近反复研究您的几本大作，我有一个疑惑就是您的估值体系，3 年后净利润的设定，无形当中已经抹杀了“成长性的复利功能”，比如取五年或者十年……会因为成长性大小不同折现回来的买点有天壤之别，做个假设如果唐大持股中有只一年十倍的成长股，唐大买点和卖点却只差一倍多，而现在三年后看和十年后看，不同时间纬度和不同成长性大小折现回来的买卖点完全可能差几十倍

唐书房

我没有能力看那么远，三年三年往后推吧。伯恩斯坦研究公司对于大量基金经理对企业未来成长的判断做过归纳统计，结果是以三年为期，成功率 51%；五年为期成功率 31%；十年为期成功率 12%……我是凡人，努力站在 51%的位置上，就够我努力了，不够胆看十年。

几凡风

唐大谦虚了，我发现公募一哥都在抄您作业，只是三年一旦设定，成长性稍大注定是要卖飞的，长期持有也就很难，和您讲述的费雪理论有强烈冲突，

唐书房

截止目前，我的个人投资经历中，尚未遇到你说的这种“卖飞”发生。或许我经历的还比较少，等遇

到了再慢慢学习和反思吧。谢谢你

shenle

从低估到成长真的是一种巨大的进化，如何进化，老唐有建议不

唐书房

学习，思考。不求巨大，求日拱一卒。

。。。。

其实 我估计对于买恒生指数的问题还是有很多人不明白的，这样包括我。

按照老唐的说法，只管茅台的买入价，而忘记恒生指数的卖出价。这里隐含另一个因素就是老唐买入恒生指数时说过，市盈率十二倍多，我的理解是指数相对目前市场及老唐可理解的标的中相对便宜稳定 。即便如此老唐也没全部 all in。还买了可转债基金 也是低波动。我不相信如果指数被套 30%老唐会卖掉基金去换 100%。

唐书房

我表示没看懂你说了个啥，就是比较，永远比较确定性和回报率，不要管之前的盈亏。这个很难理解吗？

静水流深

唐老师好！最近霍华德马克斯备忘录对价值投资反思，重点分析了价值投资和成长投资，他儿子安德鲁的业绩证明，近些年成长投资的收益跑赢价值投资，他认为价投应该与时俱进，请问对此观点您有什么感触吗？

唐书房

他们嘴里说的“价值投资”，好像侧重指的是低 pe 低 pb 类投资。我不太接受这种划分，在我看来，成长是价值的组成部分，二者是不可分的。对于没有成长的价值（烟蒂），我早就不关注了。

第901篇.　　2021.01.30 - 2021年1月阅读及好书推荐

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2021-01-30

本月读完 6 本，再读状态 2 本。

其中，有三本好书推荐。

一是郭建龙**《中央帝国军事密码》**。

老唐过去推荐过郭建龙的《中央帝国财政密码》和《汴京之围》两本书，这本《中央帝国军事密码》同样精彩。

以前，经常听到说赢得战争要靠天时地利人和，而且一般还特别强调“人和”，所谓“在德不在险”。

我通常内心都会嘀咕，天时是运气，没有人能提前掌握，只能是见机行事的灵活变通，将战争的胜利放在这上面，太不靠谱。

而所谓人和，所谓得民心者得天下，更是扯淡，是“心诚则灵”，灵了就心诚，没灵就心不诚。

蒙古人一座一座的城池挨个地屠城，得民心吗？得了天下。

后梁开国皇帝梁太祖朱温，长期用人肉给士兵当军粮，还称之为“两脚羊”，得民心吗？我不相信。

朱温还不是夺了唐朝（不是我哈，是李世民他们家那个唐朝）的天下，建立了大梁，当了六年皇帝。

这老家伙，奸淫儿媳妇。在 61 岁的时候，让他亲儿子给活埋了

活埋亲爹的儿子也不是啥好货，也没善终。只活了 27 岁，就当了两年皇帝，然后让他弟弟给杀了——弟弟当了 11 年皇帝，亡了国，36 岁死掉了。

只有真正从山川地形的角度分析，整个战争形式为之一亮。

胜败的主要原因（不是全部原因，是可控的部分）一目了然。

这书看的特别过瘾，整个历史突然间在脑袋里活起来了。

我还特意买了一份地形图，可惜买小了，有些地名没标出来

以后有空了，会再买份大的地形图，重读一次此书。

正在看的那本《布局天下》，也是因为看这本书看出兴趣了，加买的关于中国地理地形与战争关系的书籍。

不过，郭建龙的另一本《中央帝国哲学密码》不推荐，没什么新意，不如看《中国哲学简史》。

中央帝国的军事密码

作者：郭建龙

推荐的第二本书，是江南春的新作《人心红利》。

说实话，拿到这本书之前，我对内容的期望值很低。

我估摸着可能和之前的《抢占心智》八九不离十，不会有多少新东西的。

但读过之后，颇有惊喜。对江南春的佩服又增加了几分。

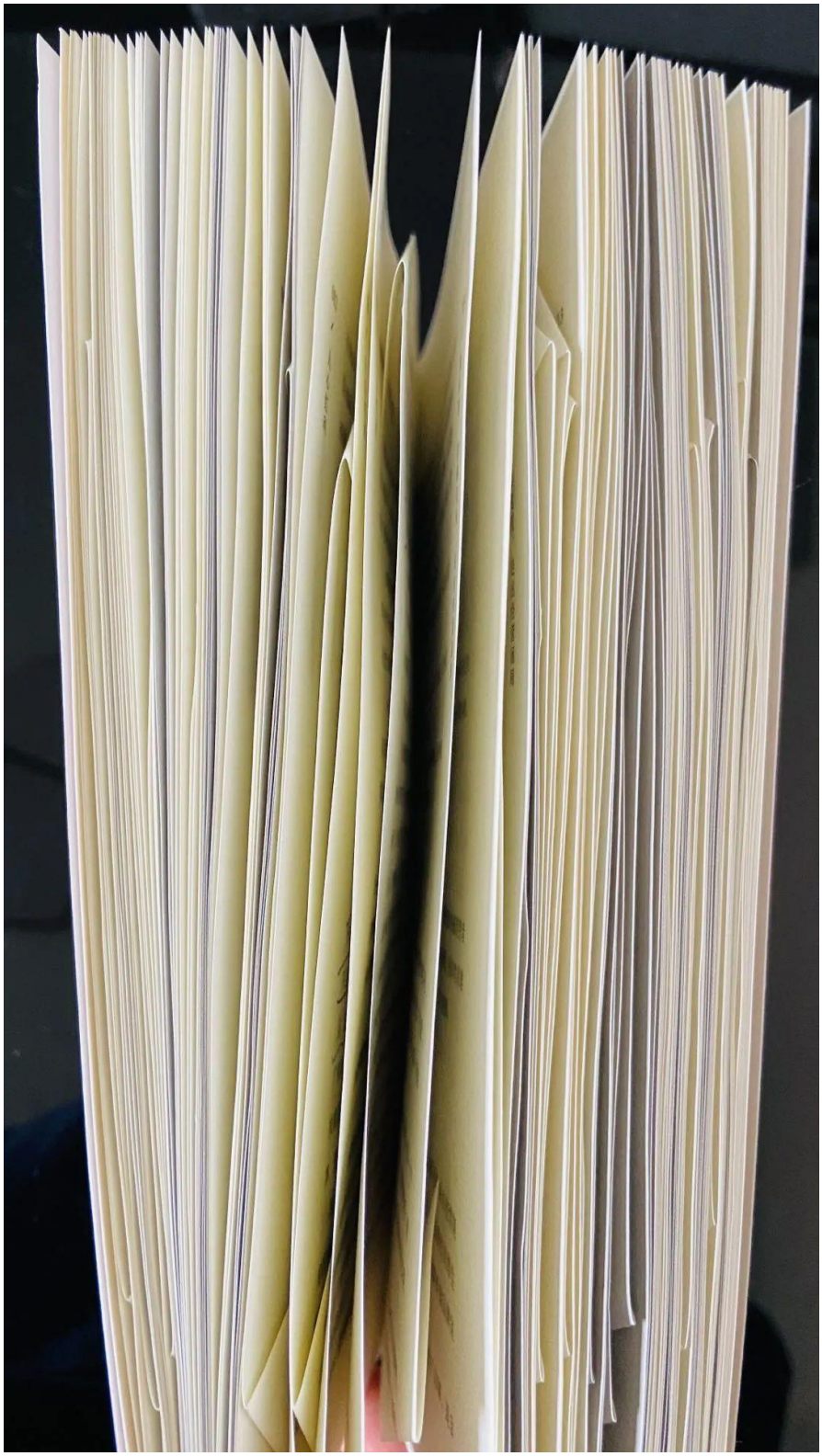
坦率说，这本书其实是分众广告的广告，最适合的受众是各家企业的老板。

是江南春给这些老板讲：为什么一定要投分众的广告，分众的广告与互联网广告、电视广告及其他广告有什么不同，通过分众的广告能给企业带来什么，直播及其他效果广告的问题在哪里，品牌广告和效果广告如何协作……等等。

全书主线清楚，主要抓住“你把重心放在效果广告上，只会越来越惨。只有品牌广告才会让企业壮大，而且我有案例，还能给你讲清楚为什么和怎么做”

每篇文章都干脆利落，妙语不断，勾引的我不断折页，把书都搞成这样了。

不得不承认江南春确实是一位“洗脑”高手（中性词，非贬义）。



当然，好多篇里有重复的内容。

广告的本质在于重复——江南春

如果抽得出时间，我甚至还想把书中精妙部分摘抄出来的，可惜实在是时间不够，只能拖后。

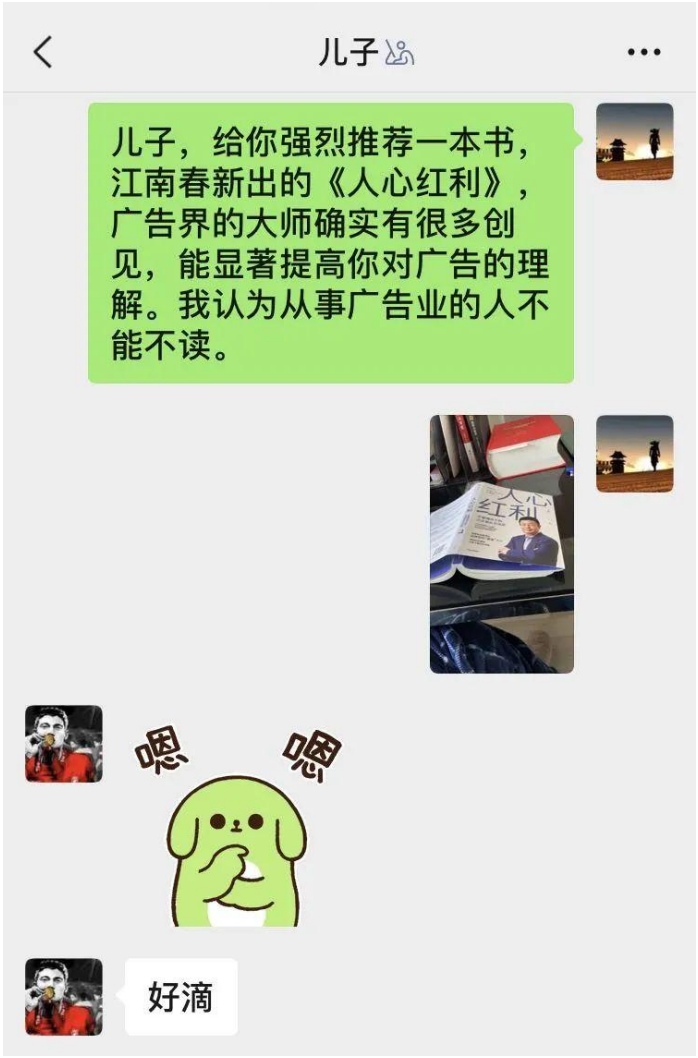
人心红利：存量博弈下的企业增长方法论

作者：江南春

推荐阅读。

不过阅读过程中一定要有意识地保持冷静，防止被江董忽悠的不看价格直接抢分众股票

我还推荐我儿子买了一本学习。

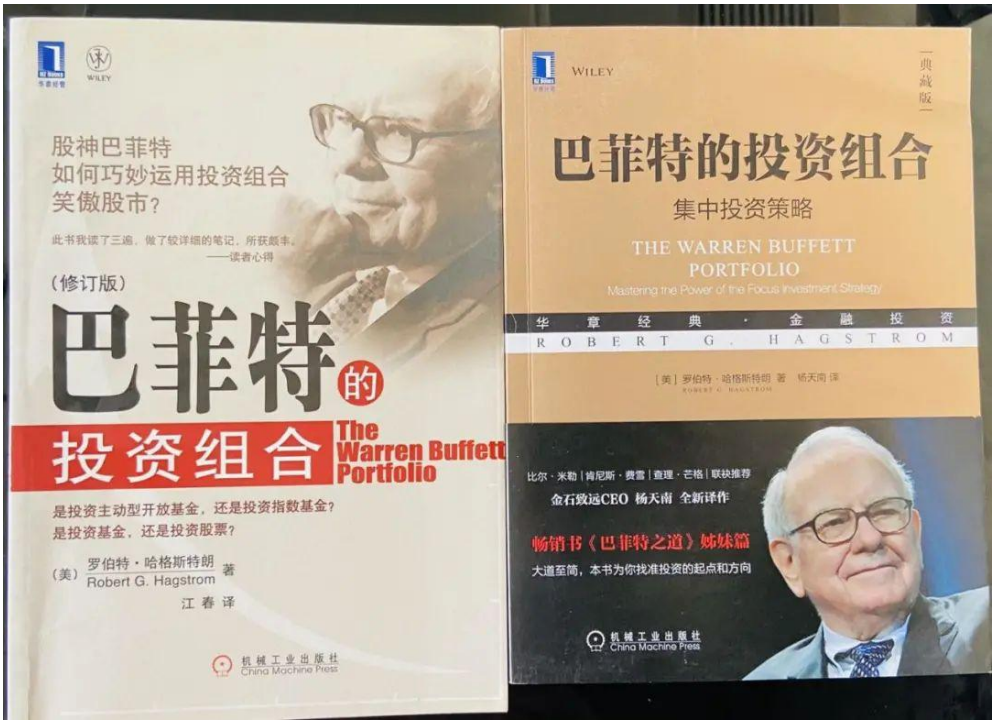


另外，杨天南兄寄给我了他最新出版的译作《巴菲特的投资组合》及最新典藏版的《巴菲特之道》。

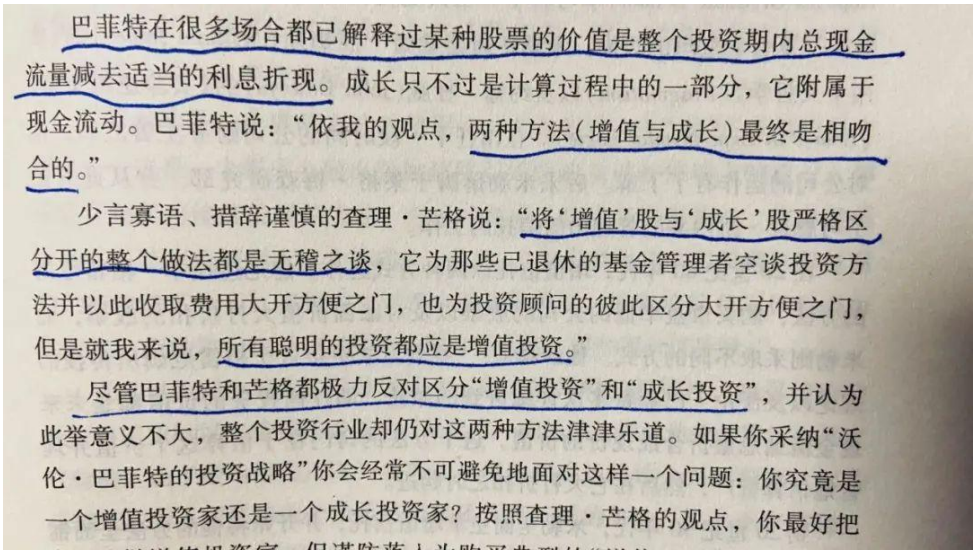
这两本书都是我之前读过的。收到后，又重新学习了一遍。

先说《巴菲特的投资组合》。

这是一本薄薄的小书。我之前看过的版本，是 2011 年的版本，也是华章出版的，译者是江春，仅 170 页。



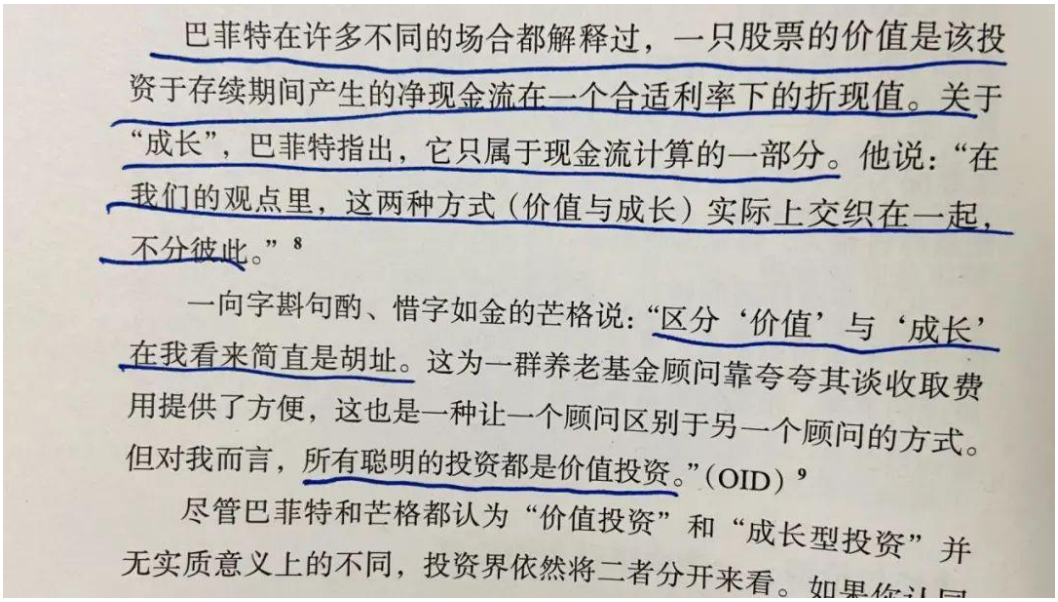
天南兄的译本，没有增加新内容，只是开本小了点儿，行距增加了点儿，最终 230 页。两本书放在一起，你立刻就能发现译者懂不懂投资，对于读者来说，实在是太重要了。我随便拍两页两位译者对同一段内容的翻译结果。



巴菲特在很多场合都已解释过某种股票的价值是整个投资期内总现金流量减去适当的利息折现。成长只不过是计算过程中的一部分，它附属于现金流动。巴菲特说："依我的观点，两种方法（增值与成长）最终是相吻合的。"

少言寡语、措辞谨慎的查理·芒格说："将'增值'股与'成长'股严格区分开的整个做法都是无稽之谈，它为那些已退休的基金管理者空谈投资方法并以此收取费用大开方便之门，也为投资顾问的彼此区分大开方便之门，但是就我来说，所有聪明的投资都应是增值投资。"

尽管巴菲特和芒格都极力反对区分"增值投资"和"成长投资"，并认为此举意义不大，整个投资行业却仍对这两种方法津津乐道。如果你采纳"沃伦·巴菲特的投资战略"你会经常不可避免地面对这样一个问题：你究竟是一个增值投资家还是一个成长投资家？按照查理·芒格的观点，你最好把

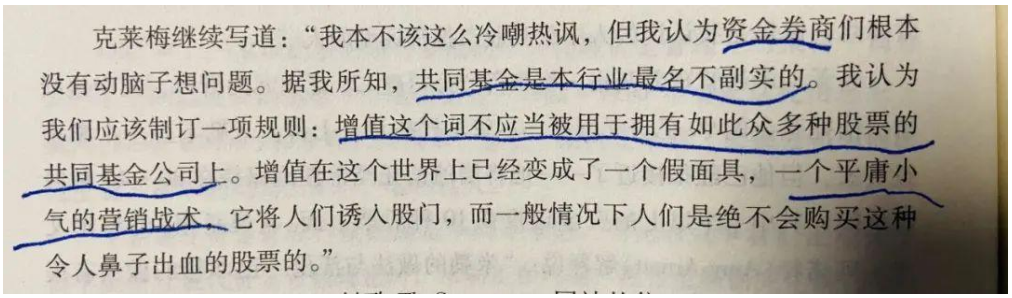


巴菲特在许多不同的场合都解释过，一只股票的价值是该投资于存续期间产生的净现金流在一个合适利率下的折现值。关于“成长”，巴菲特指出，它只属于现金流计算的一部分。他说：“在我们的观点里，这两种方式（价值与成长）实际上交织在一起，不分彼此。”[8]

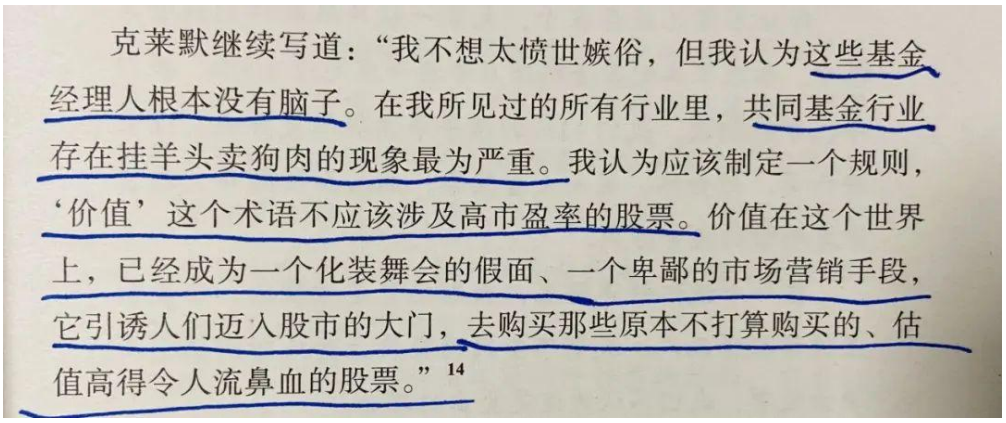
一向字斟句酌、惜字如金的芒格说：“区分‘价值’与‘成长’在我看来简直是胡扯。这为一群养老基金顾问靠夸夸其谈收取费用提供了方便，这也是一种让一个顾问区别于另一个顾问的方式。但对我而言，所有聪明的投资都是价值投资。”（OID）[9]

尽管巴菲特和芒格都认为“价值投资”和“成长型投资”并无实质意义上的不同，投资界依然将二者分开来看。如果你认同

（上为江春老版，下为天南兄新版）



克莱梅继续写道：“我本不该这么冷嘲热讽，但我认为资金券商们根本没有动脑子想问题。据我所知，共同基金是本行业最名不副实的。我认为我们应该制订一项规则：增值这个词不应当被用于拥有如此众多种股票的共同基金公司上。增值在这个世界上已经变成了一个假面具，一个平庸小气的营销战术，它将人们诱入股门，而一般情况下人们是绝不会购买这种令人鼻子出血的股票的。”



克莱默继续写道：“我不想太愤世嫉俗，但我认为这些基金经理人根本没有脑子。在我所见过的所有行业里，共同基金行业存在挂羊头卖狗肉的现象最为严重。我认为应该制定一个规则，‘价值’这个术语不应该涉及高市盈率的股票。价值在这个世界上，已经成为一个化装舞会的假面、一个卑鄙的市场营销手段，它引诱人们迈入股市的大门，去购买那些原本不打算购买的、估值高得令人流鼻血的股票。”[14]

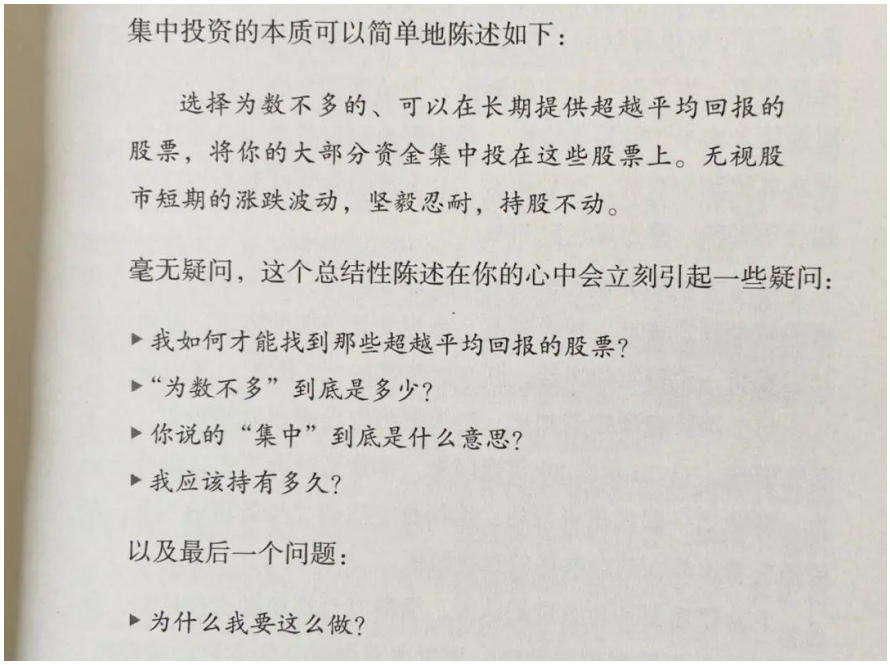
（上为江春老版，下为天南兄新版）

认真读读两段译文，我估计很多朋友根本就看不懂江春老版在说什么，说不定真的急的“鼻子出血”，恨不得把书拿去烧掉

而天南兄的版本通顺流畅，表达的意思清晰明了

不过，由于这本书的原作出版的时间比较早了，是 1999 年出版的。

其核心内容主要是阐述：



集中投资的本质可以简单地陈述如下：

选择为数不多的、可以在长期提供超越平均回报的股票，将你的大部分资金集中投在这些股票上。无视股市短期的涨跌波动，坚毅忍耐，持股不动。

毫无疑问，这个总结性陈述在你的心中会立刻引起一些疑问：

- 我如何才能找到那些超越平均回报的股票？
- “为数不多”到底是多少？
- 你说的“集中”到底是什么意思？
- 我应该持有多久？

以及最后一个问题：

- 为什么我要这么做？

这些内容，作者实际上在后来更新的《巴菲特之道（第三版）》里也有涉及。而《巴菲特之道》天南译本又可以说是投资必读书籍。

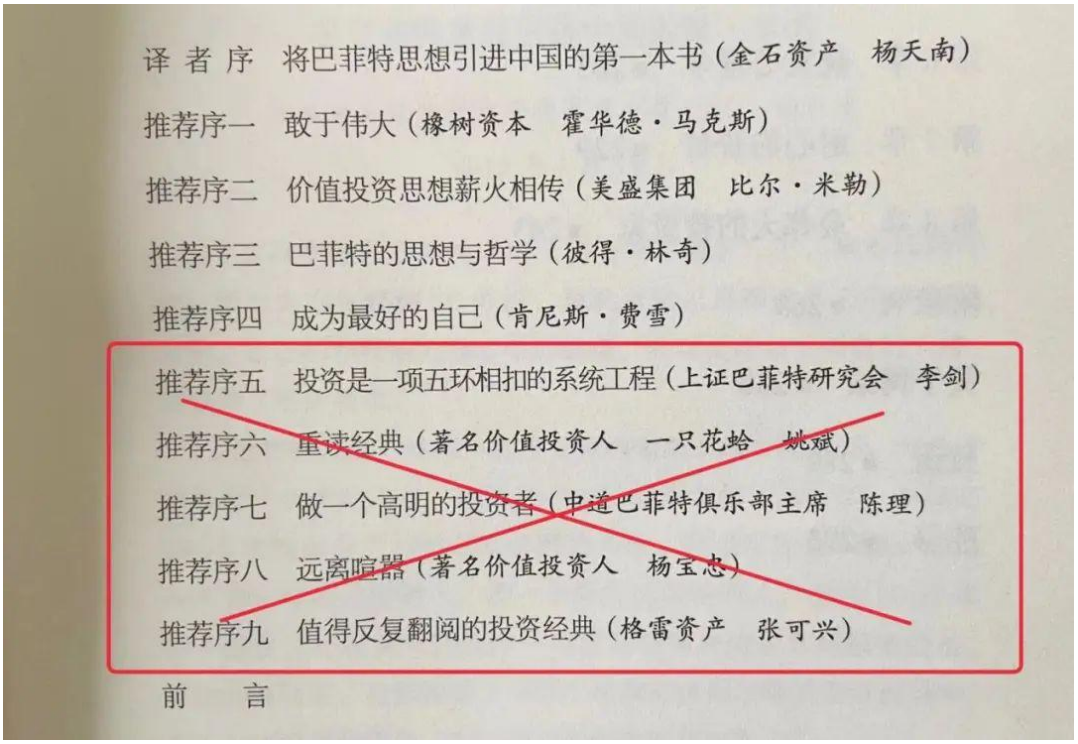
所以，二选一的话，我还是推荐大家读《**巴菲特之道**》天南译本——当然，时间和金钱允许的话，完全可以两本一起拿下。

天南兄一起寄给我的，还有今年新出的《巴菲特之道》典藏版。

我对比了 2015 年天南兄翻译的那版——照片里黄皮为 2015 版，白皮为 2021 版。

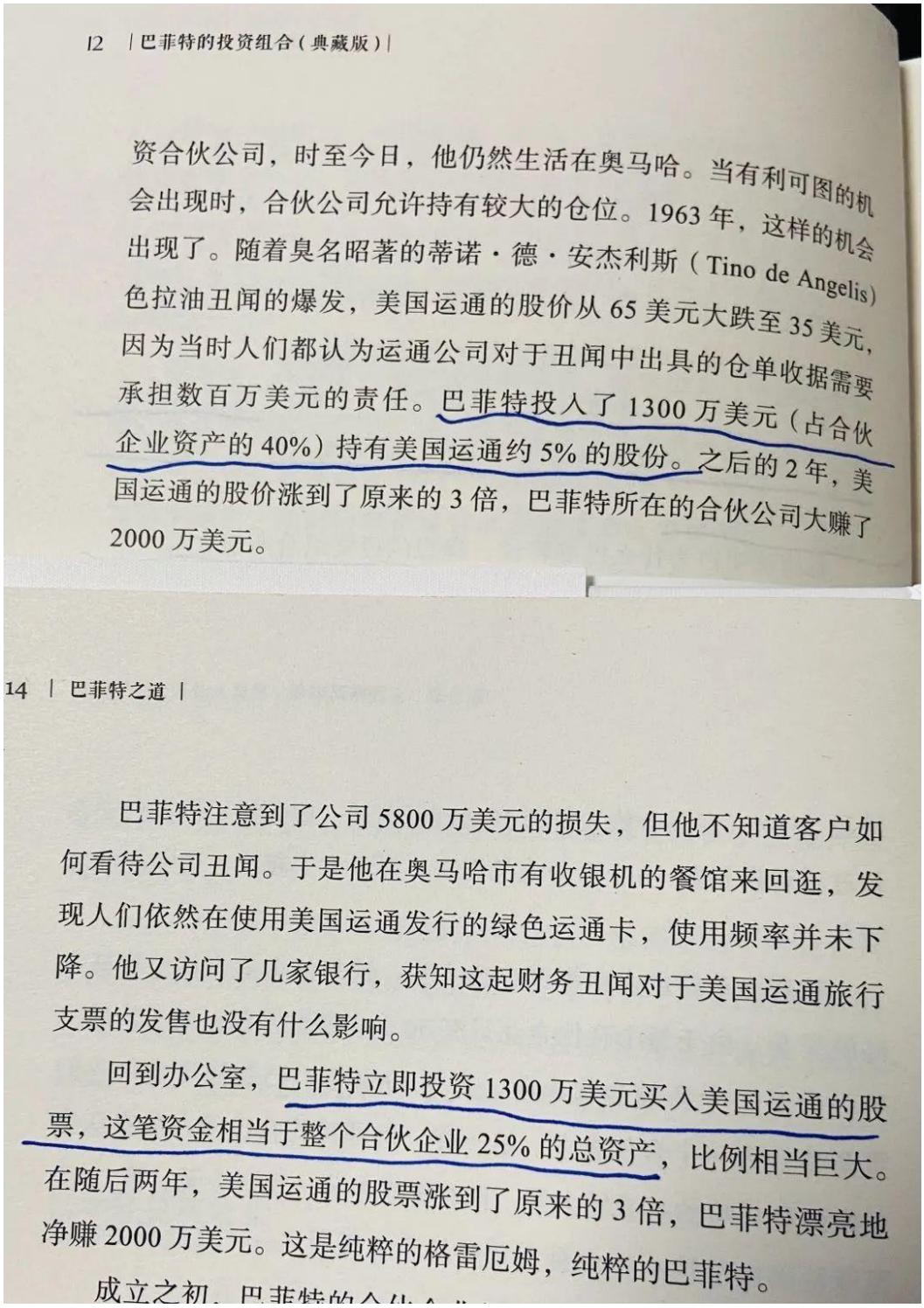
内容没有变化。

白皮的典藏版，只是删掉了前面 20 页国内投资者写的序言



所以，读哪本都无所谓，按爱好选购即可。

另外，指出一个与天南兄无关的原作错误。



12 | 巴菲特的投资组合（典藏版）|

资合伙公司，时至今日，他仍然生活在奥马哈。当有利可图的机会出现时，合伙公司允许持有较大的仓位。1963 年，这样的机会出现了。随着臭名昭著的蒂诺·德·安杰利斯（Tino de Angelis）色拉油丑闻的爆发，美国运通的股价从 65 美元大跌至 35 美元，因为当时人们都认为运通公司对于丑闻中出具的仓单收据需要承担数百万美元的责任。巴菲特投入了 1300 万美元（占合伙企业资产的 40%）持有美国运通约 5% 的股份。之后的 2 年，美国运通的股价涨到了原来的 3 倍，巴菲特所在的合伙公司大赚了 2000 万美元。

14 | 巴菲特之道 |

巴菲特注意到了公司 5800 万美元的损失，但他不知道客户如何看待公司丑闻。于是他在奥马哈市有收银机的餐馆来回逛，发现人们依然在使用美国运通发行的绿色运通卡，使用频率并未下降。他又访问了几家银行，获知这起财务丑闻对于美国运通旅行支票的发售也没有什么影响。

回到办公室，巴菲特立即投资 1300 万美元买入美国运通的股票，这笔资金相当于整个合伙企业 25% 的总资产，比例相当巨大。在随后两年，美国运通的股票涨到了原来的 3 倍，巴菲特漂亮地净赚 2000 万美元。这是纯粹的格雷厄姆，纯粹的巴菲特。

成立之初，巴菲特的合伙

在这位作者的两本书里，对于巴菲特买入美国运通的 1300 万美元占合伙资产的比例，阐述不同。

《巴菲特之道》说这 1300 万占合伙企业资产比例 25%，《巴菲特的投资组合》说占 40%。

25%是正确数据，40%是错误理解。

这两个数据之间的关系，可以看《巴芒演义》333 页第二自然段。

巴菲特之道（原书第 3 版）（典藏版）

作者：[美]罗伯特·哈格斯特朗（Robert G. Hagstrom）、杨天南 译

巴菲特的投资组合（典藏版）

作者：[美] 罗伯特·哈格斯特朗（Robert G. Hagstrom）、杨天南 译

其他。

《拥抱不确定性》是本浪费纸张、浪费时间的垃圾书，看完直接丢垃圾桶的那种。

全书 230 页，由 35 篇独立的小短文组成，估计是作者过去发表在报纸上的职场杂谈，毫无价值。

全书唯一有用的可能就是书名——取自第一篇短文的标题。

《上市公司并购案例精选》是一本超级厚的书籍。

上下册各两千页，搜集整理了 512 个上市公司重组案例，时间跨度主要是 2000~2006 年的。

虽然有 4000 页，但按照数量一除就知道，落在每个案例上也就七八页纸，三四千字，不可能深入的。

我也是兴趣使然，随便翻翻。不推荐购买。

老唐推荐过的书，都会放在“老唐荐书”里。

随时向书房发送“书”，就可以收到“老唐荐书”的书单。

点击本文下方的“阅读原文”也可以抵达。

庆文朱奕庆

老唐在看电子书，用的什么工具？

唐书房

我现在用腾讯口袋阅看小说，用 ipad air4 看年报。

MYFAIR

唐叔，又是我。2021.1.31 凌晨两点半，正在肝《价值投资实战手册》，我太笨了，以至于第二章的最后一节我从下午两点到现在一直卡住（小时候数学没学好，长大想炒股），不过还好，没有像巴芒一样看哭。我觉得我的知识接收速度慢的原因有两点：1.手工记笔记 2.愚笨 …

唐叔，您觉得我是否需要用更高生产力的工具来记笔记呢？或者，您的读书方式如此高效，有什么特别方法吗？求唐叔指点迷津。

唐书房

阅读也是有复利的，会越来越快的，别急

第902篇.　2021.01.30 - 对上海机场补充协议的理解和判断

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2021-01-30

本周五，上海机场披露预亏公告，预计 2020 年亏损十二三亿。

同时和日上上海，就机场免税店分成问题签署了补充协议。

这个倒是预料之中的事情。早在去年 11 月，老唐在《上海机场研究纲要》一文里就写过：

如果没有不可抗力，上海机场未来五年的收入和利润都不难预测。

但如果在疫情的不可抗力下，非航保底收入合同，依然可以不执行的。这是商业惯例。

因此，投资上海机场的情景其实就两种：一个是判断疫情受控的同时，股价还没涨上去的时候；二是疫情不受控，悲观情绪下，股价崩的很便宜。

反之，如果疫情受控，股价上去了，或者疫情不受控，但股价就是不下来，这笔投资均无法下手。

按照我对今天这份补充协议的理解。即便疫情受控，上海机场向上的空间也被锁死了。

上海机场只能在一种情况下投资，就是：股价被悲观情绪摧毁时。

在这个判断下，周一开盘，我会卖掉 2020 年 11 月 6 日以 66.66 元买入的 1000 股观察仓——再小的金钱也值得尊重图片

以下是老唐对这份补充协议的理解。

原协议规定的是：保底销售提成 vs 实际销售比例提成，上海机场按照其中较高的数字收，即**「下有保底，上不封顶」**模式。

预计年度保底销售提成为：

合同期间	预计每年保底销售提成（亿元）
2019	35.25
2020	41.58
2021	45.59
2022	62.88
2023	68.59
2024	74.64
2025	81.48
合计	410

这种情况下，上海机场每年最坏情况下能够获得多少净利润，是可以大致计算的。至于最好，当做安全边际就好。

昨天披露的补充协议，改变了这个情况。

补充协议写的有点绕，老唐尝试中翻中一下。

首先，补充协议将国际客流量分为两种情况：

①当月实际国际客流量≤2019 年月均国际客流量的 80%；

②当月实际国际客流量＞2019 年月均国际客流量 80%。

注：国际客流包括港澳台地区。

据我积累的数据，2019 年上海机场国际客流量实际数据是 3851.36 万人次，占全部旅客吞吐量 7615.35 万人次的 50.6%。

因此上面这两句话，可以干脆利落地转换为：

①当月实际国际客流量≤256.76 万人次；

②当月实际国际客流量＞256.76 万人次（后文数据的万=万人次）

第一种情况下：月实际国际客流量≤256.76 万时，原约定保底失效。

上海机场所得=135.28 元×月实际国际客流量×客流调节系数×面积调节系数。

其中客流调节系数，按照月实际国际客流量与 2019 年当月实际国际客流量的比率（注意，不是月均，是 2019 年同一月份的实际国际客流量），从 30%到 120%，设置了从高到低递减的系数。

而面积调节系数，则是按照实际开业面积占合同总面积的比例，从低于 10%至高于 70%设置了从高到低递减的系数。

如果日上上海到了关门停业的地步，上海机场也就不收钱了，共渡难关。

这两个系数的具体数据没有披露。

它的目的是在实际客流没有归零的情况下（国际航班依然运营），客流量越少，上海机场从单个客人身上提取比例越高一点点。

对投资者而言，这个系数准确数字是多少，不重要。按照中免的说法，这个系数就是拍脑袋的，主要就是双方一致认可，绝对不可以让上海机场连续两年亏损，被 st。

所以这个系数的设定，就是为了在比较糟糕的情况下，保证上海机场 2021 年不能是亏损。

真正用到这个系数的时候，上海机场一定是负增长（相比 2019 年），而且净利润也少的可怜。

届时，对于公司的投资价值和股价表现而言，都是朝下的推动力，系数大点儿小点儿，程度差异不会太大

第二种情况，当月实际国际客流量＞256.76 万人次时，日上上海支付给上海机场的费用=对应年度保底销售提成/12。

但是，“对应年度”究竟是哪年，双方约定了一个细致化的对应表。

年度	年实际国际客流 X （单位：万人次）	年保底销售提成 （单位：亿元）
2019	X≤4172	35.25
2020	4172＜X≤4404	41.58
2021	4404＜X≤4636	45.59
2022	4636＜X≤4868	62.88
2023	4868＜X≤5100	68.59
2024	5100＜X≤5360	74.64
2025	5360＜X	81.48

按照这个表格，2021 年，如果当年实际国际客流量高于 4404 万，则“对应年度保底销售提成”就是 2021 年的 45.59 亿元。

但是如果 2021 年实际客流量落在表格 2020 年数据区间，则 2021 年的对应年保底销售提成，就是 2020 年表格对应的 41.58 亿。

举个例子说这个绕口令，比如 2021 年 3 月，国际客流量 260 万，满足＞256.76 万的条件，当月应付上海机场的销售提成怎么计算呢？

依然还要看 2021 年结束后，实际的国际客流量数据——这之前双方是否预支预付，不重要，反正都是跑不了的大企业，最后轧差就是了。

如果 2021 年结束后，全年实际国际客流量是 4500 万人次，那么 2021 年 3 月的应结费用=45.59/12≈3.8 亿。

如果 2021 年结束后，全年实际国际客流量是 4300 万人次，落在 2020 年表格约定客流量人数 4172~4404 万之间，那么 2021 年 3 月的应结费用=41.58/12≈3.5 亿（41.58 亿为 2020 年对应的年度保底）；

同样，如果 2021 年实际客流量是 4100 万，落在 2019 年约定的＜4172 万区间，那么，即便 2021 年 3 月当月的客流量超过了 256.76 万，但当月应结费用=35.25/12≈2.9 亿（35.25 亿是表格里约定的 2019 年度对应保底）

另外，由于 2022 年~2025 年合同所涉及的面积，要比 2019~2021 年大 24.11%——原 T1 航站楼合计 3286 ㎡续约造成的，2022 年之前的合同只涉及 13629 ㎡。3286/13629=24.11%。

所以，如果 2022~2025 年的实际国际客流量落在上表 2019~2021 年区间，则上海机场分成=对应年份保底分成×1.2411。

比如 2022 年，若年度实际客流量 4350 万，落在 2020 年的约定区间。

那么，如果 2022 年 8 月实际客流量超过 256.75 万人次，则当月应结费用=41.58×1.2411/12=4.3 亿。

其他同理。

但是，这个补充协议有个问题披露的不够清楚——或者说容易引发误解。

原合同约定的是“月实际销售提成和月保底销售提成，两者取其高的模式”，即**「下有保底，上不封顶」**的模式。

补充协议中，没有再提“如果实际销售提成，比保底提成高”时，应该怎么计算。

也就是说，现在究竟是“下不保底，上不封顶”，还是“下不保底，上有封顶”？

按照我个人对现有披露信息的理解，**我认为补充协议后，变成了对上海机场非常不利的「下不保底，上有封顶」。**

也就是说，合同期内，年度销售提成的上限，就是上表里对应的当年保底。

比如说，2021 年哪怕有 1 亿老外飞到浦东，年度销售提成也只能按照“当年度对应的年保底销售提成”即 45.59 亿计算，而不是原合同约定的“实际销售额×提成比例（42.5%）”。

支持我做出这个判断的原因，是公司披露的补充协议条款，对于国际客流量只分了两种情况：

①小于等于 2019 年实际月均国际客流量的 80%；

②大于 2019 年实际月均国际客流量的 80%。

严谨的说，那怕是 500%，也是属于大于 80%的一种情况。

这个从法律意义上，没有歧义。

而且我估计这么重大的信息，公告错误的可能性很小。

在现有信息下，我认为这是一份**利空上海机场、利多中国中免**的协议。

上海机场未来五年的确定性丧失，投资逻辑需要推到重来。

虽然这个补充协议的相关信息，在本周三（1 月 27 日）的中信券商调研记录里已经暴露出来（涉嫌信息披露违规）。

而上海机场股价也正是从周三中午开始上涨的，似乎反应了机构对该补充协议的看法是“利好上海机场”。

但我仍然计划周一，将手头 1000 股上海机场观察仓卖出

我认为对上海机场的投资逻辑，需要按照民航界对疫情及国际客流量的判断，重新估算后再考虑。

当下民航界的基本判断大致是：

中性情况下，上海机场国际客流可能 2023 年恢复到 2019 年水平。

悲观情况下，2025 年恢复到 2019 年水平。

注意，以上观点，仅为个人看法分享，不保证正确，也不为任何人的操作负责。请独立思考，自主决策，并承担决策后果

杰森 沙龙经营者

请教一下，既然 完全不利于上海机场只有利于中免 为什么上海机场要签这么不利的补充协议呢？不能谈判一下争取稍微有利与自己的吗？

唐书房

谁不想呢？关键是中免此刻可以直接掀桌子，劳资不要 5 亿保证金，撤摊摊，国内谁能接下这个盘呢？你是上机，你会选择赚一次性的 5 亿，让场子空着吗？

二狗子

至少是下不保底

唐书房

其实下不保底，反而是中免将就上海机场。否则中免就直接放弃 5 亿保证金，违约了。因为承受不了。

彭芳田

个人认为老唐的理解有失偏颇，在老唐面前班门弄斧，见谅：

1、这个协议并不能简单理解为“下不保底，上有封顶”，客流量小的状态下的计算方式，系数是可调节的，是用于反向推导以保证上机 21 年不亏损。如果简单按提成计算，上机能拿到的会更少。又或者中免直接拍屁股不干，赔五个亿违约金完事。你上机之后重新招标，谁能吃得下，这个时候谁愿意吃？疫情属于不可抗力，这个协议本身反应的是上机和中免友好协商共渡难关的一个状态，没必要过分解读。

2、从这个协议上看，中免在接下来几年会有很大动力在上机这个渠道发力（中免也认定上机是最优渠道），因为他只需要支付固定成本。而他做大这个渠道之后，2026 年开始的新协议，上机又会有新的议

价基础。个人判断随着疫情结束，还是会有以保底+部分扣点的形式合作的，只是扣点大概率会下降。但这个蛋糕一定是越来越大的，最终大家拿到的不见得会少。

3、上机未来十年（甚至更长时间）增速大概率仍能维持 15%的水平，对于这样的永续经营天然垄断的企业，给什么估值就见仁见智了，又或者至少可以横向对比一下品牌消费品。

唐书房

你的第一句“这个协议不能简单理解为下不保底、上有封顶”，我不同意。我认为这是掩耳盗铃，视基本事实而不见。除此之外，你写的 1 和 2 两条，我全部同意，我也是这么认为的。而且我很奇怪，你如何在不认为是“上有封顶”的同时，写下“中免未来几年只需要支付固定成本”的

邢

老唐您好，如果 2021 年流量超过 5360 万人，那当年对应的保底是按 2021 年还是 2025 年呢？感觉按 2025 年才合理呀？

唐书房

2021

邢

那这样显然对上机不公平，不过这种可能性很小很小

唐书房

目前的协议，其实是中免在帮助上海机场托底。对上海机场而言，非常公平，是中免着眼于长期合作的考虑。

第903篇.　　2021.01.30 - 老唐实盘周记2021/01/30

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2021-01-30

本周交易

周一，海康触及第二卖点 6380 亿，卖掉了手中所剩海康的一半，成交均价 68.5 元。

卖出后的钱暂时也没有什么地方去，还是丢给了恒生 ETF，成交均价 1.57 元。

周一分众也触及了卖点 1815 亿。而且瞎猫碰个死耗子，1815 亿正好是全天最高。

但我早早委托的 12.36 元卖出，还是手慢了，排队靠后，没成交。然后分众从 12.36 元跌到 10.60 元，跌幅超过 14%。

是谁在前面抢跑了？站出来，坦白从宽、新疆搬砖；抗拒从严、回家过年。敢站出来的，一律打成熊猫儿

——开玩笑的，别认真。我不介意谁在前面抢跑，因为我的策略本来就侧重的是尽量不卖。

抢跑不抢跑的，对我来说，无关紧要。欢迎随便抢

当前持仓

目前持仓茅台 27%，腾讯 25%，洋河 19%，分众 8%，古井 B7%，海康 3%，恒生 ETF12%。另有上海机场和福寿园各 1000 股观察仓不计。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	理想买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	27%	24000±10%	<12000	29700	26583	2116.18	5.91%
腾讯控股	25%	66000±10%	<33000	72500	54183	681.50	20.83%
洋河股份	19%	3850±10%	<1925	4700	3074	204.01	-13.55%
分众传媒	8%	……	<700	1815	1594	10.86	10.03%
古井贡B	7%	770±10%	<385	900	486	116.50	7.88%
海康威视	3%	4840±10%	<2420	6960	5886	63.00	29.87%
恒生ETF	12%					1.477	3.21%
沪深300						5351.96	2.70%
上证指数						3483.07	0.29%
2021/1/30			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8287	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	理想买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	27%	24000±10%	<12000	29700	26128	2079.95	4.10%
腾讯控股	25%	66000±10%	<33000	72500	55409	691.00	22.52%
洋河股份	18%	3850±10%	<1925	4700	2906	192.83	-18.29%
分众传媒	8%	……	<700	1815	1710	11.65	18.03%
古井贡B	6%	770±10%	<385	900	478	113.67	5.26%
海康威视	5%	4840±10%	<2420	6380	6236	66.74	37.58%
恒生ETF	10%					1.542	7.76%
沪深300						5569.78	6.88%
上证指数						3606.75	3.85%
2021/1/23			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8358	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同，而发生小幅变化；

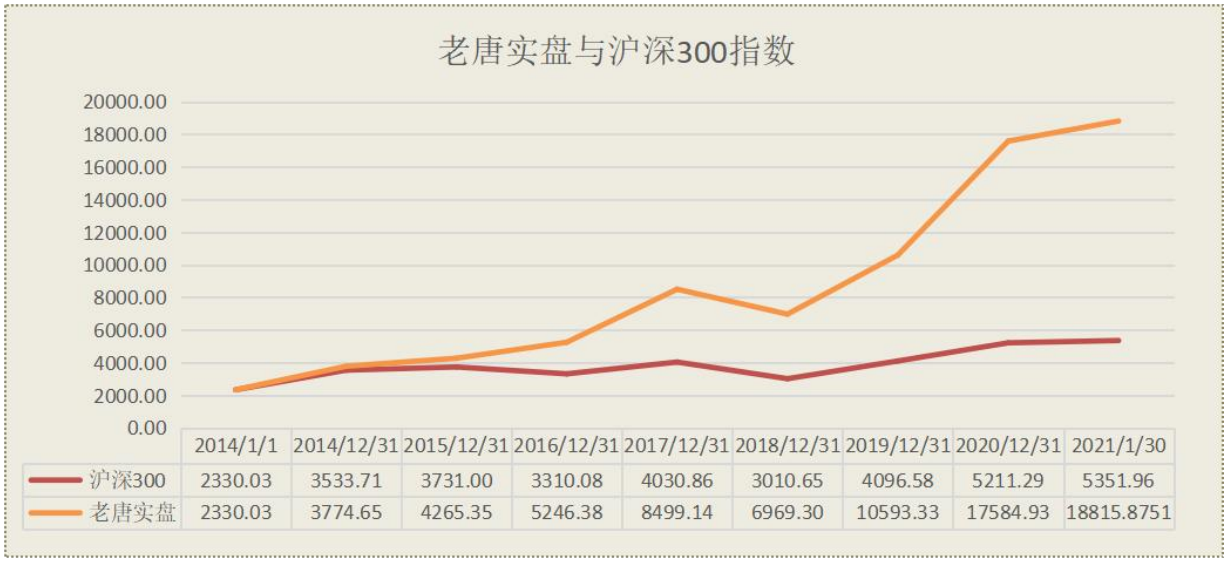
②仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2021 年内收益 7%（四舍五入数据）

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，66%，7%（均不含新股中签收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 808。以 7.08 年折算，年化收益率约 34.3%。



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/1/30
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	5211.29	5351.96
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	17584.93	18815.8751

重要事项

1. 先来碗鸡汤

本周市场波动比较大，据说很多投资者损失惨重，但应该不包括书房的朋友们吧？

因为我看自己的实盘，这周其实是微涨 0.2%的

不过，也必须承认，这个“微涨”，过程确实不够温柔。

周一，市场先生送老唐一笔巨款，大约相当于老唐 33 岁转型宅男（2006 年）之前，积累的全部身家——是身家哦，不是指股票市值。

接下来三天，他又耍赖不认账，全部要回去了。结果全周就等于周五开盘一天，微涨 0.2%。

不用猜也知道，很多朋友会难受的想：为什么周一不先清仓，把市场先生送的 33 年身家装进兜里再说？

这问题已经有朋友问过了。老唐给的答案是：那样你就收不到未来市场先生送的 44 年身家了。

之所以能一天收到 33 年身家，就是因为面对 11 年身家、22 年身家乃至 32 年身家的时候，坚持“买点买、卖点卖、中间呆坐不动”的策略不变，拒绝“落袋为安”，拒绝灵机一动的盘感，拒绝见机行事的小聪明。

他们互为因果。妄图两头逮住的人，我个人认为结果只能是徒耗青春，收获年纪一大把、教训一大堆

相信未来。你的未来，很可能面对一天亏几千万，甚至亏几亿的日子

与之相比，这几天的跌幅完全是洒洒水，纯粹是为了给你的心灵加“茧”，为了让你能够平静面对即将到来的巨额财富。

再送两段老唐旧帖

> **唐朝**
> 2015-12-02 16:17 · 来自 Android
> 股市上涨一段后，就会有很多朋友逐渐发现：股市里最难的，不是选股，不是抄底，不是死扛，不是一篮子金叉死叉酸辣粉明司机…，而是如何在账户里仿佛有台印钞机开工的状态下，能保持（或假装）不闻不问、漠不关心。
>
> 新手喜欢找干货，满足换来换去的欲望。老手喜欢找乐子，转移挣钱太多的压力。

> **唐朝**
> 2016-08-10 16:16 · 来自雪球
> 回复@一买就套: 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//@一买就套:回复@唐朝:我的经验是空仓不动难，满仓套牢不动容易啊。哈哈哈

这“啥也不干”，即包括不产生新的交易，也包括不修改原有买卖计划。

在连续的大涨之后，最常见的言论就是好企业就不应该卖，所以设定卖点是错误的，是应该开除出价值投资队伍的蠢事，是意图赚市场波动的钱，是不自量力等。

总之一句话，赶紧修改你的卖出计划吧，否则未来的涨幅会将你的脸打肿

涨的久了，乐观情绪自然就起来了。这是任何人都避免不了的，包括西海岸哲学家查理.芒格。

此时最适合的，就是回顾芒格老先生那著名的、关于两万亿美元可口可乐的演讲和后来的反思（参看《巴芒演义》292~293 页）。

在 2018 年市场最黑暗的时候，我写过**《投资要警惕左，但主要是防止右》**，文章内容是“股市赚钱其实并不难”，阻碍投资者赚钱的主要是右倾投降主义，是对市场的恐惧。

今天，如果再写一篇这样的文章，我会将文章题目换过来，改成《投资要警惕右，但主要是防止左》

此时，阻碍投资者赚钱的主要是左倾冒险主义。是对想象中利润的贪婪，即怕自己买少了牛股，也怕自己没有卖在最高。

2.洋河人事变动。

本周洋河披露董事会换届公告。

现任董事长王耀不在董事候选人名单里，原洋河镇党委书记张联东替代了王耀的名额，且名列候选董事第一位。

很明显，张联东是来替换王耀担任洋河董事长的。

有朋友问我对此怎么看，我说不了解张联东这个人，暂时没有看法。

又有朋友担心张联东一直是从政的，突然来到企业，会不会产生外行领导内行，将企业带偏。

老唐是这么回答的：

“单看这个身份转换，无法评估什么。洋河发展过程中最大功劳的两任董事长，杨廷栋是从泗阳县县委副书记调过去的，张雨柏是泗阳县副县长任上调过去的。

两个人最后都是白酒行业里众口称赞的顶尖级企业家。反而是王耀，那可是从洋河酒厂制曲车间一步一步做上来的。”

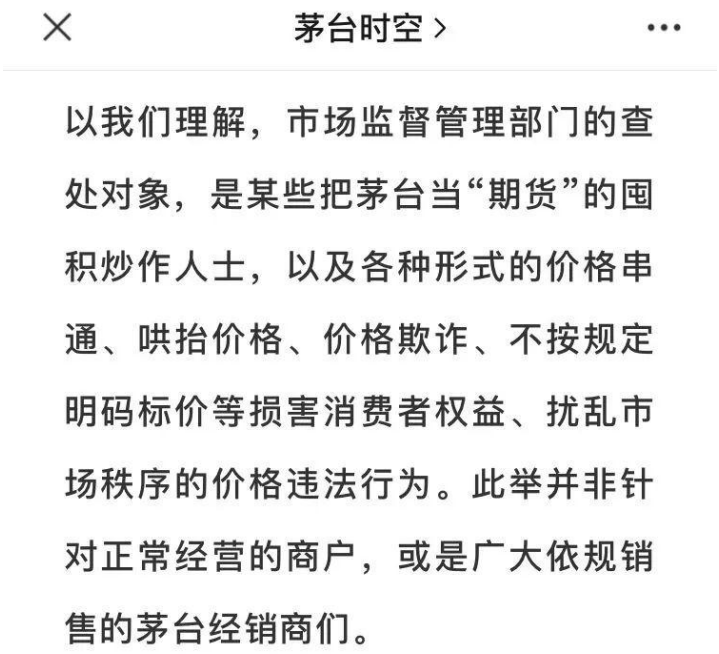
大致就是这么个观点。新董事长对洋河的价值，必须要观察更多言行之后才能给出判断。

3.据传上海市监局对超过 1499 销售的茅台予以没收。

本周市场有传言说，上海市监局严打茅台加价销售。对于超过茅台零售指导价 1499 元销售的，一律实施没收。

这个事情，目前还不知真假。

我看茅台时空前天发了条“辟谣”，用语也是含含糊糊的，并没有直接否认。感觉辟谣之后似乎事情更加可信了



如果这事是真的，再有人说他们是猪头，我会替猪鸣不平，这涉嫌严重诋毁动物

市场零售价 2500~3100（散瓶和原箱的差异），你说 1499 以上的没收。

用后脑勺也能想出来，经销商能做的举措至少有：

①雇佣一群民工或职业黄牛来买光自己的酒，然后送到自己的仓库去，伺机通过其他渠道出售；

②索性直接下架所有 2020 年茅台。只销售价格不受管控的其他年份的茅台酒。

比如 2017 年茅台，目前就成交价就在 6000 元出头。等 2022 年再来卖 2020 年出厂的茅台；

③再或者，买别的产品送价值 1499 的茅台。

比如一瓶从没有听过品牌的智利产葡萄酒，售价 3200 元，送一瓶价值 1499 元的茅台。

不信市监局和茅台公司，有能力去查全市场所有产品的价格。

网上有很多调侃，说经销商群体现在没有茅台，只有贵州 53 度矿泉水，53 度娃哈哈……

还有买怡宝送茅台的货架照片流出来。

我怀疑是 PS 的恶搞，它代表着对某号称市场经济的国家监管机构无情的嘲笑

继续折腾，等这些措施一一成为笑话的时候，等再有几个高管身披黄马甲背诵监规的时候，再来学习利用“千规律、万规律，经济规律仅一条”。

这些家伙，是不是特朗普下台前安排来的卧底，职业递刀手？

商务部新闻发言人发表谈话指出，改革开放以来，中国已经建立并不断完善社会主义市场经济体制，得到国际社会的广泛认可。美方无视中国市场经济建设取得的巨大成就，继续认定中国为“非市场经济国家”，是对中国实际情况的严重歪曲。

4. 上海机场预亏及修改协议。

本周五，上海机场披露预亏公告，预计 2020 年亏损十二三亿。

同时和日上上海，就机场免税店分成问题签署了补充协议。

这个倒是预料之中的事情。早在去年 11 月，老唐就在《上海机场研究纲要》里就写过：

如果没有不可抗力，上海机场未来五年的收入和利润都不难预测。

但如果在疫情的不可抗力下，非航保底收入合同，依然可以不执行的。这是商业惯例。

因此，投资上海机场的情景其实就两种：一个是判断疫情受控，股价还没涨上去的时候；二是疫情不受控，悲观情绪下，股价崩的很便宜。

反之，如果疫情受控，股价上去了。或者疫情不受控，但股价就是不下来，这笔投资均无法下手。

按照我对今天这份补充协议的理解。即便疫情受控，上海机场向上的空间也被锁死了。

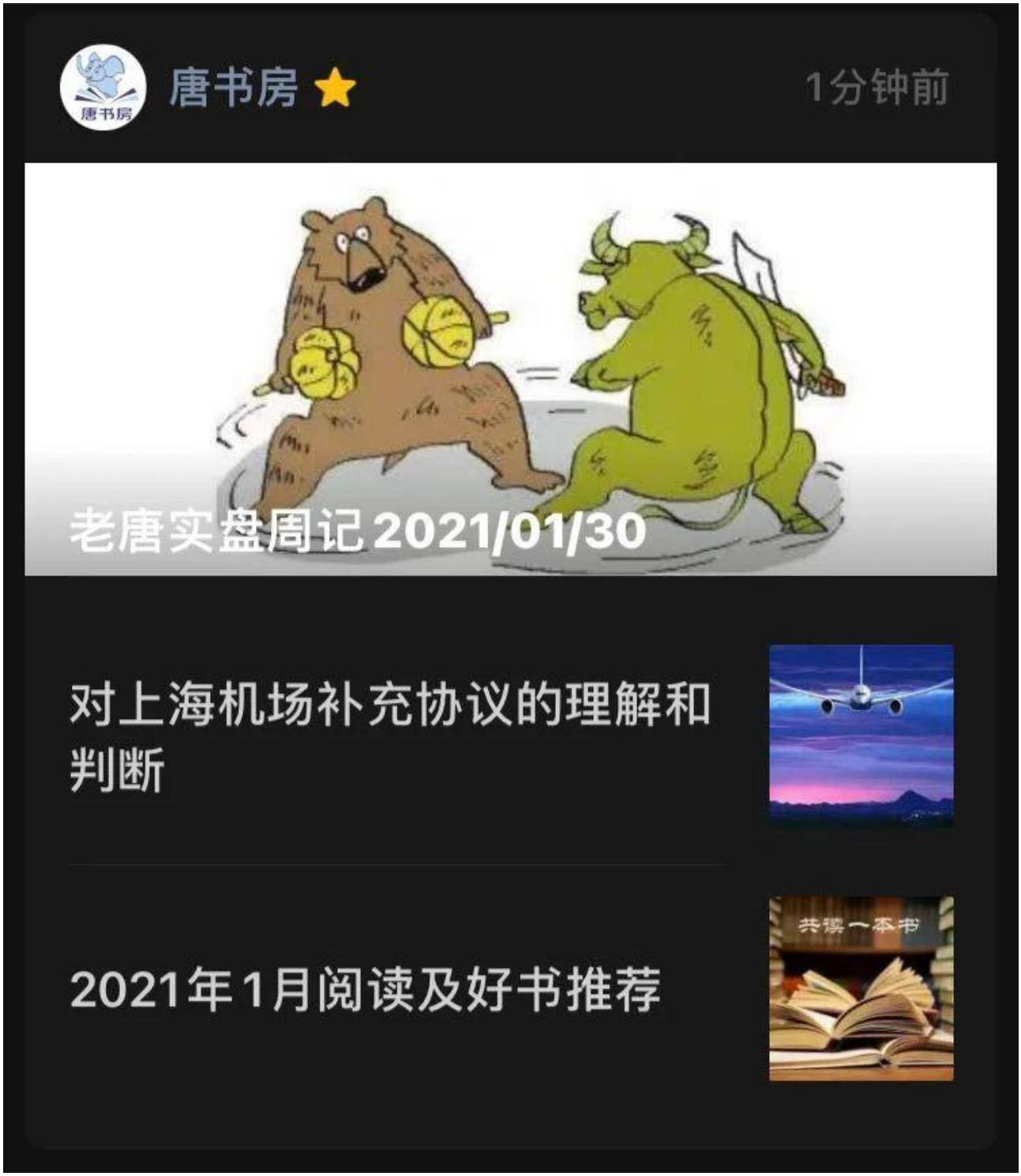
上海机场只能在一种情况下投资，就是：股价被悲观情绪摧毁时。

在这个判断下，周一开盘，我会卖掉 2020 年 11 月 6 日以 66.66 元买入的 1000 股观察仓——再小的金钱也值得尊重

这是结论。

关于协议的具体内容及分析，不小心写长了

我单独分拆为一篇文章，放在今天的第二条。感兴趣的朋友，可以点击阅读。



请注意：以上观点，仅为个人看法分享，不保证正确，也不为任何人的操作负责。请独立思考，自主决策，并承担决策后果

5. 本月阅读

本月读完 6 本，再读状态 2 本

其中，有三本好书推荐。也是不小心写长了，只能分拆出去

详见今天的第三条《2021 年 2 月阅读及好书分享》。

6. 本周有 1 篇读书笔记入选。

入选笔记是：论“地”——by@高传江

请这位朋友留下收货地址——如果选择老唐的四本书签名套装做奖品。或，留下微信号——如果选择加老唐微信好友做奖品。

无论是否入选，输出本身已经是对自己的巨大帮助，是非常深入的学习过程。我相信所有写过读书笔记的朋友，都会有这个感触。

借着这个激励，将双手放在键盘上，给自己一个成长的机会吧！

7. 本周运动

本周因有几天空气质量不好，只跑步三次，单次 10 公里。

结果又胖了 2 两，从 86.6 变 86.7kg 了（175cm）

下周预计交易

无

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。

文中提及的任何个股或基金，都有**腰斩**或翻倍的风险。

坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记。

祝朋友们周末愉快

Spencer

请问卖出海康单纯是因为贵吗？便宜了会买回来吗？有贵到极端泡沫的程度吗？海康的基本面有什么问题吗？

唐书房

是，会，有，没。

1376

老唐，开个玩笑，也算是提问，分众的卖点，难道市值差一个亿，或者个股股价差两三分钱都不行吗，如果挂低几分钱，不就成交了。比如一只股票预期 100 块卖出，99.95 也没有差多少啊

唐书房

重要的不是多几分钱或少几分钱，重要的是绝不按照市场先生的指挥棒行动。

王

恒指 etf 下跌，不知道唐兄怎么看呢？

唐书房

这也要看？那不累死股票不是涨就是跌，有啥值得看的呢！

ホポ彡

作为四川的鄙视洋河酒，根本不是酒，而且之前从邛崃拉酒曲的事也是真的。上海机场疫情好转定得

很快上三千亿，凭那么多基金持续买入就知道。上海机场更是一个免税店。

唐书房

①邛崃买基酒，是道听途说的陈芝麻烂谷子了。②我从来不靠别人的买卖行为来判断股价

张华

问老唐一个疑惑很久的问题了，如果在牛市高点，很明确大概率接下来就是股灾或者阴跌，你会继续拿住优质股权穿越牛熊呢？还是果断清仓转战其他战场？

唐书房

我从来都不晓得哪里是牛市高点，所以这个问题对我来说不存在

张华

我是说如果，如果。假设条件成立，会是什么思维模式？

唐书房

没什么如果。我永远不会知道哪里是牛市高点的。

大道至简，慢即是快

老唐，上海机场以你 66.6 元的价格已经够低了，今年四月份疫情期间市场恐慌的时候股价才砸到 60 元左右，这么低的成本恐怕以后很难见到了。你有成本优势为何不继续拿着观察一下？

唐书房

持不持有和成本一毛钱关系也没有。我就是 100 的成本，或者 5 元的成本，目前的决策也是一模一样。

东瓶西镜

为什么你的海康两个卖点这么接近？第二个卖点怎么来的呢？

唐书房

第一卖点×1.1=第二卖点。第一卖点×1.2=第三卖点。

第904篇.　　2021.02.02 - 书房拾遗2021年第3期

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2021-02-02

前言：书房有些问答，有记录和分享价值，却因散落在不同地点，部分朋友可能看不见，挺可惜的。

老唐尝试顺手将它们拾起来，做个保存和分享，命名为《书房拾遗》。

收录过程中，在不改变原意的情况下，对问答原文或许会有少量补充和修订。

大概每凑够三四千字，就推送一期。今天是 2021 年第 3 期。

@匿名：求教唐老师，本人四十出头，大型国企工作，年薪较高，但近期工作上、人事上问题很多，烦恼无比。

我 17 年以来关注唐书房，投资理念得到了具体化和明确化，18 年下半年以来，虽然投入不太多，但

整体也赚了近 2 倍。

现在考虑是否辞职做职业投资，像唐老师那样。请唐老师指教一二，拜谢（2021/01/25）

@唐朝：①我不是职业投资，我平均一天花在投资相关的事情上，估计不会超过 1 小时；

②投资本身无需专职，花费大量时间，也不见得就能提高回报率，甚至效果为负；

③为了职业投资而放弃工作，我认为不值。

但如果是不喜欢上班，不喜欢社交，喜欢自在闲居，资产也支持自己按照喜欢的方式生活，那倒是辞职也无妨。

@大隐隐于市：寻求心灵上的宁静也不一定非得辞职。完全同意唐老师的观点。

自从遇见唐老师，我感觉在工作上反而多了一点笃定，遇上难事基本可以做到对事不对人，心里多了一份自在，我又不是只有这一口饭吃。结果工作反而顺利多了。

我的理想是做一个隐秘的投资者，有一点点和周围藏猫猫的兴奋感。

@瞅地的农民：”我又不是只有这口饭吃“，精辟！这是价值投资给我们带来的底气。

@浩然斯坦：反过来想，因为投资有方，工作得会更加舒服。

工作上，付出更多的努力不一定得到等值的回报，一旦遇到职业天花板，辛苦工作的边际效益会越来越低。投资收益有时间的复利，工作收入线性增长都不见得有。

因为有不错的投资收益，我不必为多得到 20%的收入提高，逼迫自己付出多付出 100%的辛劳；

我不必对领导曲意逢迎花式跪舔，不必在酒桌上强迫自己卖力表演。

因为有足够的睡后收入，所以我可以选择更舒服的方式获得睡前收入。

@唐朝：对，关键是想清楚自己究竟想要什么样的生活，而不是拿''有更多的时间去职业投资''作为逃避工作的借口。

@瞅地的农民：唐师，您每天平均只 1 个小时花在投资相关事情上，长期维持大量的输出，是如何做到的？

我平均每天 4-6 小时学习，感觉吸收您的输出的知识都跟不上节奏。

@唐朝：别误解，除了这大概每天一个小时和投资相关阅读和思考之外，我每天还有很多时间花在与投资无关的阅读上。

@伯涵：工作与否，并不是区分是否“职业投资”的关键。我的理解是，要有选择的权利，（因为喜欢）所以选择有份工作，（因为不喜欢）也可以有随时辞掉工作的能力。

@潜心而行：努力赚钱的目的就是为了以后在做选择的时候，不会因为钱而放弃某些选择。

@大陆：何以解忧，唯有暴富。钱够花，辞职不需要理由。钱不够花，投资用不着辞职。

@唐朝：对。我记得有个很冷的段子是这么说的：''钱不能解决问题是错的，正确的说法是你那点儿钱不解决问题''。

是个调侃的段子，我们要承认金钱的确不是万能的，但金钱大概可以解决世间万分之九千以上的问题。

@伊美：“正确的说法是你那点钱不解决问题”，笑死了，哈哈哈哈哈

@随意：最近的市场貌似热起来了，有一个问题想请教老唐。按您的投资思想，个股可以得到比较好地把握。

但如果个股还没到目标，而整个市场开始高估了，很可能大幅或长期下跌。

时面对持股已经丰厚的收益，投资者该怎么办？谢谢（2021/01/27）

@韩水山人：凉拌，独坐敬亭山，相看两不厌。

@播：我觉得老唐不会去管市场是否高估，牛市还是熊市，老唐只看企业的盈利能力。真坐过山车那就只能坐喽～

@唐朝：上面两位说得对。

@懒羊羊：想请教大家，手财一般大家都是看过几遍呢？为什么我看手财感觉什么都记不住呢？

有的内容前面看的时候感觉懂了，可后面再出现相同内容的时候我又忘了。

我想问大家这是看的太少还是什么原因？是不是需要把唐老师的手财给背下来呢？（2021/01/28）

@林子：我是看完一遍之后开始看财报，看财报的过程中有碰到问题再回头去翻手财。

第一遍是 2015 年看的，因为 17-19 年忙于工作生病什么的基本没看财报，去年又看了一遍手财。然后现在正在看新手财，准备看完继续看财报～

@唐朝：林子说的对，主要是要用。

读完书找份自己感兴趣的财报，一路看过去，不懂就翻书，基本上有一两次后，财报概念就掌握了，能看懂财报说的是什么了。

至于通过财报数据和迹象去排雷和理解企业，则需要多看，需要时间积累，没有谁是短期内就熟练掌握的[握手]

@耐心久远：老唐说的路子，就是学习的路子。一切的学习，都是先学习，然后写作业。

书看一遍懂了后，然后赶紧的写作业(看财报)，不懂的再返回来学习书，这样搞几遍，知识就学会了。

@赖思颖：唐叔，我今年 25 岁。进工厂做模具加工 8 年了，请问怎样像您一样 30 岁能做个总经理图片？（2021/01/27）

@唐朝：努力给别人创造出巨大的价值，让所有和你接触的人，都能因你而获得巨大收益。

努力让企业离了你就不转了，或者至少转速会变慢。然后，总经理职位就唾手可得了。

@秋水：老唐，海康，分众你认为是赚了市盈率的钱还是业绩的钱？（2021/01/27）

@唐朝：All cash is equal，分它们干嘛，赚业绩的钱特别有贵族气质些，赚市盈率的钱就是乡镇企业家？

@秋水：这就是你的回答？？？

@唐朝：你想要个什么回答呢？答秋水，唐朝的海康即赚了业绩的钱，也赚了市盈率的钱。唐朝的分众主要赚了市盈率的钱。回答完毕。这个回答满意不呢？

@秋水：满意。请教怎么才能赚到市盈率的钱？因为赚业绩的钱太慢！

是否有的公司可以赚到市盈率的钱，有的公司不能？

@唐朝：赚市盈率的钱很简单，下注、赢，就赚到了。要点是输了要认。

任何公司都可以赚到市盈率的钱。

@唐嘉序：最近看到一句话：像腾讯、茅台这样的公司，买入的价格多少不重要，重要的是买了多少。话糙理不糙（2021/01/27）

@唐朝：这种言论，一般都发生在已经涨成牛股的股票身上。等他们跌个半年，就没啥人这么说了……

@杨姚斌：请教老唐一个问题：投资有时候要避开竞争异常激烈的行业。

但是中国改革开放的历史似乎又证明，那些完全放开竞争的行业出了很多优秀的公司（2021/01/27）

@唐朝：这两句话，并不矛盾。说的是确定性和概率的问题。

完全开放竞争的行业里，最终一定会有赢家出现。足够大的基数，甚至可以出现多个赢家并存的情况，这是一个概率问题。

难点在于我们提前无法得知谁会成为赢家，所以很难投资。

而避开竞争激烈的行业，就是想买中那个一定赚、轻松赚的企业，追求的是确定性。

@Na_hunna：老唐，某财经频道专家指出，当前一些消费公司不能看市盈率估值，其品牌溢价已经超越财务指标所体现的价值。还有这回事？（2021/01/27）

@唐朝：说什么，是他的自由。哪些能听，要靠你选择图片。

@利文斯顿：一个小疑问，我们是否需要结合周期判断，如投资者心理周期，信贷周期作为辅助判断，通过仓位调节控制回撤提升舒适度？（2021/01/27）

@唐朝：如果你有能力通过周期判断来调整仓位，让回撤变的更小，当然要去做，为什么不做呢？

我没有这个能力，也不认为自己可以学得会这个能力，所以从来不这么干。

@复利魔方：你认为投资这个行业的基础是什么呢？（2021/01/27）

@唐朝：理解买股票买的是什么。

@复利魔方：不是扎实的财务基础和正确的投资理念啊？

@唐朝：有没有财务基础，其实并不重要。比如投指数基金也是投资，并不需要财务基础。

至于你说的正确的理念，太笼统。我说的“理解买股票买的是什么”，就是指具体的基础理念。

@唐朝：我发现最近老是遇到一个感觉有点装那啥的词：洞见。读着感觉很神气，但不太清楚什么东西叫''洞见''，和''远见''有啥区别？哪位朋友可以赐教？（2021/01/29）

@漏网：洞见是深处看尽可能接近本质，远见是向远处看。

@唐朝：百度所得：洞见，指明察；清楚地看到。语出宋·秦观 《兵法》：“心不摇于死生之变，气不夺于宠辱利害之交，则四者之胜败自然洞见。”

@mary：这句子居然出自“金风玉露一相逢，便胜却人间无数”的秦少游？隔着千年，难免对古人都是刻板印象啊，老唐果然是好奇宝宝，今天涨姿势了！

@门德尔松：洞见如同管中窥豹深刻，远见如同一览众山小概括。

@yeeyoung：洞见物理上是指很清晰的看得到的东西，但如果仅仅是这种情况就不合常理，比如说，我洞见了一只狗向我走来，这话就有毛病。

什么情况才会这么说呢？比如我在走路，有几只狗要伏击我，我可以说我洞见了当时的情况，并立刻捡起了一块砖。所以这个词本质上是与心理有关联的。

它往往表示一种总体上的掌控，对总体事物情形有着敏锐的见解，有着清晰的判断，并且深度的了解事物情形发生进展的缘由。强调的是“知因”，掌控的是结果。

@1376：老唐，分众的卖点，难道市值差一个亿，或者个股股价差两三分钱都不行吗。如果挂低几分钱，不就成交了？

比如一只股票预期 100 块卖出，99.95 也没有差多少啊？（2021/1/30）

@唐朝：重要的不是多几分钱或少几分钱，重要的是绝不跟随市场先生的指挥棒行动。

@张华：问老唐一个疑惑很久的问题了，如果在牛市高点，很明确大概率接下来就是股灾或者阴跌。

你会继续拿住优质股权穿越牛熊呢，还是果断清仓转战其他战场？（2021/1/30）

@唐朝：我从来都不知道哪里是牛市高点，所以对我来说不存在这个问题。

@张华：我是说如果，如果。如果条件成立，你会是什么思维模式？

@唐朝：没这种如果。我永远都不会知道哪里是牛市高点。

@舌尖上的美味：老唐，上海机场以你 66.6 元的成本已经够低了，今年四月份疫情期间市场恐慌的时候股价才砸到 60 元左右。

这么低的成本恐怕以后很难见到了。你有成本优势为何不继续拿着观察一下？（2021/01/30）

@唐朝：持不持有和成本一毛钱关系也没有。

我是 100 的成本，或者 5 元的成本，目前的决策是一模一样的。

@唐朝：【投资的勿忘初心】我们起初去观察上海机场，就是观察它的确定性是否可以被我们利用。

保底合同的存在，可以让我们计算出最小收入和最小利润，从而可以为它做出保守状态下的三年后（或五年后）净利润估算，得出一个可靠的合理估值。

当市场给出的市值，相对于这个保守的合理估值，有足够诱惑力的时候，买点就出现了。

新协议披露后，保底没了，意味着这个确定性的前提不在了。

继续投资它，需要自己有能力去判断疫情的发展，判断未来可能的收入和利润，难度系数大大增加了。

这就是我说的“确定性丧失、投资逻辑需要推倒重来”。

很多人聚焦在是否“封顶”的问题上。

虽然我认为公告里的「若当年实际国际客流（X）大于下表中当年度对应的客流区间最小值，则取当年度对应的年保底销售提成」，已经清清楚楚说明了上面要封顶。

但其实是否封顶，都已经不影响其确定性的丧失，因为关键点是兜底（2023 年的 68.6 亿，或 2025 年的 81.5 亿）消失了。

这和判断股价会涨还是会跌，完全不是一回事。不知道朋友们能想明白这之间的区别不？（2021/1/31）

@Neilyo：老唐的意思，胜率优先于赔率，对吧？

@唐朝：让我编个搞笑的例子来阐述。

就好比此时茅台董事长对我说：“老唐，你上桌赌，输了算我的，赢了算你的。”

我上不上桌？当然上，水平高低都上。

我刚上去玩了两把，突然来俩反贪局的人把董事长双规了。

此时，怎么办？继续赌，还是下桌闪人？

我当然选择闪人，无论此时是输是赢，都结算下桌。

因为没有人给我兜底了，而我自认纯拼实力没有胜算，所以就此打住，输赢都下桌。

但有些人遇到这种情况时，可能因为输着的，不走；手风正顺，不走；甚至干脆就是因为坐都坐下了，不走……

这就是追求确定性的投资和撞大运的赌博之间的区别。

但是，如果你上桌的原因，本就是你自认水平比其他三只菜鸟高（更懂企业），那么，此时你可以无视给你承诺兜底的人已经被双规的新事实，继续战斗。

这就是我想说的「投资的勿忘初心」：别忘了你是冲着什么上桌的，你瞄准的因素是否发生了变化。

@马蔡：其实讨论封不封顶就是为了探究上海机场有没有变味。如果封顶了，那么享受不了提成奖励，那么即使恢复了，那也是出租场地赚钱没附加。那么收入就是死的。

@唐朝：我认为你还是没有明白我的表达。

好，我们现在假设双方的合同约定的是不封顶，约定的假如国际客流量 X 超过区间最大值，按照销售额的 42.5%提取。

那么，请问，这种假设下，你能判断出国际客流量会超过最大值还是低于最小值，或者落在二者之间吗？

我认为你不能，甚至我认为今天全球也没有一个人能。

在无法大致判断净利润甚至无法判断公司盈亏的情况下，所谓的投资，其实就变成了赌经营的运气（疫情变化），赌市场先生的情绪了（经营亏损也不会暴跌）。

你认真想想，是不是这样的？

@真知行不难：一下午思想在保底封顶上面钻牛角，原来失去确定性才是不投资的根本原因，醍醐灌顶，醍醐灌顶。

王林

现在每天不看点儿老唐的话，总觉得缺了点啥。

后悔很早以前买了书没看，关注了公众号也没看，现在好不容易上道了，又觉得现在好像没有很好的企业值得下手了怎么办？市场先生还会给机会么？

唐书房

当然会，市场永远都不缺机会，只缺发现机会所需要的知识

闻鸡起舞

请问老唐，如果上海机场短时间跌很多，但是疫情没有确定，老唐会考虑介入么？

唐书房

足够便宜，当然可能介入

闻鸡起舞

假如疫情三年内恢复，流量也恢复到正常，上机会不会再找中免签个补充协议，把上个补充协议推翻

唐书房

会，或者不会，都有可能。但我们的投资不能建立在瞎猜这些可能上，对不？

寒冰

秋水还是想在市盈率和业绩之间找一个确定性高的能抓住的机会，这两者的判断到底哪个难我自认为不好说。对我来说都很难。

想请教老唐一个问题，您是怎么选择备选企业的？面对几千家上市公司，我完全是懵的，怎么去缩小范围呢？能讲讲具体方法吗，举个曾经投资过的例子也成，怎样把目光锁定在几个企业身上。谢谢啦

唐书房

一条 roe 就足够排除 90%以上的企业了，然后手财里的一通标准筛下来，你眼睛里不会有超过 50 家企业可看的。

寒冰

能回复出这些数字足以看出前辈的功夫下的有多深，我还是赚钱心不切啊感谢感谢

胡国栋

请教，唐老师不设置止损吗，不到估值就一直拿着？有没有出现几年都是低于预期估值，一直持有的？

唐书房

不设。梦想中的情况，就是一直低于预期估值，一直持有，比如十多倍的茅台，三倍多腾讯，三倍多的海康，四倍多的洋河，四倍的古井 B，都是这样一直持过来的。

Daniel

老唐，请问证券公司为什么要发布研报给大家看？而且我发现研报只说企业好的方面。

唐书房

其实不是发给你看的，是发给机构看，然后被中介机构传出来招徕生意。

东

唐叔，身边很多亲人朋友在做“趋势”、“技术”投资，想劝，也知道是试图改变别人的认知，不太可能成功。想向您请教您遇到过这种难题吗，怎么去做的？

唐书房

我从不试图改变别人，当别人征求我意见的时候，我会给出我的看法，供参考。over。

淡泊·宁静

唐师傅，你刚才回复说 3 倍多 pe 的腾讯，3 倍多 pe 的海康？有那么低过？还是我理解错了？

唐书房

我说的是我介入后赚了那么多倍的每只股票，都是因为迟迟达不到预期估值，一路持有过来的。

仓佑嘉措

按照老唐的投资方法，如果不能可靠的算出一家公司的未来的利润，这个公司就不在考虑的范围内？

唐书房

至少要大致有个范围，完全没数显然不考虑。但也不是需要多么精确

第905篇.　　2021.02.04 - 从格雷厄姆信徒到大空头

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2021-02-04

这段时间，所谓美国散户在 GME（游戏驿站）上抱团狙击华尔街机构，导致做空机构损失 200 亿美金的热点新闻在网上传播的很广。

当然，这只是媒体吸睛大法。严格的说，这是做多的机构，利用散户情绪，与做空机构之间的一场大战。

据证券时报的报道，在这场逼空大战中，获利最多的 9 名投资者赚了 160 亿美元，其中有 7 个为机构投资者，合计赚走了 120 亿美元。

这场逼空大战的始作俑者，是电影《大空头》的主人公迈克尔.伯利（Michael Burry）。

伯利在 2019 年就投入 1500 万美元，买入了游戏驿站大概 340 万股，折合均价约 4.4 美元/股。

2019 年 8 月，伯利致信公司董事会，建议公司回购股份——当时公司总市值仅约 3 亿美元，空头卖空比例占总流通股的 63%。

在伯利的建议和敦促下， 公司动用了约 2 亿美元实施回购。

借着回购东风，游戏驿站股价上涨。伯利在 2020 年三季度 10 美元之前，减仓了一半——另外一半估计也在四季度清掉了，只是现在还没到披露时间。

今年 1 月，在美国韭菜抱团狙击华尔街空头的传奇故事下，游戏驿站的股价突然从 20 美元推高到 150 美元附近时（1 月 26 日），伯利公开发推，谴责散户轧空的作法：“应该受到法律和监管方面的影响。这是不自然、疯狂和危险的。”

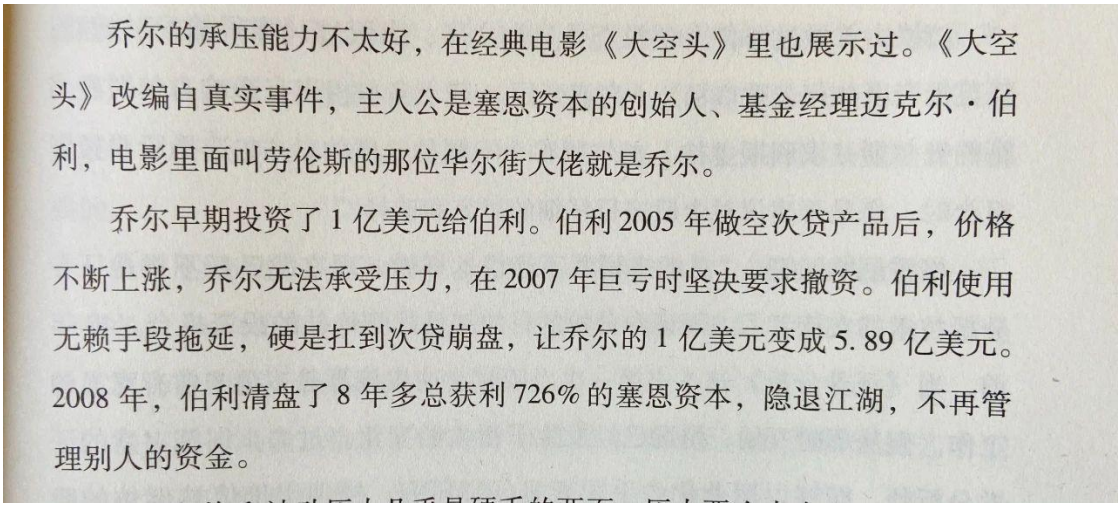
然而市场轧空的热情并没有马上受到影响，27 和 28 日两天，游戏驿站继续暴涨，并在 28 日创下 483 美元的天价，然后转入暴跌。4 天跌掉了 80%多，最新收盘价 92.41 美元。

很显然，那些听从论坛大 V 召唤，参与抱团狙击空头的美国韭菜们，绝大部分都在付出自己的信任、热情和金钱之后——有些人甚至是赔上了人生，被别人齐茬收割了。

这种戏剧化的反转，自然是最好的吸睛题材，伯利也因此频频登上各大财经媒体热点板块。

刚好，我前年写《巴芒演义》的时候，写过这位高手惊心动魄的投资故事。

只是由于定稿时，考虑到书籍的篇幅，将这段和主题关系不够紧密的故事删掉了。只在第 193 页，保留了这么两小段：



乔尔的承压能力不太好，在经典电影《大空头》里也展示过。《大空头》改编自真实事件，主人公是塞恩资本的创始人、基金经理迈克尔·伯利，电影里面叫劳伦斯的那位华尔街大佬就是乔尔。

乔尔早期投资了 1 亿美元给伯利。伯利 2005 年做空次贷产品后，价格不断上涨，乔尔无法承受压力，在 2007 年巨亏时坚决要求撤资。伯利使用无赖手段拖延，硬是扛到次贷崩盘，让乔尔的 1 亿美元变成 5.89 亿美元。2008 年，伯利清盘了 8 年多总获利 726% 的塞恩资本，隐退江湖，不再管理别人的资金。

今天把这段删掉的文稿找出来了，略作修订，分享给大家。内容约 8000 字，预计需要 20 分钟阅读时间。

迈克尔.伯利，出生于 1971 年。伯利出生时眼睛就斜视，两岁时被诊断为一种罕见的眼癌，医生摘除了他的左眼，装了一个玻璃假眼。

由于那时候的技术所限，玻璃假眼不能转动，很容易被看出来。

学校的同学们经常起哄让伯利把眼睛拿出来看看，搞的伯利很恐惧交朋友，由此性格也比较孤僻——到二十几岁的时候，还被确诊为阿斯伯格综合症，也就是通常所说的自闭症的一种。

性格孤僻带来的好处，是伯利读书很努力，基本上门门得 A。1991 年，伯利被范德堡医学院录取，毕业后成为一名神经科住院医生。

伯利很早就对股市着迷。对格雷厄姆和巴菲特投资体系的研究占据了他中学、大学和医学院几乎所有空余时间。

大约在 1996 年，25 岁的伯利利用晚上在医院值班的时间，在一家叫做 ValueInvestorsClub.com （价值投资者俱乐部）网站发帖——这个网站是后来以神奇公式闻名的乔尔.格林布拉特参与建立的，乔尔也正是这样发现伯利的。

伯利建了一个群，与素不相识的网友们讨论投资。随着时间的推移，伯利成了这个群的主导人物。

当他发现自己已经无法从群里吸收养分的时候，他退了群，建立了一个属于自己的博客 valuestocks.net。

伯利通常在半夜值班的时候写博文，公开自己在股票市场的交易，以及实施这些交易的理由。

伴随一次又一次有逻辑支撑的成功交易，包括类似富达基金、哥谭资本、摩根史丹利、先锋集团这样的大机构也盯住了伯利的博客。

伯利逐步在价值投资圈，有了一定的影响力。

1999 年底伯利关掉博客，辞掉斯坦福大学医院神经科住院医生的工作，打算建立一个基金管理公司，走专业投资者的道路。

起步资金来自自己的积蓄及家人的几万美元，基金公司名字定为 Scion Capital 塞恩资本。

sicon 是后裔、子孙、接班人的意思，伯利想做格雷厄姆、巴菲特投资道路上的后裔、接班人。

就在伯利筹建期间，他接到一个电话，来自哥谭资本创始人乔尔。

乔尔在电话里对伯利说：“我一直在等你离开医院”。

乔尔出钱让伯利和他的妻子一起飞到纽约洽谈，这是伯利人生第一次坐飞机、第一次坐头等舱、第一次住洲际酒店。

乔尔想投资伯利 100 万美元，伯利激动和紧张之余，只在嘴里嘟囔了一句“要税后的 100 万”，双方就成交了。

乔尔获得了塞恩资本公司 25%的股份（注：不是委托理财款，是持有伯利创建的这家私募基金公司的股权）。

伯利是第一次接触这么大一笔钱，乔尔也是第一次对外投资其他基金公司。

后来的结果证明，乔尔在看人的眼光上，和他自己的伯乐“垃圾债券之王”迈克尔.米尔肯一样神准。

不仅塞恩资本的股份给乔尔带来了丰厚的回报，哥谭资本后来还投入大约 1 亿美元资金交由塞恩资本管理。

这 1 亿美元，在 8 年时间里赚到 4.89 亿美元的净利润，年化 24.8%。

伯利拿到钱后，把“办公室”从客厅的架子鼓边上，搬到了距离苹果公司总部几个街区的一处办公室。

新租的办公室曾经是苹果公司联合创始人史蒂夫.沃兹的办公室，伯利觉得可以沾沾运气——不是史蒂夫.乔布斯，创立苹果公司的两位联合创始人名字都叫史蒂夫，但不同姓。

除了乔尔，巴菲特旗下的白山保险（参看《巴芒演义》259 页）也出资 60 万美元认购了塞恩资本公司少量股份，并投入 1000 万美元委托塞恩资本管理。

前四年半里（2000 年不是完整年度），塞恩资本累计获利 226%，100 元变成 326 元，扣费后客户的 100 元变成 267 元。

这收益率远远超过巴菲特（同期 100 元变成 147 元），而同期 sp500 指数是下跌了约 10%。

迈克尔.伯利的塞恩资本投资回报率								
	收益率	净值	客户收益率	客户净值	sp500		巴菲特同期	巴菲特净值
2000	8.20%	1.08	6.61%	1.07	-7.45%	0.93	6.50%	1.07
2001	55.44%	1.68	44.67%	1.54	-11.88%	0.82	-6.20%	1.00
2002	16.08%	1.95	13.10%	1.74	-22.10%	0.64	10.00%	1.10
2003	50.71%	2.94	40.81%	2.46	28.69%	0.82	21.00%	1.33
2004	10.77%	3.26	8.86%	2.67	10.88%	0.91	10.50%	1.47
2005	7.81%	3.51	6.49%	2.85	4.91%	0.95	6.40%	1.56
2006	-18.16%	2.88	-18.16%	2.33	15.79%	1.10	18.40%	1.85
2007	166.91%	7.68	138.27%	5.55	5.49%	1.16	11.00%	2.05
2008	7.62%	8.26	6.14%	5.89	-9.45%	1.05	-9.60%	1.86
	726.00%		489.34%		5.20%		86%	

由于良好的业绩表现，塞恩资本管理资金规模在2005年初达到约6亿美元，并且不再接受新的资金。

这几年里，伯利的投资体系和风格，与以格雷厄姆和巴菲特为代表的价值投资者没有大的区别，或许对波动的承受力比格雷厄姆和巴菲特还要大一些。

他只买股票，不加杠杆，不做空，不听小道消息。坐在办公室看公司财报、公告和新闻、法庭诉讼信息、行业监管政策……就是他工作的全部。

举一个典型的伯利式案例。

伯利有一次搜索法庭诉讼信息时，发现了一家叫先驱软件的上市公司。这家公司被起诉从竞争对手处盗窃软件源代码，并以此为基础构建了公司的主营业务。

伯利研究公司相关资料发现，盗窃确实发生了，公司高管被逮捕是罪有应得，支付罚金也是罪有应得。

但先驱软件拥有1亿美元的现金资产，每年还能产生1亿美元的自由现金流，而公司市值居然只有2.5亿美元。

而且，先驱大部分软件工程师都是持工作签证的外国移民。在获得绿卡之前，任何人都不会主动辞职，这意味着公司丑闻不会导致大量技术人才流失。

伯利对先驱做了细致的研究后，于2001年6月开始以每股12美元的价格买入。

随后，伴随着媒体的报道和先驱管理层的陆续入狱，市场疯狂抛售，股价一路下跌，最低跌至2美元，伯利继续一路买入，最终买成了先驱公司最大的股东。

4个月后，先驱公司以每股22美元的价格被收购。

这就是伯利的典型风格，他只关注价格与价值差，不关注短期波动。

正如摩根史丹利首席战略官巴顿.比格斯所说：“只有自大狂和傻瓜才幻想抓住顶部和底部。”

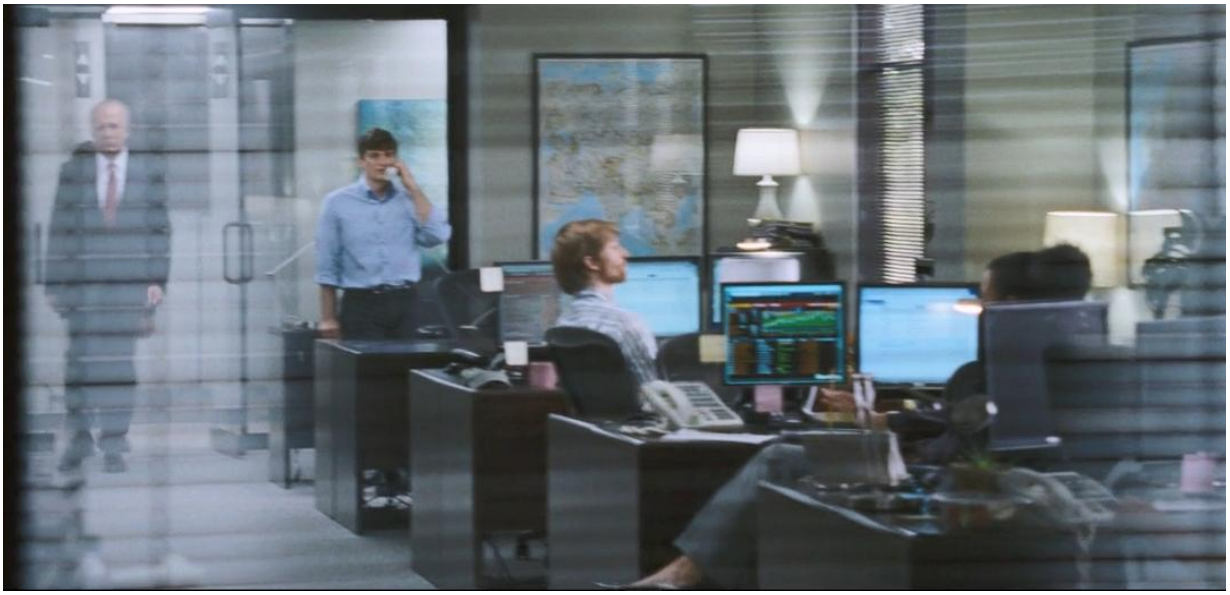
只要有足够的价值价格差，伯利愿意承受波动，也不在乎别人的看法。

为此，伯利要求客户资金至少锁定一到两年，并约定“如果交易品种出现异常情况，无法实施交易时，伯利有权冻结该项投资涉及金额，直至其恢复正常交易”。

伯利完全没想到，这条全盛时期无人注意的小条款，最终成了电影《大空头》的核心转折点，并最终救了塞恩资本的命。

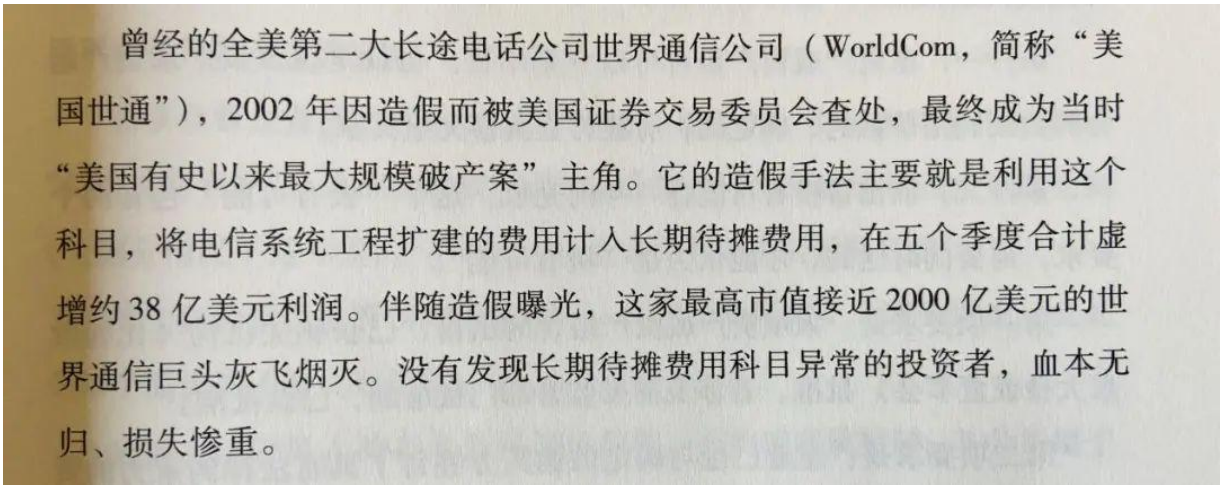
迈克尔.伯利是电影《大空头》的主角，伯利本人还在电影里客串了一个小配角。

在影片的第46分钟，以乔尔为原型的劳伦斯找上门来要钱的时候，站在门边打电话的这个小喽啰就是伯利本尊。



自然从不飞跃。伯利从格雷厄姆信徒转型大空头，是由三件小事一点一点触发的。

第一件小事，是因为有位客户建议伯利买入当时如日中天的美国世通公司股票——就是《手把手教你读财报：新准则升级版》59 页谈到的这家美国世通：



曾经的全美第二大长途电话公司世界通信公司（WorldCom，简称“美国世通”），2002 年因造假而被美国证券交易委员会查处，最终成为当时“美国有史以来最大规模破产案”主角。它的造假手法主要就是利用这个科目，将电信系统工程扩建的费用计入长期待摊费用，在五个季度合计虚增约 38 亿美元利润。伴随造假曝光，这家最高市值接近 2000 亿美元的世界通信巨头灰飞烟灭。没有发现长期待摊费用科目异常的投资者，血本无归、损失惨重。

伯利认真读过美国世通公司的财报后，判断美国世通财务报表有假，拒绝买入。

2002 年，美国世通造假暴露，公司破产，股价一泻千里。

伯利此时诞生了一个苦恼，自己明明提前看到了造假活动，却没有从这场暴跌中赚到利润。他的内心开始追问自己：我是不是该做点儿别的？

这件小事，在伯利的内心埋下了一颗做空的种子，正在等待合适的机会生根发芽。

第二件小事儿，是伯利在书店里偶然翻到一本超级厚的书，书名叫《信贷衍生品及结构性金融产品投资应用指南》，主要是介绍信用违约掉期（CDS）的，术语非常复杂。

伯利发现自己不经意间走进了另一个新世界。这个世界很少有人懂。

当时的财经媒体或电视台很少提到 CDS，很多投资者甚至根本不知道有这个东西存在。但实际上 CDS 已经是 2 万亿美元规模的金融产品了。

所谓 CDS，简单的说，其实就和人寿保险差不多。

买家每年交保费，如果自己平安无事，保费就是自己的损失，被保险公司赚走了。

如果自己有个七灾八难的，保险公司承担损失。赔偿额通常是保费的很多倍。

只不过，人寿保险承保对象是人。而 CDS 的投保对象，是一篮子债券而已。

不持有债券的人，也可以直接购买 CDS。

买了以后，每年要给保险公司或投行交一笔保险费，如果目标债券平安无事，正常兑付，那么购买 CDS 的保险费就被保险公司或投行赚走。

反之，如果目标债券无法兑付，则保险公司承担债券总值的损失，投资者将获得等于保险费的很多倍的回报——就如同每年交 3000 元保费，如果期间意外离世赔 100 万的人寿保险一样。

第三件小事，是伯利买房子。

2003 年，赚到钱的伯利夫妇决定改善一下家庭居住环境，他们在附近的一个高档小区里选中了一套六居室。

因为 2001 年纳斯达克.com 泡沫的破裂，这套房子在当地房地产市场里挂了两年多无人问津。

房主要价 540 万美元，伯利还价 380 万美元，成交了。

伯利由此对号称永远涨的房地产市场，产生了怀疑，并联想到之前看到的 CDS。

2003 年秋天，伯利写给基金客户的信里，开始提示基金的客户们注意即将到来的房地产危机。

塞恩资本也是从这个时候开始购买 CDS 的。

这时，保险公司和投行的模型里，认为这些债券的违约概率很低，所以保险费也还很低（也就是 CDS 售价很低）。

大约相当于：伯利为一篮子面值 10 亿美元的、以房贷利息为底层资产的债券，购买 10 年期的保险。每半年支付 375 万美元，连续支付 10 年。

如果期间房贷断供率上升，一篮子债券就会跌价，保险公司会赔偿债券价值损失。

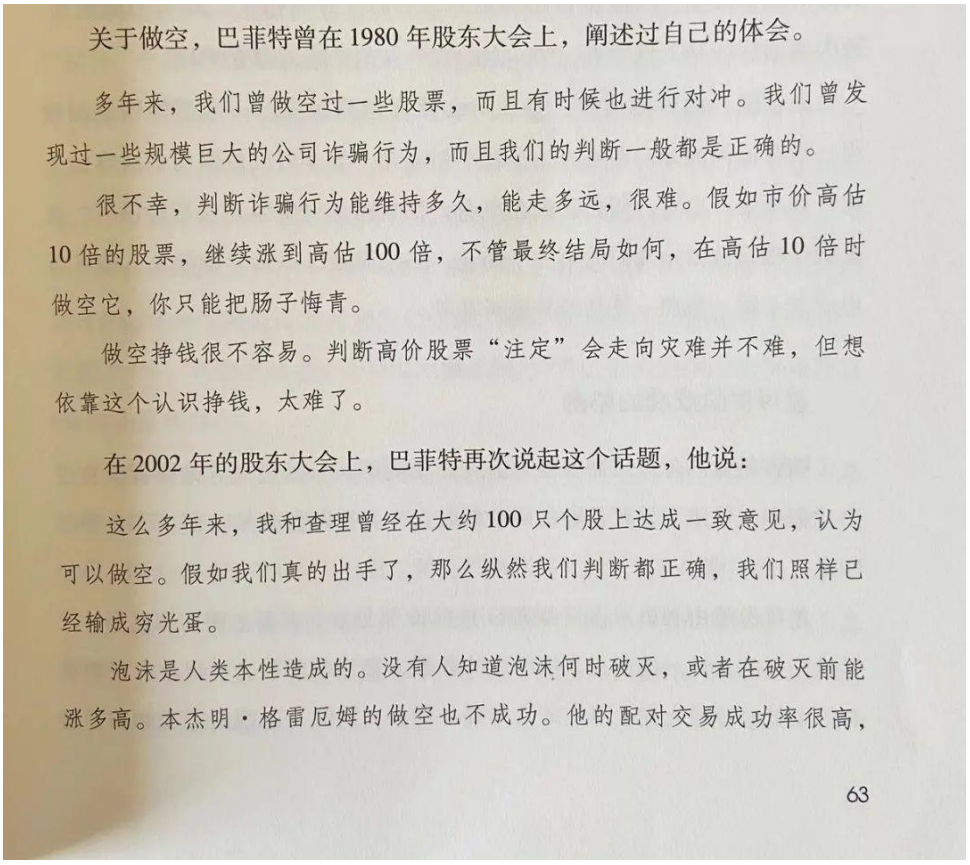
如果断供率高过某个标准时，这种债券的价值会归零，届时保费停付，保险公司最大赔付 10 亿美元。

2003 年底，伯利把塞恩资本的大约 20%资金购买了 CDS。2004 年，伯利继续加大了购买。

但很不幸，投资债券的投资者获得的是稳稳的幸福，市场风平浪静。

伯利的保险费，连个泡泡都没有，就消失了。幸好，伯利投资的其他股票，回报还不错，掩盖了 CDS 造成的损失。

你说，如果伯利有本《巴芒演义》在手，此时会不会翻到 63 页深刻反思？



关于做空，巴菲特曾在1980年股东大会上，阐述过自己的体会。

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，继续涨到高估100倍，不管最终结局如何，在高估10倍时做空它，你只能把肠子悔青。

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。本杰明·格雷厄姆的做空也不成功。他的配对交易成功率很高，

63

伯利没有《巴芒演义》，他只能和老婆抱怨格林斯潘不负责任！这个国家要出大事！……然后把自己关在办公室里，凭着一只独眼，几个小时几个小时地阅读那些晦涩难懂的房贷文件。

通常每份房贷债券都有一份约130页，印满密密麻麻小字的说明书。伯利可能读了几百份。

伯利反复阅读，反复研究，反复思考，最终还是判断会有很多贷款无法按时归还，以这些贷款为底层资产的债券肯定会爆雷。

但是，究竟是什么时候呢？自己能不能撑到爆雷的那天呢？

伯利想啊想，头发都扯下来几大堆。你还别说，真的让他想出来一个主意。

他想，现在的CDS，都是保险公司或投行建立的债券组合。我能不能选出一些最危险的，爆雷速度最快的债券，然后和投行交易呢？

简单说的，就是点菜：我要给具备某些特征的按揭贷款以及以它们的利息为基础的债券购买CDS，你们能不能报个价，我给钱。我要买很多很多，数以亿计。

伯利看中的按揭是那些2005年左右签订的，前两年利率特别低，两年后利率大幅上调的贷款品种。

伯利发现使用这种贷款的人，主要是当下现金流很差，期望以尽可能少还款，赚取房地产牛市房价涨幅的人。

伯利认为，这些贷款只需要两年就会爆雷，是最危险的贷款，建立在这些底层资产上面的债券，同样是最危险的债券。

他想单独定制这类贷款或债券的CDS。伯利询问自己的经纪公司：德意志银行，是否可以定制。

德意志银行还恰好真有一位锐意进取的高级交易员格雷格。

格雷格希望投行能够满足客户的交易需求，并从中赚到佣金。

他召集了不同公司的同行，一起商议能不能设计出一种标准化的产品，满足类似伯利这样的客户及其

交易对家的投资需求。

经过几个月的探讨，这些华尔街精英终于设计出一种标准化的 CDS，专门以高风险按揭贷款（即次级贷款，简称次贷）所产生的现金流为基础进行交易。

看好房地产市场的人，可以出售这种 CDS，获得现金。

而看空房地产的人，则缴纳保险费，期望最终在这些次贷发生偿还危机时，收回相当于目标债券原值的现金。

至于德意志银行和高盛等投行，则从买卖双方收取交易佣金及交易点差。

伯利开始大量买入这种次贷 CDS。

卖家主要是类似美国国际集团这样的保险巨头。他们通过精算师构建的精密模型，为这些风险定价，并通过出售这种保险，获得现金。

伯利不仅用塞恩资本的钱买买买，还想发行一个新基金，连名字都想好了，叫“弥尔顿的代表作”，资金全部用于购买这种 CDS。〈注：弥尔顿的代表作是“失乐园”，意指天堂要崩塌了〉

他想赶在其他人发现这个机会之前，最大限度的吃够。

不过，很可惜，虽然伯利使劲游说客户，甚至在给客户的信件中用了“千载难逢的机会!!!”这样的词汇和一大堆的惊叹号，但没人愿意给他投钱。

在客户心目中，伯利搞搞价值投资还可以，和拥有一大堆数学物理博士人才的投行搞对赌，实在是鸡蛋碰石头。不可信不可信！

人家顶尖人才建立的模型，有可能错的那么明显吗？你的模型是什么，拿出来看看！哦，你拿出来我们也看不懂

就这样，伯利每天急的挖耳挠腮，不得不放弃了建立新基金的努力。

伯利把自己关在办公室里，在震耳欲聋的重金属音乐里麻醉。

伯利以为筹不到钱的自己很痛苦。但很快他就发现图样图森破了，投在 CDS 上的钱，犹如泥牛入海，才是真正的压力来源。

2004 和 2005 年，伯利靠股票赚来的钱，填平 CDS 的窟窿之后，好歹收益还是正的，客户还可以因为前期的高收益，保有宽容之心——2004 年 10.77%，2005 年 7.81%。

但 2006 年是牛市，伯利居然持续稳定地保持——亏损，主要是股票上赚的钱不够填补 CDS 的窟窿。

客户们怒吼一声：忍无可忍，无需再忍。纷纷要求赎回资金。

伯利无法承受客户撤资，因为那样他建立的 CDS 仓位就必须放弃。

伯利彻夜彻夜的挣扎，终于发现了基金合同中原来约定的那条救命条款：“如果交易品种出现异常情况，无法实施交易时，伯利有权冻结该项投资涉及金额，直至其恢复正常交易”。

伯利宣布，现在 CDS 市场不正常，基金所有和 CDS 相关的投资金额，一律冻结，直至市场恢复正常。

——这个条款，2020 年 8 月中国的基金界也推出来了，叫“侧袋机制”。

就是将一些异常状态股票（比如长期停盘的），单独放在另一个口袋里。在没有恢复正常交易的情况下，客户赎回的时候，暂不支付这部分，等恢复正常时候，再按照实际情况补给客户。

这下子，伯利的客户炸窝了。他们冲进塞恩资本的办公室讨要说法。伯利坚持要无赖，说自己有权按照约定冻结。

此时，伯利的恩人、伯乐，哥谭资本的创立者，塞恩资本的天使投资者和最早的委托人，著名投资人乔尔.格林布拉特也怒火冲天，他面见伯利：

“立刻清仓止损，你的那些破玩意儿，最终只能归零。”,“还我钱，迈克尔，我他妈的要拿回我的钱。”

伯利一直视乔尔为教父、自己的恩人，顶尖的投资大师。现在来自乔尔的愤怒，象一记重拳，击中伯利的胸口。伯利濒临崩溃。

然而，他不得不坚持原则拒绝赎回，否则他辛苦构建的“千载难逢的好机会”就全毁了。

他甚至不知道，他现在如果同意赎回，塞恩资本是否还能存在。

乔尔怒气冲冲地要求伯利卖出一部分，减轻损失。

伯利坚持说不。乔尔摔门而去。

几天后乔尔的律师打电话给伯利，如果伯利一意孤行，哥谭资本将向法庭起诉伯利。

即便如此，客户们还是在允许的氛围内，赎回了超过 1.5 亿美元的投资。

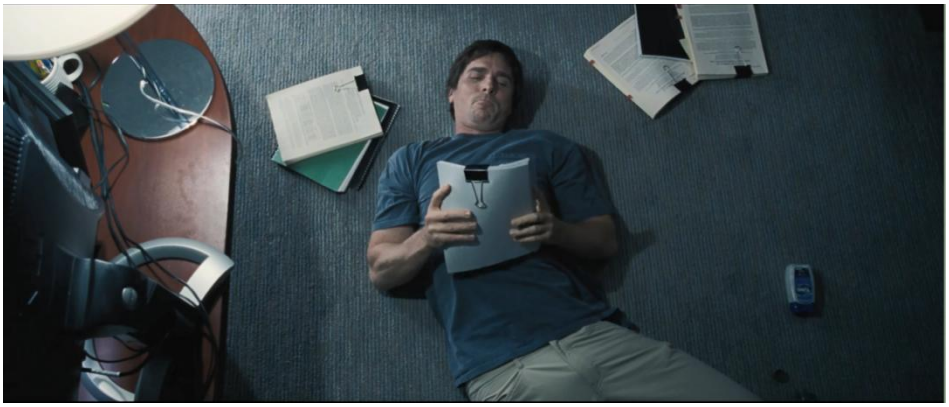
多种重压之下，伯利不得不卖出部分 CDS，应对客户的怒火。

2006 年末的大约三个星期，伯利卖出了大约一半 CDS。这些 CDS 涉及到大约 70 亿美元的次级贷款。

卖出的时机真的是糟的不能更糟了，基本就是底部割肉。

在乔尔的律师准备起诉伯利的时候，电影里闪过的镜头显示，当时塞恩资本的年度回报率是-38%。

伯利不得不缩减开支，解雇员工，尽最大可能努力让塞恩生存到他预想的房地产市场崩盘的那天——2007 年二季度，浮动利率开始实施的时候。



不断的裁员让曾经对伯利忠心耿耿的死忠也担心起来了。

伯利也没有办法给他们什么保证，只能每天低着头钻进自己的办公室，将门锁起来，一边把重金属音乐开到最大声，一边用拳头攻击墙壁或办公桌，发泄自己心中的怒气。

2007 年初，次贷危机开始起苗头了，伯利的 CDS 赚钱啦。

但这并没有让他的处境变得更好。客户依然追着他要求赎回，并敦促他趁着价格有利的时候，赶紧变现。

虽然伯利一再给客户保证，目前这些 CDS 仍然被严重低估，会给客户带来巨额利润，但客户们已经不相信他了。

客户们怀疑伯利构建了一个骗局，里面有猫腻。

这个时候，塞恩资本的财务总监也辞职了，伯利连 2006 年的审计报告也无法按时交给客户。

客户更是纷纷发难，不断地追拨伯利的手机（估计是怕他跑路），让他连周末和家人相处的时间，也无法清净。

伯利不得不继续卖出 CDS，换来现金安抚闹的最凶的部分客户。

2007 年 8 月，次贷市场崩溃的迹象越来越明显。

塞恩资本当年的获利已经超过 60%，业绩领先业界。

但伯利不敢通知客户，怕客户们听到赚这么多，又追上门来要求赎回。

熬到 2007 年底，伯利大获全胜。全年收益 166.91%，扣费后客户的当年收益率超过 138%。

然而，伯利认为故事还没有结束。他给客户的信里面，不客气的说：“我做事的时候，脸上不会有友好的笑容。如果你们了解我，就不要期望我会给你们和善的微笑。”

虽然有收益率数据背书，但伯利的客户还是受够了这个可以随意锁定他们资金的疯子。

伯利最早期的投资人之一，巴菲特旗下的白山保险总经理甚至直接说：“对于我们白山公司而言，你（指伯利）什么都不是。”

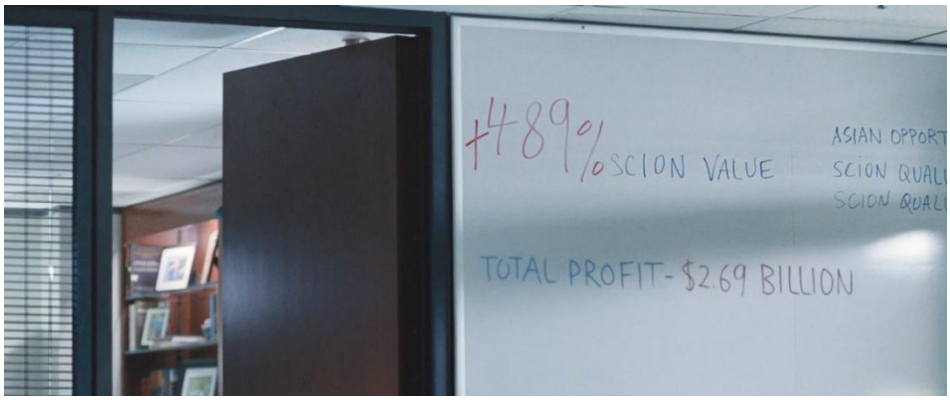
老客户继续赎回、撤资，新客户一个都没有增加。伯利的基金规模不断缩水。

伯利心灰意冷，决定关闭基金。

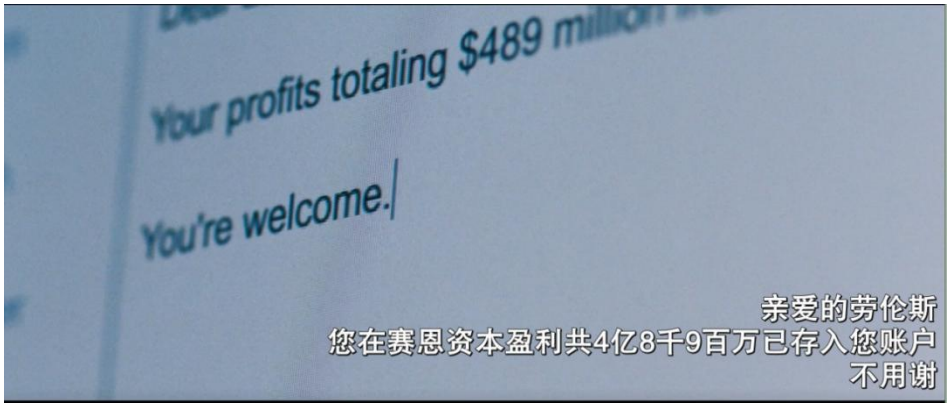
电影的最后，伯利在白板上大大的写下一个 489%，它代表着伯利的战果：

从基金创立到 2008 年 6 月 30 日，塞恩资本的总收益为 726%，1 元变成 8.26 元，按照 8 年计算，年化 30.2%。

扣除业绩提成和费用后的净收益为 489.34%。2000 年客户投入的 1 元钱，到 2008 年上半年变成 5.8934 元，客户年化 24.82%，累计获利 26.9 亿美元。



在电影里，伯利给乔尔发了封邮件：“亲爱的劳伦斯，你在塞恩资本的盈利共计 4 亿 8 千 9 百万，已存入你的账户。不用谢。”



2008 年 11 月 12 日，他给投资人发去了最后一封邮件。

伯利在邮件里写道：“我被我自己的行动、基金的投资人和业务伙伴，甚至过去的员工一次又一次地推到崩溃的边缘……我过去总是能够把自己拉回来，并继续我正常的作法，持续紧张地回到交易本身。然而，今天，由于我个人原因，我很不情愿地意识到，我必须关闭这只基金。”

他清算了塞恩资本，转而专注管理自己的个人投资。

2013 年，经过几年的沉寂，伯利又转而回到了自己的老本行，建立了塞恩资产管理公司。

在最近的游戏驿站这场大戏里，伯利就是以塞恩资产管理公司的身份露面的——这次，他不再是大空头。

〈全文完〉

致谢：相关资料部分来自网络，部分来自以下两本著作图片——为便利阅读，本文对 CDS 的介绍做了简化处理。感兴趣的朋友，可以通过这两本书延伸阅读。

慎独

目前的股市，可不可以这么理解：基金抱团，业绩无所谓，只要赛道好，基本面不重要，不亏损就行，成长性也不需要看。把估值往 1000 倍拉，股价做出差价基金业绩就有保障。央行抽流动性，我就把多余的资金从低估值抽出来，继续补贴高估值继续往上拉。什么狗和绳子理论，那都是浮云

唐书房

在我看来，所谓抱团，就和美国韭菜对抗空头机构一样，不过是媒体话术，相信这些词汇的人，都会付出代价的

唐书房

嚯嚯，借这条留言记录一下：本文发表的当晚（北京时间 2021 年 2 月 4 日晚），游戏驿站继续暴跌 42%，从文中所说收盘价 92.41 美元，跌至 53.5 美元。

心

唐老师您好！请教一个问题：都说投资理财越早越好，最好的投资时机是现在。假如一个认同价值投资理念的人进入股市的时候恰好是高点，他甚至找不到价格合适的投资标的。那这时候最好的办法是不是等待？而不是为了投资而投资。请问您的思路和看法？多多指教，谢谢！

唐书房

将理财、货基纳入投资视线里，就没有这种烦恼了。投资就是在所有投资对象之间做比较的过程。

艺度空间

老唐有没自己参与过做空？或者有没融资融券的经历？或者有没使用过杠杆？

唐书房

有， 都有，成功爆仓破产

ZY,

老唐，请教一下，您研究公司的时候会看券商研报吗，对他们的数据或者结论一般是什么态度呢

唐书房

会。利用数据，忽略结论。

无知无畏

俺才是 Too yong too simple，一直以为像老唐这样博学多才的，一定每天苦哈哈地研究公司，没想到老唐追剧、分析公司都不误，这效率也太高了吧

唐书房

我理解的投资，是轻松，悠闲的。否则我怎么可能有时间每月读一大堆书，平均每两三天一篇原创，还要追剧，看 YY 小说，运动，旅游……对不？

yan

老唐，你是如何能做到读过的书都记的清清楚楚的呢？我怎么感觉读的时候好像懂了，读完了好像就只有框架了，而不是像你这样细节都如此清楚。是因为我读的还是太少了吗？

唐书房

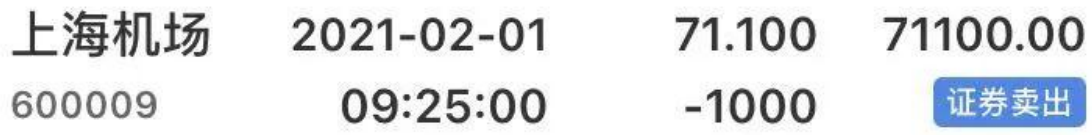
其实我写作的时候，也翻了资料的。读过后，大家都是只有个印象，你是，我也是

第906篇. 2021.02.06 - 老唐实盘周记2021/02/06

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2021-02-06

本周交易

周一（2 月 1 日）早晨 9:13 分，以跌停板价格委托上海机场的 1000 股卖出，9:25 成交。



几万块钱也没处去，把另一个观察仓福寿园补成 1 万股，成交价 7.49 港币。

剩下的一点零头，1.486 买成恒生 ETF 了。

本是个微不足道的交易，占比远低于实盘总值的 0.5%，属于实盘规则的不披露范围。

只是想着可以借这个正在发生的案例，帮助书房部分朋友了解股市集合竞价的规则，所以拿出来聊聊。

对于投资者来说，开盘期间的实时委托，很容易理解。你委托买入或卖出，券商实时帮你传输到交易所，由交易所主机负责撮合。

撮合的原则是①价格优先，②价格相同的情况下，时间优先。

开盘的集合竞价，略有不同。虽然撮合原则依然是①价格优先，②价格相同的情况下，时间优先。

但开盘价的形成，交易所系统额外增加了一个“最大成交量原则”。

所谓最大成交量原则，就是交易所电脑系统**在所有买卖委托中，找出一个价格，确保：**

①高于该价格买入委托全部成交；

②低于该价格的卖出委托全部成交；

③等于该价格的买入或卖出委托，根据买卖委托量，按少的一方的委托量成交。

这个价格就是最后显示的开盘价。

最终，**所有高于开盘价的买入委托，一律按照开盘价成交（注意，不是委托价）；**

所有低于开盘价的卖出委托，同样一律按照开盘价成交——这两个成交原则，都保证了成交价优于投资者的期望值，所以投资者不会不高兴。

至于等于开盘价的委托，则要看交易对手的委托量，以时间先后顺序排队撮合，部分可以成交，部分无法成交。

各家券商的服务器，接受投资者的委托时间不一样。

有些券商前一天下午就可以接受投资者委托，有些券商晚上 12 点过后可以接受投资者委托。

但无论哪家券商，早上九点之后都会必须接受投资者委托。

9:15 分之前的委托，无论是前一天下午委托的，还是 9:14 分委托的，待遇都一样：券商将所有委托打包，**在 9:15 那一瞬间开始，向交易所主机传送。**

不同的券商，不同的服务器，在向交易所主机传送的过程中，因为机器性能和带宽的关系，可能会有毫秒级的速度误差。

但这个不是我们所能改变的，我们可以将其视为无区别。

从 9:20 开始，交易所主机不再接受撤单委托。然后按照①价格优先，②价格相同的情况下，以委托到达交易所主机的时间为准排序，开始寻找那个能够形成最大成交量的价格。

9:25，开盘价确定。

所有高于开盘价的买入委托，全部按照开盘价成交；所有低于开盘价的卖出委托，全部按照开盘价成交；等于开盘价的委托，则要看对手数量，有可能有部分成交不了。

在集合竞价期间没有成交的委托单，以及 9:25 分之后再提交的委托单，就和日常实时提交的委托一样，进入买卖委托排队，等待 9:30 以后的连续交易，或者被投资者撤单。

<备注：如果 9:30 之前，系统找不出满足条件的价格，就展示买卖委托量和价，等 9:30 以后有人主动按照卖一价格买入时，或有人按照买一价格卖出时，再形成开盘价>

明白了这些规则，在 9:13 按照跌停价委托的理由就清晰了：

第一，9:15 分之前委托是一样的，都是 9:15 分打包传送的、最早进入交易所主机的委托单；

按照跌停价委托，是系统接受的最低委托价。如果开盘没有跌停，我可以确保自己 100%按照开盘价卖出。

如果开盘确实跌停了，我可以确保没有人因为价格优先原则排在我前面，大家只拼时间顺序去和买家成交。

此时的买家又是些什么人呢？大体有以下 6 种：

①持看好观点的人，借机抄底——几天暴跌后，你可能觉得周一早晨有人看好，是奇怪的事情。

但你回忆一下上周六和周日网络上的气氛，或者返回书房周六《对上海机场补充协议的理解和判断》一文，

看看老唐提出**【这是一份利空上海机场、利多中国中免的协议。上海机场未来五年的确定性丧失，投资逻辑需要推到重来】**后的留言区，就不觉得奇怪了；

②手中有持股，计划买入当日跌停买入，反弹卖出做 T 的；

③意图摊薄成本的（包括有些朋友喜欢说的庄家自救）；

④之前融券卖空的，买入股票还券、利润落袋为安；

⑤啥也不懂，跟风付费娱乐的；

⑥手忙脚乱下错单的。

至此，观察仓失败。

2020 年 11 月 06 日买入的 1000 股观察仓，耗时近三个月，最终以放弃观察，未形成实际仓位结束

老唐实盘周记2020/11/07

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2020-11-07

收录于话题
#老唐实盘合集 112
#2020年书房原创 117

本周交易

本周五买入上海机场1000股，成交价66.66元。

注意：仅为观察仓，仓位占比可以忽略。

目前正在阅读上海机场的财报，大致可以肯定的是：截止现在，我心中认可的买点远低于这个位置。

请独立思考，不要将纳入观察误解为「买入」🙏

至于与上海机场相关的研究和思考，是否还成文分享出来，等春节后再看时间和心情吧

当前持仓

目前持仓茅台 28%，腾讯 25%，洋河 19%，分众 8%，古井 B6%，海康 2%，恒生 ETF12%。另有福寿园 1 万股观察仓不计。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	理想买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	28%	24000±10%	<12000	29700	29056	2313.00	15.77%
腾讯控股	25%	66000±10%	<33000	72500	58629	733.00	29.96%
洋河股份	19%	3850±10%	<1925	4700	3176	210.72	-10.71%
分众传媒	8%	……	<700	1815	1694	11.54	16.92%
古井贡B	6%	770±10%	<385	900	496	118.02	9.29%
海康威视	2%	4840±10%	<2420	6960	5572	59.64	22.94%
恒生ETF	12%					1.528	6.78%
沪深300						5483.41	5.22%
上证指数						3496.33	0.67%
2021/2/6			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8337	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	理想买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	27%	24000±10%	<12000	29700	26583	2116.18	5.91%
腾讯控股	25%	66000±10%	<33000	72500	54183	681.50	20.83%
洋河股份	19%	3850±10%	<1925	4700	3074	204.01	-13.55%
分众传媒	8%	……	<700	1815	1594	10.86	10.03%
古井贡B	7%	770±10%	<385	900	486	116.50	7.88%
海康威视	3%	4840±10%	<2420	6960	5886	63.00	29.87%
恒生ETF	12%					1.477	3.21%
沪深300						5351.96	2.70%
上证指数						3483.07	0.29%
2021/1/30			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8287	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同，而发生小幅变化；

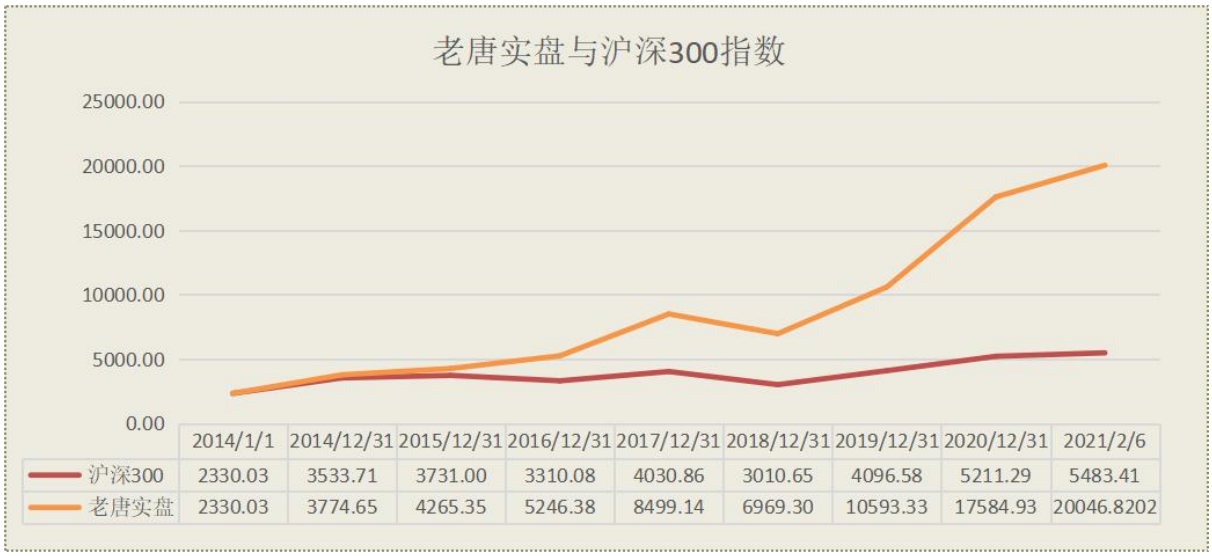
②仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2021 年内收益 14%（四舍五入数据）

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，66%，14%（均不含新股中签收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 860。以 7.1 年折算，年化收益率约 35.4%。



重要事项

1. 今天，最重要的事情，就是给朋友们拜年

老唐给书房的朋友们拜年啦！来自唐书房 00:0007:28

2. 老唐著作介绍。

京东给老唐的几本书做了个专辑，作为年货节的一份重头戏推广。

作为回报，京东希望老唐能够在书房里做个介绍和推广。

正好，最近，书房来的新朋友比较多。许多人追着问老唐写过什么书，哪里买，按什么顺序读等等。

每次零星回复确实不方便，今天就借机给自己做个完整广告，以后也方便做成自动回复。

因而，接下来这段是卖书广告。对不住大家哈，不喜欢的直接拉过去就是啦

唐书房截止今天有原创文章 635 篇，书房里有很多老朋友将它们（含留言）整理后在某宝打印装订成纸质书阅读。

但我不推荐新朋友这么做，因为这个量很吓人——据打印出来的朋友分享，A4 纸打印后，摞起来 54cm 高（大部分朋友是分成 20 多本），重达 49 斤

短期内想完成这个量的阅读，无论是靠手机碎片阅读还是打印成纸质阅读，都不太现实。

还是直接读老唐正式出版的书籍，相对容易些，也比较系统，同时还更省钱——某宝打印费大致 600 多元。

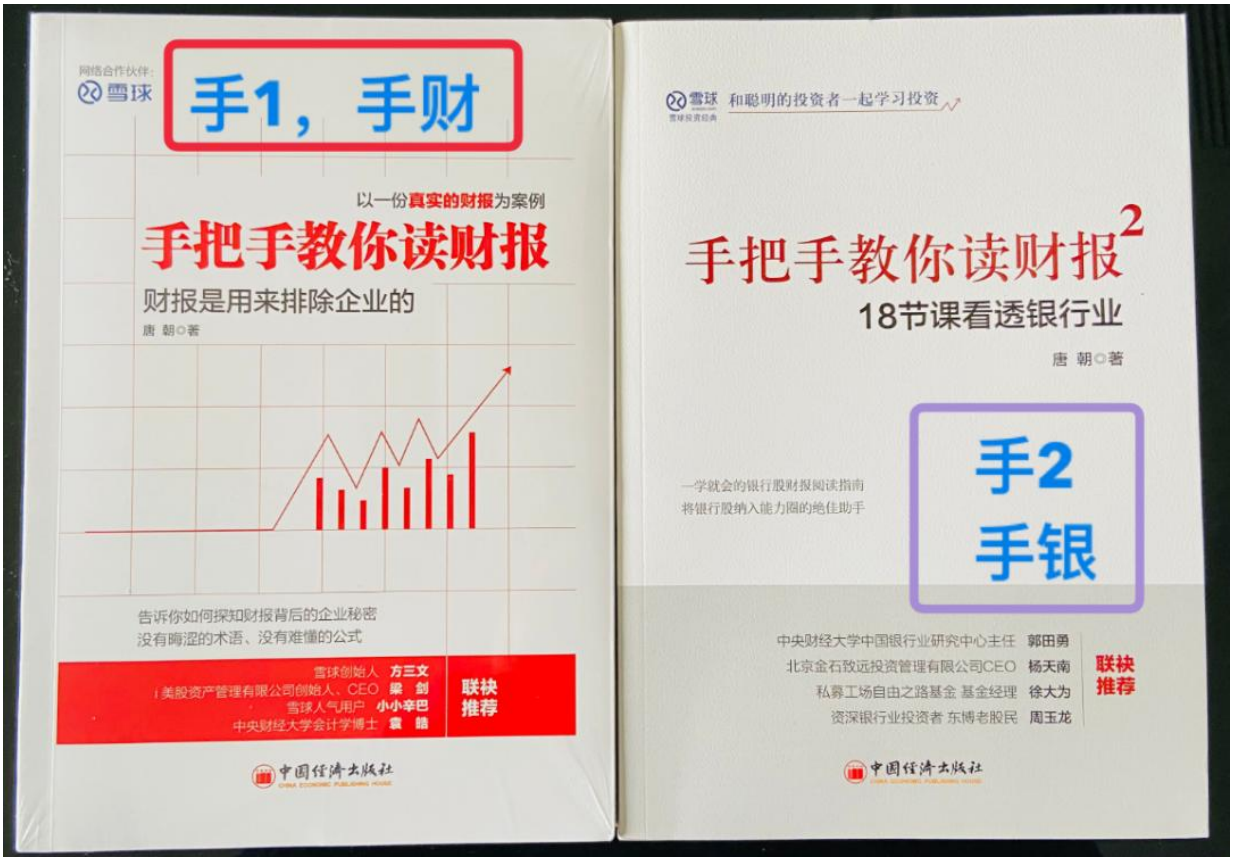
老唐至今一共出版了五本书，其中有三本建议必读

这三本书，是老唐二十多年来，通过大量阅读、思考和实战建立的一套完整的投资体系。

其中**《价值投资实战手册》是纲，《巴芒演义》是道，《手把手教你读财报》是术**。书房里持续公开的实盘演示，算是这套投资体系的实战运用成果。

老唐建议的阅读顺序是：①《巴芒演义》；②《价值投资实战手册》前 118 页；③《手把手教你读财报：新准则升级版》；④《价值投资实战手册》119~315 页。

另外两本，也就是大家平时叫的【手 1，手财】和【手 2，手银】。



左边这本【手 1，手财】，创作于 2014 年下半年，2015 年元旦出版，至今纸质版销量已经超过 50 万册。

这本书现在已经升级为前面三本套装里的红皮升级版。红皮升级版包含并优化了老版内容，增加了新会计准则导致的报表变化对比。

所以，这本老版的白皮手 1，既没有必要购买，也没有必要阅读。

哪怕你是今天刚买到的老版手 1，也可以直接丢掉。重新下单红皮那本，即节约时间，也节约头发

右边这本【手 2，手银】，出版于 2017 年 1 月，是专门讲银行股财报的，内容独立于其他书籍。

由于金融企业的特殊性，这本书稍微有点难懂。如果你不是对银行股感兴趣，这本书可以不读。

但如果你想研究银行，这本书很可能仍然是不二选择。

顺便预回答两个常见提问：

①老唐的书，你平时习惯买书的地方都有，比如京东、当当、天猫、新华文轩……都有。

但**春节前后，建议首选京东，物流有保障**→点击此处购买《手把手教你读财报：新准则升级版》

或者点击文末的**阅读原文**，或者向书房发送关键词“**书**”，均可直达京东购书页面。

②三本必读套装，目前均没有电子版。无论是 kindle 版、微信读书版或者其他形式的电子版，都没有。

我不知道出版社会不会安排出电子版，或者什么时候出电子版。所以无法回答相关提问

下周预计交易

本周五，茅台最高价达到 2364.6 元，触及第二卖点 29700 亿。

但由于我之前设置的到价提醒是 2365 元，所以，差了四毛钱没有触发闹钟，老唐也没有看到当天的股价走势，更谈不上卖出了。

下周，或许茅台还有可能创出新高，如果触发 2365 元，我会卖出目前持有茅台的约一半

<备注：之所以用“约”字，是因为对于我做过深度研究，仅仅因为高估卖出的优质企业，很可能在第三卖点出现后，依然会保留一两个百分点的观察仓，无论未来涨跌都继续持有>。

卖出后的资金，如果没有什么特殊情况，应该还是暂时存放于恒生 ETF。

届时不再推文，详情我们等正月初九再聊

最后，**祝大家吃好玩好休息好，开开心心过新年，咱们正月初九再见**

朋友们，让我们面向未来，共同迎接 Happy 牛 Year！

牛年大吉

祝朋友们牛年大吉，万事如意

吹轰鸡

唐老师，你分析上海机场的逻辑的确正确，但是请你手下留情，关于它利空股价的分析不要再对公众公布了，等公司股价由市场情绪自由决定，你这种利空性分析是会加速市场对股价的情绪反应，实际上有点那种通过名人效应影响股价了，就像类似冯柳大笔买入某只股票，然后这只股票就开启加速模式！

唐书房

凡是恐惧自己持股的利空消息传播的，都是每天一睁眼就想着去摸别人口袋、卸别人大腿的主儿

理理爱美丽 168

老唐真的是精明，上机好多人都不知道如何逃跑，包括我，几手硬是跑不掉，生吃三跌停，唉，难受死了！

唐书房

这和精明不精明扯不上，只是你是否知道集合竞价规则的差异。正所谓“有知识储备，才看得见机会”。若非这次，我还不知道书房里居然有这么多人，不知道股市开盘价的形成规则，还想不起来这个科普呢

仙人铁掌

老唐你好，提前拜个年，跟着问个问题，如果茅台一直涨，到最后手上就就 1-2 个点的茅台，你会买点其他沪市股票做打新门票吗

唐书房

一两个点够打新了。会尽力寻找新的投资对象的，但不会为了打新去买什么。

松 WOO

老唐，一直有个疑问，想请教:老巴遇到了芒格，吸收了芒格的理念向巴神迈进，但是好像没怎么看到芒格遇到老巴，从老巴那得到了什么，好像芒格即使没有遇到老巴也会和现在一样牛。能说说芒格从与老巴的合作中得到了什么进化吗？

唐书房

芒格是在巴菲特的指导下，才进入基金管理行业的；芒格经常搭车巴菲特的分析投资；芒格利用了巴菲特对金钱的专注，借树开花，轻轻松松以几十亿身家享受了几百亿身家富豪的社会地位……这些应该都是收获吧。

大笑翻天

请问芒格看《巴伦周刊》几十年，抓住一个投资机会，指的是哪个投资？谢谢！

唐书房

是一家制造汽车减震器的公司，芒格好像是赚了 15 倍左右，盈利 8000 万美元，耗时两三年。

pancho

老唐的实盘收益一直不算新股收益，想问老唐您的实盘如果算上新股收益的话，会有大概多少个点的增强？

唐书房

几乎不会有什么增强，只是为了明确口径。

第907篇.　　2021.02.10 - 市场先生勾引老唐返场拜年……

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2021-02-10

本来，上周六已经给朋友们拜过年。计划停更两周的。

结果市场先生发年终奖，硬拽老唐返场。看在丰厚奖金的份上，从了他

返场回来，再祝朋友们：

牛年大吉，万事如意

天天开心，永远年轻

本周交易

本周短短三天，实现了三次交易

第一次交易：周一（2 月 8 日）茅台触碰第二卖点 29700 亿，老唐卖出近半茅台。

最低成交价 2365 元，最高成交价 2368 元，均价 2366.2 元。

所得资金，买入恒生 ETF，成交均价 1.541 元。

这是老唐实盘公开七年多的时间里，茅台第一次从实盘第一重仓的宝座跌落，沦落为第四大持仓。

想着这算可以了吧？结果市场先生不满意。

第二次交易：今天上午（2 月 10 日）再创新高，触碰老唐第三卖点 32400 亿，勾引老唐再次与之交易

最低成交 2580 元，最高成交 2588 元，均价 2582.22 元。

所得资金继续存放于恒生 ETF，均价 1.55 元。

对于自己深度研究的、仅仅因为价格过高而卖出的股票，我会留下最后一两个点，无论后市涨跌都陪着她，算是另一种观察仓吧。

阿茅劳苦功高，给点特殊待遇：留 3%不动

第三次交易：今天下午，分众又触发 1815 亿第二卖点。

最低成交价 12.37 元，最高成交价 12.40 元，均价 12.389 元。

所得资金继续交给恒生 ETF，成交均价 1.552 元。

当前持仓

目前持仓腾讯 25%，洋河 20%，古井 B6%，分众 4%，茅台 3%，海康 2%，恒生 ETF39%。另有福寿园 1 万股观察仓不计。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	理想买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
腾讯控股	25%	66000±10%	＜33000	72500	60620	761.00	34.93%
洋河股份	20%	3850±10%	＜1925	4700	3448	228.81	-3.04%
古井贡B	6%	770±10%	＜385	900	510	122.02	12.99%
分众传媒	4%	……	＜700	1980	1804	12.29	24.52%
贵州茅台	3%	24000±10%	＜12000	……	32674	2601.00	30.18%
海康威视	2%	4840±10%	＜2420	6960	6166	66.00	36.05%
恒生ETF	39%					1.553	8.53%
沪深300						5807.72	11.44%
上证指数						3655.09	5.24%
2021/2/10			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8303	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	理想买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	28%	24000±10%	<12000	29700	29056	2313.00	15.77%
腾讯控股	25%	66000±10%	<33000	72500	58629	733.00	29.96%
洋河股份	19%	3850±10%	<1925	4700	3176	210.72	-10.71%
分众传媒	8%	……	<700	1815	1694	11.54	16.92%
古井贡B	6%	770±10%	<385	900	496	118.02	9.29%
海康威视	2%	4840±10%	<2420	6960	5572	59.64	22.94%
恒生ETF	12%					1.528	6.78%
沪深300						5483.41	5.22%
上证指数						3496.33	0.67%
2021/2/6			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8337	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同，而发生小幅变化；

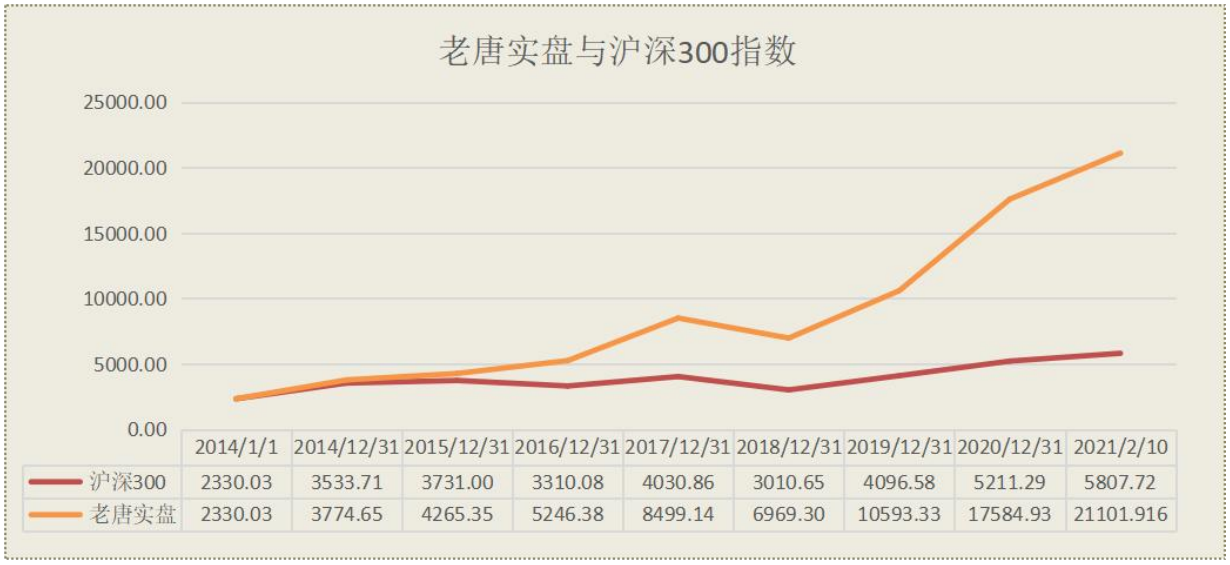
②仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2021 年内收益 20%（四舍五入数据）

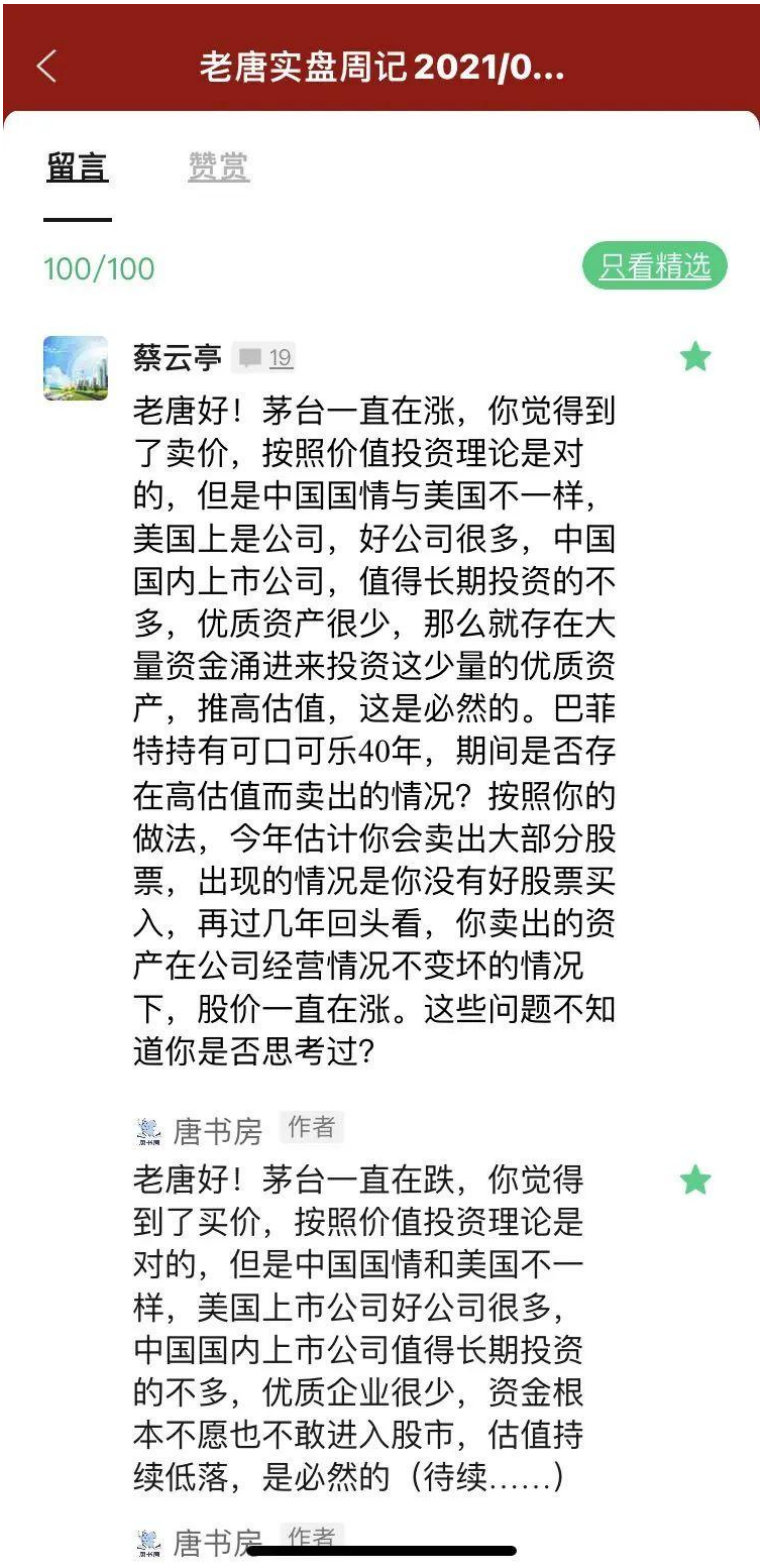
自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，66%，20%（均不含新股中签收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 906。以 7.11 年折算，年化收益率约 36.3%。



今天这个特殊日子，咱们不聊啥企业事项了。分享一段刚刚发生的对话，供大家品味图片

备注：这段话实时发生，我也精选上墙了。但不知道什么系统 bug，并没有在留言区里展示出来。



我拷贝给大家吧！

我估计这种实时发生的质疑和思考，可能比读一摞理念书籍更有价值，留给我们的印象会更深。

@蔡云亭：老唐好！茅台一直在涨，你觉得到了卖价，按照价值投资理论是对的。

但是中国国情与美国不一样，美国上市公司，好公司很多。

中国国内上市公司，值得长期投资的不多，优质资产很少，那么就存在大量资金涌进来投资这少量的优质资产，推高估值，这是必然的。

巴菲特持有可口可乐 40 年，期间是否存在高估值而卖出的情况？

照你的做法，今年估计你会卖出大部分股票，出现的情况是你没有好股票买入。

再过几年回头看，你卖出的资产在公司经营情况不变坏的情况下，股价一直在涨。这些问题不知道你是否思考过？

@唐朝：老唐好！茅台一直在跌，你觉得到了买价，按照价值投资理论是对的，但是中国国情和美国不一样。

美国上市公司好公司很多，中国国内上市公司值得长期投资的不多，优质企业很少，资金根本不愿也不敢进入股市，估值持续低落，是必然的。

巴菲特目前持有大量现金观望，而按照你的做法，今年你会花光所有现金，深度套牢。

再过几年回头看，你买入的资产在公司经营情况无论变好变坏的情况下， 股价都可能一直在跌。这些问题不知道你是否思考过？

——2018 年 10 月 29 日某架空世界里，@蔡云亭 B 留言于老唐 549.09 元跌停板上加仓茅台时。

@蔡云亭：估值过高会有回调，等到买入区再买入，符合价值投资逻辑，这个思路完全正确。

但是估值过高的股票会回调多少，特别是食品饮料和医疗医药是刚需，这里面的优质股即使回调也难以回到买入区。

中国的股市二级市场高估不少，这个现象普遍存在，可口可乐的市盈率现在才 25 左右。

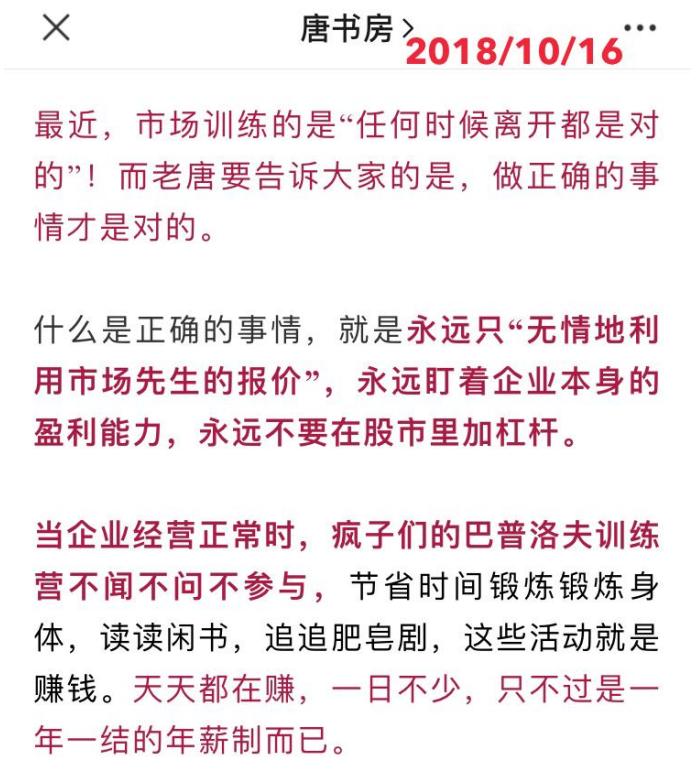
@唐朝：从来不预测这些，也不认为自己有能力预测到。

当市场先生出价'可以利用'的时候，利用他。不可以利用的时候，当他不存在。完毕。

不知道朋友们看了上面的对话，会产生什么样的感触？图片

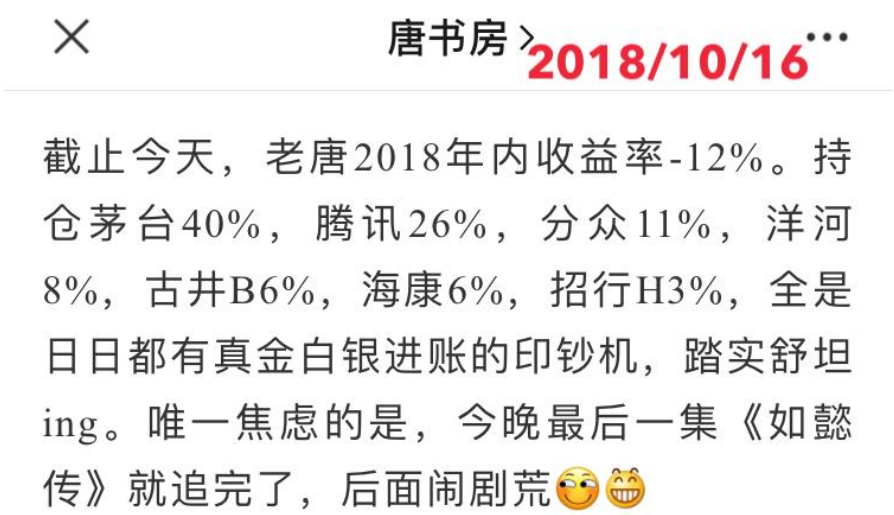
<特别备注：上面有一条@蔡云亭 B 的架空留言是老唐虚构的。但书房 2018 年暴跌时，真有大量类似的留言。感兴趣的朋友，可以回到 2018 年下半年的书房文章下面随便翻看>

2018 年 10 月 16 日，我在书房推送过一篇文章，题目叫《股市的巴普洛夫训练》，文中有这么一段：



今天，全文只需要改第一句话的一个词：将「离开」改成「留下」。其余文字原封不动，可以直接应用

就在这篇《股市的巴普洛夫训练》一文结尾，老唐写到：



在那之后，老唐被嘲笑了很久，很久很久……

今天收获的所有金钱，不过就是那时被嘲笑的补贴和奖金罢了

今天，老唐依然可能被嘲笑，很久很久……

甚至可能被一记佛山无影脚踢入投机者的行列，彻底“开除出价投队伍”

茅台完全有可能继续涨，涨到 80 倍、100 倍甚至更高。

如果再叠加茅台经营利润的提升（近于 100%确定的事情），股价非常可能长期在高空盘旋。

坐在上面乘风破浪的高手们，完全有权力、有资格对已经被甩下去的老唐嗤之以鼻。

没关系。**老唐水平很一般。历来又喜欢追求对的清楚、错的明白。各种清晰的结论和实时的操作，经常被市场打脸，早就习惯了被嘲笑**

我始终相信时间是最好的刻刀，不仅能够雕琢悲观与乐观，也能雕琢怀疑与信任。

如果我错了，让时间给我教训。如果我对了，奖学金直接到账。

对与错，**我判断，我行动，我承受**。投资其实很简单，轻松而愉悦

我知道书房有很多朋友，今天也收到市场馈赠的丰厚红包。恭喜大家，贺喜大家

财源滚滚

让我们在这牛年新春的美好时刻，笑纳市场的肥美馈赠，享受美好的休闲生活，忘记股市的起起落落，把注意力集中在家庭，集中在自己所爱的人身上图片

好好陪伴爱人，陪伴亲人，陪伴你在乎的所有人。

爱和陪伴，是人生更重要的投资与回报，千万不要忽视了图片

正月初九再见

啊诺

老唐，高端白酒里面就茅台 3%，这么确定的验钞机，太可惜了吧！市场疯狂的时候确实让人猜不到啊

啊啊

唐书房

不可惜。不猜不就解决了咩

唐书房

2013~2015 年茅台市值在 1300~1800 亿的时候，老唐白纸黑字的鼓吹和真金白银的买入，没有多少人听进去。眨眼间，老唐在大约 3 万亿（2.7 万亿，2.97 万亿，3.24 万亿各卖 1/3）清仓时，大家开始担心这么确定的印钞机，卖了太可惜了市场情绪，就是这么可爱。

omo Sapiens

老唐把钱从茅台分众撤下来投到指数，这只是一跳，还需要从指数跳到另一个优质资产上，这两跳合起来才是一步，如果后面这一跳不顺利，则前面这一跳不如不跳。

唐书房

然而，上帝不允许我们先确定后面顺利了，再跳前面一步

STomoki

新年快乐恭喜发财，顺便老唐我有一个小问题，您在卖出股票后是否会因为没有承接的股票而着急呢？我正在经历这种情况，今年卖了大概 40%仓位的股票，找不到合适的票承接，每拖一天，打新市值就少一些，我就感觉我在亏钱，买入指数的话也是一样的问题，亏了申购额度，搞得我好着急啊！不过也是我太无能了，一直找不到合适的股票，所以已经给父母分红了十几万了，剩下的买了一个月的国债逆回购了

唐书房

不会。打新是持股的福利，为了打新而去强行拥有股票，我认为是本末倒置

czr

关注比赛本身，而不是记分牌。我想这句话不仅是被套时聊以自慰用的，上涨也是一样的。唐大师最近太关注记分牌了，并且当前的恒指也是高位追涨。

唐书房

是吗？没办法，我大概几年前就关注到今天的记分牌了

Jaden

老唐，茅台的市场价跟出厂价有着很大差距，如果提价的话，那就有很大的利润，到时相应的估值就变低了。

还是说按照当前 1499 元出厂价的利润估值？

唐书房

不提价今天约 540 亿上下净利润，提价能涨到多少，算 700 亿，增长 30%够厉害了吧。3.24 万亿也超过 45 倍市盈率了

第908篇.　　2021.02.15 - 读史可以明智——对茅台的全面回顾和展望

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2021-02-15

正月初四，上午送灶神，下午迎财神。

祝书房的朋友们 2021 年办事处处顺、生活步步高、市值天天涨、日日乐逍遥图片图片

本说停更两周，休息休息的。但突然与茅台分别，心情颇有点不平静。趁我家领导不注意，断断续续地又码出一篇回顾

今天成都毛毛雨，不出门。索性整理整理发给大家，给同样待在家里的朋友消遣

2021 年 1 月 8 日、2 月 8 日和 2 月 10 日，我在 2.7 万亿、2.97 万亿及 3.24 万亿预定卖点（平均略低于 3 万亿），将茅台减仓至仅剩 3%。

这 3%算是纪念性质的观察仓啦，不关心未来涨跌。

老唐实盘公开 7 年多，茅台从 2014 年初 1330 亿市值，到现在近 3 万亿卖出市值，给老唐带来了丰厚的回报。

〈2014 年第一个交易日，茅台真实开盘价 127.99 元。当时总股本 10.3818 亿股，127.99×10.3818=1329〉

可以说老唐的命运因茅台而改变。对于茅台、对于所有的茅台人，包括今天身陷囹圄的茅台高管团队，我都心怀感恩图片

当然，对于推高市盈率的市场先生群体，同样心怀感激。

2014 年初茅台 1330 亿的市值，按 2013 年 151.4 亿净利润计算，静态市盈率约 8.8 倍；

按 2014 年 153.5 亿净利润计算，动态市盈率约 8.7 倍。

茅台 2020 年和 2021 年的净利润分别可能是 460 亿和 540 亿。

近 3 万亿市值的卖出位置，对应静态市盈率约 65 倍，动态市盈率约 55 倍。

所以，这个 7.11 年（以下简化表述，略称为 7 年）从 1330 亿到近 3 万亿的 **22 倍故事，实际上由三部分构成：**

①茅台公司净利润的增长，贡献了 540/153.5≈3.5 倍；

②市盈率从严重低估的 8.7 倍，回到无风险收益率对应的估值中枢 30 倍水平，贡献了另一个 3.5 倍（30/8.7≈3.5）；

③从估值中枢 30 倍到高估的 55 倍，贡献了最让市场激动的 1.8 倍。

最终 3.5×3.5×1.8≈22 倍（或以全静态口径视为 3×3.4×2.2≈22）

这是投资者首先应该搞清楚的事情：自己赚的钱来自哪里

其中①和②的 3.5×3.5≈12 倍，是深度研究的功劳。

包含①对企业利润增长的研究，和②对（符合老唐估值法三大前提的企业）合理市盈率必然向无风险收益率靠拢的逻辑理解。

这 12 倍涨幅，属于按计算器的“夹头”有能力赚到、也应该赚到的钱。

后面的 1.8 倍，属于市场先生情绪的馈赠，是 windfall，风落之财、意外之财。

风落之财应归功于运气，以及这个“不适合价值投资”的 A 股市场。

它们三者的叠加，带来了茅台 7 年 22 倍的神话。

说到这个 22 倍，必然带来一个尴尬的事实：茅台 22 倍，老唐实盘 9 倍，去掉茅台之后，老唐实盘的收益率大约是多少呢？

很多朋友都关心过这问题，今天正好搭车理一理。为了不打断主题，我将计算过程和结果放在文末。

鼠年最后一个交易日，茅台收盘价 2601 元，市值 32674 亿。

按 2020 年约 460 亿净利润，静态市盈率约 71 倍；按 2021 年约 540 亿净利润，动态市盈率约 60 倍。

这个市盈率高吗？

老唐历来不喜欢含糊其辞，答案简单粗暴：**高了。**

但高了就会跌吗？

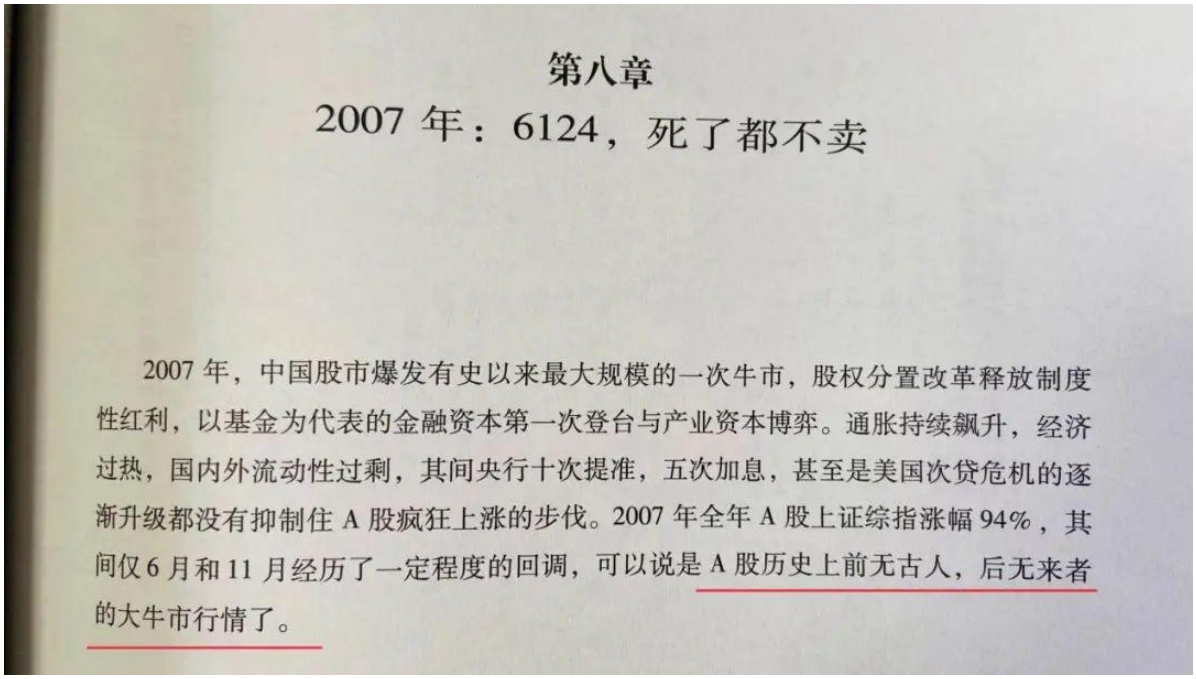
如果市盈率高了就会跌，市盈率低了就会涨，世上就不会有穷人了。

投资确实很简单，但还真没简单到如此地步

市场先生的情绪只能利用，无法预测，这是投资最重要的基本法则。

不过，不能预测，不妨碍我们回顾历史，看看之前的一场超级大牛市里，市场先生曾经疯狂到什么程度，后来又是如何发展的。

历史不会简单重复，却会踏着相同的韵脚走来，故有“读史可以明智”一说：回顾过去，可以帮我们更好的展望未来。



第八章

2007 年：6124，死了都不卖

2007 年，中国股市爆发有史以来最大规模的一次牛市，股权分置改革释放制度性红利，以基金为代表的金融资本第一次登台与产业资本博弈。通胀持续飙升，经济过热，国内外流动性过剩，其间央行十次提准，五次加息，甚至是美国次贷危机的逐渐升级都没有抑制住 A 股疯狂上涨的步伐。2007 年全年 A 股上证综指涨幅 94%，其间仅 6 月和 11 月经历了一定程度的回调，可以说是 A 股历史上前无古人，后无来者的大牛市行情了。

这场超级大牛市就是满大街高唱“死了都不卖”的 2007 年。

截止目前，中国 A 股历史上，2007 年牛市依然可以用“前无古人、后无来者”八个字形容——那年，沪深 300 指数年度涨幅 161.55%。

在这段大牛市里，茅台的股价表现如何？

让我们先记录几个基本数据：

①2006 年茅台净利润 15.4 亿；

②2007 年茅台净利润 28.3 亿，同比增长 83%；

③2008 年茅台净利润 38 亿，同比增长 34%；

④2006~2008 年间，茅台总股本未发生变化，均为 9.438 亿股。

2007 年全年，茅台开盘 90.01 元，最低价 83.3 元，最高价 230.1 元，收盘 230 元，全年上涨 163.97%——均为未复权真实价格，下同。

最低价 83.3 元~最高价 230.1 元，对应市值 786 亿~2172 亿。

折合静态市盈率 52~145 倍（以 2006 年净利润为分母），

或动态市盈率 28~77 倍（以 2007 年净利润为分母）。

2008 年全年，茅台开盘 227 元，最高 230.55 元，最低价 84.2 元，收盘 108.7 元，全年下跌 52.57%。

最高价 230.55 元~最低价 84.2 元，对应市值 2176 亿~795 亿。

折合静态市盈率 77~28 倍（以 2007 年净利润为分母），

或动态市盈率 57~21 倍（以 2008 年净利润为分母）。

让我们再次回看当下：今天，春节前茅台收盘价 2601 元，总股本 12.56 亿股（125619.78 万股），对应市值 32674 亿。

按 2020 年约 460 亿净利润计算，静态市盈率 71 倍；

按 2021 年预估约 540 亿净利润计算，动态市盈率约 60 倍。

假如，2021~2022 年，市场能够走出 2007 年那样的超级大牛市，也就是说，我们按照 2007 年茅台的估值上限“静态 145 倍或动态 77 倍”来揣摩市场先生。

意味着茅台的市值可能触及 540×77=4.16 万亿~460×145=6.67 万亿，对应股价为 3300~5300 元。

相对于当前股价还有 27%~104%涨幅。

可能吗？

Nothing is impossible。不就是市盈率从 71 升到 145 嘛，为什么就不可能？

和尚摸得我就摸不得？股市里，市盈率几百上千的公司一大把，凭什么我们阿茅就不能享受这待遇？

但是，可是，但可是，扪心自问，你敢赚这笔钱吗？

我先坦白，打死你我也不敢

别人如果赚到这 27%~104%，那是别人浑身是胆或智慧超群的应享回报。

我只能表示仰慕之心犹如滔滔江水连绵不绝、好似黄河决堤一发而不可收拾。绝对不会羡慕嫉妒恨，我保证

因为我知道自己几斤几两。

我可以赚到什么钱呢？两种钱。

我可以赚到两种钱。

1）如果后面不是 2007 年那样“前无古人、后无来者”的超级大牛市。热潮过后，茅台可能会回到 30 倍合理市盈率以下。

540×30=16200 亿，或者 2022 年茅台净利润假设再增长 25%，675×30=20250 亿，再或者 2023 年继续增长 25%，845×30=25350 亿，我买入，继续获取茅台经营利润的确定性增长；

这是以老唐的鼠胆，可以赚到的第一种钱。

2）如果后面是 2007 年那样的超级大牛市，陪伴大牛市的不是还有 2008 年的静态 28 倍市盈率、动态 21 倍市盈率的诱人熊市吗？

我等这个。

而且我不需要等 21 倍，我 30 倍就大方买入——拿人家的手短，吃人家的嘴软。当初拿过吃过市场先生的馈赠，不好太计较

540×30=16200 亿

675×30=20250 亿

845×30=25350 亿

1000×30=30000 亿……

这是按计算器的“夹头”，能够坦然赚到的第二种钱。

完整归结一下，就是：

①鉴于产品的供不应求，以及出厂价和一批价之间的巨大价差，即便考虑部分收藏和炒作的泡沫因素存在，茅台的经营利润增长依然可以说是高确定性的。

对于企业提出的十四五末（即 2025 年）利润翻番的目标，我比贵州省委省政府以及茅台管理层更乐观。

我认为提前实现目标的可能性非常大，完全可能在 2024 年甚至 2023 年，就实现茅台股份公司千亿净利润。

——只要打破目前这猪头猪脑的价格管制政策，提前实现的可能性相当大。

千亿净利润，相比 2020 年约 460 亿基数，是增长 117%。

折合年化增长约 22%（若 2024 年过千亿），甚至可能年化增长 30%（若 2023 年过千亿）。

②在静态市盈率 71 倍，动态市盈率 60 倍的今天，我的认识和能力不足以支持我继续持股。

我只能等待两种机会：

A.未来不是超级大牛市，茅台伴随着经营利润的增长，市盈率逐步回落。

我可能在某年净利润的 30 倍水平重新开始买入——具体是哪年，我也不知道，经验性地认为三年之内机会很大。

我能获得的，是买入位置低于三万亿市值的差价，以及期间资金的无风险回报率。

——当然，期间可能投入其他投资对象后亏损。但这个锅不应由卖出茅台的决策背

B.未来是超级大牛市，茅台虽然增长率不足 30%，却仍然在市场情绪的推动下，达到 145 倍的静态市盈率高度，股价翻倍至 5000 元以上。

所有坚守和买入茅台的人，赚的盆满钵溢，嘲笑和打脸老唐的声音满网飞。

这种超级大牛市的环境里，老唐所有的持股可能都会陆续触碰卖点，甚至可能连指数基金也被迫清仓了。

在别人死了都不卖的翻倍过程中，老唐可能只赚到 30%甚至更少的肉渣渣，逐步变成满仓债券基金甚至货币基金的状态，在一片嘲笑声中等待大牛市后必然伴随的大熊市。

——收入是一连串事件，等待是其中重要的一环。

这种情况下，老唐或许连打新资格也丧失了，每天点开股票 APP 的理由没有了，甚至可能连唐书房也被骂的不更新了——满市场都是股神。但凡看书房文章的，一律被耽误了赚钱，更新简直就=坑人

那时的老唐，或许每天沉迷于阅读、运动、陪领导，也或许再跑出去搞几个月自驾游也说不定。

但是，如果真让我等到大牛之后的大熊，我承诺——请脑补茅台经销商庄严宣誓的场面：

我会对夺命而逃的卖家心怀感激，坚持做到不杀价不等底。慷慨大方地给予高达 30 倍市盈率、堪称败家的买入价格，以奖励他们曾经的革命大无畏精神

未来两年，市场会是超级大牛市吗？我不知道。

但基于对市场先生他老人家的信心，我相信他会赏我机会的。大概率就在三年内——注意，纯拍脑袋，没逻辑的。

为了拿到市场先生丰厚的奖金，我已准备好接受嘲笑和挖苦了，如同我持有的其他个股在下跌途中所遭受的待遇那样。

甚至主动备砖，将“老唐实盘去掉茅台后的收益率”算出来，供需要者随时提取

附录：

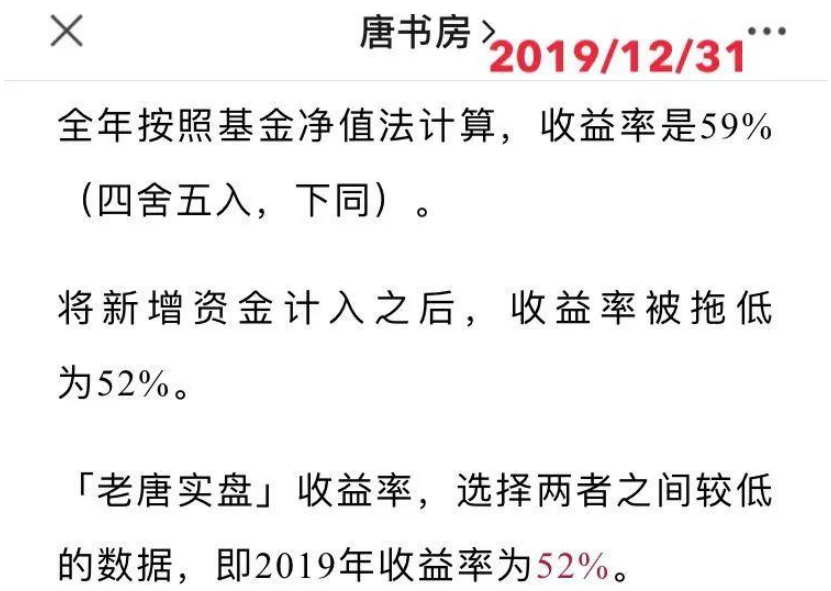
老唐实盘去掉茅台后的收益率推算

老唐实盘从 2014 年公开至 2021 年春节前，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，66%，20%——均不含新股中签收益。

净值从 100 变成 906——或表述为从 1 变成 9.06，年化收益率 36.3%。

实际数据比这个高一点，但不多。

原因是我每年记录的年度收益率，都是基金净值法收益和实际收益中较低的数据。



这种记录法用于计算期初资金的实际终值，会略有低估——即忽略后期陆续投入的版税收入、公众号收入和 2018 年中卖掉的一套叠拼带来的加仓资金。

若全程按照基金净值法计算，我估摸着净值应该会略高于 1000。

这是什么意思呢？

我以两个数据都有记录的 2019 年和 2020 年举例说明：

2019 年按照基金净值法是 59%，选择因为追加资金导致的实际收益率 52%记录。

2020 年同样，基金净值法是 69%但记录为 66%。

如果不考虑追加资金，单纯计算期初资金的收益率，那么 2014 年以来的实盘收益率至少可以调整为 62%、13%、23%、62%、-18%、59%、69%、20%，100 会变成 100×1.62×1.13×1.23×1.62×0.82×1.59×1.69×1.2=965。

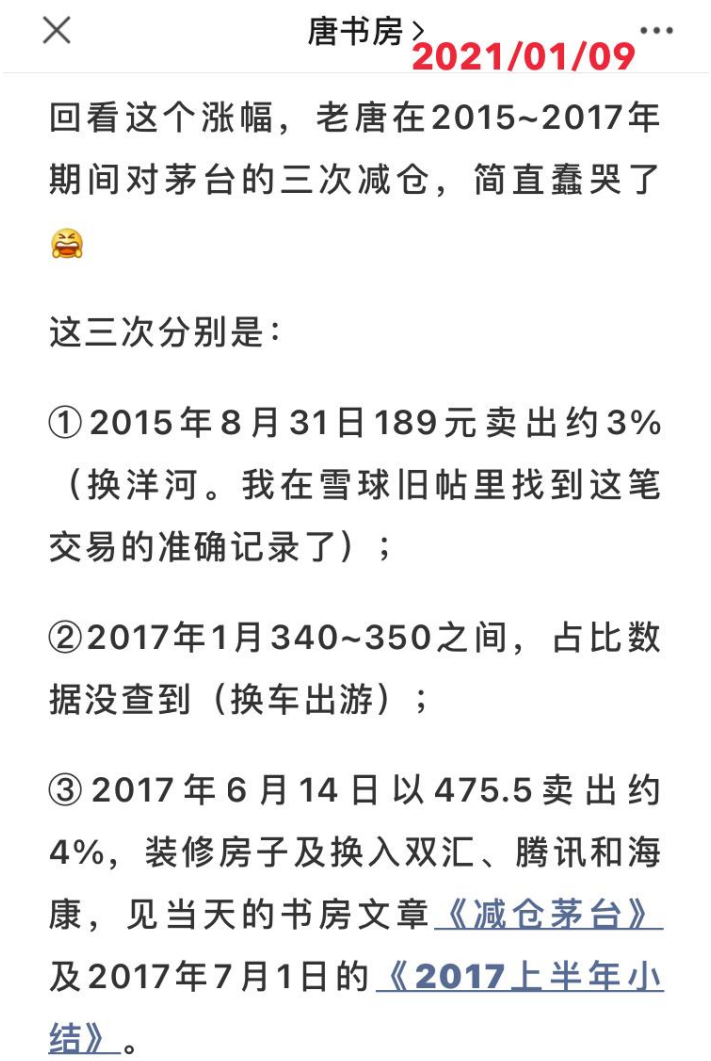
由于 2014~2018 的明细数据，没有保存。

我按 1000 毛估估，相当于假设这 2014~2018 年的五年里，累计少计入了 3.6%的收益（1000/965=1.036），应该大致靠谱。

然而，即便是按照 7.11 年 10 倍计算，面对茅台同期 22 倍的涨幅（还没计入现金分红），仍然是个尴尬的数据。

按照实盘记录，2014 年元旦我持有 47%茅台仓位——其他是招行 25%，民生 17%，老窖 11%。

之后，有过三次蠢哭的减仓记录



综合考虑上述减仓行为，以及期间茅台分红也主要是买入其他股票的残酷现实，估摸着**全程持有到近3万亿卖出的茅台初始仓位，大约只有期初市值的35%~40%。**

如果按35%计算，意味着期初100元里面的35元，变成35×22=770元。

那么，期初的另外65元，就只变成了1000-770=230。

7.11年从65变成230是3.54倍，折合年化收益率约19.5%。

如果按40%计算，意味着期初100元里面的40元，变成40×22=880元。

那么，期初另外的60元，就只变成了约1000-880=120元。

7.11年翻了一倍，折合年化收益率10.2%。

这个10.2~19.5%的收益率水平，就是老唐实盘期初资金里，去掉茅台后的其他投资对象，一通瞎折腾后换来的年化回报率。

大致应该是可靠的。

而且凭记忆估计，应该靠近19.5%的数据更接近真实。

因为我过去7年里涉及过的股票很少，都是可以回忆出来了。持仓比例超过1%的股票一共就这么几家：

茅台、腾讯、洋河、海康、分众、古井b、招行、民生、国投、川投、老窖、信立泰、双汇、伟星新材、粤高速B、长安B、伊利、张裕B。

其中大赚的（获利超过 100%）有：茅台、腾讯、洋河、海康、古井 B、招行、民生；

小赚的（获利低于 100%）有：分众、国投、川投、老窖、信立泰、双汇、伟星新材、粤高速 B、长安 B、伊利；

亏损的：约 1%仓位的张裕 B、1000 股宋城演艺、1000 股永新股份——累计亏损数千元。

互联网是有记忆的，如果老唐上述记录有遗漏，欢迎补充

不过，我认为即便有遗漏，也是可以忽略的遗漏，对年化收益率的影响，估计也就在小数点后三四位的范围了。

以这个历史记录毛估估，收益率不应该只有 10.2%，估摸着可能在 10.2~19.5%的中偏右位置。

但不管多偏右，哪怕是右到 19.5%，与投资茅台的回报率比较，依然是个笑话

如果单吊茅台 22 倍，年化收益率约 55%（如果单吊比特币 43 倍，年化约 70%），如果满仓满融茅台（比特币），年化……好吧，我算不出来。

然而，老唐有那个本事吗？

还是那句话，打死你我也没有

不要说过去没有，就是今天安排我穿越回 2014 年元旦，我恐怕还是不敢单吊茅台或比特币，更不用说满仓满融了。

万一历史被穿越的蝴蝶翅膀扇乎变型了呢？

当然，如果给老唐发个枕头，穿越回去重重重重重仓那是必须滴

对于单吊的、满融的、继续买入或持有的，无论是因为傻大胆还是因为对企业和市场的理解更深刻，老唐都表示无限崇敬和祝福。

希望这崇敬和祝福能换来鄙视老唐时，下嘴下脚都轻点儿。痛。虽然老唐自带 360° 全息真皮抗打击脂肪垫 plus+，但还是会痛的

查理.芒格说：“如果去掉我们最好的十笔投资，我们就是一个笑话”。

老唐比他老人家惨点儿。

只要去掉茅台，已经泯然众人。

估计只需要再去掉其他一两笔投资，老唐就可以变成笑话了。

祝朋友们天天都能开心一笑

新春快乐

DITTO

请恕我直言。乐趣 15 年 1000 倍，手上有 10 亿茅台都岿然不动，您的实盘也就三五百万，折腾个啥？

唐书房

我就是只有三五万，也可以按照自己的想法折腾，对不？碍着您什么了吗？

鲲

卖了就唱空，呵呵

唐书房

回复你这个呵呵。第一，卖点及卖出后大概会在什么位置买，老唐很早就在书房发过了，你2019年3月进书房的，看来白读了；第二，卖了看空，颠倒了顺序，不是应该看空卖出吗？第三，老唐对股价根本就没有判断能力，空或多都是你的臆想，老唐“只有当前价格是否划算”的衡量。当然，说了估计你也听不懂

鲲

没有判断能力就敢说高低，价格划算不划算不是对股价的判断吗？唱空还不敢承认，我不懂但是不预测啊，不如大大方方的承认自己的认知只能看到现在的高度，再补充一句，我一股茅台也没有，从来就不看好茅台，茅台就是白酒的一种，相比其他白酒没有任何特殊价值。

唐书房

1）价格划不划算，不是对股价的判断。不过，估计你还是听不懂；2）我同意你的看法，你确实不懂茅台和白酒；3）拉黑你了，免得让你我相看两生厌。祝你发大财。慢走。

星空Blue

老唐要抓紧时间找下一只茅台呀。一方面我们应该坚守自己的能力圈，另一方面我们也应当适度拓宽自己的能力圈。我找遍了a股也找不到一只比茅台的商业模式更好，护城河更宽的企业。

唐书房

过去三年，我拓展了三只：腾讯、海康、分众希望未来三年，还有能力再拓展三只。

追风者

唐老师，随着股市走进牛市，风险也越来越大，请问怎样规避股灾的风险呢？谢谢！

唐书房

永远将资产配置在能力圈内收益率最好的资产上，无论牛熊。

风儿

唐老师，给您拜年，祝您及家人新春快乐有个问题，百思而不得其解，还望您能不吝赐教。您留下3%仓位的茅台，是不是利润全在这剩下的仓位中，一分都无法兑现？茅台市值回调了，您的利润是不是也缩水了？

唐书房

你也太小看茅台了。留下的茅台不过七位数而已，茅台给我赚到的利润是八位数。这3%跌成零也不影响你口中的利润兑现

Victor

您可否分享一下对于分众最新的思考吗？

唐书房

我对分众的周期性质，想法上确实有些变化。但我不喜欢在股价逼近卖价的时候，去修正之前的看法。我宁愿等第三次卖出以后，再重新计算。

第909篇.　　2021.02.20－论“地”——读《巴芒演义》有感

驰骋心胸　唐书房　2021-02-20

纵观《巴芒演义》，最后一句“别瞅傻子，瞅地！”为全书点睛之笔，故读后感取“地”作为感想主体。

“地”者有地球，地面，耕地之解，又有地理位置，区间领域，根本基础之意。

全书以巴菲特老先生的经历为主线贯穿始末，书中语言幽默诙谐，既有优美文字的推敲提炼，又有网络语言的新潮体现。

在阅读中不仅体会了故事情节的跌宕起伏，又感受了价值投资思想的潜移默化；

从字里行间、段落衔接可以看出老唐写此书时的斟酌，从参考书目、故事穿插更能体会老唐平时的博览，不禁感叹老唐实为吾辈学习之楷模！

一、读书时的一些思考：

1、对于**“烟蒂股”**的思考

关于“烟蒂股”的提法查无权威，更多是巴菲特老先生对于前期所投资企业的一种比喻。

他早年无论在格雷厄姆·纽曼公司，还是自己所管理的基金，大都是投资这类股为主，巴老先生的第一桶金也是靠这类股赚得的。

这类股基本有两个共同特点：

（1）是实际价值远高于市场价值，有大便宜可占，特别是类现金资产或隐性资产远大于其市值的情况；

（2）是属夕阳产业或面临诸多困难、经营不善的企业，这类企业即不会引起其他投资人注意，公司本身也有改革的需要。

巴老先生如果发现此类“烟蒂股”，基本都是悄悄地收购其散落在外的股份，收购完成后如果涨了就直接卖掉，收钱闪人，巴老先生快刀斩乱麻的烟蒂基本都堪称经典大作；

如果烟蒂一直不涨，则扔给师兄沃尔特·施洛斯，或者继续收购直至成控股股东，再挥刀做手术，更换董事会成员或 CEO，甚至亲自上阵，把公司推回正轨，待以后卖掉或持有；

再不行就直接派清算小分队上场，解散公司。

所以对于很多需要挥刀的“烟蒂股”操作也是个容易得罪人的盈利手法，特别是在邓普斯特农具机械公司清算时，让巴老先生灰头土脸，犹如过街之鼠。

基于当时的经济、市场、政策等条件，敢于吃螃蟹的烟蒂兵团战绩斐然。

因为“烟蒂股”大多属于垃圾股，随时都有可能破产，造成血本无归，所以格雷厄姆规定烟蒂兵团必须分散投资，每只烟蒂不得超过 20%的仓位。

在我们大 A 股中，单纯从很多教科书说的 PB<1 指标看，在某些特定时期“烟蒂股”还是有的。

例如在 2005 年 6 月 6 日，上证指数到达 998 点历史大底时，当时我们大 A 股共有 184 家公司股价跌破净资产，占全部 A 股总数的 13.65%；

2008 年 10 月 28 日，上证指数达到 1664.93 点时，沪深两市共有 180 家公司股价跌破净资产，占全部 A 股总数的 11.24%；

2018 年 10 月 24 日，大 A 股市场的破净股则达到 416 只，占比 11.70%。

但是在我们大 A 股市场中，这类破净股并不一定符合“烟蒂股”的第 2 个条件。

他们大多属于金融、地产、基建、商贸等行业，普遍存在资金流动性大且强度高的特性。

如果我们无法真实评估出银行的坏账和房地产企业的杠杆风险，无法真实发现财报数据的隐漏，对于此类“烟蒂股”我们还是敬而远之为好；

但如果我们能够去伪存真，真正认识到其公司价值，也有可能实现戴维斯双击，找到被错杀的“灰姑娘”。

然而基于我们大 A 股所处的政治经济环境，很多此类股后面都站着国有企业的身影，根本不可能像巴老先生那样悄悄地收购，更别说收购完感觉不舒服就解散了，除非我们想当“野蛮人”被封杀。

综上，对于大 A 股市场的“烟蒂股”，我们要眼睛瞪大些，不能照搬理论，真正发现其价值后才好像施洛斯那样轻轻下手，慢慢潜伏。

2、关于**“垄断”**生意的思考：

巴老先生之所以特别中意报纸、银行、航运等行业，无不是共有一个特点：垄断！

或为特许经营，或为寡头把持，或为大鳄操纵，但其实质就是本身拥有一定的定价权，受行业特点或地方保护，使自己的利润有了一定地保证。

巴老先生在 1991 年致股东信中也对此类生意给出了清晰定义：“有着市场特许经营权的产品和服务具有以下特质：

（1）它被人们需要或渴求；

（2）被消费者认为找不到其他替代品；

（3）不受价格管控的约束”。所以“我一生追求消费垄断型企业”也成为巴老先生投资成功的秘籍。

在当下互联网时代，寡头垄断依然明显：网络支付微信和支付宝二分天下，搜索引擎也只剩百度和谷歌，就连人们常喝的牛奶也是蒙牛和伊利占据绝对江山……。

但是互联网年代，交流更加便利，传播更加迅速，如果巨头大鳄稍有松懈便可自毁长城，就会被第三者探入触角。

例如网络购物领域，原本淘宝和京东的遥遥领先，但终因假货、价格、单一等因素，被拼多多撕开了一个口子，形成三国鼎立的局面，但也算巨头垄断。

特别是在我们中国特色的背景下，垄断行业更是屡见不鲜。

能源、电力、通信、金融、公共事业等等，除了国家经济命脉的领域，很多行业垄断痕迹也很明显，特别是区域保护主义，例如烟酒糖茶，除了特许经营外，很多区域也都树起本地大坝，除了几大驰名商标外，基本都具地方保护色彩。

所以在此等背景下，我们投资企业要认真思考企业的护城河到底有多宽？企业铸成的“坡”到底有多长？企业堆积的“雪”到底有多厚？

3、关于**“指数基金”**的思考

指数基金是以该指数的成份股为投资对象，通过购买该指数的全部或部分成份股构建投资组合，以追踪标的指数表现的基金产品，所以标的指数的表现基本就是该基金的直观反映。

标的成份股有涨有跌，如果按照概率理论，涨平跌各占三分之一的话，对于平的或者微盈利的那部分，

如果再加上高昂的管理费，基本就归到跌的行列了，所以至少 66.67%的概率是跌的，这也就是巴老先生为什么推荐买指数基金的原因。

而高昂的管理费的问题让我想起了早年听过的一个“四人打麻将最终皆输光”的故事：

四人打麻将，每人拿出 100 元作为赌本，场地茶水费每小时 1 元，开始的时候明面上各有输赢，只交了少部分的场地费，但是如果长久下去，在四人都不增加筹码的前提下，400 个小时后，明面上还是有赢有输，但总体赌资已经变为 0 了。

所以那些基金高昂的管理费是很要基金命的，故巴老先生才推荐管理费很低的指数基金。

在我们大 A 市场，有些基金经理的确有能力，但很多机构还是依靠明星效应、规模优势、内部消息、洗劫小散来获取利益，并不值得被人尊重。所以很多普通投资者买点指数基金也是很好的选择。

二、读后自身感触

全书看完，淋漓尽致，回味悠长，想当年自己 2007 年初入股市，当时正值牛市，感觉遍地黄金，闭着眼睛就冲进去，也捡了点小钱，不过最后基本又还给了傻子先生，而后又苦练技术武功，最终胜少败多，几年茫然。

恰好这阶段一个朋友推荐了段永平老师的博客给我，才开始接触价值投资，看了很多巴老先生的介绍和书籍，心态慢慢稳定下来，但总感觉还是有些缥缈，在天空中飘着，很多东西感觉自己懂了，但是又不是很懂，心中难有磐石，悬在空中难以落地。

后来机缘巧合下，发现了老唐的公众号，老唐的经历给了我力量和信心，仿佛看到了黎明的曙光。

赶紧买了《手财 1》、《手财 2》、《价值投资实战手册》回来阅读，从头开始学习财务知识，感觉充满了力量，找到了组织。

随后又推荐给几个身边的好友，组成了一个读书讨论圈，获益良多。可谓山穷水尽疑无路，柳暗花明又一村。

自从知道了老唐的公众号以后，实盘方面先是跟随老唐买了洋河、分众。

因为自己本身从事安防行业，几乎看着海康发展壮大，很多朋友也在海康工作，所以对其很熟悉也很放心，于是早早把一部分钱交给了她（虽然自己所在公司也是上市公司，但还是投资海康更放心些）。

特别是近期，出了分众，海康后，尝试选择了华泰和塔牌，等待市场的验证，但是心态很坦然。

一点遗憾：

老唐书的名字有芒格老先生，从只言片语中也可以看出老唐在很多方面很尊敬芒格老先生，但是在本书中，真正与芒格老先生有关的内容很少，只有寥寥三章对其进行了重点介绍。

如果有下一部大作，建议可以把芒老先生多写一些，期待中。

三、论“地”

“地”者，企业本身也！

企业本身的成长才是价值投资的根本，我们投资股市就是投资企业，就要有把钱交给她很放心地坦然，所以对于这块“地”我们首先要很熟悉她，就像熟悉自己的某样东西，自身的某个器官。

在“地”的选择方面，个人见解最好是选我们所熟悉的行业。

以前看过一句话“我们所有赚的钱，都是在我们所熟悉的领域，都是真正懂了游戏的规则后赚得的”，所以我们对于自己的那块“地”，要知道她所处的行业，是不是自己懂的或者是能搞懂的。

像巴老先生早期基本不买“科技地”，段永平先生不买“航空地”，老唐也有很多“未知地”不买，因为每个人都是有能力范围，没有哪个人是所有行业都懂的。

行业性也代表着一个企业所处的赛道，我们所选的地要符合国家发展、人民需要的范畴，不要选择国家限制、人民摈弃的行业，所以跑道要选好，这样才能取得好的成绩。

其次，要看“地”的本身质地，既是否是良田？

要看懂一个企业，不单是看她的财务报表，更要看她的经营模式、核心竞争力、企业文化、管理层内涵、市场的反应等等，这个才是企业的根本，没有了这块基石，万事皆为浮云。

财务报表是一个企业经营结果的体现，但如同像老唐所说，财务报表是用来排除对象的，如果连财务报表这张脸都让人看的胆战心惊，此类企业不碰也罢。

我们所选择的企业要踏踏实实做事，不能靠讲故事，光讲故事的企业不可能长久，等财报一出，马上知道谁在裸泳。

例如，风光一时的乐视，什么概念流行讲什么题材，最终一地鸡毛，数万股民血本无归。

除了财务报表外，我们更应该搞清，企业依靠什么存活？她的核心竞争力是什么？她筑起的篱笆有多高？她的经营宗旨是什么？管理层怎么样？----

如果我们能回答出我们所提的问题，也基本对于这个企业有了较深的认识，便能区分当傻子处于疯狂时，我们应该怎么选择。

例如，2013 年因反腐运动和白酒塑化剂事件，白酒板块业绩下降，贵州茅台更是从 230 元暴跌至 133 元，很多人大举抛售避而远之，

但是那时很多懂得茅台的大拿，如但斌、林园先生等，都在坚信自己的选择，坚信茅台是王子一时落难，后面还会价值回归，于是纷纷加仓买入，后来收获颇丰；

甚至还听说段永平先生更是一次性买了 3 吨茅台酒储存，现在看来满腔敬意，油然而生。

再次，我们要以“地”经营者的角度去观察评估它，种好这块“地”的每一步都体现水平，经营者的每一个决定都有含义，我们可以设身处地，换位思考一下，假如我们自己是“地”的经营者，是否会走这一步棋。

如果“地”的经营者比自己种的好，就放心的交给他就是了，自己等着看他交出的收成就好，完全不用那么劳累费心；

如果经营者屡屡错着，假公肥私，交出的成绩不尽如人意，我们大可以去选择其他的“地”就是。

特别是有傻子想买我们的“地”时，我们是否能估算出，傻子的出价是否疯狂，是否有大便宜可占，如果有，卖给他就是。

要真正看懂一个企业很不容易，特别是我们作为一个小散，只能从一些公开的信息去探寻，故个人更倾向于向行业内人士请教，多抽出时间到市场里去考察，去调研，去认清！

“别瞅傻子，瞅地！”多么朴实无华的语言，说的那么直白，那么真诚，那么地理直气壮，但这恰恰是价值投资的真谛！

价值投资这条路是条大道，每个人都在乘风破浪、奋进前行，特别是自己还有很长的路要走要学习，老唐这方面是老师，希望能很快看到老唐的新作！祝好！

第910篇.　　2021.02.20－老唐实盘周记2021/02/20

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2021-02-20

本周交易

无

当前持仓

目前持仓腾讯 25%，洋河 18%，古井 B6%，分众 5%，茅台 3%，海康 2%，恒生 ETF41%。

另有福寿园 1 万股观察仓不计。

下表除股价和百分比之外，其他科目单位为人民币亿元。

持股公司	持股比例	三年后估值	理想买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
腾讯控股	25%	66000±10%	＜33000	72500	59191	741.00	31.38%
洋河股份	18%	3850±10%	＜1925	4700	3261	216.40	-8.30%
古井贡B	6%	770±10%	＜385	900	500	119.21	10.39%
分众传媒	5%	……	＜700	1980	1810	12.33	24.92%
贵州茅台	3%	24000±10%	＜12000	……	30902	2460.00	23.12%
海康威视	2%	4840±10%	＜2420	6960	5763	61.68	27.15%
恒生ETF	41%					1.587	10.90%
沪深300						5778.84	10.89%
上证指数						3696.17	6.42%
2021/2/20			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8326	

上周数据

持股公司	持股比例	三年后估值	理想买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
腾讯控股	25%	66000±10%	＜33000	72500	60620	761.00	34.93%
洋河股份	20%	3850±10%	＜1925	4700	3448	228.81	-3.04%
古井贡B	6%	770±10%	＜385	900	510	122.02	12.99%
分众传媒	4%	……	＜700	1980	1804	12.29	24.52%
贵州茅台	3%	24000±10%	＜12000	……	32674	2601.00	30.18%
海康威视	2%	4840±10%	＜2420	6960	6166	66.00	36.05%
恒生ETF	39%					1.553	8.53%
沪深300						5807.72	11.44%
上证指数						3655.09	5.24%
2021/2/10			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8303	

注：①持股比例=持股市值/账户总值。在无交易状态下，该比例也可能因每只个股股价波动幅度不同，而发生小幅变化；

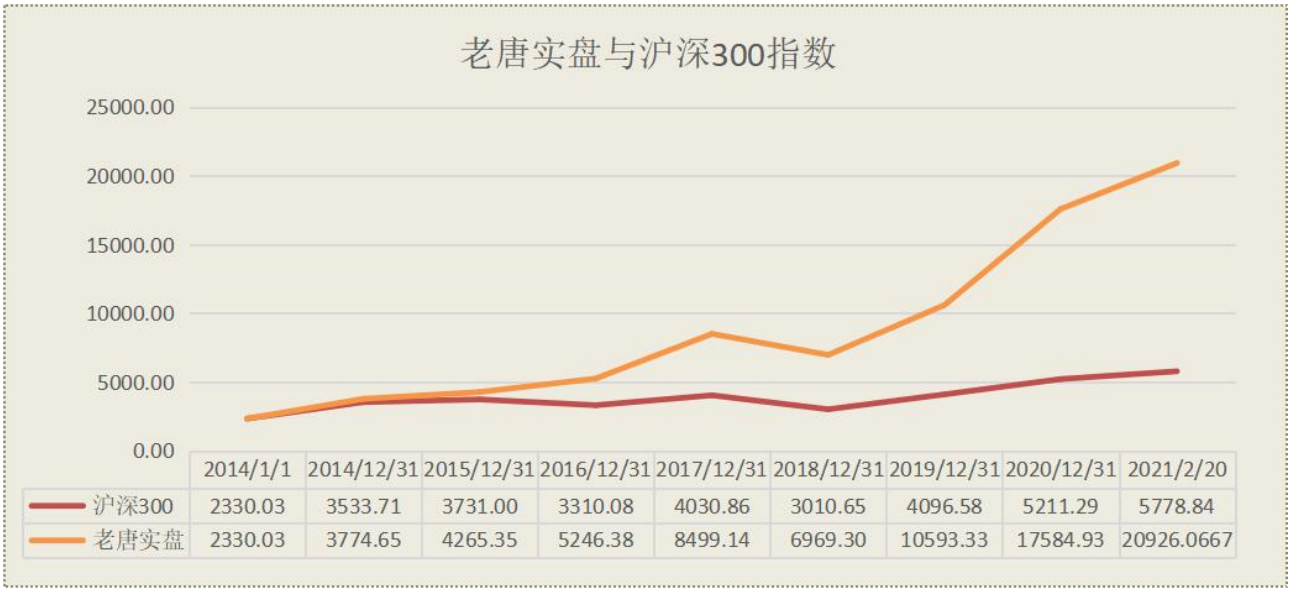
②仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2021 年内收益 19%（四舍五入数据）

自 2014 年公开实盘至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，66%，19%（均不含新股中签收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 898。以 7.14 年折算，年化收益率约 36%。



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/2/20
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	5211.29	5778.84
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	17584.93	20926.0667

重要事项

本周，除古井贡的增发获证监会批准的流程性事件，其他各持股公司均没有什么重大事项。

借机东拉西扯，聊点儿闲事，就算是新年开篇的收心散打吧图片

1. 怀念邓公。

第一件重要的事情，是向邓公致敬。昨天是邓公逝世 24 周年。

1997 年 2 月 19 日，邓公与世长辞，享年 93 岁。

老唐是被邓公改变命运的人。

如果没有邓公在上世纪七十年代末推动的改革开放，老唐估计今天是个面朝黄土背朝天的老农民。

每天辛苦劳作，在土坷垃里刨食。费尽移山心力，关注的是如何填饱一家人的肚皮

在我心中，邓公是中华文明浩瀚几千年历史长河里，最伟大的政治家，没有之一。

不想太多讨论政治类话题，这个看法纯私人观点，不寻求认同，也不在留言区里讨论。谢谢

记录一句邓公南巡讲话原文，致敬邓公、怀念邓公：

发展才是硬道理，成天去争论什么资本主义、社会主义有啥子意思？你搞得清楚吗？反正我是搞不清楚。

——这是 1992 年 1 月 18 日，邓公在汉口火车站对湖北省委书记关广富说的原话。邓公特意要求关广富一字不漏地转告中央。

你越揣摩这句话，就能越发现邓公的伟大。

2. 对老唐清仓茅台的三个有价值的质疑。

年前最后一个交易日，老唐将过去七年多始终是第一大重仓的茅台基本清仓，仅保留纪念性质的 3% 仓位。

有很多朋友说受到了巨大冲击，对老唐的卖出行为及投资理念，发出很多质疑。

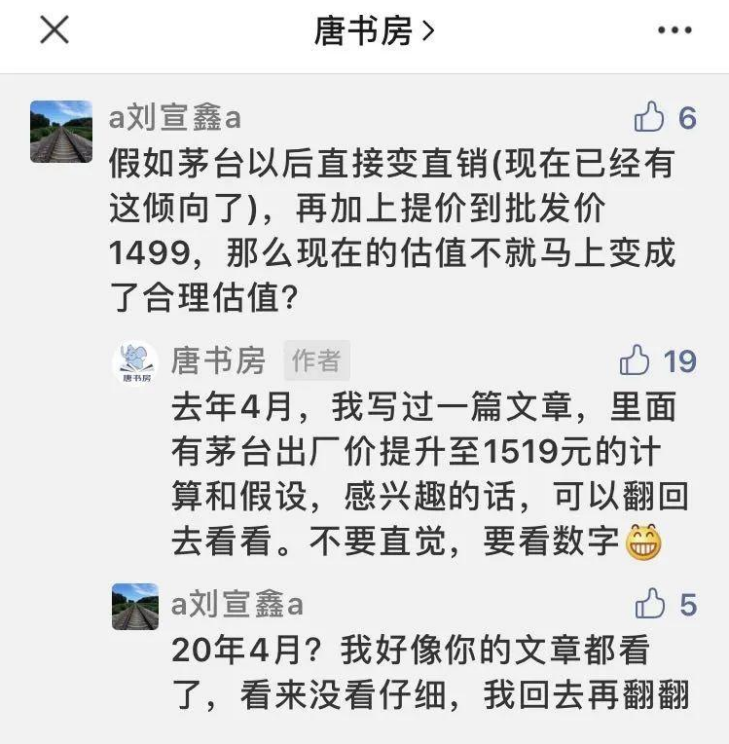
这让老唐很意外。因为这个卖出计划，是老唐很久前就白纸黑字预告过的，而且每周的实盘周记里，都清清楚楚地标注了计划卖出市值。

坦率说，老唐有点懵，没理解这所谓的冲击从哪儿来，为什么现在才冲击？图片

这些质疑里，有三类质疑有回复价值。

第一类是认为茅台目前出厂价和一批价有巨大价差。

如果公司提升出厂价，偏高的市盈率会迅速地降低为合理估值。所以老唐的卖出行为，不智。



是不是茅台提升出厂价，那么老唐所谓的高估就不存在了？我建议朋友们做投资，一定不要相信感觉，要敢于、勤于按计算器。

当然，我指的仅仅是和老唐一样天资愚笨、格局不高的人。

真正的智者和高格局的大师，据说是不需要按计算器的。他们一般喜欢背诵口诀「宁要模糊的正确，

不要精确的错误」。

不过我搞不太明白，如果把「精确的正确」和「模糊的错误」也插进去，他们会怎么排

关于茅台上调出厂价会带来的盈利情况，我在去年 4 月 27 日的文章《茅台估值、买点及卖点计算过程》里，分享过完整的计算过程。

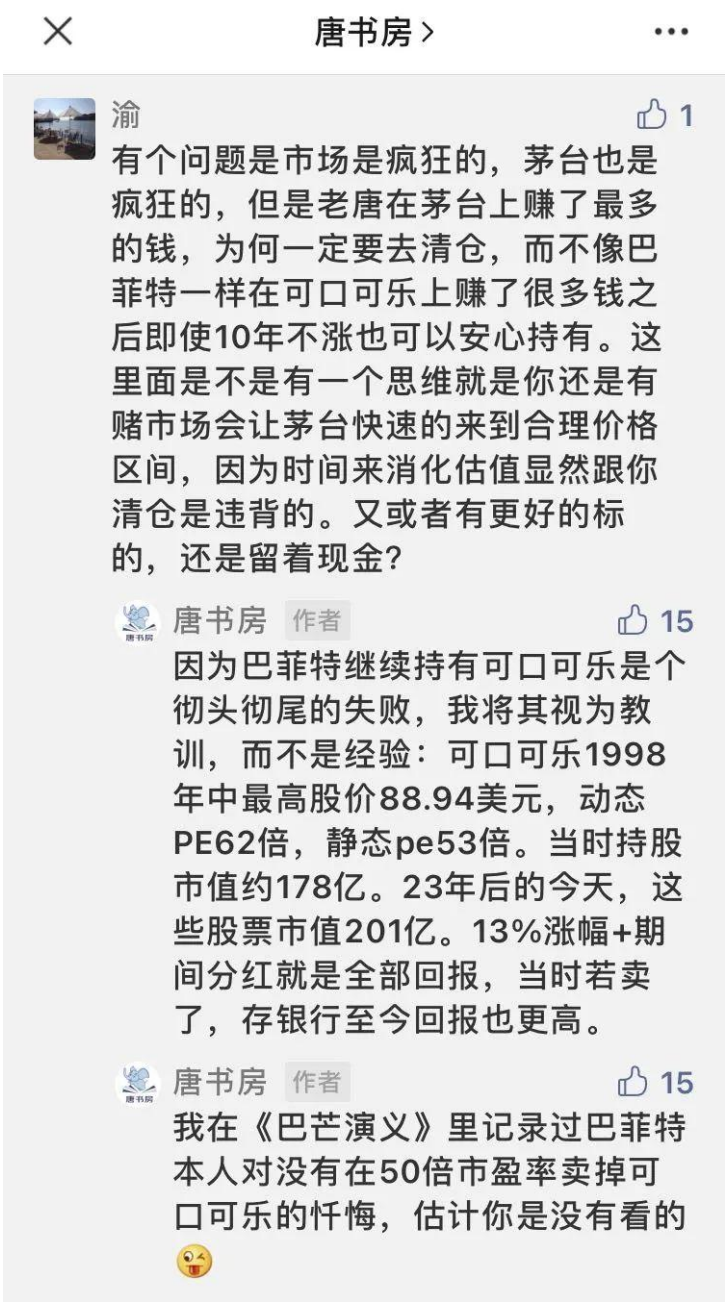
文章以 2023 年 53° 飞天茅台出厂价是 1519 元为假设——即单瓶出厂价上调 550 元，推算了 2023 年归属股份公司股东的净利润。

我这里直接说结论，对计算过程感兴趣的朋友，返回去重读该文即可。

结论就是：如果 2023 年出厂价是 1519 元，将增量和提价因素一起考虑进去，2023 年归母净利润约为 788 亿。

至于今天的三万亿相对于 2023 年的 788 亿净利润，是否高估。见仁见智，我的观点已经表达过了，不再继续招骂

第二类有价值的质疑，是用巴菲特 1998 年面对高估的可口可乐岿然不动，继续持有至今的案例，质疑老唐卖出茅台的行为不够巴菲特，不价投。



这个事情，我在《巴芒演义》里专门用了很长的篇幅记录和讨论。

我的理解是：巴菲特 1998 年没有在 50 倍以上卖出伟大的可口可乐，是巴神的一个错误，巴神他老人家后来忏悔过，智者芒格也反思过。

老唐此时卖出茅台的行为，正是对巴芒思想认真学习的结果。

第三类有价值的质疑，是有朋友去翻了雪球的老唐实盘历史记录。

发现在 2014~2018 年间，除了老唐记录的几次蠢哭的卖出之外，老唐实盘还零零星星多次减仓茅台，用来买入国投电力、川投能源、中概 ETF 等多只股票。

如果这是真的，那么享受 7 年 22 倍的茅台数量会少于期初市值的 35%，说明老唐实盘除茅台以外的其他股票，年化回报率可能比 19.5%高点儿

不过很可惜，经老唐认真回忆，这些组合记录是真实的，但组合里的卖出行为是虚拟的。

老唐实盘除茅台以外的其他股票，年化回报率没有高于 19.5%。

那些零星的减仓记录，是两个原因造成的：

①雪球组合无法反应新增资金。

在实盘新增资金买入其他股票后，为了使多只个股仓位与真实情况吻合，必须在组合里对原有股票进行虚拟的“卖出”操作。

②雪球组合无法加入港股和 B 股。

故在实际持有招行 H、民生 H、腾讯及古井 B 时，只能用 A 股、中概 ETF 等替代品示意。

他们的价格和真实投资对象价格不同步，造成过段时间就需要对组合持仓个股实施“虚拟调整”。

这是对认真质疑的认真回复，并非要做什么解释。

老唐没有取信任何人的需求，不会去“证明”自己说的是真话，也不介意谁怀疑“老唐实盘”真假。

信或者不信，展示的是自己的判断能力，与老唐无关

3.面对谩骂。

除了上述有价值的质疑之外，近期还爆发了大量针对老唐的鄙视和谩骂，惊动了不少好友发来慰问和关怀

不用看也知道，网络上的鄙视和谩骂，主要来自三种群体：

第一种，鄙视老唐交易行为的高手和“纯正”价投；

第二种，过嘴瘾的围观群众和勾引围观群众的流量 V；

第三种，害怕老唐唱崩股价的持股者。

高手和“纯正”价投对老唐的交易嗤之以鼻，鄙视老唐就会按计算器，鄙视老唐格局不高、目光短浅，鄙视老唐理念不纯、试图投机……鄙视的都对。

老唐确实只会按计算器；老唐格局确实不高，鼠目寸光；老唐也从未将“买股票就是买企业”，理解为买了就要持有一辈子。

在我心中 All cash is equal，投资就是比较，没有任何一家公司是我至死不渝的信仰，没有哪家公司赚来的利润更高贵，茅台也不例外。

但老唐只用自己的钱交易，不为其他人的资金负责；老唐免费分享自己的观点和逻辑，从未声明过我的观点一定是正确的；对于高格局的高手和死了都不卖的纯正价投，一贯持景仰的态度，从未踩踏过谁。

还请高手们高抬贵脚，容忍老唐这种格局低、水平差的人，在自己的地盘上发表一些幼稚的观点。谢谢

对于过嘴瘾的围观群众，以及为勾引围观群众的流量主，实在没什么可回应的。

这些人，随便你说啥，都只能换来一个骂字

老唐看错的时候，可以骂老唐水平垃圾、脸被打肿；

老唐看对的时候，可以骂老唐卖书卖 P2P，人品低劣；

实在分不出对错的时候，还可以骂老唐公众号文章几万阅读、几千打赏，圈粉割韭菜，卖铲子发财……

你要真和他们生气，只能从网上销声匿迹，永不发声才行。

甚至你就算是销声匿迹，它们还能骂你畏罪潜逃，自绝于人民，不敢现身网络江湖了

说到这儿，突然想起来老唐 2018 年 7 月宣布不玩雪球了，一群围观群众打赌说老唐不出三个月就会乖乖地回雪球，否则它们直播吃翔。

结果这些家伙言而无信，偷偷就吃了，没搞直播。老唐表示受骗了，生气 ing……

这些人关注老唐的言论，就是为了找到骂点。什么事儿都可以骂的荡气回肠、嗨如潮吹

就让它们快乐着吧。我反正也不去别处，就躲在书房当鸵鸟。书房里还是喜欢老唐的人占大多数，混个舒心

少量扑到书房来骂的，直接拉黑也就了事啦，几秒钟的事儿。

但是，必须第 N 次提醒朋友们：

你在别处遇到骂老唐的，怎么看待是你的选择，我左右不了，也没打算去左右。

我只有一个要求：**不要转给我，不要转给我，不要转给我！**

老唐虽然不在意这些犬吠，但老唐是个凡人，还做不到任人辱骂心静如水的地步。你转给我，必然浪费我的时间，毁坏我的好心情。

垃圾人我没精力和能力去对付，但我可能会将转发垃圾言论给我的人拉黑，不管你是不是出于善意。

所以，请一定不要转给我。可能误伤，可能误伤，可能误伤

至于担心老唐唱崩股价的，实在是太过抬举老唐

面对数万亿市值的公司，一个龟缩在公众号、阅读量仅几万的屁 V，市场渣渣而已，大可不必为此担心。

就凭老唐 10.38 元开始介入分众，然后一路跌到 3.85 元去，就知道老唐有个毛线市场影响力。

真有的话，干嘛当时不把它唱上去？

对老唐几百万字的分享稍微有点接触的朋友都知道，老唐一贯认为市场上涨下跌根本无法预测。

低估之后的暴跌，和高估之后的暴涨，都是市场常见现象。

2018 年 8 月老唐还特意写过一篇文章，分析低估之后照样暴跌、高估之后照样暴涨背后的原因及应对方法。

文章题目就叫**《低估之后的暴跌是怎么回事，应该如何面对？》**，文中写到：

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。

……

……

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……

低估并不耽误继续暴跌，高估同样不耽误继续暴涨。举个例子：

2013 年，在茅台十五六倍市盈率的时候，就曾经因为年度净利润“只增长了 50%”而暴跌过。现在想来可能觉得不可思议吧？

唐朝

2013-01-25 09:47 · 来自 Android

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。银行熬了近两年，进入收获期了，现在该是坐茅台冷板凳的时候了，看板凳会不会也冷两年。

唐朝

2013-01-29 21:07 · 来自雪球

回复@杰晟 JasonZheng: 2008 年茅台最低 80 多的时候，也是大约 20 倍市盈率，今天的 180，市盈率不到 15 倍，很明显今天的 180 元更便宜，自然该选择这时候买而不是 100 元时买咯。当然，如果在 100 元的时候，就看出来了四年后的 2012 年茅台可以赚 130 亿，那时候不买就傻了。很可惜，2008 年的时候，茅台身边的各种负面，比今天只多不少。今天能看见四年后茅台利润的人，自然不会放弃在这里下狠手了。//@杰晟 JasonZheng:回复@唐纳德:锚定心理吧，低位买后嫌贵没追高，高位跌下来又觉得捡到便宜？茅台是好东西，但现在大佬们愿出这个价还是因为它曾更贵吧？

老唐当时还发狠说：“在这样的市场里还挣不到钱，书就白读了”。后来怎么样？

后来这个在我眼中**严重低估、市盈率不到 15 倍**，股价约 180 元/股的茅台，又**持续下跌了一年时间，跌幅高达 35%**，一直跌到 118.01 元才刹住车图片

注：当时的 180 元，相当于目前 k 线图上的复权价 131.75 元。当时的 118.01 元，相当于目前 k 线图上看到的 86.38 元。

所以，今天老唐认为三万亿的茅台高估，但它完全可能继续暴涨个 35%，甚至 350%，3500%……

老唐一介小散，就算看空，也没什么用的。

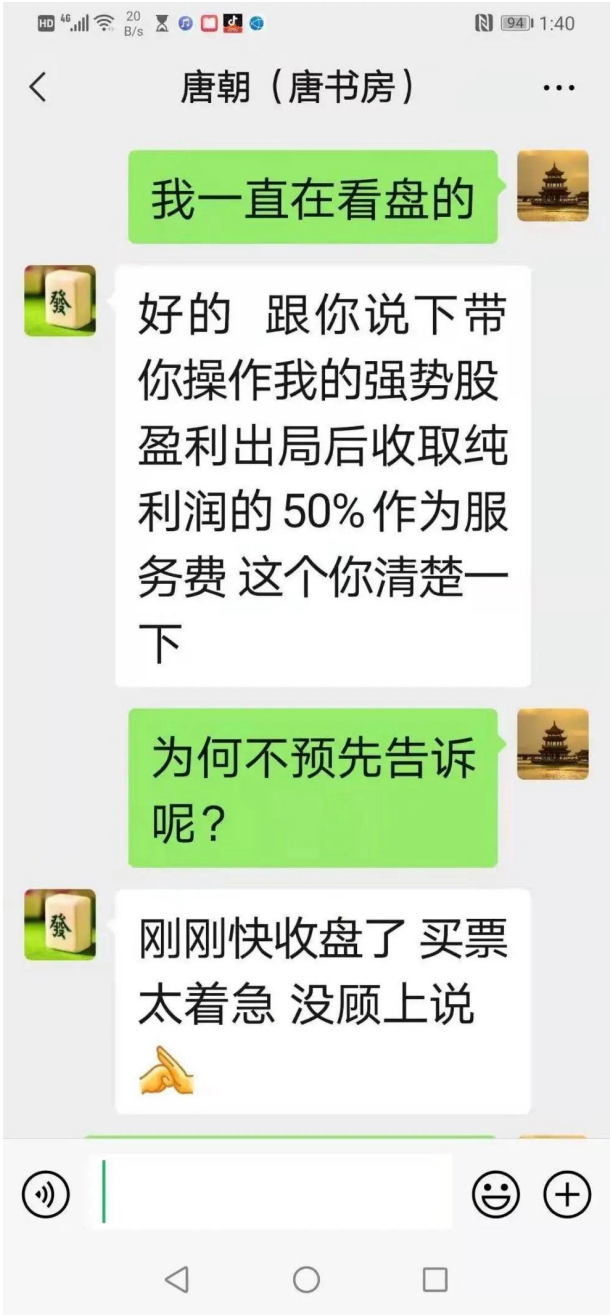
况且老唐现在只是宣称**自己能力不足，不敢赚后面的钱**而已，连个空字也没敢真说，更加不用担心

4. 警惕骗子。

虽非我所愿，但无意间成为热点，导致最近书房新人激增。

同时，骗子们也张网以待，等着轻信的你落网。

昨天就有人发来这样的截图，问是不是我？



老唐不得不第 N 次声明：

老唐从来不会主动添加陌生人微信，但凡主动联系你的“唐朝、唐书房、唐书房助理”都是骗子；

老唐不开基金，不代客理财，没有微信群、QQ 群，没有知识星球或小鹅号，没有收费课程，没有指导任何人炒股的能力和兴趣；

老唐只有这个微信公众号。没有在其他任何平台活动，无论是今日头条、微博还是其他什么平台的“唐书房”，都是假冒的；

在微信公众号系统里，搜索“唐书房”，同样会冒出来好几个“唐书房 XX”的公众号，这些都是骗子。请提高警惕，不要上当。

5. 这新年过完了，该收心干活了。

摆在面前有两件大事：①《新手财》陪读答疑；②企业分析点杀。

都是重要的事情，而且都很占精力，鱼与熊掌不可兼得，先搞哪个呢？

我无所谓，交由大家选择，投票周三晚上截止

6. 本周有 1 篇读书笔记入选。

入选笔记是：请“神”入凡间——by@曼谷的小象

请这位朋友留下收货地址——如果选择老唐的四本书签名套装做奖品。或，留下微信号——如果选择加老唐微信好友做奖品。

无论是否入选，输出本身已经是对自己的巨大帮助，是非常深入的学习过程。我相信所有写过读书笔记的朋友，都会有这个感触。

借着这个激励，将双手放在键盘上，给自己一个成长的机会吧！

下周预计交易

无

强烈申明

本文为老唐个人投资记录，文中任何操作或看法，均可能**充满老唐个人的偏见和错误**。

文中提及的任何个股或基金，都有**腰斩**或翻倍的风险。

请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买入或卖出决策。切记切记。

祝朋友们周末愉快

谷雨

老唐，恒生和沪深 300 卖点是多少？

唐书房

我当现金替代物看，暂时没考虑卖点问题，应该不会持有到那么久远。如果一定要找一个卖点的话，我个人认为 25~30 倍市盈率区间就可以考虑出手了。

玫瑰水手

唐老师，您的理念貌似有盲点，就像格雷厄姆的理念有盲点一样。拼多多，比亚迪这类企业您肯定会错过

唐书房

必然的，全世界没有任何一套投资理念，能够通吃所有类型的企业。我觉着我能赚到自己能力范围内的企业就挺舒服了，又没人考核我，要求一定要抓住所有牛股。对不？

玫瑰水手

感谢回复。我想表达的是投资不要教条化，固守能力圈是必须的，扩大能力圈也是必要的，然后继续固守扩大后的能力圈。单纯表达观点，没有、也不敢有说教的意思，您勿怪。感谢一直以来的分享，我受益无穷

唐书房

能力圈确实要不断去尝试扩大。不过从你的表述里，我感觉我们对能力圈三个字的理解有差别。我心目中的扩大能力圈，是坚守现在的理念一动不动，然后学习和寻找当前投资理念下能够去理解和投资的企业。而不是修正自己的投资原则，去适应市场某些类别的企业。

玫瑰水手

我觉得投资理念也应该灵活，不应固定化，否则可能影响自己理解一些企业（影响能力圈扩大）

巴菲特芒格当年投资比亚迪，可以说是基本就是因看好创始人，比亚迪并不符合他们一贯理念，那时比亚迪并没有什么护城河。企业是人做的，对企业发展起着决定性作用。

当然单纯看好人而投资可能风险大一些

唐书房

明白你的意思了。虽然我不认同，但我的死板，不应成为你灵活的障碍。

YangL

太喜欢老唐这句话了：没有哪家公司赚来的利润更高贵！

是否也可以反过来说，也没有哪个行业赚的利润就是卑贱，哪怕是千夫所指的三傻

唐书房

是，只要利润真实，在我眼里都一样。

Raymond

历史上茅台也有过 70 倍的市盈率，当时的股价是 200 多，如果因为价值高估而卖出是不是就无法享受到今天股价 2500+将近十倍多的丰厚利润了？老唐，这种因为价值高估就卖出等它价值回归时买入是不是也是一种择时？持有一个好企业的股票难道不是应该呆坐像投资万科的那位刘先生一样，才能享受到最大的成果吗？

唐书房

①卖了，还可以找机会买回来噻；②你如果非要将基于估值的选择，也归为择时的话，那就算是择时吧；③我不认为是。但不妨碍你认为是，也或许你是对的呢？

Lebo

98 年老巴没卖可乐，也可能部分原因是没有合适的替代投资标的。当时网络泡沫峰值前夕。标普市盈率接近 30，巴菲特指标（美国 GDP/大盘市值）接近 150%。那个时候发疯的是科技股、网络股，堪比今天的电车、比特币。老巴自己承认看不懂，不在圈子里。顺带查了下目前标普 PE 大概 40，巴菲特指标 229%。市场先生过节喝的有点高

唐书房

不会是这个理由。后视镜看过去，如果当时巴神真的考虑的清楚，就是买美国国债也是更好的投资选择。他们只是当时乐观了。

第911篇.　　2021.02.22 - 书房拾遗2021年第4期

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2021-02-22

前言：书房有些问答，有记录和分享价值，却因散落在不同地点，部分朋友可能看不见，挺可惜的。

老唐尝试顺手将它们拾起来，做个保存和分享，命名为《书房拾遗》。

收录过程中，在不改变原意的情况下，对问答原文或许会有少量补充和修订。

大概每凑够三四千字，就推送一期。今天是 2021 年第 4 期。

@ZY：老唐，请教一下，您研究公司的时候会看券商研报吗？

对他们的数据或者结论一般是什么态度呢（02/04）

@唐朝：会。利用数据和信息，忽略结论。

@DK：冒昧请教个低级问题 如果竞价阶段以低于跌停价挂单卖出 会怎么样 谢谢（02/07）

@唐朝：无效委托，不会进系统。

@天中雁 ：感谢唐老师平实易懂的分享。还有一个问题请教一下：

正常交易时间，如果一个股票，只有一个买家和一个卖家同时报价，买家报价 100，而卖家报价 90，系统以什么价格最终成交呢？（02/07）

@唐朝：谁的委托靠前就按照谁的价格成交。

比如卖家先委托 90 元，买家后委托 100 元，按照 90 元成交。

反过来，如果买家先委托 100 元，卖家后委托 90 元，按照 100 元成交。

@理理爱美丽：老唐真的是精明，上机好多人都不知道如何逃跑，包括我，几手硬是跑不掉，生吃三跌停，唉，难受死了！（02/07）

@唐朝：这和精明不精明扯不上，只是你是否知道集合竞价规则的差异。正所谓“有知识储备，才看得见机会”。

若非这次，我还不知道书房里居然有这么多人，不知道股市开盘价的形成规则，还想不起来这个科普呢。

@Homo Sapiens ：老唐把钱从茅台分众撤下来投到指数，这只是一跳。

还需要从指数跳到另一个优质资产上，这两跳合起来才是一步。

如果后面这一跳不顺利，则前面这一跳不如不跳。（02-10 ）

@唐朝：然而，上帝不允许我们先确定后面顺利了，再跳前面一步。

我们只能按照自己的比较，先跳好前面这一跳，然后再等待或寻找后面一跳。

@思远：老唐好，如果茅台股价涨到 5000，你会做空吗？（2/15）

@唐朝：不会，涨到十万我也不会做空。

@无语：求点拨，段总这句话“其实任何股票都只有一个真正的买家，那就是公司自己。”让我蒙圈，烦请帮忙来个中翻中（02/20）

@唐朝：将所有股东视为一个整体，这个“股东”回报的“唯一”来源，就是公司不断创造的真实利润，故公司才是唯一的“终极接盘侠”。

@玫瑰水手：唐老师，您的理念貌似有盲点，就像格雷厄姆的理念有盲点一样。拼多多，比亚迪这类企业您肯定会错过（2/20）

@唐朝：必然的，全世界没有任何一套投资理念，能够通吃所有类型的企业。

我觉着我能赚到自己能力范围内的企业就挺舒服了，又没人考核我，要求一定要抓住所有牛股。对不？

@玫瑰水手：感谢回复。我想表达的是投资不要教条化，固守能力圈是必须的，扩大能力圈也是必要的，然后继续固守扩大后的能力圈。

单纯表达观点，没有、也不敢有说教的意思，您勿怪。感谢一直以来的分享，我受益无穷。

@唐朝：能力圈确实要不断去尝试扩大。不过从你的表述里，我感觉我们对能力圈三个字的理解有差别。

心目中的扩大能力圈，是坚守现在的理念一动不动，然后学习和寻找当前投资理念下能够去理解和投资的企业。

而不是修正自己的投资原则，去适应市场某些类别的企业。

@玫瑰水手：我觉得投资理念也应该灵活，不应固定化，否则可能影响自己理解一些企业（影响能力

圈扩大）。

巴菲特芒格当年投资比亚迪，可以说是基本就是因看好创始人，比亚迪并不符合他们一贯理念，那时比亚迪并没有什么护城河。

企业是人做的，对企业发展起着决定性作用。当然单纯看好人去做投资可能风险大一些。

@唐朝：明白你的意思了，虽然我并不认同。但我的死板，不应成为你灵活的障碍。

@几凡风：唐大是不是过于谨慎？

三年的设定对于成长性稍好的伟大公司会阉割其成长性的复利，五年十年后折现回来的买点会天差地别。

强烈感觉唐大比绝大多数人更有能力看五年十年。

@唐朝：第一，你高估我了。第二，五年十年也不会有什么天差地别。

如果结果天差地别，要么是你设想的增长率太乐观了，要么你忘记了对三年之后的收益和股价做折现。

@远航：你好老唐，现在可口可乐市值是 2150 亿，你说是 201 亿，是不是你搞错了，而且可乐比起 1998 年翻了了不知道多少倍了（2/20）

@唐朝：我说的是巴菲特持有的 4 亿股，现在的市值是 201 亿美元。

另外，你说的翻了很多倍，是股票软件对公司回购造成总股本变化的错误复权造成的。

实际上 1998 年高点，可口可乐公司的总市值就是两千亿出头。当时巴菲特的持股是 2 亿股，市值约 178 亿。

巴菲特 23 年无买无卖，经过送股变成今天的 4 亿股，乘以今天的股价 50.11 美元，市值不到 201 亿美元。

市值涨幅 13%，加上每年的现金分红，就是巴菲特这 23 年里的全部回报。

这个回报水平，低于 1998 年卖出后买国债甚至存银行的回报。

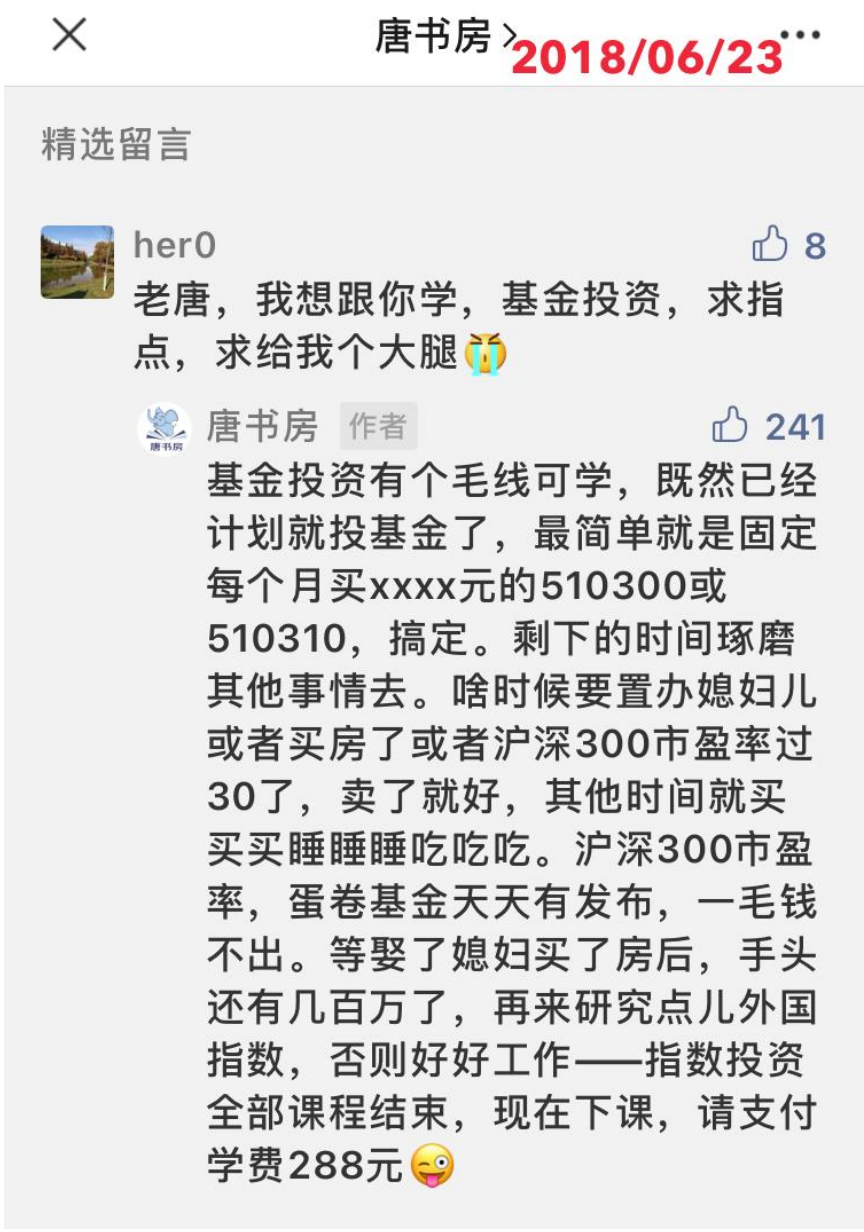
@谷雨： 老唐，恒生和沪深 300 卖点是多少？（02/20）

@唐朝：我当现金替代物看，暂时没考虑卖点问题，应该不会持有到那么久远。

如果一定要找一个卖点的话，我个人认为 25~30 倍市盈率区间就可以考虑出手了。

@唐朝：有个半夜刨旧文的，把我带到 2018 年 6 月的这篇文章下。看到这条最热留言，想起来这几天有好几位朋友玩回测。

谁有空测测从截图日期开始，每月定投 1 万元 510310，至今是个啥战果呢（02/21）



@Christie 推手：唐老师，我测了一下，不知道对不对哈。

2018 年 6 月 23 日起每月 10000，截止今日，共投入本金 320000，今日账面是 484078.86（扣除前段收费），用 XIRR 求出年化收益率是 33%！

这么高！我算的对吗？

@唐朝：应该是对的。

@chiristie 推手：真的收益惊人！时间再拉长，应该是没有这么高了，但是依然坚定我作为新人，从宽基指数做起的信心。

@基督山伯爵：唐老师，我用的蛋卷定投收益计算器算的。

从 2018/06/23 到 2021/02/21，每月 23 日投入 1 万元，红利再投资，费率 1.2%，最后得到的总收益率为 51.3%，折合年化竟然有 32.8%！

@若兰：我算了每笔投资的具体收益数据。

从 2018 年 6 月 23 日开始定投 510310，每月投入 1 万元，假设买入价格为每月最高价格；

查该指数基金无分红，交易手续费 0.12%，管理服务费 0.15%/年，托管费率 0.05%年；

最终计算结果如下图，如有错误，请大家指出：

定投月份	持有总月数	投资总天数	买入价格	现在价格	月定投(元)	基金份数	买入手续费	总年度管理费	收益	本金+收益	该笔投资年化收益
201806	33	990	1.646	2.619	10000	6075.33	12.00	71.26	5828.04	15828.04	21.49%
201807	32	960	1.552	2.619	10000	6443.30	12.00	71.67	6791.33	16791.33	25.82%
201808	31	930	1.540	2.619	10000	6493.51	12.00	69.77	6924.73	16924.73	27.18%
201809	30	900	1.493	2.619	10000	6697.92	12.00	68.85	7461.01	17461.01	30.26%
201810	29	870	1.469	2.619	10000	6807.35	12.00	67.25	7749.20	17749.20	32.51%
201811	28	840	1.426	2.619	10000	7012.62	12.00	66.19	8287.87	18287.87	36.01%
201812	27	810	1.422	2.619	10000	7032.35	12.00	63.94	8341.78	18341.78	37.59%
201901	26	780	1.401	2.619	10000	7137.76	12.00	62.17	8619.62	18619.62	40.34%
201902	25	750	1.794	2.619	10000	5574.14	12.00	51.25	4535.41	14535.41	22.07%
201903	24	720	1.688	2.619	10000	5924.17	12.00	51.03	5452.37	15452.37	27.64%
201904	23	690	1.789	2.619	10000	5589.71	12.00	47.23	4580.24	14580.24	24.23%
201905	22	660	1.689	2.619	10000	5920.66	12.00	46.76	5447.46	15447.46	30.13%
201906	21	630	1.691	2.619	10000	5913.66	12.00	44.60	5431.27	15431.27	31.47%
201907	20	600	1.726	2.619	10000	5793.74	12.00	41.96	5119.86	15119.86	31.15%
201908	19	570	1.703	2.619	10000	5871.99	12.00	40.18	5326.56	15326.56	34.11%
201909	18	540	1.763	2.619	10000	5672.15	12.00	37.28	4806.08	14806.08	32.49%
201910	17	510	1.762	2.619	10000	5675.37	12.00	35.22	4816.57	14816.57	34.47%
201911	16	480	1.788	2.619	10000	5592.84	12.00	32.86	4602.79	14602.79	35.00%
201912	15	450	1.817	2.619	10000	5503.58	12.00	30.52	4371.35	14371.35	35.46%
202001	14	420	1.870	2.619	10000	5347.59	12.00	28.01	3965.34	13965.34	34.46%
202002	13	390	1.754	2.619	10000	5701.25	12.00	27.01	4892.58	14892.58	45.79%
202003	12	360	1.867	2.619	10000	5356.19	12.00	24.03	3991.82	13991.82	40.47%
202004	11	330	1.741	2.619	10000	5743.83	12.00	22.96	5008.12	15008.12	55.39%
202005	10	300	1.775	2.619	10000	5633.80	12.00	20.63	4722.30	14722.30	57.45%
202006	9	270	1.870	2.619	10000	5347.59	12.00	18.00	3975.34	13975.34	53.74%
202007	8	240	2.195	2.619	10000	4555.81	12.00	14.62	1905.04	11905.04	28.97%
202008	7	210	2.221	2.619	10000	4502.48	12.00	12.71	1767.27	11767.27	30.72%
202009	6	180	2.208	2.619	10000	4528.99	12.00	10.93	1838.48	11838.48	37.28%
202010	5	150	2.204	2.619	10000	4537.21	12.00	9.12	1861.82	11861.82	45.30%
202011	4	120	2.298	2.619	10000	4351.61	12.00	7.13	1377.73	11377.73	41.91%
202012	3	90	2.370	2.619	10000	4219.41	12.00	5.26	1033.37	11033.37	41.91%
202101	2	60	2.565	2.619	10000	3898.64	12.00	3.37	195.16	10195.16	11.87%
202102	1	30	2.695	2.619	10000	3710.58	12.00	1.64	-295.65	9704.35	-35.97%
合计					**330000**	**184167.12**			**150732.28**	**480732.28**	

@阿泥马：若兰辛苦了！但是我想如果能从 14 年开始，穿越 15 年猴市到现在，从高位买入数据应该更真实一点，但是就是工作量有点大。

@若兰：满足大家的好奇心。

从 2013 年 3 月 23 日开始定投 510310，每月投入 1 万元，假设买入价格为每月最高价格，定投基金持有至今未卖出；

通过多个渠道查询 510310 无分红记录，交易手续费 0.12%，管理服务费 0.15%/年，托管费率 0.05%/年；

总年度管理费=[(现在价格+买入价格)/2] X 基金份数 X(管理服务费+托管费率) X (持有总月数/12个月)，采用平均价格计算市值，即持有市值=平均价格*基金份数=(现在价格+买入价格)/2 X 基金份数；

年化收益率=[(投资期内收益/本金)/ 投资总天数] X 365 ×100%，投资天数=持有月数 X30 天，持有未满一年的投入年化收益为预计年化收益率，非最终实际结果；

沪深 300 指数市盈率数据：如无特殊备注，取每月最后一个交易日的市盈率，数据查询网址 www.iwencai.com

定投月份	持有总月数	投资总天数	买入价格	现在价格	月定投(元)	基金份数	买入手续费	总年度管理费	收益	本金+收益	该笔投资年化收益	沪深300指数市盈率	说明
201303	96	2880	1.021	2.619	10000	9794.32	12.00	285.21	15,354.11	25,354.11	19.46%	10.53	
201304	95	2850	0.988	2.619	10000	10121.46	12.00	289.02	16,207.07	26,207.07	20.76%	10.29	
201305	94	2820	1.040	2.619	10000	9615.38	12.00	275.60	14,895.09	24,895.09	19.28%	10.76	
201306	93	2790	1.045	2.619	10000	9569.38	12.00	271.73	14,778.47	24,778.47	19.33%	9.28	
201307	92	2760	0.947	2.619	10000	10559.66	12.00	288.69	17,355.06	27,355.06	22.95%	9.30	
201308	91	2730	0.970	2.619	10000	10309.28	12.00	280.58	16,707.42	26,707.42	22.34%	9.61	
201309	90	2700	1.005	2.619	10000	9950.25	12.00	270.45	15,777.25	25,777.25	21.33%	9.92	
201310	89	2670	1.000	2.619	10000	10000.00	12.00	268.41	15,909.59	25,909.59	21.75%	9.85	
201311	88	2640	0.979	2.619	10000	10214.50	12.00	269.51	16,470.27	26,470.27	22.77%	10.12	
201312	87	2610	0.989	2.619	10000	10111.22	12.00	264.49	16,204.80	26,204.80	22.66%	9.83	
201401	86	2580	0.924	2.619	10000	10822.51	12.00	274.80	18,057.36	28,057.36	25.55%	9.35	
201402	85	2550	0.924	2.619	10000	10822.51	12.00	271.60	18,060.55	28,060.55	25.85%	9.36	
201403	84	2520	0.870	2.619	10000	11494.25	12.00	280.72	19,810.72	29,810.72	28.69%	8.28	
201404	83	2490	0.910	2.619	10000	10989.01	12.00	268.23	18,499.99	28,499.99	27.12%	8.26	
201405	82	2460	0.868	2.619	10000	11520.74	12.00	274.51	19,886.30	29,886.30	29.51%	8.33	
201406	81	2430	0.875	2.619	10000	11428.57	12.00	269.54	19,649.89	29,649.89	29.52%	8.44	
201407	80	2400	0.956	2.619	10000	10460.25	12.00	249.30	17,134.09	27,134.09	26.06%	9.04	
201408	79	2370	0.964	2.619	10000	10373.44	12.00	244.69	16,911.36	26,911.36	26.04%	8.99	
201409	78	2340	0.999	2.619	10000	10010.01	12.00	235.41	15,968.81	25,968.81	24.91%	9.33	
201410	77	2310	1.018	2.619	10000	9823.18	12.00	229.25	15,485.67	25,485.67	24.47%	9.56	
201411	76	2280	1.138	2.619	10000	8787.35	12.00	209.09	12,792.97	22,792.97	20.48%	10.70	
201412	75	2250	1.540	2.619	10000	6493.51	12.00	168.79	6,825.70	16,825.70	11.07%	13.89	
201501	74	2220	1.500	2.619	10000	6666.67	12.00	169.34	7,278.66	17,278.66	11.97%	13.68	
201502	73	2190	1.453	2.619	10000	6882.31	12.00	170.48	7,842.29	17,842.29	13.07%	13.96	
201503	72	2160	1.680	2.619	10000	5952.38	12.00	153.54	5,423.75	15,423.75	9.17%	14.92	
201504	71	2130	1.998	2.619	10000	5005.01	12.00	136.72	2,959.39	12,959.39	5.07%	17.16	
201505	70	2100	2.110	2.619	10000	4739.34	12.00	130.74	2,269.58	12,269.58	3.94%	18.22	数据为5月27日最高
201506	69	2070	2.179	2.619	10000	4589.26	12.00	126.61	1,880.66	11,880.66	3.32%	19.16	市盈率为6月15日最高数据，该月上证指数最高5178.19，暴跌7.25%
201507	68	2040	1.836	2.619	10000	5446.62	12.00	137.50	4,115.21	14,115.21	7.36%	15.90	市盈率为7月1日最高数据，该月上证指数继续暴跌14.34%
201508	67	2010	1.693	2.619	10000	5906.67	12.00	142.21	5,315.38	15,315.38	9.65%	12.71	该月上证指数暴跌12.49%
201509	66	1980	1.383	2.619	10000	7230.66	12.00	159.15	8,765.94	18,765.94	16.16%	12.91	
201510	65	1950	1.471	2.619	10000	6798.10	12.00	150.61	7,641.61	17,641.61	14.30%	13.27	
201511	64	1920	1.630	2.619	10000	6134.97	12.00	139.03	5,916.46	15,916.46	11.25%	13.26	
201512	63	1890	1.591	2.619	10000	6285.36	12.00	138.92	6,310.42	16,310.42	12.19%	14.10	
201601	62	1860	1.525	2.619	10000	6557.38	12.00	140.40	7,021.37	17,021.37	13.78%	11.35	
201602	61	1830	1.273	2.619	10000	7855.46	12.00	155.42	10,406.03	20,406.03	20.76%	11.02	
201603	60	1800	1.346	2.619	10000	7429.42	12.00	147.29	9,298.36	19,298.36	18.86%	12.16	
201604	59	1770	1.346	2.619	10000	7429.42	12.00	144.83	9,300.82	19,300.82	19.18%	11.79	
201605	58	1740	1.315	2.619	10000	7604.56	12.00	144.60	9,759.75	19,759.75	20.47%	11.84	
201606	57	1710	1.320	2.619	10000	7575.76	12.00	141.74	9,687.16	19,687.16	20.68%	11.84	
201607	56	1680	1.368	2.619	10000	7309.94	12.00	136.01	8,996.73	18,996.73	19.55%	12.06	
201608	55	1650	1.421	2.619	10000	7037.30	12.00	130.31	8,288.38	18,288.38	18.33%	12.54	
201609	54	1620	1.395	2.619	10000	7168.46	12.00	129.48	8,632.71	18,632.71	19.45%	12.22	
201610	53	1590	1.415	2.619	10000	7067.14	12.00	125.91	8,370.92	18,370.92	19.22%	12.55	
201611	52	1560	1.493	2.619	10000	6697.92	12.00	119.35	7,410.51	17,410.51	17.34%	13.26	
201612	51	1530	1.491	2.619	10000	6706.91	12.00	117.15	7,436.24	17,436.24	17.74%	12.71	
201701	50	1500	1.417	2.619	10000	7057.16	12.00	118.68	8,352.03	18,352.03	20.32%	13.15	
201702	49	1470	1.458	2.619	10000	6858.71	12.00	114.18	7,836.78	17,836.78	19.46%	13.35	
201703	48	1440	1.465	2.619	10000	6825.94	12.00	111.51	7,753.62	17,753.62	19.65%	13.75	
201704	47	1410	1.474	2.619	10000	6784.26	12.00	108.76	7,647.22	17,647.22	19.80%	13.41	
201705	46	1380	1.470	2.619	10000	6802.72	12.00	106.63	7,697.70	17,697.70	20.36%	13.74	
201706	45	1350	1.546	2.619	10000	6468.31	12.00	101.03	6,827.46	16,827.46	18.46%	14.27	
201707	44	1320	1.591	2.619	10000	6285.36	12.00	97.02	6,352.32	16,352.32	17.57%	14.67	
201708	43	1290	1.644	2.619	10000	6082.73	12.00	92.92	5,825.74	15,825.74	16.48%	15.04	
201709	42	1260	1.643	2.619	10000	6086.43	12.00	90.79	5,837.56	15,837.56	16.91%	15.05	
201710	41	1230	1.710	2.619	10000	5847.95	12.00	86.50	5,217.29	15,217.29	15.48%	15.61	
201711	40	1200	1.809	2.619	10000	5527.92	12.00	81.59	4,384.02	14,384.02	13.33%	15.53	
201712	39	1170	1.730	2.619	10000	5780.35	12.00	81.70	5,045.03	15,045.03	15.74%	17.28	
201801	38	1140	1.868	2.619	10000	5353.32	12.00	76.06	3,932.28	13,932.28	12.59%	15.90	
201802	37	1110	1.819	2.619	10000	5497.53	12.00	75.23	4,310.79	14,310.79	14.18%	17.28	
201803	36	1080	1.757	2.619	10000	5691.52	12.00	74.72	4,819.37	14,819.37	16.29%	16.09	
201804	35	1050	1.678	2.619	10000	5959.48	12.00	74.69	5,521.18	15,521.18	19.19%	13.81	
201805	34	1020	1.669	2.619	10000	5991.61	12.00	72.79	5,607.24	15,607.24	20.07%	13.12	
201806	33	990	1.646	2.619	10000	6075.33	12.00	71.26	5,828.04	15,828.04	21.49%	12.26	
201807	32	960	1.552	2.619	10000	6443.30	12.00	71.67	6,791.33	16,791.33	25.82%	12.45	
201808	31	930	1.540	2.619	10000	6493.51	12.00	69.77	6,924.73	16,924.73	27.18%	11.94	
201809	30	900	1.493	2.619	10000	6697.92	12.00	68.85	7,461.01	17,461.01	30.26%	12.47	
201810	29	870	1.469	2.619	10000	6807.35	12.00	67.25	7,749.20	17,749.20	32.51%	11.60	
201811	28	840	1.426	2.619	10000	7012.62	12.00	66.19	8,287.87	18,287.87	36.01%	11.43	
201812	27	810	1.422	2.619	10000	7032.35	12.00	63.94	8,341.78	18,341.78	37.59%	11.08	
201901	26	780	1.401	2.619	10000	7137.76	12.00	62.17	8,619.62	18,619.62	40.34%	11.74	
201902	25	750	1.794	2.619	10000	5574.14	12.00	51.25	4,535.41	14,535.41	22.07%	13.16	
201903	24	720	1.688	2.619	10000	5924.17	12.00	51.03	5,452.37	15,452.37	27.64%	12.92	
201904	23	690	1.789	2.619	10000	5589.71	12.00	47.23	4,580.24	14,580.24	24.23%	12.93	
201905	22	660	1.689	2.619	10000	5920.66	12.00	46.76	5,447.46	15,447.46	30.13%	12.09	
201906	21	630	1.691	2.619	10000	5913.66	12.00	44.60	5,431.27	15,431.27	31.47%	12.80	
201907	20	600	1.726	2.619	10000	5793.74	12.00	41.96	5,119.86	15,119.86	31.15%	12.78	
201908	19	570	1.703	2.619	10000	5871.99	12.00	40.18	5,326.56	15,326.56	34.11%	12.55	
201909	18	540	1.763	2.619	10000	5672.15	12.00	37.28	4,806.08	14,806.08	32.49%	12.63	
201910	17	510	1.762	2.619	10000	5675.37	12.00	35.22	4,816.57	14,816.57	34.47%	12.91	
201911	16	480	1.788	2.619	10000	5592.84	12.00	32.86	4,602.79	14,602.79	35.00%	12.68	
201912	15	450	1.817	2.619	10000	5503.58	12.00	30.52	4,371.35	14,371.35	35.46%	13.66	
202001	14	420	1.870	2.619	10000	5347.59	12.00	28.01	3,965.34	13,965.34	34.46%	13.32	
202002	13	390	1.754	2.619	10000	5701.25	12.00	27.01	4,892.58	14,892.58	45.79%	12.71	
202003	12	360	1.867	2.619	10000	5356.19	12.00	24.03	3,991.82	13,991.82	40.47%	11.22	
202004	11	330	1.741	2.619	10000	5743.83	12.00	22.96	5,008.12	15,008.12	55.39%	11.56	
202005	10	300	1.775	2.619	10000	5633.80	12.00	20.63	4,722.30	14,722.30	57.45%	11.39	
202006	9	270	1.870	2.619	10000	5347.59	12.00	18.00	3,975.34	13,975.34	53.74%	12.13	
202007	8	240	2.195	2.619	10000	4555.81	12.00	14.62	1,905.04	11,905.04	28.97%	13.45	
202008	7	210	2.221	2.619	10000	4502.48	12.00	12.71	1,767.27	11,767.27	30.72%	13.85	
202009	6	180	2.208	2.619	10000	4528.99	12.00	10.93	1,838.48	11,838.48	37.28%	13.29	
202010	5	150	2.204	2.619	10000	4537.21	12.00	9.12	1,861.82	11,861.82	45.30%	13.57	
202011	4	120	2.298	2.619	10000	4351.61	12.00	7.13	1,377.73	11,377.73	41.91%	14.38	
202012	3	90	2.370	2.619	10000	4219.41	12.00	5.26	1,033.37	11,033.37	41.91%	15.31	
202101	2	60	2.565	2.619	10000	3898.64	12.00	3.37	195.16	10,195.16	11.87%	15.73	
202102	1	30	2.695	2.619	10000	3710.58	12.00	1.64	-295.65	9,704.35	-35.97%	16.87	2月20日市盈率
合计					960000	670416.19	1152.00	11897.18	782,770.84	1,742,770.84			

@guofei：看完这个，大多数基金经理可以歇菜了。更何况完全可以在市盈率低的时候，加大买入力度。

@赵小闲：即使 pe 最高时买入，年化收益率还大于 3.3%，比持有现金（货币基金/短期理财）还要好~这个很重要。

@若兰：是的。每年投入的资金，只有六个月的年化收益率低于 10%（但也比货币基金强，现在货币基金收益率约 3%），其他时间基本都高于 10%。

@Happy：基金公司每天公布的每份净值，是扣除了管理费及托管费的。若兰的计算多扣了一次管理费和托管费用。

@唐朝：以 510310 实际走势为结果，每月按照当月最高价买入，而且多扣了一次管理费，时间跨度从 2013 年 3 月至今 8 年，期间穿越了两次牛熊。

所有月份的投资，没有一笔亏损（本月按最高价买入假设造成的亏损例外），年化回报介于 3.32%~57.45%之间。

其中在沪深 300 历史最高市盈率附近的买入，至今年化也高于货币基金回报。

以上几点假设和结果，非常有说服力。

当然，很大原因是因为目前正好沪深 300 创下历史新高。

继续拉长时间，或者选择在沪深 300 位于 pe 中值时来看，收益率可能会比这个低。

但无论从逻辑还是数据角度，我都相信它依然会是一个相当理想的收益率。

尤其是采用定时定额的方式，变相实现了“估值高时少买、估值低时多买”的投资精髓，长期年化回报率会高于指数本身回报+年度成分股现金分红回报之和的。

欣欣向荣

感谢唐老师的分享，上个星期看了唐老师计算分析茅台的估值后如梦初醒果断清仓，在此特别感谢您无私的分享😜

唐书房

这个……在书房里，坚持保持 0 赞赏状态时，免费利用老唐悄悄赚钱就好，别声张，千万别说“特别感谢您无私的分享”这种话，这容易让老唐感觉自己是个蠢货，谢谢你

Kun

唐老师，这个沪深三百市盈率 30 卖出的标准是怎么来的呢，因为我看就算是 15 年最顶点的时候市盈率还不足 20？

唐书房

无风险收益率 4%对应估值中枢 25。但沪深 300 成分股，并不是每家赚的钱都是 100%真金白银，所以我粗略地将估值中枢打 8 折，视为 20。价投不搞一毛钱换一毛钱的无效劳动，总要占点便宜才卖。30 倍是 20 倍的 150%，多出来的这 50%就是便宜。就这么来的。

二十三画