指数投资收益高且不用花多少时间,你为何不把它作为投资主体呢？

唐书房

因为我喜欢研究企业，喜欢把时间花在这上面。

马振文 Joven

美的 100 元成本还拿着，该如何是好呢？割吗

唐书房

后面如果涨，1 元成本或 100 元成本拿着都赚钱。后面如果跌，1 元成本或 100 元成本拿着都赔钱。而且赚赔数额一模一样多。

马振文 Joven

老师好高深啊，还一时理解不了

唐书房

赚赔取决于未来，与成本没有一分钱的关系，成本是过去式，到今天已经是既成事实。是割是持，不应该考虑成本——这样说能理解吗？

阿罗其

唐师傅，个人投资者是不是很难做过指数了

唐书房

不仅个人投资者很难做过指数，机构投资者也很难做过指数。

第912篇.　　2021.02.27 - 带上价值投资的地图--读巴芒演义有感

Havid　唐书房　2021-02-27

每一轮牛市对于资本市场最大的贡献就是带来新一批的韭菜。

我作为 2015 年牛市高位入场的新鲜韭菜，每次"千股跌停"从未缺席，至今却越长越茂盛。

五年，在投资评价的时间尺度下仍显短暂，很难区分运气与能力，但一见钟情的价值投资理念却早已是"落袋为安"。

市场上关于解读价值投资迷雾的书之多之参差，甚至值得再写一本<拨开价值投资书籍迷雾>。

如果我有机会向身边朋友推荐一本入门书，那么它会是我们今天要介绍的<巴芒演义-可复制的价值投资>。

当我们要去某个地方时，在地图上我们总是先缩小地图看总体再放大地图看局部，学习的过程其实也类似。

学习巴菲特芒格的投资理念最好的一手材料，无疑是每年的致股东信和他们的演讲。

但是这种枯燥的方式对一般人并不友好。原因是你缺少一张地图，很容易迷失在那些脱离背景的讨论中，这本书正是你要寻找的那张导航图。

如果你跟着它踏上行程，路上你会遇到格雷厄姆、凯恩斯、费雪、施洛斯、索普、格罗斯、米尔肯、林奇这些近代投资领域的大师们，

也会经过美国运通、喜诗糖果、华盛顿邮报、布法罗晚报这些观光景点，更为重要的是，这段旅程是轻松愉悦的。

知的层次

关于价值投资通常的看法是"知易行难"，而作者则认为"真知，行不难"。

我自己的理解，原因在于"知"是分很多层次的， 知道一个理论跟知道一个理论的背景、前提假设、演变、内在逻辑是全然不同的"知"。

这两种"知"给人的信心有很大的不同，当你面临极端市场条件的考验时，如果你没有像 1+1=2 那种信心，行动自然会有所犹豫。

这本<巴芒演义>正是向读者展示价值投资理论"真知"这个层次的一次努力尝试。

它展现的是价值投资从无到有的历程，让你明白各种理念分歧所发生的特殊背景、适用环境及其变化过程，看到"别人恐惧我贪婪 别人贪婪我恐惧"这些漂亮话冰山之下厚重的逻辑体系。

价值投资从只是单纯地发现静态价值向发现动态价值转化，背后的原因是什么？

这本书带我们回到当时的社会背景，比如"捡烟蒂"这种投资策略是在经历了股灾与大萧条之后的沉痛反思中产生的，受到当时特有市场环境的影响。

而"以合理的估值买优秀的公司"这种投资理念的进化也是与美国 20 世纪 80 年代的蓬勃发展息息相关。

让我们明白投资理念虽然相同，但是方式方法往往有鲜明的时代烙印。

读的难度

本书延续了作者一直以来"简单粗暴"的写作风格，可读性很高。你很容易像初到广东的小伙，迷失在一声声的"靓仔"中，不知不觉待了许多年一样。

本书采用章回体的写作方式，你也很容易在一幕幕的"且听下回分解"中把全书不知不觉就看完。

以前人们常说，学习是反人性的，其实体验差的学习才是反人性的。

能够将一个理论以浅显易懂的方式表达出来，除了表达能力的因素，更重要的是熟悉理论的来龙去脉，抓住本质特征，对大量似是而非的细节进行确认和推演。

这个世间有太多有趣的知识都淹没在乏味无聊、令人生畏的表达方式之中。这一点对于初学者尤为重要。

学的动力

1984 年，巴菲特发表了一个经典的演讲<格雷厄姆-多德部落的超级投资者们>，

列举了来自格雷厄姆"知识家庭"的九位投资者，基于相同的理念，按照各自不同的方式取得了出色的投资业绩，

以令人信服的统计逻辑展示了格雷厄姆式投资理念区别于"掷硬币式成功"的有效性，这是我对价值投资最初的信心来源。

正如遭遇重大变故，往往会改变一个人的人生观一样，经典投资案例也是促使投资家转变观念的催化剂。

探寻价值投资之旅，我们会在一个个经典案例观光点驻留，听作者导游还原历史背景，以一个普通人

能理解的逻辑视角，分析当时的决策依据，体会一个投资人因缘际会的进化。

一旦我们明白了今天所谓的股神也是普通人进化而来，学习的动力可能会更足一些。

这很可能是本书的副标题"可复制的价值投资"想表达的言外之意。

行的指引

在价值投资俨然已成为"政治正确"的今天，多数市场参与者多少了解甚至相信这些理论。

可是他们看完之后，关注的永远是市场上的人，而不是股票代码背后的公司。

价值投资就像是打疫苗，打完之后，有抗体的就有了，没有的后面也很难有。

作为一个不确定自己是否已经有了抗体的"唐朝部落普通投资者"，这本书让我在内心里，从逻辑上确定自己可以在股市里长期稳定获利多了些许信心。

在投资之外是更为丰富的人生，财务投资是服务于生活的，如何经营自己的人生是一项下注更大的投资。

作者坦言自己并不想成为巴菲特那样子的人，过那种苦行僧似的生活，积累财富的意义仿佛在堆积一个高高的讲坛，让自己的"布道"显的更有说服力。

五年的业余投资经历，让我也看到股市里的人生百态，我能想到的最可怕的状态就是"蹉跎"。

有的人找了一条长长的坡道，将自己的雪球慢慢滚大，有的人选择逆行，不停推着一块石头上坡，眼看着快要到顶时石头又掉落下来，只好重来一次。

一旦从本质上明白了这两种人生的差异，行动是自然而然的，那便是作者经常挂在嘴边的另外一句话："日拱一卒 不期而至"。

第913篇. 2021.02.27 - 老唐实盘周记2021/02/27

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2021-02-27

本周交易

无

当前持仓

目前持仓腾讯 24%，洋河 18%，古井 B6%，分众 4%，茅台 3%，海康 2%，恒生 ETF42%。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	24%	66000±10%	<33000	72500	53009	662.50	17.46%
洋河股份	18%	3850±10%	<1925	4700	2848	189.00	-19.91%
古井贡B	6%	770±10%	<385	900	432	102.90	-4.71%
分众传媒	4%	……	<700	1980	1607	10.95	10.94%
贵州茅台	3%	24000±10%	<12000	……	26666	2122.78	6.25%
海康威视	2%	4840±10%	<2420	6960	5191	55.56	14.53%
恒生ETF	42%					1.515	5.87%
沪深300						5336.76	2.41%
上证指数						3509.08	1.04%
2021/2/27			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8340	

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	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	

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；

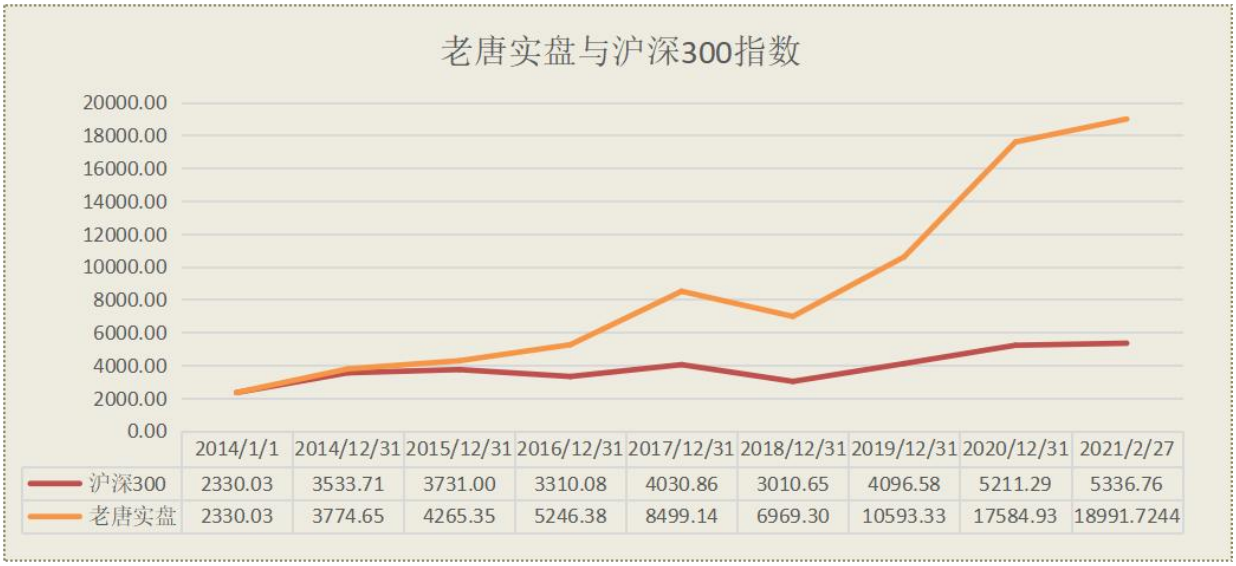
②仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2021 年内收益 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%，66%，8%（均不含新股中签收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 815。以 7.16 年折算，年化收益率约 34%。



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/2/27
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	5211.29	5336.76
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	17584.93	18991.7244

重要事项

1.洋河更换董事长及发布业绩快报

周二洋河召开临时股东大会，新任董事长上任。这是预料中的常规流程，没什么值得说的。

周五洋河发布业绩快报，2020 年营收 211 亿，同比下降 8.7%，归母净利 74.8 亿，同比增长 1.3%。

我在《老唐实盘周记 2020/10/24》里，对 2020 年的营收和净利润的预计是：「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」。

现在看，净利润确实获得了同比小幅增长（主要得益于中银证券 2020 年初上市带来的投资收益），但营业收入比预计的下限 215 亿还低 4 亿。

不过，这个数据倒不必过于关注

观察快报的总资产和净资产之间的差额 153 亿（538-385=153），相比三季报的 97 亿（479-382=97），第四季度的合同负债（即预收款）预计增加不少。

若是管理层有意，当年的报表营收增加几亿乃至一二十亿，其实不是难事。

需要注意的是，**2021 年一季报可能也不乐观**。

一是今年春节依然受到疫情压制，大量的就地过年及因防疫需要对宴会的控制，减少了真实消费场景；

二是中银证券今年前两个月暴跌 33%，估摸着一季度的投资收益很难看（除非三月份暴涨），会抵消不少经营利润——直白一点说：2020 年 1 季度利润表里有约 8 亿的公允价值变动收益，这个数值在 2021 年 1 季报里很可能是负值。

从以上两个原因考虑，原预计的 2021 年 94 亿左右净利润，可能有轻微高估。

原 94 亿预估，是在 2019 年渠道清理+2020 年疫情影响基本结束的假设下，认为 2021 年能够获得相对于 2018 年基数的 15%增长。

不过，如果抛开中银证券股价大幅波动的不可预测因素，估计差别也不会很大。如果假设 2021 全年中银证券相关投资收益=0，我估计 2021 年洋河的净利润在 90 亿以上。

90 亿这个数据是如何估出来的呢？

2019 年 10 月，宿迁市政府披露过一个三年期规划。

其中对洋河 2019~2021 年的营收规划是 285 亿、340 亿和 400 亿，折合报表口径营收（不含增值税）252 亿、300 亿、354 亿。

实际过去两年都没有完成。

2019 年的原因是清理渠道压货沉疴，实际完成报表营收 231.3 亿，完成率约 92%；

2020 年的原因是新冠疫情影响，实际完成报表营收 211.3 亿，完成率约 70%。

2021 年有三大有利因素：

①高配一名正处级官员任董事长——不是说级别高的人能干，而是行政级别越高，对资源的协调能力越强；

②渠道积压基本清理结束，M6+全国铺货反响良好；

③疫情影响虽然依然存在，但相比 2020 年程度大大降低。

且根据世卫组织 2 月 23 日发布的疫情周报，全球新增确诊病例连续六周下降。世卫官员明确表示全球疫情高峰已经过去，疫情拐点已至。

从这几点有利因素考虑，可以毛估估一个略高于 2020 年的完成率，比如 75%。

则 2021 年营业收入可估算为 354×75%=265 亿，同比增长约 25%——注意：在国内外疫情不会重新恶化的假设下。

同时，鉴于 2018~2020 年洋河净利润率（归母净利/营业收入）分别为 34%、32%和 35%。

其中，2020 年中银证券上市带来的投资收益，是 2021 年所没有的。但 2021 年主力增长产品，是净利率较高的梦之蓝系列高端产品（M6+和水晶梦），会拉升净利率。

二者综合考虑，2021 年取 34%净利率数值估算，2021 年洋河归母净利约为 265×34%=90 亿，比原本预计的 94 亿略低。

差异不大，原估值表里的理想买点和一年内卖点均不作调整。

但若无新的重大信息，六月底对估值及买卖点做常规上调时，取消对一年内卖点的上浮。

2.海康业绩快报

本周五，海康威视也发布了业绩快报。

2020 年营收 634 亿，同比增长 10%，归母净利 134 亿，同比增长 8%。

在全球疫情+人民币大幅升值的两大不利因素夹击下，这个成绩相当喜人了图片

尤其是按照快报和三季报差额，计算出来的第四季度经营情况，更是体现公司已经摆脱疫情及中美关系的不利因素压制。

第四季度营收同比增长约 20%，净利润同比增长约 13%，基本可以定义为强劲复苏

2021 全年业绩，可能比我原来预计的 145 亿要轻微乐观。



今年 1 月海康曾两次触及我的卖点。

第一次是 1 月 19 日。均价 61.74 元卖出 1/3（占老唐实盘的 2%），113.38 换入古井 B，193.43 换入洋河；

第二次是 1 月 25 日。均价 68.5 元卖出 1/3，所得资金换入 1.57 元的恒生 ETF。

目前剩余约 2%的海康，原计划第三卖点卖出一半，保留 1%观察仓的。今天改为不再卖出，保留 2%无视涨跌的观察仓。

对其估值和买卖点不变，6 月 30 日按预定计划上调 10%。

3.港府计划提升印花税

本周，香港股市突发利空。

香港政府出于增加财政收入目的，计划自 8 月 1 日起提升股票交易印花税：从目前的买卖各缴纳 0.1%，提升为买卖各缴纳 0.13%。

这是香港回归以来，股票交易印花税的第一次上调，心理冲击比较大。

1998 年 3 月，香港临时立法会通过《印花税条例草案》，自 1998 年 4 月 1 日起，将印花税率从 0.15%下调为 0.125%。

2000 年 4 月 7 日继续下调为 0.1125%；2001 年 9 月 1 日再次下调为 0.1%，沿用至今。

本次 30%的上调幅度如果获得立法会批准，将使印花税率单边提高万分之三。

就绝对比例而言，对长线投资者的成本提升其实微乎其微，但对于高频交易者（尤其是程序化自动交易）来说，成本增加相当剧烈。

甚至可能导致某些量化模型完全失效，逼迫这些资金不得不向税率更低的地方转移，由此对市场形成短期冲击。

这就是典型的系统性风险，没有什么考虑价值——主要是考虑了也没有用。淡然承受就好，甚至还可以伺机占点市场先生的便宜

4.茅台股价持续大跌。

春节后的七个交易日，以茅台为代表的主要白酒股股价，均出现大幅下跌。

其中茅台从春节前的收盘价 2601 元，跌至 2122.78 元，跌幅超过 18%。

或许经历了这次下跌，大家对于老唐经常念叨的：

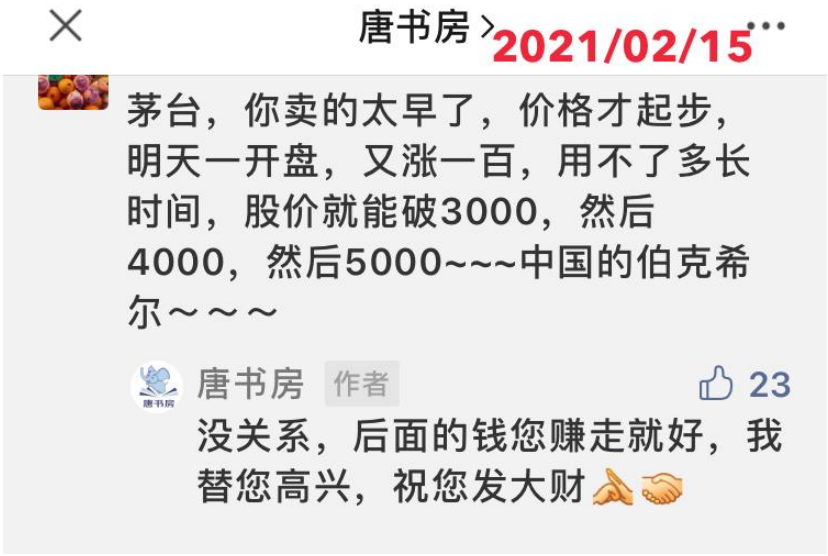
估值高了，就会借故下跌。至于这个「故」究竟是什么，千奇百怪，防不胜防，所以索性不防。

会有更深刻的理解。

毕竟，从春节前一直到今天，并没有任何有关茅台或其他主要白酒股的实质性利空出现，但股价就这么莫名其妙地开始了暴跌

就在节后开盘前一天，在**《读史可以明智——对茅台的全面回顾和展望》**一文的留言区，还有很多朋友表达了对开年茅台股价的极度乐观情绪。

比如上墙的这条代表性留言，就乐观地认为节后开盘就会再涨 100，然后很快就破 3000、4000、5000……



截这个图，不是为了去打谁脸，也不是要去证明老唐英明，而是想用现实的例子提醒朋友们：

①在股价持续上涨过程中，市场先生的乐观情绪必然会对市场里所有人的判断造成干扰。

哪怕是查理.芒格这种超级冷静的哲学家，也会在可口可乐的持续上涨中，对未来做出乐观到离谱的判断（参看《巴芒演义》292~293 页）；

②人的大脑总是在上涨的时候乐观，更容易放大利好信息，寻找上涨理由。同样，下跌时容易悲观，更容易放大利空信息，给自己寻找下跌的合理理由；

③所以老唐要提前半年、一年甚至更长时间，给自己定出买卖区间：不是为了准确地计算出高点或低点，而是为了尽量避免自己的理智被市场先生左右。

有人说老唐精准逃顶茅台，这是高看老唐了

老唐节前分三次卖出了茅台，购入恒生 ETF。时间和价格准确数据如下表：

时间	卖出茅台均价	买入恒生 ETF 均价
2021 年 1 月 8 日	2149.723	1.447
2021 年 2 月 8 日	2366.2	1.541
2021 年 2 月 10 日	2582.22	1.55
三次简单平均价	2366	1.513
2 月 27 日收盘	2122.78	1.515

考虑到第一次卖出后，有约一半资金买入了博时转债，至今也下跌了 4%。

实际可以将第一次买入恒生 ETF 的均价，模拟为 1.513 元：

（1.447+1.515/0.96）/2=1.513

则三次简单均价为 1.535，当前价格 1.515，下跌约 1.3%。

所以，相对于老唐的卖出均价，茅台跌了 10.3%，但买入品种也跌了 1.3%，总体仅仅占到 9%的便宜而已。

而且，可以确定的是，长期而言 2600 元不会是茅台的顶。老唐能够在什么位置，重新将卖出的茅台股权买回来，还是未知数。

短期的 9%波动不足以谈胜败，也谈不上什么神操作，请大家不要将巧合无限放大。

尤其是不要只盯着 3.24 万亿的所谓「精准卖出」，忽略老唐其实在 2.7 万亿也做过卖出

坦率说，如果茅台在 3.23 万亿市值甚至 2.96 万亿市值就转头掉下来，我还不是依然持有约 14%甚至 28%的茅台陪着暴跌

那时，可能网络上就是一片嘲笑声了。然而，3.24 万亿清仓后暴跌，与股价最高只走到 2.96 万亿就开始暴跌，对于老唐来说毫无差别，完全是一回事。

让我自己打分的话，这两种情况得分一模一样，分毫不差。

就如同老唐今天依然持有 18%的洋河陪跌一样。在我眼里，这是我非常得意和满意的操作，和 3.24 万亿卖出茅台一样值得庆祝。

它们是完全相同的体系下、完全相同的操作，唯一的区别不过是收获的时点有先后而已。

然而，你用后脑勺也可以想得出来，今日的网络声音，一定是：老唐卖出茅台干得漂亮，拿着洋河实在垃圾

事实上，他俩同等漂亮、或者同等垃圾。

5.本月阅读。

春节前后偷懒，基本没怎么读书。



本月所读书籍里只有一本好书：《压力测试：对金融危机的反思》。

这本书在书架上放好几年了，一直没轮到打开它。

压力测试：对金融危机的反思

作者：蒂莫西·F·盖特纳

作者盖特纳 2008 年末成为奥巴马内阁的财政部长（2009 年 1 月 27 日正式上任），是美国有史以来最

年轻的财政部长（48 岁）。

在此之前，盖特纳是美联储核心机构“纽约联储”的行长，是 2008 年次贷危机爆发及拯救活动的深度参与者和决策者之一。

刚好，他的前任财政部长就是保尔森。保尔森也写过一本关于次贷危机的书，叫《峭壁边缘：拯救世界金融之路》。

盖特纳的《压力测试》和保尔森的《峭壁边缘》，这两任财政部长的两本书，就是我读过的所有关于次贷危机的书籍里，最好的两本。

如果你对次贷危机及危机中的政府决策动机、流程及期间博弈感兴趣，这两本书是必读品种。

6.本周有 1 篇读书笔记入选。

入选笔记是：反过来想《巴芒演义》——by@本杰明繁星

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。

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

刘斌

老唐觉得最近的白酒大概会什么时候反弹啊，这年后几个交易日很多痘已经跌了百分之 20 了，你觉得这个是机会还是短期不会拉伸啊。

唐书房

我要是能知道「什么时候」反弹，我能拳打马化腾，脚踢王健林，冲出中国福布斯，登榜世界服不服，你觉着这样的秘密我会告诉你咩？不过看你骨骼清奇，就送你啦，十元钱都不要，周一反弹，不准你来找我

欢城(Ray)

想花 4 本书的钱加老唐的微信可以么

zdjray

看了老唐的书获益匪浅。对比林奇和格雷厄姆的书更加符合我这种热心学习的小白价投者。所以我更希望能够跟优秀的思想者为伍，讨论这其中有意思的事情。

唐书房

绝对不可以。人际关系怎么能用钱买呢？尤其是居然才出四本书的钱你敢不敢出四万本书的钱，我当即就让你理解一下什么叫做“说钱不能解决问题是错的。正确的说法是你那点儿钱不能解决问题

李晶明 JamesLi

老唐，有个问题一直没想明白，不知道能否解惑？假设你的账户在晚上被“上帝”误清仓了，第二天开盘你会按照原始持仓再买一遍吗？如果买的话，那明显不符合你表格里这些股票的买入条件。如果不买，那岂不是和以前的持仓不一样了？因为事实上是不存在这个“上帝”的呀，你第二天早上肯定还是原来的持仓啊。

唐书房

我不喜欢这种哲学问题，假如你和一个人困在海上，小船只能负担一个人，你会推他下海吗？假如两条铁轨一边两个小孩，一边一个小孩，你驾驶的火车刹不住，压死谁？假如老婆和老妈掉水里，你先救谁……这是些啥人折腾的问题啊。要我说，重要的是不要把自己逼到那个地步。真到了，怎么做都对。

有空看看球

洋河、海康、分众比 17 年买入时老唐所预测的业绩差的远，去年的上涨更多的是建立在估值提升上。除了茅台，预测业绩都是非常难的。

唐书房

这不是大好事吗？说明股市赚钱根本不需要准确预测业绩呀

何超

超满仓价值投资，都是白马公司，结果一个月过后挨了这么大锤，后面该坚持还是该认怂？

唐书房

如果你是在询问我的建议的话，我认为早点认怂比较好。因为如果将满仓买白马等同于价值投资，并认为做价值投资就不会挨大锤，这种所谓“价值投资”可能还不如炒技术指标靠谱，起码炒技术指标的知道及时止损，还能留的青山在。

第914篇.　　2021.02.28－查理.芒格最新睿智问答精选及老唐点评

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2021-02-28

北京时间 2 月 25 日凌晨 2 时，97 岁的查理·芒格作为 Daily Journal 董事会主席及大股东，在股东大会问答环节和股东互动了两个小时，留下了大量睿智的问答。

老唐从中剔除部分与 Daily Journal 业务相关及美国财政刺激政策相关的问题，留下让我产生感触的部分精华问答，并附上个人点评，作为记录存档，顺带分享给你。

问答同时参照了《证券市场红周刊》和《聪明投资者》的中文译本。谢谢红周刊和聪明投资者的翻译

当两种中文译本不一致时，老唐主观选择了自认更符合查理.芒格一贯观点的表达。

——请注意，老唐不懂英文，没有看过英文原文，无法保证这种选择是正确的。

同时，老唐还基于个人理解，对部分文本做了“中翻中”式的语句调整，同样无法保证这种调整是正确。

提问：谢谢芒格，你在今年的股东信中提到最近的股价上涨主要是由于市场投机热潮。

那是不是可以认为目前全市场也处于这种投机狂热之中，这种市场行为意味着什么，投资者该如何应对这种阶段性的市场狂热？

芒格：这种疯狂的繁荣景象在市场经济下时有发生。在互联网泡沫时期，硅谷的房租也随之暴涨，但是短短几个月之后，三分之一的办公室人去楼空。

在我数十年的投资生涯中，见证了太多这样的情况。我的应对方式就是静观其变——这也正是投资者应该采取的方式。

但是很多投资者会拥向人群，购买股票，加入狂欢，甚至不惜加杠杆，因为他们不想错过疯狂的牛市。

这种投资方式自然是十分危险的，我建议投资者应该更加理性。因为不想错过牛市而追涨买入，和赌博没什么两样。

然而，劝人不要赌博，就像一首诗所说的：“你应该学会克制，但我知道你不会听从我的建议。”

老唐点评：本段问答的核心内容有三点。

第一，市场狂热是周而复始来临的，这次和历史上曾经发生过的狂热没有什么两样；

第二，投资者的理性作法是不接受诱惑，不要因为害怕错过牛市而放弃自己的原则去参与，尤其是不能被财富梦想所诱惑，加杠杆去参与；

第三，因为害怕错过牛市而放弃原则，甚至加杠杆参与，和赌博无异。然而，这种赌博是人类的天性，很少有人能够抗拒。

即便是由老芒格劝阻，真正能听进去的人依然很少。这也是泡沫周期性产生的原因。

其实老芒格说的这个明知道不应该，但就是扛不住诱惑的人性，就是老唐相信能够反复占到市场先生便宜的信心来源。

提问：你对最近游戏驿站的散户逼空行为怎么看，这件事对市场卖空行为有什么影响？

芒格：当一大群人把股市当成是赌场的时候，这种事情就会发生，这就是当前股市上正在发生的事。

那些从赌徒身上抽取佣金收入的人会火上浇油，助长这种疯狂。

当情况变得极端，就会出现逼空。

一般会关注逼空行为的是清算机构，而不是普罗大众。但这次整件事完全出格了，大家甚至开始关心清算所是否会崩溃，这就相当危险了。

任由这种赌徒文化充斥在资本市场是非常愚蠢的，这会导致麻烦——事实上已经产生了不少麻烦。

对于这种散户狂热行为，我有一个简单的建议，就是经纪商要向客户推荐对他们有利的股票，而不是为了赚取更多的佣金收入而向他们提供赌博服务。

现在有些新的股票经纪，纯靠兜售带有投机性质的股票来为自己牟利，我认为这种赚钱手段是非常肮脏的。允许这种情况发生的市场本身也是疯狂的。

老唐点评：这是芒格从道德上谴责怂恿散户投机的经纪机构。

这种谴责几乎不可能对经纪机构产生作用，但或许能让监管机构思考制度性约束的必要性。

提问：有不少投资者想听你谈谈李克·古瑞恩（Rick Guerin，2020 年 10 月去世，享年 90 岁）以及你们最珍贵的回忆。

芒格：几十年来，他是我最亲密的朋友。他是一位优雅的绅士、一个贴心的伙伴。

我们曾经一起完成了不少壮举，李克、巴菲特还有我曾经是铁三角，我们在一起工作过很长一段时间。

李克从来都是那么幽默、那么富有智慧。他当时参加了美国海军的智商测试，取得了最高的记录之一，这也是为什么他的人生上升得如此之快——他实在是太聪明了。

和他在一起你永远不会无聊，他喜欢跳伞、跑马拉松，如果不是和他在一起，我绝不会尝试这类事情的。

李克充满勇气，乐善好施，他活到 90 岁，走完了精彩纷呈的人生岁月。在我这个年纪，朋友走一个就少一个了，没人可以替代他们。

老唐点评：收录这个问答，主要为了存下有关李克.古瑞恩的逝世时间，毕竟这是一位在《巴芒演义》里出现过的重要人物。

《巴芒演义》面世后大约半年，古瑞恩离开了这个世界。

不知道这半年里是否有其他语种的书籍记录他老人家的生平。

但在中文世界里，《巴芒演义》很可能是古瑞恩还在人世时，最后一本记录他老人家事迹的书籍吧。

提问：很多人认为现在的情况和互联网泡沫时期相似，市场行为像极了 90 年代末期，最终这波行情会以惨烈的方式结束。

芒格：是的，我同意，它会以惨烈的方式结束，但我不知道会在什么时候崩。

老唐点评：每个泡沫都有一根命中注定的针，知道它会破灭不难，困难在于“何时”。

很多投机者，其实也不是不知道自己在参与一个泡沫，只是判断/猜测/赌自己不是最后一个接棒者。

其实这里面的大部分人，最终都判断/猜测/赌对了。

只是破灭前，没人知道自己会是大部分，还是倒霉的接棒者，一切要看命。而一旦成为接棒者，人生就可能彻底毁掉了。

提问：你在之前的演讲中提到，当买卖双方都认为某类资产比它的实际价值更值钱的时候，泡沫就产生了。

目前美债符合你说的这种情况吗？因为美债价值决定了其他资产类别的价格，如果它确实泡沫化了，那将意味着什么？

芒格：不，我不认为美债有泡沫存在。在低利率下，我不认为它是一项好的投资品种，但我也不认为它有什么大问题。

我不知道的是：目前人为调控的低利率，以及政府如此大量超发货币，会对未来产生怎样的影响？

我也不认为有其他人知道这个问题的答案。有人抱怨说现在经济刺激方案太多了，或许吧。

老唐点评：宏观太难了，智者如芒格，也只能说不知道，而且不认为有人知道。幸好，投资不需要依赖宏观判断。

提问：在市场中，手握着现金什么都不做，需要很强的定力。你是否认为在一些市场情况下，现金为王是有必要的？

芒格：我相信其实每个人可能都愿意高抛低吸。对于股票投资来说，这很正常。

当我们遇到好公司的时候，肯定想用一个比较好的价格买到它。但如果在泡沫出现的情况下，好公司的价格太高，买它就不是一个好主意了。

当然，我肯定也愿意在估值比较高的情况下持有股票，但是不能太高。

老唐点评：这句话很直白，不需要解释。

作为全球公认的价值投资代表人物，芒格清晰地解释好公司也需要在好价格买入，而不是好公司无需看价格。

估值比较高的时候，也还可以持有，但太高还是要抛，而不是「死了都不卖，永远陪伴企业成长」。

对于估值多高算高，不同的投资者之间可以有分歧。但对于估值太高时是否需要卖出，我相信芒格的回复非常权威，也非常有说服力。

提问：你认为在 GDP 下行时期，价值投资仍然奏效？另外你对分散投资怎么看？

芒格：价值投资永远不会过时。在我看来，价值投资就是在你买入股票时永远关注它是否能带来更多价值，这永远不会过时。

有人认为价值投资就是去寻找那些有很多现金或资产，但是商业模式很糟的公司，我不认为只有这才是价值投资。

我认为所有好的、赚钱的投资都是价值投资。

只是有人在优秀的公司中寻找价值，有人从不那么好的公司里寻找价值，无论如何，大家都在找寻更高的投入产出。

但有趣的是，很多人认为持有 100 多只股票比只买了 4、5 只股票显得更专业，我觉得这种观点有问题。

我认为找到 4、5 只稳定赚钱的股票，比起找到 100 只赚钱的股票要简单的多。

很多人说持股多，体现了分散投资的理念。但我不认为这是分散投资，我更愿意称之为“恶化投资”。

对我来说，持有 2、3 只更加熟悉的股票让我感到更加舒适。

老唐点评：这段话里，芒格说了两层意思，

第一，并非购买高清算价值、低 PE 低 PB 等所谓包含“价值因子”特征的股票才是价值投资；

第二，重复了对流行的分散投资理念的不以为然。

提问：伯克希尔最近卖出了大量富国银行的股票，但是 Daily Journal 只卖了一点点？

如果对于伯克希尔来说，富国银行不值得持有，那对于 Daily Journal 来说是否应该采用同样的标准？

芒格：我不认为两家公司在所有事情上都要保持一致，两家公司在税收上的考虑就不一样。

毋庸置疑的是，从长期投资价值上看，富国银行是令人失望的，因为它老旧的管理模式、糟糕的企业文化以及较低的员工激励。

我们并不是恶意卖出，而是看到富国银行的一些员工已经出现了欺骗客户的行为，令人遗憾。

巴菲特对富国银行不再抱有任何幻想，选择了卖出。相比之下，我对银行家们更加宽容，不像巴菲特那么高标准、严要求。

老唐点评：这段问答挺令人感慨的。

富国银行曾经是巴菲特的经典战役，是 1990 年就介入的投资。

银行业也一直是巴菲特自认最熟悉的能力圈，几乎可以说没有之一。

巴菲特经常在电视采访中举例说“比如我，比较熟悉银行业”。

然而，三十年后，巴菲特对其爱股“不再抱有任何幻想”，认为富国银行的长期价值是令人失望的。

这一切，从正面意义上说，提醒我们远离复杂企业；

从负面意义上说，也让我们越发的不敢信心十足，更加的战战兢兢如履薄冰，毕竟哪怕是自认在能力圈内的企业，也可能发生意想不到的变化。

提问：现在适合投资银行股吗？它们的股价是否更加稳定？

芒格：所有的股票都会有波动，我的确认为经营优秀的银行是很好的投资标的。

但银行业最大的问题是银行太多，而合格的银行家太少。

有着巴菲特那样思维模式的执行官很少会遇到麻烦，但这样的人毕竟是少数。

把银行经营好是一件很难的事，有太多的诱惑使人犯傻，比如以长期业绩为代价，追求短期的好业绩。很多银行家会屈服于这种诱惑。

所以尽管不是不可能赚钱，但投资银行股赚钱确实比较困难。

老唐点评：离金钱太近的地方，容易迷失灵魂，银行家们犯傻是高概率事件。投资银行股赚钱不是不行，只是比较难。

提问：对银行来说最大的威胁来自哪里？苹果支付或 PayPal 等公司，会对它们形成颠覆吗？

芒格：我不知道未来的银行业具体会是什么样子，也不知道未来的支付系统会如何演变。

但我认为优秀的银行会对人类文明产生贡献，而且各国的央行也会继续控制银行系统和货币供应。

我不认为比特币会成为世界通行的交易媒介，它只不过是一种人造的黄金替代品。

从未购买过黄金，因此我也不会去买比特币，我希望大家都像我一样别碰比特币，它让我想到奥斯卡·王尔德对当时风靡一时的猎狐行为的评价：一群疯子在追逐一件毫无价值的东西。

老唐点评：如果以价格论，芒格对比特币的看法一直在被打脸——市场并不因为老人家德高望重或者历史成功就法外开恩。

从 100 美元的时候，芒格就说比特币是耗子药，目前价格已经到 5 万多美元了。

但我认同芒格的看法，比特币没有可能成为货币。

货币最主要的价值是作为一般等价物协助交易，需要价值具有相对稳定性。

其他的流通、支付、记账本位及价值储藏功能都是在“一般等价物”的基础上衍生出来的。

比特币总量固定的特点，如果作为货币，将注定伴随着生产力的发展，导致巨大的通货紧缩，摧毁整个经济系统

——即有限的货币对应越来越多的商品和服务，必然导致商品和服务的货币标价越来越便宜，或者说货币价值越来越高。

理论上说，人们通过储藏货币、拒绝交易，就能分享生产力发展带来的大部分成果，其本质是反发展的。

更何况，比特币的基础是摧毁政府发钞权，抢夺铸币税。任何政府都有暴力毁灭竞争者的潜在需求。

所以，比特币只能作为一个投资/投机品种存在，是货币的买卖对象，不可能成为货币本身。

当然，需要声明的是，以上仅是老唐个人的肤浅看法，老唐对比特币了解不多，观点很可能是错的。以上观点，接受反驳，并谢谢赐教

提问：Daily Journal 的投资组合中持有不少比亚迪的股票，而且这两年来取得了巨大的浮盈，也许比公司内在价值的增长要高得多。

在继续持有和卖掉它之间，你会如何抉择？

芒格：好问题。我们持有比亚迪的前五年，股价基本没什么涨幅，但前两年涨幅很大。

原因是在中国的汽车产业链从燃油到新能源转型过程中，比亚迪占据了有利地位，这让中国的投资者推高了它的股价。

我们倾向于继续持有比亚迪，因为我们继续看好它，而且卖出股票需要给加州和联邦政府交很大一笔税。

我有一个做风投的聪明朋友，他们持有大量股票，但常常会择机卖出一半仓位，这样之后无论行情如何波动，他都觉得能接受。

我们不会这样做，但我也不会批评他的做法。

提问：有个类似的问题，你认为电动车企业的估值是否有泡沫？比亚迪 200 多倍市盈率——当然这个估值水平相比特斯拉的 1100 倍 PE 还比较正常。

我知道伯克希尔以长期持有优质公司的股票著称，但是否会存在股价过高以至于公司业绩无法支撑的情况呢？你选择持有而非卖出的原因是什么？

芒格：其实我也很少持有像比亚迪这样估值高到让人血脉贲张的公司，对于选择持有比亚迪，我还没有形成体系，还在不断学习。

我们非常喜欢这家公司，也很欣赏它的管理层，所以我们会遵从内心的真实想法，继续持有。

老唐点评：这个问答里，芒格说的很清楚，这种情况下，卖或者不卖都不是错。

自己倾向于继续持有，但这不是投资体系下的必然决策。自己还在学习，对这类股票还没有形成完善的投资体系。

选择继续持有，只是因为喜欢这家公司、欣赏管理层（跟着感觉走），同时也不想因为卖出而被政府征收一大笔资本利得税。

提问：两年前，你认为当时美国惟一值得买的股票就是 Costco，你为什么认为亚马逊未来需要担心

Costco，而 Costco 不用太担心亚马逊呢？

杰夫·贝佐斯是你见过最成功的企业家之一吗？对于他辞去亚马逊 CEO 之后来要投身的新项目，你感兴趣吗，会选择投资吗？

芒格：我非常欣赏杰夫·贝佐斯，我认为他是我见过的最聪明的生意人之一。

我们对他的新项目还没有足够了解，所以暂时不会跟投。

每个投资人都会遇到艰难的抉择，因为总有很多聪明、值得尊敬的人得出相反的结论。

我之所以认为 Costco 对亚马逊来说是一个值得关注的威胁，是因为大家都相信 Costco 能为他们带来巨大的价值，这这个方面，Costco 有着比亚马逊更好的口碑。

老唐点评：我特别喜欢这句话「每个投资人都会遇到艰难的抉择，因为总有很多聪明、值得尊敬的人得出相反的结论。」

是的，投资不易。

我们只能在自己能理解的范围内，按照自身能力去选择更好的投资对象，并不能保证选择一定是对的，因为任何时间都有很多聪明的、值得尊敬的人和你做相反的选择。

好在，良好的投资业绩，并不需要所有的选择都正确。我们不是要成为 100%正确的人，而是要成为更好的自己。

提问：您经常在脑子里复盘自己的投资吗？对于有些投资，您是不是应该更早的就做出决策？

芒格：我常常犯错。回顾这些错，我也常常想如果当时做了相反的决定就好了。

但是犯错是无法避免的，成为一个好的投资者也是很难的。

现在我对自己宽容多了，我对我的投资生涯挺满意的，也不再去想其他人是不是比我做得更好。

我觉得我很幸运，在投资生涯的前期就找到了包括检查清单在内的很多投资方法。

这些投资方法，过去和现在一直非常的奏效。我建议其他人也遵循我的一些方法。

老唐点评：这是继续阐述上条内容。投资过程里，犯错是必然的，无法避免的。

好在良好的投资业绩，并不需要每次都对，所以，对自己宽容一点，可以过的开心一点。

妒忌其他人做的更好，只能是惩罚自己，让自己不舒服，不会产生其他价值。

提问：你认为 50000 美元的比特币更疯狂，还是 700 美元的特斯拉更疯狂？

芒格：巨石强森曾说他不知道虱子和跳蚤哪个更糟，我也不知道特斯拉和比特币哪个更糟。

老唐点评：保持了一贯的毒舌水准。其实就是说两样都很垃圾。

提问：你投资中国股票非常成功，你对中国政府的调控政策怎么看，比如蚂蚁 IPO 被暂停一事？

另外你认为比亚迪是否有一天会被国有化？

芒格：我认为比亚迪不太可能被国有化。

至于马云，考虑到中国的情况，那些话不应该由他来讲。

我觉得中国调控经济的方法非常精明，比我们做的好多了。他们也取得了不错的成果，我觉得这样的趋势会持续下去。

当然，我们都更喜欢自己的文化。我虽然夸中国，但是我本人也不愿意住在中国，我更喜欢美国。

我的确很欣赏中国这些年的成就。我的意思是，你怎么能不去欣赏中国的成就呢？

没有任何一个国家能像中国一样在如此短的时间内实现脱贫。

现在中国的发展非常耀眼，他们在类似人工智能还有机器人等方面的技术也发展得非常好。

中国已经融入了现代社会，我是这么看的。

老唐点评：这段不需要点评，字面意思很清楚。但必须景仰老先生，对大洋彼岸的中国文化了解的不比我们浅。

提问：你曾经说过，了解业务的最佳方法是研究大公司数十年的财务业绩。

你还说，如果商学院不采用这种方法，学生会错过很多东西。

你能否详细说明应如何围绕这种方法构建课程？例如，你会推荐什么作为教材？

芒格：哈佛商学院以前有商业史的课程，他们会让学生了解运河的挖掘、铁路的建设，带学生领略工业的起伏、经济的变化等等。

这对所有人都有帮助。如果我要教商科，我会采用这个哈佛商学院用了很久的教学方式。

但现在他们不这么做了，因为教这门课是从其他教授那里窃取案例，这在学术上对他们来说不方便。

但是，确实，开始学习商科之前，应该首先研究资本主义的历史，包括它是为什么、怎么运作的。在这方面，很多商学院做得不好。

长期来看，商业的成功与生物学很像。在生物学中，物竞天择，适者生存。资本主义几乎也是同样残酷的。

想一想那些曾经繁荣昌盛的事物，现在已经消亡了。谁曾想到通用汽车和柯达会破产呢？了解这样的商业史（对投资）很有用。

老唐点评：多读商业史对投资很有用，尤其是那些企业甚至行业失败和消亡的历史。

提问：您曾在一次演讲中表示，你要知道怎么去学习，才能够真正的成功。

芒格：最简单的就是学会如何学习新东西，这个非常有用。

我举 Jerry 的例子，如果他不会学习新东西，现在就会对报业一无所知。

我认为要教别人怎么学也是很难的，有的人天生就有学习的能力，有的人可能没有。

老唐点评：重要的不是学历，而是（终身）不断学习新东西的能力。

提问：能不能跟我们说一下伟大的投资家，有什么样的共同点？

芒格：如果你在很小的时候就开始学围棋，确实会有一个很好的起步，因为围棋界竞争性很强，大家都非常有天分。

但也有可能，无论你怎么努力，你都不可能成为一个伟大的棋手。因为有些伟大的棋手可能是天生的。

同样，也可能一个人无论如何勤奋，也不一定就能够成为一个伟大的投资者。

但是，如果你能够避免一些投资陷阱，一个努力勤奋的人，完全能够获得良好的投资结果。

投资管理行业是一个风险很高的行业，就像李录他为什么是非常好的投资者，因为在做决策的时候，

他可以非常的聚焦。

对于普通人来讲，要成为伟大的投资家，不是一件简单的事情。

老唐点评：老唐在《巴芒演义》序言里写过「即使你读过《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。」

书房里，老唐也经常收到一些朋友的反馈，说分析企业太难了，想达到某某水平简直看不到希望，很灰心。

其实，这就好比将纯白和巴菲特之间的距离划分为 0 到 100。你我想达到 100，的确几乎没有希望。

但这个世界并不要求你我达到 100，也不是做不到 100 就只能躺下做 0。

实际上，我们可能做到 60，甚至 30，就已经足够我们及我们的家庭富裕一生、快乐一生了。

将我们日拱一卒的目标，定义为比昨日之我有所提升，成为更好的自己，更富裕的自己，这个拱卒过程就会快乐、开心，每天都会有收获，每天的幸福感会多一点点。

这不就是有意义的人生吗？

提问：从道义层面上讲，管理层是否需要引导公司股票以公允的价格交易？

芒格：目前 Daily Journal 的股价较高，如果我去选择，我不会出这么高的价格去买。

但是我觉得在道义层面，管理层没有义务将股票的价格控制在一个十分公允的范围内——只要我不是在推销自家的股票。

老唐点评：芒子曰「持有≠买入」。

知行合一

现在洋河的业绩不行也就是说洋河这个“地”暂时产出降低了，按照唐老师说的一直在比较的路上，那么唐老师为什么不把洋河换到产出高的赛道呢？比如老窖等!! 根据现在的业绩预报，老窖，五粮液，汾酒的净利润增长率比较高!

唐书房

第一，我没觉着洋河业绩不行；第二，投资不是炒报表，不能单看增长率。

屁哥

既然把比特币当做是一个投机资产，那就多思考愿意购买的人的想法，而不是单方面的想自己会不会去购买

唐书房

这就是体系的不同了。你认为投机资产要多思考购买者的想法，我认为投机资产直接一脚踢开，省时省力

屁哥

投资也好，投机也罢，都符合市场规律，都看供需关系，有需求便有了价值，价值投资的体系也是发掘需求的过程

唐书房

虽然我不认同你的看法，也不会去思考购买者的想法，但我也不会反对你去思考和实践

金华

认同老唐关于比特币只能作为一个投资/投机品种存在的结论。但不认为它就是垃圾。作为区块链技术的开创者本身就有其重大意义，而且区块链技术的发展和完善仍然有很长的路要走，目前的虚拟货币也是区块链技术探索的先行者。

唐书房

同意，区块链技术应该是非常有用的技术，我记得我很早以前在书房发表过这个观点。

第915篇.　　2021.03.02－3月1日2%仓位交易记录

永远好奇的唐朝　唐书房　2021-03-02

周一开盘，老唐实盘买入了约 2%的陕西煤业，成交均价 10.8 元。

资金来自开盘时 1.53 元卖出等量的恒生 ETF。

相关逻辑，回头抽空码文分享。



必须提醒：

新接触企业，研究不深，犯错概率大。

老唐仅介入 2%仓位，请独立思考，慎重决策。

除了你，没人为你的钱包负责，切勿冲动跟风

第916篇.　　2021.03.04 - 巴神2020年度致股东信精要及老唐解读（上）

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2021-03-04

巴神致股东信，是投资领域里一年一度最重要的思想大餐，是每位对自己金钱负责的投资者都应该认

真品读的教材。

这是比找到牛股更重要的事情（所以，陕煤的文章往后推推）。

信息快餐时代，网络上的资料求快、求流量、求眼球，比较浮躁，建议一定不要依赖这些信息去理解，要自己沉下来认真读。

以下是老唐读后的一些体会，分享给朋友们，希望能够给大家带来一些有价值的思考。

全文约 1.2 万字，分成上中下三篇。

上篇包含：

第一部分 学习 2000 年之后的巴菲特是误区

第二部分：伯克希尔投资帝国之借钱篇

中篇包含：

第三部分 伯克希尔的投资帝国之赚钱篇

下篇包含：

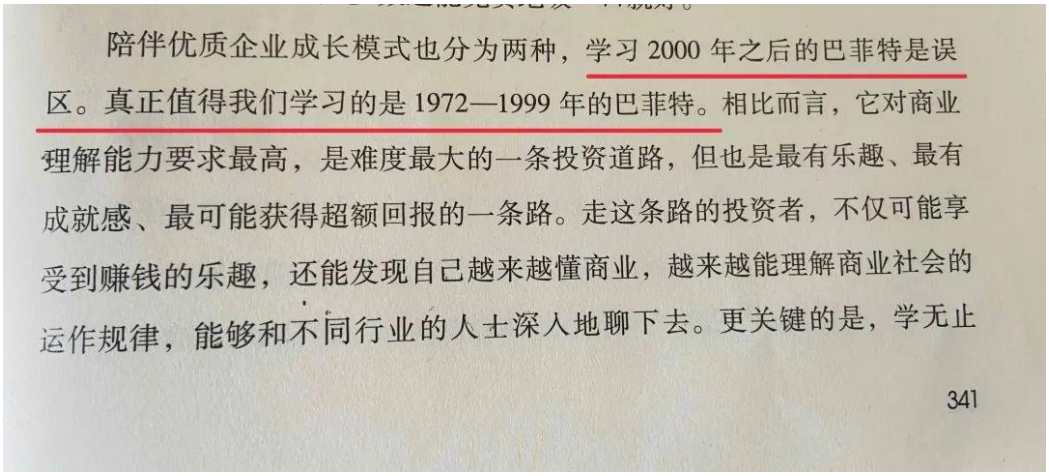
第四部分 一个投资者不可能躲过的错误

第五部分 一个容易被忽略的理念秘诀

第六部分 其他

第一部分：学习 2000 年之后的巴菲特是误区。

首先，老唐要重复一个观点，是我在《巴芒演义》的 341 页，写过的一段话：（投资者）学习 2000 年之后的巴菲特是误区。



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

341

最新的致股东信数据，可以再次证明这个震撼的结论。

下图是 2000 年之后的 20 年时间里，持有伯克希尔股票给股东带来的回报，与简单的市场平均水平 SP500 指数回报的对比。

虽然从 2019 年开始，由于会计准则的改变，巴菲特不再按照「伯克希尔账面净值+透视盈余」的增长来披露自己的投资业绩，改用更符合普通投资者认知习惯的伯克希尔股价涨幅了。

但依照长期的历史数据来看，这两个数据总体是基本一致的。

比如从 1964~2019 年，两种方法的年化回报分别是 18.9%和 20.3%，股价回报略略领先于账面净值+透视盈余增长回报，基本合理的评估和反应了巴菲特的投资能力。

所以，在无法继续获取伯克希尔账面净值+透视盈余数据的情况下，我们用股价回报来与 sp500 指数做对比。

以 2000 年为基数 100，分别持有伯克希尔股票或 sp500 指数基金，收益率情况明细如下：

	BRK	SP500	BRK净值	SP500净值
2000			100.00	100.00
2001	6.5%	-11.9%	106.50	88.10
2002	-3.8%	-22.1%	102.45	68.63
2003	15.8%	28.7%	118.64	88.33
2004	4.3%	10.9%	123.74	97.95
2005	0.8%	4.9%	124.73	102.75
2006	24.1%	15.8%	154.79	118.99
2007	28.7%	5.5%	199.22	125.53
2008	-31.8%	-37.0%	135.87	79.09
2009	2.7%	26.5%	139.54	100.04
2010	21.4%	15.1%	169.40	115.15
2011	-4.7%	2.1%	161.43	117.57
2012	16.8%	16.0%	188.55	136.38
2013	32.7%	32.4%	250.21	180.57
2014	27.0%	13.7%	317.77	205.30
2015	-12.5%	1.4%	278.05	208.18
2016	23.4%	12.0%	343.11	233.16
2017	21.9%	21.8%	418.25	283.99
2018	2.8%	-4.4%	429.96	271.49
2019	11.0%	31.5%	477.26	357.01
2020	2.4%	18.4%	488.71	422.70
20年年化			8.26%	7.47%
10年年化			11.18%	13.89%
近7年年化			10.00%	12.92%

数据显示，过去 20 年，持有伯克希尔年化收益率 8.26%，略微领先于 SP500 指数 7.47%的回报数据。

但我们也要注意到，sp500 的落后，主要是因为起点选择造成的：2001 年和 2002 年指数跌幅较大。

如果起点后移一年，就变成 SP500 领先；后移两年，会变成 SP500 大幅领先。

最近 10 年和最近 7 年，伯克希尔的回报都是大幅落后指数的。

列出这个数据对比，是想分享两点看法：

第一，巴菲特无疑是伟大的股神。

但 2000 年之后，由于自身特殊原因，投资方向和方法受到了一些限制——参看《巴芒演义》334~340 页。

我们学习时，要注意自身条件和巴菲特的区别，不要盲目崇拜、无限拔高。

第二，希望朋友们通过这个数据，在日常投资过程中，对自己及他人的错误，稍微多一点理解和容忍。

股神 20 年年化不到 9%，7 年年化 10%。完全可以想象，其投资组合，也是有限的几只牛股，拽着一堆死活不涨的“垃圾”。

在完美人格患者的眼里，股神的组合如果去掉“XX 和 XX”，就是一坨翔。

不仅股神如此，国内所有收益领先的基金组合，拿给完美人格患者看，也就是一坨又一坨的翔。

——当然，这些人通常不会将自己口袋里的投资品视为翔

错误是投资历程中不可避免的东西，成功的投资者都是以组合取胜。

我希望书房的朋友们，都能给自己一点宽容，给别人一点宽容。

不展示完美人格患者症状，多关注别人的优点，这样，才有可能持续进步。

我相信老朋友都懂老唐在吐槽什么

如果没懂，请参看书房去年 3 月的文章《我的第一难和你的第一难》，就在书房底部菜单“核心五篇”里。

第二部分，伯克希尔投资帝国之借钱篇

伯克希尔 2020 年底总市值约 5326 亿美元。

说到市值问题，有必要先聊聊伯克希尔的两种股份。

以避免某些朋友看到伯克希尔既有约 38 万美元的股价，也有约 250 美元的股价而产生眩晕。

伯克希尔公司的股份有 AB 两种，两种股份的数据是动态的，所以一般说伯克希尔总股本时，都会说折算 A 类股多少股，或折算 B 类股多少股。

按折算 A 类股计算，公司目前的总股本是 153.15 万股，乘以 2020 年底收盘价 347815 美元/股，公司市值约 5327 亿美元；

折算为 B 类股，公司总股本是 22.97 亿股，乘以 2020 年底收盘价 231.87 美元/股，公司市值约 5326 亿美元。

每股 A 类股可以随时申请拆成 1500 股 B 类股，但 B 类股不允许合成 A 类股。

所以通常而言，1500 股 B 类股的总价会略低于一股 A 类股股价。

如果 1500B＞1A，会触发市场套利行为，空间会被套利者抹平。

公司的 B 类股是 1996 年出现的。设置这种股份类型的主要原因有二：

其一，伯克希尔的股价，从 1991 年起就超过了 1 万美元。

在美国税法里，美国人每年可以在不超过 1 万美元的范围内（目前已经提高到 1.5 万美元），将财产赠予他人而无需纳税。

超过 1 万美元，就要占用个人遗产税免税额。

累计赠予超过个人遗产税免税额的部分，需要纳税（目前税率是 40%）。

所以，当单股股价超过 1 万美元后，每年都会利用免税额将财富移交后代的老伯克希尔股东就遇到了障碍。

虽然也有多种方法曲线解决（1993 年初，巴神就给老股东们设计了一些规避办法），但终究很麻烦。

其二，在伯克希尔股价过万后，很多小散买不起一股，但又仰慕股神的光辉。

此时，部分券商和理财机构就发现商机。

说破也很简单，就是募集资金众筹投资伯克希尔 A 股，利用股神的号召力，赚取散户的管理费。

既然这样，与其让小投资者被资金管理机构剥一层皮，不如伯克希尔来提供这种服务。

一者可以让投资者少付部分手续费；二者避免背锅。

背锅指的是以投资巴神的名义募集资金，然后跑路或者投向别处造成亏损，无知的投资者可能会将怨

气洒向巴神。

就像某些人被假冒唐书房的网络骗子骗了，跑来书房骂老唐一样

鉴于以上两点原因，1996 年初巴神搞了个 B 股发行计划，并于 1996 年 5 月实施。

当时 A 股股价约 3.6 万美元，每股 A 股设定为可以拆为 30 股 B 股，B 股不可以合成 A 股。

随着 A 股股价的上涨，这个分拆比例也逐步扩大到 1：1500。

2003 年之前的 A 股还多个额外权利，是 B 股股东所没有的：指定捐赠权。

意思是 A 股股东有权在伯克希尔公司年度慈善捐赠额度内，按照自己的股权比例，指定自己要求捐赠的慈善项目（至多三家），伯克希尔公司按照股东要求开支票实施捐赠。

这个计划在 2003 年停了，所以目前 AB 股没有这方面的差异了。

搞清楚总市值问题后，我们来看巴神掌控的伯克希尔帝国版图。

伯克希尔帝国，大致可以划分为借钱的和赚钱的两大部分。

伯克希尔旗下的保险机构承担的是借钱重任。

这些机构基本都是我们耳熟能详的名字，主要包括：伯克希尔再保险、GEICO 保险、国家赔偿保险和其他一大堆小型保险公司。

这些公司自身的经营，总体来说就是微亏或微赢。

1 万名客户每人交 1 万元保费，最终这些保险机构的赔付款+运营费用，基本就是 1 万×1 万=1 亿元的±3%。

只是由于缴费和赔付有个时间差，加上公司不断努力扩大规模，吸引新客户。

因此，总是会有很大一笔钱沉淀在伯克希尔，让巴菲特免费使用。

这些沉淀下来的钱，巴菲特叫它“浮存金”。

伯克希尔下属保险机构的任务，不是挣钱，而是在亏损幅度不超过 3%的前提下，给巴神尽可能多地吸收和沉淀浮存金，让巴神拿去投资。

这就是伯克希尔的商业模式：低成本甚至负成本借用保险客户的钱，去赚取属于伯克希尔股东的利润。

芒格将其表述为：“我们就像刺猬，只会一招，就是寻找成本低于 3%的浮存金，然后投向那些能产生 13%回报的企业。”——见《巴芒演义》66 页。

由于保险的本质是出售保证，是写一张纸就让客户把保费交给你。

其要点就是让客户相信如果出了问题，你有意愿、有财力做出及时的赔偿。

而且，通常而言，你展示的赔偿能力越强，你同等价格下获得保单的可能性也就越大。

或者同样的赔偿条件，你可以比别家保险机构收取略贵的保费。

尤其是对于发生概率低，但一旦发生赔偿额非常高的巨灾保险（巴菲特称之为霹雳猫业务），更是如此。

赔偿能力无法取信于人的机构，客户根本就不考虑投保给你，随便你要求保费有多低。

因此，伯克希尔一定是需要保留大量现金在手的。

早在 10 多年前，巴菲特就说过，我们通常至少保留 200 亿美元现金在手。

需要注意一个常识，巴菲特说的“现金”不是存款。他口中的现金，主要是以美国国债的形态存在。

除了因为保险业务经营需要，给保险公司借钱能力加分之外，保留大量现金还有一个原因：

吸引潜在的企业卖家。让有出售企业计划的企业，知道伯克希尔是个随时有能力付现款的买家。

不过，2020 年伯克希尔花费 247.28 亿美元，以均价约 30.5 万美元/股，回购了相当于 80998 股 A 类股票之后，公司账面上依然保留着 1380 亿美元现金，这一定非巴神所愿。

这个数额确实太多了，他老人家其实也挺苦恼的。

我倒是不介意帮他老人家分担一些烦恼，可惜老人家不同意

<上篇完，请继续阅读中篇和下篇>

郝均阳

唐大，考不考虑收费。

目前看，对您的诋毁不但让唐粉看不下去了，能感觉出唐大的心态也受影响。

替唐大不平。

唐书房

我没看到什么诋毁，没觉得我心态受到什么影响，是你的错觉。我看你进书房快满四年了，至今还是 0 赞赏。我要是改收费，你会付费吗？如果会，以你的意愿，你愿意每年付多少钱呢？

暂无

总感觉陕煤当前并不便宜，估值偏高。除非煤价大涨，否则难赚多大利润

唐书房

投资如果靠感觉，和赌博有什么区别呢？

YongHua_Zhu

唐哥，用来估值的无风险利率，是指债券的无风险收益率，还是票面利率？

唐哥您在《保险投资思考 05》里说无风险收益率代表着无风险利率。但是，无风险收益率升高是抛售债券抛出来的结果。抛售 10 年期国债，反而会导致企业估值应该要下降？（合理市盈率是无风险利率的倒数）

唐书房

①就是无风险收益率呀，通常采用比国债收益率，或者银行保本类理财收益率略高一点点的数据即可。②对，抛售 10 年期国债，国债价格下降，无风险收益率上升，企业估值中枢下降。

YongHua_Zhu

银行保本理财收益率比较好理解，但债券收益率，像最近的美债收益率，岂不是代表企业估值中枢 跟美债价格 应该是齐上齐落？那经济衰退的时候，人们会疯狂买入债券，这个行为会抬升企业估值？好像有点矛盾。好晕

唐书房

作

没理解你为什么晕。存款利息高了，人们就从边际上增加了将钱存在银行的意愿，从而有了抛出股

票的动力。所以，对股票形成压力。这个能看懂吗？卖出国债的行为，会造成国债价格下跌，国债价格下跌，利息不变，相当于利率提升，和银行存款利息提升一模一样，影响也就一模一样。

仓佑嘉措

唐老师，如果你能提前预见茅台从最高点开始的回调，还会保留 3%的观察仓吗？如果不会，那为什么说剩下的永远不卖？

唐书房

股市里没有这种如果。

姬志

请教下唐老，折现率是否相当于无风险利率

唐书房

不是，折现率是个主观数据，是自己设的，换个通俗的说法，就是你作出的估值内含的“你所期望的收益率”。它通常都远高于无风险利率。

GXS

很想了解唐朝先生平时了解信息的渠道，比如央行网站这种，您写的《手把手教你读财报》我看了三遍，大概能理解了，受益匪浅！

唐书房

向书房发送“老唐常用”即可提取。

cc

如果你非要说起点造成的，那他也可以说终点造成的，毫无意义！最后两年 SP500 明显高特别多啊。多一个点就是一个点，学哪几年的巴菲特，这话听起来就怪怪的

唐书房

怎么？触动了心中的神，觉得有点接受不了？你只是没读《巴芒演义》，没发现巴神面对的约束条件发生了变化而已。既然你争议起点终点，其实可以拿投资界最公平的滚动三年周期来对比：从 2000 年末到 2020 年 20 年间，一共 18 个滚动三年，你去统计一下，会发现巴菲特跑输其中 10 个滚动三年

小码哥

感谢唐大，虽然股市还没赚到啥钱，但是看了读财报和价值投资指南后对企业的理解和估值感觉清晰多了，不过有一点就是要看懂一家企业真的不容易，唐大分析企业好像也是龙头为主，比如家电分析过老板电器 格力电器，我有点疑惑的是做行业只挑这个行业的龙头嘛，比如家电行业有非常多的企业，就厨房除了老板还有华帝 浙江美大等其他企业，还有同一个领域比如厨电，为啥龙头比老二的估值要高，是龙头确定性更强么？

唐书房

我心中没有什么龙头和老二的概念，只有一个个独立的企业，所以回答不了你这个问题。

第917篇.　　2021.03.04 - 巴神2020年度致股东信精要及老唐解读（中）

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2021-03-04

第三部分：伯克希尔投资帝国之赚钱篇

除了借钱的保险机构之外，剩下的就是帮巴神赚钱的。

他们又可以划分为四大板块：

①北伯灵顿圣太菲铁路公司 BNSF；

②伯克希尔能源集团 BHE；

③对上市公司的非控股投资；

④对非上市公司的控股投资。

先说 BNSF。

由于 BNSF 是伯克希尔全资收购并退市的公司，所以目前没有股价，大部分朋友很容易忽略掉巴神这笔成功的投资。

巴神是 2007 年开始购买 BNSF 股票的。2009 年伯克希尔以持股 22.6%的第一大股东身份，向全体 BNSF 股东发出收购邀约。

邀约出价 100 美元/股，相对于当时 BNSF 的股价有 31%的溢价。小股东可以选择收现金，也可以换成伯克希尔公司股票。

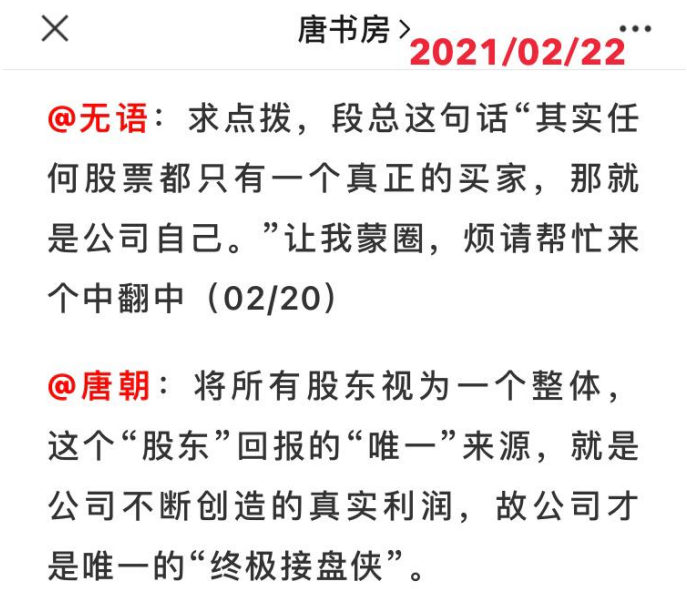
这个收购价格相当于对 BNSF 整体作价 340 亿美元（263 亿美元收购 77.4%的股份，263/77.4%=340），同时伯克希尔为 BNSF 的 100 亿美元债务提供担保，所以收购总代价可以视为 440 亿美元。

按照收购时的约定，BNSF 虽然退市成为伯克希尔全资子公司，但只有当 BNSF 满足业务需求，且并保证账面现金超过 20 亿美元的情况下，才可以给伯克希尔分红。

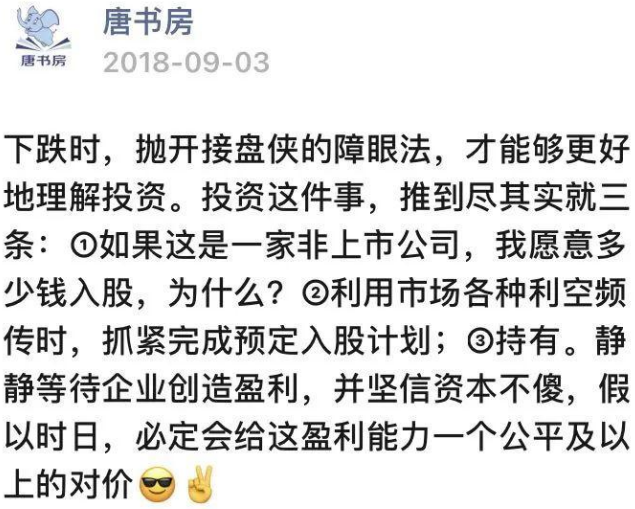
就这样，2010 年至今，BNSF 给伯克希尔的现金分红合计达到 418 亿美元。

投资 340 亿美元，十年分红 418 亿美元，目前公司每年赚几十亿美元净利润（2020 年前三季度净利润 36.7 亿美元，全年正常估计应该在 50 亿美元上下）。

这个案例里的几个数据，或许能够很容易地帮助我们理解这段话：



此时的巴菲特，就是那「一个」股东，他的终极接盘侠就是 BNSF。由此还可以衍生另外一段投资秘钥：



和 BNSF 类似的，还有伯克希尔持股 91%的伯克希尔能源集团 BHE。

BHE 有个非常特别地方，它不支付其普通股股息，这在电力行业非常少见。在伯克希尔掌管它的 21 年里，一直是这样的。

也就是说，伯克希尔没有从 BHE 得到现金分红。同时，BHE 也不是上市公司，没有股价可言。

为什么会这样呢？巴菲特告诉我们：美国的电力设施需要大规模的改造，最终成本将非常惊人。

这项任务需要用 BHE 未来几十年的全部利润做投入。

BHE 从 2006 年起，就已经开始了一项投资：投入 180 亿美元，用于改造和扩建整个美国西部地区大部分的老旧电网。该计划预计在 2030 年完工。

震惊吧？两位老人策划着一项工程，工程预计在二人 107 岁和 100 岁时完工。在此之前，只有投入，没有回报。

什么叫长远眼光，这应该算是当之无愧的长远眼光

为什么要这么做？

巴菲特解释到：长期盛行的以煤为基础的发电企业，基本都位于人口密集区附近。

但是，新的风能和太阳能发电的最佳选址，往往位于偏远地区。

为适应这种新能源的变化，必须出巨资对电网进行改造。然而，很少有公司或政府机构能够筹集到足够的资金

——前不久网络热传的德州大停电惨况，可能是这段话最好的注解。

BHE 有能力、有意愿对此进行投资。它也展示了伯克希尔对美国政治、经济和司法系统的信任。

因为这个项目必须跨越各州和其他司法管辖区的边界，每个州都有自己的规则和选区。

BHE 还需要与数百个土地所有者打交道，并与上游的发电机构及下游的输配电公用事业公司签订复杂的合同。

如果没有对美国政治、经济和司法系统的信任，这笔投资没有人敢于投下去。

最后巴菲特还说：“尽管西部传输项目还需要很多年才能完成，但我们今天仍在寻找其他类似规模的项目来投资。”

服。这样的人赚到钱，天经地义，理所应当。

如果这样的人没有登上地球服不服（福布斯）排行榜，那才是老天爷没开眼呢，对吧？

与 BNSF 和 BHE 同等重要的，也是媒体最喜欢拿来吸引眼球的，是伯克希尔以小股东身份，对上市公司股票所做的投资，在 2020 年末总市值约 2812 亿美元。

这类投资，对于巴菲特来说也是非常快乐的。

他说：“**成为一家好公司的非控股股东，远比 100%控股一家边缘公司更有利可图、更享受、而且工作量小得多。**”

老唐表示相当同意这句话。

2020 年末，伯克希尔前十大持仓分别为：

①苹果公司，市值 1204 亿美元，占比 42.8%；

②美国银行，市值 313 亿美元，占比 11.1%；

③可口可乐，市值 219 亿美元，占比 7.8%；

④美国运通，市值 183 亿美元，占比 6.5%；

⑤威瑞森通信公司，市值 86 亿美元，占比 3.1%、

⑥穆迪投资服务公司，市值 72 亿美元，占比 2.6%；

⑦美国合众银行，市值 69 亿美元，占比 2.5%；

⑧比亚迪，市值 59 亿美元，占比 2.1%；

⑨雪佛龙能源，市值 41 亿美元，占比 1.5%；

⑩特许通信公司，市值 34 亿美元，1.2%；

剩余的其他各种碎渣渣，合计约 530 亿美元，占比约 18.9%。

（注 1：这里的占比指占 2812 亿的比例，不是占该投资对象总股本的比例）

（注 2：按照新的会计准则，伯克希尔持有的市值 113 亿美元的 3.25 亿股卡夫亨氏股权，被要求按照联合营公司对待，按照权益法记录，不包含在投资组合里。）

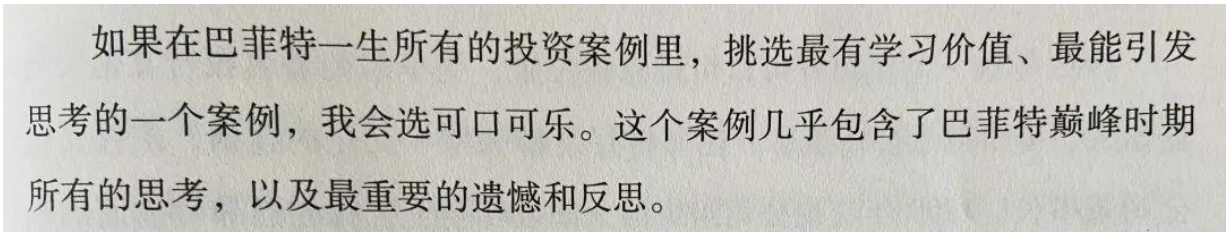
这十大持股里，有七只去年就在十大持股里的熟面孔，也有三只今年上榜的新品种：⑤⑧⑨。

熟面孔里，有 1964 年介入、1968 年清仓，1991 年再介入持有至今的美国运通。

它是巴菲特在烟蒂股时代里，懵懵懂懂地产生的优质成长股思想萌芽，对于了解巴菲特投资思想有着重大意义。

详情老唐在《巴芒演义》330~333 页已经阐述过，此处不再赘述。

熟面孔里，还有老唐认为的巴菲特一生最有学习价值、最能引发思考的可口可乐案例。



今年春节前老唐卖出茅台，在网络上产生了巨大的争议。

除了少量无知的阴谋论猜测、情绪宣泄和以流量目的的瞎扯之外，真正有价值的争论，根子上都源于对可口可乐案例的不同理解：

究竟是高估时利用市场先生的口袋？还是好企业永远不卖？

在我看来，对可口可乐案例的理解，涉及到对价值投资理念的本质认识。

套用我党喜欢的一句话，是搞清楚「举什么旗，走什么路」的问题，其价值远远大于抓住几只牛股。

建议朋友们有空的时候，一定要对《巴芒演义》266 页~296 页内容，反复阅读+反复思考。它直接挂钩你的钱包

熟面孔里的苹果，也是一个值得深入聊聊的案例。

苹果是巴菲特 2016 年才介入的。

当年巴菲特就投入了约 67.5 亿资金，购入约 6124 万股，均价约 110 美元，成为投资组合里的第五大持仓。

——苹果 2020 年 8 月实施过一拆四，故现在 125 美元股价，不计期间分红，相当于当时 110 美元的 4.5 倍出头。

2017 巴菲特加码买入，累计投入约 210 亿美元，在年底以 282 亿市值，成为投资组合里仅次于富国银行的第二大持股。

2018 年巴菲特继续买入，累计投入 360 亿，持有约 2.55 亿股，成本摊“高”至 141 美元左右。

年底，苹果以 403 亿美元的市值（收盘价 157.85 美元，获利约 12%），首次成为伯克希尔投资组合第一大持股。

2019 年是苹果的丰收年。

当年股价翻倍有余（上涨 111%），巴菲特下属某子公司账户少量抛售，持股数量变成约 2.51 亿股，总成本 353 亿。年底总市值上升至 737 亿。

2020 年，苹果再涨约 77%，一拆四后股价收于 132.76 美元（相当于分拆前的约 530 美元），巴菲特获利约 280%——另外，持股期间累计还收到大约 20 多亿美元的现金分红。

然后，巴菲特减持了近 9600 万股，持股数量从 10.03 亿股降低为略低于 9.08 亿股。

减持苹果持股及苹果剩余持股的股价上升，给伯克希尔 2020 年度带来超过 500 亿的税前利润。

伯克希尔全年与股票投资相关的税后盈利，一共就 300 多亿。

可以这么说，苹果一只股票贡献了所有的投资收益，其他持股总和收益为负值。

然而，第一重仓股涨的最好，这不就是巴神的眼光咩？

苹果，是巴菲特持续学习，不断扩大能力圈的结果，同时也是巴菲特原投资体系的延续。

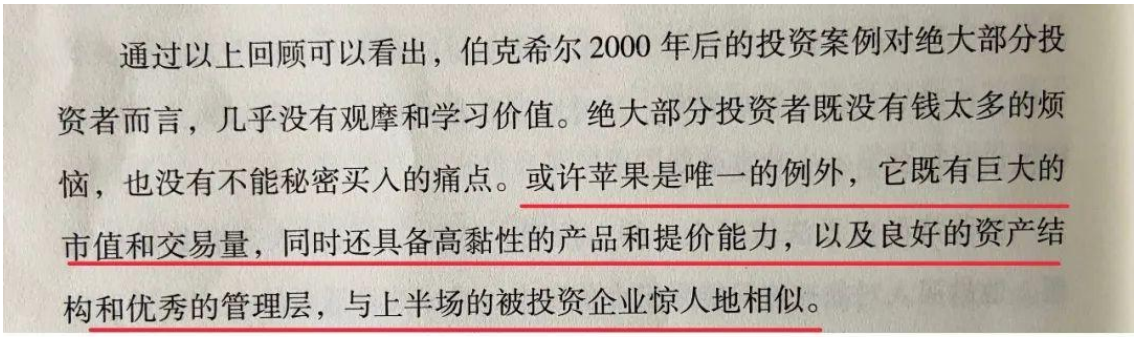
对于巴菲特来说，苹果并不是什么高科技股，它是一只具有强大黏性的消费股。

苹果硬件和软件，和吉列剃须刀、箭牌口香糖、喜诗糖果、百夫长黑金卡等产品一样，是消费者不会因为所谓的“性价比”而离开的消费品。

苹果也是过去 20 年里，唯一一个在移动互联网领域里，能够符合巴菲特从喜诗糖果（1972）到可口可乐（1998）选股标准的企业。

而且幸运地是，这家企业还足够大，可以容纳很多钱。

也正因为此，老唐在 2019 年秋天创作《巴芒演义》时，曾这样评论巴菲特最近 20 年的投资：


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。

剩余的四家熟面孔里，三家金融企业。

金融是巴菲特长期深耕的能力圈，这些股份的继续持有似乎没什么好谈论的。

倒是 2020 年手起刀落，将前后陪伴 30 年的富国银行无情斩断，令人感慨万千。

2009 年，巴菲特曾经这样吹捧过富国银行：“如果我所有的资金只能买入一家企业的股票，我会全部买成富国银行。”

然而，巴菲特在富国银行出出进进，前后三十年时间，若以总体收益衡量，其实算是一笔失败的投资。

1989 年巴菲特少量介入富国银行，1990 至 1996 年持续买入，累计投入了近 5 亿美元。

1997 年到 2002 年，陆续卖出持股的 40%左右，收回大约 15 亿美元。剩余的 60%左右股份，2002 年底市值约 25 亿美元。

这一波是大胜，不计期间分红，13 年 8 倍。

尝到甜头的巴菲特，2003 年重新开始买入。

每年都有新增投资，一直到 2016 年，累计投入 127.3 亿美元，持有富国银行 5 亿股，持股均价约 25.5 美元。

<相当于把 1997~2002 年落袋的本利合计 15 亿又全投进来，额外还增加了约 110 亿美元>

2016 年，富国银行爆出 5300 名员工参与账户造假的丑闻，震惊了整个金融界。

这可能摧毁了巴菲特对富国银行的信心。

虽然从 2017~2019 年，巴菲特在公开场合均表达了对富国银行的支持。

巴菲特用自己此前投资过的美国运通和 GEICO 举例，说它们都曾面临过很糟糕的问题，但最后都得到

了解决。

巴菲特在 2019 年 5 月的伯克希尔股东大会上，回答股东有关提问时也表示，所有大银行都有“这样或那样的问题”，自己不认为富国银行的问题比其他银行更为严重，目前仍然看好富国银行。

然而，账户是诚实的。

伯克希尔年报显示，从 2017 年开始，巴菲特就开始少量抛售富国银行股份。

2016 年底持有 5 亿股，2017 年底持有 4.83 亿股，2018 年底持有 4.49 亿股，2019 年底持有 3.46 亿股。

2020 年退出前十五大持仓，甚至可能已经清空（芒格说“巴菲特对富国银行不再抱有幻想，选择了卖出”）。

这笔投资 30 年间累计投入本金约 115 亿美元。其中约 30%在 2017~2019 年减持，约 70%在 2020 年减持。

2017~2019 年，富国银行股价在 66~43 之间波动，我们乐观假设减持均价为 60 元；2020 年在 53~20 之间波动，我们同样乐观假设减持均价为 50 元。

则整体减持均价可以乐观估算为：（60×30%+50×70%）=53 元。

53 美元的减持均价，相对于 25.5 美元的持股成本，不计期间分红，总体获利不足 110%。

作为跨度 30 年的投资，这样的总获利水平，即使加上期间分红，无疑也是一笔拉低整体回报的投资。

从这个意义上说，虽然巴菲特一直说银行股是自己的能力圈，说富国银行是全球最优秀的银行之一，但从投资结果上说，这笔投资并不成功。

当然，这个失败案例，不代表金融业不能投资。

以巴菲特前十大持股里依然健在的几家金融机构看，既有获利丰厚的美国运通（获利约 9 倍）、穆迪（获利近 28 倍），也有不算丰厚的美国银行（获利约 1 倍）、美国合众银行（获利 22%）。

或许金融行业相对复杂，即便是比较了解，也应该在优秀企业中分散投资？——申明：这不是确定的结论，只是老唐个人的朦胧猜测。

新登榜前十的企业里，有一只中国企业：比亚迪。

这笔投资在网络上争议颇大。

原因是这笔投资，无论从买入还是持有角度看，都和巴菲特一贯坚持的投资方向和理念有冲突，

而巴菲特本人，始终没有对这笔投资背后的逻辑做过明确的阐述。

好在，这不妨碍我们回顾这笔投资，并尽可能地从中汲取部分养分。

剩余的疑点只能看未来两位老人是否愿意谈论了。

2008 年 9 月，伯克希尔以每股 8 港元的价格认购 2.25 亿股比亚迪公司 H 股，交易价格总金额 18 亿港元，约 2.3 亿美元。

2007 年末，伯克希尔对上市公司的持股总市值是 750 亿美元；2008 年次贷危机暴跌后的年终持股市值是 490 亿美元。

这意味着即便忽略伯克希尔的非上市公司资产，投向比亚迪的钱，顶多也就占伯克希尔投资组合的 0.3%~0.5%。

百万账户里买 3000~5000 元的投资对象，怎么看也不是认真的或有信心的目标企业。顶多算个观察仓吧！

或者按照巴菲特的暗示，是给芒格面子，应付芒格的推荐——个人理解，不保证对。

在巴菲特买入至今，比亚迪全部的涨幅约 25 倍，就是在 2009 年和 2020 年两年里接力完成的，其他 10 年时间基本都在盘整和下跌中度过。

2009 年从 12 元起步，到 10 月最高涨到 88.4 港币（巴菲特的投资，实现了一年 10 倍），然后一路下跌，期间低点跌到 2011 年 9 月的 10.9 港币。

这个 88.4 港币的顶，直到 2020 年 9 月才重新突破。

2020 年，又是比亚迪大涨的一年。全年上涨 423.6%，使得其市值迅速膨胀，也使得比亚迪成为伯克希尔投资组合里的第八大重仓股。

整个投资过程 12.5 年 25.4 倍（未计入分红），年化约 30%。

2008 年，巴菲特买入比亚迪时，市盈率大约 10 倍出头。

2021 年 3 月 3 日，比亚迪动态市盈率 185 倍，静态市盈率 410 倍，滚动市盈率 370 倍。

对于这笔 12.5 年 25.4 倍的投资，我们同样可以将回报来源分解为三部分：

①业绩增长带来不到三倍的回报——2008 年净利润 10.2 亿，2020 年预计不到 30 亿净利润；

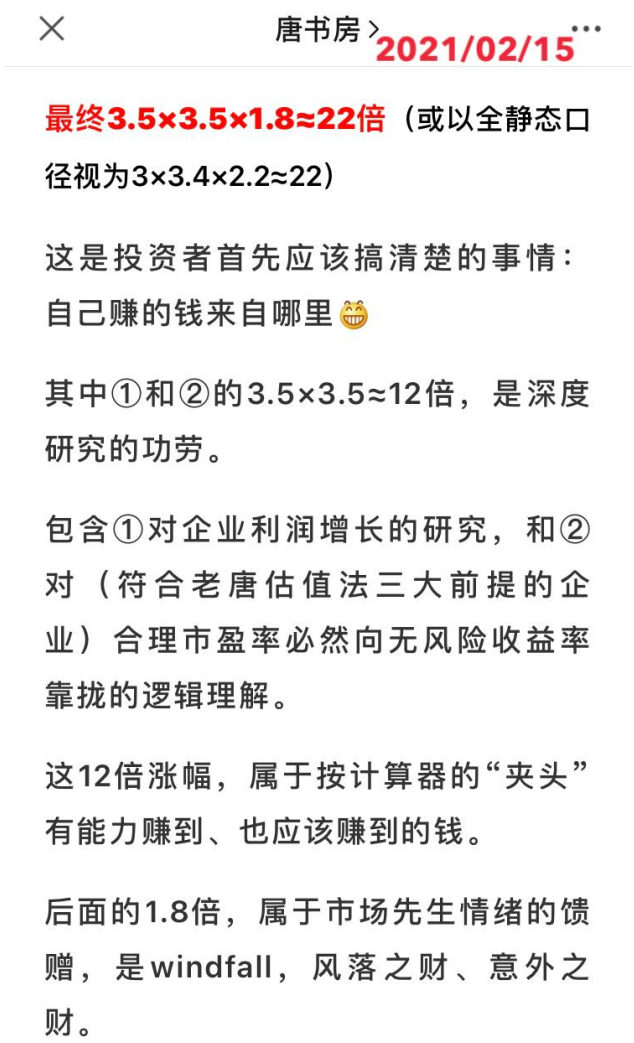
②从低估的 10 倍市盈率，回到无风险收益率对应 30 倍市盈率附近，贡献了另一个约三倍；

③以上两项带来约 9 倍回报。2020 年的市场短期情绪变化，奉献了剩余的利润：25.4/9≈2.8。

也就是说，巴菲特这笔投资，整体回报来源可以分为三份，大体是**业绩增长、低估回归、市场情绪各贡献了 1/3 的力量。**

前两者可以归为能力，后者其实只是运气。

这就和老唐分析自己的茅台 7 年 22 倍利润来源一样。



至于为啥买？为啥只买 0.5%仓位？一年十倍后为啥不卖？现在的 12 年 25 倍是预料之中的，还是预料之外的？目前 200 倍左右的市盈率下是什么支撑这巴神继续持有？……

这一系列问号，只能看未来是否有机会听老人分享了图片

<中篇完，请继续阅读下篇>

宸霄

老唐，假如说你所投资的企业，价格已经接近你的卖出位置，但还没到卖出位置，之后就醒来了幅度非常大的下跌，你是选择继续持有，看着账户的盈利变亏损，还是选择卖出呢？

唐书房

继续持有，看着账户的盈利变亏损。

饶春龙

老唐，你对现在的市场怎么看？

唐书房

不看。

寒玉

唐老大　　可能我这个请求有些不切实际　能不能提供一个唐书房文章的打包下载　　我想打印出来仔细领会　手机字太小　时间一久眼睛就不好使了

唐书房

书房本来一直有提供电子版下载的，有很多朋友都打印了（打印出来摞起来 54cm 高，重 49 斤）。只是最近不知道为什么，分享后会迅速被百度网盘封杀，估计是被识别为盗版什么的了。暂时还没有解决办法。

Garrett

请教老唐，您说到的公司是“最终接盘侠”，是指公司接什么盘？文中说老巴作为单一股东，BNSF 做了接盘侠，公司都是老巴的了，BNSF 接了什么盘？多谢！另外，苹果完美体现了老巴的投资体系，为什么他没有办法找到多几家，延续 2000 年前的回报呢？

唐书房

指公司是股东的终极利润来源。因为他没有办法或没有足够能力。

第918篇.　　2021.03.04 - 巴神2020年度致股东信精要及老唐解读（下）

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2021-03-04

第四部分：一个投资者不可能躲过的错误

今年的股东信里，巴神还分享了自己的一个错误，一个价值 110 亿美元的错误。

这项错误来自 2016 年以 372 亿美元的出价，收购的飞机零部件制造公司精密铸件公司（PCC）。

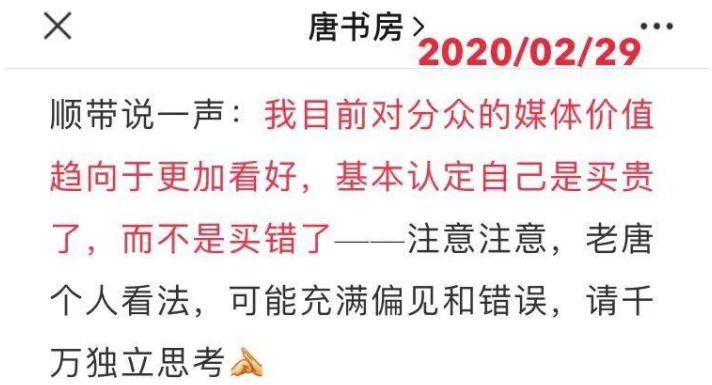
巴神坦陈今年财报资产减值 110 亿美元，主要因为自己 2016 年对 PCC 的盈利潜力过于乐观，导致出价过高。

2020 年，作为 PCC 最重要客户来源的整个航空航天业，遭遇新冠疫情打击，飞机订单大幅萎缩，PCC 盈利能力与巴菲特的预判出现很大偏差，不得不计提减值损失。

不过，直至今日，巴菲特仍认为 PCC 是一家很好的公司，其 CEO 管理亦相当出色，并相信其对 PCC 的投资未来仍有可能取得良好的回报。

——也就是说，巴菲特是认为买贵了，而不是买错了。

这就和老唐曾经对待分众的思考一样



同样是赔钱，分清楚是买错了，还是买贵了，非常重要。因为处理方法会有巨大差异。

买贵的，可以承认并忽略多付出的代价，然后重新估值，继续持有甚至买入，此时时间是投资者的朋友。

比如上面截图的分众，2020 年 2 月 29 日至今刚好一年，股价其实已经出现了翻倍涨幅。

而我曾经有过一个买错的案例，是 2011 年的苏宁电器。

当时好像是略高于 10%的仓位（记忆模糊了，但应该不会差太多），持有一年左右。

最终发现自己买错了，亏损 16%斩仓离场。

现在回看，十年前买错的企业，若坚持所谓“长期投资”至今，依然亏损。此时时间成了投资者的敌人。

小小凡尔赛：之所以引用十年之前的案例，是因为自 2012 年至今，老唐运气好，屈指可数的几次亏损，均是千元级，无法拿出来谈

第五部分：一个容易被忽略的理念秘诀。

今年的致股东信里，有一段话，绝大多数媒体都没有给予关注。

但这段话非常重要，其中蕴藏着投资的底层秘诀。

巴菲特在信中说：

持有股票在很大程度上是一个“正和博弈”。

事实上，一只耐心且头脑冷静的猴子，通过向标普 500 的上市公司投 50 个飞镖来构建投资组合，只要它不受诱惑改变原来的“选择”，随着时间的推移，它也会享受到股息收入和资本利得收入。

生产性资产，如农场、房地产，当然还有企业股权，都能产生财富——大量的财富。

大多数拥有这些资产的人都会得到回报。所需要的只是时间的流逝、内心的平静、充足的多元化以及交易和费用的最小化。

这段话背后的含义，老唐在书房里也曾经多次谈论过。

投资回报的根本来源，其实就是：

「持有股票在很大程度上是一个“正和博弈”。生产性资产，如农场、房地产，当然还有企业股权，都能产生财富——大量的财富。大多数拥有这些资产的人都会得到回报。」

不去参与博弈，仅仅长期持有股权，就能够获得远超理财、信托、债券等类现金资产的回报率。

这是因为股权代表的是企业所有权，而企业作为一个利润最大化组织，在人类生产力不断提升的历史长河中，必然会从生产力的提升中，获取回报。

且数据和逻辑均可以证明这些回报，会远高于类现金资产及无生产力资产。

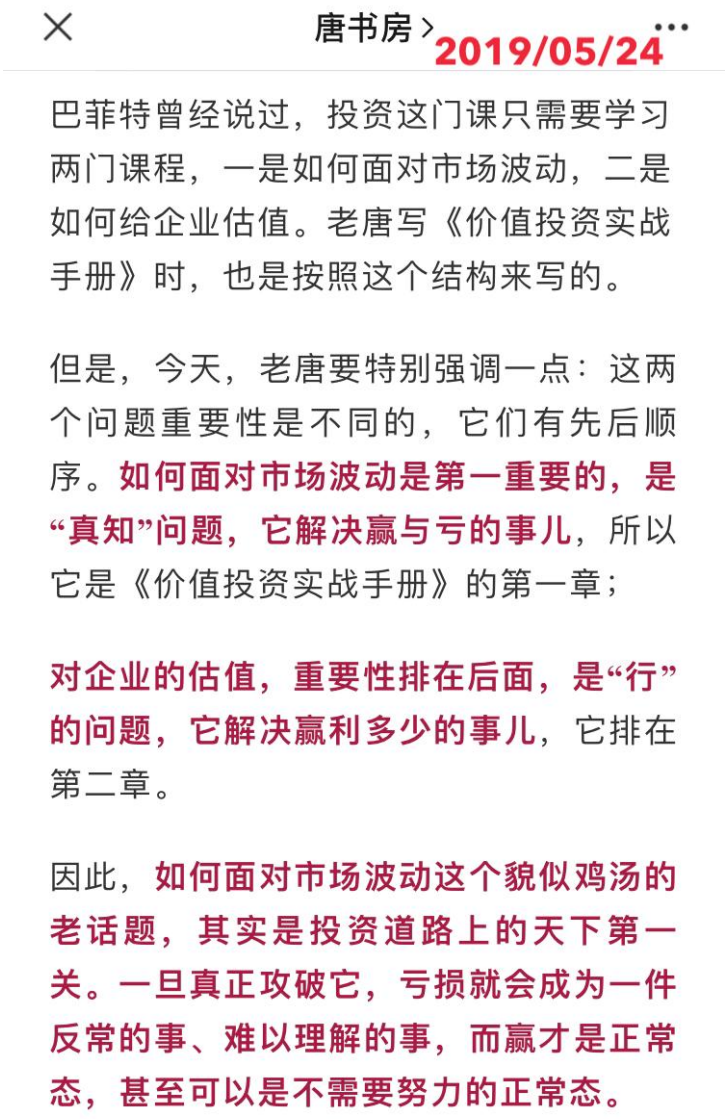
——这是《价值投资实战手册》用了非常大篇幅去阐述的投资底层逻辑。

今天，巴菲特又用了一个非常有冲击力的例子：

哪怕是一只猴子，通过向标普 500 的上市公司投 50 个飞镖来构建投资组合，只要它不受诱惑改变原来的“选择”，随着时间的推移，它也会享受到股息收入和资本利得收入。

巴菲特用这只猴子为例，是想告诉大家：**阻碍投资者赚钱的天下第一难关，并不是选股，并不是估值，而是如何隔离市场情绪波动的诱惑。**

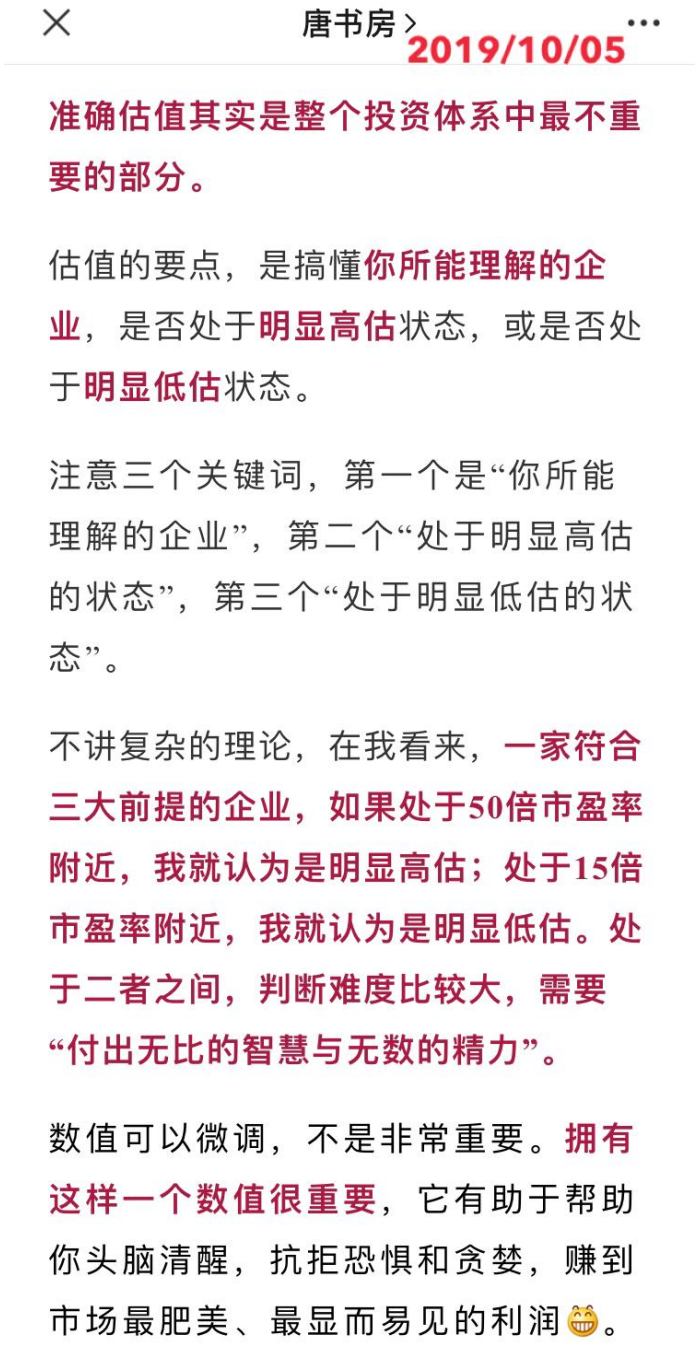
这和老唐曾经多次给朋友们熬制的鸡汤。是一样一样的



很多朋友自认接受价值投资理念，但实践中又常常困惑于对企业净利润的推测及对企业的估值，认为要准确计算出上述数据，才算是掌握了“价值投资”。

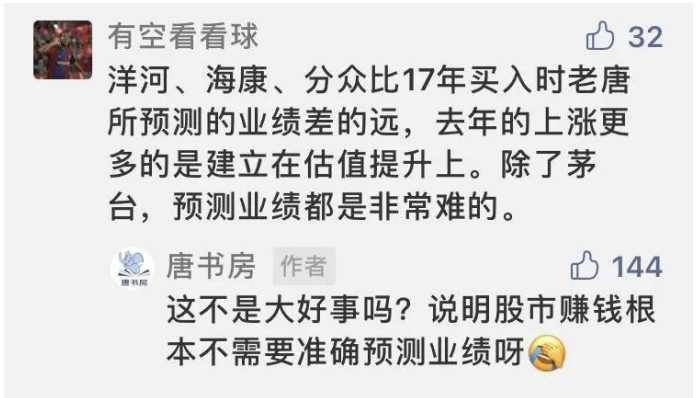
其实这是个误区。

老唐在 2019 年的《至简三斧》一文里，特意谈到：**对企业的估值是**价值投资体系认知三板斧和行为三板斧里**「最不重要的部分」**。



我们拥有这个一个数值，其主要价值是对抗市场波动对自身情绪的影响，保证自己成为那只「耐心且头脑冷静的猴子」，而不是成为智慧超人的先知。

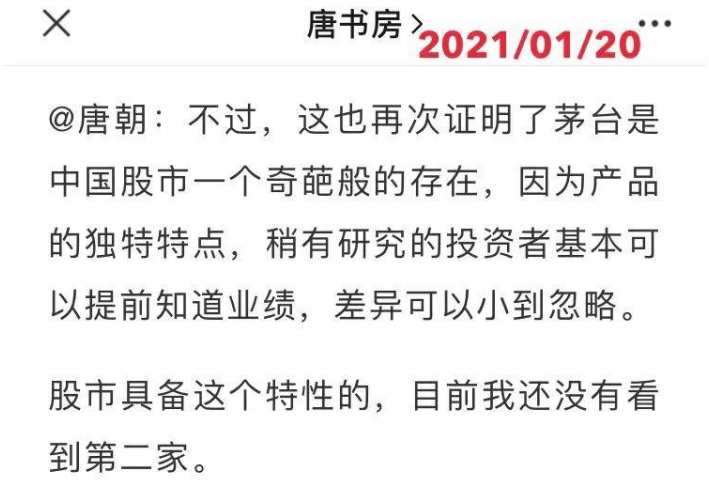
刚好周六的周记下面，有位朋友提了这个一个问题：



可以说，这是一种对价值投资的常见误解。

没错，意图像预测茅台那样近于精准地预测其他企业几年后的业绩，确实相当困难。

但这只是因为茅台是个股市奇葩，整个市场里我至今尚未发现第二家



那么，难道做不到这样，就不能做价值投资了吗？

显然并不是如此。价值投资体系如果这样去要求，那全球可能也找不出几只可以投资的股票。

拿老唐对洋河的业绩预测来说，我 2018 年底曾经预测过 2021 年的业绩可能是 150 亿±10%。结果呢？

2019 年爆出渠道积压，2020 年遭遇新冠疫情，2021 年疫情未消。

直接结果就是，对 2021 年的业绩预测不断修正，目前已经降低为 90 亿左右了，**仅有 2018 年预测底线值的 2/3**——依然被很多人质疑偏高。

质疑的有道理吗？有，非常有道理。

然而，一个铁的事实是：2018 年底至今，洋河股价翻倍有余

业绩预测只对了底线的 2/3，偏差可谓相当大。

股价两年出头翻倍，年化收益率高达 36%（按照 2.25 年计算）。

赚钱的原因是什么？

正如上面截图的那位朋友发出的质疑，是赚了市盈率的钱。

那么，价值投资者为什么就不能赚市盈率的钱呢？业绩预测比下限低了 1/3，市盈率比预测的上限高出 1/3，有什么不妥呢？

不要寄希望于企业和市场一定按照我们划的线走，那是将自己按照神的标准去要求了，徒增烦恼

让我们重读《至简三斧》的这段话



如果我们能明白，业绩预测只是为了给自己一个固定的锚，用以对抗市场的无时无刻存在的干扰，而不是为了展示自己能测准企业的英明神武。事情瞬间就简单了。

怎么个简单法呢？大不了我们就是巴菲特口中那个冷静而没有任何企业分析能力的猴子呗！

成为一只能赚钱的猴子，不丢人。

在这个基础上慢慢学习，慢慢进化，总有一天，我们也会“从猿进化成人”的。

即便没有完成进化，一辈子都做一只快乐的、能持续赚到钱的猴子，我觉着也挺好

第六部分：其他

致股东信还有几项有价值的内容。巴菲特表述的比较直白，加上老唐的解读已经太长了，就简单记录，不再展开了。

①现阶段债券并不是个好的投资方向。

你能相信最近 10 年期美国国债的收益率（2020 年末收益率仅为 0.93%）比 1981 年 9 月的 15.8%下降了 94%吗？

在一些主要大国，如德国和日本，投资者从数万亿美元的主权债务中获得的回报为负。全世界的债券投资者——无论是养老基金、保险资管还是退休金——都面临着惨淡的未来。

这个没啥好解释的，巴神的意思很清楚：当前的债券不是好的投资方向。

不过，老唐要重提前几天刚聊过的一个话题：

美国十年期国债利率是美国股市的估值中枢，其利率在春节后首次升破 1.5%（最近的高点是 2 月 25 日的 1.537%，今天约 1.49%），对美国股市估值中枢构成向下的压力。

同样，中国十年期国债利率也在攀升，目前已经达到 3.28%以上。

前天，银保监会主席郭树清在新闻发布会上，明确说“我估计我们贷款的利率也会有回升”，这也是我国股市估值中枢的下行压力。

②不要忘记了透视盈余。

评估伯克希尔的价值，不要忘记了伯克希尔持有的很多公司的少量股份（计入其他权益工具投资，变成一把离别钩），这些企业每年盈利中，没有拿出来分红的部分，一样给伯克希尔创造价值。

虽然它们永远不会体现在利润表上——参看《手把手教你读财报：新准则升级版》133 页。

分析腾讯价值的时候，也一样需要注意这个问题。

③注意不要被并购活动中的价格把戏欺骗。

伯克希尔是一家拥有很多互不相关业务的联合控股公司，这个标签现在有一些负面含义。

联合控股公司常常收购其他公司或其他业务。然而，这种战略面临两个主要问题：

第一个问题是无法解决的：大多数真正伟大的企业并不想卖身任何人。

因此渴望并购的联合控股公司，只能聚焦在一些缺乏核心竞争优势的公司上。

而且当联合控股公司一头扎进平庸企业的并购中时，往往需要支付惊人的溢价。

有想法的联合控股公司想出了解决方法：他们先大幅推高自身股价，然后用股票替代货币去完成高价收购。

通常，推高股票估值的方法包括营销手段，和某些财报操纵手段。

通常这只是一些骗人的小把戏，严重时会构成欺诈。

它们一般都是「我用两只价值 5000 美元的猫，买你价值 10000 美元的狗」的把戏，两边的标价都是注水的。

当这些手段得逞后，联合控股公司能将自己的股票价格，推高到 3 倍于自身商业价值，再用来收购股价 2 倍于价值标价的公司。

这种假象可以持续相当长的时间。

华尔街要从交易中抽佣，媒体也喜欢公司提供的五彩纷呈的故事。

有时候一家公司高涨的股价本身，就可被用来自证其“价值”的真实性。

作为投资者，对于这种用股票并购推动营收和利润增长的游戏，需要提高警惕。

④永远不要做空美国。

今天，在世界各地有许多人锻造了类似的奇迹，创造了惠及全人类的广泛繁荣。

然而，在过去短暂的 232 年历史中，还没有一个像美国这样释放人类潜能的孵化器。

尽管有一些严重的中断，美国的经济发展还是令人惊叹的。

除此之外，我们仍保留宪法所赋予我们的成为“一个更完美的联邦”的希望。在这方面的进展一直是缓慢的、不均衡的，而且常常令人沮丧的。

然而，我们已经向前迈进，并将继续这样做。我们始终坚持的结论是：永远不要做空美国。

老唐备注：有些媒体或有意或无意地，将这段话曲解为「永远不要做空自己的祖国」。

这是完全不同的意思。敏感，不多解释

（全文完）

Meng

唐老师，为何我们（包括香港）老是喜欢打压股市，一涨起来就打压。很少看到美国打压股市

唐书房

我们（包括香港）并不’’喜欢打压股市’’，如果有打压的时候，一般都是监管层慈父之心作祟，总体上是为了避免你的损失。

心

连巴菲特最近 20 年的投资收益都这么低，我忽然觉得买股票的难度真的很大，或许还真不如投资指

数基金。唐老师，您怎么看？

唐书房

很有可能

朱勇

整夜没睡，认真读完了上中下以及留言和回答。谢谢老唐！第一次留言

唐书房

整夜没睡？这样要不得，健康是最重要的投资

第919篇.　　2021.03.06 - 我眼中的《巴芒演义》--by@叫我易安大人

叫我易安大人　唐书房　2021-03-06

如果给你 6000 亿元人民币，但需要一辈子过巴菲特那样的生活，你愿意么？

可能你会想，这是什么神经问题，那还能有不愿意的么？

这可是 6000 亿元人民币，可以做中国首富，超过我国双马财富总和的资产值，何况巴菲特本人更是万人敬仰的一代价值投资宗师，妥妥的名利双收，人生赢家。不愿意大概是脑子瓦特了！

那如果我告诉你巴菲特的生活是这样的：

“只为活着”的花销：

没有豪车豪宅，1958 年买下的 3.15 万美元的普通中产档次的房子，住到现在。

车子是 2014 年在女儿“开破车让人尴尬”的抗议下才换的。

吃穿方面更是不注重了，可能还不如正在看这篇读后感的你。至少你应该没有过把衣服穿到只要家里有人洗衣服，就把你抓住，被勒令换下衣服的经历吧

“只有财报”的生活：

其实不应该说“只有财报”的生活，而是几乎没有生活。

脑袋里除了阅读、公司、数据，便关注不到其他了。最终老婆出轨，二儿一女都没能读完大学。

被唐朝先生在书中再贴切不过地形容为“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”。

要命的是这金砖在身故后几乎全部要被捐赠出去。

看到这里，你还愿意收下这 6000 亿元巨资嘛？

这个问题其实就是唐朝先生在最新力作《巴芒演义》中对大家的灵魂一问。

许多书籍中对投资大师们的描写大都是神化、标签化、简单化、碎片化，而唐朝先生却以巴菲特与查理·芒格为轴心，串联起近一个世纪的伟大投资家们，展现了美国百年价值投资进化史。

投资大家们的故事不再是散落的碎片，投资大师们的思想亦不再与他们所处的时代割裂。

通过他们的投资实例、投资理念演化，可以完全解答你诸如“为什么师从格雷厄姆，爱好捡“烟屁股”的巴菲特逐步转而投向芒格、费雪式的陪伴好公司成长的怀抱”；

“为什么巴菲特近几年的投资收益跑不赢标普 500，难道真的是“股神已老”么？”；

“投资到底要不要关注、精通宏观经济”等等令你好奇、令你矛盾、令你迷茫的问题。

贴心儒雅的老唐甚至总结出四条可以复制的价值投资之路，助你快乐地行走在价值投资的康庄大道上。

虽说这是一本以章回体小说形式写就的严肃投资史，但如果你以为只能从中读到投资故事、习得投资能力，那你就还是过于稚嫩天真了。

这绝对是一本千人千面，360 度，无论从哪个角度切入都有其深度的佳作。

一、从《巴芒演义》中探寻完美人生

男神芒格曾说：“只有投资的人生是失败的。”要我说，“只有”后面改成任何名词这句话都是成立的。

我承认像巴菲特那样对某个领域有着纯粹追求的人生也很酷。

但我相信对于包括我在内的绝大多数普通人来说，芒格那样财富、事业、家庭、友情完美平衡的人生才是幸福快乐的源动力。

论事业，芒格早年创立的“MT 律师事务所”至今仍被评价为“傲视群雄，是全美最好的事务所”。

一直以来，芒格都是事务所的精神领袖，即便在芒格不做律师 50 多年后，事务所仍保留芒格的冠名和私人办公室。

而后他又成了众所周知的伯克希尔副主席，从巴菲特对芒格“全部符合我特殊要求的人只有一个，他就是查理”，“我对他的感激无以言表”等至高评价来看芒格的事业始终如一地卓越。

最令我钦佩的是，芒格是一名“指挥型、服从型、总是平等协作”兼具的合伙人。

在人们都无法相信他会突然变成沃伦的服从型合伙人时，他却说：“我并没有妄自尊大，对此无法接受。……人们应该学会扮演各种角色”。足以窥其胸襟之宽广。（此处省略一万字彩虹屁）

芒格有着与巴菲特完全不同的财富观。

芒格兴趣广泛，爱护家人，这导致他经常卖出伯克希尔的股票做自己喜欢的事情，给家庭创造许多生活的乐趣。

对于妻子，“自己独自出行就订经济舱，妻子陪同出行就要求助理退票开私人飞机”的霸总故事是最广为流传的。

除此之外，诸如“我想你要是在为心爱的女人购买珠宝，你可能就不会计较花了多少钱”的浪漫情话也是不离口的。

巴菲特曾言：“如果我是婚姻介绍所的人，我可不愿意查理成为我的客户”。

对于孩子，他方方面面都参与其中。在餐桌上给孩子们讲德育故事，他讲的故事非常极端，每次孩子们听完通常会一边尖叫一边大笑。

让孩子们从一个个悲惨故事中吸取各种各样的教训，用他女儿温蒂的话来讲“他用他独特的讲故事方式来让我们继续和天使站在一边”。

他的继子哈尔甚至都说：“查理除了没有生我之外，从任何方面都可以称为我的父亲。我今天我之所以是我，他的贡献最大。”

除了责任，经济上更是没穷过孩子，即便是手头并不宽裕的时期。

芒格早早地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。

对于自己的兴趣、慈善更是不吝惜钱财，甚至就因为喜欢《影响力》一书，直接送了作者 1 股伯克希尔股票。

（插播下，《影响力》确实好书，是实用的心理学、营销学工具书，但又没有一般工具书的晦涩无聊，作者超级毒舌，暗搓搓地吐槽总是令我捧腹。）

无疑，他的财富观让他收获了许多乐趣与爱。

一件令我震撼且印象深刻的小事：芒格带着全家去度假，车子是借的朋友的，当时他正争分夺秒地让全家能赶得上飞机，但他中途还是绕了十分钟的路去加油站，而车子油箱里其实还有半箱油。

孩子非常吃惊，他教导孩子：“你要是借了别人的车，别忘了加满油再还给人家。”这件事让后来的小查理也收获了属于自己的友谊。

显然，没有人能够拒绝这样周全的朋友，那么芒格会拥有广泛到令人咋舌的人脉资源也没什么奇怪的了。

事实上伯克希尔不少著名投资案例都有芒格人脉资源的助力才得以成功实施。

芒格现在的晚年生活也同样令人艳羡，他给出晚年幸福的建议是“晚年的最佳保护铠甲是一段在它之前被悉心度过的生活”。

我们或许并不能做的像他那样好，但至少他为我们提供了指引与希望，每向他靠近一分就离幸福近那么一点。

我深以为本书《巴芒演义》的作者唐朝先生是中国版查理·芒格，以热爱的阅读为第一事业，投资为副业，家庭美满幸福，用自己的工匠精神传授价值投资，被著名投资人扬天南准确评价为“事了拂衣去，深藏功与名”的投资界侠客。

二、最终还是请选择成为善良的人

杰拉德·蔡，中文名蔡志勇。他曾是震撼华尔街的神秘东方面孔，被华尔街广泛传颂的“来自东方的金融魔术师”。

他管理的富达基金成绩斐然，1959 年、1960 年、1961 年投资收益率都超过 50%，远远甩出同期道琼斯指数涨幅以及巴菲特同期收益。

他买的股票，会被竞相跟买；他卖的股票，同样被竞相抛售，他自己就是“股价本身”！

到 1965 年，蔡志勇管理的富达基金规模突破 10 亿美元，而当时巴菲特管理的资金总额仅约为 3700 万美元。

后来，蔡志勇宣布加盟美国铝罐公司，现任美国总统特朗普更是以行动证明其对蔡志勇的欣赏，大举买入了美国铝罐股票，特朗普押杰拉德·蔡赢。

而蔡志勇也是不负众望，展现了其天才的并购天赋，收购了不少盈利颇佳的公司，帮助铝罐公司成功转型。

1984 年，美国铝罐公司净利润突破 1 亿美元，其中过半来源于蔡志勇收购和整合的金融部门。

看到这里，你或许会感叹这真是一位传奇人物。

是的，从某种角度来说，他的确传奇，毕竟华尔街对其从“来自东方的金融魔术师”到“杰拉德·蔡拥有独一无二的低买、高卖，然后让别人承担麻烦的能力”这样惊天逆转的评价确实少有人可以完成。

他管理富达基金时，总是将募集到的资金砸进几只被普遍认为过于投机和冒险，不适合基金投资的股

票上。

他不屑规避风险，他知道投资者不会因为基金经理号称规避了风险而付费，只会因为高回报而大方支付管理费，新资金才会大量涌入。

得益于美国的牛市，但刺破泡沫的那根针总会来临，蔡志勇的魔力也随之消失，他后来管理的曼哈顿基金在 1968 年排行全美倒数第六。

1987 年 10 月 19 日，他加盟的铝罐公司（当时已改名为“普瑞马瑞卡金融服务公司”）随着牛市的再一次接近尾声，道琼斯指数的再次暴跌，公司股价也一路跌至 22 美元以下，蔡志勇日子愈发难捱。

事实一再地证明，所谓魔术不过是蔡志勇两次做了“风口上的猪”。

由于他总是精于把烂摊子高价卖给“接盘侠”，最终人品耗尽，让自己的事业只剩“退休”一个选择。

退休后的他，生活同样“精彩纷呈”，在与第四任妻子的官司中离世。

再来看看曾被蔡志勇“甩下”的巴菲特吧。

在蔡志勇卖掉他亏损严重，规模不断缩水的曼哈顿基金的第二年，巴菲特也宣布解散了他的基金。

他卖掉了除多元零售、蓝筹印花以及伯克希尔以外的所有股票。最终手头大约 5600 万的现金，与三只给出合理估值的股票，明明白白地摆在台面上让其他基金持有人优先选择。

巴菲特期望别人拿走现金，给他留下股票，但他仍然诚实的告诉合伙人：伯克希尔与多元零售是值得长期持有的资产，他们的内在价值会在未来实现巨大的增长。

对于拿了现金决定自己管理财富的，巴菲特给出了专业建议。对于想要寻找新管理人的，巴菲特也分别为他们介绍了合适的基金管理者。

甚至对于一些合伙人打算自己选择基金管理人的，巴菲特还会抽出时间与目标管理人会面，帮忙“面试”把关。

结果“面试”到了后来让拉斯维加斯各大赌场闻风丧胆，赌场老板们亲自出马聚在一起商量要干掉或打断他双腿的“赌神”——爱德华·索普，一个被人们称为“战胜一切市场的男人”。

因自身的“善良”、优秀吸引了大量与自己具备相同属性的人，这些人又反作用于助推自己成为更好的人，再吸引更优秀的伙伴，从而形成“滚雪球”效应。

今时今日的巴菲特，用“反超”一词已远不能形容其与起点更高的蔡志勇之间的差距，无论是财富值还是影响力，这被老唐称作“善良的复利”！

每个人脑海中或许都有“天使”与“恶魔”在打架，也许仍会有人觉得无论如何蔡志勇还是个富有的“恶人”。

但“善良”之所以可贵，不是因为人们生来“圣母”，而是能够一次次地逆反“利己”本性，击败“恶魔”，最终还是选择成为善良的人。

能力会让你达到巅峰，但只有品德才能让你留在那里！

三、投资中的误解

《巴芒演义》毕竟是本投资力作，还是想拉回来掰扯掰扯。

“股市投资”就是争议本身，世人向来对其误解颇深，却仍想不自量力地抓取其中几个典型为其正名。

1. 在投资中极端“迷人”的内幕消息

书中有这样两则小故事：

在一次巴鲁克（美国战时工业局局长，历任 6 届美国总统顾问的政客；华尔街投机大师）的家庭聚会中，一位迷人的女亲戚，眼泪婆娑地向其哭诉在联合煤气公司股票上赔了很多钱，

而她买入这只股票是因为几周前的一次家宴中，偶然偷听到巴鲁克在电话里和别人说：“联合煤气。对，对，挺好，挺好。对，对，好的。”

令巴鲁克哭笑不得，他不过是在派人调查联合煤气公司的一些利空后，在电话里对调查员的工作结果表示肯定和满意而已，结果就被亲戚当作内幕消息买入。

巴菲特与其老师“价值投资教父”格雷厄姆关于内幕消息有不同的见解。

在格雷厄姆看来：获取内幕消息的欺诈行为，哪怕不违法也不能做。投资者应该将自己定位为一个外部人，和公司管理层保持距离。如果有问题可以通过公开方式了解，不能私下接触，否则对其他投资者不公平。

这里还有一则近期中国股市发生的实例：

几个月前，某只做汽车配件的公司，接到了特斯拉的订单，要成为它的供应商。

由于当时特斯拉刚造了上海的超级工厂，“特斯拉”概念甚为火热。果不其然，消息一出，股价应声大涨，足足涨了 3 倍多。

巧的是，近期又有一只做汽车配件公司的股票，也公布消息自己也成为了特斯拉的供应商。

市场一看，熟悉的配方，原来的姿势……呵呵，股价只涨了两天后就萎了。

现在你是巴鲁克女亲戚的朋友，她偷偷告诉你，她在家庭聚会上听到了巴鲁克对联合煤气公司股票的大力赞扬，我想你很难不心动买入。

毕竟这可是巴鲁克亲戚在家庭聚会上亲耳所闻，照道理，这个内幕应该够真、够硬核。

我想这就是大多数人现实版的所谓“独家内幕”，甚至我们听到的是被传得更变形的版本。

到头来令你血脉喷张、头晕目眩的“女亲戚内幕”也许不过是你的自嗨。

而格雷厄姆的表述则更直白，但其傲人的投资回报、在投资界的地位足以证明其言非虚，投资成功不必非得靠内幕消息。

注意，我不是在完全否认内幕消息的作用，一个关键且可靠的内幕消息或许确实有用，但也仅仅是或许。

归根结底，股价是一个多因素共同作用形成的结果，单个信息不足以对股价造成决定性影响。

就像发生在我们身边的这个实例，同样的信息，你要是在第一只股票上获取了内幕消息，提前埋伏进去，那你牙估计要没了。

但要是获取的是第二只股票的内幕消息，埋伏进去，你可能又要百思不得其解了，明明“女亲戚”亲口对我说……

2.投资基于对宏观经济的掌握

首先，恕我直言，“掌握宏观经济”大概是你对自己有什么误解。

宏观经济还是微观企业是从诺奖得主、投资大师到普通投资者均激辩不休的话题。

十分应景的是，今年遇上“疫情”，当时股价暴跌，我就与主管辩过这个话题。

他认为所有的企业的都处于宏观经济影响之下，覆巢之下安有完卵，这样的局势自然应当观察为主。

而我以为宏观经济是我所不能及之事，人理应去抓自己有可能抓住的影响因素，即企业本身。

当然最终结果是互相说服不了彼此，而唐师书中对宏观经济学泰斗凯恩斯投资经历的还原让我对这个辩题有了更为清晰的认知。

凯恩斯，宏观经济学理论的创立者、当时全球经济数据掌握最全面、对国际形势最敏感的经济学家。

直至今日，“凯恩斯主义”仍是包括我们中国在内的不少国家调控经济手段的理论来源。

他对做投资管理有着强烈的执念，他认为凭他掌握的宏观经济知识，从投资中赚钱应当是如此简单且有趣的事，毕竟对手只是一群受限于学识和判断力的无知群众。

凯恩斯的投机生涯于 1914 年开始，期初的 4000 英镑在 1940 年 4 月达到 1.4 万英镑的高峰。转眼到 5 月，就将账户亏成了负数。

不屈不挠的凯恩斯，又从 AD 信托投资公司开启了二次投机生涯，在经历 1922——1927 年的大赚后，伴随着 1929 年股市大崩溃的来临，AD 信托投资公司直接破产，个人失去了超过 80%的财产。

经历两次大起大落的凯恩斯，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。

摒弃了旧观念的凯恩斯从 1932 年开始持续获得良好回报。

1936 年，凯恩斯在《通用》序言里写下“困难不在于想出新注意，而在于摆脱旧观念”。当然这句名言的智慧不仅限于投资领域，共勉之。

以己之才疏学浅其实无法完全解释为何靠“掌握宏观经济”赚钱的路无法走通，但私以为“股价是多因素共同作用的结果”或许是原因之一。

即便是看起来举足轻重的“宏观经济”也不过是股价形成的众多因素之一，几亿股民的心理活动、市场利率水平、公司基本面、公司消息面等等都会对股价走势造成影响。

更何况，就如股神所言：“可以肯定的是，未来一定会遇到糟糕的年份……但一样会遇到一些好的异常的年份……”

宏观因素对短期股价的影响无可辩驳，但长期而言，从概率论来说像这样的随机偶然事件会相互对冲，最终毫无影响。

3.……

男神芒格在育儿方面，从未命令孩子要这样做，或者不要那样做。

他只是向孩子们描绘人在做了正确的选择之后会获得怎样幸福的人生，而做了错误的选择后又过上了怎样悲惨的人生，再辅以以身作则，就成功地为孩子树立起了正向的人生观、价值观。

唐朝先生所著的《巴芒演义》有异曲同工之妙。

唐师并未用生硬的理论告诉我们投资应该这样做，或者不应该那样做，只是以笔为桥梁，携读者漫步了百年华尔街，“亲历”了投资大师们的过往，就让读者拨开迷雾，寻找到了属于自己的价值投资之路。

编辑于 2020-05-13

第920篇.　　2021.03.06 - 老唐实盘周记2021/03/06

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2021-03-06

本周交易

周一开盘，以均价 10.8 元买入约 2%的陕西煤业，资金来自 1.53 元卖出 2%的恒生 ETF。

当前持仓

目前持仓腾讯 25%，洋河 17%，古井 B6%，分众 4%，茅台 3%，海康 2%，陕西煤业 2%，恒生 ETF40%。

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	54492	679.00	20.39%
洋河股份	17%	3850±10%	<1925	4700	2711	179.91	-23.76%
古井贡B	6%	770±10%	<385	900	434	103.00	-4.62%
分众传媒	4%	……	<700	1980	1551	10.57	7.09%
贵州茅台	3%	24000±10%	<12000	……	25879	2060.11	3.11%
海康威视	2%	4840±10%	<2420	6960	5438	58.20	19.98%
陕西煤业	2%		有数据，	下周披露。	1106	11.06	18.42%
恒生ETF	40%	现金替代品				1.520	6.22%
沪深300						5262.80	0.99%
上证指数						3501.99	0.83%
2021/3/6			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8365	

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	24%	66000±10%	<33000	72500	53009	662.50	17.46%
洋河股份	18%	3850±10%	<1925	4700	2848	189.00	-19.91%
古井贡B	6%	770±10%	<385	900	432	102.90	-4.71%
分众传媒	4%	……	<700	1980	1607	10.95	10.94%
贵州茅台	3%	24000±10%	<12000	……	26666	2122.78	6.25%
海康威视	2%	4840±10%	<2420	6960	5191	55.56	14.53%
恒生ETF	42%					1.515	5.87%
沪深300						5336.76	2.41%
上证指数						3509.08	1.04%
2021/2/27			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8340	

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；

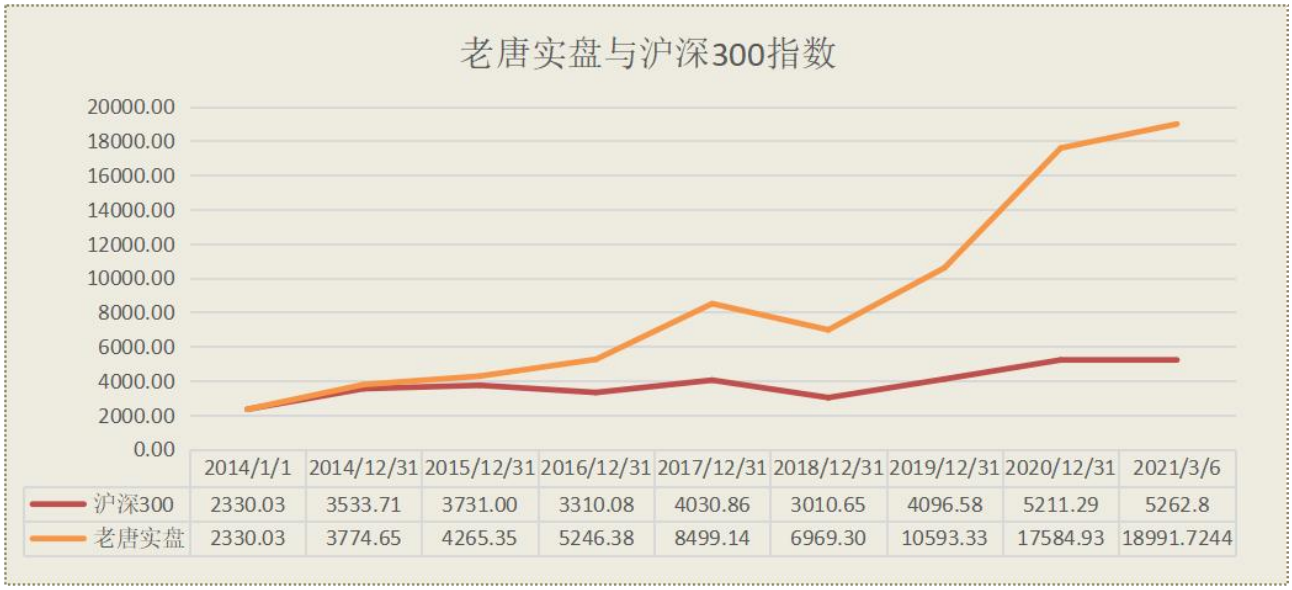
②仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2021 年内收益 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%，66%，8%（均不含新股中签收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 815。以 7.18 年折算，年化收益率约 33.9%。



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/3/6
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	5211.29	5262.8
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	17584.93	18991.7244

重要事项

1.再次提醒大家远离杠杆

本周对于老唐实盘来说平静如水。

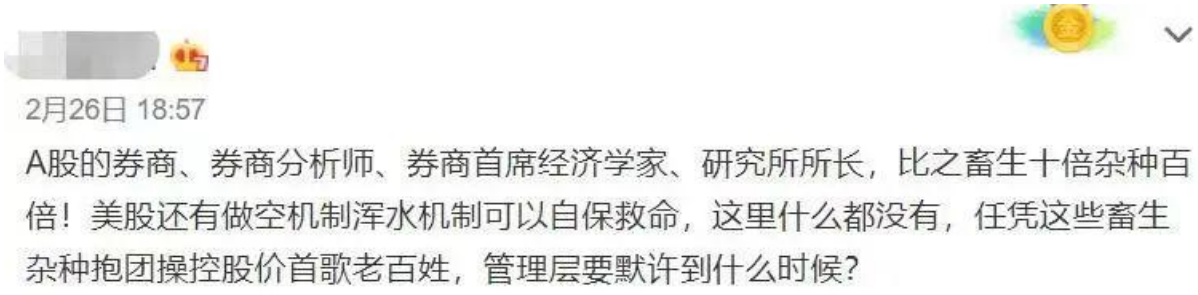
75%仓位持股上涨，25%仓位持股下跌，总体对冲后，周波动为 0，实盘市值和上周末持平。

但对于市场而言，已经是惊涛骇浪、凶险万分了。

听说许多论坛上，已经出现了爆仓帖，要死要活的更是多如牛毛。

基金界不仅有年前的爱豆，眨眼变成粉丝口中的某狗

也有基金经理公开道歉，原因是将刚刚募集的 8 亿多资金，在短短 12 个交易日里亏掉约 1.5 亿（估计是全仓押中某高估行业了）……



曾经被奉为大神的精英们，转眼间变成了某些人嘴里的畜生和杂种

这一切的乱象，其实都来自人性永远不变地在贪婪和恐惧之间转换。

书房也不例外。

虽然老唐从不宣传公众号，从不去其他平台活动，甚至书房文章连公众号最常见的“求关注，求转发，求点赞”提示也没有。

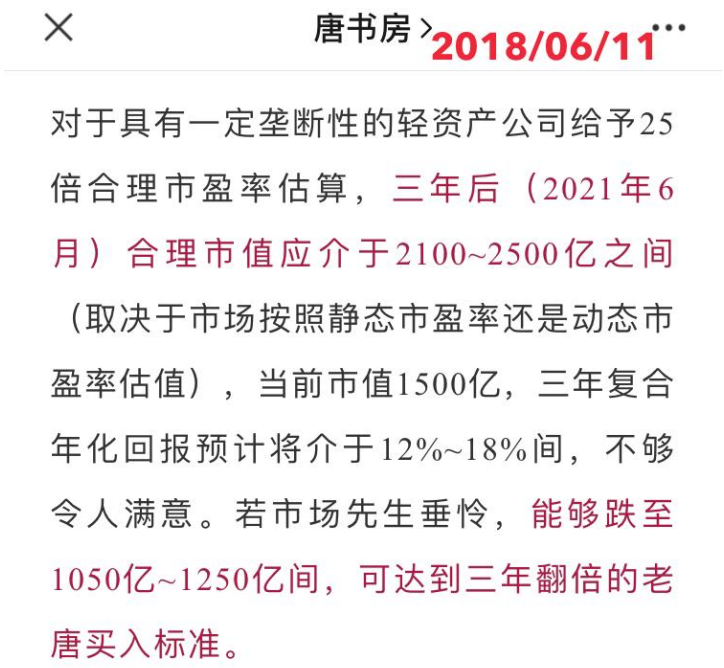
但架不住网络口水热议，最近也是吸引了大量的新朋友关注。

新朋友大部分是被老唐年前高点卖出茅台勾引来的，也有少部分是冲着所谓老唐概念股噱头来的。

此时的网络，已经全然忘记了老唐的黑历史：

就是这个傻叉老唐，曾经将分众传媒 2021 年合理估值看到 2100~2500 亿，并在 10.38 就开始介入分

众，后来股价最低曾跌至 3.85 元。



白屏红字为证（今天市值才 1550 亿），简直乌漆嘛黑。

互联网有记忆，我们也要有记忆，千万不要只见贼吃肉，不见贼挨打

无论当时被骂成傻叉，还是今天被捧为大神，老唐本身没有发生任何变化。

今日所谓的精准逃顶神奇抄底，和曾经的腰斩膝斩脚踝斩，其实是同一套体系下做出的决策。

如果你是被所谓的精准逃顶，或老唐概念股吸引来书房的，不是坏事。

骄傲的说，对于大多数人而言，这可能都是人生旅途中非常重要的一次偶遇。

但来到书房后，若「只」关注作业，「只」关注代码，「只」关注抄底逃顶，那就可能成为人生最大的损失之一。

真正理解逻辑，理解理念体系，理解为什么买、为什么卖、为什么不买不卖，你才可能真正长期挣钱，清楚坦然地挣钱，挣到能改变自己命运、改变家族命运的钱

今天的代码，就算是对的，也顶多就是“一块”金子。

而书房的理念类文章，很可能是点金术，是点石成金的那根手指。

无奈的事实是，大部分人买椟还珠，忽略了书房最宝贵的东西。

前天老唐推送文章的阅读量，足以反应这个尴尬的事实：



之前的买入卖出、实盘周记基本都是 10 万+阅读量，而这三篇合计的阅读量也没到 10 万，其中最重要的第三篇，阅读量居然仅 1.8 万。

如果让我来评价的话，以这三篇文章的价值为基点 100 分，老唐那些买入卖出、实盘周记的价值，顶多只能按照 30 分计算

无需讳言，无论如何提醒，绝大部分书房关注者，注意力最终还是会集中在买入卖出的代码上。

这是永远无法改变的人性。

能改变的，只有一个一个具体的人。是你会不会**真心地拷问自己：我想成为什么样的人？**

坦率说：

今天书房约 36 万关注者，未来 20 年里能靠股市将财富推高两个数量级、在中国投资史上留下一点痕迹的人，我估计最多万里挑一：36 人。

未来 20 年里，能靠股市给自己出售脑力或体力换来财富加零的，恐怕也不会超过 1%：3600 人。

绝大部分人的选择，注定了在股市里的轨迹只能是：

今天听说这人比较神，跟风看看能否喝口汤；明天发现这人又 TMD 不神了，害我掉块肉，弃之；后天，换个大神跟着喝汤……

就在这样的喝汤掉肉转换过程中，不知不觉蹉跎了岁月，收获了沧桑，消磨了斗志，只剩下三杯两盏淡酒之后的一曲苍凉高歌：

曾经志在四方的少年

羡慕南飞的雁

而青春如同奔流的江河

一去不回，来不及道别

只剩下麻木的我

没有了当年的热血

未曾绽放就要枯萎吗？

我有过梦想。

生活像一把无情刻刀

改变了我们模样

任岁月风干理想

再也找不回原来的我

梦想啊，

你总是遥不可及

我是不是应该放弃？

——筷子兄弟《老男孩》

另外，既然有缘来到书房，老唐还是希望这些新朋友能够减少掉坑次数，故今天“冒死”送出一段大神识别术。

若某日因为老唐这个假大神不灵了，你转投其他真神时，不要重复掉坑——老唐一定是时灵时不灵的，否则世界服不服头把交椅就是我的啦

在老唐看来，预测股价、抄底逃顶、k 线均线布林线、题材庄家内幕消息这类有意无意的神棍很容易识别。

但某些用格雷厄姆、巴菲特、芒格语录包装出来的“价投”大神，欺骗性更强，麻醉效果也更持久，危害反而可能更大。

老唐在此冒死分享一个标准，希望能够帮到经常在大神之间跳来跳去（跳大神的）的朋友：

打着价值投资旗号的各类大神很多，但无论其理念多漂亮，外面套了多少格雷厄姆、巴菲特语录，

只要在以下**三个特征中具备任意两个，这就是一枚赌徒：**

①投资所用资金为短期资金，例如短期借款、高息借款、随时可能被赎回的代客理财资金、短期确定要使用的固定用途专项资金等；②全仓一只个股或一个行业；③上杠杆。

上述三个条件里同时具备任意两个，无论企业分析的多精彩，鸡汤熬制的多浓稠，均为 100%赌徒内核，和价值投资一毛钱关系都扯不上。

不管其投资体系用了多少名人名言包装，内核都可以用一句低俗的网络流行语概括：“赢了会所嫩模，输了下海干活”

——当然，对于管理他人钱财的人来说，这句流行语要略作修改：“赢了，我们一起会所嫩模。输了，信我的傻 X 下海干活”。

如果其中的②，本身还是脆弱的高杠杆企业或行业，还可以在赌徒前面加个定语“输红眼的”。

这个识别术不针对任何具体个人，不接受反驳，不在留言区讨论。

同时，也请你不要向你心中揣测的对象挑事儿，否则你就是在遏制老唐分享真话，损失的是你、是你、还是你

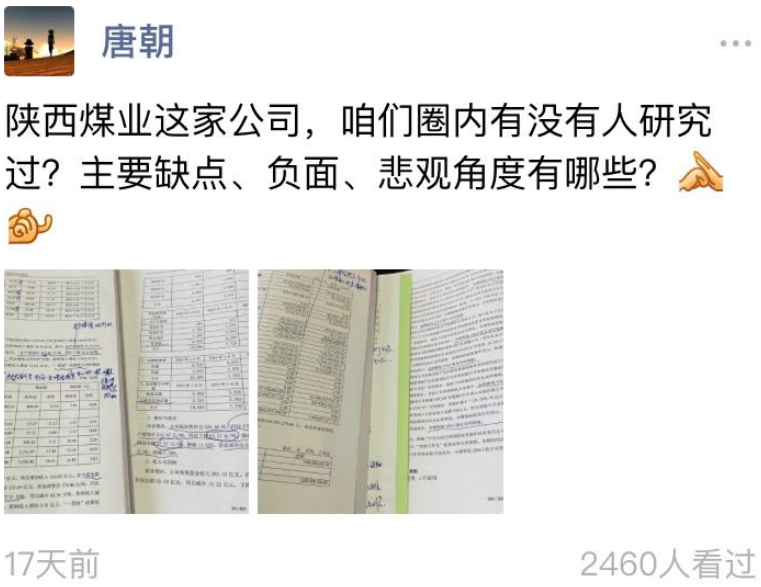
2.关于陕西煤业

陕西煤业是今年春节假期里研究的一家公司。

大致看了一些主要资料，顺带也粗粗看过少量神华的资料。



收假前和部分朋友聊过。



节后第一个交易日开盘前，我就委托了 10.3 元的买入。

可惜当日高开高走，后面连续两个涨停板，以为已经完全错过了。

没想到上周末又见它挂倒挡退回来了，所以周一开盘就买了。

目前买卖点位置，我有具体数据和计算过程。

但在没有分享逻辑之前，我担心某些朋友无脑杀入，造成损失。

所以拖后几天，等我把文章码出来后一并分享。

很多朋友问过我，为什么不选神华？

背后原因，说出来可能让你喷饭

但投资的决策确实就是这样一个一个的具体选择，必将受到现实情况的约束。

原因很简单：

中国神华有 H 股，而且股价比 A 股低很多。

如果我花时间研究神华，得出的结论是不可以买入，那是浪费时间。

如果得出的结论是可以买入，那我一定也只会买入 H 股。

但是，不知道大家注意到没有，春节前我已经有 66%仓位在港股了，A 股仓位只有 27%（差额是 B 股）。

在更倾向于增加 A 股持仓的前提下，神华就直接被我忽略了

就这么简单。

3.关于点杀。

过去几年里，书房很多企业分析文章，都是在朋友的点杀下开始的。

所谓点杀，指朋友们投票选择，老唐按照朋友们的选择阅读企业财报并成文分享分析过程和结论。

春节后面临着两件大事：①《新手财》陪读答疑；②点杀。

上周三书房的投票结果显示，在约 1.5 万参与投票的朋友里，有约 2/3 的人希望先搞点杀。



就按多数朋友的意思办。这周，我会发点杀投票贴。

不过，无论投票结果是什么，第一家是陕西煤业。

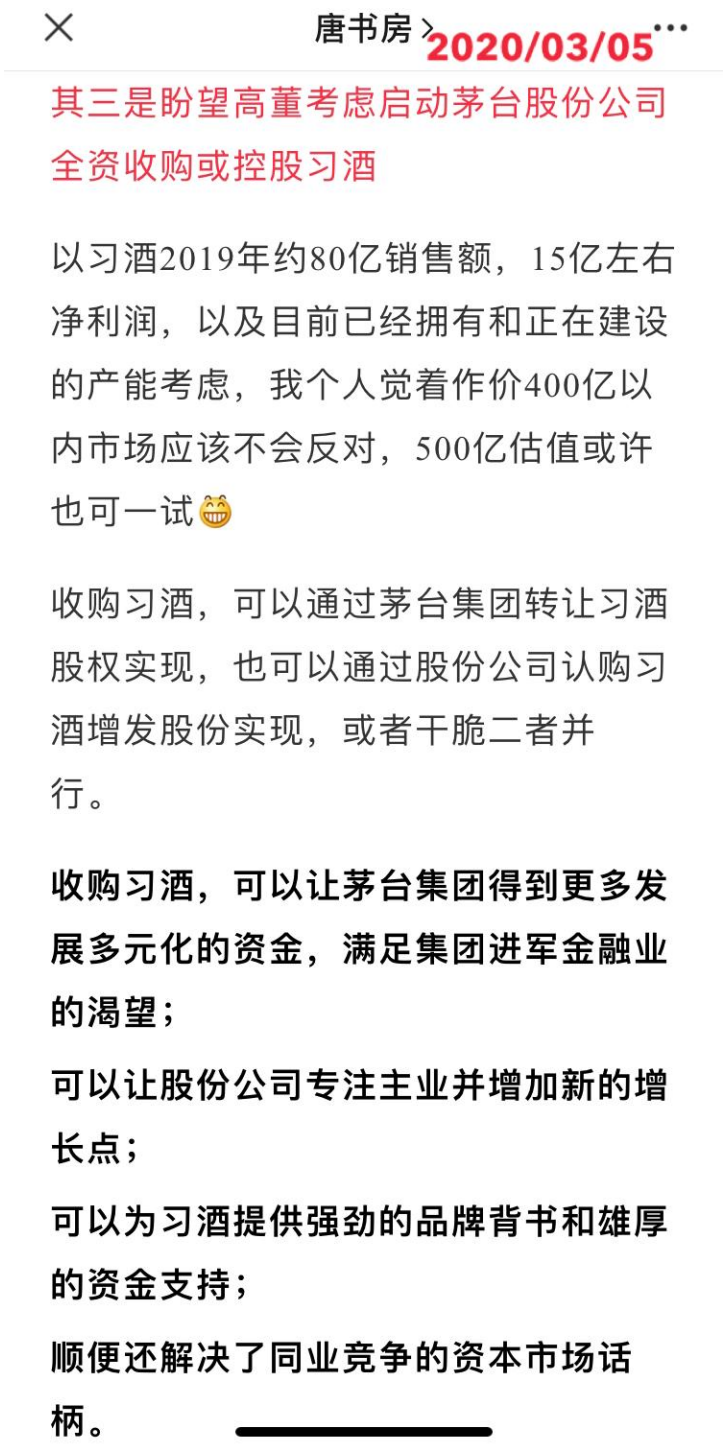
4.关于习酒上市的信息

本周二，有媒体报道习水县官方表态全力支持和推动习酒上市。习酒方面表示目前还没有相关规划，但“习酒是国企，以上级安排为准。”

习酒上市肯定是习水当地政府的期望，但对于茅台集团来说，习酒单独上市可能问题多多，并不是最优选择。

早在一年前高卫东刚刚被任命为集团董事长时，老唐就在《聊聊李保芳的功过及对新帅的期望》一文里，谈到了对高卫东的四大期望。

其中有一条就是关于习酒的。



我个人认为茅台股份公司以合适的价格收购习酒是多赢——所有相关方都赢。

习酒单独上市对茅台股份、茅台集团及贵州省国资均有损。赢家顶多只有习水县，其他相关方都是输家。

期望决策层能做出多赢的选择。

5.海康二股东减持。

本周海康威视发布公告称，二股东龚虹嘉于 2020 年 11 月 6 日至 2021 年 3 月 3 日期间，通过大宗交易共计减持公司股份约 1.13 亿股，持股比例从 11.62%降低为 10.41%。

——期间股价在 43~70 之间波动，以中间值 56 元毛估，龚总套现约 63 亿。减持后龚虹嘉剩余的直接持股 10.41%，对应市值约 566 亿。

这个话题聊过无数次了，简单的说就是没有任何关注价值。

龚总是风险投资家，成功的海康项目就是他的提款机。

什么时候卖出，取决于什么时候需要用钱，是否发现了让他有激情的创业项目，与海康威视高估低估会涨会跌之间，没有任何逻辑关联。

看这个，还不如看老唐今年 61.74 元和 68.5 元的两次减持呢

6.本周有 3 篇读书笔记入选。

入选笔记是：

- 读《巴芒演艺》有感之三道心理关——by@曹伟
- 前行之路需为正道-读《巴芒演义》——by@时间
- 书中自有黄金屋，手中要有真钥匙——by@鹭由器

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

本周跑步三次，单次 10 公里。



周六早晨空腹口径，除皮净重 85kg（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

Demos

老唐，您第一桶金来自哪里？不然怎么全职投资？

唐书房

向书房发送“第一桶金”填补你的好奇心

冯舞九天

非常愧疚，确实只读了巴菲特（一），原因是当时正在读《巴芒演义》，花了一周的时间，个人认为巴芒演义的写作水平很接近吴军了（硅谷风险投资家），读的畅快淋漓，受益匪浅。但读了《投资手册》，后面部分有点难度了，索性放一放，先读《财报》，对于只知道 PE、PB 的我，难度更大，各种表中的科目数据实在要了我的命，脑壳大了。但为了赚到更多认知范围的钱，拼了命的也要把《财报》读完，我读的方法是边读边做好标注，边按计算器，我发现我重来没有这么认真的看一本书，何况还是连续三本，快点夸夸我。对于能更好的掌握《财报》分析，老唐有什么更好的建议？

唐书房

找一份自己感兴趣的公司财报，最好是已经持有的公司的财报，看财报，遇到问题翻《新手财》，基本上一两趟下来就熟悉了。

第921篇.　2021.03.09－今日实盘交易及点杀

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2021-03-09

郑重提醒：别着急付费。本文无付费价值，先往下阅读。

原计划今天发点杀投票帖的，没想到市场给机会，开盘接飞刀了（没占到啥便宜的飞刀）。干脆混在一起发啦。

今天开盘买入约 3%的洋河，成交均价 165.99 元。

买入的原因很简单，跌到了当年合理估值区间中值（90×27.5=2475，对应股价约 164 元出头）。

资金来自开盘 1.50 和 1.501 卖出的恒生 ETF。

后续，如果洋河能从当前市值继续下跌，大约每跌 100 亿，我会增加 2%持仓。

目标在 2100 亿之前，配满洋河预计仓位的上限 25%（现在 19%）。

2100 这个数字，是按照当前理想买点预计在 6 月底上浮 10%来的：1925×110%～2100 亿。

不过，今天可能有点亢奋了。

忙中出错，犯了一个搞笑的错误：

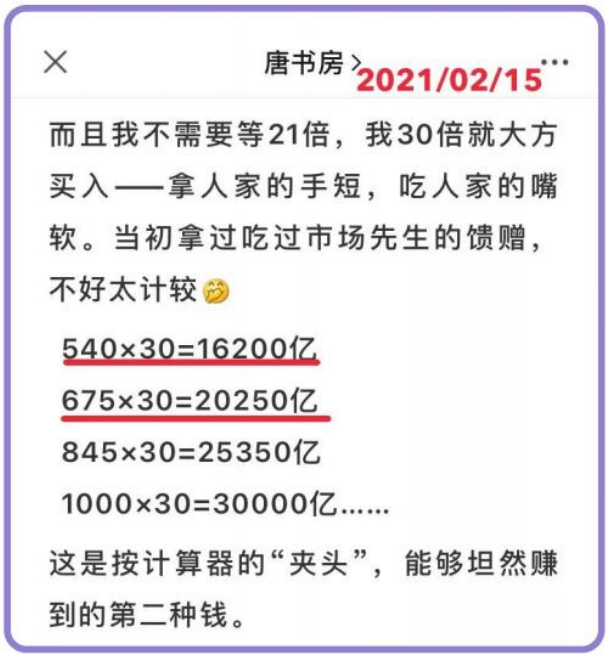
我将购买 3%洋河所需卖出恒生 ETF 的金额，错误地在 9：26 分委托成卖出的股数了③9:25~9：30 之间的委托还不能撤单，结局就是多卖了约 1.5%仓位的现金出来。

于是老唐给了茅台一个点，成交均价 1954.74 元；给了腾讯半个点，成交均价 633 港币。

这种错误对我而言，比较罕见。

我有点怀疑，是自己潜意识故意犯的错?

茅台，我原本的买入计划是这样的



目前没有变化。

当前持股约 4%，计划在 2 万亿市值附近翻倍至 8%；

在 1.7 万亿市值附近翻倍至 16%；在理想买点（当前 1.2 万亿，6 月底上浮 10%）附近再翻倍至 32%。

以上价格会随着时间的推移和公司经营业绩的重大变化（若有），做动态调整。

算盘扒拉完，剩下的事儿，就是看市场先生给不给面子了鸽目前的持仓情况如下表

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
腾讯控股	26%	66000±10%	<33000	72500	51826	644.00	14.18%
洋河股份	19%	3850±10%	<1925	4700	2424	160.83	-31.85%
古井贡B	6%	770±10%	<385	900	441	104.45	-3.28%
分众传媒	4%	……	<700	1980	1482	10.10	2.33%
贵州茅台	4%	24000±10%	<12000	……	24332	1936.99	-3.05%
海康威视	2%	4840±10%	<2420	6960	4997	53.48	10.25%
陕西煤业	2%		有数据，周末分享		1088	10.88	16.49%
恒生ETF	36%	现金替代品				1.496	4.54%
沪深300						4971.00	-4.61%
上证指数						3359.29	-3.28%
2021/3/9			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8388	

经过春节后 14 个交易日的稀里哗啦，市场气氛已经从节前的亢奋转向恐惧。

老唐的 2021 年内收益率，也从节前高点约 21%，缩水成今天的约 4%。

这个收益率数据，看上去踏实多了。

我之前在书房白纸黑字说过几次，经历 2019 和 2020 连续两年的高收益，估值已整体偏高，2021 年大概率是低迷才对。

节前个把月持续暴涨 20%以上，实在有点不习惯。跌成今天这个样子，看着才像个正常的市场，仿佛 2018 年熟悉的送钱姿势又要来啦。

你看你看，老唐也是苦命人。

接下来说点杀。

我先分享我的关注池（已经持仓的股票就不用放里面了，他们是必然要跟踪的），大家投票选择。

如果你有研究过、比较看好的企业，不在老唐名单里，你可以直接留言提名。

之后我大体按照：**投票顺序一二名，留言点赞第一；投票顺序三四名，留言点赞第二……的模式交替开展研究和分享。**

（老唐保留主观调整的权力，但无充足理由，尽量不调整）

今天的点杀帖，我设置成收费文章。这是老唐第一次尝试付费文章。

但是，请注意：本文没有任何付费价值。

我只是意图设置一个门槛，希望将有枣没枣随便捅一杆子的人阻挡在外。只让认可研究价值、认真对待企业的朋友，参与投票和提名。

实在想不出什么更好的办法，能有效甄别认真参与的朋友，只好俗不可耐地用金钱做门槛，让朋友们破费了。

我知道，只要涉及收费，必然会引来骂声。

如果要开骂老唐收割粉丝，请随意。反正怎么做都会有人不满意的，老唐已经习惯。

只是别傻不拉叽地直接在书房开骂。书房骂老唐，不会上墙，没人看见，而且还会被老唐拉黑，导致以后无法白看。

这属于蠢死的行为。

付费的朋友，除了参与下面的投票之外，还可以在留言区提名新的点杀对象，但需符合下面的要求。

这些要求，你也可以直接视为老唐个人筛选企业的标准。

要求①：上市时间>三年。

上市至少超过三年，上市时间满五年的优先考虑。

天朝规则对财务造假的惩罚力度，近于罚酒三杯，而上市的利益又那么大，ipo 注水是常见现象。

发现这些注水猪，需要数年连续数据来核对。

我的原则是：钱赚不完，但亏得完。市场机会那么多，没有必要拿宝贵的资本冒险，所以宁错过、不踏错。

对于我朝 IPO 新股的注水普遍程度，看这个最新新闻，你会含泪发笑…

2021 年 3 月 1 日，新刑法修正案生效。

这大大增加了财报造假相关人等的刑事责任。

面临新刑法即将生效的历史时刻，两周前，证券业协会从申报创业板和科创板 IPO 的 407 家　　公司里，随机抽查了 20 家公司的资料，说要审审。

结果嘛，呵呵.……

你要查我们的报表哇？那我们拿回去改改先，再见 byebye——20 家里的 16 家如是说。

80%!!

能不警惕吗？这也是老唐坚持不投新股次新股的原因。

要求②：ROE>12%

最近三年 ROE 均超过 12%，若是连续三年 Roe 超过 15%的，优先考虑。

过去三年里，有任何一年 Roe 低于 8%的公司就不要提了。

要求③：市盈率<40

当前市盈率在 40 倍以内。

规则模糊，动态 PE 或静态 PE 在 40 倍内的都算数。

当前市盈率超过 40 倍的企业，按照老唐估值法，三年后 25~30 倍卖出赚一倍，意味着需要企业利润在三年内，增长到当前利润的 2.67 倍~3.2 倍。

25×3.2=30×2.67=80

折算年化增长率需要 38%~47%。

这个期望值有点艰难，需要极大的乐观或对自己的金钱极度的不在乎，才能将其纳入合理假设。

老唐即不敢这么乐观，也不敢不在乎自己的金钱。

因此，当前 40 倍以上市盈率的企业，没有研究的紧迫性，可以明日复明日，改日再议。

点杀范围为 A 股上市公司。

但医药、汽车、地产、金融（含保险、银行、信托和券商）就不要提名了。

这些企业对于老唐来说，有点难，暂时不准备研究和投资它们。

大致如此。如果名单里没有的，就留言吧。

墙上若已经出现你的心仪企业，请你直接点赞他/她的留言，不要重复留言，除非你有观点要补充。谢谢。

留言建议格式：

①公司名及股票代码

②上市时间

③最近三年 ROE

④当前市盈率

⑤该企业主要对手是谁

⑥该企业的核心竞争力

⑦你研究中遇到的主要难点

投票截止本周六中午十二点。

注意，以下顺序不代表任何喜好，它是腾讯自选股 APP 按照年初至今的跌幅排名自动呈现的。

你不要受投票顺序的影响，只管选择你感兴趣的企业即可。

公众号的投票模块，只有单项和多项两种选择，无法设置多选最多选几个，所以理论上讲，你可以选很多。

但**建议选择小于 5 家**，通通选和通通没选其实效果一样

你最希望老唐阅读和分析哪几家企业？（多选）

上海机场

3522票 8%

今世缘

1126票 2%

口子窖

669票 1%

美的集团

4320票 9%

苏泊尔 (已选)

810票 1%

正泰电器

1091票 2%

伊利股份

4220票 9%

承德露露

656票 1%

双汇发展

2222票 5%

格力电器

4285票 9%

涪陵榨菜

1278票 2%

安琪酵母 (已选)



感谢朋友们的信任和支持，你们永远是老唐持续分享的动力源泉。

谢谢朋友们

第922篇.　　2021.03.12 - 陕西煤业的思考过程

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2021-03-12

陕西煤业是我春节期间翻看的一家企业。

这家企业财报简单，业务也简单，优劣势都很明显，几乎没有任何深奥难懂的地方。

对它本身的经营情况，市场各路研究人员乃至投资者其实都没什么分歧。甚至包括对未来前景的判断，分歧也很小。

但是，对于这类企业应该享受什么估值，为什么，市场分歧巨大。

结果陕西煤业的研究报告，就走上一条搞笑的套路：

不同的人阐述一通几乎相同的企业特点和未来展望，然后话风一转，毫无障碍地得出该企业「低估、正常、高估」三种不同的结论。

这转折，就仿佛梁朝伟在《赤壁》里的经典台词：既然它生在楚地，我们就叫它萌萌吧

而且这事儿还无解。老唐读了一堆材料后，结局也只是证明了可以直接看券商研究员的研报文章，原始材料没什么额外惊喜。

最终的问题，还是在估值方式上。

于是老唐今天发出来的，也是一套楚地萌萌拳。

因为企业分析没什么新意，我尽量简单概括。

尽量让朋友们读过本文后，连研报也可以不读，就可以对陕西煤业这家公司做出基本判断。

包括是否认可老唐的萌萌——估值结论

先简单概括一下企业特性。

我国煤炭资源集中于晋陕蒙新（山西，陕西，内蒙和新疆）四省区，2019 年它们生产了全国 76.8%的煤炭。

陕西煤业的控股股东陕煤化集团，是陕西省内唯一一家省属大型煤炭集团——晋蒙新均有多家。

而陕西煤业又是陕煤化集团下属唯一一家煤炭业务的上市平台，在获取陕西省内煤炭资源方面有着得天独厚的优势。

陕西煤业的主营业务是自己挖煤卖。

依照最近三年的业务数据看，自产煤平均创造了公司约 85%左右的毛利润。

次要业务是贸易煤。

陕煤上市时，陕煤化集团手头还有几个小煤矿，品质不够好，为避免拖累上市公司估值，就没有注入上市公司。

但为了不落下同业竞争话柄，陕煤化集团承诺这些煤矿所产煤炭全部独家委托给上市公司代理销售，由此产生了上市公司的贸易煤业务。

这部分就是确定性地挣个苦力钱。自产煤要卖，顺手也捣腾一点儿贸易煤差价，反正一只羊是赶，一群羊也是赶，就算是个搭头吧。

上市公司自产煤方面的主要优势可以简单概括为：

①储量大：公司目前拥有近百亿吨可开采储量，按目前年开采 1.1~1.2 亿吨的水平，可开采 80 年以上。

②品质好：老天爷赏饭吃，陕西煤业 90%以上的煤资源，属于特低灰、特低硫、特低磷、中高发热值的优质动力煤、气化煤和理想的化工用煤，在全国范围内具有很强的产品竞争力。

③开采条件好：也是老天爷赏饭吃。公司所属矿井中，95%以上产能位于国家“十三五”重点发展的大型煤炭基地：神东基地、陕北基地和黄陇基地，自然灾害少、埋藏浅、煤层厚、开采成本低。

依照近几年的利润表数据看，毛利率高达 41%~49%，在国内主要煤矿里具备明显领先的成本优势。

④单井规模大：公司年核定产能超过 1.2 亿吨，除渭北矿区四个小矿合计 705 万吨之外，其余均为 300 万吨以上的大型矿井。

其中陕北矿区更是拥有五对千万吨级矿井（矿井因必须具备进风出风井各一个，所以一般习惯用“对”做单位）。

⑤自动化程度高：单井规模大，加上公司持续投入科技改造资金（最近两年花了 140 亿左右），目前公司矿井采掘机械化程度 100%。

在吨成本、环保和安全生产方面均具有显著优势。也因此而享受企业所得税率 15%的优惠政策。

接着说主要看点。

陕西煤业目前的主要看点是：

①煤矿的供给端受控，需求端小幅增长。

去年 9 月的联合国大会上，我国向世界承诺，中国的温室气体排放将在 2030 年达到顶峰，并于 2060 年前实现碳中和。

——碳中和指保持大气中的温室气体量基本稳定，新排放出来多少温室气体，就要通过各种方式消除等量的温室气体，最后的结果是大气中温室气体增量为 0。

新名词我们暂且不去管它，我们只需要知道这个碳达峰承诺，使得这些年新批煤矿变的更困难了就行。

2020 年全国一共只批复了 22 个矿井，合计产能仅 4200 万吨，占 2020 年我国煤炭产量的 1%出头。

而且只有 2 个在陕西和山西，合计产能 500 万吨。另外 20 个均在新疆，距离主要消费市场更远，（相比陕西煤业而言）运输成本高，产品竞争力低。

同时，落后产能还在加快退出。露天草原、水土保护区均不再允许开采。地质条件复杂的矿井，只允许按照核定产能 80%生产。

开采要求过深的煤矿、高瓦斯含量的煤矿、地质条件不够好的煤矿、30 万吨以下的小煤矿……都在逐步关停退出

——全国目前还有 30 万吨以下小煤矿产能约 3 亿吨，预计将在未来三年逐步退出。

国家统计局 2 月 28 日发布数据称，作为全球最大的煤炭消费国和温室气体排放国，中国的煤炭消费量 2020 年为连续第四年增长。

虽然因为可再生能源产能的迅速扩大和天然气使用量的不断增加，煤炭消费占比，从 10 年前的约 68%降低至 2020 年的 56.8%，但煤炭消费总量尚未见顶。

按照陕煤公司人士对投资者调研的回复，预计到 2030 年之前，煤炭消费绝对量仍然是正增长的，年消费量约 40~42 亿吨。

国内供应无法满足需求，还需要进口煤填补缺口。仅 2021 年，全国预计还需要 3 亿吨左右的进口煤。

但由于国际政治关系问题，传统进口地澳大利亚目前确定不让进口。

而印尼煤因为印尼国内需求也很好，价格上涨，目前对国内煤没有价格优势。

因此，目前煤炭市场的供需缺口是显而易见的。

②公司的产能提升。

随着供给侧改革的深化，煤炭产业已经从总量性去产能，全面转入结构性去产能的新阶段。

一方面不断加快退出落后矿井，另一方面也在积极推进资源禀赋优异的地区建设和释放优质产能，行业集中度持续上升。

比如自 2016 年以来，在全行业去产能的大背景下，陕煤公司自产煤产销量却不断提升，从 2016 年的 9015 万吨提升至 2020 年的 1.25 亿吨。

公司 2018 年开工建设的小保当二号矿，于 2020 年八月开始试生产，2021 年初正式投入运营，年核定产量 1300 万吨。

这将进一步提升公司的自产优质煤年产量，部分填补市场供需缺口。

③浩吉铁路的开通。

2019 年 9 月 28 日，世界上一次性建成并开通运营里程最长的重载铁路——浩吉铁路正式开通运营。

浩吉铁路起点是内蒙古鄂尔多斯市浩勒报吉村，终点是江西省吉安市，全长 1813.5 公里，途经内蒙古、陕西、山西、河南、湖北、湖南、江西 7 省区。

这条铁路的起点，是中国煤炭最重要的生产基地“三西”地区（内蒙西部、陕西和山西），而后贯穿长江中游城市群，衔接多条煤炭集疏运线路，是点网结合、铁水联运的煤炭运输系统，是继大秦铁路之后中国又一条超长距离运煤大通道。

浩吉铁路年设计运输能力 2 亿吨以上。陕煤化集团通过控股子公司持有浩吉铁路 12.5%的股份。

浩吉铁路的终点“两湖一江”地区（湖南湖北和江西），一直有很大的煤炭缺口。

2011 年浩吉铁路开始规划时，“两湖一江”地区煤炭消费量为 3.6 亿吨，同期该区域产量 0.4 亿吨，供需缺口 3.2 亿吨。

2018 年该区域煤炭消费量下滑至 3 亿吨，但产量则降至 0.2 亿吨，供需缺口仍然高达 2.8 亿吨。

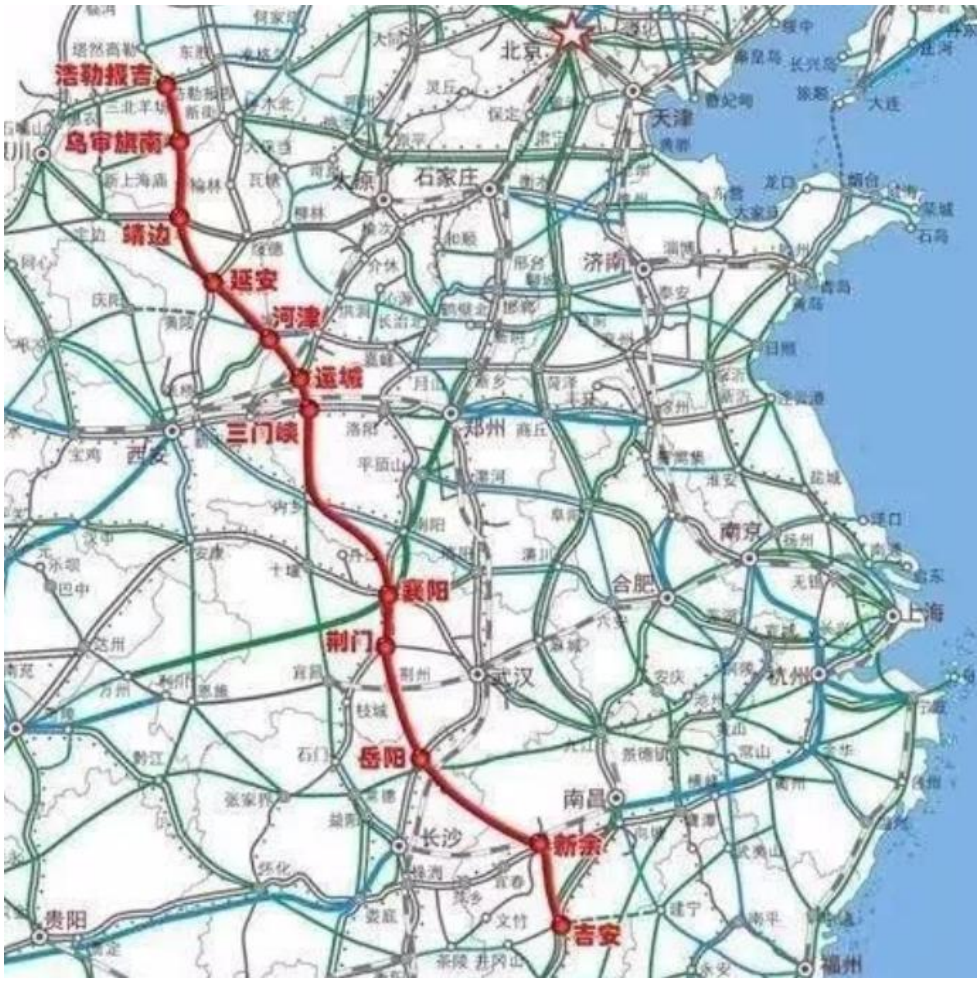
附近产煤的河南、贵州、安徽等地，又因采掘深度不断加大，安全风险及开采成本上升的不利条件，煤炭产量不断下滑。

2013~2020 年，豫黔皖三地合计产量由 4.8 亿吨逐步下降到 3.4 亿吨——实际上，现在全国只有五个煤炭净调出省份了：蒙陕晋新+贵州。

未来“两湖一江”地区持续存在的煤炭缺口，几乎确定只能依赖“三西”地区解决。

在浩吉铁路开通之前，“三西”地区煤炭首先要通过铁路运到渤海边，比如秦皇岛或天津，然后走海运到长江口，再逆流而上至“两湖一江”地区。

浩吉铁路开通后，不用再绕圈子了，可以直达。



从运费的角度看，相比原路线，走浩吉铁路到湖北每吨便宜 10-15 元，到湖南的运费基本持平，到江西会高出 10-15 元。

但走铁路可以节约十多天时间，有利于陕西煤业及时响应市场需求，增加销售量。

按照公司的预估，依赖浩吉铁路，可以实现 2500~2800 万吨的年度运输和销售。

④关于税收和费用。

陕西煤业的专项储备可能隐藏了利润。

按照会计准则，煤炭生产可以按产量计提维简费和安全生产费。

陕西煤业的维简费（维持简单再生产费用）计提标准是每吨 10.5 元，安全生产费计提标准是每吨 15~30 元（依照矿井地质条件区分）。

这部分费用，会计准则允许公司计提出来作为费用，计入当年的生产成本，主要作为未来的维护更新及煤矿安全设施投入。

未使用前，记录于资产负债表的专项储备里。但按照陕西煤业资产负债表的专项储备科目数据看，该费用计提明显远超实际所需支出。

2014 年公司上市当年，专项储备科目的金额是 2.6 亿，到 2020 年半年报，金额已经增长到 32.4 亿，年均增长五六亿。

对于建设时就是高标准的矿井，这部分专项储备或许可以视为一种隐藏利润。

煤矿还要缴纳一种特殊的税收，叫资源税，税率为 6%或 9%两种。

按照公司披露，从 2020 年 9 月 1 日起，公司的煤矿除关中地区煤矿还是 6%以外，其他矿井的资源税都达到 10%税率上限。

这个 10%的数据略奇怪，按照财报披露，税项是 6%和 9%两种，并没有 10%的选项。不知道是税率变了，还是表述的口径略有不同。

不过，不管是 9%还是 10%，表达意思差不多，就是说从资源税的角度来说，已经顶格，未来不会变的更糟。

⑤油价。

我国的资源特征是多煤、少气、贫油，这造成我国石油对外依存度 70%，是全球最大的石油进口国。

过于依赖国际石油供应，从国家能源安全的角度说是有危险的。所以国家一直在鼓励发展煤化工，鼓励对煤炭进行气化和液化，产生替代石油的清洁能源。

陕煤化集团全称就叫陕西煤业化工集团有限公司，主要发展方向就是煤化工。

但是，在国际油价低于 50 美元/桶时，煤化工开工即亏损，无法持续。

过去一年，国际油价一直在 50 美元以下活动，直到春节前才强势突破 50 美元，这将刺激煤化工产业对煤炭的需求。

陕西煤业有 40%的煤是化工用户，这部分价格比动力煤高 10~30 元/吨。

按照我的理解，国际油价突破 50 美元/桶，可能是煤炭股股价向上突破的一个导火索。

⑥所得税率影响。

公司过去一直享受 15%所得税的优惠税率。

但 2019 年底发改委调整了鼓励产业目录，2020 年陕西煤业是否可以继续享受 15%税率，目前不确定。

据公司披露，正在和税务局沟通，估计四五月份能出结果。

从保守角度考虑，公司现在预告的业绩，是按照 25%计提的所得税。

这意味着到年报披露时，2020 年净利润要么和预告一致，要么可能会有 12 亿~13 亿的意外惊喜。

另外，发改委 2021 年 1 月的新政策，已经能够确定 2021 年~2030 年陕煤所有 300 万吨以上的矿井，符合智慧化矿井及西部大开发条件，将继续享受 15%优惠税率。

⑦分红。

公司 2020 年 9 月推出的股东回报计划承诺：除公司有重大资金支出安排或股东大会批准的其他重大特殊情况外，公司在当年盈利且累计未分配利润为正的情况下，采用现金方式分配股利，每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的 40%且金额不低于 40 亿元。

重大资金支出安排是指：公司未来 12 个月内购买资产、对外投资、进行固定资产投资等交易累计支出达到或超过公司最近一期经审计净资产 10%。

按照 2020 年公司净利润估算，目前股价对应的股息率超 5%。

⑧减员增效。

在安全、效率及税收政策三个因素影响下，公司这两年累计投入约 140 亿元对煤矿设备进行科技升级。

本来这些智能化设备的投入，一年左右就可以直接见效，与之对应的是所需人工及相关费用可以降下来。

但一者由于目前正处于交接阶段，二者最近两年因新冠疫情影响，国家大政是要保就业，因此设备上了，但人还没减下来。

未来减人增效主要有三种模式：一是约 2 万名外协工（理解为临时工即可）部分到期不再续约，二是新矿井合理分流工人，三是现有工人到龄退休。

公司预计将在 2021~2023 年减员 30%，超过 1 万人。

按照网搜煤矿一线工人的工资水平，减少 1 万人的话，大概工资及相关五险一金支出估计能降低 15 亿左右，能增加年度净利润 12 亿左右。

然而，**陕煤有两个无法控制，甚至连预测也很困难的变量：一个是煤价，一个是投资。**

先说煤价。

煤炭作为国际大宗商品，公司只是价格的接受者，没有任何定价权，甚至连正确预测煤价恐怕也是不容易的——否则直接投机大宗商品比挖煤更挣钱。

偏偏煤炭生产成本基本固定（公司不含运输相关费用的煤炭成本大约 210 元~215 元/吨），所以煤价变量对公司净利润影响非常大。

市场大量的分析和研究，都集中在对煤价的预测上。

这些预测主要依据国际政治经济形势、国内政治经济形势、国内电厂、钢厂、煤化工长协价格和长协量占比等变量。

公司自己给出的 2021 年煤价预测是：港口价格 600 元/吨估计是底部，下半年需求比去年同期要好，总体关系还是供不应求，预计全年均价在 615 元左右。

对公司来说，21 年均价预计同比高 30~50 元/吨，约在 383 元/吨（比正常生产的 2019 年均价高 20 元）。

<备注：383 元说的是坑口价，理解为公司的出厂价就是了。港口价格一般指渤海湾交割的价格，是在坑口价基础上加了运输费用及相关税费>

我看了一圈，虽然高大上的词汇很多，口吐芬芳可以显得很专业。但很坦率地说，基本还是以瞎蒙为

主，不敢信

再看投资。

陕煤的投资无疑是成功的，公司主要沿着新能源、新材料、新经济三个方向做纯粹的财务投资，不寻求控股和参与经营。

按照陕煤的阐述，陕煤能够清楚地认识到新能源等完全竞争领域，不是国有企业所擅长的。

国企的竞争优势在于资源和融资成本，而民企的劣势恰恰在于融资成本高，获取地方政府的支持力度没有国企大。

所以，陕煤是利用国企的竞争优势，在自己所熟悉和关注的领域里，去投资具备效率、人才和体制优势的龙头民企。

截至目前，实践效果很好。

以隆基股份为例，公司从 2017 年 7 月到 2019 年 9 月，通过朱雀信托持续投资隆基股份。

先后投入近 30 亿资金，并于 2020 年 7 月清仓，回收近 90 亿资金。去掉信托费用、管理费用和业绩提成，预计有 45 亿~50 亿净利润。

同时，陕煤自身也从 2018 年 1 月至 2019 年 10 月，陆续投入约 29 亿资金，共计买入隆基股份 1.46 亿股（占隆基股份总股本的 3.89%），2020 年 7 月，陕煤承诺这 1.46 亿股自愿锁定 24 个月。

春节后股市暴跌，隆基股份股价从高点下跌约 30%，但以现在的股价计算，1.46 亿股市值依然有 130 亿出头，浮盈超百亿。

同时，公司还持有包括赣锋锂业等多项投资在内的信托产品约 34 亿元。

然而，过去三年的好，能代表未来的好吗？恐怕很难做这个判断。

集中在某一板块，三年时间获得良好收益，暂时还很难确认是能力还是运气。

所以，我认为对陕煤净利润影响颇大的投资业务，其未来也很难做出可靠判断。

煤价无法判断，投资收益无法判断，这笔投资还能做吗？

公司招股说明书的这段话，勾起我做个财富实验的想法：

“煤炭行业属于强周期性行业，行业景气度与宏观经济高度相关，煤炭价格随经济周期大幅波动”。

确实，煤炭的周期性供需波动非常明显，1996~2001 年下跌周期，2001~2012 上涨周期，2012~2016 下跌周期，2016 至今上涨周期……煤价上下能差出一倍有余。

当下已经持续了四五年的上涨周期，将继续持续还是即将转入下跌周期？

今天的低市盈率会不会是周期顶峰造成的假象？

传说中的周期股应该高 PE 买入（周期低谷）、低 PE 卖出（周期巅峰）的规律是否依然有效？

……

这些问号，无疑就是抑制陕西煤业市值的巨石。

对于周期行业，我去年在分众的投资过程中，总结了自己学习和使用席勒市盈率估值法的过程——详见 2020 年 8 月 22 日的《分众传媒投资回顾及周期股的估值方法的尝试》。

正是在这种思考模式下，老唐于 2019 年 10 月公开发表了「分众 600 亿以下买入，1400 亿以上卖出」的判断，它帮助我在分众这只股票上起死回生，获取了超过 50%的回报。

这是一次瞎猫遇到死耗子的运气，还是格雷厄姆和席勒经验的点金术？

我想再试试

如果灵光，或许未来可以将周期股纳入投资范围。

于是事情再次变得简单。

首先，记录和统计过去十年陕西煤业的净利润（单位亿元）。

2010	2011	2012	2013	2014
54.7	90.74	64.17	34.86	9.51
2015	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
-29.89	27.55	104.49	109.93	116.43

十年合计净利润 582 亿，年均净利润 58 亿。

按照 All cash is equal 的估值基础思想，完全忽略市场流行的“某行业应该享受某某倍市盈率，某行业某股票历史市盈率是多少倍”估值模式，按照当前无风险收益率 3%~4%、且处于上升状态中的现况，暂给予 25 倍合理估值。

则陕西煤业的合理估值为：58×25=1450 亿。

按照当年合理估值 7 折买入，合理估值 150%卖出法，可买入位置为 1015 亿，一年内卖点为 2175 亿。

由于春节前还不知道陕煤 2020 年准确业绩，我按照三季报扣非净利润 70.4 简单的乘以 4/3，得出 94 亿的保守估计。

用 94 亿替换掉 2010 年 54.7 亿数据，得出最近十年平均利润 62 亿的结论。

同样的估算手法，可买入位置为 1085 亿（62×25×70%=1085），

卖出位置为 2325 亿（62×25×150%=2325）。

如果考虑更保守的策略，可以考虑公司资本支出，对净利润打折处理。

按照公司的披露，目前公司还有大概三四十亿的智能化改造支出要投，以后每年需要维持性资本开支 10 亿左右——大部分应该由专项储备承担。

另外再考虑到公司还有个迟迟不能完工转固、有烂尾嫌疑的神渭管道工程——目前口径说 2022 年会转固。

综合以上因素，老唐将年均净利润按照粗略的八折视为自由现金流，则两种年限下的合理估值分别为：

58×80%×25=1160

和

62×80%×25=1240。

可买入位置分别为：

1160×70%=812

和

1240×70%=868。

正是在这样的计算下，我春节期间做出计划：

年后以 1015~1085 亿之间的价格买入 2%仓位。

如果运气好，买入后能够继续下跌，每下跌 10%翻倍增持，最终在 812 亿~868 亿区域实现 15%的上限

配置。

如果 812 亿配满后，股价继续下跌，我将暂停买入，继续观察和学习。

（陕西煤业总股本 100 亿股，上述市值直接除以 100 亿就是股价）

春节后第一个交易日开盘前，我按照年前收盘价 10.3 元委托买入。

可惜当日高开高走，连续两个涨停板（应该是受春节期间油价突破 50 美元以及德州大停电惨况信息刺激）。

等我收到新股开板提醒，卖掉新股看陕煤时，价格已脱离买入区。



以为已经错过。没想到一周后它又挂倒挡回来接我。

于是就有了[《3 月 1 日 2%仓位交易记录》]10.8 元买入 2%仓位的故事。

整个思考过程就是如此

正因为这本就是一次周期股的尝试，其基础建立在上文加红加粗的那段话上，最终到底会有效还是无效，老唐心中也没底。

所以我坚持一定要等到分享了逻辑和思考过程后，再分享买卖点位——成文时间被巴神致股东信的学习和解读耽误了约一周。

读过本文，你就知道了这个过程不是什么大神判断，只是一个小学数学水平的计算器拨拉，可以避免被所谓的大神光环误导，冲动跟风

最终，你可以根据自己是否认同本文估值思路，做出独立判断。

当然，这种戳破窗户纸式的分享，一定会有人如获至宝，也少不了招来鄙视：切，老唐不过如此，一点儿也不高明

——是的，很抱歉让某些朋友失望。老唐历来都没啥玄妙的东西，都是可以清清楚楚写在纸上的呆板规则，而且基本限于小学四年级以下数学水准。

最后说一句：2020 年业绩预告是 139 亿。用它替换前文毛估的 94 亿数据，会对估值和买卖点位带来小幅提升。

愿意动手的，可以顺着前文思路计算一遍，我就不毁大家的乐趣了

牧羊人

同样近十年的评论净利润来给海螺水泥更便宜啊，为啥没入老唐的观察仓呢

唐书房

没啥理由，没覆盖到吧。市场上的公司那么多，我能读过的没有几个，经常走过了错过了留下了孤独的我，独自唱情歌……

Johnson Jiang

老唐一直抱怨个人创作价值和读者付出及尊重。那你就开个付费群不就好了？分析分享沟通

唐书房

第一，我没抱怨过，那是你的误解。我只对两种人表达过反感：①0 赞赏的人，留言向我阐述他因为我的分享而赚了很多钱，改变了命运；②0 赞赏的人，抗议书房一周一次的广告；第二，我不开付费群。毫不客气地说，钱少了老唐不乐意伺候。能让我乐意伺候的价格，大部分人付不起。我现在随心所欲，挺开心的。

新元

老唐关注您很久了，跟着买了分众，洋河，但是 20 来个点就卖了，拿不住，没吃到大肉，后来专注科技，赛道报团，折腾了快一年，结果还亏损了。好长时间没来您这，现在看看，您的粉丝比以前多了好多，曾经我也想做个夹头，现在追捧高景气，跟随市场风格，感觉没有内心的宁静了看来还是多看看财报，少看看账户，才能感受炒股的美好，也能享受不错的收益

唐书房

夹头不「炒」股。夹头不是想不想做的问题，是你得明白为什么这么干，这么干有多大甜头，你自然就会成为夹头的，差异不过是你究竟要在别处碰多少次壁之后才转变的问题，我对你有信心

群

陕西煤业属于重资产得周期股，个人感觉用 PB 去估值更合适。从 2014 年至今，中轴位约为 1.6 倍 PB，1.4 倍至 1.9 倍为合理区间。高于 1.9 倍，或者低于 1.1 倍，处于相对高估和低估。个人感觉 1.4 倍 PB 可入手，对应市值 943 亿。高于 1.9 倍 PB 就不会再买入，对应市值 1279 亿。高于 2.2 倍 PB，对应市值 1481 亿，会大规模减持。

唐书房

相对于依赖历史数据统计出来的“规律”，我更喜欢演绎法的逻辑。

款款屁屁爸

为什么在国际油价低于 50 美元/桶时，煤化工开工即亏损，无法持续

唐书房

这不是为什么，这只是个事实。你生产屁屁，成本 1 块，隔壁一样的屁屁 8 毛一个，你开工就亏损。隔壁屁屁 1.5 一个，你就有搞头。对不？

佳佳

一气呵成！我一眼到底，然后习惯赞赏！洋河最多配比 25%，陕煤 15%，老唐能讲讲这个配比吗？

唐书房

这个，怎么给你解释呢？商业模式和熟悉程度的区别吧。

差点看破红尘

小白表示....供不应求的话，煤价应该长期看涨才对呀

唐书房

很多人都是这样想的，然而，市场这东西，不是你看涨就涨，看跌就跌的，对不？反正我不敢将投资建立在对煤价的预测基础上，自认没有这个能力。

陈浩南

分众周四为啥逆市暴跌

唐书房

市场先生的行动诡秘难测，操心他，能秃死你。听说是因为北京加强对线上线下教育的监管，这些机构是分众的大客户，分众就跟着吃瓜落啦

杨帅

老唐，感谢您无私的分享，也认同您的估值，但是有一点疑问就是煤炭采掘 25PE 会不会有些难达到？

唐书房

这个，我就不去猜了，难或者容易都不关我事。我要的是值不值，不是到不到。

谷青春

老唐您好，萌新听说老唐要分享陕煤，提前做了功课读了几篇研报，困惑和您类似，就是不知道分析师给定估值的逻辑，不过看完您这篇还是很困惑我看同类动力煤企业估值最多十几倍，陕煤当前估值在它历史上也算偏高水平，这种情况下给 25 倍估值是否合理？另外也想请问下您觉得碳中和这个事情如果限制了未来产量，会不会对资源型企业的估值也有一定压制？

唐书房

我也不知道，我们拭目以待呗。逻辑上，如果利润是真实可靠的自由现金流，我找不出理由拒绝采用

相当于无风险收益率倒数的市盈率倍数。至于市场先生为什么高，为什么低，历史表现如何，我不去关心。

罗瑶

唐老师，可是这种周期股给不了 25 倍啊，参考海螺水泥，10 倍

唐书房

why，逻辑是什么呢？

Bob

老唐，请问下，买入陕煤的时候，您有封仓十年的想法吗？

唐书房

没有。买任何股票的时候，我都没有这样的想法，包括茅台。持有十年是结果，不是靠封仓的决心

第923篇.　2021.03.14 - 《巴芒演义》全文各投资大师重要投资理念索引

生人回避　唐书房　2021-03-14

前言：这篇书评可能有关键情节透露

本文将《巴芒演义》出现的投资大师给出的直观投资理念，以年份为轴线性汇编，意旨读者在通读后回顾某个重要观点进行索引。

全部以年份+投资大师+出处+页码为标题，只呈现书中的投资理论结果，不建议新读者片面阅读的划水行为。

老唐全书的核心都在于呈现这些投资理念产生的过程，将结论与上下文搭配食用才能感受到投资大师们产生各自投资理念的逻辑，以及老唐中翻中文笔的魅力。

1917 年 本杰明·格雷厄姆 Benjamin Graham 《债券价格中的怪现象》P13

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。

1924 年 本杰明·格雷厄姆 Benjamin Graham《价廉物美却乏人问津的股票》 P5

烟蒂股投资：只买股价低于净有形资产三分之二的股票，甚至只买股价低于净营运资产三分之二的股票

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

巴菲特将格雷厄姆烟蒂股投资体系三套模式命名为：

1，低估类：分散投资多只符合要求的烟蒂股，待其上涨后卖出获利，不断重复。

2，套利类：买入未被市场发现的具有潜在价值的低估公司，同时做空与其关联的高估公司，等待买入的公司价值回归。

3，控制类：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控股的比例，然后利用董事权利或控股地位，推动公司实现价值，获利退出。

1924 年 埃德加·史密斯 Edgar Lawrence Smith 《用普通股进行长期投资》 P346

有五个原因证明股票收益总是高于债券，其中最新颖的也是，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。

1934 年 本杰明·格雷厄姆 Benjamin Graham 《证券分析》 P35

1，股票的价值由企业本身的内在价值确定。

2，安全边际理论：在最坏情况下企业内在价值高于投资者本金的差额

3，企业价值=当期正常收益×（8.5+2G）

G 为未来 7~10 年的预期增长率分子（扣非净利润）

1974 年格老补充文章引入无风险收益率，公式完善为：

企业价值=当期正常收益×（8.5+2G）×4.4%（常数）/RF（无风险利率）

*RF 通常取值 AAA 级企业债券收益率和长期国债收益率中的较大值

1938 年 约翰·布尔·威廉姆斯 John. Bull. Williams《投资估值理论》P15

未来现金流折现估值的思维基础：

证券的价值等于它存续期所能获得的现金总和的折现值

1938 年 约翰·梅纳德·凯恩斯 John Maynard Keynes 投资三大原则 P326

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。

1949 年 本杰明·格雷厄姆 Benjamin Graham 《聪明的投资者》 P31

1，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。

2，根据格雷厄姆长达 50 多年的市场经验和观察，从未发现过一位依据“追随市场”的方法长期获利的投资者，这种方法是荒谬的，虽然它仍然十分流行。

3，市场先生理论：它是疯子，它的出价只能利用，无法预测

1955 年 沃尔特·施洛斯 Walter Schloss P58

格雷厄姆低估类烟蒂投资法的专家，随着时代的变化进一步将条件上升为除特殊情况或有经济特许权外，不买高于净资产价格的股票，选股标准：

1，喜欢挑选债务不高，资本结构简单，管理层持股数量比较多的公司

2，喜欢选择股价创新低的时候买入

3，拒绝直接和上市公司打交道，选股只看财报数据，会依次问自己这些问题：

股价为什么被打压？价格低于净资产吗？净资产当中包含商誉吗？过去 10 年股价涨幅多少？最高股价多少？最低股价多少？公司是否产生现金流？公司是否产生净利润？公司有息负债比例高吗？所在行业是怎样的？公司产品或服务利润率如何？竞争对手是什么状况？公司是不是不如竞争对手？股票继续

下跌的风险多大？上涨空间可能有多大？内部人持有多少股票？每年分红多少，股息率多少？股市整体是否处在历史高位？

1956 年 约翰·凯利 John Larry Kelly 凯利公式 （非投资理念） P167

f=（bp-q）/b。

其中，f 就是需要计算的最优下注比例，b 为赔率，p 为胜率，q 为败率=1-p。

在这个公式指导下，一个胜率 51%，赔率为 1∶1 的赌局，每次下注比例为（1×51%-49%）/1=2%。

1958 年 菲利普·费雪 Philip A.Fisher 《怎样选择成长股》 P210

——如果买入了正确的企业，卖出就变得不那么重要了

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，结果可能集中还要危险。

真正优秀的企业数量极少，发现后要产期持有，仅仅因为盈利一定幅度就卖出是愚蠢的。

考虑卖出的三种情形：

原始买入所犯下的错误情况越来越明显

公司营运每况愈下

发现另一家更好的公司

1960 年 亨利·辛格尔顿 Henry Singleton 与巴菲特的相似之处 P176

·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。

……

1961 年 沃伦·巴菲特 Warren E. Buffett 的烟蒂股估值方法 P102

科目	折扣率
现金类资产	100%
应收账款	85%
预付账款	25%
存货	60%
厂房及设备	60%
应付票据	100%
其他负债	100%

1976 年 本杰明·格雷厄姆访谈 P195

“用其 60 年的经验保证，该方法长期而言能够获得超过 15%的收益率。”

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。

2，X=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，如次周而复始。

1993 年 沃伦·巴菲特 Warren E. Buffett VS 查理·芒格 Charlie Thomas Munger 对风险和回报的理解 P285

所谓风险是指“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”。

一项投资的回报，来源于你预计持有时间段收到的红利，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：1，预计持有的时间长短。2，对公司盈利及分红估算与最终实际情况的接近程度。

1993 年 沃伦·巴菲特 Warren E. Buffett 《致股东信》投资指数基金的看法

通过定期投资指数基金，一个什么都不懂的业务投资者竟然往往能够战胜大部分专业投资者。奇怪的是，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者，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。

1996 年致股东信里，巴菲特第二次谈起指数基金。

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。

2003 年致股东信里，巴菲特再次谈到指数基金，表述与之前出现明显区别：

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……

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。

2005 年 乔尔·格林布拉特 Joel Greenblatt 《股市稳赚》 P189

用有形资本回报率和股票收益率作为选股准则的“神奇公式”

1，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。

（选用 EBIT 而不是直接选用净利润，是意图将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+其它应收款+预付账款+存货-无息流动负债

2，利用上述指标对市场上所有股票进行排名，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的得分。

再将企业收益率做同样处理；两项排名得分相加即总分。

例：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，总分为 6。

3，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。

4，每年重排一次，卖出退出前 30 名开外的，买入新入选的。

2018 年 12 月 2 日 唐朝 《真传一句话，假诵万卷经》—— 公众号

投资的六字真谛：别瞅傻子，瞅地！

张星

不知道老唐怎么看待塔勒布的哑铃策略，索罗斯的反身性体系——我认为巴菲特体系中对确定性的追逐过度乐观：可能原因有以下几个点

1 巴菲特拥有保险公司，而其他人不一定拥有——例如查理芒格，朱利安罗伯逊都没有，他们都遭受过惨烈腰斩乃至于破产

2 巴菲特出生之后，美国没有发生大型系统性危机——而格雷厄姆，利佛摩尔等前辈遭受了这种危机

3 巴菲特一生都在美国国运最强烈的时候，他不像那些外来移民的投资人(如索罗斯，塔勒布)——经历过诸如纳粹统治，国家战争的悲惨经历

我认为塔勒布和索罗斯体系很明显是对确定性这概率表示怀疑，而认为不确定性是经常的，所以他们更注重赔率，也就是冒险时候回报率的比例，从现实角度：我总觉得这种思路比巴氏的体系更理性客观——特别是在中国这样一个多灾多难的民族

唐书房

不感兴趣。也没有计划一定要获取比巴神高一点点的回报率。就像巴神那样舒舒服服踏踏实实地变富，很安逸，很享受，很陶醉，一点儿也不想去靠背痛、头痛博取更「大」的机会

第924篇.　　2021.03.14 - 老唐实盘周记2021/03/13

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2021-03-14

本周交易

周二开盘 1.50 和 1.501 卖出 4.5%仓位的恒生 ETF。

买入 3%洋河，成交均价 165.99 元；

买入 1%茅台，成交均价 1954.74 元；

买入 0.5%腾讯，成交均价 633 港币。

详情参看当日文章《今日实盘交易及点杀》。

当前持仓

目前持仓腾讯 25%，洋河 19%，古井 B6%，分众 4%，茅台 4%，海康 2%，陕西煤业 2%，恒生 ETF 36%。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	52299	650.50	15.34%
洋河股份	19%	3850±10%	＜1925	4700	2495	165.58	-29.84%
古井贡B	6%	770±10%	＜385	900	441	104.60	-3.14%
分众传媒	4%	……	＜700	1980	1491	10.16	2.94%
贵州茅台	4%	24000±10%	＜12000	……	25451	2026.00	1.40%
海康威视	2%	4840±10%	＜2420	6960	5213	55.80	15.03%
陕西煤业	2%	……	＜930	2000	1165	11.65	24.73%
恒生ETF	36%	现金替代品				1.522	6.36%
沪深300						5146.38	-1.25%
上证指数						3453.08	-0.58%
2021/3/13			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8380	

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	54492	679.00	20.39%
洋河股份	17%	3850±10%	＜1925	4700	2711	179.91	-23.76%
古井贡B	6%	770±10%	＜385	900	434	103.00	-4.62%
分众传媒	4%	……	＜700	1980	1551	10.57	7.09%
贵州茅台	3%	24000±10%	＜12000	……	25879	2060.11	3.11%
海康威视	2%	4840±10%	＜2420	6960	5438	58.20	19.98%
陕西煤业	2%		有数据，	下周披露。	1106	11.06	18.42%
恒生ETF	40%	现金替代品				1.520	6.22%
沪深300						5262.80	0.99%
上证指数						3501.99	0.83%
2021/3/6			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8365	

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；

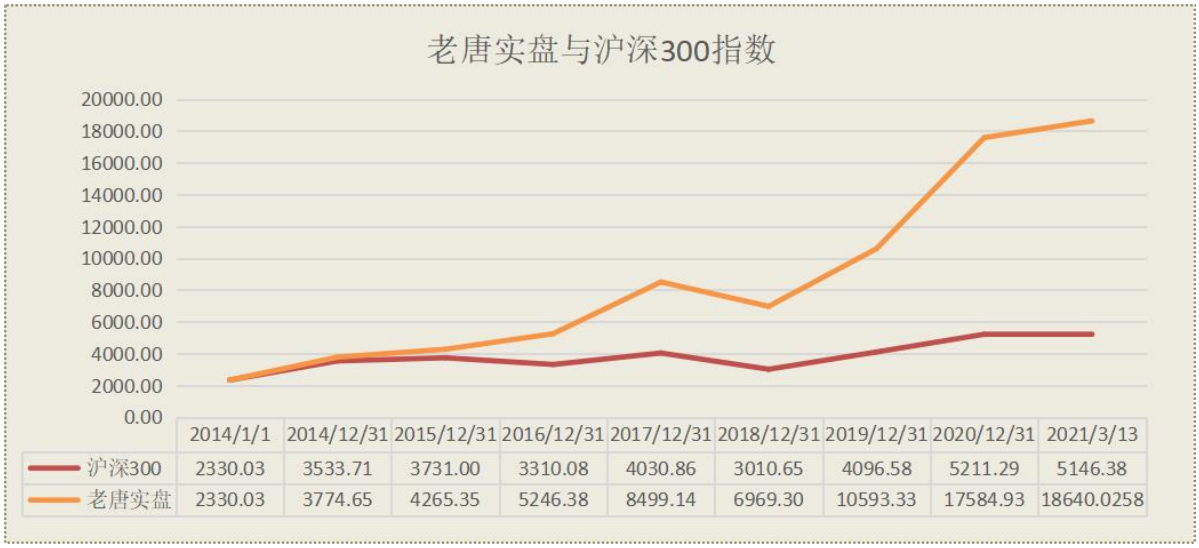
②仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2021 年内收益 6%（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%，6%（均不含新股中签收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 800。以 7.2 年折算，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	2021/3/13
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	5211.29	5146.38
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	17584.93	18640.0258

重要事项

1. 本周分众、腾讯和海康先后遭遇利空

①分众。

周四，北京市教育部门叫停线下培训活动——理由主要是防疫。

整顿的切入点是办学许可证和资金监管。相关细则预计在两会结束后一个星期内出台。

受此消息影响，分众暴跌至近于跌停。这市场先生脑袋里的逻辑链嘛，大概是这样的：

叫停线下培训----教育培训类公司损失惨重----教育培训类公司是分众广告大客户----损失惨重就会减少投放----分众损失惨重---跌停。

什么，你说线下叫停后，教培机构或许会为了加强线上流量竞争，反而维持甚至增加在分众的广告投放？那明天再涨就好了呀……

②腾讯。

周五，因国家市监局处罚包括腾讯在内的 12 家公司、蚂蚁金服 CEO 辞职及彭博社有关腾讯的负面报道，腾讯当日大跌 4.41%。

市监局处罚包括腾讯在内的 12 家公司，原因嘛，简单的说，就是市监局认为这 12 家企业所涉及的股权交易，应该事前向市监局申报而未申报。

注意，市监局的结论，明确说了这些股权交易并没有垄断嫌疑。

处罚原因是：这些股权交易的双方或其中一方，经营规模达到了国务院规定的申报标准。

但是这些企业以前“拿豆包不当干粮，拿村长不当干部”，没有事前向市监局申报。

以“腾讯收购猿辅导股权案”为例，2018 年 11 月 29 日，腾讯参与猿辅导 F 轮股权认购，以 16.52 亿元认购该轮融资发行股份的 83.33%，交易后腾讯持有猿辅导 15.41%的股权。

处罚决定书披露，腾讯通过此次收购取得了对猿辅导的控制权。虽然市监局认为本次收购不会产生排除和限制竞争的效果，但根据 2017 年腾讯全球营业额、中国境内营业额以及猿辅导全球和中国境内营业

额，经营者已达到申报标准却未申报，处以 50 万元罚款。

腾讯违背了什么申报标准呢？国务院规定的标准是：

参与集中的所有经营者上一会计年度在全球范围内的营业额合计超过 100 亿元人民币，并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过 4 亿元人民币；

参与集中的所有经营者上一会计年度在中国境内的营业额合计超过 20 亿元人民币，并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过 4 亿元人民币。

〈参与集中的所有经营者，理解为股权收购活动中的全部当事方即可〉

对照标准，腾讯和猿辅导 2017 年的全球营业额、国内营业额确实超标。

这没啥好说的。以前闯红灯交警没管过，不意味着今天交警就不能罚你。别人闯红灯交警不管，也不意味着交警罚你闯红灯是错的。

认罚。以后腾讯参与的所有股权交易，流程上多加一道向市监局申报即可。

至于蚂蚁金服的 CEO 担任顶缸侠，这是意料之中的事情。

做错事情总是需要有人顶缸的，详情可回看书房 2020 年 11 月 6 日旧文《从蚂蚁暂缓上市事件聊聊投资者排雷技巧》。

周五下午，彭博社报道，“腾讯正面临中国监管机构在金融科技、交易方面的广泛整顿，其金融科技业务将面临更严密的审查，可能被要求建立金融控股公司。”

此事暂时没有其他信息，无法做出判断。但我个人偏向于认为大概率属实。

蚂蚁金服事件之后，主流声音确实是要求对互联网企业金融活动加强监管。

③海康。

周六，又传出美国联邦通信委员会公共安全部和国土安全局，认定华为、中兴通讯、海能达通信、海康威视、大华科技五家公司的电信设备和服务，会给美国国家安全和公民安全带来不可接受的风险。

上述公司的部分通信产品和服务，将在美国境内实施拆除。

这类事情在中美贸易战初期的时候，对股价影响比较大。

为此，在 2018 年 10 月 20 日，老唐还特意写过一篇文章，题目叫《聊聊 2200 亿的海康》。文中写到：

当下笼罩着海康的阴影，主要是中美贸易战的走向。这种宏大命题，非我所长，没什么研究。

大致猜测严重程度分两级：较轻的一种是海康无法进入美国市场，较重的一种是全面封杀芯片对华出口。

前者影响不大，毕竟美国市场在海康的营收里占比不过约 6%；后者就比较难说了，对国内的影响，我个人认为即便禁售也不会大。

因为真要恶化到全面禁售，中国的安防市场会更加支持国内企业（哪怕他们用的是技术落后一两代的芯片），而不会转向拥有领先芯片的外国企业。

但在除美国以外的其他国际市场上，会导致海康处于不利地位（海外业务目前占海康营业收入的约 30%）

2018 年 10 月 20 日海康 2200 亿市值，到 2021 年 1 月 25 日 6580 亿高点，两年零三个月的重重利空下，海康股价也实现了近三倍涨幅

并于 2021 年 1 月 19 日和 25 日，触碰了老唐之前设置的 5800 亿和 6380 亿市值卖点，导致老唐卖出了 2/3 的海康持仓。

剩余部分已在 2 月 26 日海康发布业绩快报后，修改为不卖的观察仓。

怎么看待这种利空呢？

今天偶遇书房读者刨旧文，捞起的旧文里有张截图挺有意思



看看截图里这几家公司两年前的股价，是不是感慨万千？

其实期间哪家公司都没少过“利空”，然而每家企业都晃晃悠悠晃晃悠悠地，给我们带来的相当不错的回报。

我要说的意思是，企业经营从来不会一帆风顺。利空利好永远交织出现，影响着市场参与者的情绪和行为。

然而，这些信息绝大部分都是没有价值的杂音，只是企业长期成长过程中的小波动，不值得过于关注。

2. 点杀投票数据

3 月 9 日晚，书房推送了点杀文，它是书房设立四年半以来累计 647 篇原创文章中，唯一的一篇付费文章。

截止 3 月 14 日中午两点，共计 128518 人阅读，其中 13186 人付费，11013 人参与投票——2173 人付费后未参与投票。

总付费金额 237583.5 元，237583.5/18=13199.08。

得数大于 13186，是因为有朋友多次付费。

得数不是 18 的整倍数，是因为有日元、澳元、港币、美元、加元等其他币种付费，汇率折算导致的零头。

11013 人总投票数 43255 票，人均点杀约 4 只股票。

20 只股票里票数前六的企业是：

①海螺水泥 4401 票；②美的集团 4320 票；③格力电器 4285 票；④伊利股份 4220 票；⑤东方雨虹 3597 票；⑥上海机场 3522 票。

留言区共计有留言 1718 条。

由于公众号文章留言区只能展示 100 条，加上后期点杀的留言，已经不可能成为点赞前几名，展示与否差别不大。

所以还请没有上墙的朋友们不要介意

留言区点赞前三名分别是：

（A）@西瓜拐了夏天当媳妇 点杀隆基股份，收获点赞 2389 次；

（B）@一叶残风 点杀潍柴动力，收获点赞 1529 次；

（C）@翔宇 点杀万华化学，收获点赞 971 次。

最终结果就是：如果时间和精力允许，我计划按照①②A③④B⑤⑥C 的顺序，阅读这 9 家公司财报，并和朋友们分享我的学习心得。

有兴趣共同研究的朋友，可以自选其中一家或多家企业下手，最后我们相互印证，共同提高

不过，有三点内容一定要提醒在前：

a.这名单是计划而非承诺。

老唐做事随心随性，任何理由都可能导致我中途放弃；

b.老唐可能会因任何原因，调整阅读顺序；

c.抄作业一定要慎重，并想好自己要做哪种「抄手」。

我知道有许多朋友是计划抄作业的。利用老唐的研究展开自己的投资，倒也不是坏事。

但抄作业的朋友一定要知道：**新接触的企业，短短一两周内的研究结果，老唐犯错的可能性，远远大于长期跟踪的公司。**

在明白这一点的前提下，抄作业不是问题，问题在于你是抄逻辑还是抄代码？

抄逻辑，是利用并认同了免费研究员的劳动，然后自己做出买卖决策。

如果对了，同时收获知识和财富；如果错了，发现分析过程中逻辑与事实的分歧，避免下次再犯同类错误——**我 100%确定，老唐一定会有看错的时候**

结果就是在正确和错误的交织中不断进步、不断变富。最终可能脱离抄作业的阶段，成为独立自信的投资人。

只是抄个代码的人，命运很可能是：

今天听说这人比较神，跟风看看能否喝口汤；明天发现这人又 TMD 不神了，害我掉了块肉，弃之；后天，换个大神跟着喝汤……

就在这样的喝汤掉肉转换过程中，不知不觉蹉跎了岁月，收获了沧桑，消磨了斗志，只剩下三杯两盏淡酒之后的一曲苍凉高歌：梦想啊，你总是遥不可及，我是不是应该放弃？

永远好奇的唐朝，公众号：唐书房

老唐实盘周记 2021/03/06

因此，强烈建议有抄作业想法的朋友，重读书房 2019 年 8 月的文章《抄作业的三种疾病与四种境界》一文，搞清楚抄作业的正确姿势和区别

文章付费人数远远超过我的预估

这次付费，本意是作为一个投票权的隔离门槛，因此我在文中用两处加红加粗的文字，提醒【本文没有任何付费价值】。

发文前我猜想可能会有 3000 人左右付费。

结果比我预想的数字多出三倍有余，甚至还有 470 位朋友在付费后又做了赞赏。

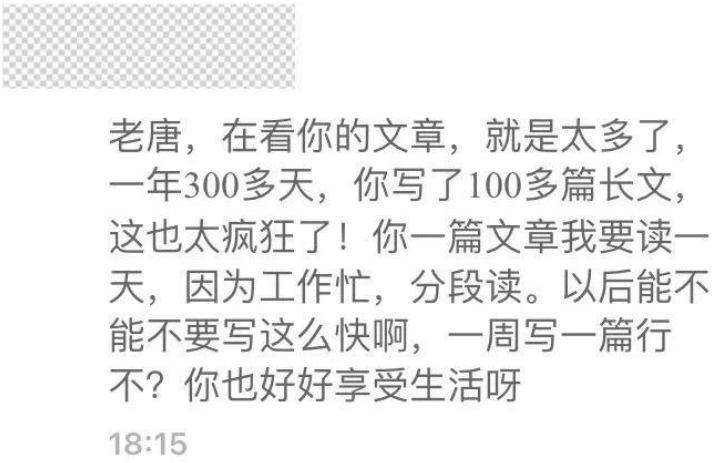
许多朋友留言说，付费不是为了投票，纯粹为感谢老唐，鼓励老唐。

谢谢大家，谢谢所有付费的朋友，谢谢你们

我自己清楚的知道，没有朋友们持续的鼓励和认可，老唐不可能连续四五年每年几十万字原创，

也不可能诞生《价值投资实战手册》、《巴芒演义》和新版《手把手教你读财报》等几本畅销书。

甚至前两天还有位朋友这样抱怨



这是真的抱怨，还是曲线表扬？真还把我逗乐了。我当时回复这位朋友：我尽量控制

当然，也不都是开心的信息。

一涉及到钱，永远少不了键盘侠站在道德高点飞来鄙视和不屑。

我倒是一贯不在意这些，正所谓：是非审之于己，毁誉听之于人。

我做事遵从自己内心的原则，至于别人怎么评价，那是别人的事情。

在我看来，唐书房能获得朋友们的支持和认可，能让数以万计的人打开钱包，心甘情愿地付费给老唐，它是这个世界的正能量、光明面

对别人有帮助、有价值的人，在现实生活中应该活的滋润，应该赚的开心，应该成为人们表扬和羡慕的对象。

只有这样，才会鼓励更多的人去帮助别人，给别人创造价值，世界才会越来越美好。

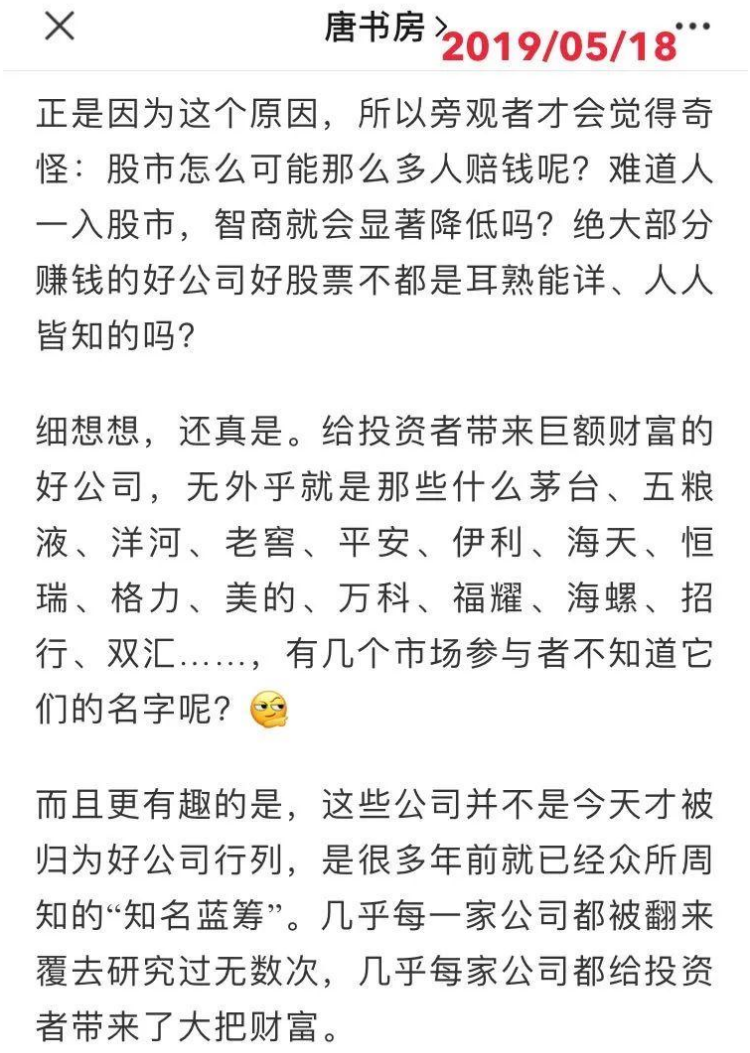
否则做好人必须安贫乐道、当坏人才能大碗喝酒、大块吃肉，那天理何在，那不是制度性地毁灭世界吗？

——说到这儿，想起多年前看过的一部电视剧还是小说（不确定了），当地肥头大耳的领导，打着酒嗝对讨要欠薪的农村教师们说：你们是人类灵魂的工程师啊，和灵魂打交道的人，怎么能想着钱呢？

那些动辄要求别人“无私奉献”的人，你们有权暴露自己的阴暗和无知，只要不来我的书房里开喷就好。喷必拉黑。

还有几位朋友在留言区里表达了对投票结果的担心，认为都是众所周知的大白马，不可能有什么超额收益。

刚巧，两年前的一篇文章里，老唐聊过这个话题。此时截图过来，我觉着意义特别深刻：

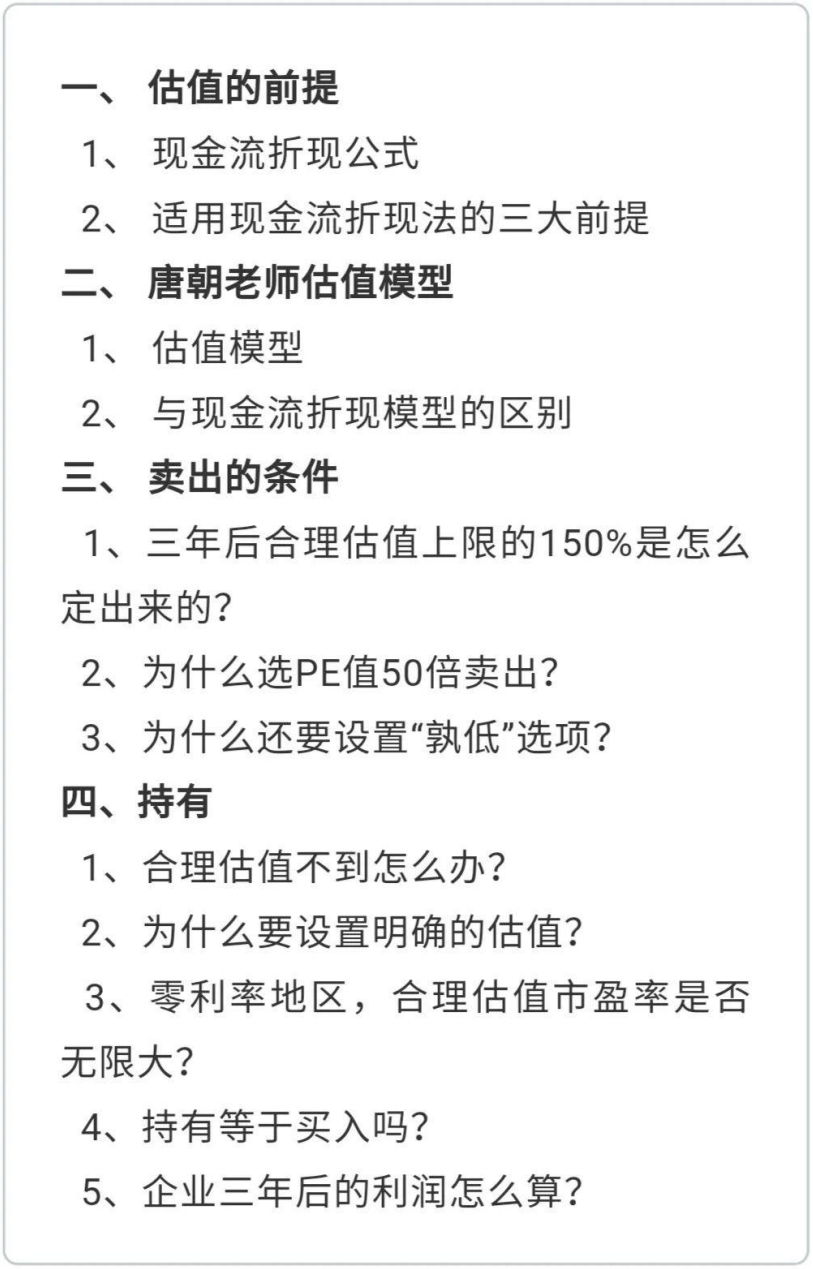


认真的朋友，可以将截图第二段里列举的公司 2019 年 5 月 18 日至今的走势图翻看一下，然后和自己账户收益做个对比，看看这些“众所周知的大白马”是不是那么不堪？

如果就在那天建个组合，平均持有上述 15 只股票，呆坐不动至今是什么战果？图片

也巧了，这篇文章正好还可以解答某些朋友“为什么要对陕煤采用 25 倍市盈率，会不会太过乐观？”的疑问。感兴趣的请点击→《散打投资 16》。

另外，昨天有位名叫@杨大掌柜 的朋友（名字挺霸气，其实是位娇滴滴的小美女），摘抄并整理了老唐关于估值的文章和答疑，形成了一篇精炼而系统的《一文梳理老唐估值法》，主要内容如截图



强烈建议新朋友阅读，我相信很多困惑都可以解决掉。

文章链接，我放在本文文末的“阅读原文”上。

3. 本周无读书笔记入选。

不好意思，不敬业的卖书郎借机插个广告。

出版社周二通知我：**京东对《手把手教你读财报：新准则升级版》做半价促销活动，到 14 号截止**，让我在书房里吆喝一声。

结果我给忘了，太不敬业了。

今天就是 14 号，还剩几小时，薅羊毛的朋友尽快去下手哈



本周运动

本周跑步三次，单次 10 公里，陪我家领导散步 1 次 4 公里。



周六早晨空腹口径，除皮净重 84.2kg（175cm），环比上周降了 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

唐书房 2021-03-15

交易记录：不负春光不负市场，赏花途中手机弹出洋河的到价提醒，顺手 1.513 元卖出 2%恒生 ETF，均价 157.8 元换成洋河。目前持仓如下表，2021 年内收益缩水至 3%✌😎

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	50436	628.00	11.35%
洋河股份	20%	3850±10%	＜1925	4700	2379	157.87	-33.10%
古井贡B	6%	770±10%	＜385	900	440	104.30	-3.42%
分众传媒	4%	……	＜700	1980	1466	9.99	1.22%
贵州茅台	4%	24000±10%	＜12000	……	24816	1975.45	-1.13%
海康威视	2%	4840±10%	＜2420	6960	5044	53.99	11.30%
陕西煤业	2%	……	＜930	2000	1205	12.05	29.01%
恒生ETF	35%	现金替代品				1.508	5.38%
沪深300						5035.54	-3.37%
上证指数						3419.95	-1.53%
2021/3/15			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8371	

附文：一文梳理老唐估值法

原创　杨大掌柜　杨大掌柜　2021-03-13

最近，集中读了一遍唐朝老师关于估值的文章，将他估值的思考过程摘录下来，我加上了目录和小标题，从估值前提、买入、卖出、持有四个方面理清估值思路和逻辑。如有疏漏，一定是我的问题。以下是本篇文章的框架：

一、 估值的前提

1、 现金流折现公式

2、 适用现金流折现法的三大前提

二、 唐朝老师估值模型

1、 估值模型

2、 与现金流折现模型的区别

三、 卖出的条件

1、三年后合理估值上限的 150%是怎么定出来的？

2、为什么选 PE 值 50 倍卖出？

3、为什么还要设置“孰低”选项？

四、持有

1、合理估值不到怎么办？

2、为什么要设置明确的估值？

3、零利率地区，合理估值市盈率是否无限大？

4、持有等于买入吗？

5、企业三年后的利润怎么算？

价值投资的真理，就是高抛低吸。重点在于需要知道“何处谓高，何处谓低”？即通过对企业的分析和理解，提前界定出企业“内在价值”，然后坐等股价明显高于内在价值时“高抛”，或股价明显低于内在价值时“低吸”，如此循环，财富就滚滚而来了。

计算内在价值的事情，通常被称为“估值”，估值的方法主要有两种：相对估值法和绝对估值法。

相对估值法简单的说就是参照公司甲的市场价格来估算公司乙的值。这方法倒是简单，毕竟甲的市价是个准确的数。但问题也很明显，先不说二者是否具备可比性，仅凭一个推理，便知道这个估值法的荒谬了：如果甲自己就严重高估或者严重低估，以甲为参照物的乙，能靠谱吗？

本质上来说，相对估值法是回避了“内在价值”的难题，以“假设甲的市价准确反映甲的内在价值 and 乙和甲品质相似”为前提，推出“乙的价值应该=X”的结论，然而这个三段论里的两个前提都存疑，最终的结论也就是纯粹瞎蒙了。

逻辑上合理的估值法是**绝对估值法**，即“未来自由现金流折现法”。简单的说，它的意思就是说：一家企业的内在价值，要先看这家企业的生命期内，股东总共能从当中抽出来多少钱（未来自由现金流），然后再算算这些钱相当于今天的多少钱（折现值）。

●一、估值的前提

1、现金流折现公式

公式的大意，是估值需要分四步：

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

②对 N 年内高增长产生的自由现金流，逐年折现加总，得出价值 A；

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

④企业价值=A+B，打个 4—7 折，就是投资者买入价。

这个公式里藏着很多**陷阱**：

①该企业 N 年内的高增长，你是如何确定的，证据和逻辑是什么？

②你对 N 年高增长的估算，错误的概率有多大？

③N+1 年后的永续增长假设，依据的是什么？

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

⑤4—7 折购买，究竟是 4 折还是 7 折，是梭哈还是分批，为什么？

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

2、适用现金流折现法的三大前提

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

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

首先，排除生命周期可能比较短，或者自己无法确定的企业。因为企业价值等于其存在周期里产生的所有现金流的折现值，所以生命周期比较短的企业或者无法确定的企业。

接着，排除利润含金量低的企业。一家企业，如果年复一年的赚取的利润，多是些应收账款，那代表

了该企业在产业链上弱势。弱势意味着不具备竞争优势，意味着产品和服务很容易被替代。这样的企业，利润≠可以拿出来支配的现金，今天有可以拿出来支配的现金≠明天会继续有可以拿出来支配的现金。

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

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

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

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

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

●二、唐朝老师估值模型

1、估值模型

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；

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。

2、与现金流折现模型的区别

①唐朝估值法是未来自由现金流折现法的简化版本

首先，无论用现金流折现还是老唐估值法，都需要确定三大前提：利润为真否？可持续否？维持当前盈利需要大量资本投入否？这是理解企业的范畴，不能回答这三个问题，根本轮不到谈论估值高或低，更谈不上企业内在价值究竟为几何。

在确定了这三大前提后，**老唐估值法中的 15~25 倍市盈率，实际上是将三年后的企业看作了一份收益率 4%~6.66%的理财产品。**也可以说是将理财产品看作一个“收益 100%确定+分红率 100%+0 增长”，或者在利息再投入假设下的“收益 100%确定+分红率 0%+增长为无风险收益率”的企业。

市场参与者，总是由于群体性悲观或者乐观作祟，时而更重视确定性和分红率，对同样能赚回 N 亿的企业，只愿意出比同等收益的理财产品低很多的价格接手；时而更重视增长率，对于同样赚回 N 亿的企业，愿意给出比同等收益理财产品高很多的价格。这种群体性的悲观和乐观，导致企业市值总是围绕着无风险

收益率对应价值左右摇摆，如同钟摆一样。

老唐这种简化估值法，和未来自由现金流折现法估算差异不大。比如，我们拿茅台来示范。茅台2018年净利润预计约为350亿上下，假如未来三年（2019~2021年），茅台的净利润分别为400亿，500亿，600亿（注意，仅仅是示意数字）。假设无风险收益率取值为5%，投股票承担的风险对价要求为3%，那么用两段式未来现金流折现法估值，一般是这样做的：

第一步，计算出前三年利润的折现值，然后加总。即400/108%+500/108%²+600/108%³=370+428+476=1274亿；

第二步，计算出2022年整体出售茅台公司的合理值。假设2021年后，茅台的永续增长率为5%，将其视为一个理财产品出售的合理价值=600×105%/（8%-5%）=21000亿。然后将2022年的21000亿折现到现在，用21000亿除以108%的四次方，得出现值=15436亿；

茅台公司内在价值=1274+15436=16710亿。然后，按照格雷厄姆和巴菲特的安全边际要求：为1元内在价值出价4毛到7毛，得出可买入价格位6684亿~11697亿之间，对应12.56亿总股本，得出单股买价区间532元~931元之间。

而如果使用老唐估值法，则2021年600亿净利润，对应25倍至30倍市盈率合理区间，内在价值为15000~18000亿。为获取100%利润空间，可以买入的价位为7500亿~9000亿之间，折合每股597~716元之间。

如果不是茅台，是另一家只能给予20倍~25倍区间的企业，那么内在价值为12000~15000亿之间，可以买入价格为6000~7500亿，折合每股478~597元之间。

实际上买入价位6000~9000亿这个范围（20~30倍市盈率），**相当于在以8%折现率和5%永续增长率的假设下，对估算出来的内在价值16710亿，再打36折到54折，略严格于4折到7折的安全边际要求。**或者换一种表述，相当于折现率取值略高于8%。

②都使用了约8%的折现率和约5%的永续增长率假设

这两个假设我个人理解，是受到西格尔教授《股市长线法宝》一书对美国市场长达两百多年里股票和长债收益率的研究结论影响，对于难以确定5%以上永续增长率（西格尔教授研究结论中的长期债券名义收益率）的企业，估值要大幅降低。

●三、卖出的条件

1、三年后合理估值上限的150%是怎么定出来的？

前提是一个估值假设：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1×1.08³=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50×1.04³=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。

2、为什么选 PE 值 50 倍卖出？

原因来自**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。

3、为什么还要设置“孰低”选项？

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”。

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。

●四、持有

1、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。

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。

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 100/1.04³=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，市场给多少倍市盈率，与我无关，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。

弄清楚了这个道理，剩下就只有两种状态：赚和躺赚。

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。

2、为什么要设置明确的估值？

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）有一段话，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。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……

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。

3、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：

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。

4、持有等于买入吗？

持有≠买入，两者的要求是不同的。理由如下：

①持有与买入的矛盾，一般发生在合理估值区间；

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

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

②合理估值从来不是一个准确的数值，而是一个模糊的区间；

合理估值，由两个词组成，合理+估值，联在一起表达的意思，是说当前股价下的公司总市值，基本等于该企业的内在价值。任何企业的内在价值都只有一个：它指的是这家企业存续期间——所能给股东创造的全部现金——的折现值。

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

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

③价值投资的核心特征就是占便宜，是五毛买一元，是一元卖两元；

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

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

④因此，持有≠买入。两者决策所需证据强度不同。

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

⑤例外

也有例外，可以不用去考虑高估、低估还是合理，那就是：发现了更具性价比的投资对象。当内在价

值 70~100 的股票，市价是 50、90 或是 110，本应该是标准持有状态，但你确信有另一只价值 100 的股票，市价只有 30。此时就不用考虑高估、低估或者合理了，卖掉它。

5、企业三年后的利润怎么算？

至此，唐朝老师估值法唯一一个未知数就是企业三年后的利润，他给出的答案是没有公式，只有看懂企业，只能 Good good study，day day up，这是个日拱一卒、终身学习的领域，无论你、我还是世界知名投资大师，都在天天学习，永无止境。这门课的乐趣是，你增加的任何一点积累，都将能够通过资本市场兑换成财富。

Yzb

您都说了看不懂董明珠这个人，为什么还要看格力电器的年报分析呢？

唐书房

大家点杀的呢，看一看又不会掉块肉，对不？如果能掉一块的话，我会更开心的

苟利国家生死以

抄代码的路过，祈祷洋河早日回高

唐书房

回到 270 有什么用呢？换成现金退出市场的话，你就真算赢了，但会吗？如果不会，还不是全部丢进下一个代码里，有区别吗？反正迟早都是市场的。

xx

我单吊海螺水泥，万一你的文章出来把海螺砸崩了怎么办。。。。具体啥时候发文啊，提前说一下我好跑出来。

唐书房

这种体系的话，其实我倒觉着可能越早出来越好，即有利于财富增长，也避免浪费自己的宝贵的生命真心话，不开玩笑。

雁过无痕

唐老师，陕西煤业三年后净利润无法预计，那么并不符合您三年获利 100%的买入条件，能解答一下我的疑问吗，请教了好几次了，能否眷顾一次，

唐书房

写过几千字你不看，总是希望得到一句几十字的秘诀，你想让我怎么回答你呢？几十字我搞不定，几千字你不愿看。所以，还是假装不在比较理想

雁过无痕

谢谢唐老师，那几千字其实我看了几次的，包括文章中的几大看点，但是后面您又说陕煤您是作为周期股来看，所以我有点迷糊，

唐书房

什么叫周期股？周期股的特点就是盈利随着宏观环境或者其他某种外在因素，不可控制地大起大落，所以我们才去寻找或模拟格雷厄姆所说的「正常平均收益」，并以此来实施估值。这个定义就注定了他三年后净利润无法预计。这样能看懂吗？

@hj

老唐像上汽现在的估值那么低，而且上汽现金流也很多，为什么没多少人看好？

唐书房

不懂。如果真好的话，为什么要去希望很多人来看好呢？想等他们买起来，丢给他们让你跑掉，系不系？那说明不是真好嘛

David 武

请教老唐，既然投资的长期回报与 ROE 是趋同的，那么高 ROE（例如 20%），但利润基本不增长的企业（符合三大原则），在低 PE 时买入并长期持有，是否应该会取得优于宽基指数的回报？

唐书房

要看分红。如果全部分掉，应该可以。如果不分，但利润不增长，价值无限趋近于零。

懒猫

唐总，凑个整吧，第十名留给南极电商。这公司确实不简单，属于小米的前辈，市场看他是无节操贴牌狂魔，其实他是做中低端产业链整合的企业，利用大牌未满，白牌以上的卡位，打出了自己的一片天。思考他的商业打法时，我都想拍大腿，这货太鬼精了

唐书房

估计九家都看不完，毕竟手上还有八家持有的企业呢！今年一共也就还有九个半月了

Lambers

老唐，请问您一个后期仓位分配的问题。如果市场给机会，公司进入理想买点的市值，按您目前的加仓计划，后期还有 6%的洋河，28%的茅台，以及 14%的陕煤需要加仓，合计 48%。那么，问题来了，您的现金替代品恒生 ETF 只有 36%，如果是陕煤最先到位，其次洋河，此时您已经用了 20%现金替代品。待茅台到位时，只剩下 16%现金替代品，若茅台要买足 32%仓位，还差 12%（32-4-16），请问这 12%您会卖其他股票换仓吗？还是顺其自然，茅台没买够就算了？问题挺长，麻烦老唐了

唐书房

问题的确有点长，没有看的很明白。你是不是想问，如果现金及现金替代品消耗完了，又发现某些股票跌入买点怎么办？如果是的话，答案是什么也不干。

大道至简

请教老唐兄，根据您对陕煤的买入分析一文，对于心仪股票的买入，是在距离理想买点不远的位置（例

如比买点高 20%）即试探性买入，接下来越跌越买直到买点出现完成全部建仓，而不是等买点出现后再进行买入，对吗？

唐书房

很奇怪，这个问题我记忆里你问过我答过呢！不让你看“有钱”了。答：合理估值到理想买点之间，随意，怎么做都对，没有标准答案，怎么舒服怎么弄。回答完毕。

功夫足球

老唐，对于投资者而言，是企业营收不断增长更重要还是利润不断增长更重要？

唐书房

都重要。

豆豆

请问老唐，陕煤的理想买的不是 1015 亿以下吗，怎么变成 930 以下亿啦？

唐书房

“理想”买点，理想理想理想，可以下手和理想位置是有区别的。

伏地魔

老唐好！之前在为什么跳过神华 H 那篇留言中表示不希望港股记价的股票市值占比太高，是因为判断人民币长期趋势是升值的因素吗？求解！

唐书房

我不希望港股占比太高的原因就是我不希望港股占比太高。我不知道人民币未来的趋势是升值还是贬值。

第925篇.　　2021.03.18 - 书房拾遗2021年第5期

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2021-03-18

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 5 期。

@Kun：唐老师，这个沪深 300 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？

@唐朝：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。

2021-02-22

@明月照大江：今年会是牛市吗？

@唐朝：这个计算量有点大，我的电脑模型大约需要 7500 个小时计算，等我算出来了告诉你哈图片

2021-02-22

@大盗贼：老唐你好，如果基金定投到了卖点，比如 30 倍之后全额赎回，那接下来的操作如果再继续定投的话，虽然名义收益率大概率还是会像推演的那样高，但资金的利用率明显低了不少。

资金做大之后是否就不适合定投了呢？

@唐朝：好事情不能两头占，你要吃高估赎回的便宜，就得接受接下来收益率低的缺点。否则也可以一直不赎回呀，就吃长期年化约 10%上下的指数回报。

@大盗贼：老唐这个回复真令人心服口服，我本来还以为接下来的低回报是指数基金定投的固有缺陷，老唐直接指出这并不是投资方式的缺陷，而是人性的缺陷。

2021-02-22

@何超：超满仓价值投资，都是白马公司，结果一个月过后挨了这么大锤，后面该坚持还是该认怂？

@唐朝：如果你是在询问我的建议的话，我认为早点认怂比较好。

因为如果将满仓买白马等同于价值投资，并认为做价值投资就不会挨大锤，这种所谓“价值投资”可能还不如炒技术指标靠谱。

起码炒技术指标的知道及时止损，还能留的青山在。

2021-02-27

@邢超：利用市场先生而不是被他利用，是不是要靠严明的操作纪律和严谨的计算能力啊？

@唐朝：需要真的理解股价波动的意义。纪律和计算能力不是必须的。

2021-02-27

@流：洋河酒是越来越难喝，记得以前喝个海之蓝都能回味无穷，现在喝之蓝都不行。以前亲戚朋友办事桌上放的都是天之蓝和梦之蓝，现在都是放国缘之类的完全看不到洋河酒了。

@唐朝：这是所谓的孕妇效应，人容易看到自己想看到的现象。

数字说话，仅江苏省内的销售额，洋河是今世缘的两倍，说明必然存在一些地方和你一样，认为洋河难喝，日常以国缘为主。

但同样存在着更多的地方，认为洋河好喝，以洋河（含双沟）为主。

2021-02-28

@屁哥：既然把比特币当做是一个投机资产，那就多思考愿意购买的人的想法，而不是单方面的想自己会不会去购买。

@唐朝：这就是体系的不同了。你认为投机资产要多思考购买者的想法，我直接将投机资产一脚踢开，省时省力。

2021-02-28

@宸霄：老唐，假如说你所投资的企业，价格已经接近你的卖出位置，但还没到卖出位置，之后就醒

来了幅度非常大的下跌，你是选择继续持有，看着账户的盈利变亏损，还是选择卖出呢？

@唐朝：继续持有，看着账户的盈利变亏损。

2021-03-04

@小码哥：看懂一家企业真的不容易，唐大分析企业好像也是龙头为主。

我有点疑惑的是，你只挑行业的龙头吗？为啥通常龙头比老二的估值要高，是龙头确定性更强么？

@唐朝：我心中没有什么龙头和老二的概念，只有一个个独立的企业，所以回答不了你这个问题。

2021-03-05

@漏网之鱼：请问唐朝老师，巴菲特曾经说过， 小资金通过大量翻阅上市公司年报，他自己肯定能做到每年 50%的收益，请问您认同他这个说法吗？

@唐朝：我认为这大概率是信息传播中的误读。

我没见过原文语境，但以我的理解巴菲特可能表达的是“以我现在的能力和资源，我可以用小资金做到每年 50%的收益”。

这么理解的证据很明显：巴菲特 1957~1969 年 13 年代客理财，资金量算是偏小的，但仅有 1968 年一年的收益率超过 50%。

2021-03-07

@武心飞翔：老唐好！就拿你今天加仓的洋河来说，买入价 166 元左右，去年 10 月这个价格也到过，想问的问题是去年 10 月那时候你有钱你会以这个价格买吗？

换句话说同样的价格，从高位跌下来你会买，从低位涨上去的时候你买吗？为什么？是由于你在今年初重新估值，现在价格在合理估值区间吗。请老师解惑！

@唐朝：应该不会。但这个决策与涨上去还是跌下来的没有关系，主要在于金钱本身也是有时间价值的，不同年份的同一个价格，并不等价。

@武心飞翔：谢谢老唐！略明白一点了，但还是不大通透。是不可以这样理解，去年 10 月买就贵了，现在买就在合理区间。原因是企业的价值增加了？

@唐朝：可以这么理解。但用贵字形容，略有偏差。应该说“看不见明显的便宜”。

2021-03-09

@爱钻研的李律师：关于市盈率的计算，我一直没搞明白。

比如说我想知道茅台今天的市盈率，是不是拿今天的市值 2.57 万亿除以茅台目前公布的三季报净利润 358 亿，即 257000÷358？

@唐朝：市盈率有三种口径：

①静态市盈率=市值/去年的年度净利润；

②动态市盈率，用在尚未披露年报时计算市盈率。分子还是市值，分母有三种，一季度净利润×4，二季度净利润×2，三季度净利润/3×4；

③滚动市盈率=市值/最近四个季度净利润之和。

@爱钻研的李律师：我记得您曾经说过滚动市盈率相对严谨，那么最近四个季度利润和应该怎么算，比如以现在的茅台为例。

@唐朝：就是茅台 2020 年前三季度净利润+2019 年第四季度净利润。

2021-03-09

@唐朝：偶然在一本很无聊的书上，看到这样一份白酒企业 2013~2015 年收盘价和市盈率数据统计表。这些数据是不是让你有点玄幻的感觉？那可真是个鼓动人捡钱，要被骂成骗子割韭菜的时间段



表 6-49　2013～2015 年年末白酒上市公司股票收盘价及评分、排名

2013 年				2014 年				2015 年			
公司名称	股票收盘价/元	评分	排名	公司名称	股票收盘价/元	评分	排名	公司名称	股票收盘价/元	评分	排名
贵州茅台	128.38	100.00	1	贵州茅台	189.62	100.00	1	贵州茅台	218.19	100.00	1
洋河股份	40.82	90.08	2	洋河股份	79.05	91.31	2	洋河股份	68.54	89.94	2
老白干酒	25.97	88.40	3	老白干酒	49.34	88.97	3	老白干酒	60.17	89.38	3
古井贡酒	22.42	88.00	4	古井贡酒	36.95	88.00	4	口子窖	42.94	88.22	4
泸州老窖	20.14	83.71	5	今世缘	27.87	80.87	5	古井贡酒	36.50	84.68	5
山西汾酒	19.30	82.13	6	山西汾酒	22.89	76.96	6	今世缘	33.53	81.61	6
五粮液	15.66	75.28	7	五粮液	21.50	75.86	7	迎驾贡酒	29.79	77.75	7
顺鑫农业	15.36	74.58	8	泸州老窖	20.40	75.00	8	五粮液	27.28	75.17	8
沱牌舍得	15.04	73.67	9	顺鑫农业	18.68	72.21	9	泸州老窖	27.12	75.00	9
酒鬼酒	14.12	71.07	10	沱牌舍得	18.63	72.13	10	沱牌舍得	22.89	69.93	10
伊力特	10.91	62.00	11	酒鬼酒	14.66	65.68	11	顺鑫农业	21.30	68.02	11
水井坊	10.19	59.23	12	皇台	12.39	62.00	12	山西汾酒	19.27	65.59	12
金种子酒	10.14	59.04	13	伊力特	12.28	61.50	13	*ST 酒鬼酒	17.90	63.95	13
皇台	7.79	50.00	14	金种子酒	11.67	58.70	14	伊力特	14.65	58.87	14
				水井坊	9.77	50.00	15	*ST 皇台	14.08	57.78	15
								*ST 水井坊	12.74	55.20	16
								金种子酒	10.04	50.00	17



表 6-51　2013～2015 年白酒上市公司市盈率及评分、排名

2013 年				2014 年				2015 年			
公司名称	市盈率/倍	评分	排名	公司名称	市盈率/倍	评分	排名	公司名称	市盈率/倍	评分	排名
五粮液	7.46	100.00	1	五粮液	13.99	100.00	1	五粮液	16.77	100.00	1
泸州老窖	8.20	95.26	2	贵州茅台	15.52	96.29	2	贵州茅台	17.68	97.88	2
洋河股份	8.82	91.97	3	伊力特	20.20	88.44	3	洋河股份	19.25	94.71	3
贵州茅台	9.69	88.00	4	今世缘	20.54	88.00	4	伊力特	22.92	89.00	4
山西汾酒	17.40	75.98	5	顺鑫农业	26.22	80.30	5	今世缘	24.55	86.31	5
伊力特	17.64	75.78	6	洋河股份	26.44	80.07	6	古井贡酒	25.70	84.20	6
古井贡酒	18.08	75.41	7	古井贡酒	31.05	75.97	7	泸州老窖	25.83	83.99	7
顺鑫农业	34.08	70.78	8	泸州老窖	32.38	75.00	8	山西汾酒	32.05	75.29	8
金种子酒	42.25	68.94	9	山西汾酒	55.71	69.15	9	顺鑫农业	32.30	75.00	9
老白干酒	55.26	67.13	10	金种子酒	72.94	67.24	10	口子窖	40.51	70.80	10
沱牌舍得	430.95	62.00	11	老白干酒	117.48	64.89	11	迎驾贡酒	43.17	69.78	11
水井坊	-32.42	57.50	12	沱牌舍得	469.27	62.00	12	*ST 酒鬼酒	65.66	64.46	12
皇台	-45.82	56.41	13	水井坊	-11.41	56.94	13	*ST 水井坊	70.74	63.73	13
酒鬼酒	-125.07	50.00	14	酒鬼酒	-48.87	51.15	14	老白干酒	111.43	59.09	14
				皇台	-56.32	50.00	15	金种子酒	111.56	59.08	15
								*ST 皇台	352.00	52.17	16
								沱牌舍得	1084.83	50.00	17

@唐朝：这位作者的各种精密数据堆了一大堆，结论也和老唐一样，站在 2013~2015 年，最有投资价值的白酒企业：茅台第一，洋河第二。

结果洋河被五粮液老窖汾酒虐成狗了。

好在即便虐成狗，都还算是条肥狗图片——从 2015 年底到 2021 年 3 月 9 日收盘，后复权 2.75 倍，年化收益率 21.5%。

表 6-54　2013 年年末白酒上市公司股票投资价值评分及排名

公司名称	评分						排名
	股票收盘价（3.3924）	每股净资产（2.5648）	市盈率（1.9841）	市净率（1.1764）	户均持股市值（4.6785）	股票投资价值（13.7962）	
贵州茅台	100.00	100.00	88.00	65.72	100.00	13.15	1
洋河股份	90.08	91.07	91.97	88.00	96.90	12.79	2
泸州老窖	83.71	88.00	95.26	80.22	90.80	12.18	3
五粮液	75.28	88.71	100.00	100.00	76.73	11.58	4
古井贡酒	88.00	87.09	75.41	69.00	86.02	11.55	5
老白干酒	88.40	65.38	67.13	53.62	88.00	10.76	6
顺鑫农业	74.58	83.19	70.78	91.39	73.33	10.57	7
山西汾酒	82.13	65.14	75.98	57.19	77.41	10.26	8
沱牌舍得	73.67	80.21	62.00	90.64	67.55	10.01	9
伊力特	62.00	59.77	75.78	62.00	62.00	8.77	10
酒鬼酒	71.07	71.32	50.00	84.30	50.00	8.56	11
金种子酒	59.04	62.00	68.94	84.50	50.39	8.31	12
皇台	50.00	50.00	56.41	50.00	71.61	8.04	13
水井坊	59.23	59.46	57.50	65.96	53.90	7.97	14

注：括号内为权重。

表 6-55　2014 年年末白酒上市公司股票投资价值评分及排名

公司名称	评分						排名
	股票收盘价（3.3924）	每股净资产（2.5648）	市盈率（1.9841）	市净率（1.1764）	户均持股市值（4.6785）	股票投资价值（13.7962）	
贵州茅台	100.00	100.00	96.29	71.97	96.51	13.23	1
洋河股份	91.31	90.98	80.07	65.22	100.00	12.47	2
五粮液	75.86	88.47	100.00	100.00	75.00	11.51	3
今世缘	80.87	77.35	88.00	75.00	88.00	11.47	4
古井贡酒	88.00	84.53	75.97	62.00	83.04	11.28	5

232

续表

公司名称	评分						排名
	股票收盘价（3.3924）	每股净资产（2.5648）	市盈率（1.9841）	市净率（1.1764）	户均持股市值（4.6785）	股票投资价值（13.7962）	
顺鑫农业	72.21	88.00	80.30	99.40	76.18	11.03	6
老白干酒	88.97	65.80	64.89	53.02	88.33	10.75	7
泸州老窖	75.00	76.56	75.00	86.57	79.81	10.75	8
沱牌舍得	72.13	75.00	62.00	88.64	68.72	9.86	9
山西汾酒	76.96	64.47	69.15	60.01	72.54	9.74	10
伊力特	61.50	61.04	88.44	81.67	62.00	9.27	11
金种子酒	58.70	62.00	67.24	86.86	55.19	8.52	12
酒鬼酒	65.68	67.58	51.15	88.00	52.10	8.45	13
皇台	62.00	50.00	50.00	50.00	71.33	8.30	14
水井坊	50.00	56.52	56.94	74.65	50.00	7.49	15

注：括号内为权重。

表 6-56　2015 年年末白酒上市公司股票投资价值评分及排名

公司名称	评分						排名
	股票收盘价（3.3924）	每股净资产（2.5648）	市盈率（1.9841）	市净率（1.1764）	户均持股市值（4.6785）	股票投资价值（13.7962）	
贵州茅台	100.00	100.00	97.88	70.36	95.14	13.18	1
洋河股份	89.94	89.65	94.71	68.62	100.00	12.72	2
五粮液	75.17	88.55	100.00	97.91	72.05	11.33	3
古井贡酒	84.68	88.02	84.20	75.00	72.70	11.08	4
今世缘	81.61	81.25	86.31	71.38	76.29	10.97	5
老白干酒	89.38	84.72	59.09	58.89	83.40	10.97	6
口子窖	88.22	71.93	70.80	58.51	83.38	10.83	7
泸州老窖	75.00	78.03	83.99	77.81	72.99	10.54	8
顺鑫农业	68.02	87.69	75.00	100.00	60.19	10.04	9
迎驾贡酒	77.75	63.22	69.78	59.54	55.65	8.95	10
山西汾酒	65.59	66.29	75.29	75.86	55.77	8.92	11
沱牌舍得	69.93	75.00	50.00	85.83	56.05	8.92	12
伊力特	58.87	61.28	89.00	82.39	51.18	8.70	13
*ST 酒鬼酒	63.95	67.95	64.46	88.45	50.02	8.57	14
金种子酒	50.00	60.95	59.08	96.54	50.00	7.91	15
*ST 水井坊	55.20	56.29	63.73	66.10	52.51	7.82	16
*ST 皇台	57.78	50.00	52.17	50.00	58.19	7.59	17

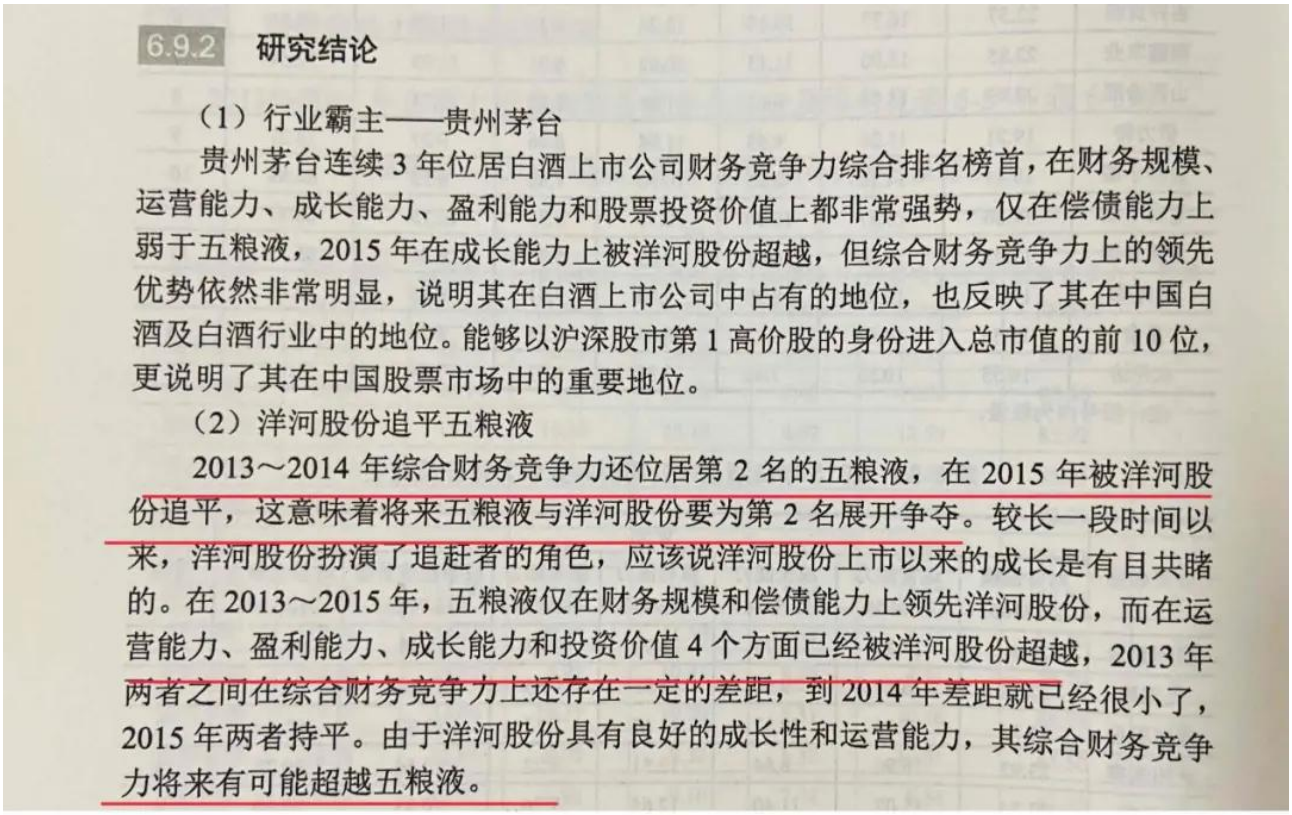
注：括号内为权重。

2021-03-10

@唐朝：哈哈，难得遇到一个和老唐一起被打脸的：看好洋河超过五粮液的。

估计也是被那几年四大名酒董事会集体错判误导了（见《新手财》322~329 页）。

不过，这本书 2018 年 2 月出版的，按说是 2017 年写的，看样子比笨老唐醒悟的还要晚点儿



6.9.2 研究结论

（1）行业霸主——贵州茅台

贵州茅台连续3年位居白酒上市公司财务竞争力综合排名榜首，在财务规模、运营能力、成长能力、盈利能力和股票投资价值上都非常强势，仅在偿债能力上弱于五粮液，2015年在成长能力上被洋河股份超越，但综合财务竞争力上的领先优势依然非常明显，说明其在白酒上市公司中占有的地位，也反映了其在中国白酒及白酒行业中的地位。能够以沪深股市第1高价股的身份进入总市值的前10位，更说明了其在中国股票市场中的重要地位。

（2）洋河股份追平五粮液

2013～2014年综合财务竞争力还位居第2名的五粮液，在2015年被洋河股份追平，这意味着将来五粮液与洋河股份要为第2名展开争夺。较长一段时间以来，洋河股份扮演了追赶者的角色，应该说洋河股份上市以来的成长是有目共睹的。在2013～2015年，五粮液仅在财务规模和偿债能力上领先洋河股份，而在运营能力、盈利能力、成长能力和投资价值4个方面已经被洋河股份超越，2013年两者之间在综合财务竞争力上还存在一定的差距，到2014年差距就已经很小了，2015年两者持平。由于洋河股份具有良好的成长性和运营能力，其综合财务竞争力将来有可能超越五粮液。

@好时：按照当时情况的逻辑，数据推理，错判是正常，我们现在看到的是结果，这个例子告诉我们做投资不应该是结果导向，对吗，唐兄？

@唐朝：对头。

2021-03-10

@zion：请教老唐，洋河是在“当年”，也就是2021年的净利润（90亿）的合理估值倍数下开始买入。为何茅台是计划在“明年”，也就是2022年的净利润（675亿）的合理估值倍数下开始买入？

翻了之前《老唐估值法答疑之再续20201217》这篇文章，发现也是存在这个疑问。还请老唐指教。

@唐朝：因为下跌不可能是一蹴而就的。

茅台要从3.2万亿以上跌到2万亿出头（假如，我说的是假如哈），它需要一段时间，我估摸着最快也要年底去了，那个时候2022年的预计净利润就变成它的“当年”了。

2021-03-10

@群：陕西煤业属于重资产得周期股，个人感觉用PB去估值更合适。

从2014年至今，中轴位约为1.6倍PB，1.4倍至1.9倍为合理区间。高于1.9倍，或者低于1.1倍，处于相对高估和低估。

个人感觉1.4倍PB可入手，对应市值943亿。高于1.9倍PB就不会再买入，对应市值1279亿。高于2.2倍PB，对应市值1481亿，会大规模减持。

@唐朝：相对于依赖历史数据统计出来的“规律”，我更喜欢演绎法的逻辑。

2021-03-12

@李博：老唐你最近的买入策略都是越跌越买，想请教一下，如果是你非常熟悉而且确定的公司在理想买点以下，你会越跌越买，还是一把梭哈？

@唐朝：应该是一把梭吧，没有道理拿着现金等，等什么呢？

2021-03-12

@Lambers ：老唐，请问您一个后期仓位分配的问题。

如果市场给机会，公司进入理想买点的市值，按您目前的加仓计划，后期还有 6%的洋河，28%的茅台，以及 14%的陕煤需要加仓，合计 48%。

那么，问题来了，您的现金替代品恒生 ETF 只有 36%，如果是陕煤最先到位，其次洋河，此时您已经用了 20%现金替代品。

待茅台到位时，只剩下 16%现金替代品，若茅台要买足 32%仓位，还差 12%（32-4-16），

请问这 12%您会卖其他股票换仓吗？还是顺其自然，茅台没买够就算了？问题挺长，麻烦老唐了。

@唐朝：是有点长。你是不是想问，如果现金及现金替代品消耗完了，又发现某些股票跌入买点怎么办？

如果是的话，答案是：什么也不干。

2021-03-14

@大道至简：请教老唐兄，根据您对陕煤的买入分析一文，对于心仪股票的买入，是在距离理想买点不远的位置（例如比买点高 20%）即试探性买入，接下来越跌越买直到买点出现完成全部建仓，而不是等买点出现后再进行买入，对吗？

@唐朝：这问题回答过很多次了。算了，不推荐你发送“有钱”提取旧文阅读了。直接说结论：

当年合理估值到理想买点之间，随意，怎么做都对，没有标准答案。依照自己的持仓结构和对波动的承受能力，怎么舒服怎么弄。

回答完毕。

2021-03-14

@Dave：求教老唐：巴菲特和格雷厄姆都提倡长期定投指数基金。您个人也表示赞同，并持有一定的指数基金。

那么，请问您怎么看指数基金是否该卖出？如果卖出,是根据估值市盈率,还是历史百分位？

@唐朝：根据市盈率。

2021-03-14

@YY：老唐啥时候聊下学习方法，或者个人经验，让我等借鉴借鉴，参考参考

@唐朝：我没啥学习方法。如果非要说有，也就是：坐下来，打开书，一路拱过去。

@YY：看完就忘得七七八八了，说不出所以然

@唐朝：这只是说明：一，量不够。二，没有拿来运用。加量+加运用，很快就会改观的。

2021-03-16

@猎豹：老唐，静等海康回调充分，要熬到啥时候啊

@唐朝：投资不需要熬，凡是“熬”着的，都说明内心本质其实还是想「炒」。

2021-03-16

@守正出奇：老唐的手把手教你读财报、巴芒演义、价值投资实战手册我都读了很多遍，本来信心满满，

但对照老唐剔除茅台后年化 19.5%的收益率，突然觉得我期望的 20%好像非常遥远，有点失落又有点

沮丧……

@唐朝：理解理解。而且要很遗憾的告诉你，20%的长期年化，真的非常难，世界级大师们也没有几位达到。

个人估计你我从投资开始到生命结束，估计也是不大可能达到20%的。

@守正出奇：格雷厄姆对盖可保险公司的投资，胜过他过去20年做过的无数次投资！

他的感悟是：“一个幸运的投资机遇，或者一次极为精明的投资决策，就有可能赚到大钱，超过一个投资能手辛辛苦苦投资一辈子赚到的所有的小钱。”

看来想要整个投资生涯获得满意的年化收益率，或许我们都需要一些运气。

@唐朝：运气谁都想要，问题是它不是靠想可以解决的。

如果说收益是能力和运气的综合结果，我们能努力的方向只有能力。

缺乏能力的情况下，即使运气花枝招展的走来，你也不认识，更别说去牵她的手了

而具备能力的人，不仅在机会来临的时候可以顺利抓住，而且在遇到坏运气时，也可能靠自己的努力点“屎”成金，综合下来“运气”就会很好。

——参看《巴芒演义》里风车公司、伯克希尔、布法罗晚报、华盛顿邮报、所罗门兄弟、通用再保等案例。

我去年初的一篇文章里写过这样一句话：人生所有的努力，就是为了让自己有得选。

今天，我将这句话小修一下，再送给朋友们：人生所有的努力，就是为了让自己面临选择时，有能力选中大概率正确的那个选项

2021-03-16

@孔方律师：老唐，您好！经常有人质疑你分享的目的，原因其实很简单，因为传统文化中高尚道德与金钱不能挂钩，而你却想两者兼得。

你直接表明态度，可能会排除掉更多的非议——即表明你想在推广价值投资的同时、自己好奇探索的同时，也能够带来自身财富的增加。

其实这样作为粉丝我也能理解！否则就可能持续引发争议。

一点陋见，见谅。

@唐朝：能不能理解，我无所谓。猜测也好，争议也罢，随意就好，我不需要、也没打算向谁解释。

开心就聊聊，不舒服就拉黑，有动力就分享，没动力就关了，我的世界一直很简单。

三年前28万多粉丝的某球账号，我就是这样放弃的。

2021-03-16

@何佩之：历史数据来看，市场好像并不看好all cash is equal。

比如工商银行2011-2020年实现的净利润为2.7万亿，但2011年其市值约1.48万亿，今天市值1.94万亿（未考虑分红再投资）。

而前期茅台高点PE都达到了60倍，科技股常常有80甚至100倍高估值，感觉市场资金给cash的定价并不相等。

投资者该如何适从呢？请老唐指导。

@唐朝：你完全错误地理解了“all cash is equal”这句话。很明显，你将其误解为「所有公司利润

表上每 1 元钱的净利润数字是等价的」啦。

2021-03-16

aixiang

老唐，怎么理解张磊“守正出奇”中“出奇”的思维

唐书房

不懂，没注意过他有什么出奇的思维。我个人不喜欢出奇，我就守正守正守正一直守正

安然♡

最后的一个问题，我明明是明白的啊，可是这么回答，我又不懂了

唐书房

企业价值是自由现金的折现值，不是净利润的折现值。净利润≠自由现金，这个很难理解吗？

阿明

唐老师您好 在买入一支股票后 怎样才能保持耐心 有什么好办法

唐书房

确定你自己知道它值多少钱。

周小学生

老唐，集中持股到什么程度算合理或者说持股分散到什么程度算合理？你一般有没有单支个股的最高持股比例限制或者前几大重仓股占总仓位的大致比例安排？

唐书房

没什么准确的数字。但以我的经验看，1 个亿以下的资金，最多三五个行业，七八只股票，就算足够分散了。

Su.

哪里看沪深 300 市盈率呀老唐

唐书房

第 8888 遍回复：微信小程序“且慢指数估值”，免费的，每个交易日晚八点更新。

价投 Daniel

请问老唐，点杀那篇文章讲到的：洋河跌到了当年合理估值区间中值（90*27.5=2475）

90 亿是您预估 2021 年洋河净利润，以 2021 年净利润（不是三年后呀？？）*当前无风险收益率，得出当年合理估值？这好像不是老唐估值法里的内容吧？

另外这个“当年”是指今年？

唐书房

对于符合三大前提的企业，当年利润×25~30，是其当年的合理估值，其实也就是相当于将其直接视为一份债券。理想买点是三年后合理估值的 50%，是考虑了成长因素并预留了安全边际。当年合理估值之下到理想买点之间的处理方式，见文中问答。

泛海

老唐好！是否可以这样理解：只要 300ETF 背后的公司整体持续盈利，那么 30 倍市盈率到来的时间越晚越好。如果没到 30 倍市盈率，就安心持有。谢谢

唐书房

可以。当然，如果你有了更好的投资对象时，就不需要执着于 25 或者 30 了。

第926篇.　　2021.03.20－请“神”入凡间----我读《巴芒演义》

曼谷的小象　唐书房　2021-03-20

曾经因为工作原因，我用微信搜索关于银行的一个专业问题，找到一个小公号转载的几篇文章。

我花了几天时间读完，发现内容通俗易懂，不吊书袋，对于一些概念的来龙去脉讲得很清楚；可是又不像“外行”东拼西凑的，专业问题的分析很有深度。

当时我也没多想，以为货币银行学科班出身的专业人士，心血来潮写的科普文。

现在回头看，我之前搜到的竟然是别人抄袭老唐的“18 节课看透银行业”。

这件事给我的触动是：如能坚持学习，我们这样的普通人也能深入理解一个行业。

在疫情肆虐的日子里，老唐又为我们送上《巴芒演义》。

这本书以巴菲特、芒格两位大师为主线，将价值投资核心思想的演化过程娓娓道来。

它的妙处很多，比如：易读——文笔流畅，完全没有阅读专业书籍中译本的无力感（汉字全认识、意思全不懂）；

有趣——生动个案点缀全书，初读以为是好玩，再读才知其隐藏的投资思想或大师心路历程；

散而不乱——投资大师们如历史长河中不朽的星辰，在一张交织的网中实现了投资思想的交融和进化。

这本书一个非常突出的特点是避免“造神”。

老唐将巴菲特、芒格等大神请入凡间，一下子拉进了我们学习的距离。

伟大的哲学家、数学家莱布尼茨说“自然从不飞跃”。《巴芒演义》呈现的这张网，是格雷厄姆、费雪、巴菲特、芒格等诸多大师身体力行、日积跬步织结而成，虽有各种偶然，但决非一蹴而就。

在知晓价值投资的核心理念的情况下，我们要做的就是以其为指引，正确地分析企业。

正如老唐在《手财 2》后记中的一段话：“研究具体企业需要踏踏实实读财报，仔仔细细核数据，没有任何捷径可走，没有投机取巧的空间。”

这就是“瞅地”的过程，是将理论应用于实践、将道与术相结合的过程，也是我们接下来复制价值投资思想需要花最多时间和精力的地方。

一、人生从不飞跃，种瓜得瓜、种豆得豆

巴菲特并非一生下来就天赋异禀，顺顺当当就成为投资大师，或者畅销读物中点石成金的“股神”。

他的人生道路未曾发生飞跃，而是沿着正确的方向一步一步积累、前进，积跬步而至千里。

小时候的巴菲特，面对大萧条带来的生活艰辛，满脑子都是如何变富。

他先后尝试了各种赚钱方式，卖可乐、送报纸、经营弹球机、捡二手高尔夫球、编写赛马投注系统等。

大学时期，巴菲特对投资相关课程更感兴趣。进入格雷厄姆课堂后，他像海绵一样汲取宝贵的投资知识。

大学毕业时，巴菲特并未听取父辈建议去找保洁等大公司的稳定工作，而是坚定地走上投资道路。

丰富的生活经历以及不断赚取的“小钱”经过时间和复利的威力，最终成为他登上价值投资殿堂、创造巨大财富的基础。

巴菲特的人生进阶的过程中，对人品和信誉的珍视也是一个不容忽视的因素。

在管理基金的时期，巴菲特通过努力给客户赚钱获取财富；而同时代的蔡志勇则靠出售客户的信任获取财富。最终两人在个人成就和财富上的分野，在这里埋下了伏笔。

1969 年，巴菲特清算基金时，拿出现金和三只估值合理的股票让投资者选择，并且坦诚的告诉他们多元零售和伯克希尔未来的价值会有长足增长。对于自己理财的投资者，向他们推荐了芒格、比尔•鲁安等靠谱的基金管理者。

巴菲特、芒格对人品和信誉的珍视，在日后人生进阶过程中发挥了重要作用。

比如：华尔街曾风靡恶意收购并快速出售获利的投机行为，但基于对巴菲特的信任，一些优质企业仍愿意被他收购，因为其所有者相信巴菲特会买入并持有，这也帮助巴菲特顺利实现对几家现金奶牛企业的完全收购；

2007 年，伯克希尔在收购马尔蒙集团时，先收购 60%股权，并承诺未来 6 年收购剩下的股权，普利兹克家族知道，“无论混乱的金融市场会如何，我们都会说到做到”。

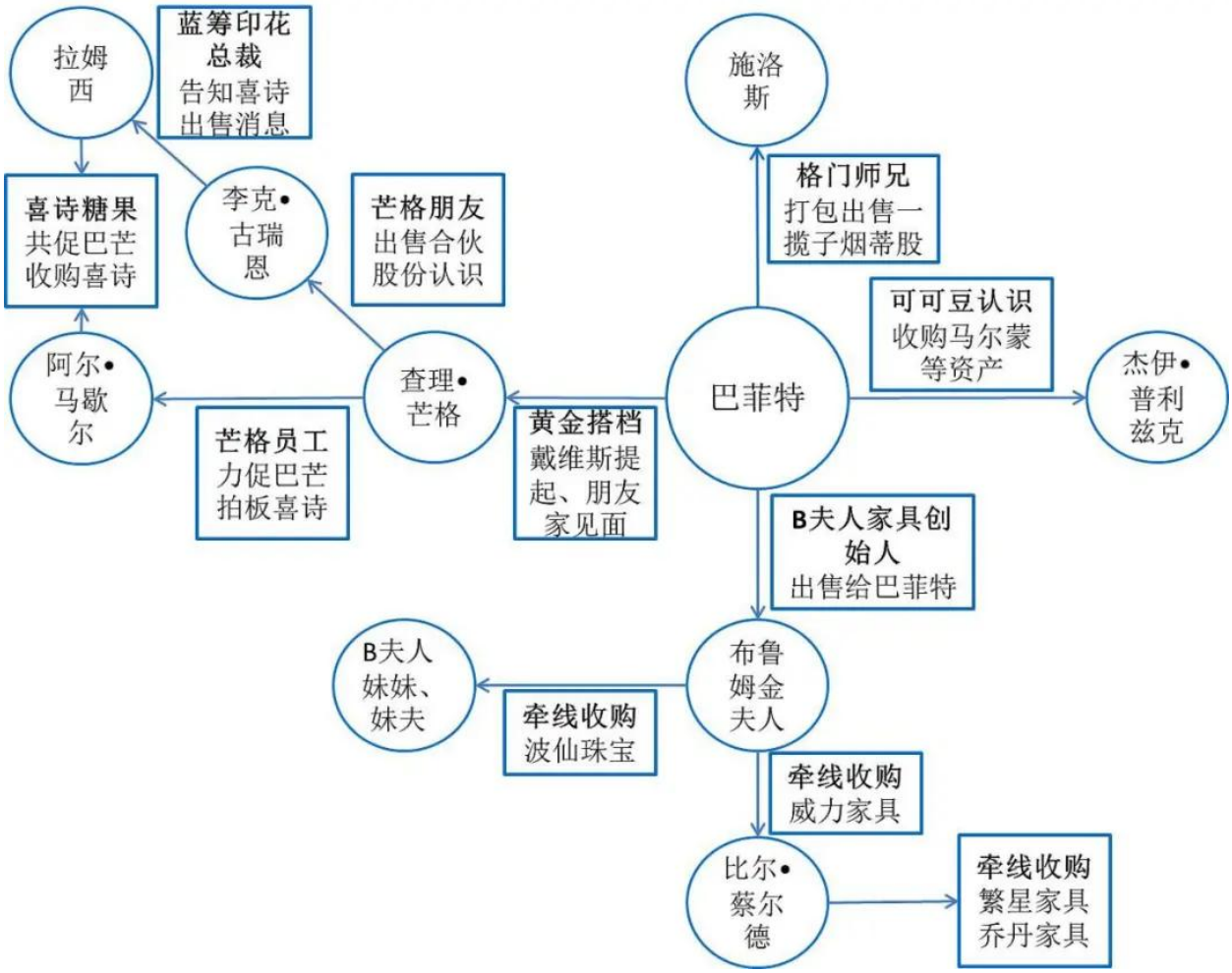


图 1　巴芒重要收购关系简图

二、思想从不飞跃，敢于反思、不断进化

《证券分析》宣告格雷厄姆投资体系的基本成型。

格雷厄姆在书中旗帜鲜明地否定了华尔街流行的图表分析，并于 1973 年第四版《聪明的投资者》中再次提醒读者，“这种方法是荒谬的”。

“破旧”之后，格雷厄姆的最大贡献在于“立新”，他“首次让证券的分析过程，变成像生物学家解剖青蛙一样，所有步骤都可重复、可验证的科学”。

他提出了若干重要概念：“股票….是代表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”（买股票就是买公司），“安全边际”（最坏情况下企业内在价值高于投资者本金的差额），“市场先生”（每天对股权进行报价，有时心情愉快，有时情绪低落，行为越癫狂对价值投资者越有利）。

格雷厄姆在股票投资上，坚持以较低于净营运资产 2/3 的价格买入烟蒂股，分散持有，依赖于企业财务报表进行判断，在价值回归后卖出，或通过控制后推动价值实现。

在资产配置上，格雷厄姆强调有一定比例应投资于债券。

巴菲特虽然一直珍视老师的几个重要投资理念，如安全边际理念（最终转化为以合理价格买入优质企业），但两位大师的思想为他投资思想的进化提供了重要养份。

一是费雪，在格雷厄姆的道路之外发展了自己独立的投资理念：集中持有优质、成长企业的股票，持有期限超长；对股债配比嗤之以鼻。

在吸收费雪思想后，巴菲特的投资思想实现了第一次大的进化，以至于他后来说，“我是 85%的格雷厄姆和 15%的费雪”。

二是芒格，由于最初从事律师工作且自己独立做房地产等各类生意，在投资思路上完全不受固有框架的束缚。他很早就认识到，与烂人打交道，将会麻烦不断。

巴菲特与芒格一见如故，芒格将巴菲特“推进了不要光买便宜货的投资方向”。

巴菲特将格雷厄姆与芒格思想结合起来，接受了“以合理价格购买优质企业”，投资思想实现了第二次大的进化。

如果说收购蓝筹印花还有烟蒂股投资的烙印，在依靠芒格帮助解决其诉讼问题后，利用蓝筹印花的浮存金收购喜诗糖果则是巴菲特摆脱烟蒂股投资，转向陪伴优质企业成长的重要标志。

投资可口可乐则是观察巴菲特投资思想持续进化的一个经典案例。

巴菲特没有在 1987 年股灾可口可乐股价低谷时买入，而是在 1988 年股价相对高位时买入。

老唐替我们剖析了最接近真相的原因：可口可乐承认推出新口味产品的实验失败，重新聚集传统可口可乐。

这个案例体现了价值投资的几个要点：企业有较高的净资产收益率，利润真实，维持当前盈利能力不需要大量资本投入。

此外，超级品牌会形成经济商誉，构筑起又宽又深的护城河。从这个角度看，贵州茅台也有类似的特性。

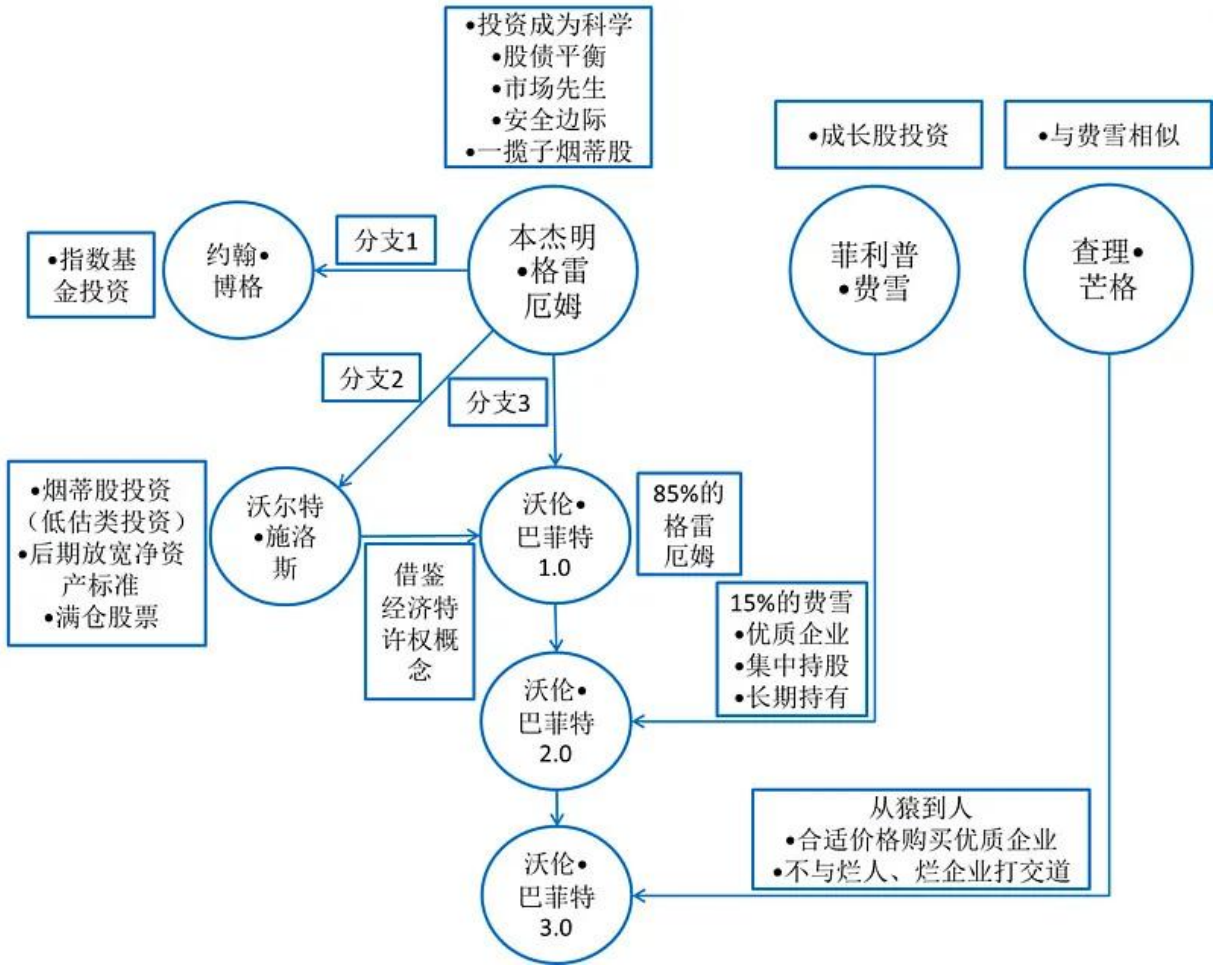


图 2　巴菲特思想演进简图

三、能力从不飞跃，逐步拓展能力圈、不断纠错

大家都很敬佩巴菲特、芒格眼光很准，有能力发现好企业、想出合理的交易结构。其实，以巴菲特为例，他的好眼光也是通过逐步积累和实践练就的。

早在为格雷厄姆-纽曼公司工作期间，巴菲特发现盖可保险并不符合格雷厄姆选股标准，却被格雷厄姆重仓并亲自担任董事长，为此前往盖可保险总部一看究竟。

在这里，他遇见了一辈子的偶像兼导师洛里默•戴维森。戴维森的早期经历除了值得谨记的“远离杠杆、不要做空”外，还向巴菲特展示了保险公司浮存金的巨大魔力，这可以说是伯克希尔帝国的萌芽。

另一个令巴菲特增长见识的案例是洛克伍德巧克力公司交易，杰伊•普利兹克设计出天才的避税结构，关停部分业务，将可可豆库存用于分配和回购，节省了因库存可可豆涨价引起的潜在税收支出。

2013 年，巴菲特在处置华盛顿邮报的投资时，也通过将部分资产剥离用于回购对价，从而节省数亿美元的税赋支出。

当然，巴菲特也是凡人，也有看错的时候，比如烟蒂股投资最大的失败伯克希尔-哈撒韦，曾经让伯克希尔流血不止的通用再保险。

对于前者，巴菲特大方承认，并且通过反思摒弃烟蒂股投资。对于后者，巴菲特也许私下反思过曲线减持而放松企业甄别的恶果。

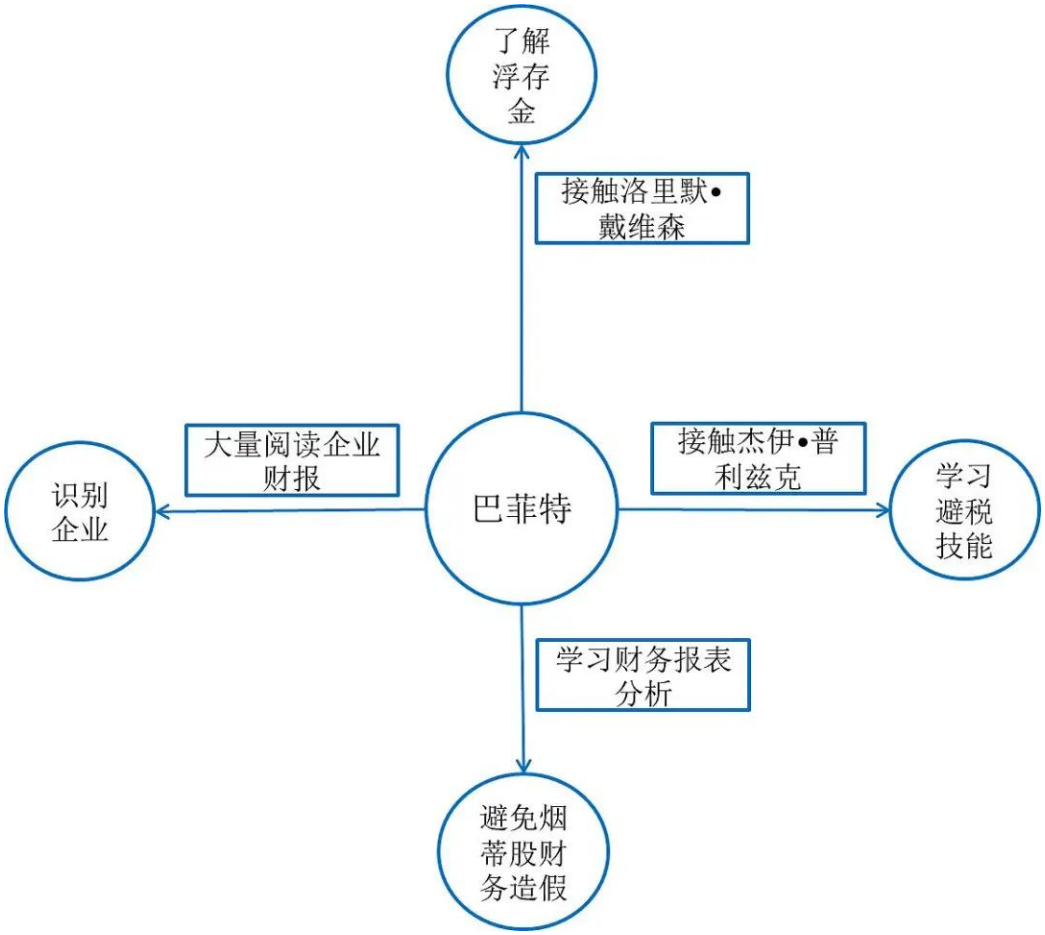


图 3 巴菲特拓展能力圈的几个途径

四、企业从不飞跃，别瞅傻子、瞅地

巴菲特小时候经常去父亲的证券经纪公司玩，逐渐迷上了整理股价趋势图、观察涨跌趋势，试图参透其中的奥秘。

11 岁那年，小巴菲特以每股 38 美元买入 3 股城市设施优选股，并给姐姐多丽丝也买了 3 股。不过，股价快速下跌至 27 美元，这时他受了到来自姐姐的无形压力。

几经波折，股价升至 40 美元时，巴菲特抛出，获利 5 美元。但是，在他清仓后，股价快速上涨至 200 美元。

《巴菲特传》的作者罗杰-洛温斯坦写到，“这也给小巴菲特上了很好的一课—在股海沉浮中，投资者必须要有耐心和定力”。

在传统观念及其他投资体系中，股价大幅波动构成投资风险。

不过，巴菲特-芒格投资思想体系里，风险是指“一项投资在其预计的持有期内所收到的税后收入加总，是否能让投资者维持原有的购买力，并得到合理的利息回报”，股价波动并不构成风险。

1996 年，巴菲特致股东的信中进一步说到：“在我看来，投资专业的学生只需要学习两门课就够了，如何给公司估值和如何面对市价波动。”

市场先生的情绪变化无常，股价波动无法猜测，投资者不应将精力放在股价波动上，而应聚集于企业。

企业的正常生产经营、投入-产出都有一定的周期。除非生产条件或外部环境发生重大变化，企业价值不会在短期内有大的变动。

正如巴菲特购买后几乎没有关注过的那块农地一样，投资者真正值得关心的是农地产出是否持续令人满意，以及农地产出再投资情况。

对应企业，便是企业的持续经营收益如何，以及企业留存利润再投资回报率如何。

选择优质企业，与好人为伍，往往不需做什么，只需要坐着享受优秀者努力的成果就好。

我猜想，已经步入价值投资殿堂的巴菲特，或许会回忆起 11 岁那年买卖股票的经历。

罗杰-洛温斯坦说的“耐心和定力”，似乎只谈到了“如何面对股价波动”这一层，背后还有如何选对公司并对其进行估值，心中如果没有对正确公司估值的锚，恐怕也很难真正保持“耐心和定力”。

老唐在《巴芒演义》第四十二回用六个字将这两堂重要的课进行了形象概括：别瞅傻子，瞅地！

五、日拱一卒，普通人的可复制之路

老唐在《巴芒演义》中着重写了巴菲特以及其他投资大师、著名投机家的失败案例或教训，还写下自己 20 年前因贪小便宜心理而收假钱的糗事，至少有三层意义：

1、在歧路口立下“此路不通”的牌子

在《穷查理宝典》中，芒格有一篇专门的演讲，不是教育后生如何变得成功，而是告诫大家不要去做那些让人生变得失败的事。

老唐在《巴芒演义》第十四回有一段总结：“想知道人生如何得到幸福，首先研究怎么样才能变得痛苦；想知道企业如何能够做强做大，先了解企业怎么才能走向衰败；想知道如何在股市投资成功，先了解怎样会导致亏损。”

老唐反思多年前沉迷技术分析、加杠杆并最终暴仓的教训，将“远离杠杆”写在书的扉页，正是在危险的路口为我们插下一块“此路不通”的指示牌。

知道此路不通的意义何在？

老唐自己也给了清晰的解释：“躲开越多导致失败的因素，获取成功的概率就越大。能躲开所有导致失败的因素，想不成功那纯属做梦。”

2、探究真实进化逻辑

老唐如实描述巴菲特的几个重要投资教训（如邓普斯特、伯克希尔-哈撒韦），甚至努力还原巴菲特当初做出投资决策时的真实思考逻辑（如为曲线减持而收购通用再保险、对可口可乐“死了也不卖”与芒格的过度乐观）。

毕竟，完美的巴菲特口水文千篇一律，可以一窥其投资思想、决策逻辑的深度分析却弥足珍贵。

通过这些教训，我们了解到巴菲特告别烟蒂股的原因之一是烂人和烂企业总是麻烦不断；

好企业是“非卖品”这种流行的说法有其局限性，高估时仍然持有会拉低未来收报，巴菲特后来不再提“死了都不卖”正是在此基础上的进化。

3、避免造神，增强普通人复制价值投资的信心

老唐并未像有些传记作家那样回避主人公的错误或失败之处，甚至以虚无的手法营造出伟人出生时的祥瑞气象。

这样做的意义是避免像成功学一样造神，而这恰恰使得“可复制的价值投资”有现实可行性。

试想一下，如果我们这些普通人读到的是一位出身于投资世家、交际于王公贵族、天赋异禀、一生开挂而绝不犯错的“榜样”，

面对的是他滴水不漏、百战百胜的“投资大法”，如何去学习？恐怕只能望洋兴叹吧，更别提复制其投资理念了。

老唐将巴菲特、芒格“请”下神坛，走入凡间，为我们普通人复制价值投资的正确理念、走入正道提供了一种可能性。

至于具体的可复制途径，老唐写的很明确：指数基金、确定机会的套利、一揽子烟蒂模式、陪伴优质企业成长模式。

确定机会的套利在洛克伍德巧克力公司上得到体现，具有偶然性，可遇不可求。

一揽子烟蒂模式受法律及监管环境影响，美国法律健全、对财务造假打击力度大，法律体系倾向于保护股东利益，加之存在宗教信仰的道德约束力，更适合这种模式，如果在 A 股套用这种模式，则需要谨慎。

剩下就是指数基金和陪伴优质企业成长模式了，前者适用于多数普通投资者，后者则需要通过大量的学习积累，掌握深度分析企业的能力。如果得以实现，后一种模式是一种长寿的投资方式。

读完几遍《巴芒演义》后，合上书，静静想一下，我觉得它常读常新。

作为投资理念类的书，《巴芒演义》不需要过几年就更新一个版本，但是作为希望走上投资正轨的后辈，我们有必要过一段时间就去翻一翻。

随着思考的深入，每一轮阅读都会获得新的感悟。

理念顺了，我们可以扎牢思想的篱笆，“不瞅傻子”，避免误入歧途而浪费的宝贵时间，进而有更多精力用于广泛的阅读，深入研究“地”。

第927篇.　　2021.03.20 - 老唐实盘周记2021/03/20

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2021-03-20

本周交易

周一（3 月 15 日）1.513 元卖出 2%的恒生 ETF，均价 157.8 元买入洋河。

当前持仓

目前持仓腾讯 25%，洋河 20%，古井 B 6%，分众 4%，茅台 4%，海康 2%，陕西煤业 2%，恒生 ETF 35%。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	50478	628.00	11.35%
洋河股份	20%	3850±10%	＜1925	4700	2407	159.71	-32.32%
古井贡B	6%	770±10%	＜385	900	449	106.38	-1.49%
分众传媒	4%	……	＜700	1980	1474	10.04	1.72%
贵州茅台	4%	24000±10%	＜12000	……	25250	2010.00	0.60%
海康威视	2%	4840±10%	＜2420	6960	4999	53.50	10.29%
陕西煤业	2%	……	＜930	2000	1134	11.34	21.41%
恒生ETF	35%	现金替代品				1.509	5.45%
沪深300						5007.09	-3.92%
上证指数						3404.66	-1.97%
2021/3/20			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8378	

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	52299	650.50	15.34%
洋河股份	19%	3850±10%	＜1925	4700	2495	165.58	-29.84%
古井贡B	6%	770±10%	＜385	900	441	104.60	-3.14%
分众传媒	4%	……	＜700	1980	1491	10.16	2.94%
贵州茅台	4%	24000±10%	＜12000	……	25451	2026.00	1.40%
海康威视	2%	4840±10%	＜2420	6960	5213	55.80	15.03%
陕西煤业	2%	……	＜930	2000	1165	11.65	24.73%
恒生ETF	36%	现金替代品				1.522	6.36%
沪深300						5146.38	-1.25%
上证指数						3453.08	-0.58%
2021/3/13			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8380	

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 4%（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%，4%（均不含新股中签收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 785。以 7.22 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	2020/12/31	2021/3/20
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	5211.29	5007.09
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	17584.93	18288.3272

重要事项

本周各持股公司都没啥要紧事，借机东拉西扯和朋友们聊聊天图片

1. 中美战略对话。

本周最吸睛的事儿，要算是中美重启战略对话了。

能坐下来谈，总是好的，总比对抗和冷战要强。

不过很可惜，从官方披露的视频、新闻和最终的公报看，这次对话火药味比较重。

正式公报说：

「双方围绕各自内外政策、中美关系以及共同关心的重大国际地区问题进行了坦诚、深入、长时间、建设性的沟通。双方认为对话是及时的、有益的，加深了相互理解。」

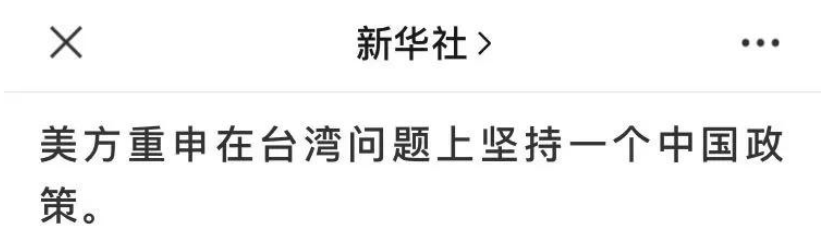
按照老唐个人对外交辞令的理解：

- 坦诚≈你说你的，我说我的。
- 深入≈双方分歧很大、鸡同鸭讲。
- 长时间≈互相反驳，吵的比较久。
- 建设性≈我明白你的意思，但恕我无法苟同。
- 及时的≈我们在事态恶化到无法控制之前坐下来了。
- 有益的≈什么结果都没有，但能坐下来谈分歧也是进步。
- 加深了相互理解≈分歧太大，暂时搁置吧，希望以后有机会沟通，再见。

猜测这也是周五股市大跌的诱因之一吧

当然，成果还是有的。

就是藏在公报一连串“中方强调，中方指出，中方表示，双方 XX”中，唯一的那个“美方 XX”图片



以上是老唐个人粗浅的理解，完全可能是错误的，仅供参考图片

这话题不适宜深聊，咱们就此打住。

2.今日春分。



今天是春分。

春天自立春开始，到谷雨结束。而春分正好是立春至谷雨的中点，是将整个春天一分为二的位置，故名春分。

从时间上说，春分意味着春天已经走了一半。

但此时往往是“乍暖还寒时刻”，大多数人的身体还没真正感受到春天——如同牛市之初往往让市场人士误以为还在熊市一样。

等天气真暖和到可以释放自我的时候，大部分人会忽然发现已经是晚春甚至初夏了。

所以，人们经常感叹大好春光之短暂，文人墨客也常有感叹春光易逝的诗句传世。

比如“匆匆春又归去。惜春长恨花开早，何况落红无数。春且住。”

比如“春归何处。寂寞无行路。若有人知春去处。唤取归来同住。”

……

最近一个月的股市，和这春分特色有点相似。

春节前，市场一片亢奋，基本上都是对美好春光的无限期盼。

以至于老唐在预定卖点先后卖出海康、分众和茅台的一套动作，成为了网络（尤其是“正宗”价投圈）嘲笑和鄙视的对象。

春节后，乍暖还寒。

自 2 月 18 日（正月初七）开盘至 3 月 19 日收盘，整整一个月 22 个交易日，市场仿佛回到寒冬。

大部分投资者抛开了节前的乐观，开始大范围割肉认赔——老唐听说节前信誓旦旦的某坚定“价投、

某粉”，也以“非常合理的”理由减仓了

以大年二十九（2 月 10 日）A 股最后一个交易日收盘为基准，到 3 月 18 日，老唐个人持有的股票，同样也是以大幅回落为主。

实盘净值回落幅度基本与沪深 300 指数跌幅同步。

持股公司	春节前收盘价	春节前仓位	今日收盘价	今日仓位	期间跌幅
腾讯控股	761	25%	628	25%	-17.48%
洋河股份	228.81	20%	159.71	20%	-30.20%
古井贡B	122.02	6%	106.38	6%	-12.82%
分众传媒	12.29	4%	10.04	4%	-18.31%
贵州茅台	2601	3%	2010	4%	-22.72%
海康威视	66	2%	53.5	2%	-18.94%
恒生ETF	1.553	39%	1.509	35%	-2.83%
沪深300	5807.72		5007.09		-13.79%
实盘净值	120		104		-13.33%

支持老唐实盘年内领先沪深 300 指数约 8%的核心，是节前换入的恒生 ETF——2021 年内沪深 300 指数下跌约 4%，实盘净值上涨约 4%。

恒生 ETF 在节后 22 天市场暴跌中，跌幅仅不足 3%，带来了整个组合的基本稳定。

而成为组合最大拖累的，则是最近一个月下跌超过 30%的洋河。纯种后腿羊

有趣的是，在 2020 年年终总结里（下图），它恰恰是组合第一功臣，以 119.53%年度涨幅，当之无愧地占据了领头羊宝座。

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	

股市就是这么神奇，同样一家公司，在没有什么重大变化的情况下，照样可以今天做领头羊，明天当后腿羊。

这一切正如祖师爷的那句名言所描述：**“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。”**。

老唐也反复强调过，投资获利的第一要点或者说第一难题，并不是准确的估值能力，而是投资者是否能够拒绝跟随市场在”短命的乐观和不合理的悲观之间摆动”。

——此时重读去年此时的旧文《我的第一难和你的第一难》，可能又会有更深刻的领悟

如果可以抵御这种摆动，不仅获利是很容易的事情，而且你会很自然地成为一个理性和平静的人。

你既不会在节前老唐卖出茅台时，鄙视乃至大骂老唐，也不会在今天因为股价相对老唐卖点出现较大跌幅而吹捧老唐。

老唐没有被鄙视时的那么不堪，也没有被吹捧时的那么无敌。

因为和股价同向而吹捧，与因为和股价逆向而鄙视，看似是完全不同的反应，但背后的逻辑，其实都是以短期股价的无序波动作为衡量的标尺，本质上是同一套思维逻辑。

我特别希望书房的朋友们平等地、平和地看待老唐。

老唐不是盯着你的钱包的吹鼓手，但也不是什么掌握秘籍的大神

老唐的投资体系，只是巴芒理念的二传手，并没有什么神奇和出彩的地方，市场里比我水平高的人多如牛毛。

如果一定要给老唐找点儿优势，顶多也就是老唐不装神，愿意分享且有能力将分享内容阐述的简单粗暴、通俗易懂，仅此而已。

——套用某些鄙视者的话，算是个好作家吧

以这种心态看待老唐，看待书房，我们会相处的很愉快，很舒服。而你也会在财富自由的道路上走的更持久、更稳定

3.下周两家公司发布年报。

凄风冷雨中，22 个交易日的大跌，此时的市场就如同春分日昼夜长度相等一样，也进入了一种相对平衡的状态。

我个人认为，相比起春节前的股市，现在的安全性和机会都多出来了不少。

正如民谚所说“春分麦起身，一刻值千金”，朋友们，这可正是加油努力找好地的大好时光，莫要被短暂的所谓利空所吓倒，辜负了大好春光

来，一起前行，咱不瞅傻子，我们瞅地

下周就有两块“地”要汇报收成了，这可比什么利好利空牛市熊市重要多了：周三腾讯，周五福寿园。

4.本周有 1 篇读书笔记入选。

入选笔记是：巴芒演义感悟--by@王兵飞

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

本周跑步两次合计 20 公里，散步两次合计 8 公里。



周六早晨空腹口径，除皮净重 85kg（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

颜华超

哎，跌的不够多，不敢买茅台。，不知道除了塑化剂，还有啥能把茅台干到 35 倍 pe 以下。。。

唐书房

股价下跌的时候，理由自然就出来了

等远星

另外 您预计茅台会跌到 30 倍 可是现在 56 倍 如果按跌一点逐步补仓 那您成本最后还是很高的 您是对他跌倒 30 倍的判断自信不足吗？

唐书房

我从来没有能力预计股价涨跌，我只是说跌到 30 倍我愿意买。就好比我说某房产如果卖 100 万我愿意买，不代表我预测它会跌到 100 万。这个区别能看懂咩？

大闸蟹 vs 小布丁

唐老师，你目前持有的洋河，成本价是多少

唐书房

这不是上周才答过的问题吗？又来估计成本在 1100 元左右吧，考虑到我本来可以用这笔钱买茅台的。

大闸蟹 vs 小布丁

把没买茅台的损失加上了啊

唐书房

历史成本不是成本， 机会成本才是成本。

takeitslow

对于老唐下面回复的一条留言我想请教一下，你说如果之前没买过腾讯和洋河，在当前价位不会买入。理论上我们做决策是基于当下情况独立存在的，为什么过去事件会影响现在的决定呢？

唐书房

之前没有买过，说明没研究过呗，没研究过或刚刚研究的企业，买点扣严格一点，相对稳妥一些。

刘锦瑞

唐老师，求教，“ 要看分红。如果全部分掉，应该可以。如果不分，但利润不增长，价值无限趋近于零。” 您回答的这句里，“如果不分红，利润也不增长，价值无限趋近于零”，为什么价值会趋近于零呢？？？

唐书房

挣钱不分，就是本金不断增加，而利润不变，则 roe 持续下降，并不断趋向于零，属于典型的价值毁灭。

刘畅

唐叔辛苦！之前洋河为何定价 27.5 倍 pe，而陕煤定价 25pe，请叔指点

唐书房

最近无风险收益率走上行趋势，略保守点。

Munger

有两个问题想请教唐师：

1、净资产收益率有四个不同的指标，您一般是看哪个？扣非净资产收益率吗？

2、如果您的某个股持仓因股价上涨明显超出了组合配置上限，但又没到达第一卖点，而另有一股跌到理想买点，是持仓不动还是换仓？

唐书房

1.就财报里披露的加权 roe，2.我通常是不动。通常的意思是也不绝对，说不定会有灵活处理，不重要。

海狸

今天看了篇霍华德马克思在一月份写的备忘录，他认为现在信息越来越全面市场越来越有效，想靠基本面分析占市场先生的便宜越来越难。所以价值投资不一定必须低估，价值有多种形式。对于具有绝对优势的龙头公司在高估时也不需卖出从而打断复利的积累。

一直很欣赏他，感觉这两年投资业绩平庸促使他也在转变。不知道老唐对此怎么看。

唐书房

对他的业绩不太了解。这段话，认可“价值有多重形式”，但对占便宜越来越难和高估不需要卖出两种观点不敢苟同。

great_andy

老唐你好，我想请问一下亏损的企业该怎么估值？我想买港股的平安好医生，年报我看了我觉得行业有很大的发展空间？但是现在还在亏损，市盈率也是负的，请问该怎么给这类企业估值呢？

唐书房

我也不会，我一般承认自己比较菜，直接躲开

great_andy

那请问您的意思是等到企业确定开始赚钱了再投也来得及对吗？

唐书房

我通常只投过去赚钱，预计未来还可以继续赚钱的企业。但这并不意味着亏损企业没有投资价值，只是说我没有这个能力去赚这个钱而已。

great_andy

了解，正所谓弱水三千，只取一瓢饮！谢谢老唐的点拨！

徐浩源

老唐，我想问一下如果美债收益率持续上升，也就是说其他国家继续抵触美债，会对美国股市产生什么影响，进而会怎样影响中国股市？

唐书房

我猜不出来。这期间至少隔着几百层变量，谁能建立出对应关系，万亿财富唾手可得，诺奖也可以轻松背一口袋回来

第928篇.　　2021.03.25 - 小企鹅继续飞翔

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2021-03-25

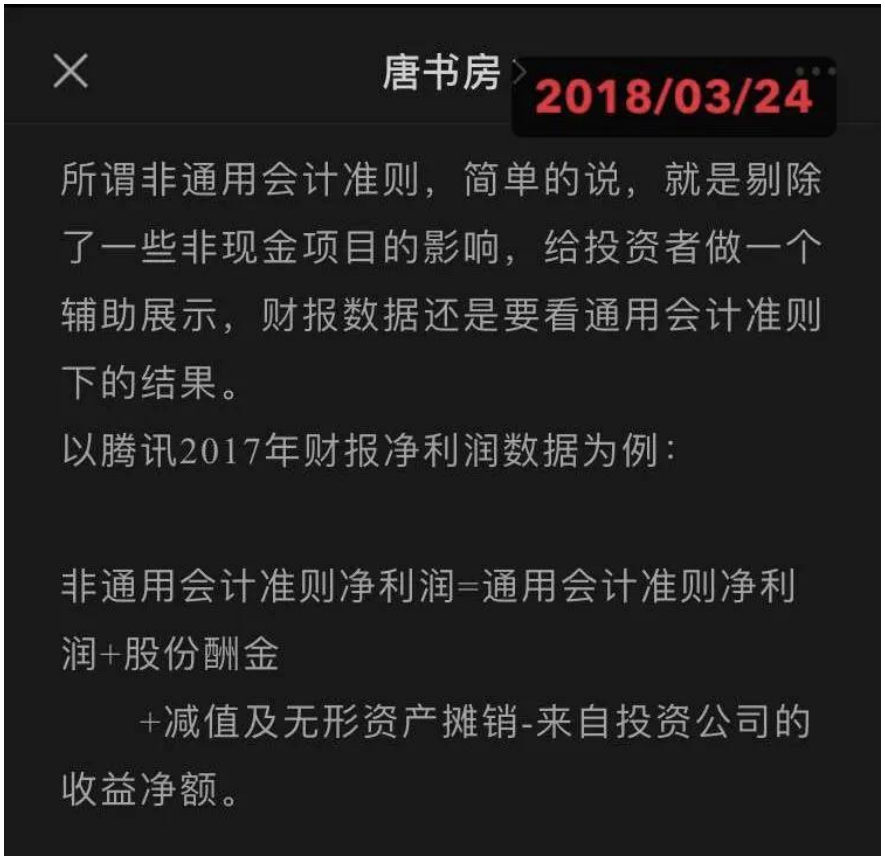
腾讯控股昨晚发布 2020 年财报。

全年收入 4820.64 亿（人民币，下同），同比增长 28%；归母净利 1598.47 亿，同比增长 71%。

非国际财报准则 1227.42 亿，同比增长 30%。

大部分朋友一打开财报，就立刻被「国际会计准则」和「非国际会计准则」两个概念弄糊涂了，不知道该看哪个

2018 年，我科普过这个概念：所谓非国际会计准则（以前叫非通用会计准则），就是在报表净利润数据（1598.47 亿）的基础上，剔除一些非现金项目的影响，主要为了帮助投资者更好地理解公司的经营活动，是一个辅助数据。



股份酬金，就是给管理层和员工的股权激励，这属于非国际准则下的非现金支出。

<备注：股权激励包括限制性股票和期权等，详细阐述见《手把手教你读财报：新准则升级版》157~161页库存股和股权激励章节>

因收购而产生的减值拨备和无形资产摊销，同样属于非国际准则下的非现金支出。

它们都没有产生现金支出，但在报表净利润计算过程中被当做费用扣除掉了。非国际准则下，需要在还原相关所得税影响后加回去。

——所谓还原所得税影响，就是说你当做费用支出时，减少了应缴纳的企业所得税，此时你要将这部分支出删掉，那么原本少算的所得税数据，要加回去。注意，只是为了计算过程的公平，不是要额外给税务局缴税。

而投资收益（亏损记录为负收益）里，有一些不产生现金利润的投资收益项目，比如投资对象的公允价值波动，由于投资对象向第三方融资导致的视同处置收益，股权属性在子公司、联合营公司和金融资产之间转换分类而产生的报表利润等，在非国际会计准则下，这些收益需要剔除——同样要还原所得税影响。

<备注：1.视同处置收益，国际会计准则下会产生利润，我国的企业会计准则下只允许计入净资产、不影响利润；

2.股权属性在子公司、联合营公司和金融资产之间转换分类产生利润的手法，参看《新手财》121~124页内容>

那么，按照最新的腾讯财报，归母净利——港股财报叫「本公司权益持有人应占盈利」——是 1598.47 亿，非国际会计准则下的归母净利是 1227.42 亿。两者之间的差额 371 亿，究竟是什么呢？

明细数据在财报 24 页有披露及计算过程，感兴趣的朋友可以跟着算.这里我们看个轮廓就可以了。

利润表上表达的非常清楚：其他收益净额 2020 年 571 亿，2019 年 197 亿，同比增加 374 亿。

差额的主体就是它。其详细构成，在财报 37 页有披露。

这里我们还是直接看核心内容。这 571 亿其他收益净额主要来源就两大块：

①公允价值变动收益：所持有的“笋子”，产生公允价值变动收益约 373 亿。

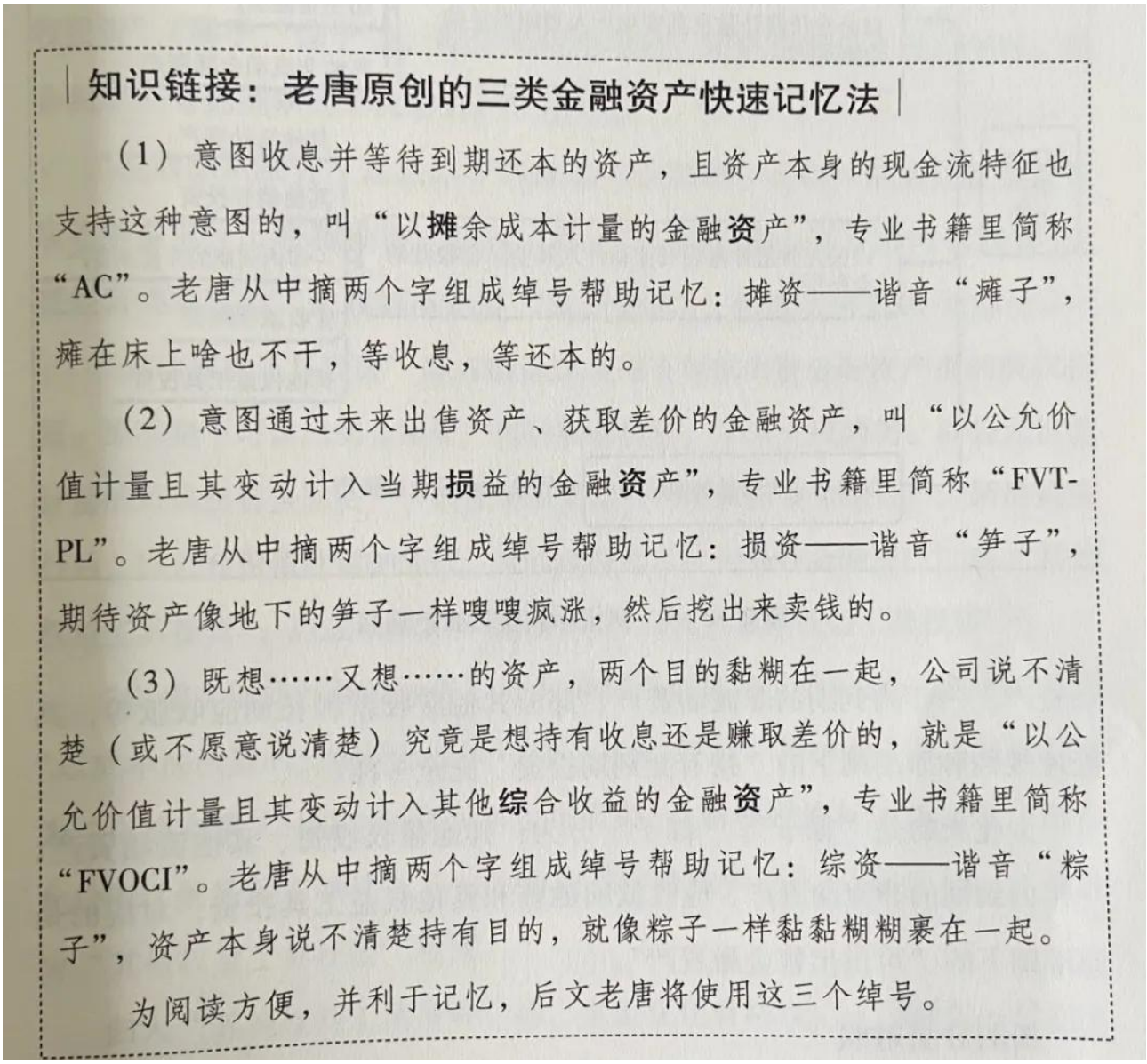
②处置及视同处置投资公司的收益 244 亿。分为三个小部分：

a. 持有的上市公司股权，由于 IPO 或增发导致的视同处置收益约 155 亿；

b. 股权分类转换收益 48 亿：主要是两笔，一笔联营转粽子产生收益 26 亿，一笔联营转子公司（虎牙）产生收益 22 亿。

c. 其他 41 亿——主要是持有的其他多家公司股权（以非上市公司为主），由于企业新的融资活动而产生的视同处置收益。

注：笋子、粽子含义如《手把手教你读财报：新准则升级版》131 页截图



知识链接：老唐原创的三类金融资产快速记忆法

（1）意图收息并等待到期还本的资产，且资产本身的现金流特征也支持这种意图的，叫“以**摊**余成本计量的金融**资**产”，专业书籍里简称“AC”。老唐从中摘两个字组成绰号帮助记忆：摊资——谐音“瘫子”，瘫在床上啥也不干，等收息，等还本的。

（2）意图通过未来出售资产、获取差价的金融资产，叫“以公允价值计量且其变动计入当期**损**益的金融**资**产”，专业书籍里简称“FVT-PL”。老唐从中摘两个字组成绰号帮助记忆：损资——谐音“笋子”，期待资产像地下的笋子一样嗖嗖疯涨，然后挖出来卖钱的。

（3）既想……又想……的资产，两个目的黏糊在一起，公司说不清楚（或不愿意说清楚）究竟是想持有收息还是赚取差价的，就是“以公允价值计量且其变动计入其他**综**合收益的金融**资**产”，专业书籍里简称“FVOCI”。老唐从中摘两个字组成绰号帮助记忆：综资——谐音“粽子”，资产本身说不清楚持有目的，就像粽子一样黏黏糊糊裹在一起。

为阅读方便，并利于记忆，后文老唐将使用这三个绰号。

明白了两个净利润数据的差异后，我们看看这数据究竟是不及预期，还是超预期？

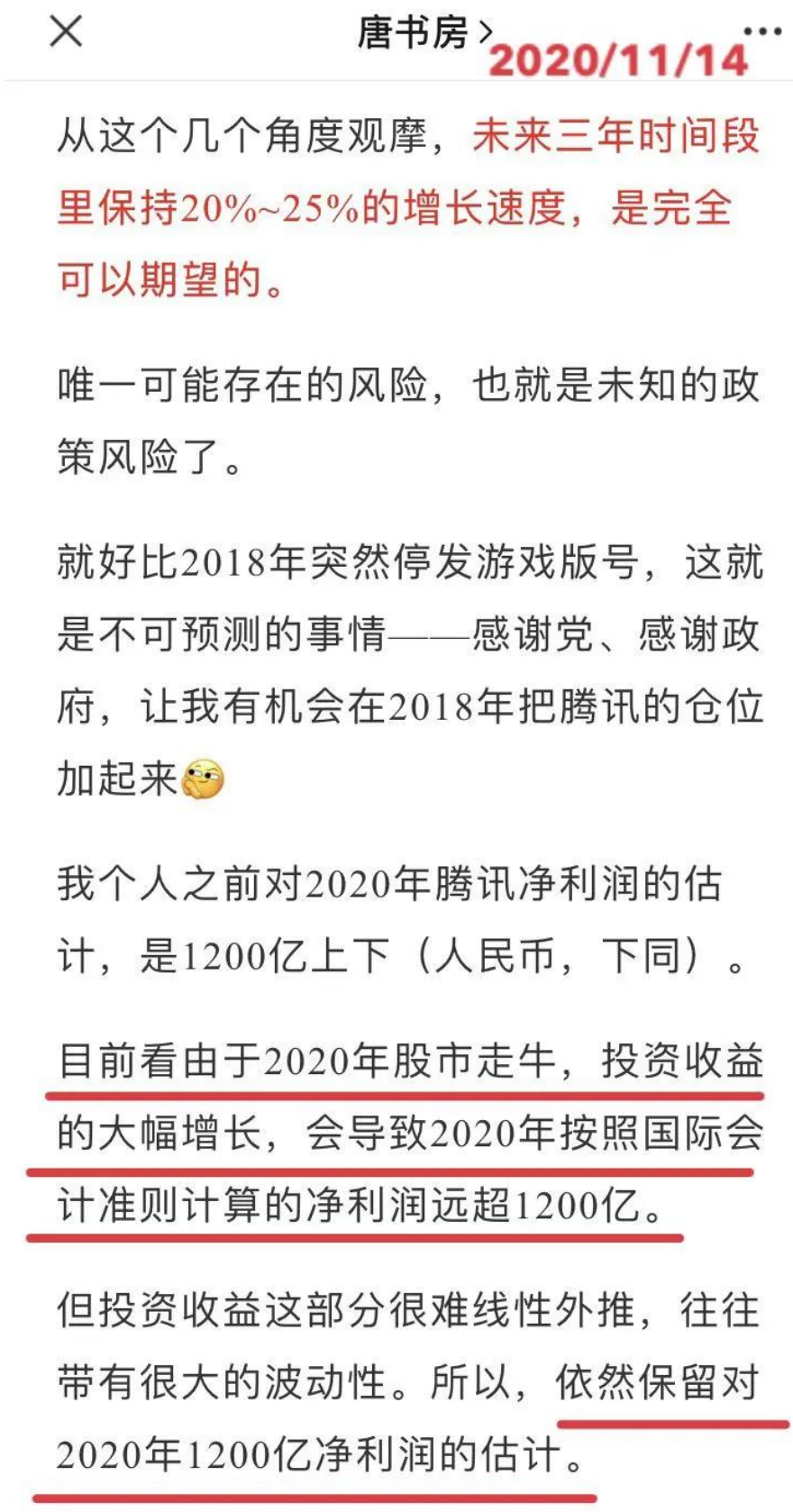
先回顾书房历史文章对腾讯 2020 年经营成果的预判。

在《老唐实盘周记 2020/08/08》里，我对腾讯 2020 年的业绩估算是 1200 亿上下。

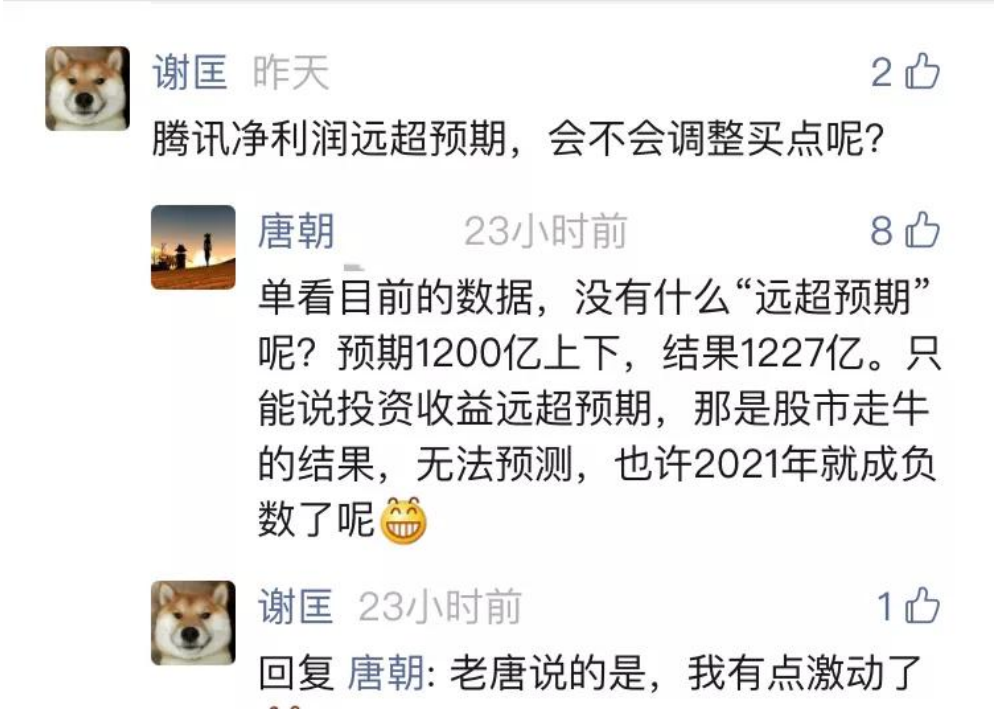


当时，延续 2019 年 11 月**「2.7 万亿是高确定性送钱时刻」**，和 2020 年 3 月**「腾讯就是三个字：等收钱」**的判断，继续写下了「今天，我的观点没有变**（4.5 万亿市值的腾讯）未来成长依然清晰可见**」。

到 2020 年 11 月 14 日，我在当周的实盘周记里做出判断：**2020 年国际会计准则计算的净利润会远超 1200 亿，**但鉴于投资收益无法预测，暂不考虑投资收益增长的情况下，维持 2020 年全年 1200 亿的净利润判断



昨晚六七点钟，我还没有来得及看财报明细内容时，书房有朋友询问我：腾讯净利润远超预期，会不会调整买点呢？



我当时回复：“没有什么远超预期”。

今天看完后，我认为非国际会计准则下的净利润 1227 亿，确实没有超预期，就是在预计范围内，故**不调整估值及买卖点**。

上面截图说“2021 年的投资收益也许就成负数了”，不是一种判断，只能视为瞎猜

我对腾讯的投资部分，一直是乐观的，原因其实只是常识而已。我在《老唐实盘周记 2019/11/16》一文里如此表达：

投资部分争议最大，但在我眼里确定性最高。

前不久，和@刘马克 兄及另外一位朋友喝茶，刘兄说他计算过腾讯投资部分的历史年化是 13%。

我说我没有算过，但我估计这个数字低了。

网上也有分析师计算过，说是年化 30%，我又觉着有点偏高。暂时是一笔糊涂账。

但不管是哪个数字，我知道两点常识：

常识 1，腾讯的投资集中互联网行业，这是中国乃至世界最有前途，最有发展空间的行业之一，行业整体增速一定高于国家 GDP 增速。

而腾讯挟品牌、流量和资本优势，由该行业里曾经成功过的人主持，且绝大部分项目都期盼着能得到腾讯的垂青，

并愿意为腾讯的品牌背书和流量资源给出折价（比如其他资本 1000 万占比 10%，腾讯 800 万占比 10%，项目主会倾向于选择腾讯），

全国乃至全世界最顶级的风投机构都喜欢跟着腾讯下注。

就凭这个，我也能判断出来腾讯下注的六七百个项目，平均收益率确定会高于互联网行业的平均增长水平。

……

综合以上判断，我个人认为**今天 5.8 万亿港币的市值（约 4.9 万亿人民币），对于腾讯而言充其量也**

就是合理估值范围，没有高估。

我的选择是继续葛优瘫、继续持有。继续雇佣马化腾、刘炽平、张小龙、任宇昕等一干人等给我打工

对于 2021 年，我的观点没变，依然持去年 11 月做出的判断：

（非国际会计准则下）预计净利润 1440 亿~1500 亿。



所以，**买卖点暂不调整——6 月底会常规性上调 10%。**

说完估值判断后，简单聊聊腾讯的各个板块业务情况。

我在去年 4 月的《从负油价奇迹谈确定性与仓位管理原则》一文里，曾谈过投资腾讯的核心关注点，原文如下：

理解腾讯其实很简单。

在我看来，腾讯就是一家以免费的通信及社交工具勾引住十亿用户，然后挖掘和利用他们的需求来挣钱的企业。

其通信和社交工具微信和 QQ 是生长一切土壤，他俩的职责就是“圈粉”。其他所有的一切，负责变现。

变现工具，主要由六大部分组成：①游戏；②数字内容；③广告；④金融；⑤云；⑥投资。

作为一名投资者，我个人认为只需要确认两点就足够支撑投资了：

（一）圈粉的土壤盐碱化没有？

（二）变现环节还有增长空间吗？

永远好奇的唐朝，公众号：唐书房

从负油价奇迹谈确定性与仓位管理原则

今天看腾讯的业务部门，依然遵从这两个原则：

（一）圈粉的土壤盐碱化没有？

答案清晰明白：没有。

按照 2020 年财报披露，微信月活用户增长至 12.25 亿，QQ 月活用户 5.949 亿，付费账户 2.195 亿户。

每天有 1.2 亿用户发朋友圈，3.6 亿用户阅读公众号文章，4 亿用户使用小程序，2020 年通过小程序产生的交易额同比翻倍。

这一切，展示的是这块圈粉的土地，更加肥沃了，看不见任何盐碱化迹象。

既没有其他更优工具来替代，也没有谁有能力将 12 亿用户的社交关系网瞬间、整体地搬迁到其他工具上去。

所以，在可见的未来，人们依然待在微信和 QQ 里的状况，很难改变。

（二）变现环节还有增长吗？

2020 年增值服务、网络广告、金融科技及企业服务三大板块，营收增幅分别为 32%、20%、26%，且同时毛利率均出现显著提升，使相关板块净利润提升比营收提升幅度更大，呈现持续健康成长态势。

其中①游戏；③广告；⑤云；都可以直接看去年 4 月的**《从负油价奇迹谈确定性与仓位管理原则》**，或者更早的**《腾讯的确定性》**。

除了数字上已经获得同比增长之外，其他定性内容可以直接拷贝，这里不啰嗦了

稍微需要补充的是②数字内容；④金融；⑥投资。

②数字内容；

去年的文章里，我说：

“数字内容包括视频、音乐、网络文学等。这部分，目前看主要作用还是吸引用户，还没到盈利的时候。……这部分本身对腾讯整体业绩影响很小，未来照样可以先对其不报期望，相当于花点钱留住用户呗，当作成本看待就好。”

现在看来，腾讯数字内容部分，比预期的情况要好得多。

视频部分，旗下阅文集团、新丽传媒和腾讯影业，仿佛已经找到感觉。

春节期间的爆款电影《你好，李焕英》，新丽传媒是出品方之一；

低成本霸屏电视剧《赘婿》内容源自阅文集团，出品方则是新丽电视、腾讯影业、阅文影视和爱奇艺；

同时在央视电视剧频道和腾讯视频热播的电视剧《斗罗大陆》，也是阅文集团平台热门 IP 改编，腾讯和新丽也都是出品方；

如此等等，大量的成功案例涌出，就很难将其归为运气了，非常有可能这些人找到了一套打造爆款的流程和秘籍

而腾讯音乐的情况，更为喜人。

2020 年腾讯音乐营收 291.5 亿，归母净利 41.6 亿。

2020 年第四季度，腾讯音乐订阅收入同比增长 42%，广告收入同比增幅超过 100%，年末付费用户达到 5600 万，付费率历史性地突破了 9%。

通过不断扩大版权合作方，并尝试有声书、综艺等各类节目，加上音乐的付费体验基本是不可逆的。这一切，带来的趋势很明显，腾讯音乐正在成为年轻用户无法割舍的快乐源头之一。

④金融；

金融相关业务，在蚂蚁金服事件后，监管压力大增。

腾讯是被波及的「受害者」，**金融部分的增速或许会放缓。**

不过，腾讯目前在金融领域的营收和净利润占比都还比较小，更侧重的是配合监管机构要求，优先考虑风控，而不是规模。

正如小马哥以前的访谈里说过的“金融是比谁活得久，而不是谁跑得快。”我个人认可并看好这徐徐发力的战略选择。

在我看来，金融领域里，无论是理财、基金、保险、还是贷款，都只能说刚刚启动，只要坚持约束自己在监管范围内，合理利用移动互联网工具，在科技向善的价值观下实施创新，这部分业务是广阔的蓝海。

所有的监管压力，总体目标是为了让企业更好、更稳的发展，减少恶性的、无序的竞争，而不是为了消灭这个行业，消灭这些企业。

从这个意义上说，对所有同行一视同仁的强监管中，我认为腾讯不会吃亏。

大部分和监管相关的负面信息，可能都是创造良好买入机会的送财童子

比如今天源头出自彭博社的「腾讯将面临中国监管机构在金融科技和交易方面的广泛整顿」。

⑥投资。

投资已陆续进入收获期，多名投资对象成功 IPO，联合营公司盈利情况也日趋向好——2019 年联合营公司给腾讯财报带来的是 16.8 亿亏损，2020 年已经变化为盈利 36.7 亿。

虽然 2020 年的利润表上记录了 571 亿的投资收益，但实际上这只是腾讯投资帝国庞大冰山的一个小角而已。

腾讯仅仅持有的上市公司股票，截止 2020 年底的市值是 12049 亿。

且这 1.2 万亿里还不包括已经上市的子公司：阅文集团、虎牙（含斗鱼）、腾讯音乐等，以及私有化退市的子公司 Supercell、易车（BITA）、乐游（HK.1089）等。

如果将上述上市子公司的持股比例×当前市值（私有化退市的，按照退市市值）加进来，则腾讯持有的上市公司股票市值大约是 1.5 万亿左右。

同时腾讯还持有非上市公司股权约 2814 亿。

两者加总腾讯目前持有的公司股权公允价值近 1.8 万亿。

从这个 4.9 万亿里剥离掉市值 1.8 万亿的持股，剩下的部分才是市场对于腾讯所谓“主业”的估值。

其中还要包括腾讯的净现金 110 亿元（现金及现金等价物、银行存款等合计约 2595 亿，减去全部有息债务合计约 2485 亿）。

从这个视角去看，市场给腾讯的游戏、社交、广告、金融、云及企业服务的估值也就 3.1 万亿，这部分 2020 年创造的年度净利润大约为 1069 亿。

附 1069 亿的毛估过程：

毛利-全部销售费用-全部管理费用=税前盈利=2215-338-676=1201 亿。

按照公司实际所得税负=199/1800=11%估算，

税后利润=1201×（1-11%）=1069 亿。

	截至十二月三十一日止年度 二零二零年	二零一九年
	（人民幣百萬元）	
收入	**482,064**	377,289
收入成本	**(260,532)**	(209,756)
毛利	**221,532**	167,533
利息收入	**6,957**	6,314
其他收益淨額	**57,131**	19,689
銷售及市場推廣開支	**(33,758)**	(21,396)
一般及行政開支	**(67,625)**	(53,446)
經營盈利	**184,237**	118,694
財務成本淨額	**(7,887)**	(7,613)
分佔聯營公司及合營公司盈利／(虧損)	**3,672**	(1,681)
除税前盈利	**180,022**	109,400
所得税開支	**(19,897)**	(13,512)

也就是说，按照 2020 年包含投资收益在内的净利润 1598 亿，当前市值约人民币 4.9 万亿，对应约 30 倍市盈率，处于合理估值水平。

这种计算方式，会有很多朋友担心投资收益不可持续。用 2020 年这个包含优异投资收益的净利润去计算市盈率，会不会隐藏有高估的嫌疑？

但通过上述数据分拆，我们可以发现，即使将腾讯的投资部分全部剔除，当前市值也只是给予了游戏、广告、金融及企业服务三大业务板块约 29 倍市盈率的估值水平（31000/1069≈29），依然处于合理水平。

另外，还要特别记录一点细节，是书房过去文章里谈过的：

腾讯的绝大部分上市公司股权，是分类为“粽子”的，其股价波动并不会影响到腾讯年度净利润。

以最新的 2020 年年报为例：

截止 2020 年末，剔除并表的全资和控股子公司后，腾讯共计拥有市值 12049 亿的上市公司股票，以及公允价值 2814 亿的非上市公司股票。

其中上市公司股票 12049 亿里，财务分类和对腾讯报表的影响方式如下表：

分类	市值	比例	对腾讯报表的影响方式
联营	9819	81.5%	经营利润按比例计入利润表，股价波动无影响
笋子	236	2%	股价波动直接计入腾讯利润表
粽子	1995	16.5%	分红和减值计入利润表，其他只影响净资产。
合计	12049	100%	

注：市值 9819 亿的联营公司股权，在腾讯资产负债表的账面价值为 1710 亿。

也就是说，腾讯持有的约 98%的上市公司股票，其股价波动并不影响当期利润表。

其中归为粽子的 16.5%，甚至连最终卖出后，也不会和腾讯的当期利润发生任何关系（新手财里将之定义为“离别钩”）。

反倒是非上市公司，其公允价值变化对腾讯利润表的影响更大一些，他们的分类情况如下表：

分类	账面价值	比例	对腾讯报表的影响方式
联营	1266	45%	经营利润按比例计入利润表，公允价值波动无影响
合营	77	3%	同上
笋子	1335	47%	公允价值直接影响腾讯当期利润
粽子	136	5%	分红和减值计入利润表，其他只影响净资产。
合计	2814	100%	

超过 47%的非上市公司股权，是分类为笋子的，其公允价值的变化直接影响腾讯的当期利润。

这部分公允价值提升或者下降，主要来自私募股权交易、新一轮融资估值等，相对可控性更强一些。

二者综合起来看：腾讯持有的上市公司股票，仅有 2%会直接将股价波动计入利润表里，相对影响很小。

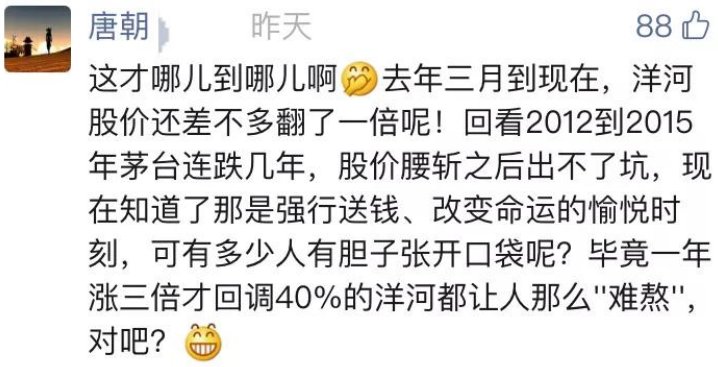
报表上的投资收益（其他收益净额），更多地是受非上市公司的上市前再融资、IPO 及上市后的再融资活动影响。

虽然结论是腾讯的成长依然清晰可见，但残酷的现实是，在腾讯股票上赚到钱的人，依然只能是少数

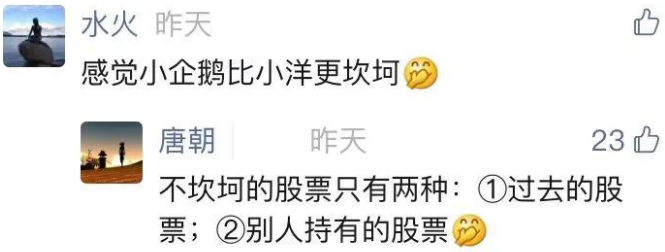
为什么呢？因为大部分人会盯着股价。

而**盯着股价，投资过程永远是坎坷和难熬的。**

刚巧，昨晚有位朋友感慨持有洋河太坎坷了，被市场先生伤害到失望，我当时回复到：



然后又有位朋友接着说



是的，只要你盯着股价，你持有的每一只股票的未来，都是艰难坎坷的，无一例外。

腾讯，老唐最早是 2017 年 1 月 197.3 港币介入，至今只有买入，从未卖出过一股。

从最初的介入价算到现在，大致是四年三倍，年化收益率超过 30%——当然，经过我不断地追加资金买入，已经成功地将成本“摊高”到接近 400 港币了。

整个过程我觉着相当的轻松愉快——我也很难想象，自己还能奢望哪种更高回报、更轻松持股的投资过程了

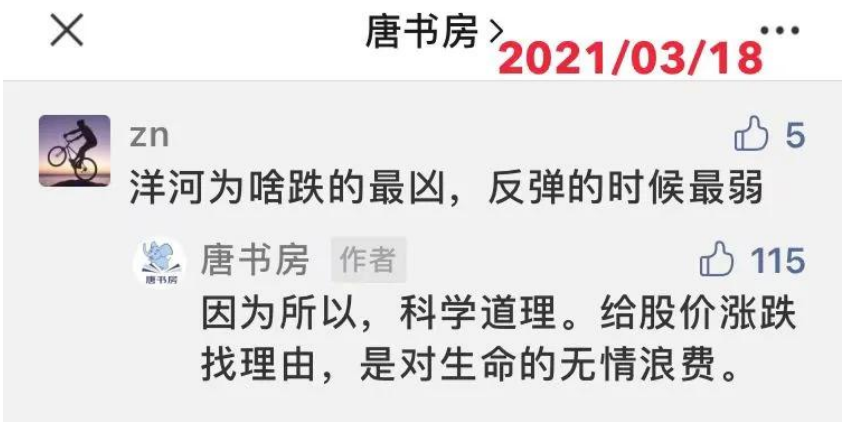
然而，对于很多朋友来说，小企鹅是多灾多难的，停发版号、中美贸易摩擦、白宫对微信的禁令、高层的反垄断，乃至风平浪静时莫名其妙的暴跌……好惨，好难

洋河，老唐最早是 2015 年 8 月底 53.5 元介入的，至今也是只有买入，没有卖出——只是捣腾过一次换券商，用家用过桥，一边买一边卖，加上期间还多次买过，成功将成本“摊高”到不知道是多少钱了。

从最初的介入价算到现在，差不多是五年半 3 倍出头（期间每股分红 12.65 元），年化收益率大约 23%。

我觉着也是相当愉快的投资经历呢！轻轻松松地就是个投资圈顶级回报水平——我记得去年底满世界表扬明星基金经理的时候，年化回报率超过 23%的基金经理也没几位

然而，对于很多持有洋河的朋友来说，洋河的特点是：



所以，归根到底，坎坷不坎坷，艰难不艰难，关键不在于你选中什么股，而在于你关心的是什么

你坚持盯着股价波动，每只股票都无比坎坷、无比艰难。如果居然遇到一只不坎坷、不艰难的，基本确定是诱饵，马上就要收网的那种

如果你坚持将注意力放在公司经营层面，绝大部分优质企业，都是耳熟能详的简单品种，都是舒舒服服获取高收益的品种，既不艰难，也不坎坷

你的选择，决定你的状态；你的状态，决定你的收益。你说是不？

另外，不知道有没有朋友注意到一个小细节：2020 年腾讯员工增加了 22973 名，相当于一年之内扩张了小半个腾讯。

人员扩张增速高达 37%，在过去十年里，就增加人数而言，是最多的一年。就增速而言，是过去十年增速第二高。



这代表着什么？

腾讯 2020 年什么业务板块扩张的这么凶悍？

书房里有腾讯内部员工，或和腾讯接触比较多的朋友，能聊聊吗？图片老唐先行谢过

甘甘

腾讯赚钱是赚钱，就是主业不太健康，游戏主要是中小学生贡献的收入。

唐书房

这典型的人云亦云了，16 岁以下人士贡献游戏收入的 3.2%。就算是再有些盗用家长账号的，给他算 10%了不起

甘甘

不管怎样，现在年轻一代对游戏沉迷是越来越严重，身边家长无不对此恨之入骨，年轻一代决定了整个国家的未来，个人感觉国家应该不会坐视不理

唐书房

其实我们小时候沉迷武侠小说，沉迷电视剧的时候，我们的家长也说过一模一样的话，你回忆回忆看是不是呢？

唐书房

这里面最大的分歧是价值观。有些人认为人活在世上，主要目标是努力学习，努力工作，努力挣钱，这才是正路，所以沉迷游戏，或沉迷一切与考试、工作、挣钱无关的事情，都会“恨之入骨”。而有些人认为，人活在世上就是开心、娱乐、快活的，学习工作挣钱的终极目的就是打游戏或其他娱乐，观点就会反过来

笑对生活

陕西煤业前期轻仓介入的，现在套了 7%，能补仓吗

唐书房

你的钱让我给你下决定，赢了你吃肉，输了我挨骂，这种事情坚决不能干

陈倩

唐大师，还能买吗？现在 600 多

唐书房

老答案：凡是需要咨询别人能不能买的股票，一概都不能买。

小杨肖恩

今天看到这么多大神大 V 都在推、补腾讯，决定继续等一等再进了[Lol]不挡路，不追随

唐书房

顺向逆向皆为虚妄，盯着价值价格差，才是不二法门，阿弥陀佛

Ajun

“”所以，买卖点暂不调整——6 月底会常规性上调 10%。”刚关注不久，请问这句话怎么理解？

唐书房

没有额外事件，会在每年六月底对买卖点及估值上调 10%。

$

老唐啊 我总觉得好企业太多，怕见了西瓜丢了芝麻，怎么才能做到精益求精，就投资几家呢

唐书房

没经历过这个阶段，我一直觉着市场上好企业太少，老是找不到可投的目标。你这种觉着好企业太多的阶段，我不懂，回答不了。

vintage

想知道鹅厂云服务的营收

唐书房

去年 170 亿，今年不披露，想必情况不是很理想。金融和云的总体增长是 26%，以这个估算，云大概也就是 170×126%=215 亿附近吧。给他加个 10%空间 215±10%，估摸着就大差不差了

D 调的华丽

老唐，腾讯 2020 年增值业务 2642 亿 网络游戏 1561 亿 社交网络 1081 亿 可是游戏下面写着，智能手机游戏 1466 电脑端游戏 446 可是这样手机加电脑都超过网络游戏了，要是手机电脑端游戏不包含在网络游戏中那增值不是应该大于 2642 亿？老唐这个网络游戏 手机智能端，电脑游戏三者是怎样的？真没弄明白，望解惑下

唐书房

差额是部分游戏虚拟道具销售，被归入到社交网络收入里了。也就是 1466+446-1561=351 亿，是网络游戏里的虚拟道具销售，但统计口径是归入社交网络的 1081 亿里面的。

第929篇. 2021.03.26 - 价值人生---《巴芒演义》读后感

mdmd9801 唐书房 2021-03-26

一场秋雨一场凉，转眼已到秋意渐浓的季节，窗外的桂花散发着沁人心脾的香味，格外芬芳，正是读书好时节。

由于工作关系，收到老唐《巴芒演义》印章版后（第一次买特别版书籍）直到最近才读完，一如老唐中翻中风格，没有生硬的专业术语，读来通俗易懂，一气呵成。

让我能处在上帝视角，窥视了最伟大的投资大师们的成长道路。

不同风格、不同性格，让我看到了不同的成功之路，并从中隐约能看到自己的影子，谢谢老唐。

套用稻盛和夫老先生的人生方程式：人生高度=思维方式*能力*热情。

能力强热情高，如果没有正向的思维方式，由于是乘积关系，结果可能反而是负面的。

但思考方式对了，辅已适当的能力和热情，结果可能好到连自己都无法想象。

老唐就是这个带给我思维方式转变的人。

认识老唐以前也很努力，但苦于一腔热血无处施展，在不断的试错中四处碰壁。

就在心中热情即将消耗殆尽时，无意中翻看到了手财 1，继而加入唐书房，一切如此自然，我知道，我已经看清了自己要走的人生之路。

最令我感动的，是老唐回忆年少在家为了防止老鼠袭人，而裹紧的蚊帐。

英雄不问出处，每个人都应尽力去追求幸福生活，不管你从什么年龄、什么位置开始。

在实现了自身财富自由的同时，选择将这束光传递下去，传道授业、著书立作，去照亮更多的人，真正是：七寸手机育桃李，一块键盘写春秋。

关于价投

老唐对 GDP 这条脉络已经理的很清晰了。

只要国家这个载体存在，随着经济社会的发展，人们对产品和服务的需求会不断螺旋式上升，

作为产品和服务的主要产出形式：公司，就会不断的推陈出新满足大众的需要，从而推动 GDP 的增长，且天然抗通胀。

我们要做的，就是找出这些在当下和将来会被时代赋能的公司，并在合理的价格加入它，与其共同成长。

所以，必须是乐观主义者，才能在各种天灾人祸中长期坚守。

在我看来，实现上述目标应满足两个条件 1.能力圈；2.平常心。

能力圈就是如何找到这类公司，理解其商业模式，了解其竞争优势是否会受到资本入侵影响，利润点的增长依不依赖新资本的投入，是否有合理的股权架构，是否有卓越、值得信赖的管理团队。

这不仅仅需要大量阅读财报、研报、各种资料，更需要融会贯通、设身处地的思考，真正了解一个行业一家企业并不容易，需要持之以恒，需要平常心。

你对一个行业、一家公司的理解不会是一蹴而就，需要将信息一点点积累，多维度观察，通过量变转而质变。

几篇财报、几份研报就妄图指点江山，那是犯了盲人摸象式的糊涂。

长久的信息积累及思考如果没有迅速变现，又可能会让原本的热情慢慢被磨灭，继而质疑自己的判断。

这时就需要坚信常识，放平心态，资金的来源也在这里显得尤为重要。

平常心还有一层含义就是面对股价波动，能不能冷静下来认清事物的本质，瞅住地，别瞅市场先生。

这又需要建立在对公司的理解程度上，能力圈与平常心是相辅相成，缺一不可。

关于自我影响

《巴芒演义》展示了百年投资史，以叙事的方式娓娓道来，没有解题方法，只有陈述事实。

让我陷入深深沉思的，也不是如何致富的方程式。

知我者谓我心忧、不知我者谓我何求。身边同路人的重要性无需过多赘述。

互联网的蓬勃发展让一群志同道合的人就算相隔千里，也能每日围炉而坐，畅谈甚欢。

很庆幸，我找到了同路人。这群人，都是终身学习的相伴者。

人生即修行，需用终身学习的方式来帮助完成。

学习的不仅是专业投资知识帮助实现财务自由，更重要的是学习驾驭金钱的能力。

伴随着财富的增加，人的各种劣根性也会显现：骄奢淫逸、心浮气躁、狂妄自大。

换来的，往往也是财破家亡、众叛亲离。

学习的过程是让内心平静，保持正直、真诚、勤奋、节俭、谦卑、善待身边人这些好的品格常驻心间。

现在的我，就像获得了武林秘籍的屠丝甲，憧憬着仗剑走天涯。有了方法论的指引，何愁不能创造充满价值的人生呢？

有一首佛学无名诗，很好的诠释了人生修行的意义：

了了了无无所了，心心心更有何心。

了心心了无依止，圆照无私耀古今。

人牛不见杳无踪，明月光寒万象空。

若问其中端的意，野花芳草自丛丛。

共勉！

第930篇.　　2021.03.26－老唐实盘周记2021/03/27

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2021-03-26

明天有事，要在外面晃悠一天。实盘周记提前到今天推送。

本周交易

今天（周五）开盘买入 2%的腾讯控股，成交价 607 港币，资金来自 1.474 元卖出等额的恒生 ETF。

当前持仓

目前持仓腾讯 27%，洋河 21%，古井 B 6%，分众 4%，茅台 5%，海康 2%，陕西煤业 2%，恒生 ETF 32%。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	27%	66000±10%	＜33000	72500	50090	620.00	9.93%
洋河股份	21%	3850±10%	＜1925	4700	2459	163.19	-30.85%
古井贡B	6%	770±10%	＜385	900	449	105.80	-2.03%
分众传媒	4%	……	＜700	1980	1482	10.10	2.33%
贵州茅台	5%	24000±10%	＜12000	……	25287	2013.00	0.75%
海康威视	2%	4840±10%	＜2420	6960	4989	53.40	10.08%
陕西煤业	2%	……	＜930	2000	1075	10.75	15.10%
恒生ETF	32%	现金替代品				1.486	3.84%
沪深300						5037.99	-3.33%
上证指数						3418.33	-1.58%
2021/3/27			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8421	

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	50478	628.00	11.35%
洋河股份	20%	3850±10%	<1925	4700	2407	159.71	-32.32%
古井贡B	6%	770±10%	<385	900	449	106.38	-1.49%
分众传媒	4%	……	<700	1980	1474	10.04	1.72%
贵州茅台	4%	24000±10%	<12000	……	25250	2010.00	0.60%
海康威视	2%	4840±10%	<2420	6960	4999	53.50	10.29%
陕西煤业	2%	……	<930	2000	1134	11.34	21.41%
恒生ETF	35%	现金替代品				1.509	5.45%
沪深300						5007.09	-3.92%
上证指数						3404.66	-1.97%
2021/3/20			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8378	

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；

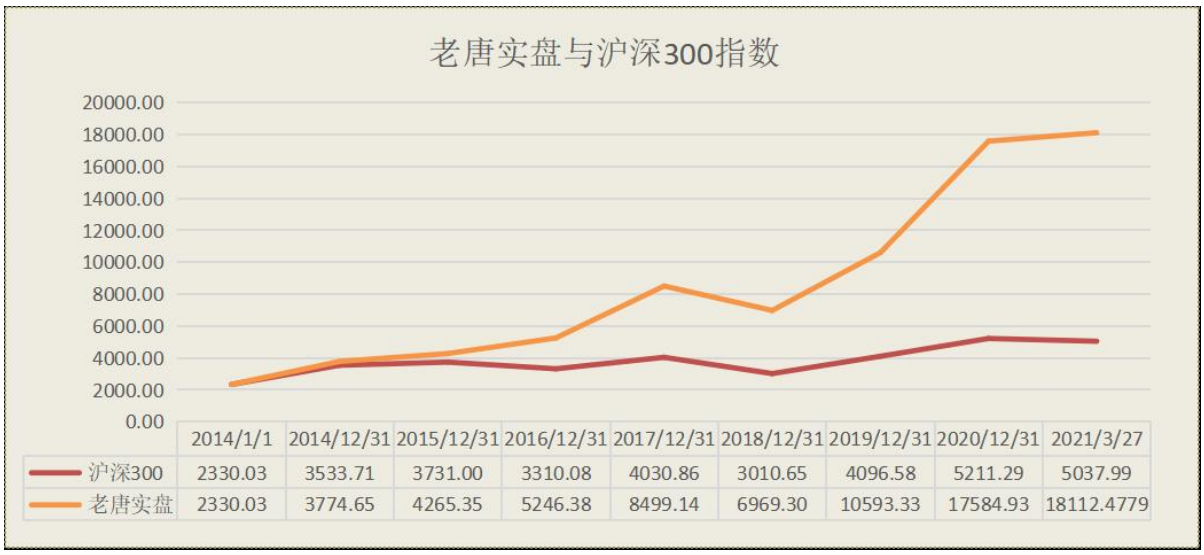
②仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2021 年内收益 3%（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%，3%（均不含新股中签收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 777。以 7.24 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	2020/12/31	2021/3/27
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	5211.29	5037.99
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	17584.93	18112.4779

重要事项

1.腾讯披露 2020 年年报。

周三晚上，腾讯披露 2020 年年报，相关分析昨晚已成文发表。

——见 3 月 25 日书房《小企鹅继续飞翔》，此处不再重复。

2.分众披露年度及一季度业绩快报。

去年 12 月 17 日，已经发过年度业绩预告，当时给的是范围：38.6~42.6 亿之间。

——相关分析参看《老唐实盘周记 2020/12/19》。

本周四的快报是披露了准确数据：2020 年营业收入 121 亿，同比持平。净利润 40.04 亿，同比增长 113.55%。

净利润落在预告范围内，没什么值得特别关注的，留着等 4 月 23 日正式发布年报后一起聊吧

同时披露的 2021 年一季报预告：预计一季度净利润 12.2~13.8 亿，同比增长三十多倍。

这个同比增长数据没什么关注价值。

因为去年一季度正是千家万户居家隔离的时间，电影院彻底归零，大量写字楼停止运营。所以，盈利基数非常低。

但 12.2~13.8 亿的盈利额，还是有关注价值的

一季度是分众的传统淡季，自回 A 股借壳上市以来，分众一季度净利润数据如下表（单位亿元）：

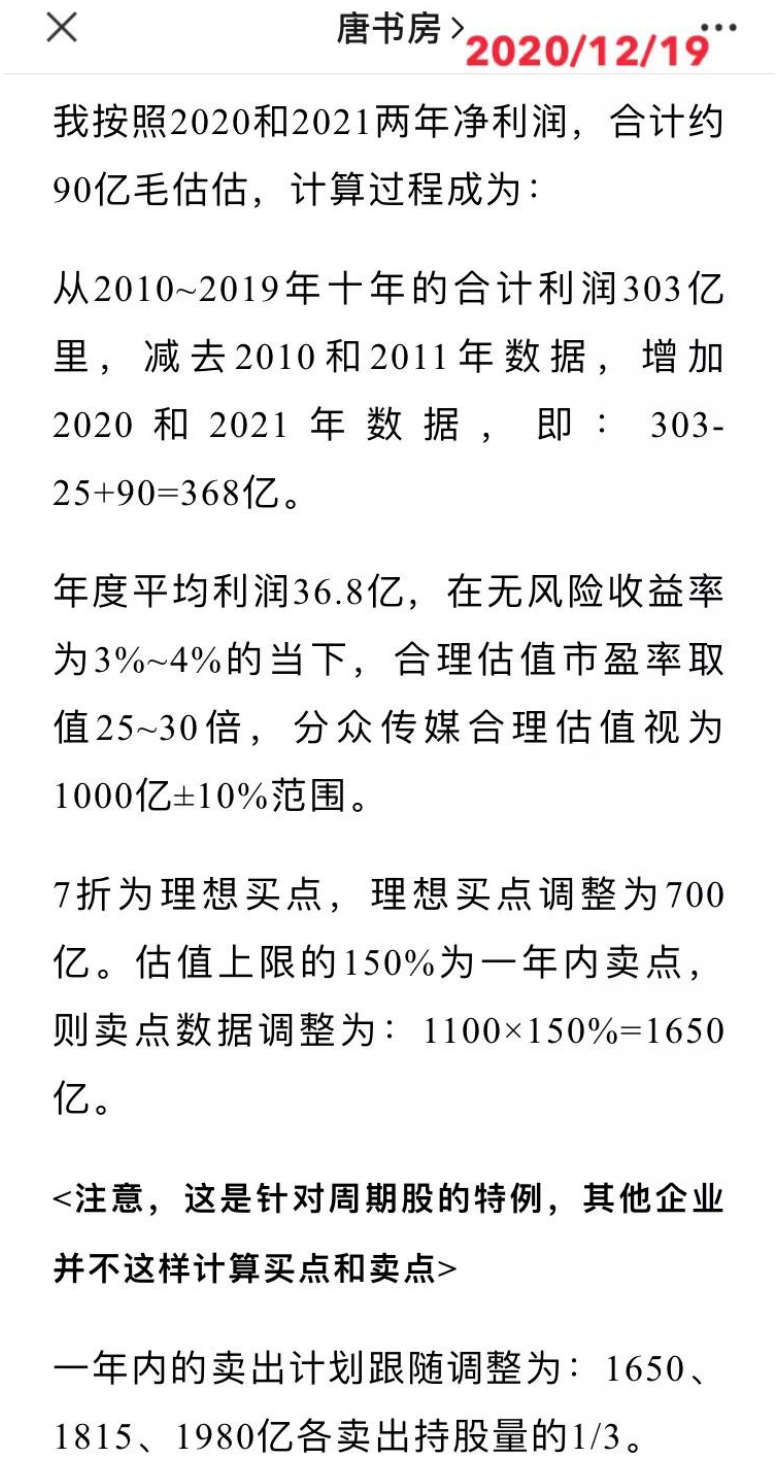
第一季度	2016	2017	2018	2019	2020	2021
净利润	6.4	11	12	3.3	0.34	12.2

即便按照一季度预告的利润底线计算，2021 年 1 季度盈利也超过了 2017 和 2018 年的巅峰期。

——当然，这是以更多媒体点位实现的。总额创了新高，但「屏均净利」还没有回到巅峰。

即便如此，以这个一季度利润水平推测，2021 年全年净利润很可能落在 55~60 亿区间，甚至有机会挑战更高水准，总体令人振奋

我去年对 2021 年净利润做过大致估算，数据如下图



按照上述估算，第一卖点 1650 亿和第二卖点 1815 亿，已经在今年的 1 月 9 日和 2 月 10 日触碰，并成功实施了卖出（卖出均价分别约为 11.26 元和 12.39 元）。

原本的估算里，是将 2020 和 2021 年两年合计净利润按照 90 亿考虑的。

现在 2020 年确认是 40 亿，相当于原估算对 2021 年净利润是按照 50 亿计入的。

根据最新一季报情况，2021 年可能落在 55~60 亿，套入原计算公式里，会让十年合计净利润多 5~10 亿，年度平均利润提升约 0.5~1 亿净利润。

这个增幅基本不影响买点和卖点的计算，故本次预告后**分众的买卖点暂不做调整**。

3.《外国公司问责法案》最终修正案通过

北京时间 3 月 25 日，美国证监会宣布《外国公司问责法案》最终修正案通过，新规将在 30 天后生效。

根据新法案，外国发行人连续三年不能满足美国公众公司会计监督委员会（PCAOB）对会计师事务所检查要求的，其证券将被摘牌。

按照新法案，外国企业赴美上市，需要提交材料证明公司不是国有企业或由外国政府控制，同时还需要提交会计审计底稿。

这事情虽然针对所有非美国公司，但其实重点就是针对赴美上市的中国企业的。

因为数据显示，目前所有不接受美国 PCAOB 检查审计底稿的外国上市企业中，中国（含香港）企业占了近 90%。

对于在美上市的中国企业而言，至少涉及到提交这些材料：

公司是否由 ZF 实体控股；ZF 直接间接在本公司拥有的股份比例；董事会成员里的党员资料；公司章程是否包含党/章内容等。

这基本是不可调和的矛盾。

这边不会允许提交，那边要求必须提交，企业就成了夹在风箱里的老鼠，两头受气

目前在美上市的中国企业有大约 220 家，总市值超过 2 万亿美元。

最终结果，可能有很多企业不得不选择退市，然后寻找其他国家或地区申请上市。

——这个顺序也可以颠倒过来，先申请第二上市地，为三年后的强制退市做准备。

这事儿，老唐了解不深，不敢多谈。

只能说直觉上，长期利好港交所；短期利空 VC，包括腾讯投资的部分企业的上市步伐，可能要调整方向；当然，利空在美上市中国企业的股价，也是无疑的。

4.关于点杀。

第一家点杀对象海螺水泥，我阅读了 2018、2019 和 2020 上半年财报，大致有了一些看法。



只是因为海螺刚好是昨天披露 2020 年报，所以想等看完年报后再抽空成文。请朋友们不要着急，不要催。

另外，总体看法可能略偏负面，也不知道会不会招来谩骂？

老唐要不要去买个“防喷头套或者油纸伞”先？图片图片

5.本周有 2 篇读书笔记入选。

入选笔记是：

《巴芒演义》大忽无悠——by@William

走向失败的捷径——by@土豆

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

本周有点琐事，周内有三天都忙碌在外，故本周只跑步 1 次 10 公里，散步 1 次 9 公里。



提前推送，没有记录周六早晨空腹口径体重，截图内还是上周六数据（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

关灯

老唐就我看来你是极度深入研究公司精准把握估值低买高卖简单但很不容易而水晶苍蝇拍也是我认可的投资前辈跟你似乎不是个路数说话深奥复杂你书里也提到过他现金流折现模型我该学哪派

唐书房

关灯你这个说法就好比说你今天既想吃米饭又想吃面条但自己做不出决定来究竟吃什么其实吃什么都没有关系重要的是你要去行动不管米饭面条搞它两大碗先整个肚儿圆再说吃完后如果感觉到不好吃了再换也来得及人生又不是只有一次吃饭的机会虽然你不会用标点但毕竟你还是一个有选择能力的人你说对不对

事了拂衣去

老唐你好，请问您认为白酒企稳了吗？

唐书房

我搞不懂啥东西叫企稳。

事了拂衣去

我摊牌了，就是洋河什么时候趋势能起来

唐书房

等到你不持有的时候，应该就能起来了。八九不离十

邓聪

老唐，一般上市已经很长时间的公司，精细看近 3 年年报，大略看之前年份的，以此来对企业做出是否值得买入的判断也够用吧？

唐书房

差不多。总体来说，就一句话：看后心中没有疑问了，就大致够用了，还有疑问就继续追寻，直至无疑问或者承认解决不了

小小青蛙见的风是的雨🤓

请问老唐，对洋河业绩的信心来源于哪里呢？

原本对洋河的业绩预期，是否太过乐观？

唐书房

来源于产品、历史、公司文化和股东结构。是不是太过乐观，只有你判断喽，完全有可能的

陈磊

唐叔，你好。前段时间美的回购股票，但不是注消而是分配给管理层以及员工。请问这个是不是损害了其他股东的利益？

唐书房

这个倒不一定。其实可以换个问法：公司给管理层和员工发工资，是否损害了股东利益？这是两个一模一样的问题。

嘉陵江

恒生 etf 卖出比买入价低？

唐书房

这有什么奇怪的呢？亏本卖出的行为，你也干过吧？

嘉陵江

我经常这样，对您我有一些膜拜呀，才奇怪呢

唐书房

不奇怪，忘掉成本就对了。

杨姚斌

老唐，你好。刚好问一个小企鹅的事，就是游戏板块，虽然利润和增速都很不错，但是作为内容产业，有没有可能被其他公司的黑马游戏，或者自己多款游戏不成功所累，是不是一个确定性比较差的业务。

唐书房

有这个可能，但其实确定性还是挺高的，少量漏网之鱼不改变战略大局。

wkx

请问唐师，长远看，对中概互联和中国互联。是个机会不？从价值角度来讲企业还是那个企业，但是都回港股毕竟小河沟比不了大海大洋……

唐书房

机会，永远都是。至于是赚钱的机会还是赔钱的机会，我觉得还是要考虑估值水平。

wkx

“看估值水平”，可不可以理解为，和这些企业在美或者在港上市影响不大？

唐书房

对。

第931篇.　　2021.03.30 - 书房拾遗2021年第6期

原创　永远好奇的唐朝　唐书房　2021-03-30

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 6 期。

@zn：洋河为啥跌的最凶，反弹的时候最弱

@唐朝：因为所以，科学道理。给股价涨跌找理由，是对生命的无情浪费。

2021-03-18

@周小学生：老唐，集中持股到什么程度算合理，或者说持股分散到什么程度算合理？

@唐朝：没什么准确的数字。但以我的经验看，1 个亿以下的资金，三五个行业，七八只股票，就算足够分散了。

2021-03-18

@蛟龙：关于沪深 300 我还是不太明白，30 倍市盈率才卖的话，意思是很可能这辈子都不需要卖了啊？或者说沪深 300 值得拿一辈子？

@唐朝：如果没有更好的投资对象的话，拿一辈子挺好啊。长期年化估计在 10±2%，不比你抱着现金安逸咩

@蛟龙：是啊，我不应该以卖出获利(换回法币）为目的，而应该放在天平的两端，比较哪一种资产更适合增值而去持有。

为什么要卖呢？不卖更好那就不卖。谢谢唐老师！

2021-03-18

@价投 Daniel：请问老唐，点杀那篇文章讲到的：洋河跌到了当年合理估值区间中值（90*27.5=2475）

90 亿是您预估 2021 年洋河净利润，以 2021 年净利润（不是三年后呀？？）*当前无风险收益率对应的市盈率，得出当年合理估值？这好像不是老唐估值法里的内容吧？

另外这个“当年”是指今年？

@唐朝：对于符合三大前提的企业，当年利润×1/无风险收益率，是其当年保守的合理估值，其实也就是相当于将其直接视为一份债券。

理想买点是三年后合理估值的 50%，是考虑了未来三年的成长因素并预留了安全边际。

当年合理估值之下到理想买点之间的处理方式，见文中问答。

〈即：当年合理估值到理想买点之间，随意，怎么做都对，没有标准答案。依照自己的持仓结构和对波动的承受能力，怎么舒服怎么弄。

详细论述可向书房发送“有钱”，提取 2019 年旧文《有钱时遇到心仪企业在合理估值区怎么办？》阅读〉

@价投 Daniel ：感谢老唐答复，困扰好久了，感谢感谢

2021-03-18

@张勇：老唐说的“投资不需要熬，凡是熬着的，都说明内心本质其实还是想「炒」”——我想把这个描述为价值发现。

@唐朝：价值不发现，你也不怕，就是投资了。但是很遗憾，资本不会让我们得逞的，真有价值瞒不了多久。

2021-03-18

@吾輩は猫である：那位说「巴菲特说小资金翻财报，能得到年 50%收益率」的老兄，确实是理解错了巴菲特的意思。

那段话是巴菲特和芒格去大学做演讲时一个学生问的。

那名学生大概意思就是巴菲特有十年时间收益率远超所有时候，而那时候巴菲特资金很少。

因此他觉得对于本金少的人来说，那段时间的操作比巴菲特现在的理念更有价值。

巴菲特告诉他他研究的那十年，其实还不是自己收益最高的时候，之前自己跟着格雷厄姆的十年才是最高的，年均回报率有近 50%。

然后他说，那时候我用的方法就是烟蒂股的方法，而且我认为就算现在这个方法也是非常有效的。

虽然烟蒂股的信奉者们不断的修改它的指标，但他依然非常有效，能给你很高的回报。

不过，等到后来我的资金量变得很大的时候，这个方法就显著降低了我的回报率。

然后芒格补充了一句，意思是资金量很大，操作上你就不太可能投资烟蒂股的那些公司了

@唐朝：这个语境补充非常重要，也非常有价值。谢谢分享。

正巧，微信好友@谁是罗 当天也和我私聊讨论了这个问题，我将当时给他的回复续在这个回复下面：

巴菲特所说的开立合伙基金之前，小钱跟着格雷厄姆买烟蒂股获利年均超过 50%的时间段，这里面的确有“小”资金的原因，但更主要的原因是大萧条过后“遍地烟蒂股+股市持续走牛”的特殊环境造成的。

当极端环境消失+烟蒂股投资原理被世人所知，这种年均 50%的收益条件就消失了。

比如施洛斯，在烟蒂股模式上走到极致，资金规模一直都不算大（一直到 1973 年管理规模才 400 万美元），然而施洛斯一辈子长达 47 年的投资生涯里，收益率超过 50%的年份一共就只有三年，而且均是在指数大涨的牛市里获得的。

所以，我认为将巴菲特的说的「我曾在小资金的时候获得过年均 50%以上的成绩」，理解为「小资金比较容易获得高收益」或「烟蒂投资法比较容易获得高收益」，是一种典型的误读。

而且，如果一种功夫练到极致，就只能容纳几十万乃至几百万资金，再大就需要自废武功，改换门庭。

我个人觉着，这门功夫不练也罢，正所谓「不值得做的事情，就不值得去做好」。

毕竟自废武功也是要耗费时间和精力的，甚至还不一定能废掉。

废不掉的话，反而可能成为继续成长的绊脚石。正如巴菲特经常喜欢说的那句凯恩斯的名言「困难不在于想出新主意，而在于摆脱旧观念」。

当然，个人终极目标本就定位在千万以内的，应该可以例外吧！

强调一下：个人认知，不一定对，仅供参考

2021-03-19

@彬：问个问题，市盈率 20，就是年利润 5%，分红 1%，那 4%哪去了

@唐朝：变成上市公司净资产了。

2021-03-20

@颜华超：不知道除了塑化剂，还有啥能把茅台干到 35 倍 pe 以下……

@唐朝：股价下跌的时候，理由自然就出来了

2021-03-20

@Ethan/新：老唐加仓腾讯和洋河距离理想买入点有点大。想问下老唐，如果之前没有买过腾讯和洋河，空仓还会这样买入吗？

@唐朝：应该不会。

@takeitslow：对于老唐这条回复我想请教一下，你说如果之前没买过腾讯和洋河，在当前价位不会买入。

理论上我们做决策是基于当下情况独立存在的，为什么过去事件会影响现在的决定呢？

@唐朝：之前没有买过，说明没研究过呗。没研究过或刚刚研究的企业，买点抠严格一点，相对稳妥一些。

2021-03-20

@南海哪吒：请教老唐，港股财报还是繁体字，怎么适用搜索大法？（财报不认简体，连腾讯这两个字都搜不了）

@唐朝：点击输入法上的简繁转换按钮就可以正常输入繁体字，实现对繁体版本财报的内容搜索了。

2021-03-20

@刘锦瑞：唐老师，求教，“如果不分红，利润也不增长，价值无限趋近于零”，为什么价值会趋近于零呢？？？

@唐朝：挣钱不分，就是公司净资产不断增加。此时利润不变，则说明 Roe 持续下降，不断趋向于零（不断增加投入，但产出不变），属于典型的价值毁灭。

2021-03-20

@海狸：今天看了篇霍华德马克思在一月份写的备忘录。

他认为现在信息越来越全面市场越来越有效，想靠基本面分析占市场先生的便宜越来越难。

所以价值投资不一定必须低估，价值有多种形式。对于具有绝对优势的龙头公司在高估时也不需卖出从而打断复利的积累。

一直很欣赏他，感觉这两年投资业绩平庸促使他也在转变。不知道老唐对此怎么看。

@唐朝：对他的业绩不太了解。

这段话，认可“价值有多重形式”，但对「占便宜越来越难」和「高估不需要卖出」两种观点不敢苟同。

2021-03-20

@Killua：在读书上，我有一个困扰：除了老唐的文字，其他的书都读不进去，这可咋办啊！好烦恼啊！

@唐朝：没事的，都是一阵一阵的。

就像游戏打怪一样，冲过去以后，回头看就会发现，切，老唐写了些啥嘛，都是简单之极的基本常识。

OK，那个时候，我们就可以准备迷下一位了。这就叫成长

2021-03-21

@yanq：这是最新某球大 V 收益率对比表，可以看到里面有太多盛名之下其实难副的大 V（老唐注：此处略过表格）。

@唐朝：这类比较收益率的帖子，没啥关注价值。

投资是「在自己能理解的投资对象范围内」将财富放置在「收益率更高的品种上」的行为。是今日之我与昨日之我的比较，不是张三和李四的比较。

张三和李四的比较，给投资者只会带来急躁、嫉妒和无法平静的心。

关于这种比较，芒格老先生有段话说的非常棒，摘抄过来送给朋友们，共勉之。

介意别人比你赚钱更快，是一种不可饶恕的罪行。嫉妒是种愚蠢的行为，它是你唯一不可能从中得到任何乐趣的心理活动。它只会带来很多痛苦，毫无乐趣可言，为什么要去那么干呢？——查理.芒格

2021-03-22

@great_andy：老唐你好，我想请问一下亏损的企业该怎么估值？

我想买港股的平安好医生，年报我看了我觉得行业有很大的发展空间。但是现在还在亏损，市盈率也是负的，请问该怎么给这类企业估值呢？

@唐朝：我也不会，我一般承认自己比较菜，直接躲开。

@great_andy：那请问您的意思是等到企业确定开始赚钱了，再投也来得及对吗？

@唐朝：我通常只投过去赚钱，预计未来还可以继续赚钱的企业。

但这并不意味着亏损企业没有投资价值，只是说我没有这个能力去赚这个钱而已。

@great_andy：了解，正所谓弱水三千，只取一瓢饮！谢谢老唐的点拨！

2021-03-23

@孙相柳：新来的，不太懂，只想问下如果股票买在了高位该咋整？

@唐朝：买的时候想过这问题吗？当时准备咋整现在就咋整。

2021-03-23

@唐嘉序：腾讯音乐付费用户比例升至 9%，营收只增长 14%，阅文集团营收微量增长，还亏损了。

为小企鹅捏把汗啊，为内容付费的习惯不好养成啊！

快手月活和日活都上升了不少，大家呆在网上的时间还是向短视频倾斜了啊！

另外微信朋友圈官方广告的频率好像有所增加，不知道是不是个人的错觉。

@唐朝：我记得春节前就是你留言说“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。”，还被收录进了《书房拾遗》，是不是你？怎么现在又担心小企鹅了？

@唐嘉序：是我啊，老唐居然记得我嘞。

这三个月我自己觉得又成长很多呢，对小企鹅大家都乐观的时候，我自己不妨悲观一点。

小企鹅有游戏收入这块利润，最新的新闻也说研发人员占比进一步提高，相当不错呢！

真希望人们能把时间更多花在内容上，而不是抖音快手。就连腾讯音乐大部分的钱也是卖直播打赏礼物挣的，唉

@唐嘉序：关于自己成长，最大的当头棒喝是老唐对夹头还是赌徒的三大判断条件。

2020 年我基本单吊洋河过来的，12 月又开始基本单吊腾讯。

过年以后，见您将超过卖点的市值转入恒生指数，惊觉自己一直都没有理解夹头安全边际这部分，真正理解个股不超 40%……

如今持仓比例合理的多了。

@唐嘉序：买入价格不重要，那句话确实非常有误导性，如果乱用投资生涯就是死路一条。

买了多少那句话也是伪命题，每个投资者只能在有限的资金中做出调配，不加杠杆，不全仓一个公司。

看了老唐 2%，2%的加洋河，对确定性高到 bug 的茅台也不持超过 40%，感触非常非常深！

2021-03-23

@甘甘：腾讯赚钱是赚钱，就是主业不太健康，游戏主要是中小学生贡献的收入。

@唐朝：这典型的人云亦云了，16 岁以下人士贡献游戏收入的 3.2%。

就算是再有些盗用家长账号的（有人脸识别，未经家长同意的盗用其实不容易），给他算 10%了不起啦。

@甘甘：不管怎样，现在年轻一代对游戏沉迷是越来越严重，身边家长无不对此恨之入骨。

年轻一代决定了整个国家的未来，个人感觉国家应该不会坐视不理。

@唐朝：其实我们小时候沉迷武侠小说，沉迷电视剧的时候，我们的家长也说过一模一样的话，你回忆回忆看是不是呢？

@唐朝：这里面最大的分歧是价值观。

有些人认为人活在世上，主要目标是努力学习，努力工作，努力挣钱， 这才是正路。

所以对于沉迷游戏，或一切与考试、工作、挣钱无关的事情，都会“恨之入骨”。

而有些人认为，人活在世上的主要目标是开心、娱乐、快活的，学习工作挣钱只是支持自己开心快乐的必要手段，而不是终极目的。

此时观点就会反过来，会对“悬梁刺股、996”恨之入骨，而对游戏甘之若饴。

——当然，上面所说的“恨之入骨”的家长，主要是痛恨孩子的“沉迷”，对于自己打麻将、打游戏、追弱智电视剧、看 YY 小说，一般是很享受的，并不痛恨。

如果这类家长愿意按照约束孩子的标准约束自己的话，孩子即便不受家长言传身教的影响，变成“沉迷于学习不能自拔”的学霸，至少也可以开心快乐的做个废柴富二代

这才是不负如来不负卿的“世间两全法”：

让认为人生目标是“学习、工作、挣钱”的自己去努力挣钱，实现自我目标的同时，还可以顺带让认

为人生目标是开心快乐的孩子，按他/她的意愿去享受生活，一举两得

2021-03-25

林云鹏 Ray

老唐，有篇讲格系和芒系的文章分享给您，或者您之前已经看过了，我觉得挺有道理的，普通人如果没有芒系的天赋，格系应该是更好的选择

https://mp.weixin.qq.com/s/9_IOvOMXvuHLkR2OGkGEeQ

你觉得有道理，就大胆选择适合自己的路，我从来不代替别人选择道路，哪怕是我儿子。每个人的人生都是要自己过的，欢乐、痛苦、富裕、贫穷，都是选择，自己大胆按照自己的意愿去选择并承受就好了

唐俊杰

老唐，我有一个疑问：如果手中有一笔钱，却又有买房需求，是以现金形式付完除公积金贷款以外的部分；还是说以贷款形式买房（商贷大约 5.5%，公积金 3.25%），而将这笔钱用于投资沪深 300？长期来看 10%左右的年化收益，是足以覆盖掉房贷利息的呀。

唐书房

如果是我，我会尽量选贷款形式，但不代表建议你这样。这个主要要衡量自己的投资能力、日常现金流及对波动的承受力，每个人情况不同。

yao(热水瓶)

唐老师好。请问除了上市公司的财报，内控报告和审计报告有必要阅读吗？

唐书房

一般没有啥意义，但看一遍也不会怀孕

Munger

今天虎嗅有篇文章《腾讯游戏会遭遇降维打击吗？》，不知道唐师有没有留意到？里面主要提到产品研发和分发渠道都独立于腾讯体系的竞争对手，给腾讯造成巨大的竞争压力，甚至报导腾讯急于买买买，给人一种乱了章法、疲于应对的印象。请问对这种现象有关注吗？是怎样的看法？

另外，对于腾讯成为世纪华通的第二大股东，请问唐师有何点评？毕竟世纪华通并购了盛大游戏，但这几年却又没能有现象级的新作。

唐书房

昨天的文章，看过了。任何企业都不是完美的，愿意找问题，一定有的。经历过《腾讯没有梦想》和《腾讯背水一战》之后，对于这类文章已经有免疫力了，能挑毛病总是好的，也算帮企业盯一些莫须有的遗漏点吧。我很信任腾讯现有管理层，基本不太去关注日常经营层面，当然，主要是我也不懂啥经营。

千载不变

请问老唐：茅台跌到 30 倍、那么洋河不是也要同步下跌吗？茅台是白酒的头啊！难道茅台跌、洋河

不跌还涨吗？

唐书房

会不会同步跌，我不知道。我从来没有预测股价的能力，也从不将自己的投资体系建立在对股价的预测上。对我而言，这是两家不同的公司，只存在持有股票是否划算的问题，不关系其未来涨跌。

chenms

老唐卖茅台，换成洋河，我实在是无法理解，这不是典型的拔掉鲜花浇灌野草吗？

唐书房

你和漂亮老婆离婚，去和凤姐私奔，我实在无法理解，这不是典型的拔掉鲜花浇灌野草吗？——看出问题所在了吗？你虚构了一件我没做过的事情来质问我。我卖出茅台换入的是恒生 ETF ，理由在 1 月 9 日用几千字分享了，愿意参考你就自己翻，别奢望我说服你。我从不认为我一定是对的，从不建议谁照我的做。

唐书房

我是这么想的，这么做的，供你参考——这叫无私分享；你的作法和我不一样，水平垃圾，你应该学我这套，我才是对的——这个叫指指点点、好为人师。老唐只是将自己的想法作法分享出来，我能保证分享的是真实所想所做，但从不保证我一定是对的，也从未要求别人向我学习，你完全可以持有自己的判断

chenms

抱歉，老唐，是我表达有误。应该说“老唐今年减仓茅台，加仓洋河”，没有要质疑您的意思，只是想和您交流。

唐书房

这个很简单。减仓茅台是因为春节前的茅台在我眼里明显高估，加仓洋河是因为 160 左右的洋河在我眼中属于合理估值。他们都是我眼中的鲜花，而不是你所谓的鲜花与野草。前者是花开堪折直须折的成熟花朵，后者是小荷才露尖尖角的小花苞

柏金成

有色金属板块现在慢慢建仓风险是否比较大？

唐书房

啥板块慢慢建仓风险都比较大。

D 调的华丽

老唐，福寿园业绩出来了，收入增长 2%多，净利润 7.2%这样的成长虽然受到疫情影响，为啥今日市场反而非常热捧？就因为分红比去年高？

唐书房

不是呀。2020 年受疫情影响，能做成这样，很好了，尤其是下半年同比增长情况很好。要不是年中管理层放炮说能保两位数增长（结果没达到），我估摸着今天市场还要乐观些。

火眼金睛

老唐，无风险收益率，你用的是十年期国债的到期收益率吗？

唐书房

这个在书房解释过很多次了，用十年期国债略高，或者普通理财产品略高凑整均可，不用太严谨。

邱恩东

唐老，您会根据宏观政策来调控自己研究或持有的股票嘛，比如两会中建议全面推进公益性公墓之福寿园和 2060 年实现碳中和之陕西煤业

唐书房

这个，首先你要解释清楚什么叫“宏观政策”才行。比如你说的这两条，在我看来都不是什么宏观政策，而是和企业息息相关的行业环境。

唔

无风险收益率 3—4%，对应合理估值为 25—30。

计算估值的核心在于取倒数

那么用取倒数这个公式来算估值的深层原因是啥

为啥不能　取倒数后再加 5

或者取倒数再乘 2

。。。

唐书房

因为 all cash is equal。

第932篇.　　2021.03.31 - 唐书房文集电子版下载

唐书房 2021-03-31

唐书房文集电子版下载，点击书房底部菜单’’书房福利~文集下载’’（图一），网盘内容见图二。都是书房热心读者义务整理的，请勿用于商业用途。

今天恰好是一季度收官，顺带记录一下老唐实盘持仓（图三）及收益：2021 年第一季度收益率 3%🤝祝朋友们投资顺利，万事如意🎊


文集下载
唐朝合集
低佣开户
原创合集
书房福利
核心五篇


已选中6个文件/文件夹
唐书房文集类型版
唐书房文集年度版
巴芒演义人物关系图.pdf
唐书房给赞问答合集.docx
唐书房留言整理汇总（话题分类版）.pdf
唐书房留言整理汇总（话题分类版）.doc

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	27%	66000±10%	<33000	72500	49353	610.00	8.16%
洋河股份	21%	3850±10%	<1925	4700	2482	164.70	-30.21%
古井贡B	6%	770±10%	<385	900	463	109.00	0.94%
分众传媒	4%	……	<700	1980	1362	9.28	-5.98%
贵州茅台	5%	24000±10%	<12000	……	25237	2009.00	0.55%
海康威视	2%	4840±10%	<2420	6960	5223	55.90	15.23%
陕西煤业	2%	……	<930	2000	1106	11.06	18.42%
恒生ETF	32%	现金替代品				1.497	4.61%
沪深300						5048.36	-3.13%
上证指数						3441.91	-0.90%
2021/3/31			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8433	

第933篇.　　2021.04.01 - 茅台2020年年报简评

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-04-01

茅台本周发布年报，全年实现营收 980 亿，归母净利 467 亿。

茅台是中国股市送给投资人的一个财富 Bug，它的特点就是只要你稍微做点儿研究，公司的营收和净利润基本可以提前预测，误差很小。

比如刚刚披露的营收和净利润，我在《老唐实盘周记 2020/01/04》一文里，就已经这样写过了：

“2020 年大约实现 1000 亿营收，460 亿净利润。”

——时隔一年零两个多月后，现在披露的数据是 980 亿营收，467 亿净利润。

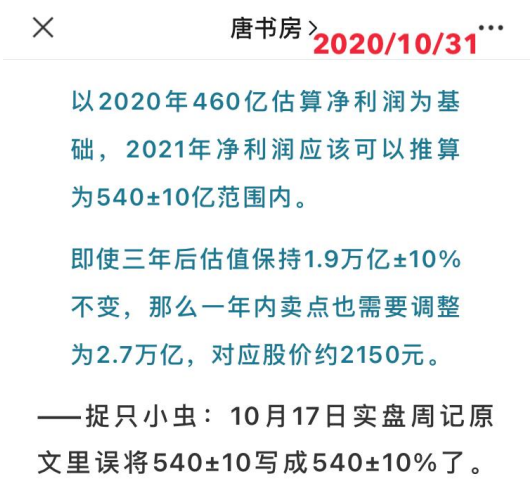
同样的，2020 年年报里说：2021 年公司营业收入同比增长 10.5%左右。

这是告诉了我们：

第一，2021 年大致营收 1100 亿，归母净利 540 亿左右；

第二，2021 年主打产品 53 度普茅，不会上调出厂价。

我在去年 10 月就给出了 2021 年 540±10 亿的净利润判断：



然后等今年茅台召开股东大会的时候（大概是今年 6 月份），公司会提交一份叫《2021 年度公司预算

方案》的文件。

文件里，会具体告诉我们 2021 年公司对营收、营业成本、销售费用、管理费用等的规划数据。

由于茅台的可供销售商品酒数量，大体由四年前的基酒生产量决定，而市场又是供不应求，销售费用和管理费用都是公司自主掌握，因此，这个数据稍加调整就基本可信。

之所以说稍加调整，是因为数据会有小误差，比如：

①国企习惯。

国企习惯，做预算的时候会对收入计划低点儿，对费用预算略高一点儿，这个道理应该都明白；

②意外压力。

由于临时冒出来的某种压力，可能会导致管理层在控制范围内，增加少许市场投放量。

依照茅台 969 出厂价，3000 左右零售价，每增加 1 吨供应（2124 瓶 500ml 普茅），那就是 400 多万白花花的现金：（3000-969）×2124≈430 万。

由于可投放量大致在四年前基酒产量的 75%~85%之间，意味着管理层手中可以掌握大约 4000 吨左右的腾挪空间，那就是大概 170 亿的无主肥肉。

这也是勾引茅台管理层成建制地身披黄马褂、手戴不锈钢的穿肠毒药。

我不认为他们是坏人。

我有自知之明。老唐如果能手握 170 亿无主财富的分配权，结果和他们一样

一样都是 969 卖出去，又不是送出去，卖给谁不是卖。是个人都会考虑优先卖给亲朋好友、熟人、或者能让自己或自己亲朋好友舒服的人。

这是人性，靠背诵为 RM 服务或色即是空，无法长期起效

③增加或减少销售费用投放。

比如 2020 年，公司原计划的销售费用是同比增长约 9%，即 35.7 亿左右。

结果产品火爆，广告宣传及市场拓展费用直接节约了。

最终同口径销售费用实际只有 27.8 亿——报表销售费用 25.47 亿+因会计准则改变移至营业成本里的 2.33 亿运输费用。

减少近 8 亿费用，这省下来的就直接变成公司利润了——直接增加归母净利 5.6 亿。

因为以上原因，预算方案数据会和最终实际数据有少许差异，但对于投资而言，足够精确了。

在这样的公司身上赚不到钱，主要问题恐怕就还是在于对市场波动的理解上了。

——还记得吗？投资只需要学习两门课：第一如何面对市场波动？第二如何给企业估值。

过去八九年，老唐写过的茅台文章实在太多了，所以这份财报没什么新意值得去系统写，就零碎谈几个我认为有意思的数据吧。

一、关于茅台系列酒。

茅台系列酒 2020 年实现销售 29743 吨，报表口径的营收（不含税营收）也已经 99.9 亿了，净利润按照我的估算大致在 25 亿左右。

25 亿的估算过程：

营收 99.9 亿—营业成本 29.8 亿=毛利润 70.1 亿；

税金及附加按照 15%估算≈15 亿；

系列酒营收占比约 10.5%（99.9/949），销售和管理费用按照占比 20%毛估，约 18.7 亿（25.5×20%+67.9×20%）；

营业利润=70.1-15-18.7=36.4 亿

税后利润=36.4×75%=27.3 亿；

少数股东损益主要是赖茅公司的 57%股份（赖茅由股份公司持股 43%，但因为占据董事会多数席位而按控股并表）。

系列酒第一大单品是茅台王子，汉酱只有大约十几亿销售，少数股东损益按照 2 亿毛估。

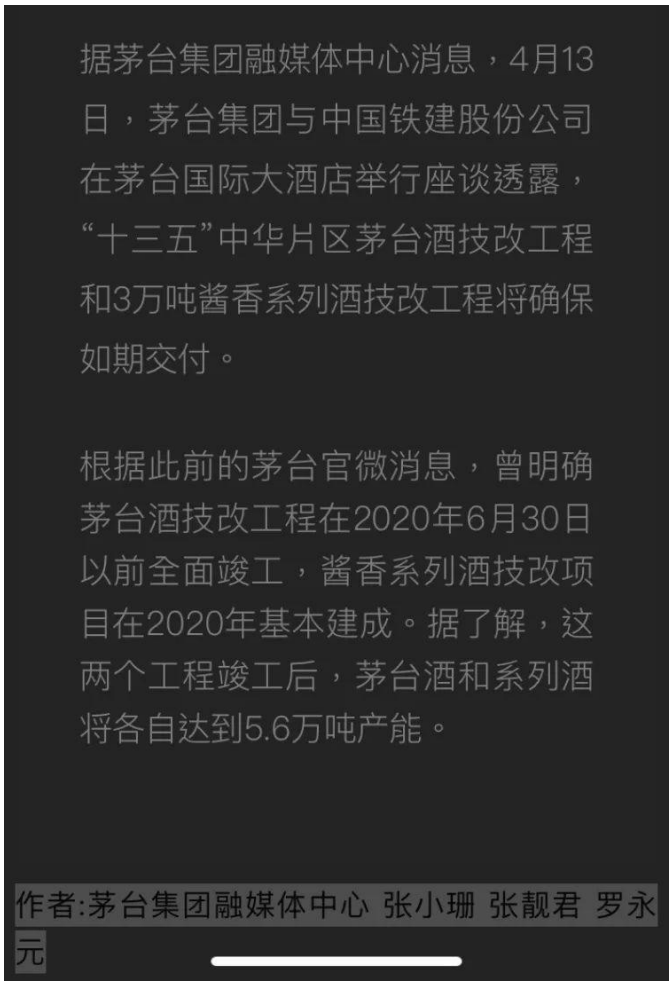
故系列酒归母净利大约 25 亿。

如果将系列酒单独分拆出来，营收排名大致可以在上市白酒企业中排第八：茅台、五粮液、洋河、老窖、汾酒、古井、牛二、茅台系列酒。

按净利润排名的话，大致可以排在茅五洋老汾之后，和古井贡不相上下。

单独看，也已经是一家值得起千亿市值的上市公司了。

去年 4 月，公司曾经披露过系列酒的产能扩张预计在 2020 年内完工，产能达到 5.6 万吨。



但年报里没见披露系列酒完工的相关信息，或许因为疫情原因有延迟。

如果 2020 年重阳节，系列酒产能已经可以投入使用，那么 2021 年的系列酒产量就会有大约 5.6 万吨，也就意味着大约在 2023 年系列酒的供应量会大增。

——系列酒除王子酒以外的其他酒种所需储存时间，公司没有披露。此处一律按照王子酒储存两年的要求估算。

如果假设延迟到今年夏天完工，也就意味着明年开始具备 5.6 万吨系列酒基酒产能，可售商品酒可以在 2024 年大幅增量。

这是令股东开心快乐且容易被忽略的一块收入。

二、关于茅台酒。

2020 年茅台酒销售 3.43 万吨，比 2019 年少了约 250 吨。但茅台酒的营业收入却增加了约 12%。

这是公司在不上调主打产品 53 度普茅出厂价的基础上，通过取缔违规经销商并将份额转移给商超和电商（实现从 969 到 1299 或 1399 的变相提价），同时上调 53° 普茅以外的非主力产品（陈年茅台及各种不同包装、不同容量的非标产品）出厂价的手段，实现了真实出厂均价的小幅上扬。

按照公司披露的 2021 年营业收入增长 10.5%的计划，可以窥见以高董为核心的新一届董事会，2021 年还是准备照猫画虎、继续舞这套无敌漂漂拳，在坚持不增量、不提价的情况下，实现出厂均价的小幅增长。

2021 年没什么看头，但茅台的 2022 年很值得期待。

一者，2018 年相对 2017 年有近 7000 吨的基酒增量，这意味着 2022 年相比会有至少五千吨以上的增量。

二者，上次出厂价调整是 2018 年元旦（从 819 上调至 969），到 2022 年，就是 969 出厂价存在的第五个年头了。

自茅台上市以来，调价时间和幅度如下表

时间	2001.1	2003.10	2006.2	2007.3	2008.1
出厂价	218	268	308	358	438
上调幅度	18%	23%	15%	16%	22%
时间	2009.1	2011.1	2012.9	2018.1	?
出厂价	499	619	819	969	?
上调幅度	14%	24%	32%	18%	?

间隔时间最长的是 2012 年 9 月~2018 年 1 月，5 年又 1 季。

但当时的情况非常特殊。

适逢白酒行业性寒冬，叠加“反三公”，期间很长一段时间，经销商是几乎没有利润甚至赔钱抛货的。

819 出厂价，但当时市场上最低 699 的销售都有，799 基本随便买，老唐那时还囤过不少茅台酒（都囤到胖子肚皮里去了）。

期间公司为走出困境，降低招商门槛新招了很多经销商。

从合作共赢的商业角度说，在市场行情略有起色时，有理由让同舟共济、共渡难关的经销商养养膘。

所以虽然 2016 年底至 2017 年初，高端白酒行情已经明显转暖，但公司拖延到 2018 年初才上调出厂价，情有可原。

这次不一样。

从 2018 年初至今，茅台酒经销商的日子分为安逸、非常安逸、实在太过于安逸三种状态，基本上配额就是钞票，一堆一堆的钞票

如果这次的调价间隔也长达五年以上，恐怕上上下下都很难说出令人信服的理由。

所以，如果按照本期财报里暗示的2021年几乎不可能上调价格的前提，我个人认为2022年茅台酒上调出厂价几乎是板上钉钉的事情。

假设2022年出厂价能上调至1299元（相对于约3000元的零售价，留给经销商的利润空间依然巨大），幅度大约34%。

叠加约15%的增量，2022年营收或许可以做到1500亿，净利润可以达到750亿以上。

当然，2022年750亿以上的利润，对我而言也仅仅意味着到2022年初，值得在2.25万亿以下开始买入——比老唐之前计划的20250亿又提升了近10%。

虽然目前的2.6万亿，相对于春节前3.3万亿高点已经下跌了超过20%（节后低点约2.4万亿，相对节前高点下跌约27%），但对我而言，依然属于乐观估算下仍然偏高的估值水平。

说到这儿，又不得不面对某些讨厌的苍蝇。

搞不明白为什么，本周又有一大群人扑来书房指责老唐卖出茅台的行为是投机、是自作聪明什么什么的。

其中还有不少人指鹿为马，理直气壮地质问老唐为什么用茅台换洋河？

我就不明白了，我用自己的钱买卖，与他人何干？

我投机，我自作聪明，我自己承担后果。

我嫌自己钞票太多，想亏几个减轻负担，可以不呢？

这些高手大师们，为什么非要逼别人用你那套体系，买你所喜欢的股票呢？

都听你的，买茅台。你敢不敢拿出真金白银来保证茅台一定跑过腾讯、洋河、古井、分众、海康呢？

敢出资担保的话，我就听你的，全仓茅台

老唐只是分享自己怎么想的，怎么做的。没有用别人一分钱，没有要求任何人照着我的作法做，甚至从来没说过我的作法就一定是对的，碍着谁呢？

书房设立近五年，老唐从未踩踏过网络上任何大小V，连书房留言涉及到贬低其他大小V的，我一般都不给上墙。

你们评价老唐水平低，老唐承认自己水平低，主要靠狗屎运；

你们说老唐也就是买中了茅台，老唐承认自己除了茅台之外泯然众人，甚至连明细账都帮你们算好；

你们说老唐是算盘夹头，我承认我没什么高瞻远瞩的能力，主要靠财报数据加加减减挣点小钱；

你们说老唐主业是卖书骗打赏，老唐自封卖书郎……可以了嘛，欺负老实人也有个限度

这些踩踏，除了向围观群众展示你的轻浮和没教养之外，也就是换来几句吃瓜群众看热闹不嫌事儿大的起哄声而已。

你以为吃瓜群众会因为你踩踏他人，而高看你一眼，或多崇拜你一点？蠢死！

老唐就是个低水平的笨笨，自作聪明高抛低吸，价投思想不纯正，除了踩中茅台的狗屎运之外一无是处，没事儿就写几本书出来混饭吃，偶尔在书房里混点儿赏钱喝粥，但老唐至少没有强迫谁关注书房，没有误导谁打赏或付费，也没有把书塞在任何人的手里强买强卖。

总有那么几万和老唐一样傻的人，喜欢老唐的文字。总有那么几千命中注定必将有钱的财主，愿意打赏老唐——谢谢这些朋友，你们不富，天理难容

这些自诩正宗的价投、绝顶聪明的高手，何不团成一团圆润地离开？贼兮兮地藏在书房自虐，让彼此

都难受，何苦呢？

更奇怪的是，以前有人骂老唐，一般出现在短期股价和老唐的看法相左的情况下。

这个虽然也很让老唐郁闷，但倒也能够理解。

毕竟有些人可能未加思索，在不具备波动承受能力的情况下，冲动性地跟了所谓的大 V 老唐，结果这个胖子是个注水货

毕竟亏钱了，多少还是值得同情，喷那个号称看好某某股的家伙两句，也算人之常情吧！

这次很奇怪。

好歹老唐春节前卖出茅台、买入恒生 ETF 的行为，至今是茅台暴跌，恒生 ETF 持平，就算用短期股价波动来衡量（我从不这样衡量自己的决策），不是该去骂那些春节前鼓吹茅台价值、鼓吹永远不卖才是价投的人吗？

怎么老唐赚钱了，还要立正挨批呢？

看到这些留言，忍不住脑补一个蠢货挺着肚皮教训人的姿势：

“你看你，操作的啥嘛，才赚了 10%！你看看我，我已经亏出去 20%了。你还不赶紧好好地向我学习。”——奶奶个熊，真是憋气！

至于教训老唐为什么卖出茅台却要保留洋河的，懒得给你解释。你要是都理解透了，就该你叫唐朝了

脑袋里保留着愚蠢的板块联动炒家思维，还自以为真理。

谁担保的茅台跌洋河一定跌的？

再说了，就算茅台跌洋河一定跌，甚至跌更多，不就是证明老唐不够英明呗！卖茅台的时候没有顺手把洋河也卖了呗！

老唐本来就不英明，就看到了减仓茅台，没看到清仓白酒，没有及时清仓所有企业，也没有反手沽空茅台……那又如何？

老唐还不是吃的白白胖胖，小日子过得潇潇洒洒，7 年多年化收益率凑凑合合 30%+，从股市里赚了几千万，勉强也还对得起我家领导的信任

老唐又没打算去争那股神宝座，也没想过登录服不服排行榜，为什么要去要求自己每次都做对呢？

这些来指责老唐的，扪心自问，你自己是每次都对的吗？

三、关于茅台对贵州的贡献。

不算茅台酒低价销售对茅台集团其他产品，对贵州农产品，对公路及机场的相关拉动。

仅仅看官面上的数字，我们就可以感受到茅台股份公司对大股东及贵州省政府的贡献有多么吓人！

①商标使用费：

股份公司 2020 年付给茅台集团商标使用费约 12 亿；

②茅台销售公司股权：

有 5%的股份是集团公司的，按照 2020 年的经营情况，集团公司拥有销售公司 22.3 亿净利润，销售公司分红给集团公司 20.5 亿；

③财务公司股权：

茅台集团及集团子公司拥有财务公司 49%的股份。

财务公司的经营很简单，说直白一点主要就是把股份公司卖酒赚来的钱（有少量集团内其他公司的钱，

但主要是股份公司的），拿去获取利息差。

这些利息差，股份公司只能拿到51%，其他的归了茅台集团及其全资子公司。

2020年分红多少还没披露。2019年集团是拿走了4.5亿多，2020年只会多不会少；

④税收：白酒销售带来增值税超过120亿；消费税及相关税种约139亿；企业所得税约167亿，其他税种略，合计＞425亿。

⑤股份公司股权：

集团及贵州国资公司截止2020年底，直接间接持有茅台股份公司约61%的股份，按照2020年股份公司467亿归母净利的规模，有467×61%=285亿，是归他们的；

⑥国有资本公司套现：

2020年，国有资本公司卖出了大约4165万股茅台。

2020年茅台开盘1128元，收盘1998元，就给国有资本公司按1500元卖出毛估，套现625亿。

①+②+③+④+⑤+⑥＞1300亿。

贵州省一共3600万人口，人均可以从茅台身上获取3600元，好肥的肥羊。一个省内有这么一家企业，真是想想都幸福

我爱茅台。

虽然我截止今天只有4%茅台，但我依然很爱很爱茅台，我相信有一天它还会成为我的重仓股，这是千年不变的人性给我的信心。

很抱歉，今天的文章里有一段负面情绪。实在有点没憋住，对不住大家了

海岸

请教老师，您持有煤炭股，请问水泥股和煤炭股有同样的逻辑吗？可以长期持有吗？

唐书房

我个人看法：没有同样的逻辑。仅供参考，不保证正确。下周我尽量抽空写出海螺文章，来论述为啥和煤炭股没有同样的逻辑。

耍耍哥哥

请教一下，茅台真是个好企业！茅台有没有持仓上限呢？比如洋河是百分之25

唐书房

我给自己定的单只个股上限是40%，初始买入时的40%，涨出来的不管。

周浩

老唐，你好，看了你的估值法，想问一下，您买入股票到到市盈率50就会卖出，那也意味着您不会买市盈率50以上的股票了？

唐书房

基本不会。倒是有买入后变成高市盈率的案例：分众。

问鼎天下

茅台收款后压货不发，这笔款项计入营业收入吗？如果不计入，岂不是为操纵利润表提供便利之门。

唐书房

不算，在预收款里（现在叫合同负债）。谈不上操纵，一直是这么干的，合理合法。

第934篇.　　2021.04.03 - 巴芒演义读后感--by@阿茂整饼

阿茂整饼　唐书房　2021-04-03

这本《巴芒演义 可复制的价值投资》，我花了将近一个礼拜的时间才看完。

我阅读的速度向来不慢，倘若是武侠小说，恐怕一两天的工夫我便能把它翻个底朝天。不过老唐的这本《巴芒演义》，却并不算“易读”。

何哉？

其角度之宏大、框架之严谨、内容之深妙、语言之风趣，深读之，仿如老唐之所爱——茅台老酒般，味道醇厚而层次丰满。当须细细品之，慢慢思之。

几十本动辄横跨几个时期的书籍，或是七零八落散落于历史长河中的资料，好比散落于一地的原材料，但经过唐大脑的重新搭建，竟成了一个有着内在逻辑的立体迷宫。

作为读者，我们所要做的，便是紧随老唐，从《巴芒》这神秘迷宫的入口，沿着层层递进的思维线索去探秘，欣赏迷宫中那时而跌宕起伏、时而一马平川的种种景观，最终在老唐的指引下走到出口。

想必许多唐粉已是看过搭建起《巴芒》的各种书籍资料，当然，也包括我自己——姑且也算得上是有所涉猎吧！

但或许，有些读者只是暂且停留于“看过”，例如收集了几个没有色彩的数据，摘抄了几个缺乏联系的文段，或者是将几个章节拎出来、架空着读。

毕竟曾几何时，我也只是在“泛阅读”，浮于表面而已然满足。

因此，回过头来仔细想想，不得不佩服老唐，既如建筑大师般，有集构思、设计与搭建之能力于一体的艺术大家风范，又能设身处地，始终以读者的视角作为写作的出发点，致力于让读者在轻松自如中，尽量有些收获。

我们是否曾想过这样一个问题。一幅大作品，好比《清明上河图》这般，当其就出现于眼前，可供我们自由欣赏时，我们在发出惊叹的啧啧声，不禁拍手叫好后，冷静下来，我们会做些，或者能做些什么呢？

是驻足考量，陷入沉思，以期从中寻觅深深隐含的奥妙，还是浮光掠影过后，即带着满足而散去？

所谓“外行看热闹，内行看门道”，真正是道里的人，他便能透过色彩斑斓的表象看到其背后深藏的真正妙处。

平凡生活中，大多数人注定只是看到一幅“很美、很大”的长图罢了。

我们现在所谓的“炒家”，大概也是如此——只消获得一串代码，几个数字，几条若干道听途说的消息，便毅然决然地动手开干去了。

至于反复研读与思考这样费神的事儿，不够直接了当，还是留给有时间和精力的人去干罢。

大道相通，艺术、文学、投资，各行各业，恐怕皆大抵如此罢。

《巴芒演义 可复制的价值投资》的下半部分，着重于“可复制”三个字的论述。

虽说财报内容，在许多人眼中，或许也只是些呆板的、平面的、毫无表情的数据，但老唐从中找到了些蛛丝马迹，看到了许多人所看不到的故事情节，便“化零为整”，以宏观的角度把握枯燥而零碎的细节，并将其以有血有肉、活灵活现的方式呈现。

打个比方，像是一位高明的大夫，基础方药就是那么几味，但辨证过后，因人而异，一番加减化裁，一张恰到好处的方子便信手拈来；处方遣药，药到病除，效如桴鼓。

放到普通大夫那去，恐就是重“药”不重“医”，重“病”不重“人”了，最后的效果，自然是要相形见绌了。

前几日读书时，读着读着，我忽而想起金庸老先生写过的一些人物。其笔下的武林高手，早期重招式，中期重师承，后期重武道，最后便“无武而重”，是“无招胜有招”了。

自接触投资以来，也有那么些时间了，多少是有些感触，读着《巴芒》，又让我想起了过去的经历，也想起了金庸先生笔下的武林江湖。

在人生的某些领域里，努力固然重要，但有的时候，某种能力或素质的具备，或许会有更显著的意义。

正如爱迪生所言：“天才是由 1%的灵感加上 99%的汗水所组成的，但那 1%的灵感是最重要的，甚至比那 99%的汗水都要重要”。

用一个我们中国传统文化里头最常说的一个字来概括：“悟”。这是一个悟的层面。

武术如此、文学如此、经济如此，待你走到一定高处后，悟性或将决定你最终是继续向上攀登，还是就此止步不前。

当然，读老唐的《巴芒》，自然也是要些“悟”的能力。

因此，老唐也是体会我们读者，在《巴芒》这座迷宫里，已经提前安上了一个“导航系统”，有“可复制”性，“宽基指数”登场。

不得不再次感叹，老唐的用心良苦！

对这块领域，有自知之明者，虽不算懂，而又想懂，自是在努力，但确实抓破头皮也没法全懂的，有赖老唐的指导了。

“可复制”，“宽基指数”，实为投资领域中“老少咸宜，居家良品”！

由于老唐的缘故，我找来了一本林语堂先生写的《苏东坡传》。

在林先生书中，东坡是位：“无可救药”的乐天派、伟大的人道主义者、百姓的朋友、造酒的试验家、酒仙、还有皇帝的秘书……智能优异，心灵却像天真的孩子……

跟老唐久了的人，自是能感受到老唐的生性放达、为人乐观，而且幽默机智；也能体会到老唐对于“领导”“只羡鸳鸯不羡仙”的情意。

怪不得老唐对苏东坡欣赏有加，原是有着如此多相似的特质！

老唐的签名“永远好奇”，是在这物欲横流、自我膨胀的时代中，难得的一种态度，就像荒漠中的月牙泉水，留得住永远的好奇，便留住了给养灵魂的源泉。是可谓：清醒、清澈、清心！

后记：

首先，感谢老唐引领我走上投资领域中正确的道路；

其次，也感谢外甥的帮助，让一个完全电脑小白在网上发表了人生中的第一篇文章。

再品《巴芒》，日拱一卒，当须不断进步！

第935篇.　　2021.04.03－老唐实盘周记2021/04/03

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-04-03

本周交易

无

当前持仓

目前持仓腾讯 28%，洋河 21%，古井 B 6%，分众 4%，茅台 5%，海康 2%，陕西煤业 2%，恒生 ETF 31%。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	28%	66000±10%	＜33000	72500	52969	654.00	15.96%
洋河股份	21%	3850±10%	＜1925	4700	2624	174.10	-26.23%
古井贡B	6%	770±10%	＜385	900	466	109.53	1.43%
分众传媒	4%	……	＜700	1980	1364	9.29	-5.88%
贵州茅台	5%	24000±10%	＜12000	……	27159	2162.00	8.21%
海康威视	2%	4840±10%	＜2420	6960	5279	56.50	16.47%
陕西煤业	2%	……	＜930	2000	1108	11.08	18.63%
恒生ETF	31%	现金替代品				1.523	6.43%
沪深300						5161.56	-0.95%
上证指数						3484.39	0.33%
2021/4/3			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	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	27%	66000±10%	＜33000	72500	50090	620.00	9.93%
洋河股份	21%	3850±10%	＜1925	4700	2459	163.19	-30.85%
古井贡B	6%	770±10%	＜385	900	449	105.80	-2.03%
分众传媒	4%	……	＜700	1980	1482	10.10	2.33%
贵州茅台	5%	24000±10%	＜12000	……	25287	2013.00	0.75%
海康威视	2%	4840±10%	＜2420	6960	4989	53.40	10.08%
陕西煤业	2%	……	＜930	2000	1075	10.75	15.10%
恒生ETF	32%	现金替代品				1.486	3.84%
沪深300						5037.99	-3.33%
上证指数						3418.33	-1.58%
2021/3/27			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8421	

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；

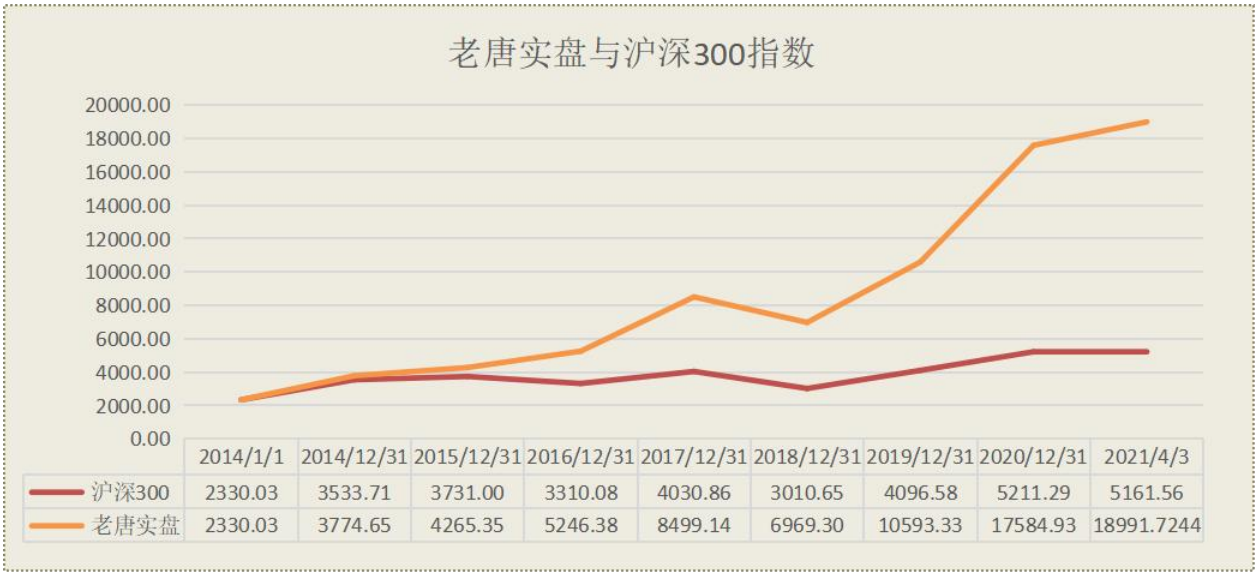
②仓位加总偶尔可能为99%或101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如10%代表实际仓位在9.50%~10.49%之间。

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%，66%，8%（均不含新股中签收益）。

若2014年元旦净值为100，则当前净值为815。以7.26年折算，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	2021/4/3
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	5211.29	5161.56
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	17584.93	18991.7244

重要事项

1.福寿园年报。

福寿园上周末发布年报，总体来说一切顺利。

上半年受疫情影响，人员聚集和活动受限，一些墓地购买、下葬及殡仪活动推迟，营收同比下降 19.5%，归母净利同比下降 16.5%。

下半年疫情影响大致消除（未完全）后，上述消费补齐，下半年营收同比增长 23.2%，归母净利同比增长 32.3%。

最终全年获得营收同比增长 2.3%，归母净利同比增长 7.2%的优异成绩。

这个数据实际上真可以算远超预期。

可惜年中管理层在业绩说明会上曾表态说“预计全年两位数增长”，提高了市场的预期，反而让人感觉平淡。

本期年报依然显示着异地扩张的困难性，公司依然有大量现金以低利率状态沉淀在账面上，就和我们拿着现金找不到合适的买入对象状态差不多。

这些内容都是老唐的福寿园系列六篇谈过的，本期也没有什么新东西值得特别说。

概括起来就一句话：公司的商业模式、现金流、管理人员的专业水平啥的，都挺好，略有瑕疵的也就是核心人员历史和管理层股权激励的量。

细节直接回看书房福寿园系列 6 篇就好，向书房发送“福寿园”或者“从零开始”都可以提取。

目前我持有一万股观察仓，其中 1000 股是去年 12 月 30 日在 7.14 元买的，9000 股是今年 2 月 1 日 7.49 元买入的。

希望未来有合适的价格增持——意思是目前的价格在我眼里尚不具备吸引力。

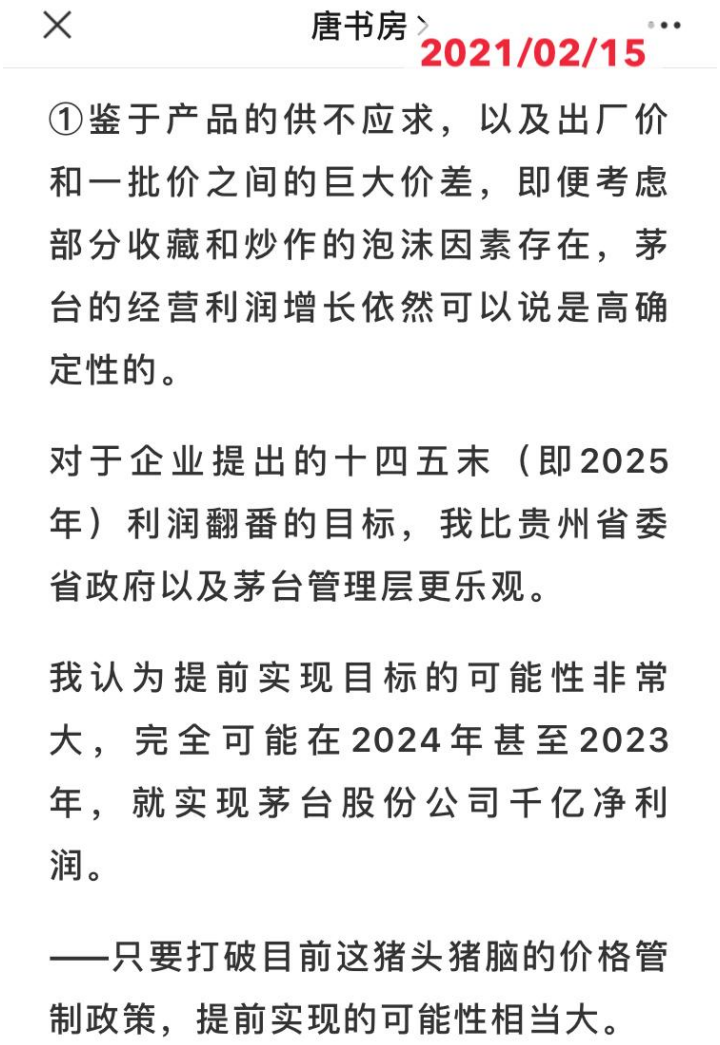
2.茅台年报

详见前天的文章[《茅台 2020 年年报简评》]

前天的这篇文章发表以后，意外发现一个有意思的现象：

似乎很多春节前对茅台极度乐观的、目前依然拿着茅台股票的“茅粉”，对茅台的未来，还没有我这个基本清仓的家伙乐观

我对茅台的乐观，早在正月初四的[《读史可以明智--对茅台的全面回顾和展望》]一文里，就明确写过：



茅台集团自己提出来的十四五目标是“三翻番”：到 2025 年，茅台集团基酒产量翻番、营收翻番、利税翻番。

我在大年初四的这篇文章里写的是：

我比茅台管理层乐观。我认为股份公司的利润，2024 年基本可以达到千亿（比 2020 年翻番有余），甚至不排除 2023 年达到的可能——只要在价格政策上有突破。

我预测 2022 年有很大概率实现大幅度的提价：普茅出厂价从 969 提升至 1299。或者说包含年份茅台、精品茅台、非标茅台在内的全部茅台酒产品，出厂不含税均价从目前的 1165 元/瓶提升至 1560 元左右。

实际上，茅台提价的主要难点是前者。普茅出厂价是酒业标杆、万众瞩目，很容易与所谓政治、民生、腐败、奢侈等舆论联系在一起。

至于给商超的产品、非标产品、年份茅台、精品茅台等，提价反而很简单。

鉴于出厂价和零售价之间堪称畸形的价差，几乎可以说只是茅台的一张纸：哥们儿，以前每瓶送你 1500 元，从今天起每瓶就送你 1000 元了哈，快谢谢我，over

如果有谁敢跳出来说“不行，你必须要送我 1500 元”，高董只需要轻松地竖起中指，喊出一个英文单词“gun”就搞定了，卑躬屈膝排着队想要的人多着呢！

就好比华创证券两周前的一份研报分享的调研，说年初已经发生这些非标产品的价格上调

图表 1 茅台非标产品测算

序号	产品		提价前（元）	提价后（元）	销量（吨）	收入增量（亿元）	利润增量（亿元）
1	生肖酒	经销商	1299	1999	750	9.9	7.0
		自营店	1699	2499	750	16.9	12.1
2	精品茅台	经销商	2299	2699	400	3.0	2.1
		自营店	3199	3299	400	7.5	5.4
3	出口产品		739	969	2000	8.6	6.2
4	总经销产品		1000+	50-100%涨幅	800	15.8	11.3
合计						61.7	44.1
贡献幅度测算						6.3%	9.5%

资料来源：渠道调研、华创证券测算（注：1、生肖酒和精品茅台的自营店增量由经销商渠道转为自营，因此分别按 1299 元提价至 2499 元、2299 元提至 3299 元测算；2、总经销产品出厂价和提价幅度不一，本文按平均出厂价 1500 元、平均提价幅度 70%测算，或存在一定误差；3、销量依据对过往业绩拆分及调研情况测算。）

哪个产品的提价幅度都不低，市场有什么动静吗？水花儿都没有一个，就完成提价了。

所以，只要公司能在普茅出厂价上有突破（核心是所谓 zz），其他产品（相对 2020 年末价格）实现同等幅度的调价，几乎是没有难度的事情。

如果在 2024 年达成千亿净利润目标，管理层绝对可以梳梳胸毛高昂起下巴，自豪地抛出提前一年完成十四五目标，提前一年达成千亿净利润目标，提前一年成为贵州省首家世界 500 强企业……巴拉巴拉一大堆政治和经济荣誉

现在的外围条件，是完全支持伸手去捡这些荣誉的。如果要想吃这一嘴，2022 年挑战一下 750 亿将是完全合理的推测。

而且茅台自成立以来，长期的习惯就是龟缩三到五年，突然搞一个高达百分之五六十以上的增长率，见图：



到 2022 年即是 5 年没有上调出厂价，接近 2012 年 9 月~2018 年 1 月白酒行业寒冬期最长不提价记录，同时茅台净利润也已经保持了四年的低速增长，通过增量和调价措施，来一个高增长，同样可能是大概率事件。

目前，我几乎没有看到有所谓茅粉或白酒研究员，比我这个已经卖出绝大部分茅台的人更乐观，也是个蛮奇怪的事情😊

我补充完整再阐述一次：

我认为茅台 2022 年提价是极大概率的事件，差别无外乎就是年头还是年中提的问题。

年头提的话，2022 年有可能达到 750 亿净利润。就算是年中提，我也认为有机会做到 700 亿以上的净利润。

有趣的是，春节前某些大喊「等待茅台 30 倍市盈率买回的人是痴心妄想，完全看不到茅台跌回 35 倍市盈率的可能，……」的投资者，现在反而灰暗地准备迎接茅台未来三五年市值零增长。

嘿嘿，真要是三五年市值零增长的话（2.5 万亿左右），30 倍市盈率上车的痴心妄想，貌似好像就没有那么“痴和妄”了？不过就是市场先生轻轻一哆嗦的事儿😡

更有趣的是，正月初四老唐的文章里说茅台 2024 净利润过千亿，但对应当前 3.3 万亿市值高估，许多所谓茅粉说老唐黑茅台。

前天的文章里，老唐说茅台 2022 年有机会挑战 750 亿净利润，但依然高估，又有茅粉说老唐是为了买入茅台。

嘿嘿，沦落到批判动机的地步啦，那必须是无敌的，老唐永远没有能力证明自己的动机。

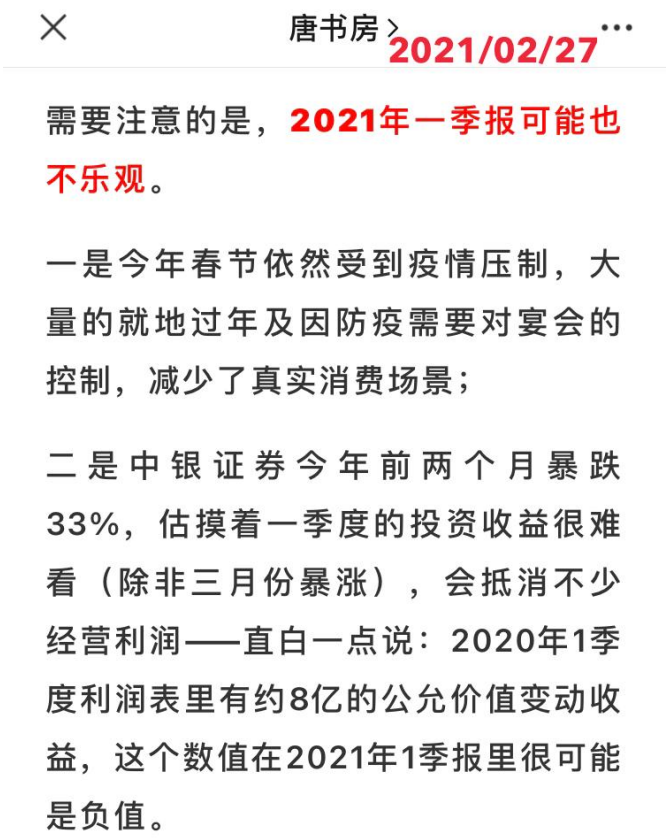
嘿嘿，就算这些朋友猜的全对，我就是准备把它夸下来，然后买它😁

你看，投资就是这么欢乐！

3. 提醒洋河一季报。

再次给朋友们做个提醒：**洋河的一季报基本确认不乐观。**

在 2 月底，我曾提醒大家洋河一季报可能不乐观——除非三月份中银证券股价暴涨。



本周一季度收官了。

中银证券没有逆转，整个一季度实际下跌 36%，每股下跌 9.92 元。

洋河持有近 7900 万股，形成公允价值变动损益为亏损 7.8 亿，直接对一季报归母净利形成冲击——2020 年 1 季报的公允价值损益为获利 7.99 亿。

另外，新董事长 2 月底上任。据市场传言，洋河 3 月份发的货，基本都放在 4 月 1 日以后开票。可能既有工作交接的原因，也有业绩考核方面的考量吧。

故一季度叠加“就地过年+中银暴跌+收入确认推后”三大因素，业绩必然不乐观。

拍脑袋毛估一下，预计 4 月 28 日晚间见光的一季报可能长这样：

科目	2019	2020	2021
营业收入	109	93	100
营业成本	30	24	26
税金及附加	16	14	15
销售费用	7	6	6
管理费用	5	5	5
投资收益	2	3	4
公允价值变动	0.4	8	-7
营业利润	54	54	45
归母净利	40	40	34

懒得看表格数据关系的话，我直接说结论：

洋河一季度净利润估计在 34 亿左右（给个±2 亿的范围吧），同比降幅在 10%~20%之间。

希望持有洋河的朋友，降低对一季报的心理预期，做好接受或有冲击的心理准备，避免届时手忙脚乱

4. 杠杆基金爆仓，引发全球动荡。

本周金融市场最大的新闻，应该算是韩裔基金经理黄成国爆仓，诱发全球资本市场动荡了（也有译为黄圣国的）。

今年 57 岁的黄成国（比尔.黄）一天之内亏损约 150 亿美元，创下人类资本史单日亏损金额记录，并将一众国际大投行拖下水，连累国际大投行及多家中概股股价暴跌。

这又是一个有趣的故事。

黄成国的第一份工作，是韩国现代证券纽约分部的股票经纪，主要工作就是鼓动美国投资者投资韩国股市。

后来，由于著名的老虎基金开始关注韩国股市，黄成国机缘巧合之下为老虎基金服务了一段时间，后从现代证券跳槽到老虎基金。

1998 年俄罗斯国债违约等多只黑天鹅集中来袭，击垮了著名的长期资本（**长期资本的传奇故事，参看《巴芒演义》302~306 页**），同时也也击垮了同样高杠杆运作的老虎基金。

老虎基金由朱利安.罗伯逊于 1980 年创建，到 1998 年基金一直保持着长期年化 25%的高收益率，因而也吸引了大量投资者追捧。

1998 年崩溃前，老虎基金规模高达约 280 亿美元。

在 1998 和 1999 两年里，老虎基金累计亏损估计超过百亿美元。叠加期间的客户赎回，2000 年初规模缩水至 65 亿。

朱利安.罗伯逊无法支撑旗下基金运作，宣布清算。

清算基金后，朱利安.罗伯逊退隐江湖。

但同时他以风投的角度，用个人资产（朱利安当时的个人身家大约 15 亿美元）给大量老虎旗下员工做种子资金，支持他们成立自己的基金管理机构。

这就是著名的“虎仔”——朱利安也因部分“虎仔”的成功，以 43 亿美元身家跻身 2020 年福布斯美国富豪榜 170 位。

虎仔们在全球开枝散叶，其主要特点就是一般以北美猫科动物命名，比如美洲豹、美洲虎、美洲狮、Ocelet（一种北美猫科动物，不知道中文咋翻译，虎猫？豹猫？）等，也有的干脆就叫老虎 xx 基金。

黄成国在老虎基金工作期间，以自己的认真和拼命精神，获得了朱利安.罗伯逊的青睐，顺理成章的在这次开枝散叶中成为“虎仔”。

他的基金叫“老虎亚洲基金”，成立于 2001 年，起步资金 1600 万美元。

2001~2007 年，黄成国干的不错，基金规模也膨胀到大约 80 亿美元。但因为和恩师风格一致，喜欢高杠杆，结果在 2008 年巨亏。

巨亏之下，可能黄成国没忍住诱惑，在 2008~2009 年间，利用内幕消息参与中国银行和建设银行的短线投机。

结果事情败露，老虎亚洲基金及黄成国等三名高管的部分资产，被美国证监会和香港证监会冻结。

官司打到 2012 年才尘埃落定，最终老虎亚洲基金将内幕交易所获 1670 万美元利润悉数交出，并向美国证监会支付了 4400 万美元的和解金，向香港方面赔偿 4500 多万港币，五年内被禁止在香港股市交易。

不甘寂寞的黄成国清算了老虎亚洲基金，用自己通过管理费和业绩提成积累的约 2 亿美元，带着旗下几个分析师，建立了家族基金。也就是这周爆仓的 Archegos（爱扯高死）资本。

爱扯高死这个名儿，还是很有预见性的😁

黄成国的交易特点就是喜欢高杠杆，加上家族基金不像公募私募那样受着诸多监管约束，于是杠杆就上的更溜溜溜了。

按照事后披露的情况看，爱扯高死大约始终保持着 5 倍左右的杠杆。

因其持仓分布在不同券商（主要是摩根史坦利、高盛、德银、野村、瑞信等多家国际知名投行），并大量使用金融衍生品及类似收益互换等隐蔽手段，这些券商其实也不知道他的杠杆有这么高。

一路顺风顺水，首先经历的是“爱扯高”阶段。

从 2013 年基金建立，到上个月巅峰高点，7 年多时间里，爱扯高死净资产从 2 亿美元，“扯高”到约 150 亿美元，年化收益率约 80%上下。

对杠杆接触较少的朋友，可能会崇拜这年化 80%的神迹。

但其实并没有什么稀奇的，用个简单例子演示一下就明白了。

比如，一家公司的股价一年内翻倍，从 100 涨到 200 元。

我们用本金 100 万买入，可以赚到 100 万，但如果采用黄成国的 5 倍杠杆手法，财富飙升速度可能如下表：

股价	个人本金	融资总额	持股量
100	1000000	4000000	50000
110	1500000	6000000	68182
120	2181818	8727273	90909
130	3090909	12363636	118881
140	4279720	17118881	152847
150	5808192	23232767	193606
160	7744256	30977023	242008
170	10164336	40657343	298951
180	13153846	52615385	365385
190	16807692	67230769	442308
200	21230769	84923077	530769

<注：简单起见，忽略了佣金，并存在零股，不影响要表达的意思>

股价一年翻倍，100 万可以变成 2123 万，年度收益率超过 2000%。

怎么样？真正敢持续上 5 倍杠杆赌的话，年化 80%貌似也不难——当然，前提是不能赌错了🤔

比如黄成国，“爱扯高”之后就遇到个大大的“死”字。

任何时候，五倍杠杆只要遇到一个 20%的小回调，就会爆仓破产，甚至倒欠券商钱。

黄成国只不过又又又又掉进了长期资本、老虎基金及无数爆仓破产的前辈们，曾经掉进去的坑里。

黄成国的 150 亿美元，通过分仓多家券商及利用多种衍生工具，合计持有大约 800 亿美元金融资产。

上周五，由于其中一只重仓股意外腰斩，引发了连锁反应。

嗅觉灵敏的摩根史丹利、高盛和德银等国际大行先下手为强，斩仓黄成国其他持股。

多米诺骨牌效应启动，爱扯高死的多只持仓股接力暴跌。

斩仓暴跌引发新的斩仓，新的斩仓引发新的暴跌，新的暴跌引发新的斩仓……一路斩斩斩，黄成国 150 亿灰飞烟灭，直接穿仓。

先下手为强、后下手遭殃，反射弧长的券商，就只配吃土😁

已经披露的有瑞士信贷和日本野村合计可能超过 60 亿美元的损失，估计其他未披露的投行，还会有数亿到数十亿美元不等的损失。

老唐 3 月初的一篇文章里说，只要在以下三个特征中**同时具备任意两个**，无论企业分析的多精彩，鸡汤熬制的多浓稠，均为 100%赌徒内核，和价值投资一毛钱关系都扯不上：

- 本金是短期资金；
- 使用券商融资杠杆；
- 全仓一只个股或一个行业。

但观察黄成国案例，发现只要杠杆倍数够高，单就杠杆这一条，就足以归结为赌命的赌徒了。

所以啊，还是祖师爷说的透彻👍

根据我们保守的定义，任何使用保证金的行为，都是投机。对投机方法的学习，不管多么精妙或全面，对个人来说都是埋下的不幸根源。许多人都是这样进入市场的，初期小有收获，最终结局几乎都是惨败 ——本杰明.格雷厄姆

再附加巴神的一句话，就更完整了：

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——沃伦.巴菲特。

本周书房有至少三位读者留言，说自己最近因杠杆而巨亏/爆仓，之后才真正领悟到老唐反复叮咛的「远离杠杆」四字真言的价值。

加上本周还看到年轻的钢厂工人，因炒股巨亏跳入高炉炉渣自杀，腾讯一位员工因赌博欠下 560 万巨债自杀未遂等新闻，所以今天借着黄成国的故事，再啰嗦一次：**远离杠杆**。

没有真正肉痛的，听到这四个字，通常会疑惑「我杠杆上低一点不就可以了？」或者「如果在 100 万变 5000 万的时候抽身退出（在 2 亿变 150 亿时收手），那就是真正的赢家了」。

是这样的吗？

关于前者，老唐在 2018 年 10 月的《宝贵的熊市，宝贵的课堂》一文里，表达过自己的观点：



低估的时候，可不可以上点儿“低”杠杆？这可能是很多人内心都有的疑问，尤其是在已经满仓的情况下。

老唐答到“低估之后照样可能有暴跌，低估之后上杠杆同样可能先被暴跌干死然后才大涨”。这会儿看，当时顺口答的不完整。只回答了杠杆的问题，没有解决“低”杠杆问题。

我的观点是：拒绝在资本市场加杠杆就像守贞，最稳妥的办法是永远不踏出第一步。否则，有了第一次就会有第二次。

因为低杠杆赚钱的甜头会导致下一次低杠杆，一直到某次低杠杆错了，被迫变成高杠杆。高杠杆再重复，有甜头导致继续，直到某次（或者第一次就）归零。因此，再次奉上四字真言：**远离杠杆**

至于后者，留给朋友们畅想和讨论吧😁🤝

5.三月阅读

三月读书六本



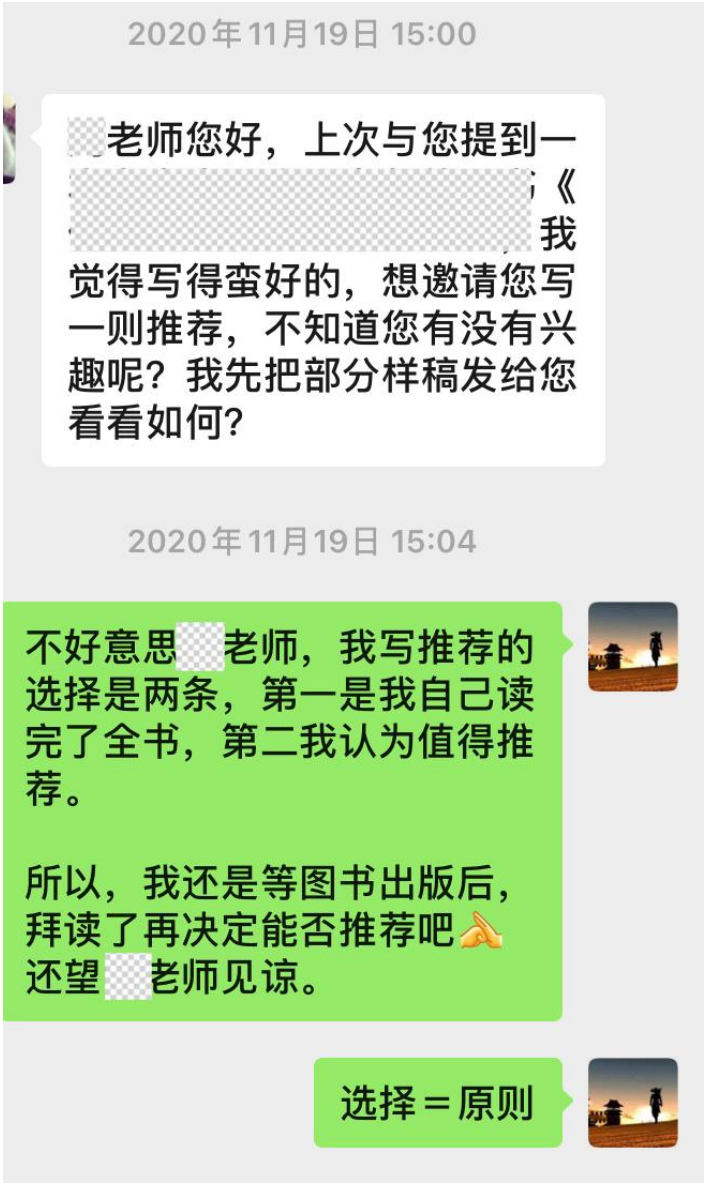
其中有两本值得推荐。

第一本：《财报背后的投资秘密》。

这本书是经济出版社燕丽丽老师编辑的，书是她送的。

可能算是小有名气的一点好处吧！这几年经常有不同的出版社免费送新书给我，一般都是希望我写个推荐序或者在书房发文推荐。

但老唐荐书的基本原则是：



因此，即便因为燕老师是我五本书的编辑，我从经济出版社前后也蹭了几十本书了，但真正值得推荐的，坦率说，不多😈

这本值得推荐。

作者叫孙旭龙，不认识。看介绍曾是《证券市场周刊》的调查记者。

书的内容基本上是作者担任调查记者期间，发现上市公司财报疑点，然后展开调查核实，最终形成的文章合集。

全书按照发现疑点的财报科目归类，提醒投资者这些科目的高发疑点数据特征，然后介绍了自己发现有疑数据后，怎么搜寻资料，怎么展开质疑，最终得到上市公司何种解释（或没有得到解释）的过程。

由于全书涉及近百家上市公司，总体来说深度略显不足。

但基本上各个容易藏污纳垢的科目，都有一个甚至多个上市公司的实例做演示。对于投资者来说，可算是一本打开眼界的书，也是一份少有的干货资料集。

我认为值得推荐👌

顺带说一声，按照作者简介，这位作者是 2007 年入学中科大少年班。看起来属于我们听说的那种天才少年，最终所获学位是固体地球物理学硕士。

这个专业不知道怎么会进投资领域的？可能是个有故事的小伙子😁

第二本：《这就是茅台》。

这是自己掏钱买的😜

三月又集中看了几本白酒类的相关书籍，就这一本值得推荐。

由于是二十多天前读的，读完后就记录了个“值得推荐”，详细亮点此时反而想不起来了。

看来以后值得推荐的书，应该读完后就及时记录下推荐理由💪

模糊印象大概是：好读、清晰、不过分琐碎，但对于一名投资者而言，关于茅台公司及茅台酒所需知道的相关知识，这本书基本都有整合。

大概可以和《茅台为什么这么牛》并称关于茅台酒及茅台公司最好的两本入门级科普书。

6.本周无读书笔记入选。

本周运动

本周跑步三次，单次 10 公里。



周六早晨空腹口径，除皮净重 83.5kg（175cm）✌️

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

第936篇.　　2021.04.09 - 2021年度点杀之海螺水泥（上）

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-04-09

前言：本文全文约 1 万字，分为上下篇同时推出。

如果只是希望知道结论的，看完下面这段就可以跳过去了：

老唐对海螺水泥的未来发展偏悲观。当前市值约 2700 亿，虽已自年初高点下跌超过 20%。但至少要再跌 20%以上，2100 亿以下才有买入价值。

只有对逻辑和思考方式感兴趣的，才有继续往下读的价值。

上篇包括：

1.海螺的历史表现亮眼

2.海螺历史高增长的外在因素

下篇包括：

3. 海螺历史高增长的内在因素

4. 未来的海螺，能够继续保持竞争优势吗？

5. 估值。

一、海螺的历史表现亮眼。

海螺水泥无疑是中国 A 股市场的一只优质股，自 2002 年在 A 股上市至今，它给股东带来了丰厚的回报。

海螺水泥是 1997 年 9 月首先在香港股市发行了 3.61 亿股 H 股，每股发行价 2.28 港元，募集资金 8.23 亿港元（扣除费用后约 8.35 亿人民币）。

发行后公司总股本变成 98348 万股，发起人海螺集团持有 62248 万股占比 63.3%。

H 股 3.61 亿股占比 36.7%，相当于 IPO 估值约 23 亿元（8.35/36.7%≈23 亿）。

不过，H 股和大陆投资者关系比较远，我们看 A 股。

公司于 2002 年 1 月发行 2 亿股 A 股，每股发行价 4.1 元，募集资金 8.2 亿元。

相当于认购新股的所有股东，投入 8.2 亿元占 IPO 后公司的 2/（9.8348+2）=16.9%，投后估值 8.2/16.9%=48.5 亿。

2002 年 3 月，A 股在上交所挂牌上市，开盘价 6.7 元，当月最高 7.25 元，最低 6.69 元，收于 6.86 元。

我们假设一位 A 股投资者在海螺水泥上市当月，以全月最高价 7.25 元买入 10 万股。

总投入约 73 万元，然后什么也没有做，只是将每年收到的分红继续买入海螺水泥，结果可得下表：

年份	每股分红	10万股分红总额	年底持股	6月末股价
2002	0.05	/	100000	/
2003	0.10	4500	100578	7.77
2004	0.13	11768	101564	11.91
2005	0.07	6399	102527	6.63
2006	0.20	18455	103863	13.79
2007	0.00	0	103863	58.96
2008	0.30	28043	104563	39.99
2009	0.35	32937	105343	42.14
2010	0.30	28443	212447	16.11
2011	0.35	66921	321077	27.76
2012	0.25	72243	325942	14.82
2013	0.35	102672	333600	13.38
2014	0.65	195156	345990	15.72
2015	0.43	133898	352220	21.45
2016	0.50	158499	363099	14.54
2017	1.20	392147	380317	22.73
2018	1.69	578462	397560	33.48
2019	2.00	715608	414769	41.5
2020	2.12	/	414769	52.91

注①保守测算，现金分红一律按照 10%股息率扣税，实际从 2015 年 9 月起，红利发放时已经不征税。

注②保守测算，分红买入时一律按照 0.1%印花税+0.1%的佣金模拟。实际从 2008 年 9 月起买入时不征收印花税，佣金大部分在 0.03%左右。

注③年度分红的实施时间一般在次年六月前后。简单起见，一律设置为次年 6 月最后一个交易日收盘价买入；

注④图中标红的 2010 年公司实施 10 转增 10 股，2011 年实施 10 转增 5 股。其他年份没有送股或转增；

⑤简单起见，保留了 excel 计算的零股，会有微小影响，但基本可以忽略；

⑥2020 年分红方案目前还没有实施。

结果就是，目前持股约 41.5 万股，按照 A 股股价约 51 元计算，总市值约 2100 万出头，大致是 19 年 29 倍，折合年化回报率约 19.4%。

当然，如果能以发行价 4.1 元买入，年化回报率可以高达 23%——但由于不是每个人都有机会以发行价获得新股，故这个 39%的回报率我们就不考虑了。

单独看 19 年年化 19.4%这个成绩，约等于巴神在伯克希尔依赖保险浮存金免费杠杆加持后，所获得的长期年化水平，世界股神级回报👍

——实际上，单看 2002 至今的同期，伯克希尔的年化回报率只有 9.1%，远远落后于海螺水泥。

所以，海螺水泥和以往老唐分析过的其他优质企业，都可以证明：

①A 股市场存在有投资价值的企业；

②陪伴企业成长的投资模式，在 A 股市场是可以赚到钱的；

③投资获利并不需要关心什么资金流入流出、庄家控盘、题材热点、均线 K 线布林线……

然而，这绝对不是说，买只股票然后呆坐不动，就可以等着致富了。

它**需要我们识别并陪伴“能够赚到钱且能够越来越赚钱”的企业才行。**

比如过去 19 年给股东带来巨额财富的海螺水泥，背后的原因不是什么庄家操盘，资金流入，

而是这家公司过去 19 年里净利润从 2001 年的 2.07 亿到 2020 年的 351 亿，增长近 170 倍。

市场波动带来的贡献完全是负值。海螺水泥的市盈率从 2002 年的超过 28 倍，跌至现在的不足 8 倍。

海螺水泥优异的历史表现，吸引了大量基于企业基本面的投资者，而且这些投资者大都在海螺水泥上获得了丰厚的回报。

尤其是最近五年，海螺股价大体实现了五年四倍的涨幅，更是强化了许多朋友长持海螺的信心。



可是，如果站在当下去考虑“海螺水泥是否值得投资？”，需要思考的问题就不仅仅是历史表现好不好，而是要更多地去考虑“海螺的未来还能复制过去的辉煌吗？”

市场上看好的研报及大 V 分析满天飞，但根据对海螺历史数据的分析及对水泥市场未来的展望，**我个人的结论偏负面**👈

——高能警告：这只是一个外行人士，经过大约十天左右的阅读和思考得出的结论，很大概率是错漏百出的，请阅读时提高警惕。

每次只要对某企业提出偏负面的看法，一定会有人骂老唐是庄家黑手。

这次要再有这么说的，嘿嘿，我就知道谁是庄家了：

书房里投票的你，就是传说中神秘而无所不能、手舞镰刀大肆割韭菜的“庄家”🤤

二、海螺历史高增长的外在因素。

我们先看看海螺水泥上市以来，如何获得高增长的。

海螺的业务很简单，就是生产和销售大家都见过的水泥。

以 A 股上市的前一年末为基数，海螺水泥的营业收入从 2001 年的 20.6 亿增长到 2020 年的 1762 亿。

同期水泥销售量从 0.1 亿吨增长到 4.53 亿吨。

计算可得，吨均价从大约 20.6/0.1=206 元，提升到 1762/4.53=389 元。

19 年间，销售量增长了 44.3 倍，年化增长率 22.2%。

销售价格增长了 88%，年化增长率 3.4%。

很明显，**销售量的增长是收入增长的主要因素。**

不过，这组数字展示的量价关系有扭曲。

公司从 2017 年开始，增加了水泥贸易业务。贸易业务完全不赚钱，只为避免销售区域内的恶性竞争。

相当于出资将竞争对手的产品买下来，统筹安排销售时间和销售地点，避免对海螺本身的产品形成冲击。

由于贸易业务只增加销量和营业收入，几乎 0 利润。所以要同口径观察，我们需要剥离贸易业务的干扰。

剥离后，数据如下表：

预回答：本文所有表格数据，均为老唐纯手工统计，数据来自企业财报。标红年份为 A 股上市年。

单位	亿吨	亿吨	亿元	亿元	元	元
年份	全国产量	海螺销量	主营营收	主营成本	吨均价	吨成本
2001	6.6	0.10	20.58	13.07	205.59	130.57
2002	7.3	0.15	30.00	19.61	204.36	133.58
2003	8.6	0.26	56.56	32.84	220.94	128.28
2004	9.7	0.38	81.98	54.54	218.15	145.13
2005	10.7	0.57	108.26	83.14	190.20	146.06
2006	12.4	0.76	152.46	107.44	201.91	142.29
2007	13.6	0.67	185.11	126.79	278.28	190.60
2008	13.9	1.02	239.27	179.21	234.44	175.59
2009	16.5	1.18	246.84	175.99	208.51	148.67
2010	18.7	1.37	340.36	230.00	248.44	167.88
2011	20.6	1.56	481.47	288.34	308.63	184.83
2012	21.8	1.87	450.62	324.47	240.97	173.51
2013	24.1	2.28	542.00	360.84	237.72	158.26
2014	24.8	2.49	589.64	386.23	236.80	155.11
2015	23.5	2.56	497.90	357.62	194.49	139.70
2016	24.0	2.77	548.31	368.21	197.95	132.93
2017	23.2	2.90	735.92	473.99	253.77	163.44
2018	22.0	2.98	986.31	518.37	330.98	173.95
2019	23.3	3.23	1097.66	580.28	339.83	179.65
2020	23.8	3.25	1068.85	560.54	328.88	172.47

数据会说话。表格告诉我们几个事实：

①在 A 股上市后的 19 年里，全国水泥产量分为两个阶段。

第一个阶段是从 2014 年之前的快速增长期。全国水泥产量十三年增长了 276%，年化增长率 10.7%；

第二阶段，全国水泥产量从 2014 年见顶——2014 年我国水泥产能超过 34 亿吨，实际产量 24.8 亿吨，产能过剩 30%左右；

②A 股上市 19 年以来，海螺自产品的吨售价增长了 60%，年化增长 2.5%，低于同期通胀（CPI）水平；

③海螺自产品在第一阶段的 13 年里，销量年化增长 28%，远远高于同期全国水泥产量增速；

在第二阶段的 6 年里，海螺自产品的销售量依然保持了 4.5%的年化增速，虽远低于第一阶段，但仍然保持着增长。

这是为什么呢，海螺依赖什么获得了远超同行的增长？

量的增长是海螺营业收入增长的主要因素。量的增长从何而来？

这个问题不难回复，甚至不需要数据，凭借我们的亲身体验也能知道答案：中国经济的高速发展带来的基建高潮和城市化进程。

2001~2020 年我国 GDP 总量从 9.6 万亿到 101.6 万亿，年化 13.2%；

货币总量（M2）从 15.29 万亿到 218.68 万亿，年化约 15%。

这高速增长的背后，是我国的基建高潮和城镇化进程。

基建高潮当然是全面的，但我们可以管中窥豹，选取具有代表性的铁路和高速公路数据，作为窗口来观察。

铁路方面。

2001 年末，我国铁路营业总里程是 5.91 万公里，高铁里程为 0。

到 2014 年底，铁路营业总里程突破 11 万公里，其中高铁里程超过 1.5 万公里。

2020 年底铁路营业总里程达到 14.63 万公里，已经覆盖约 99%的 20 万及以上人口城镇。

其中，高铁总里程 3.79 万公里，超过全世界高铁总里程的三分之二，稳居世界第一。

高速公路方面。

中国大陆第一条高速公路是 1988 年建成通车的。

到 2001 年年底，全国高速公路总里程 19453 公里（不包括港澳台）。

2012 年，我国高速公路通车里程达到 9.6 万公里，首次超越美国，居世界第一。

2014 年，高速公路通车里程追上铁路营业里程，双双突破 11 万公里。

到 2020 年底，我国高速公路总里程达 16 万公里，继续稳居世界第一位。

相比 2001 年的不到 2 万公里，实现了 19 年 8 倍以上的增长，年化增长约 12%。

今天中国的高速公路网，同样已覆盖约 99%的 20 万及以上人口城镇。

同时，通过村村通工程，具备条件的乡镇和建制村也基本实现了硬化公路村村通。

通过上面的里程数、“世界第一”及“已覆盖 99%”等字样，我们凭借常识也可以知道：**未来我国的基建规模，不可能保持过去 20 年的扩张速度。**

就在 10 天前（3 月 29 日），国务院办公厅发文《国务院办公厅转发国家发展改革委等单位关于进一步做好铁路规划建设工作意见的通知》

文件要求：

现有高铁运输能力利用率不足 80%的，原则上不得新建平行线路；

严把铁路建设项目审核关，避免盲目攀比、过度超前或重复建设；

严禁擅自增加施工内容、提高标准或扩大规模；

严禁各地以新建城际铁路、市域（郊）铁路名义违规变相建设地铁、轻轨……

基建需求在下降，城镇化进程留给水泥的市场空间也在萎缩。

在过去几十年里，城镇化过程中的房地产建设和城市扩张，创造了大量的水泥需求。

同样以 2001 年为基期，2001 年我国城镇化率是 37.66%。

到 2019 年末，全国城镇常住人口已经有 84843 万人，占全国人口的 60.60%，首次突破 60%大关。

世界发达国家目前的城镇化率一般在 70%~80%区间，而根据他们的历史经验，城镇化率 30%~70%之间是经济发展最快的时候。

我国也不例外，经济的腾飞也主要在这个区间——我们大家都好运气，适逢盛会🤭

我国《国家人口发展规划（2016—2030 年）》提出：我国 2030 年城镇化率的目标是 70%。

看上去似乎还有近 10%的空间，约 1.4 亿人口入城的需求。

但 2019 年末的城镇化率 60.6%是全国平均数据，分布并不均衡。

比如前六名的数据分别是上海 88.30%、北京 86.60%，天津 83.48%、广东 71.4%、江苏 71.61%和浙江 70.00%。

之所以要列出这几个数据，是因为这里面城镇化率已经非常高的上海、江苏和浙江正是海螺水泥的核心销售区域。

海螺水泥曾经的高成长率，正是来自这些省市的城市化进程。

未来这些已经达到世界发达国家城镇化率水平的省市，对水泥的需求还会延续历史吗？

我认为从常识判断，答案同样应该偏负面。

基建和城市化进程的放缓，体现在水泥销售数据上，就是全国水泥产量自 2014 年结束了增长，见顶回落。

2014 年见顶是全国数据。按照数字水泥网的数据，我国各大区域见顶的时间，实际是有先有后的。

最早见顶的是华北地区（城镇化率第二和第三的北京和天津所在区域），2011 年见顶。2019 年区域水泥产量相比 2011 年峰值已经下跌 25%。

紧随其后的是东北地区（人口流出和经济负增长因素），于 2013 年见顶。2019 年区域水泥产量相比 2013 年峰值下跌超过 42%。

然后是华东、中南和西北地区，均在 2014 年见顶；最晚见顶的是西南地区，2019 年见顶。

在需求见顶回落的大背景下，我国水泥行业面临产能严重过剩是共识。

早在 2009 年，国务院办公厅就在国发[2009]38 号文《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知》里提出：“严格控制新增水泥产能”；

2013 年的国发[2013]41 号文《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》则提出：“坚决遏制产能盲目扩张”，

2016 年的国办发[2016]34 号文《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》再次明确：严禁新增水泥产能。

……

这种情况下，水泥产能的兼并重组（大吃小）、错峰生产（所有企业均需要每年固定停产一段时间）、加强环保要求（降低能耗要求、提高排放标准）、产能置换（除西藏以外的地区，原则上不允许新批产能。确有需求的，新批 1 吨新产能必须关闭 1.25 吨到 2 吨不等的现有产能）等手段成为常态，并非常可能在未来持续成为常态。

这些手段，在大部分研究人员笔下，是抬高进入门槛，利好行业龙头的措施。

这些利好因素有没有？确实有。

但不可回避的现实是水泥市场进入存量竞争时代。

而且通过并购和置换，逐步从大企业 PK 小企业，过度到龙头企业之间的对决，竞争强度必然会越来越强。

——比如正在发生的天山水泥（SZ.000877)兼并中联水泥、南方水泥、西南水泥和中材水泥案。

在《手把手教你读财报：新准则升级版》223 页，老唐曾经写过这么一段内容：

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, 增长的可靠性最强;

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, 需要评估的是产品或服务的替代性强弱。

按照前面的数据，2014 年之前，海螺的增长主要来自潜在需求的增长，这种增长的可靠性最强。

而 2014 年之后，市场进入主要依赖份额扩大带来增长的阶段。

这种增长模式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。

那么，在这场竞争中，海螺水泥是凭借什么竞争优势，获得远超同行的增长的呢？这些优势在未来，是否还能继续存在呢？

请继续阅读下篇🫵

第937篇.　　2021.04.09－2021年度点杀之海螺水泥（下）

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-04-09

身处同样的大环境下，海螺获得了远超同行的高增长，这表明海螺一定具备某种竞争优势。它是什么呢？

三、海螺高增长的内在因素。

关于海螺的竞争优势，几乎所有分析过海螺的研究员和投资者，都曾经翻来覆去的论证过。

我尽量简单总结，想深入了解的朋友，随便下载任意券商研究员的研报都可以看到。

我认为海螺的**竞争优势主要是两条：①上市早；②成本低。**

或许还会有人说管理层人才优势，也是海螺的竞争优势之一。

但这方面比较难量化，老唐对海螺管理层研究也不够深入，只知道是芜湖市市委书记来做的董事长，芜湖军分区司令员来做的监事长。

具体有多优秀，暂时不好评价，就先搁置吧🤭

先说上市早的优势。

1997 年，海螺水泥在香港联交所成功上市，成为国内第一家水泥类 H 股上市公司。

2002 年初，海螺水泥在 A 股上市，又成为国内第一家 A+H 股上市公司。

上市早，让海螺得以赶在其他同行前面，面对需求暴增的市场环境时，获得了产能扩张的资本金；

它不仅给企业打开了后续从资本市场融资的便利通道，同时也是给企业增信的手段，使企业更容易获得廉价的银行贷款。

这让海螺水泥在国内水泥需求高速增长之初，就有能力通过大额的资本支出，不断新建和收购产能，从而迅速地满足市场需求。

下图是海螺水泥年度新建和收购产能的资本性支出（左坐标），与海螺水泥年度销售量（右坐标）对比图。

我们可以清晰的看到，销量不断增长的背后，是年复一年的大额资本支出。



再说成本低的优势。

海螺的成本低，主要体现在两部分：一是运输成本低，二是生产成本低。

水泥这个东西，体积大、单价低、同质化程度高、保质期短，所以，受运输时间和运费的影响很大。

加上石灰石不是啥稀奇的矿产，全国各地基本都有，所以早些年基本全国每个县都有自己的水泥厂，高高的烟囱一般就在城市边上，当地生产当地销售。

水泥的生产流程可以简单描述为三步：

第一步：从山里挖出石灰石，和一定比例的泥巴、铁粉混合破碎，形成生料；

第二步：生料放进水泥窑里烧，烧出来的东西就叫熟料。熟料是水泥的半成品；

第三步：熟料按照比例加入石膏、建渣、粉煤灰等，磨细之后就是水泥。

水泥里加入大小不等的石子儿（叫骨料）和水，搅拌就形成建筑用的混凝土。

其整个流程如下图。



由于每生产 1 吨熟料，大概需要 1.6 吨生料，所以熟料生产线一般都只能建在矿山边上，以最大限度减少运输成本。

而粉磨站则需要尽量建在城市边上。

一方面熟料磨细为水泥，需要加入的石膏、建渣、粉煤灰，主要来自城市——按照需求不同，添加比例不同。通常是 700 公斤熟料生产 1000 公斤水泥。

另一方面水泥的终端用户也集中在城市，建在城市边上可以减少两次重复运输。

熟料生产厂和粉磨站之间的距离，又受限于运输成本，相距不能太远，否则将失去价格竞争力。

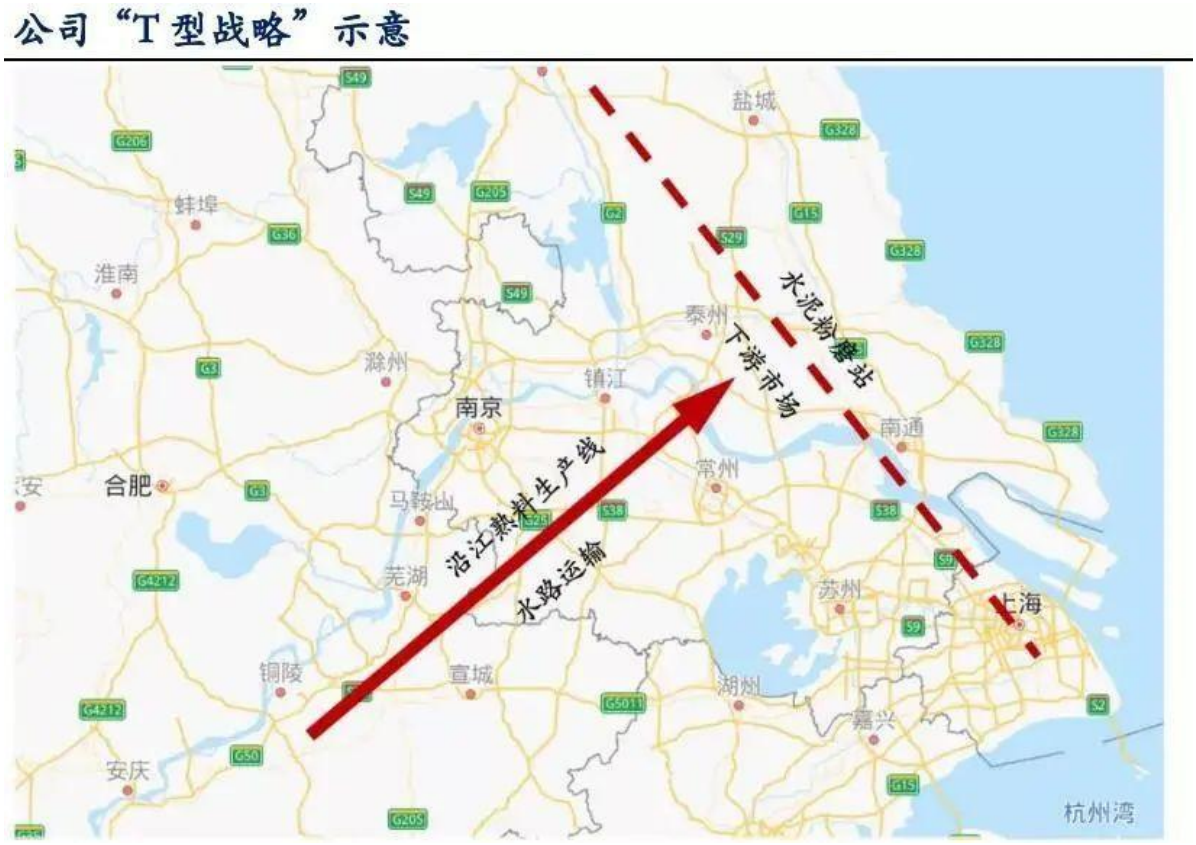
这也是水泥被誉为“短腿产品”的主要根源，一般靠公路运输，覆盖范围不超过 200 公里，靠铁路运输，覆盖范围不超过 500 公里。

然而，海螺水泥所在的芜湖市位于长江边上。

海螺很早就敏锐地发现了自己的一个优势，可以依托长江水运成本低廉的优势，低成本供应经济发展增速最快的江浙沪地区。

于是海螺一方面利用自己的资本优势，在目标市场范围内收购了大量的小水泥厂，然后将其改造为粉磨站，不再生产熟料，只从事将熟料磨细为水泥这一步，然后就地销售。

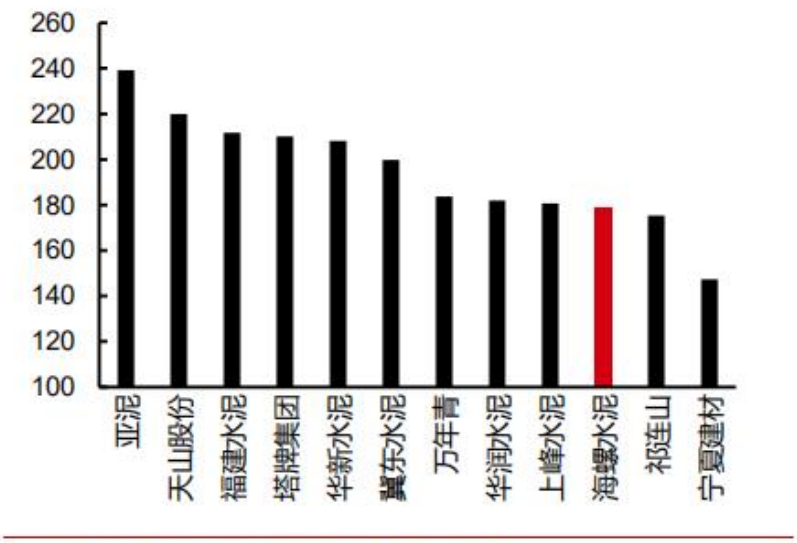
这就是所谓的 T 型战略：



通过 T 型战略，海螺水泥得以利用欠发达地区低廉的矿产、土地和人力资源形成规模化生产，然后利用长江水路低廉的运输成本，将需求增长最好的区域纳入自己的销售范围。

至于生产成本，直接借用券商研报的统计数据

图 23：2019 年水泥企业吨成本(元/吨)



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

海螺水泥和国内主要水泥生产商的生产成本相比，偏低。

大部分研究人员给出的理由是：这是海螺早期拿下的自有矿山带来的原材料廉价优势。

但这个理由似乎缺乏说服力。

恰好，几天前上市公司天山水泥，因为要发行股份收购大股东中国建材旗下的水泥资产，披露了非常详细的经营资料。

里面有拟收购的水泥公司原材料构成和采购价格。

比如，拟收购 100%股权的中联水泥，也是华东市场大玩家，海螺水泥的主要竞争对手之一。

中联水泥的石灰石 95%以上自备，少量外采价格 52 元/吨，甚至不足石子价格（110 元/吨）的一半。

议，子公司采购需要集团运营中心或管理区采购中心进行授权。中联水泥主要原材料、燃料和能源的采购数量、金额和价格情况如下：

（1）主要原材料采购情况

项目	2020 年 1-10 月		2019 年度		2018 年度	
	金额（亿元）	数量	金额（亿元）	数量	金额（亿元）	数量
煤炭（万吨）	36.33	635.44	45.57	728.59	43.97	708.22
电（亿千瓦时）	19.21	34.09	24.59	42.75	22.10	39.70
石灰石（万吨）	8.96	1,737.19	7.31	1,683.04	4.63	1,396.04
石子（万吨）	25.93	2,352.00	35.66	3,231.64	28.16	2,784.74
矿粉（万吨）	17.50	573.52	23.23	683.32	15.00	522.86

（2）主要原材料和能源的采购价格变动趋势

项目	2020 年 1-10 月	2019 年度	2018 年度
煤炭（元/吨）	572	625	621
电（元/千瓦时）	0.56	0.58	0.56
石灰石（元/吨）	52	43	33
石子（元/吨）	110	110	101
矿粉（元/吨）	305	340	287

再比如，拟收购 99.93%股份的南方水泥，石灰石自备比例 90%以上，少量采购，采购价 61 元/吨，也远低于当地 99 元/吨采购石子的价格。

（1）主要原材料采购情况

项目	2020 年 1~10 月		2019 年度		2018 年度	
	金额（亿元）	数量	金额（亿元）	数量	金额（亿元）	数量
煤炭（万吨）	70.68	1,130.74	107.69	1,611.94	94.22	1,349.67
电（亿千瓦时）	28.54	49.16	36.29	62.80	33.93	59.80
石灰石（万吨）	9.87	1,625.19	12.64	2,257.37	12.71	2,157.16
石子（万吨）	36.79	3,709.99	48.06	4,836.13	39.99	4,622.50
矿粉（万吨）	16.25	480.84	21.75	599.92	17.73	514.55

（2）主要原材料和能源的采购价格变动趋势

项目	2020 年 1-10 月	2019 年度	2018 年度
煤炭（元/吨）	625	668	698
电（元/千瓦时）	0.58	0.58	0.57
石灰石（元/吨）	61	56	59
石子（元/吨）	99	99	87
矿粉（元/吨）	338	363	345

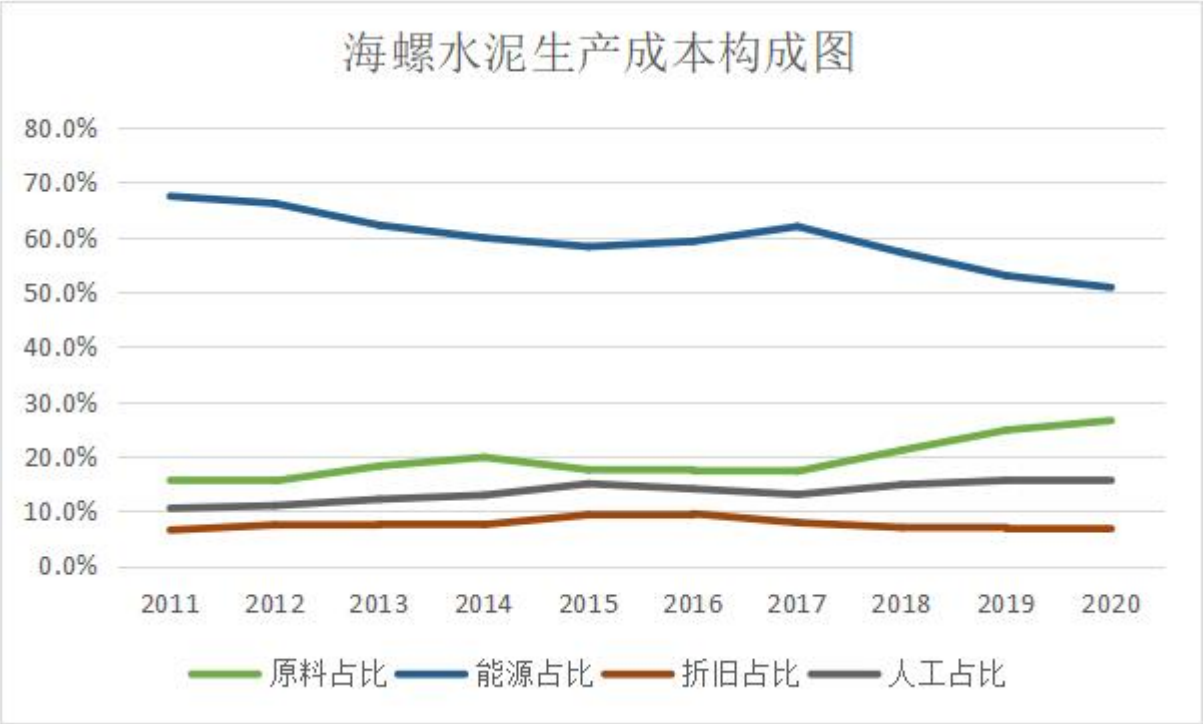
另外两家不截图了：西南水泥石灰石采购价格最低，36 元/吨；中材水泥最高，75 元/吨。

这些数据基本可以让我们确认：

a.自有石灰石矿不是什么核心竞争优势，大部分稍具规模的水泥厂都是自备矿山。

b.即便是采购，石灰石矿价格极其低廉，即便是最近两年连续涨价后的价格，也就是每吨 50 元上下，并非什么稀缺资源。

根据海螺水泥 2020 年报数据，原材料在成本里的影响占比大约 25%。



但根据海螺水泥招股说明书披露，原材料还可以细分为石灰石、石膏、矿渣、粘土、铁粉等多种，

石灰石本身占生产成本的比例基本就是个位数（后期年报没有再披露该项明细）。

品 种	2001 年		2000 年		1999 年	
	销售成本	百分比	销售成本	百分比	销售成本	百分比
石灰石	89,528,378	6.85%	62,326,308	8.09%	50,585,013	7.3%

由此推测，即便石灰石开采或购买的成本高或低一点，对生产成本似乎并不能构成重大影响。

真正影响公司生产成本的核心因素是煤和电，其中煤炭约占生产成本的 35%-40%，电力成本占 15%-20%。

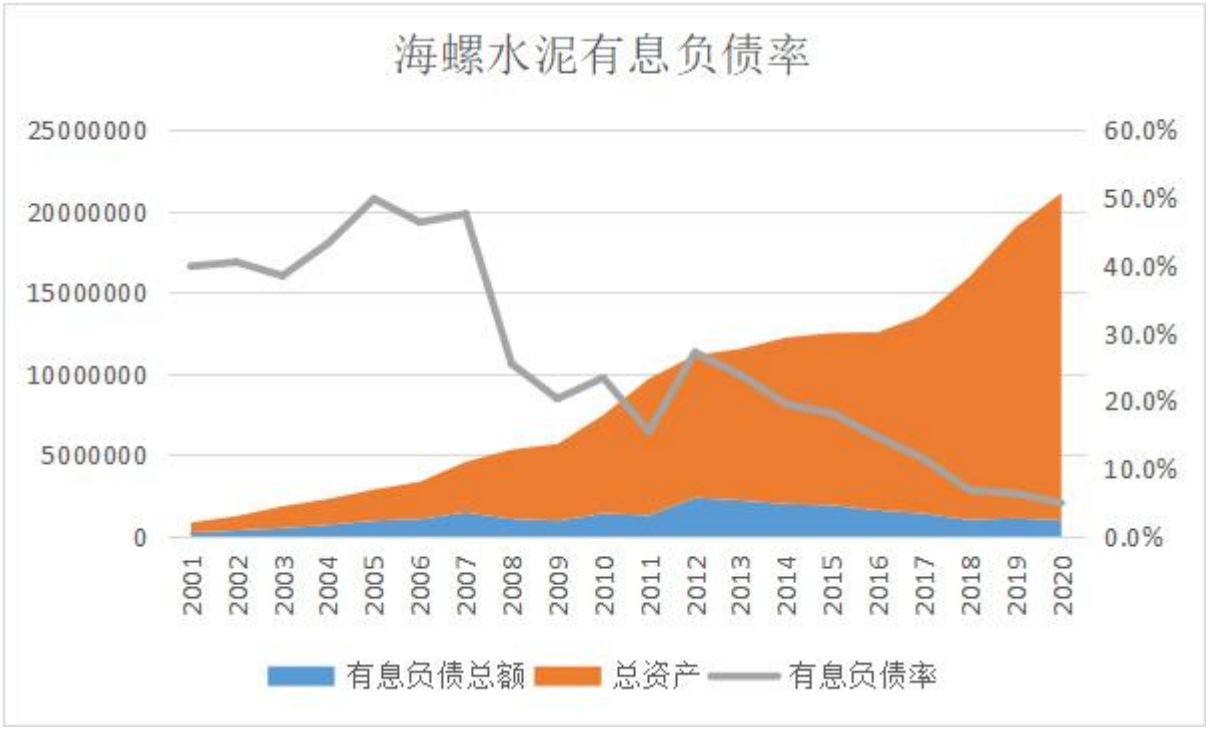
但是，这两项都不是海螺可以控制的。电价大体稳定，且安徽并非电力富余省，电价上占不到什么便宜，煤价则完全受市场波动影响。

如果自有石灰石不是低成本来源，煤和电是价格的被动接受者，而人工成本持续攀升（成本占比从 2011 年的 10%提升至 2020 年的 15.9%）。

除掉这些，唯一可以考虑的成本节约来源，或许就是生产线的低建设成本带来较低的折旧和摊销了。

如果事实如此，那么能够低成本完成生产线建设，又是因为什么呢？

通过统计海螺水泥的有息负债（银行贷款、票据和债券）占比，我又发现一个有趣的趋势。



海螺水泥的有息负债率在 2005 年达到高点，银行贷款的绝对金额在 2007 年达到顶点，之后就一直处于持续下降状态。

单位	万元	亿元	万元	万元	
年度	银行贷款	债券	有息负债总额	总资产	有息负债率
2001	241676		241676	606802	39.8%
2002	359964		359964	889962	40.4%
2003	512518		512518	1333337	38.4%
2004	694863		694863	1606717	43.2%
2005	958154		958154	1924203	49.8%
2006	1062612		1062612	2293588	46.3%
2007	1475966		1475966	3104061	47.5%
2008	1082863		1082863	4253212	25.5%
2009	957690		957690	4714850	20.3%
2010	1412291		1412291	6041185	23.4%
2011	1297019		1297019	8400342	15.4%
2012	827063	155.00	2377063	8752352	27.2%
2013	666657	155.00	2216657	9309448	23.8%
2014	443369	155.00	1993369	10225310	19.5%
2015	369422	155.00	1919422	10578139	18.1%
2016	748524	85.00	1598524	10951412	14.6%
2017	798125	60.00	1398125	12214258	11.4%
2018	673475	35.00	1023475	14954735	6.8%
2019	778911	35.00	1128911	17877718	6.3%
2020	641889	35.00	991889	20097276	4.9%

2012 年，海螺通过资本市场发行了 155 亿低息债券（五年期 95 亿，七年期 25 亿，十年期 35 亿，利率介于 4.89%~5.2%之间），然后利用募集来的资金，大量归还了当时利率偏高的银行贷款，并逐步在债券到期时偿付债券，持续降低有息负债。

截止 2020 年底，公司有息负债仅剩 35 亿债券（将于 2022 年 11 月到期）和 64 亿银行贷款。

相对于一家年营收规模超过 1700 亿，资产规模超 2000 亿的巨无霸企业而言，不足 5%的负债率，真是保守到极致了。

这种保守，我个人偏向于认为海螺管理层至少从十年前，就从战略上对水泥市场持谨慎悲观态度。

大力降杠杆的行为，追求的是如果需求大幅萎缩，自己所受冲击更小，比同行命长。对企业的未来，更侧重考虑的是在激烈竞争中活下去，而不是跑起来。

至于最近十年的增长，可能多少有点超出管理层的预期之外😁

我没有去统计海螺这些年新增产能的建设成本，但理论上推测，通过最大限度减少有息负债，将大量留存利润作为资本性支出，海螺水泥无疑大幅降低了新建（含收购）产能过程中的财务费用。

降低了生产线造价，同时也就减少吨产品对应的折旧和摊销，实现了产品的相对低成本。

四、未来的海螺，能够继续保持竞争优势吗？

前面我们说过了，长期而言，水泥市场的需求总量不乐观。

需求无增长的情况下，具有产能过剩、产品同质化及产品保质期短（1 到 3 个月）特征的产品，很容易陷入价格竞争。



在《手把手教你读财报：新准则升级版》的 173 页（或老版手财 118 页），老唐曾经写过这么一段评论重资产行业内企业竞争手段的话：

重资产行业的一大特点，就是一旦没有新需求后，已经投入的产能退 不出来。要退的话，价值归零。因而在行业需求饱和的情况下，企业为了争夺市场，最常见的手段，就是以可变成本为底线展开价格战，力求将固定成本救回一点算一点。

<老唐注：所谓可变成本，也叫直接成本，指不生产就不会发生的费用，比如原材料、人工、能源动力等。而所谓固定成本，指即使不生产也一样要发生的费用，常见的如资产的折旧摊销和管理费用等>

从这个意义上说，**在重资产行业里，一旦需求失去增长，成本低并不能成为护城河。**

举个极端简化的例子：某产品直接成本 100 元，友商固定成本 60 元，你的固定成本 30 元，产品售价在 130~160 元的时候，你可以盈利，而友商将会亏损，这确实具有成本优势。

但如果产品需求不足，只要价格在 100 元以上，理性的友商依然会开足马力生产。

因为这不仅可以覆盖熟练工人工资，让企业维系生存，等待生机。

同时即便是 101 元卖出，也可以让亏损从 60 变成 59 元，给企业产生 1 元的现金净流入。

所以，海螺成本低这个优势，等面临需求下降的时候，很难成为真正的护城河。

而上市早这个优势，伴随着大量同行登录资本市场，大家基本上站在了同一起跑线上。

从这两个角度看，我个人认为**未来的市场环境里，海螺或许并没有可靠的竞争优势存在。**

当然，这不是说当下，而是说长期，当下的局面恰恰相反。

面对去年新冠疫情影响下的需求不足，各主要国家的应对手段都是“放水+基建”，我国也不例外。

截至目前，我国已有 20 多个省市自治区公布了 2021 年的重点建设项目清单，总投资规模近 30 万亿元。

随着各地工程项目及搅拌站开工率提高，原材料的需求也出现集中爆发的现象。

三月下旬到四月初全国水泥市场需求持续回升，全国水泥价格迎来“涨价潮”。

几乎全国各地区主流水泥企业都进入涨价行列，涉及的水泥企业高达上百家。

其中，长三角熟料累计涨幅 100 元/吨，珠三角累计涨幅约 60 元/吨。重庆、四川、安徽、上海、湖北、贵州、福建、江西、青海、甘肃，甚至长期低迷的辽宁，水泥价格均出现不同幅度上调。

所以，**从短期看，水泥市场反而其实挺乐观的。**

然而，主导我们的估值和投资行为的，主要是企业的长期发展，而不是短期的供需波动（炒家不在这个范围内）。

正是**从长期视角考虑，我认为海螺市值并当前没有低估。**

五、估值

投资必然要谈论估值，知道一家企业大致值多少钱，才可能决定何时买入、何时卖出。

当然，那些号称“死了也不卖的”，以及“好企业不需要估值的”高手高手高高手不在此列🤭

老唐只是说我自己这种低水平的投资者，总要找一个数值，来让自己规避市场先生的影响，指导自己的买入和卖出行为。哪怕这个数值并不准确😬

对海螺水泥做出估值颇为困难。

老唐习惯使用的估值法，一般要求估值对象**符合三大前提：利润为真；利润可持续；维持当前盈利只需很少的资本投入甚至完全无需资本投入。**

对于海螺水泥，就我目前的粗浅认识而言，利润为真可以确认；利润是否可持续，存疑——暂时既不能得出可持续结论，也无法得出不可持续结论；但最后一条，确定不符合。

海螺水泥的盈利，恰恰是建立在年复一年的高资本性支出上的。



因此，它的估值很难使用简单粗暴的老唐估值法来处理。

如果作为周期股看待，海螺和类似陕西煤业这样的周期股，又有个明显的区别：煤炭的消费是重复性消费，经济周期主要通过煤炭价格影响煤炭企业业绩。

但水泥不同，水泥不是重复性消费，甚至我们可以将其形容为毁灭性消费或挤压式消费——老唐一时想不出合适的词来形容，这俩词都有点夸张。大体意思就是此处一旦用了水泥，就几乎不可能再次使用水泥。

所以，水泥一定要依赖新需求。而如果看淡长期需求，那么公司资本性支出就很难予以估值。

究竟应该怎么对它进行估值呢？我首先尝试了业内人士出价法。

2018 年年报里有个收购，或许可以作为估值的参考。

2018 年海螺水泥以现金 7.25 亿的价格，收购了广东广英水泥 80%股份（原股东保留了 20%），折合估值 9.06 亿（7.25/80%=9.06）。

收购时，广英水泥的熟料、水泥、骨料年产能分别为 270 万吨、400 万吨和 130 万吨。

公司资产 9.76 亿，负债 0.96 亿，净资产 8.8 亿，当年（2018 全年）净利润 0.72 亿元。

数字展示的是一个负债率偏低，盈利能力良好的水泥公司。

2018 年末，海螺水泥拥有熟料产能 2.52 亿吨，水泥产能 3.53 亿吨，骨料产能 3,870 万吨，商品混凝土 60 万立方米。

两相对比，我们会发现，广英水泥产能规模基本就是一个缩小 100 倍的海螺，但盈利能力只有海螺的约 1/400。

如果按照产能 100 倍考虑，意味着按照行业内人士的收购价格看，大 100 倍的海螺内在价值应该是 9.06×100=906 亿。

但由于规模效应或管理能力等因素，海螺的盈利能力是广英水泥的 400 倍，如果按照这个比例考虑，是否海螺水泥的内在价值上限可以考虑为 400×9.06=3600 亿？

这只是佐证思考的一个业内收购，其估值的内在逻辑是不牢固的，只能作为参考。

我尝试另辟蹊径。

按照对企业的理解，从企业价值等于未来现金流折现的基本原理出发，将海螺每年获取的利润，按照不同用途分为三部分估值，然后加总。

这三部分是：**现金分红；资本性支出；企业留存。**

其中现金分红，可以按照 all cash is equal 的理念，按照债券估值。

在无风险收益率接近 4%的情况下，对于现金分红给予 25 倍估值——即产生 4 元利息的债券本金价值为 100 元。

而资本性支出，会带来报表净利润的增长，在分红比例固定的假设下，会带来对应的红利增长。除此之外的部分，由于最终无法退出，只是视为价值无限趋近于零。

每年净利润里，除了现金分红和资本性支出之外的部分（若有），构成企业留存。这部分可以视为企业面对未来不确定性时的筹码。

以德国、法国、日本、台湾等国家和地区的大型水泥企业发展轨迹看，水泥企业在失去新需求后，除了维持水泥、骨料和混凝土业务之外，一般都会转型寻求发展。

大部分企业的转型方向是新型建材、化工生产、垃圾填埋、环境整治、公路运输、船舶运输等。

海螺目前还没有到这个阶段，所以暂无转型方向展示。

统计海螺水泥在 A 股上市以来的净利、现金分红和资本性支出，可以得出下表：

单位	亿元	亿元		万元		亿元
	净利	资本性支出	资本性支出占比	年度现金分红	分红占比	企业留存
2001	2.07	9.36	452.17%	4917		-7.78
2002	2.67	21.54	806.91%	5917	22.16%	-19.47
2003	7.43	28.17	379.20%	12557	16.90%	-22.00
2004	10.09	28.70	284.43%	16324	16.18%	-20.24
2005	3.86	32.84	850.82%	8790	22.77%	-29.86
2006	14.83	33.33	224.75%	25114	16.93%	-21.01
2007	24.80	58.17	234.56%	0	0.00%	-33.37
2008	26.07	51.00	195.63%	52993	20.33%	-30.23
2009	35.06	80.00	228.18%	61825	17.63%	-51.12
2010	61.71	93.00	150.70%	105986	17.17%	-41.89
2011	115.90	91.00	78.52%	185476	16.00%	6.35
2012	63.08	74.00	117.31%	132483	21.00%	-24.17
2013	93.80	75.00	79.96%	185476	19.77%	0.25
2014	109.93	93.00	84.60%	344455	31.33%	-17.52
2015	75.16	87.00	115.75%	227870	30.32%	-34.63
2016	85.30	71.00	83.24%	264965	31.06%	-12.20
2017	158.55	65.00	41.00%	635916	40.11%	29.96
2018	298.14	56.00	18.78%	895582	30.04%	152.58
2019	335.93	91.00	27.09%	1059861	31.55%	138.94
2020	351.30	109.00	31.03%	1123452	31.98%	129.95
合计	1875.68	1248.12		5345041		92.56

20 年来，海螺水泥累计获得约 1876 亿净利润，其中约 1248 亿成为资本性支出，占比 66.6%；现金分红约 535 亿，占比 28.5%。两项合计占比约 95%。

按照 2020 年年报披露，公司 2021 年的资本性支出安排是 150 亿元，没有减速迹象。

我假设公司的资本性支出，可以使公司在水泥总体需求下降的趋势下，依然长期保持和 GDP 基本同步的增长水平，即税后净利润年化增长 6%~7%。

——注意，在当前海螺处于有史以来利润最丰厚的时期，这个年化增长的假设，实际上算是比较乐观的，已经蕴含了对海螺历史经营数据的认可和肯定。

按照公司 2014 年以来一直保持的约 30%分红率，则现金分红亦可视为年化约 6%~7%增长。

以 2020 年现金分红 112 亿为基数（每股 2.12 元），2023 年分红可以视为 $112\times1.06^3=133$ 亿~$112\times1.07^3=137$ 亿之间，就取中值写作 135 亿吧。

则，现金分红部分对应估值可以视为 135×25=3375 亿。

资本性支出部分。

过去 20 年累计投入的约 1248 亿资本性支出，通过新建和收购形成的水泥资产——包括固定资产、在建工程、无形资产、长期股权、其他权益工具投资、商誉。

截止 2020 年底，这部分资产账面净值约 860 亿（含 2001 年之前的企业水泥资产）。

资本性支出除保证分红的年化增长外，其余价值，我视为无限趋近于 0。

最后看留存部分。

企业净利润净留存比例不大，我从净资产里减去上述水泥生产相关资产（即资本性支出形成的资产），对于剩余部分直接计入估值里。

这部分的价值=2020 年末净资产 1682 亿-水泥资产账面净值 860 亿=822 亿。

综合以上三项，我的结论是：

在相对乐观的假设下，海螺水泥三年后的合理估值可以视为

3375+822≈4200 亿，

其 50%位置可以做为买点，即 2100 亿以下有购买价值。

特别声明

本文乃应书房读者点杀而做的分析。

老唐从接触到成文，花费时间仅几十小时，分享仅代表个人思考，有很大概率是外行的、草率的。

请独立判断，切勿依赖老唐的结论做出投资或不投资的决定👈

对于持有海螺水泥股票的朋友，老唐花费几天翻资料，最终指出一些问题，如果我说对了，你可以回避风险。

如果我说错了，你不仅拷问了自己的持股逻辑，或许还可以趁机买到便宜货，是非常美好的事情！

我没有奢望得到感谢，但也希望不会被谩骂为某某黑。谢谢大家🙏

老唐本人目前不持有海螺水泥股票。

在未来至少一周内，也没有买入计划。

<全文完>

第938篇.　　2021.04.10 - 老唐实盘周记2021/04/10

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-04-10

本周交易

无

当前持仓

目前持仓腾讯 27%，洋河 20%，古井 B6%，分众 5%，茅台 5%，海康 2%，陕西煤业 2%，恒生 ETF33%。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	27%	66000±10%	＜33000	72500	50131	620.50	10.02%
洋河股份	20%	3850±10%	＜1925	4700	2350	155.92	-33.93%
古井贡B	6%	770±10%	＜385	900	437	103.00	-4.62%
分众传媒	5%	……	＜700	1980	1393	9.49	-3.85%
贵州茅台	5%	24000±10%	＜12000	……	25375	2020.00	1.10%
海康威视	2%	4840±10%	＜2420	6960	5186	55.51	14.43%
陕西煤业	2%	……	＜930	2000	1140	11.40	22.06%
恒生ETF	33%	现金替代品				1.508	5.38%
沪深300						5035.34	-3.38%
上证指数						3450.68	-0.64%
2021/4/10			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8421	

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	28%	66000±10%	＜33000	72500	52969	654.00	15.96%
洋河股份	21%	3850±10%	＜1925	4700	2624	174.10	-26.23%
古井贡B	6%	770±10%	＜385	900	466	109.53	1.43%
分众传媒	4%	……	＜700	1980	1364	9.29	-5.88%
贵州茅台	5%	24000±10%	＜12000	……	27159	2162.00	8.21%
海康威视	2%	4840±10%	＜2420	6960	5279	56.50	16.47%
陕西煤业	2%	……	＜930	2000	1108	11.08	18.63%
恒生ETF	31%	现金替代品				1.523	6.43%
沪深300						5161.56	-0.95%
上证指数						3484.39	0.33%
2021/4/3			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；

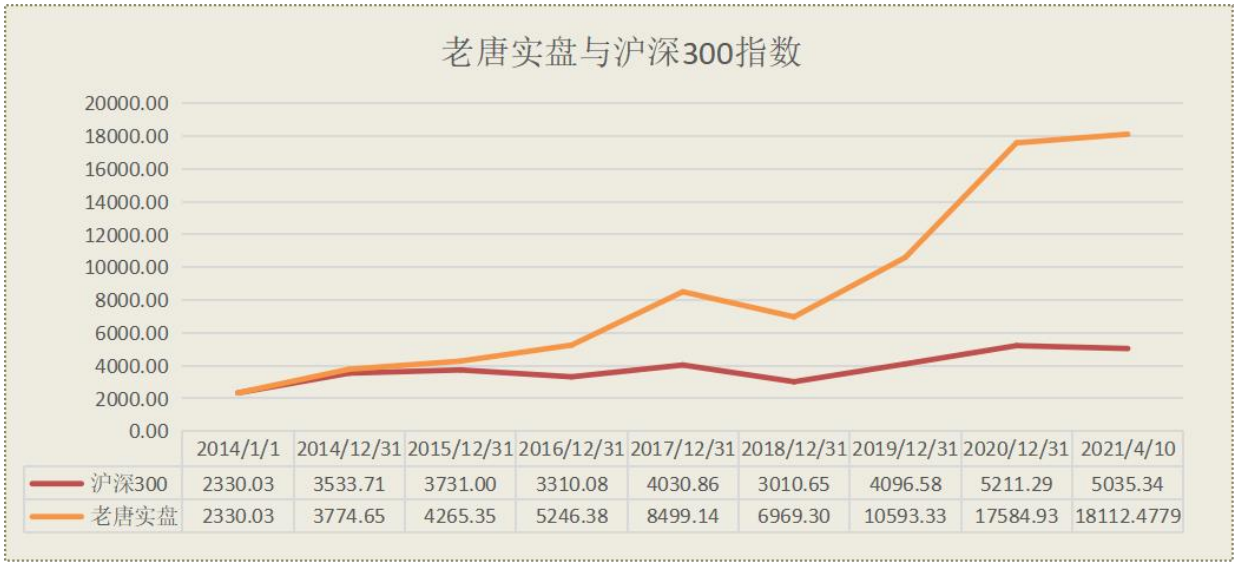
②仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2021 年内收益 3%（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%，3%（均不含新股中签收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 777。以 7.28 年折算，年化收益率约 32.5%。



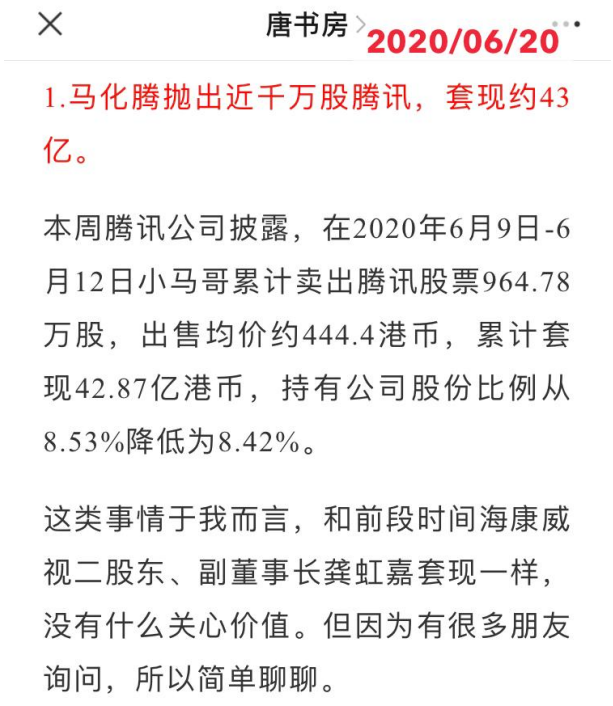
	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/4/10
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	5211.29	5035.34
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	17584.93	18112.4779

重要事项

1.腾讯大股东千亿减持。

本周最引发热议的事情，应该是小企鹅大股东时隔三年，启动了第二次减持。预计出售 2%股份，套现约 1150 亿港币。

这种事情在我看来，几乎没有关注价值（看截图）



和多次谈论过的海康二股东龚虹嘉套现数百亿，道理一样。

第一、卖出的只是少量，继续持有的是大量。

比如小企鹅的大股东，投资腾讯 20 年，一共减持了两次。

2018 年 405 港币位置减持了 2%，本周大约 595 位置又减持了 2%。

减持后现在仍然持有腾讯 28.9%的股份（价值 1.7 万亿港币），还是第一大股东。

第二、股东套现有各种各样的原因。

只要不是大股东借助春江水暖鸭先知的优势，基于公司经营情况即将恶化的判断而做出的逃命式清仓，

单纯因为资金需求导致的减持，本身只不过是股权从一个股东手上转移到另一个股东手上而已，对公司经营本身没有影响。

关心这个，不符合老唐“别瞅傻子、瞅地”的投资观。

第三、大量历史经验都可以告诉我们，大股东甚至内部人的屁股，不见得就比投资人稳定，判断也不见得更准确。

我 2015 年就发帖嘲笑过茅台二股东技开公司的减持。

2015 全年，茅台最低价 166 元，最高价 290 元。

技开公司当年大手笔减持了约 1/4 的茅台股票，合计超过 547 万股，估计套现约 12 亿。

这造成多大的损失呢？不计期间现金分红，这部分股权今天价值超过 110 亿元😍

所以，这类事情我一般不关注。

2.阿里巴巴被罚款 182.28 亿。

本周另一件大事，是备受瞩目的阿里巴巴垄断案有了结果。

国家市监局因为阿里巴巴电商平台要求商家“二选一”的行为，对阿里巴巴处以相当于 2019 年国内销售额的 4%，合计金额 182.28 亿的罚款。

蚂蚁金服事件之后——见去年 11 月 6 日书房文章《从蚂蚁暂缓上市事件聊聊投资者排雷技巧》——阿里巴巴必然要付出代价。这一点应该所有人士的共识。

目前尘埃落定，罚款的绝对金额确实不小。

但对于年净利润约 1800 亿的阿里来说，也就是一次性损失年度净利润的 10%左右，不算多大的危机。

按照《反垄断法》规则，对阿里二选一行为的罚款规则是：2019 年全年国内销售额的 1%以上、10%以下。

最终选择了比中间值 5%略低一点的 4%，我猜测其中既有杀鸡儆猴的含义，也包含有呵护的含义在内吧。

而且人民日报文章特意（甚至显得有些重复啰嗦地）强调了：

（处罚）并不意味着否定平台经济在经济社会发展全局中的重要作用，并不意味着国家支持平台经济发展的态度有所改变，而是要坚持发展和规范并重，把握平台经济发展规律，建立健全平台经济治理体系，推动平台经济规范健康持续发展。

从这个角度考虑，这事儿以 180 亿了结，对于阿里来说，甚至可以说是个好消息。

对于其他互联网平台企业来说，可能也算是个好消息。

以后记住“二选一确定不能做，并购活动要及时给市监局报备”，照章办事的小朋友有糖吃，不听话的要打屁屁

人民日报文章的表态：

平台经济有利于……，推动……，有助于……，也有利于……。正是得益于主要为民营企业的一大批优秀平台企业共同努力，我国成为了公认的全球数字经济发展较为领先的国家之一。

推动平台经济规范健康持续发展，就要始终坚持“两个毫不动摇”，促进平台经济领域民营企业健康发展，不断营造良好的法治环境和营商环境，让民营经济创新源泉充分涌流、创造活力充分迸发。

也是给互联网平台企业及其背后投资者定心丸吧。

说到这儿，我想起昨晚的海螺文章下面有些朋友，认为现在的水泥巨头们已经建立了水泥协会。

因为水泥协会“像欧佩克那样主动协调产量分配，共同维护价格，使全行业盈利丰厚”，所以看好海螺的未来。

实际上，行业协会定价这种事情，在中国乃至世界无数个行业实践了无数次，就没有一个能成功的，包括欧佩克。

因为道理简单，供不应求时，没有谁需要行业协会定价。

而供大于求时，协会定价下的最优决策一定是违背约定，比约定价格低一点卖出。

这是行为经济学定义的典型性囚徒困境博弈。

如果同行守约，自己违约的利益最大化。

如果同行不守约，自己违约的利益最大化/损失最小化。

所以理性选择就是不管同行守约还是违约，自己都选择违约

结果嘛，就是所有参与者面临供大于求时，都是想尽一切办法违约。

之所以在这里提这个问题，是想说，要是行业协会定价真的能生效，这简直就是向国家市监总局抛媚眼：快来罚我啊，你看我们垄断定价，吃的浑身上下都是油，不来切一刀，你就对不起人民对不起党

3.发改委要求煤矿开足马力生产。

4 月 7 日上午，国家发改委召集能源局煤炭司及相关企业开会，应对煤价飙升的困局。

会议上，发改委官员做出七条指示：一是要增产增供。按冬季最高产量组织煤矿生产，给各煤矿设定指标。二是稳定煤价。发挥长协压舱石作用，不准跟风涨价。三是把握进口煤节奏，服务于国内经济。四是组织好煤炭运输，尤其是大秦线检修期间，要快速打高秦皇岛港场存至 500 万吨以上。五是做好预期引导宣传工作。六是强化电网调度运行，优化发电结构（增加非煤发电量）。七是加强监测分析，各企业要建立日例会制度，重要的数据信息及时报送运行局。

从这个会议信息看，今年一季报乃至上半年煤企的业绩可能比较好。

4.一件趣事。

4 月 7 日，白酒行业最顶级的技术赛事——“第五届全国品酒师大赛”，在四川省泸州市奥体中心举行。

大赛吸引了来自全行业顶尖品评技术人才 172 人参赛，所有参赛选手均为 2020 届中国酒业协会国家级正式白酒评酒委员。

中国酒业协会自成立以来一直将培养专业人才作为己任，从未间断对行业人才培养工作的推动和落实。至今全国品酒师大赛已经成功举办了 4 届，大赛完全按照国家品酒技能大赛标准进行。

中国酒业协会副秘书长甘权，泸州市委常委、统战部部长，市总工会主席、市酒业领导小组副组长付小平，泸州市政协副主席、泸州酒类行业协会会长沈才洪、四川中国白酒金三角酒业协会副秘书长，川酒产业法治联盟秘书长陈雷、泸州市酒业发展促进局党组成员、机关党委书记王勇出席开赛仪式，开赛仪式由中国酒业协会培训部主任毛雪主持。

——以上摘自泸州本地媒体报道。

结果洋河公司的品酒师**包揽前十**🤦



这，这，这，很有点令人难以置信，但它就这样发生了。

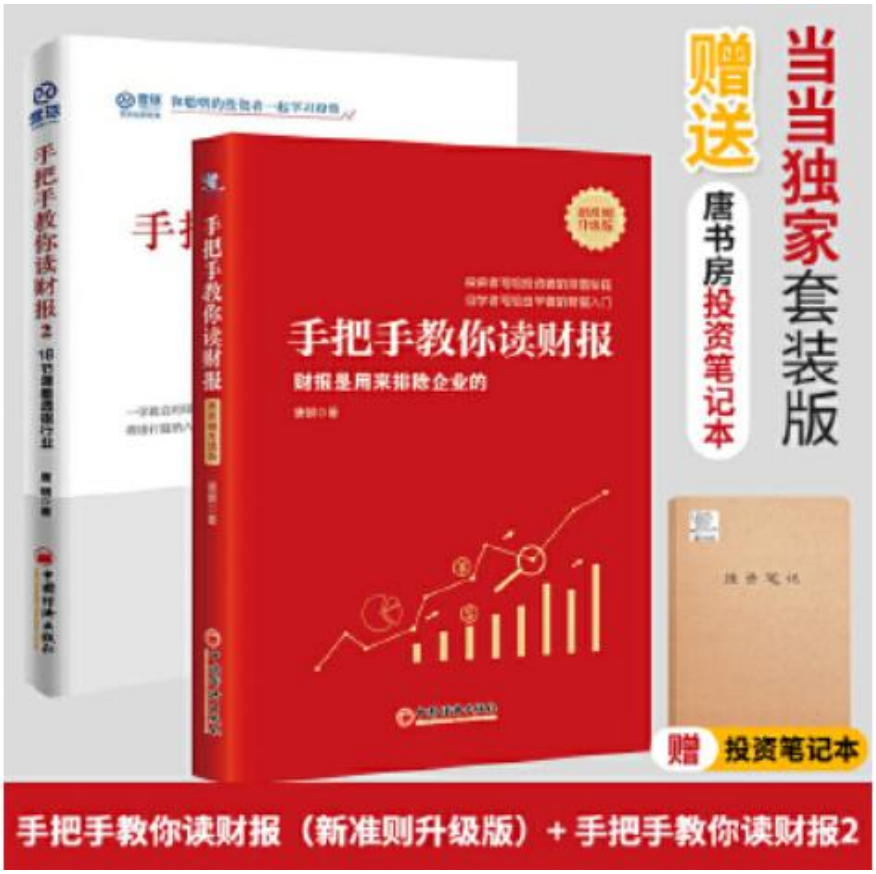
五粮液、泸州老窖、剑南春等川酒企业的人才呢？

真有点令人百思不得其解

5.一个小广告。

本周，经济出版社和当当合作，对于购买《新手财》和《手 2》套装的朋友，额外赠送一个小记事本。

大概长这样：





笔记本每页有一句老唐关于投资的短语，合计大概 40 句吧。

冲着笔记本去买书，肯定是不划算的。但如果刚好计划买这两本书，顺手薅个笔记本，还是可以的

链接我放在文末的阅读原文上，点击过去即可。

6. 一个错误。

昨晚的海螺文章上篇，第一张图 2004 年的分红金额参数错行，导致后面的数据都跟着错了。

正确数据应该是这样的：

年份	每股分红	10万股分红总额	年底持股	6月末股价
2002	0.05	/	100000	/
2003	0.10	4500	100578	7.77
2004	0.13	9052	101337	11.91
2005	0.07	11856	103121	6.63
2006	0.20	6497	103591	13.79
2007	0.00	18646	103907	58.96
2008	0.30	0	103907	39.99
2009	0.35	28055	104571	42.14
2010	0.30	32940	211183	16.11
2011	0.35	57020	318825	27.76
2012	0.25	100430	325588	14.82
2013	0.35	73258	331052	13.38
2014	0.65	104282	337673	15.72
2015	0.43	197539	346864	21.45
2016	0.50	134236	356077	14.54
2017	1.20	160235	363113	22.73
2018	1.69	392162	374803	33.48
2019	2.00	570075	388512	41.5
2020	2.12	/	388512	52.91

最终结果不是 41.5 万股，而是 38.85 万股，按照 51 元的价格计算，约 1980 万，年化收益率不是 19.4%，而是 19%。

感谢书房读者@如风 的细心，谢谢如风

虽然对文章内容没啥影响，但老唐的马虎，可能还是让不少认真的读者白白耗费了不少脑细胞，抱歉抱歉对不住对不住

7. 本周无读书笔记入选。

本周运动

本周跑步两次，单次 10 公里，陪我家领导散步一次 6 公里。



周六同口径除皮净重 84.5kg（175cm）

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

第939篇.　　2021.04.10－投资中的可为与不可为—《巴芒演义》读后感

马荟　唐书房　2021-04-10

以下文章来源于我的生活记录本 ，**作者马荟**

我的生活记录本 ． 记录生活，分享感悟

选择投资这条路，在熙来攘往的各路大 V 中，关注到唐朝这样的领路人，实在是幸运至极。

2017 年读到老唐的《手把手教你读财报》，从雪球追到唐书房。从看不懂老唐在说什么，到领悟认同他在投资、生活、人生中的至简大道。

一路追随一路成长，感恩老唐的分享，也感谢自己拥有学习改变的心态。

老唐的《巴芒演义》新书上市已经三个多月，读完两遍才动手写读后感。

不敢再拖，不然每次看到文章里老唐说：“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。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！”都觉得他是在催我。

在《巴芒演义》的自序中，老唐说这是“一本用茶馆评书和章回体小说的外壳包裹着的、严肃正统的价值投资理念和实战手册”。

是的，这本书既有小说的可读性趣味性，又有大量翔实的历史数据。

在错综复杂的人际关系与精彩纷呈的投资案例中。老唐向我们讲述了投资中的可为与不可为。

书中将投资大师还原成普通人。告诉我们哪些经验是可以学习的，哪些错误是要避开的。

股神巴菲特最钟爱的保险业。对我们普通人来说，是好的投资行业吗？

巴菲特不但是股神，也是一位融资家，保险业零成本甚至负成本的浮存金，可供巴菲特将其配置在能够产生现金流的高回报企业上，这是伯克希尔投资帝国的终极利器。

但是老唐在巴菲特投资盖克保险案例中得出结论：“保险业相对复杂，单纯从财报数据上很难分析其未来”。

国内的保险行业，老唐写了“对保险股的思考”系列 5 篇文章，结论同样是：看不懂。不懂不投。

施洛斯埋头烟蒂股，一生坚守自己的能力圈，以 47 年年化收益率 20.1%的成绩，成为世界级的投资大师。

巴菲特在第二次谈起指数基金时说道：“你只需要将自己限定在能力范围内就好，能力范围的大小不重要，重要的是，你知道它的边界。”

证券市场投资的第一要务：认识你自己。划清自己的能力圈。

不懂的标的，宁可不投，不可乱投。

深度研究白酒行业的老唐。对于白酒行业的老二五粮液深入研究之后，得出关联交易太多，失血点太多的结论。

无法令人信任的管理层。不信不投。这是投资原则的坚守。

正如巴芒演义中“来自东方的金融魔术师”蔡至勇人品耗尽终黯然离开。巴菲特帮客户赚钱兑现’’善良的复利’’，与优秀的人为伍，惊喜不断。

在长期资本这个案例中。这个“拥有每平方英寸智商密度高于地球上其它任何地方”的公司，因为高杠杆没能等到市场回归理性而破产。

我们用于投资的本金，必须是自己长期的至少是三到五年内不会用到的钱。老唐用他的亲身经历得到的四字真言，一再告诫我们：远离杠杆！

宏观经济学泰斗凯恩斯，这位“可能是当时全世界掌握经济数据最全面的人，几乎掌握一切外汇及大宗商品的相关细节”，依然“无法证明在不同的经济周期，借助市场的系统波动买卖股票获得盈利”。

结合最近的中美关系恶化，老唐在上周实盘周记里，套用芒格的名言调侃：“宏观是我们必须承受的，围观就是我们能做的。”

巴菲特投资可口可乐是一个值得我们学习的典型案例。

巴菲特 6 岁起就从爷爷的杂货店买进整包的可乐拆零推销。在 1986 年受邀成为可口可乐的顾问，为什么在 1988 年才动手买入呢？

老唐：“站在巴菲特的角度反复揣摩”。读到这里，我不禁哑然失笑。

仿佛看见老唐戴着眼睛在唐书房思考：“从小喝着可乐长大，又以投资为职业，‘我’不可能不知道可口可乐是一家优秀的公司。为什么 1988 年才买入可乐。1988 年到底发生了什么？”

老唐得出结论：很可能是 1988 年末认错的一次失败实验。顾客们强烈抵制新口味可乐，坚持喝老可乐。这让巴菲特看到了可口可乐强大的品牌护城河，于是买入。

这就是老唐解决疑问的一种方式:如果我看不懂你。我就站在你的角度去思考。

在分析企业时，老唐写道：像老板那样思考，始终站在企业经营者的角度想问题。而不是市场参与者的角度。

这是关于买入的逻辑。

面对高估的可乐，巴菲特的处理方式更另人深思。

不管是曲线减持导致的乐观收购通用再保险，还是持有“死了都不卖”。以今天的角度来看。都不是最佳方案。

1998 年高估至 50 倍的市盈率时没有卖出。导致后来 21 年半的时间收益平庸而后悔。

老唐汲取了巴菲特在可口可乐的教训：没有哪一只股票值得“死了都不卖”。

他给自己的卖出标准画了一条线。优质如茅台，一旦超出 50 倍市盈率，卖！

最近老唐的茅台差几个点触及卖出线，评论区里很多人问为什么一定要到 50 倍市盈率才卖，我想应该是老唐对于价值投资的坚守。

50 倍以下赚的是企业净利润增长的，看的懂的钱；50 倍以上，估值与价值相背离，卖出。换入另一个未来真实收益更高的标的。

巴芒演义的结尾，老唐给我们指明了有复制价值的投资四条正道。

指数基金模式、确定机会的套利、一揽子烟蒂股模式、陪伴优质企业成长模式。

选一条适合自己的正道坚定不移地走下去，是识别并坚守自己的能力圈。

最后，老唐用一个简单的农地案例，告诉我们坦然面对市场波动，用真实回报率的大小比较来估值。

巴菲特专注搭讲坛，懂平衡芒格双丰收。

一个人的投资目的是什么？是如巴菲特一样：投资--赚钱--再投资--赚更多钱.....，赚到一块埋在地下室里自己永远用不上的巨型金砖。

还是像芒格一样投资赚钱的同时，照顾好家庭教育好子女，发展自己的兴趣爱好。用赚来的钱实现自己和家人的人生价值。

我想大部分人都会选择后者。

我的理想生活是像老唐夫妇一样，教育好孩子，做好投资。

在家过安静的生活，出门游大好河山。

有时间读书，偶尔写写文章，在浩瀚无穷的知识中体验“进一步有进一步的欢喜”。

2020/07/26

第940篇.　　2021.04.11 - 贵州茅台2022年再跃进

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-04-11

前言：感谢《证券市场周刊》编辑何凌枫老师，将书房 4 月 1 日和 4 月 3 日两篇文章有关茅台的内容，精简修订后编辑为此文。

文章发表在 2021 年 4 月 9 日的《证券市场周刊》，此处作为收录。

本文没有新内容，如果读过《茅台 2020 年报简评》及《老唐实盘周记 2021/04/03》两篇文章的，可以直接跳过去。

贵州茅台 2022 年再跃进

贵州茅台 2022 年大概率在可售商品酒数量增加和出厂价上调的双重刺激下，再次实现高速增长。

本刊特约作者 唐朝/文

贵州茅台（600519.SH）2020 年年报显示，全年实现营业收入 980 亿元，归母净利 467 亿元。

这家公司是中国股市送给投资人的财富 Bug。

它的特点就是只要稍微做点儿研究，公司的营业收入和净利润基本可以提前预测，误差很小。

在这样的公司身上赚不到钱，主要问题恐怕就还是在于对市场波动的理解上了。

本文简单分析几个有意思的数据。

茅台酒出厂价或上调

2020 年茅台酒销售 3.43 万吨，比 2019 年少了约 250 吨，但营业收入却增加了约 12%。

这是公司在不上调主打产品 53 度普茅出厂价的基础上，通过取缔违规经销商并将份额转移给商超和

电商（实现从 969 元到 1299 元或 1399 元的变相提价），

同时上调 53 度普茅以外的非主力产品（陈年茅台及各种不同包装、不同容量的非标产品）出厂价的手段，实现了真实出厂均价的小幅上扬。

按照公司披露的 2021 年营业收入增长 10.5%的计划，可以预见公司新一届董事会在 2021 年还是准备照猫画虎、继续舞这套无敌漂漂拳，

在坚持不增量、不提价的情况下，通过出厂均价的小幅上调，完成营业收入增长目标。

2021 年没什么看头，但茅台的 2022 年很值得期待。

一者，2018 年相对 2017 年有近 7000 吨的基酒增量，这意味着 2022 年会有至少 5000 吨以上的可售商品酒增量。

二者，上次出厂价调整是 2018 年元旦（从 819 元上调至 969 元），到 2022 年，将是 969 元出厂价存在的第五个年头了。

自贵州茅台上市以来，调价时间和幅度如表所示。

表：贵州茅台调价时间和幅度

时间	2001.1	2003.1	2006.2	2007.3	2008.1
出厂价	218	268	308	358	438
上调幅度	18%	23%	15%	16%	22%
时间	2009.1	2011.1	2012.9	2018.1	?
出厂价	499	619	819	969	?
上调幅度	14%	24%	32%	18%	?

数据来源：公司公告

调价间隔最长的是 2012 年 9 月-2018 年 1 月，5 年又 1 季。

但当时的情况非常特殊，适逢白酒行业“寒冬”，叠加“反三公”，期间很长一段时间，经销商是几乎没有利润甚至赔钱抛货的。

出厂价 819 元，但当时市场上最低 699 元都有卖，799 元基本随便买。

从合作共赢的商业角度看，在市场行情略有起色时，有理由让同舟共济、共渡难关的经销商养养膘。

所以虽然 2016 年底至 2017 年初，高端白酒行情已经明显转暖，但公司拖延到 2018 年初才上调出厂价，情有可原。

但这次不一样。从 2018 年初至今，茅台酒经销商的日子分为安逸、非常安逸、实在太过于安逸三种状态，基本上配额就是钞票。

且 2018 年初上调价格，是因为当时的一批价比出厂价高四百元左右。

而现在，一批价已经是 2500 元以上，相比 969 元的出厂价，已经高出 1500 元以上，堪称畸形。

如果这次的调价间隔也长达五年以上，恐怕上上下下都很难给出令人信服的理由。

所以，如果按照本期财报里暗示的 2021 年几乎不可能上调价格的前提，我个人认为 2022 年出厂价上调的概率极高。

茅台集团自己提出来的十四五目标是“三翻番”：到 2025 年，茅台集团基酒产量翻番、营业收入翻番、利税翻番。

我更为乐观。我认为仅上市公司贵州茅台的利润，到 2024 年就应该可以达到约千亿元（比 2020 年翻

番有余）。

——只要公司愿意在 2022 年初将普茅出厂价从 969 元提升至 1299 元，或者说将包含年份茅台、精品茅台、非标茅台在内的全部茅台酒产品出厂不含税均价，从目前的 1165 元提升至 1560 元左右。

实际上，茅台提价的主要难点是前者。

普茅出厂价是酒业标杆、万众瞩目，很容易跟其他因素和舆论联系在一起。

至于给商超的产品、年份茅台、精品茅台及非标茅台等，提价反而很简单。

华创证券的一份研报显示，今年初公司已经对上述大部分产品的出厂价，实施了大幅度上调。

事实证明市场波澜不惊，非常平静地就接受了价格上调。

可以这么说，只要公司能在普茅出厂价上有突破，其他产品（相对 2020 年末价格）实现同等幅度的调价，是几乎没有难度的事情。

而且，贵州茅台自上市以来，长期的习惯就是维持三到五年慢速增长，然后出现一次高达百分之五六十以上的突破。

图：贵州茅台净利润增长率变动图



数据来源：公司财报

因此，无论因为出厂价与一批价之间超过 1500 元的畸形价差，还是因为中低速增长四五年后出现高速增长的历史惯例，

我个人推测，2022 年有极大可能是茅台上调出厂价的时间窗口，区别无外乎是年初上调还是年中上调。

假设 500ml 标准瓶 53 度普茅出厂价，能在 2022 年年初从当前的 969 元上调至 1299 元（相对于约 3000 元的零售价，留给渠道的利润空间依然巨大），幅度大约 34%。

叠加约 15%的增量，2022 年或许有机会做到 1500 亿元营业收入，750 亿净利润。

退一步讲，即便是年中上调，2022 年仍然很有可能做到超过 700 亿的净利润。

公司刚刚披露的 2020 年财报，对 2021 年的规划是实现营业收入 10.5%的增长。

按照这个营业收入目标推测，2021 年公司净利润大概率落在 540±10 亿的范围内。

这意味着 2022 年茅台很有可能获得净利润同比增长 30%~40%的良好业绩。

茅台系列酒供应量将大增

在茅台酒的璀璨光环下，茅台系列酒的成长很容易被投资者忽视。

茅台系列酒 2020 年实现销售 29743 吨，营业收入已达 99.9 亿元，净利润按照我的估算大致在 25 亿元左右。

估算过程是：营业收入 99.9—营业成本 29.8 =毛利润 70.1（亿元）；税金及附加按照 15%估算约 15 亿元；

系列酒营业收入占比约 10.5%（99.9/949），销售和管理费用按全部销管费用的 20%毛估，约 18.7 亿元；

营业利润=70.1-15-18.7=36.4（亿元），税后利润=36.4×75%=27.3（亿元）；

少数股东损益主要是赖茅公司的 57%股份（赖茅由股份公司持股 43%，但因为占据董事会多数席位而按控股并表），

按照赖茅十几亿元的销售情况估计，少数股东损益大致可以按照 2 亿元毛估。

故系列酒归母净利润大约 25 亿元。

如果将系列酒单独分拆出来，营业收入排名大致可以在上市白酒企业中排第八：茅台、五粮液、洋河、老窖、汾酒、古井、牛二、茅台系列酒。

按净利润排名的话，大致可以排在茅五洋老汾之后，和古井贡不相上下。单独看，也已经是一家值得千亿市值的公司了。

2020 年 4 月，茅台集团官微曾报道过”预计系列酒的产能扩张在 2020 年内完工，届时系列酒产能将达到 5.6 万吨”。

但可能因为疫情因素影响，目前茅台官网的最新信息是“确保 3 万吨酱香系列酒技改工程在 2021 年 6 月 30 日前全面完成”。

结合 2020 年 10 月茅台集团 “2021 年度生产·质量大会”上披露的 2021 年度公司生产计划为“茅台基酒 5.53 万吨，系列酒基酒 2.9 万吨”信息，

今年 6 月 30 日完成的三万吨系列酒产能，会在重阳节投入生产。

它将意味着 2022 年系列酒也将具备 5.6 万吨~5.9 万吨产能，相比 2020 年实现近于翻倍的增长。

茅台对地方的贡献

贵州茅台不仅是投资市场的财富 Bug，同时也是当地政府的聚宝盆。

我们可以以 2020 年财报数据为例，来感受一下贵州茅台给大股东及贵州省带来的惊人贡献。

2020 年，上市公司贵州茅台给大股东茅台集团及当地财税部门带来的贡献，至少有以下六大部分。

1）商标使用费。

上市公司 2020 年付给茅台集团商标使用费约 12 亿元。

2）茅台销售公司股权对应的利润和分红。

茅台集团持有贵州茅台酒销售公司 5%股份。2020 年销售公司实现 442 亿出头的净利润，并对茅台集团现金分红 20.5 亿元。

3）财务公司股权及分红。

茅台集团及集团子公司拥有财务公司 49%的股份。

财务公司的核心业务，其实就是简单地管理股份公司售酒所得大量现金，并从中获取息差。

2019 年集团及其子公司获财务公司分红约 4.5 亿元，2020 年预计会超过这个数字。

4）税收。

上市公司 2020 年贡献增值税超过 120 亿元；消费税及相关税种约 139 亿元；企业所得税约 167 亿元，其他小税种略，合计大于 425 亿元。

5）股份公司股权。

截至 2020 年底，茅台集团及贵州省国有资本运营公司（以下简称国资公司）直接间接持有上市公司约 61%的股份，按照 2020 年上市公司 467 亿元净利润计算，有 285 亿元归茅台集团及国资公司。

6）国资公司套现。

2020 年内，国资公司通过股市减持约 4165 万股贵州茅台股票。

2020 年全年，贵州茅台以 1128 元开盘，1998 元收盘，我们按照 1500 元估算国资公司的减持均价，可知国资公司套现不低于 625 亿。

上述六项累计超过 1300 亿元，按照贵州省 3600 万人口计算，人均可以从贵州茅台身上获取 3600 元，想想真幸福！

〈声明：本文仅代表作者个人观点〉

〈作者声明：本人持有文中所提及的股票〉

第941篇.　　2021.04.14 - 书房拾遗2021年第7期

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-04-14

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。

大概每凑够四千字左右，就推送一期。今天是 2021 年第 7 期。

@风儿：请教下，卖出股票账户里的恒生 ETF 指数基金后，资金当天就能买股票还是得等到第二天？

@唐朝：卖出后一秒就可以买入其他股票了。

2021 年 3 月 11 日

@永青：请教一下各位，有踩雷索赔经历的吗，律师费用多少，最后拿到赔偿金了吗，哪个时点索赔合适，谢谢！

@阿迪唐：我踩雷索赔成功过，等证监会出了处罚决定后再索赔，律师费为赔偿款的 20%。

@永青：谢谢！你用的是身边的律师还是网上的，我看网上有很多，不知靠谱吗？感觉不放心。

@阿迪唐：网上的，最好选上市公司所在地的律师。因为一般起诉地就在上市公司所在地。

索赔起来时间也比较久，而且即使索赔成功，到手的钱也只有损失的 50%（扣除了律师费）。

所以我对财务造假深恶痛绝，也对老唐的无私分享是打心眼里的感谢。

@唐朝：踩啥雷还索赔成功了？厉害哦😁👍。阿迪成文分享分享经历呗，让我们也跟着长长见识。

@阿迪唐：谢谢老唐抬爱，不过此坑等有机会再入，我跳跳跳…

踩的是尔康制药的财报造假雷，当时全仓 40 万猛干尔康…结果关了大半年，大概吃了四个跌停才成功出逃。

净亏损 11 万，只索赔成功了 8 万多，扣除律师费后到手有 6.8 万左右。

踩雷以后为了恶补，专门搜了介绍财报的书，所以很自然，就遇到了某胖写的手 1，当时看完此书，便被老唐惊为天人的才华所拜服…

@唐朝：拿个小本本出来，记下小阿迪欠我们一篇踩雷索赔文🤤

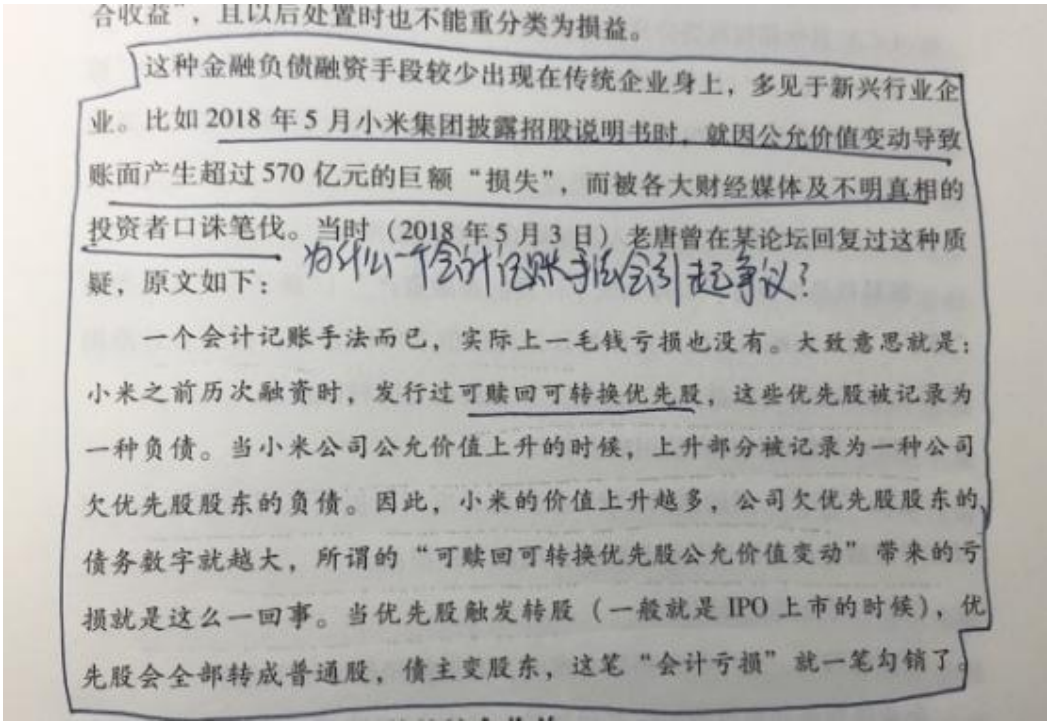
@阿迪唐：正因为我有那么一点儿小经历，所以能感受到老唐的珍贵，书房的珍贵。

老唐做了很多本可以不用做的事情，普渡了很多个像当初的我这样的股市小白，更是肉身为大家立了一个成功案例。

最后，还是那个永恒话题，感谢，感恩。

2021 年 3 月 17 日

@群众的眼睛：老唐，《新手财》195 页这个会计记账手法，为什么会引起市场争议？难道各大财经媒体和诸多基金经理会对一个纯会计知识一无所知？



合收益"，且以后处置时也不能重分类为损益。

这种金融负债融资手段较少出现在传统企业身上，多见于新兴行业企业。比如 2018 年 5 月小米集团披露招股说明书时，就因公允价值变动导致账面产生超过 570 亿元的巨额"损失"，而被各大财经媒体及不明真相的投资者口诛笔伐。当时（2018 年 5 月 3 日）老唐曾在某论坛回复过这种质疑，原文如下：

为什么一个会计记账手法会引起争议？

一个会计记账手法而已，实际上一毛钱亏损也没有。大致意思就是：小米之前历次融资时，发行过可赎回可转换优先股，这些优先股被记录为一种负债。当小米公司公允价值上升的时候，上升部分被记录为一种公司欠优先股股东的负债。因此，小米的价值上升越多，公司欠优先股股东的债务数字就越大，所谓的"可赎回可转换优先股公允价值变动"带来的亏损就是这么一回事。当优先股触发转股（一般就是 IPO 上市的时候），优先股会全部转成普通股，债主变股东，这笔"会计亏损"就一笔勾销了。

@唐朝：今天，2021 年 3 月 23 日，历史依然在重演。

今天快手发布业绩，媒体上到处都是吸睛标题"快手巨亏千亿"。

其实快手的报表亏损里有 1068 亿，和我 2018 年 5 月写的这段小米优先股情况一样。

2021 年 3 月 23 日

@天天向上：请教下各位圈友，上市银行的永续债跟优先股为什么不能算每股净资产，而可以算在本行净资产里面呢？

@唐朝：这个问题的答案就在你的提问里包含着。

只要知道“每股净资产”的全名儿叫“归属于本公司普通股股东所有的每股净资产”，就明白为什么计入公司净资产的优先股和永续债，不能计入“每股净资产”了——因为它们不属于普通股股东所有。

@唐朝：为防止部分朋友被你的提问本身的设定所误导，补加一句：不是所有的优先股都可以计入公司净资产的。

只有优先股发行合同约定”公司不对优先股股东承诺交付现金或现金等价物的义务，也不承担交付可变数量的自身权益工具（比如公司普通股）的优先股“，才可以作为公司净资产存在——在财报上叫”其他权益工具“。

这是《手把手教你读财报：新准则升级版》里讲过的内容。

@春暖花开：可不可以简单理解为偏股权的计入净资产，偏债权的不能计入净资产？

@唐朝：“偏”字比较含糊，我不知道我们理解是否一致。

不如改成更准确表述：如果公司对优先股股东承诺保本，这个优先股就是金融负债，不能计入公司净资产。反之就可以计入。

2021 年 3 月 23 日

@Munger：今天虎嗅有篇文章《腾讯游戏会遭遇降维打击吗？》，不知道唐师有没有留意到？

里面主要提到产品研发和分发渠道都独立于腾讯体系的竞争对手，给腾讯造成巨大的竞争压力，甚至报导腾讯急于买买买，给人一种乱了章法、疲于应对的印象。

请问对这种现象有关注吗？是怎样的看法？

@唐朝：昨天的文章，看过了。任何企业都不是完美的，愿意找问题，一定有的。

经历过《腾讯没有梦想》和《腾讯背水一战》后，对于这类文章已经免疫。当然，能挑毛病总是好的，也算帮企业盯一些莫须有的遗漏点吧。

我很信任腾讯现有管理层，基本不太去关注日常经营层面。当然，主要是我也不懂啥经营。

2021 年 3 月 30 日

@千载不变：请问老唐：你卖出茅台，保留洋河。

如果茅台真跌到 30 倍、那么洋河不是也要同步下跌吗？茅台是白酒的头啊！难道茅台跌、洋河不跌还涨吗？

@唐朝：会不会同步跌，我不知道。

我从来没有预测股价的能力。对于股价，我不看多、不看空，从不将自己的投资体系建立在对股价的预测上。

对我而言，这是两家不同的公司，**只存在持有某企业是否划算的问题**，与预判未来股价涨跌无关。

2021 年 3 月 30 日

@老赵：请教老唐对于创新型亏损企业按市销率的估值极限是多少倍？感谢。

@唐朝：随便多少倍都行，反正我又不买😁

只关注自己能力圈范围内的企业，不奢望吃到所有的牛股，这就是轻松投资、轻松赚钱、轻松生活的诀窍。

2021 年 3 月 30 日

@钱昌校：唐老师，洋河 2019 年报其他业务收入为 9.65 亿。请问 9.65 亿的其他业务收入是什么？

@唐朝：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——遇到这类问题，要习惯在书房搜索。

尤其是老唐持有比较久的公司，基本上但凡你能想到的问题，99%以上的概率，是早就有朋友提问过、老唐也早就回复过的。

比如你问的这个问题，答案就在去年 5 月的文章《洋河问答集》里。

2021 年 3 月 31 日

@千载不变：老唐，巴老说对最喜欢的公司持有的时间是-永远！他还说价格远远高估于价值要卖！

那么怎么看待永远和高估也要卖之间的矛盾呢？巴老对喜欢的公司永远不卖，难道这个公司没有高估的时候吗？

@唐朝：不矛盾。我也希望自己的公司没有过分高估的时候，可以永远持有。

但市场先生无法预测，所以无论是巴菲特的希望还是老唐的希望，都只是一种''希望''。

市场先生亢奋过头，非要将价格推高到明显高估状态的时候，无论是巴菲特还是老唐，都不介意冒着被开除出价投圈的风险，放弃自己的“希望”，将市场先生的馈赠收入囊中🤑

2021 年 3 月 31 日

@孟德：1 吨茅台为啥是 2124 瓶 500ml 的，不应该是 2000 瓶么，多出来的 124 瓶是怎么出来的？

@唐朝：不为啥，就是这么多，这是个事实。原因嘛，是因为酒精的密度和水不一样，500ml≠500 克。

2021 年 4 月 1 日

@OASIS：唐哥，对于茅台或者高端白酒，我一直对一个问题想不通，就是为什么肯定营收会不断增加？谢谢唐哥。

@唐朝：六大原因：①由俭入奢易，由奢入俭难的人性；②社交活动中你来我往的攀比，回请礼节需保证规格≥被请规格，交替往返；

③酒局选品总是以最重要的主宾口味为准。通常最重要的主宾往往也是消费水平最高的，或者会有意识借助酒局提升自己的消费规格，这也是人性；

④收入提升带来的消费升级；⑤酒精的成瘾性，提升体验阈值，即长期而言，要达到相同的微醺程度，所需的量会有微量增加；⑥法币时代下 100%确定的长期通货膨胀。

@OASIS：唐哥，这六个原因中除了第五条是生理原因外，能不能认为其余五条都存在需要经济处于较好增长期这一潜在前提。

如果是，那么就回到您提到的一个观点：投资者必须是一个乐观者，要相信国运。

@唐朝：有些道理。但我好像从未用过“相信国运”这个说法。

值得相信的，不是某个国家的「运」，而是组成国家的一个个具体个体，相信的是他们对美好生活的持续追求和努力。

这是可见的、可证伪的，不是玄学的「运」。

2021 年 4 月 1 日

@新年新景象：唐老师，茅台什么时候会到合理价格？

@唐朝：我预测不出来，我只知道到了合理价格我会买。什么时候到？只能到了以后告诉你。

2021 年 4 月 1 日

@飞翔~朱国新：老唐，为什么提价 330 元/瓶，成本和销售费用都没有增加，净利润率却提高不了多少呢？是税收原因嘛？

@唐朝：是。用普茅举例，如果单瓶直接提价 330 元，即便一分钱成本和销售费用也不用增加，至少会产生：

约 38 元增值税，35 元消费税，9 元城建及教育费附加等小税种，企业所得税 62 元，最终净利润 186 元，少数股东分走 6%，只能产生归母净利润 175 元。

@安康：消费税，老唐在新手财 25 页讲的有，应该是（330-38）×12%=35，但是城建及教育费附加为啥是 9 元呢，9/292=3%？

@唐朝：城建及教育费附加是以流转税为税基，放在这里就是以（消费税+增值税）为税基。

税率是城建 7%，教育费附加 3%，地方教育费附加 2%，总计就＝（增值税+消费税）×（7%+3%+2%）。

另外还会有点渣渣小税种，随便凑个整就好。

2021 年 4 月 1 日

@天天向上：老唐，茅台这么多价格，出厂价，一批二批价，零售建议价，终端价，有点混淆，下次可以来篇文章说说不？

@唐朝：这不需要文章，几句话就够了。以 53° 普通茅台为例：

出厂价＝茅台销售公司卖给签约经销商、超市和电商的价格。目前主要有 969，1299，1399 三种；

一批价＝茅台签约经销商卖给其他批发零售机构的价格；

指导价或建议零售价＝茅台公司要求签约经销商或商超按照 1499 元零售；

终端价或零售价＝市场形成的真实零售价格。

2021 年 4 月 1 日

@笑对：福寿园年报中的这个分部间抵消是什么钱？怎么产生的？



	二零二零年 經營利潤 (人民幣千元)	二零二零年 經營利潤率	二零一九年 經營利潤 (人民幣千元)	二零一九年 經營利潤率
墓園服務	901,055	57.1%	843,543	54.4%
殯儀服務	28,006	11.1%	26,241	10.2%
其他服務	3,321	4.0%	1,794	3.4%
分部間抵消	(4,479)	19.0%	(2,237)	20.4%
總計	927,903	49.0%	869,341	47.0%

@唐朝：公司内部不同业务分部之间的交易。

就好比自己生产的火化机，卖给自己的殡仪馆；殡葬礼仪业务部门、生前契约业务部门和墓地业务部门之间的某些交叉；墓地设计业务分部给福寿园公司下属墓地提供设计或绿化服务等。

2021 年 4 月 2 日

@陈群：且不说 2022 年的茅台的净利润到底能不能达到 750 亿，老唐分享自己的看法，大家平等交流观点。

不认可的人，拿出自己的依据和逻辑，这才让讨论变得有价值。然而某些同志，转而推测老唐的动机

就没意思了。

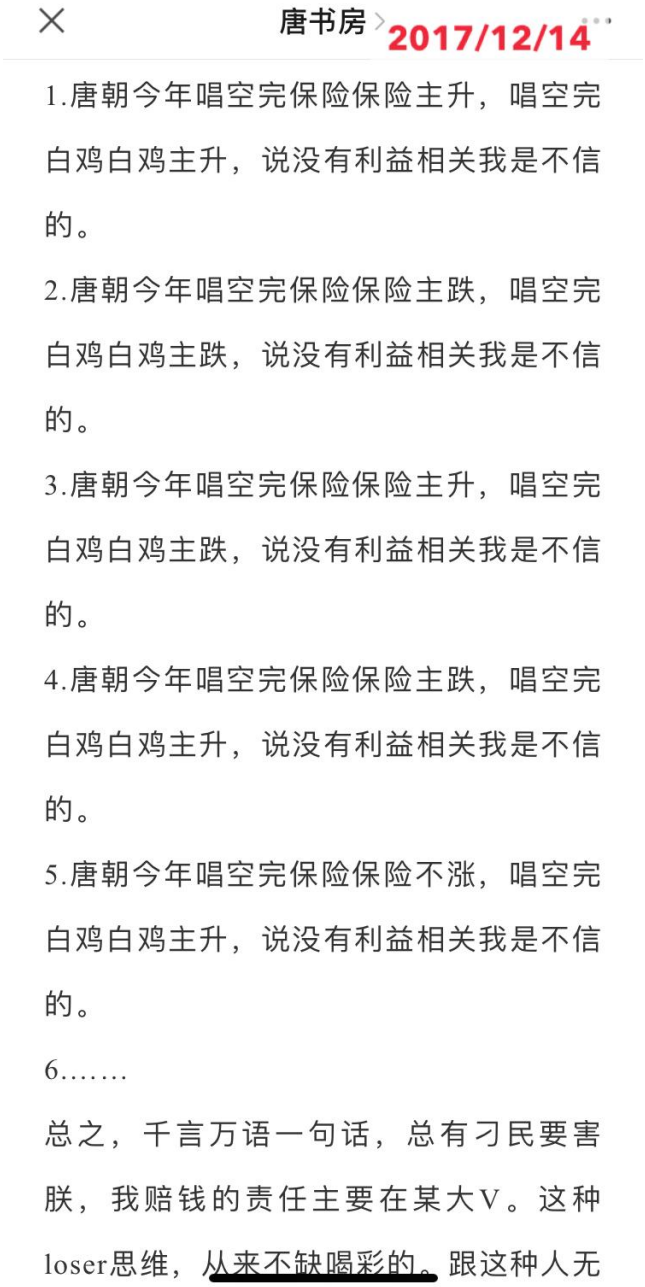
@唐朝：有唯一标准答案的“知识”，是可以分对错的。

对于没有标准答案的“看法、观点”，非要去分个对错，并希望别人和自己持有一样的”看法、观点“，可能是这世界大部分悲剧的源头。

讨论一旦扯到动机上去，就变的毫无意义了，因为没人能证明或证伪自己’’动机’。

比如，老唐看好，可能是为了骗人接盘；老唐不看好，可能是为了黑下来买入；老唐完全不关注，那也可能是为了等到没人注意时偷偷买入😈

总之一句话，不管观点是什么，不管市场未来怎么走，都可以组合出“卑鄙”动机。这是早有模板的，攻击者直接套用即可：



2021 年 4 月 2 日

@YongHua_Zhu：竟然有人在茅台挑战老唐，让他晒晒他的书柜，关于白酒的书本有老唐的书柜多不？

@唐朝：这倒不至于，对公司的理解不是拼书多。有逻辑，有数字的东西，我都愿意讨论，能发现我的错误，对我而言价值更大。

但某些「因为我认为不可能，所以就绝对不可能。因为你和我不一样，所以你是错的」的思维方式，就实在不敢恭维了。

2021 年 4 月 2 日

@sdm：老唐开头说对海螺的结论偏负面，可最后的估值其实可以说还是相当乐观的。

@唐朝：切入点不同。

做出买入的结论，需要计算''悲观假设下，也可以获得不错的收益''，

而**做出排除的结论，只需要得出''乐观假设下，也不值得投资/不划算''的判断即可。**

2021 年 4 月 9 日

@jinwei：百分之 50 折价买入会不会过于保守或过于贪心了呢？

如果预期年化 15%就是差不多七五折买入，那现在这个价位还是低估的。

而且三年内有很大概率会出现高估，如果市场不理性，在适当高估时卖出，做到 20%年化收益也很正常。

@唐朝：投资领域里最重要的四个字：安全边际。

确定性越低、未来变量越多、假设越乐观、自己研究越少的企业，对安全边际的要求越高（反之也成立）。

2021 年 4 月 9 日

@坐看风云起：老唐兄，我记您之前说过未来自由现金流折现法，是唯一有逻辑的估值法。但看你对不同的股票，使用了不同的估值方法，是我理解错了吗？

@唐朝：书房里展示过的，无论是老唐估值法、周期股平滑盈利法以及海螺这种分拆净利润及资产估值，本质上都是未来自由现金流折现法的一种变化，底层逻辑都是对企业未来自由现金流的折现估值。

2021 年 4 月 9 日

@姚恩：老唐长期不看好水泥的需求，那是不是意味着对长期的房价也是持向下走的看法呢？

@唐朝：我预测不了价格。我心目中永远只有“**是否划算**”的界定（永远比较），没有看多看空，看涨看跌的概念。对股价如此，对房价亦如此。

2021 年 4 月 9 日

第942篇.　　2021.04.16 - 百年新事——《巴芒演义》阅读笔记

食兔君　唐书房　2021-04-16

我有个习惯，书读过二遍时才开始笔记，因此迫不得已产量低微，也就把《巴芒演义》（下称《巴芒》）的笔记拖延至今。

好处是从前往后读了一遍，又从后往前读了一遍，间转百十遍，仿佛在同一段时光中来回穿行，自在定留于不同的风景，再结合窗外的风景与如今市场上的风景，三相呼应，便有了些章句之外的感受。

从这个意义上来说，《巴芒》甚至起到了工具书的作用：当我在某篇文章中阅及关于百年前华尔街的

勾陈往事，或者被叫嚣着此跌彼涨的惶惶人心扰了清静，我便下意识地翻找《巴芒》书中事，几成习惯。

上一本带给我如此感觉的书，是杨天南老师的《一个投资家的 20 年》（下称《20 年》），同样是一段不短的时光，同样是满书精美的文字。从某种意义上讲，二者也算略略可称“同出而异名”。

（实话，先“认识”唐朝老师还是杨天南老师，我真已记不清了，只知道北上又南下，几经搬迁，两位老师的书依旧留在案头，一本是《手把手教你读财报》，一本是《一个投资家的 20 年》。）

说来有些好笑，我最记不住那些复杂代码和拗口的公司名字，看《20 年》时如此，每每涉及文末的投资组合便草草略过，在《巴芒》中也是如此，巴菲特与芒格买进了什么，卖出了什么，合上书之后，除了喜诗糖果和可口可乐之外，余者印象都不太深。

况且，我的投资风格与标的物也与大师们相去甚远，除了理念，并无相关之处。

但即便如此，我仍是勉强有所收获，忝列“阅读者”之末席。

其一，“知”不如不知

书中记了一个段子：投机大师伯纳德·巴鲁克在 1929 年股市大崩溃之前，清空所有股票“逃顶”成功。

促使他做出决策的原因有二：一是乞丐向他透露内幕消息；二是亲戚误将他的只言片语当作内幕买入导致亏损。

故事令人莞尔，但遗憾的是，在现实中这种“故事”接二连三地发生着，明明是多“知道”了某些信息，却反而不如傻傻地不知道。

在对待“内幕消息”上，格雷厄姆与巴菲特是分歧的。

格老从道德角度出发甘做一位“外部人”，与和公司管理层保持距离；

巴菲特则不以为然，他会选择调研公司管理层，接收一些公众听不到的消息并将之纳入决策。

（当然，格老的分散低估的“烟蒂”投资的确不是特别需要调研公司管理层，只要足够分散就能对冲风险。因此其是否是全然出于无暇的道德感才反对“内幕消息”，令人存疑）

我们也不谈道德感。

诚然，在一个市场诞生初期，由于监管的缺失和信息公开程度低，掌握内幕的确是很多投机者大赚特赚的原因之一。

这个时期，内幕交易更类似于利用消息不对等实施的套利行为，会随着监管的逐步完善、信息披露的逐步增加而失去“溢价”。

在一个成熟的市场里，内幕交易基本与普通投资者绝缘。

因为对于普通投资者，靠内幕赚钱的难点有二：

一是难于界定消息的真伪和消息渠道的可靠与否，盲目听信公司同事、股评大 V 的不知几传手消息，风险太大。

前些日子锦泓集团竞价高开又几近跌停，就是一群新人被所谓老师的内幕消息吸引，盲目买进，结果被套。

二是消息的变化往往瞬息，而你听到、见到的又仅是一隅。

就像那位听到巴鲁克电话的亲戚，如果她“责任感”强些，不是自己买入而是广而告之，这么一个极其“真实”的消息（巴鲁克真的在关注该公司、消息提供者又是其亲戚，这可比某些员工爆料出来的消息

“真实”多了），不知能“坑”进去多少人。

所以在监管相对到位、信息披露及时的今天，普通投资者们应当立足于公开信息做决策，这无关道德层度，纯粹是为了规避风险。

当然，巴菲特调查企业的思路也值得学习，当我们在思考过程中遇到堵点，便拨通董秘的电话吧，实在是道德感强的话，将通话内容公布出来即可。

“知”不如不知的另一层含义，在于巴菲特的名言，“不懂不投”，即“能力圈”。

施洛斯一生埋首烟蒂股，47 年间年化收益率 20.1%；巴菲特因赌气将大笔资金和时间砸在了伯克希尔这个自己“不懂的糟糕生意里”，得不偿失。

先在自己的能力圈立足，再去尝试理解其他圈子，而不是吃着碗里的，看着锅里的，这样能获得比较舒服的投资体验与诱人的回报，何乐不为。

就像 TMT 的概念猛飙，看似机遇满满，但光伏行业龙头几经改换，不懂的投资人同样被资本的后浪拍在沙滩上。

普通投资者，尤其是个体投资者不可能也没必要知悉所有的行业、所有的公司，强行理解，吃得不透，很容易有“坏运气”（“哎，我怎么这么倒霉，明明是阳光行业，买入就暴雷！”）。

据说图灵破译二战德军密码时，只会一个德语单词，聪明如老唐，也不能尽解医药行业的玄秘，但这些“不知”丝毫不妨碍其或伟大或自在。

其二，“玩”不如不玩

概是受传统烹饪文化影响，国人很喜欢“炒”：炒房、炒股、炒鞋、炒头盔……这背后隐藏着的可能是对于自己错过了那个“搏一搏，单车变摩托”时代的怀念。

可是，我们难道不是一边在慨叹，一边又始终在“错过”吗？

言归正传，很多人喜欢“炒”股玩，享受的是“赌”的快感，关注的是股票的“票性”。

玩玩可以，但若还想边玩边致富，那只能说不如不玩，专心与本职工作，同样是一条康庄大道。

蔡志勇的故事最是令人唏嘘，不在于他几起几落，而在于他的一系列操作，给他人描绘了一条漂亮的绝路，让人觉得在市场里寻求暴富是一条行之有效的路子。

但很显然，这是一条歧路，想要依此成功，除了绝对的、毋庸置疑的运气之外，不少功夫更是在股市之外：利用知名度替别人买卖股票赚佣金、接盘尔后卖出公司……不知那些动则将蔡志勇、利弗莫尔挂在嘴边的“投资者“们，有没用将这些运气、这些股市之外的功夫也学到位。

炒股，或者说是“短线交易“令人不安的地方在于，它有时是有效的。

这比纯粹的随机更令人担忧，因为你不知道”有时“是何时，但折线的跳动却总能表现出一些经典、重复的形态，令人流连忘返，堕入其中而不自知。

阅读之余，为了换换脑子，我利用《巴芒》书页里的大量空白玩了个试验，能让大家飞快地意识到短线交易的迷人之处和不靠谱的地方。

掷骰子。

使用一个六面骰子，约定 1-3 点为“小”，4-6 点为“大”。

很显然，掷出大小的概率对半。但如果短线交易就是如此，那便没人参与了（好吧，实际上依旧会有人参与并疯狂“归因”，比如博彩业）。

于是我们改变规则，再引入一组随机数，补充约定每掷 n 次骰子后便检定一次随机数，当随机数为奇数时，约定 1-4 点为“小”，5-6 点为“大”；随机数为偶数时，1-2 点为“小”，4-6 点为大。

当游戏的次数足够多时，大小点数的概率依旧是各一半，但身处其中的某一段时间，你便会发觉“规律”：可能连续很长一段时间都是“大”占上风，而后是“小”……

再把这个系统的层级复杂百倍，“趋势”便出现了。

更有趣的是，这个模型并不需要严格要求“大小概率各半”，哪怕是概率不相等，依旧是无规律的。

人类天生擅长于在无规律的事情上总结规律，所以也就不难理解聪慧如巴菲特依然在入市的前七年“沉迷于技术分析和各种主观幻想及真真假假的热点消息，结局总是似乎马上就要大赢，却又仿佛隔着薄如蝉翼的那么一点小障碍，内心永远无法从逻辑上确定自己可以在股市里长期稳定地获利”。

这也在侧面映衬了格老的伟大之处，价值投资的伟大之处。

炒股不可取，对普通投资者更是如此。

正因为普通投资者“非专业”的性质，导致投资这件事，和健身一样，应当是生活的补充，而不是全部。

炒股将暴富的歧路摆在面前，并不是改善而是彻底毁掉了许多家庭原本正常的生活，勾引贪痴嗔，酿成诸多悲剧。这恐怕才是“蔡志勇”之流的最大遗毒。

“玩”不如不玩的另一层含义则比较现实：投资是为了改善生活，而不是寻求刺激。

“玩”投资，好处是仓位小、亏损基本不影响生活，再大胆的操作也不至于跳楼，缺点是空耗时间，又无法解决实质性问题。

要说好玩，实在轮不到投资。它要学习大量的基础知识、翻阅无数报表，若像施洛斯父子那样，则更是个沙滩边翻石头的枯燥活计，如此这般，取得了辉煌战绩，结果一看实际收益，只有那么几十上百，热闹、收益率也好看，但不解决问题。

听说绝大多说 A 股投资者持仓金额不超过十万元，却整天盼着牛市，也不知能吃上几口牛肉，这便真是“玩”不如不玩。

其三，“借”不如不借

《巴芒》借美股百年历史讲透了“杠杆”一事。

格老因杠杆而斩仓、米尔肯用杠杆并购成就自己的垃圾债帝国、巴菲特将保险浮存金化为自己无风险的“杠杆”……

为何甲之蜜糖，乙之砒霜？

杠杆无罪，风险其罪。

若只是单纯放大自己的收益，任何一位投资者都不会拒绝，可惜天下难有免费午餐，想拥有不属于自己的资金，往往只有两条路径：

一是代客理财并从中抽取盈利回报。这是一条“职业化“的道路，似乎除了谢尔比·戴维斯，几乎所有的投资名家都走过这条路，因为只要你的技术（或噱头）足够强，这笔钱拿的毫无风险，同时又能快速获得大量资本用以检验自己的投资方法，一举两得。

在国内，这条道路的尽头便是私募。目前国内私募基金数量超过 8.5 万支，所选标的也是千奇百怪，许多知名网络大 V、优秀的公募基金经理人，最终都选择走上了代客理财的道路，也不知二十年后，其中

有几个巴菲特、几个彼得林奇、几个蔡志勇。

但代客理财毕竟需要门槛。更多的普通投资者眼馋于经理人们的丰厚回报，却又不具备足够的战绩（或精力）吸引资金，那么便只剩下另一条萋幽小径——融资融券。

这才是狭义上的“杠杆”，也是造成普通投资者们牛市赔钱的原因之一。

在早些年的牛市中，一些普通投资者甚至使用 1:20 的配资杠杆，成功将自己多年积攒的本金化作梦幻泡影。

“杠杆投资是巴菲特成功的核心秘密之一。”可能有老师如此反驳。

但对于普通投资者，“免费甚至负利率的杠杆”几不可得，而动辄 8.6%的融资年息和 10.6%融券年息，则可能轻易淹没一位不成熟的新手，更何况一些非法的场外配资，更是贵得不像话。

杠杆无论从目的还是意义来看，都仅仅只是高手的非常游戏。

游戏本身包含着两层含义：一是即使亏损也不影响正常生活，二是深谙游戏规则并拥有足够的经验。

霍华德·马克斯说过，杠杆不会使人们的投资水平变得更好，也不会提高获益概率，它只是把可能的收益或损失扩大化，这个方法还引入了全盘覆灭地风险。

得不偿失。

所以，“借”还是不借，在某些时刻可能便决定了人还是非人，务请慎之又慎。

人应当在吃得好和睡得好之间选一样，但远离杠杆的价值投资行为能让我们二者得兼。

重申格老的告诫：“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。”

写了四千余字，不知不觉又长了。那便先列三点，以飨自己。尚有些零星感想，散记于碎片指端，未必要尽述。

读罢《巴芒》合卷时，常有感叹。

华尔街百年风云过去，传奇们垂垂老矣。时过境迁，世殊事异，没想到这些百年前的新鲜事，却在万里之外的中国，由一群大师们一辈子也不认识的投资者所书写、所传颂，也许能直到下一个百年。

也希望那时的你我依旧在，可以向后来在自豪描绘属于我们自己的演义。

（看书之余，也逐一拜读诸位笔记，精妙的总结、独特的见解随处可见，愈发感慨于人以群分，佩服，佩服！遂不敢再妄谈概括与总结，只得草草几笔抒发感慨，也愿早日秋高天凉，疫情早日消散，大家都能自在出游，也能收获财务与人生自由之硕果）

逸君

2020 年 8 月 20 日星夜 于福州

第943篇. 2021.04.17 - 【重发】老唐实盘周记2021/04/17

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2021-04-17

前言：不好意思，删除 4 月 19 日广告时，小胖手误点，将挨着的 4 月 17 日实盘周记给删掉了。

后台素材还在，补发一次，只可惜了大家精彩的留言🥺

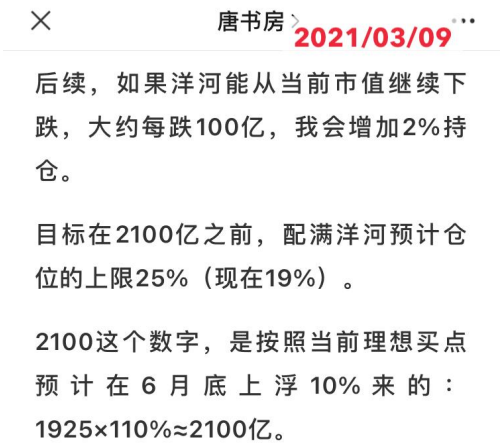
顺带也再说一次：书房从不删除原创文章。但凡你在阅读过程中遇到文章已删除，无论题目叫什么，都是每周一次的广告，没有阅读必要，也无需找老唐索要。

以下是4月17日周记原文重发。

明天有个朋友聚会，要在外面玩一天。预计很晚才能回家，故周记提前至今天发

本周交易

仅周二（4月13日）当晚披露过的一次交易：151.05买入2%洋河，资金来自1.499卖出等额恒生ETF。买入原因及价位在一个多月前就披露过，此处不再解释了。



当前持仓

目前持仓腾讯28%，洋河22%，古井B6%，分众4%，茅台5%，海康2%，陕西煤业2%，恒生ETF30%。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	28%	66000±10%	<33000	72500	50927	632.00	12.06%
洋河股份	22%	3850±10%	<1925	4700	2407	159.70	-32.33%
古井贡B	6%	770±10%	<385	900	454	107.26	-0.68%
分众传媒	4%	……	<700	1980	1347	9.18	-6.99%
贵州茅台	5%	24000±10%	<12000	……	25815	2054.98	2.85%
海康威视	2%	4840±10%	<2420	6960	5328	57.03	17.56%
陕西煤业	2%	……	<930	2000	1135	11.35	21.52%
恒生ETF	30%	现金替代品				1.518	6.08%
沪深300						4966.18	-4.70%
上证指数						3426.62	-1.34%
2021/4/17			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8399	

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	27%	66000±10%	<33000	72500	50131	620.50	10.02%
洋河股份	20%	3850±10%	<1925	4700	2350	155.92	-33.93%
古井贡B	6%	770±10%	<385	900	437	103.00	-4.62%
分众传媒	5%	……	<700	1980	1393	9.49	-3.85%
贵州茅台	5%	24000±10%	<12000	……	25375	2020.00	1.10%
海康威视	2%	4840±10%	<2420	6960	5186	55.51	14.43%
陕西煤业	2%	……	<930	2000	1140	11.40	22.06%
恒生ETF	33%	现金替代品				1.508	5.38%
沪深300						5035.34	-3.38%
上证指数						3450.68	-0.64%
2021/4/10			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8421	

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；

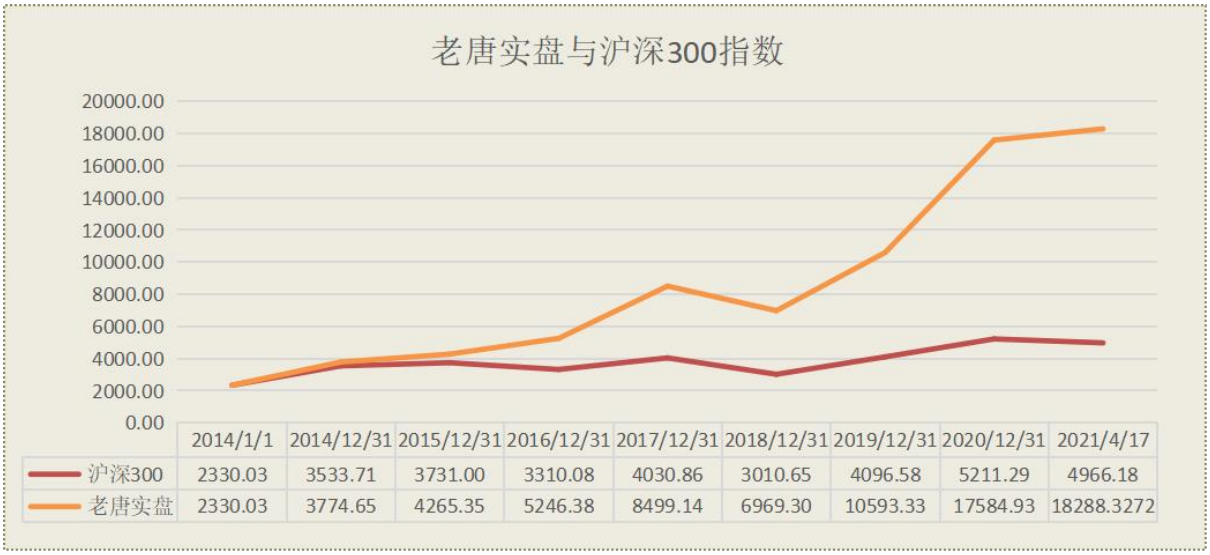
②仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2021 年内收益 4%（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%，4%（均不含新股中签收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 785。以 7.3 年折算，年化收益率约 32.6%。



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/4/17
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	5211.29	4966.18
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	17584.93	18288.3272

重要事项

1.腾讯发债。

本周腾讯发行 41.5 亿美元票据，扣除手续费佣金后净融资 41.3 亿美元。

看着这种期限和利率，口水不争气从嘴角缓慢溢出……

票據的主要條款載列如下：

所發售票據	所發售金額（億美元）	利率（每年）	息票日（每年）	到期日
二零三一年票據	5.0	2.880%	四月二十二日及十月二十二日	二零三一年四月二十二日
二零四一年票據	9.0	3.680%	四月二十二日及十月二十二日	二零四一年四月二十二日
二零五一年票據	17.5	3.840%	四月二十二日及十月二十二日	二零五一年四月二十二日
二零六一年票據	10.0	3.940%	四月二十二日及十月二十二日	二零六一年四月二十二日

这种利率，让你不得不想起老芒格的那句妙语：

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。"

——《巴芒演义》66页。

老唐曾在2017年11月提出："投资腾讯，实际是间接做了移动互联网界的VC，腾讯仿佛是……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）

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

文章当时发表在《证券市场周刊》，不知道是不是投资界最早公开提出这一判断的？

不过，是不是最早不重要。理解它并能利用它支撑自己赚到真金白银才重要。对不？

2. 上海发布《上海公墓管理办法》修订草案

修订草案针对 1994 年发布的原办法，重点就公墓建设、审批程序、监督管理等内容作了调整。

其中和福寿园关系比较紧密的修订就一条，偏利好：

“拟删除有关对经营性公墓、公益性埋葬地占地面积的限制性规定。”

注意，《上海公墓管理办法》对“公墓”的定义是：《办法》所称的公墓包括经营性公墓、公益性公墓和公益性埋葬地。其中，公益性公墓和公益性埋葬地主要是农村地区为当地村民提供骨灰安葬的墓地和骨

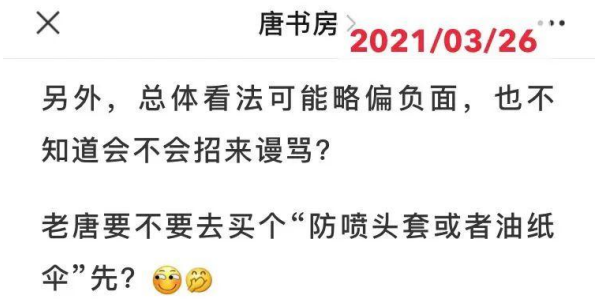
灰深埋地。

这定义其实很明确了：上海市城镇户口人口，最终合法归宿只能是经营性公墓。

3.关于点杀。

上周五，老唐发表了《2021 年年度点杀之海螺水泥》上下篇。

因为看法略偏负面，所以文章发表后可能被喷，我早有思想准备。



不过，很遗憾，截止今天，关于海螺文，我还没有看到过任何有逻辑和数据支持的反驳。

——我估计主要是海螺的深度研究者，基本都不屑于搭理老唐这种刚摸了二三十个小时的新手

目前看，无论是留言还是部分朋友转来的反驳长文，几乎都建立在不值一驳的空想、对财务数据的错误理解、或者干脆就建立在情绪基础上。

但这次有一个引起谩骂的喷点，我觉得被喷的有道理。准备汲取教训，在之后的文章里改正。

很多人接受不了“点杀”这个说法，因为这让他们联想到“杀、做空、大跌、恶意”这些词汇。

于是这些人跳过文章数据和观点，直接骂老唐别有用心、盛气凌人、居高临下、不自量力什么的。

这是老唐自己的错，该骂

点杀这个词汇，是四川本地方言。

主要见于各种农家乐，多用于顾客针对活鸡活兔活鱼活虾点菜时所用。意思就是按照你的要求，点哪个吃哪个。

因为本地用惯了，所以没想过这个词所带的感情色彩。

书房用点杀一词有四五年。基本上就是朋友们提出要求，得票人数最多的那家公司，老唐去阅读财报、并分享自己的看法——真不是神秘庄家指挥的

比如老唐目前持股的海康威视和分众传媒，最初也是应朋友们的点杀要求去阅读的。阅读之后认为有价值，才买入并持续跟踪的。

当然，不管是不是受庄家指挥，点杀结果大概率是负面的。这是无法避免的。

大致从 2017 年开始至今，书房或主动、或点杀分析过数十家公司，大部分其实都是负面结论。

比如 2017 年终总结《老唐的 2017 年》一文，老唐曾汇总过当年的分析文章成果

1	公司	文章	发布日期	结论	发布日市值	今日市值	涨幅
2	北特科技	年报浅印象	2017/1/18	烂，丢	70	34	-51%
3	富春环保	..	..	20倍pe才有关注价值	100	77	-23%
4	汇金科技	..	..	三年之内不用看	55	28	-49%
5	国投电力	国投经营数据	..	低估	460	498	8%
6	财信发展	年报浅印象2	2017/1/24	博傻游戏，丢	90	64	-29%
7	大豪科技	..	..	有潜力，略贵	149	134	-10%
8	金浦钛业	..	..	击鼓传地雷游戏	54	50	-7%
9	花园生物	..	..	三年后再看	65	80	23%
10	安泰集团	年报浅印象3	2017/1/26	炒家的世界我不懂	50	32	-36%
11	云意电气	..	..	企业尚可，估值太高	136	64	-53%
12	安信信托	..	..	企业复杂，无法评价	507	596	18%
13	st景谷	..	..	烂	43	28	-35%
14	三圣股份	..	..	将变身题材概念股，可围观	45	94	109%
15	联美控股	年报浅印象4	2017/2/9	可参与	120	205	71%
16	st工新	..	..	股市故事会，有造假嫌疑	154	102	-34%
17	同花顺	年报浅印象5	2017/2/13	看不懂，无法评价	367	2[illegible]	27%
18	金盾股份	年报浅印象6	2017/2/15	接手的是傻蛋	110	94	-15%

18	金盾股份	年报浅印象6	2017/2/15	接手的是傻蛋	110	94	-15%

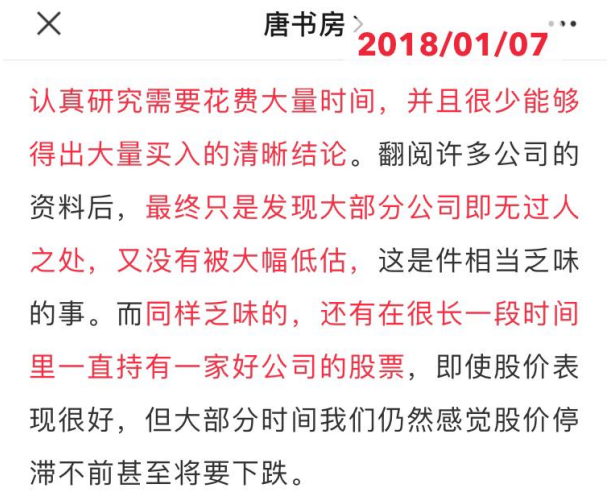
19	雪浪环境	..	..	30亿市值可兜底，坏不到哪儿去	44	32	-27%
20	澳洋顺昌	..	..	讲故事团伙，卖嘴的	97	101	4%
21	英唐智控	年报浅印象7	2017/2/18	百亿市值过高	100	73	-27%
22	露笑科技	..	..	110亿市值，赌桌筹码不参与	110	120	9%
23	金马股份	..	..	炒家随时被公司收割	298	244	-18%
24	明泰铝业	..	..	腰斩之前没有吸引力	73	77	5%
25	凤形股份	..	..	估值合理	32	39	22%
26	齐星铁塔	年报浅印象8	2017/2/20	现金收购换白条承诺，不靠谱	164	246	50%
27	卧龙地产	..	..	不适合投资	83	42	-49%
28	永新股份	..	..	适合作为打新门票股	54	40	-26%
29	力源信息	..	..	丢	97	75	-23%
30	晨鸣纸业	年报浅印象9	2017/2/22	复杂，熟悉的高手才能碰	238	323	36%
31	新华百货	..	..	股价跌三成之前没有看的价值	57	47	-18%
32	佳创视讯	年报浅印象10	2017/3/1	只值个壳钱	47	33	-30%
33	保税科技	..	..	没什么关注价值	70	54	-23%
34	新力金融	..	..	没有关注价值	75	61	-19%
35	东旭蓝天	..	..	贵	170	1[illegible]	1%
36	道氏技术	..	..	三轮五轮炒概念，企业没前途	80	98	23%

公司	文章	发布日期	结论	发布日市值	今日市值	涨幅
丽江旅游	年报浅印象11	2017/3/6	估值50亿	62	50	-19%
宋城演艺	年报浅印象12	2017/3/13	240亿可介入	300	270	-10%
伟星新材	伟星年报印象	2017/3/20	合理估值152-190亿之间	152	182	20%
信立泰	投机者信立泰	2017/3/27	继续持有	290	475	64%
双汇	蛰伏者双汇	2017/4/5	看好	703	875	24%
老板电器	像老板那样投资	2017/4/16	有疑点，看不懂	386	456	18%
国投电力	国投速读	2017/4/19	继续低估	511	498	-3%
海康威视	王者海康	2017/5/1	合理估值，买入观察仓	2215	3600	63%
洋河股份	从洋河跌停说起	2017/5/14	合理估值1700亿	1222	1737	42%
长安汽车	长安年报印象	2017/6/5	看不懂长安的未来，不投	653	605	-7%
雅戈尔	生人勿近雅戈尔	2017/6/24	没有投资价值，纯赌运气	365	328	-10%
金螳螂	捉住那只金螳螂	2017/7/4	财报阅读训练，没有写结论			
粤高速B	一尺跨栏粤高速	2017/7/20	买入粤高速B	110	142	29%
腾讯控股	散打投资5~11	2017/8/9	追高买入	30970~31160	38570	24%
信立泰	信立泰中报速读	2017/8/27	买入	325	475	46%
国投电力	国投半年报速读	2017/8/31	继续持股	505	498	-1%
洋河股份	奋进中的洋河	2017/9/4	看好洋河的成长	1329	1737	31%
白云机场	岭上白云有疑点	2017/10/21	存疑，不参与	270	304	13%
国投电力	聊聊国投配股	2017/11/11	继续持有，计划参与配股	526	498	-5%
腾讯控股	看不见边际的腾讯	2017/11/16	买入	36880	385[illegible]	5%
张裕B	白骨累累的坑	2017/12/16	买入	130	136	5%

唐书房

<备注：标红是当年就被打脸的>

其原因嘛，是因为企业研究的基本特点就是：



所以，大部分阅读结论必然是负面的。

要么企业太烂，要么价格不划算，要么受限于个人能力无法理解。

企业好、我能理解、且刚好还在合理或以下估值水平，这种机会总是罕见的😍

负面结论，往往引发持有者的抵触情绪，激烈的就是谩骂。

这种情况我已习以为常——因为大部市场参与者内心真正需要的，其实是一个吹票 V。

最好能帮着吹高股价，骗来一群接盘侠，让自己趁机卖出赚一笔。

负面评价可能减少接盘侠数量，所以必然是被讨厌的。

谩骂里面，大部分是揣测动机的。对于这类言论，套用郭德纲一句相声台词“看他一眼就算你输”😁

还有部分是贬斥老唐水平低的。这个老唐倒是一贯不介意，因为老唐水平低是个确定的事实。

我的整个投资体系，可以说是僵化的、呆板的、不知变通的。除了三年后净利润这唯一的变量之外，其他全是死数，没有任何灵感、悟性或随机应变的成份。

因此适应性肯定很窄，错过牛股是老唐体系的常态，这没什么不好意思的。

甚至我在想，可能正是老唐这种僵化呆板的体系，居然可以在全公开、全预告、全满仓、极少交易的情况下，在长达七八年的时间里，做到年化收益 30%+的成绩，才让很多朋友产生了信心：

连老唐那种水平的家伙、也可以用一套那么直白幼稚的方法赚到钱，我没道理不行的💪

所以，踩踏老唐水平低的人，我笑笑就过去了。

我自己也经常踩。不知道朋友们注意过没有，老唐挺喜欢翻自己看错的烂账：

比如 10.38 开始买入分众，最低跌到 3.85；

比如 340 多减持茅台换车，最后又在接近 700 的时候追回来，留下买一辆扔一辆的 Q5 梗；

比如国投的文章码了几十篇，上下坐了几年电梯，结果只拿到个相当于银行理财的收益；

比如曾经看好洋河三五年内超越五粮液成为浓香老大，结果脸被打的肿如猪头……等等。

胜利往往是不可重复的，但失败的因素却是躲开一个算一个。

躲开越多导致失败的因素，获取成功的概率就越大。能躲开所有导致失败的因素，想不成功那纯属做梦——摘自《巴芒演义》108 页。

经常提提自己失败的因素，可以避免自己飘飘然。尤其是不知不觉地，唐书房居然靠着老唐一己之力混成：



〈无缝植入嘚瑟😂ing。感谢@浩瀚的星辰 昨晚给老唐发来这张榜单🤝〉

人的大脑都是有选择性记忆的，很容易记得自己愉悦的正确，而有意无意地忽略掉错误的抉择。

尤其是因为曾经正确过的一些案例，成为所谓大 V、老师后，有意无意地会收到更多的认可、肯定、赞扬甚至吹捧，人会更容易膨胀。

这是人性，谁都躲不过的人性。

此时，无论是外界还是自己，能够多关注自己曾经的错误，会减少自己重复错误的可能，从而获得账户上真金白银的增长。

从这个意义上说，谩骂和踩踏虽然令人生厌，但往往是通往更大成功的道路上，必不可少的助力之一。

我喜欢一句话：把自己当作珍珠，经常会有被埋没的痛苦。把自己当作泥土吧，你会被踩成一条路！

我希望能成为一条路。哪怕不是你财富自由的路，至少也要成为我自己持续成长的路

所以，我不介意被评为经常错、水平低——因为我自己知道这是事实；

但我挺介意“居高临下、盛气凌人”之类的评价，因为我怀疑自己很可能真夹杂着这种情绪而不自知。

比如“点杀”这个词汇，细想起来似乎确实有点居高临下、盛气凌人的感觉，是一种从上到下的俯视

老唐接受批评。

从下一篇开始，改名为《2021 年度能力拓展之 XX 学习笔记》。

我相信真关心内容的朋友不介意标题叫啥，而曾经因为“点杀”一词反应激烈的朋友，也可以因此而减少无谓的口水。

按照朋友们 3 月 9 日的投票结果，接下来的顺序是：美的、隆基、格力。接受部分朋友的建议，考虑将美的和格力放在一起看。

因为美的和格力的年报都是本月底披露，按照老唐的节奏，年报打印到手，阅读完毕再成文，估计可能在五月中下旬。

截止此刻，我还没有看过他们的资料，也没有任何结果。有兴趣一起学习的朋友，可以自己提前做准备。届时我们互对答案、共同提高

当然，我知道能这么做的朋友必然是极少数，大部分朋友既没有时间也没有兴趣

以海螺分析文章为例：上篇阅读 9w+，下篇阅读 5w+。

而后台数据显示，坚持读完下篇的（在文章 100%位置跳出的），仅不足 3.5 万人。

约 2/3 的人，连阅读都完成不了，更何况自己去阅读和分析呢！

不过，别人不愿做或做不了的事，我们去做了，这不就是竞争优势吗？否则凭啥该你在市场赚钱呢，对不？

4. 本周有 1 篇读书笔记入选。

入选笔记是：巴芒演义一锅煮——by@聚散流沙啊

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

本周跑步四次，单次 10 公里。



同口径除皮净重 84.2kg（175cm）

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

第944篇.　　2021.04.20 - 书房拾遗2021年第8期

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-04-20

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。

大概每凑够四千字左右，就推送一期。今天是 2021 年第 8 期。

@王奇美拉：如果这么确定一季度洋河业绩不好的话，为什么不在一季报前减仓，等一季报发出后再接回来呢？

@唐朝：因为业绩和短期股价表现之间，并没有任何可信的对应关系。

业绩不好，可能大涨，小涨，不涨，小跌或大跌。

业绩好，可能大跌，小跌，不跌，小涨或大涨。

如果业绩不好=必然会跌，世界上就不会有穷人了。

2021-04-03

@静水流深：老唐，请问现在在您的投资理念中，还有没有牛市熊市的概念？

@唐朝：很多年前就没有牛熊市概念了。

2021-04-03

@Sun：茅台要是真跌到 30 倍 pe，就是考验灵魂了，上不上杠杆呢？

@唐朝：10 倍 pe 我也没上杠杆，不存在什么考验问题。我的答案是唯一的：NO

2021-04-03

@彭云峰：老唐，过去洋河一季度净利占全年 40%~50%，我很认可您对它今年一季度净利的预测。

请问您依然认为洋河全年净利润能达到 90 亿吗？如果是，背后的逻辑是什么？谢谢！

@唐朝：注意老唐之前做出 90 亿估算的前提：在中银证券股价波动影响为 0 的假设下，全年 90 亿净利润。

2021-04-03

@岑志松：老唐觉得严管线上教育这个事会对分众逻辑带来负面吗？

@唐朝：如果最终确认传言是真的，短期还是有影响的。但我认为稍微给点儿时间，分众可以找到的填补空缺的客户。

@岑志松：感谢老唐秒回，想法一致。从目前的客户结构上看，不可能不受影响，拉长来看,能找到填补。但对于分众,可能更根本的是认清其周期股的本质，这是我的个人理解。

2021-04-03

@平凡：唐兄，茅台的货币资金，母公司是 509 亿，合并报表是 360 亿，为什么母公司比合并报表的还多？

@唐朝：母公司（股份公司）存 100 亿到下属财务公司，财务公司拿去存在其他银行。母公司报表显示 100 亿货币资金，合并报表显示 0 亿货币资金，100 亿拆出资金。

结果就是你看到母公司报表货币资金 100＞合并报表货币资金 0.

@平凡：明白了，多出的部分包含在合并报表拆出资金科目中。谢谢

2021-04-08

@Jansen：请教一个问题，既然行业前景黯淡，公司每年这么高的资本支出来做什么，为什么不实施高比例分红？

@唐朝：在很多竞争激烈的行业里，由于规模效应的存在，你扩张可能活，可能死，但至少有一线生机。如果不扩张，结果可能就是几乎必然被灭掉。套用一句流行语“扩张可能是找死，不扩张就是等死。”。

2021-04-09

@杨泽：估值是挺麻烦的，特别是不同类的企业。希望通过点杀系列学会和理解透，比如几乎不增长企业，除必须支出外全部分红，怎么估值？

@唐朝：投资的重心不是给每种类型的企业找一种估值方法，而是寻找符合某种（你经过深思熟虑后认可和擅长的）估值方法的企业。

2021-04-09

@柏霖：老唐，大家对优秀公司的一致认可，在国内市场历史发生过没有呢?

现在大家是真正搞懂了股票的本质，还是基于其他人的认可，而认同公司价值呢？

是不是以后出现大家一致不认可优质公司的概率，会比较小了，或者说市场先生在优质公司上的作用比较小了？

@唐朝：股市从来不会一致。一致就没有市场存在了。

@柏霖：主要想表达的是，现在好像大部分人都开始认可优质公司的价值，要像以前那样捡耙活好像有点难了。

@唐朝：这都是阶段性的，有时大部人认可优质股，有时大部人认可题材股，有时大部人认可垃圾股……轮着来。

过去如此，现在如此，未来依然如此。

2021-04-09

@街角外贸男装：洋河相对于茅五泸股价怎么这么疲软？我持有洋河。

@唐朝：市场先生是癫的，只可以利用，不可以理解。总是想去理解他，你最终也会癫的

2021-4-10

@Wise：唐叔晚上好。请问，在研究公司的时候，一些诸如存货周转率的财务指标有统计比较的价值吗?

@唐朝：你对该公司的经营模式有了解的话，自然就会知道该不该统计。

如果不知道该不该统计，那就没有必要统计。否则统计出来一堆指标，最大可能是Garbage in ，Garbage out（垃圾进，垃圾出）。

2021-4-10

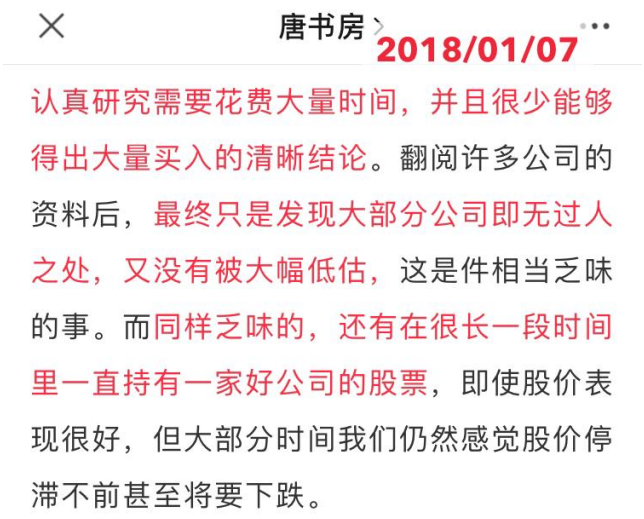
@余旬：唐老师有个问题请教下，唐老师分析公司那么快，但是持股的公司并不多。

排除的多，买入的少，是因为看了很多才发现这些好的？还是本来看的公司就不多？

@唐朝：人懒，看过的本就不多。但即便如此，大部分企业，还是看过就丢的。

放眼大 A 四千家公司，里面能有 40 家可投的企业就很不错了，而且这 40 家大部分时候还不在买点位置上。

这恰恰是投资的有趣之处。正是这种看上去有点乏味的工作，隔离了大部分人在市场去捡那些唾手可得的钱钱。



2021-04-12

@被骗当程序：老唐老唐，我的姚记科技业绩那么好，为啥还把我给跌哭了啊？

@唐朝：股市不讲为什么的。靠“为什么”不挣钱，靠“怎么办”才挣钱。

2021-04-12

@心：唐老师您好，我现在比以前更加意识到心态对投资的重要性。请教一下，您有没有专门针对心态进行修持，比如说，静坐，冥想，或者太极等等。

@唐朝：没有。心态其实是个伪概念。

@心：唐老师，我好像明白了您的意思。只要真正把投资理念弄清楚之后，谈不上什么特别好或者不好的心态，一切都是水到渠成，就好像饿了吃饭，困了睡觉一样。

@唐朝：2015 年 4 月 20 日，股市大涨时刻。很多人反思（后悔）自己心态不好，没有拿住股票。

当时老唐曾发过这样一个帖，谈及心态问题。全文如下：

上涨途中，将成败归于“心态”的言论多起来了。在老唐看来，心态论是个彻头彻尾的伪命题。

如果自己无法确定某股的大致价值区间，永远也不可能有“好心态”。即便看上去平静淡定，也不过或是“拼了”或是“死猪不怕开水烫”而已。

真要想有“好心态”，唯一的途径就是研究行业研究企业，搞明白手上的股权究竟价值几何。

2021-04-12

@暂停：满仓投机难道不是人生的最终玩法？三代人的投资运营，不如一代人的投机取巧。

@唐朝：只要能赢，投机也很好啊😏

2018 年 11 月 20 日，凄风冷雨中，老唐曾在书房推送过一段自创伪名言，全文如下：

股价一跌，又有些摇摆不定的朋友来问是不是应该先避开，待市场稳定后再入市？

关于投机、关于择时，是股市永恒的话题，老唐也给不了终极答案，还是谁的钱谁做主吧！老唐搏命现编一句伪名言奉上。

子曾经曰过：

“投机没有什么不好，它让我们有机会在有限的人生里，经历数次甚至数十次绝境逢生、白手起家、重上人生巅峰的跌宕故事。与之相比，那些一生富一次的老家伙们，只能看着钱堆慢慢扩大，简直就像没有活过一样，实在太无趣了！”

2021-04-14

@mlcky：老唐，您是从开始炒股就坚持价值投资的？还是前面也玩短线？

@唐朝：老唐哪有那么聪明哦，基本上各种死法都亲自去死过😂

2021-04-14

@Su：老唐有过割肉的经历吗？割的时候内心平静吗？

@唐朝：最后一次割肉刚好是十年前，苏宁电器，损失比例好像是 16%，其后至今还没发生过第二次。

不过，最近杯具可能要重演：1 月 8 日卖出 16%茅台后，一半在 1.447 买入恒生 ETF，另一半在 1.977 申购了博时转债。

这 8%博时转债基金，目前损失约 10%。且最近一个月可能要割，这将构成近十年来最大的一笔损失😤

@lvcailing：跟着唐老师买了博时转债，亏了几千。如果不跟着割，后面能回本吗？

@唐朝：我不知道。不过我的博时转债亏了几十万，不知道能否稍微安慰一下你。

@老山里山珍：老唐，你一月份买博时转债的时候，已经知道这笔钱是确定要在几个月之内取出的。而这么短的时间内，如果拿着现金或者国债逆回购，是不是更合理一些呢？

@唐朝：这是最近三个月博时跌了 10%后你的总结。如果最近三个月博时涨了 10%，你就不会有这样的疑惑了。

三个月内究竟会涨还是会跌，我不知道，你也不知道。

一月份的转债价格普遍比较低，类似一个开出 1234 算我赢，开出 56 算我输的掷骰子赌局。

只要不是作弊，赌局开出 5 和 6，并不代表参与的决策是错误——当然，前提是有准备、有能力承受损失。

我不喜欢持有现金，愿意承受一点潜在亏损，去享受一下大概率赢的快乐，就这么简单个事情，别想复杂了

正如鼠年第一个交易日的恐怖暴跌（有 3600 只股票以跌停开盘）后，有很多朋友展开这样或那样的反省和反思。

老唐当时针对这种情况写下文章《不必为坏运气反省》说：

此时老唐要提醒朋友们的是，千万不要因此陷入为坏运气反省的误区。这个世界上，本就没有完美的交易系统。任何一种投资体系，都有其利、有其弊（否则，全世界的钱会让你一个人赚光）。

享受其利，承受其弊，这应该是我们在投资理念建立过程中就必须明确的。理念不够清晰和坚定的朋友，往往在应该正常承受其弊时，开始“反省”。

对于投资者来说，投资理念或企业分析“错误”和只是遇到“坏运气”，这两件事一定要区分清楚。

错误，可以反省，并在以后努力纠正。而坏运气，不需要反省，只需要笑笑后忽略（哭哭后忽略也可）并继续按照原来的策略进行即可。

对坏运气进行“反省”，越深刻越糟糕。它将严重破坏你的投资体系，使你陷入患得患失的焦虑之中，并不知不觉跟随市场先生的指挥棒，做出有损投资回报的错事。

从概率角度说，投资人真正所做的事情其实可以归纳为两件：第一寻找开错赔率的赌局，保证自己参与具有明显的胜率或赔率优势，第二管理资金以保证自己可以持续待在赌桌旁 **——摘自 2020 年 2 月 4 日文章《不必为坏运气反省》**

顺便说一声：从 2020 年 2 月 4 日至今，老唐实盘净值增长超过 80%。

2021-04-14

@老江湖：老唐，一个公司遇到神马情况，你会从持有变为减持？

@唐朝：变糟，或明显高估。

今年春节前我减仓了分众、海康各 2/3，以及茅台的几乎全部（从 48%仓位降低为 3%仓位），都是基于明显高估所做的减持。

@袁来是你：老唐，判断一个公司变坏有那些依据呢？

@唐朝：没有任何标准可以用于所有公司。

但当你熟悉一家企业，知道这家企业靠出售什么赚钱，赚谁的钱，知道它当下的经营状况及相关财务数据，变坏了你一定会知道的。

2021-04-14

@施：当大体量公司+低审计费用+内资事务所+高审计难度行业（农林牧渔、零售、军工等）这几项同时存在的时候，审计报告的作用已经跟厕纸是一个级别了。

唐师的这段话感觉套在某某猪骨上完全符合了。今天又是大幅预增。看了下审计费用。19 年 150 万，我的天，感觉老唐会算命，这些钱不够出差费的。

@唐朝：很遗憾，你引用的这段话不是我说的。我只说过农林渔牧、软件、集成电路、生物科技类的公司，是造假高发领域😁

2021-04-14

@玄奘之行：确定性越低、未来变量越多、假设越乐观、自己研究越少的企业，对安全边际的要求越高。

确定性越高、未来变量越少、所做假设越悲观、自己研究越深入的企业，对安全边际的要求越低。对吗，唐叔叔

@唐朝：对。

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——沃伦.巴菲特 1997 年股东大会答股东问，摘自《书房拾遗 2021 年第 2 期》

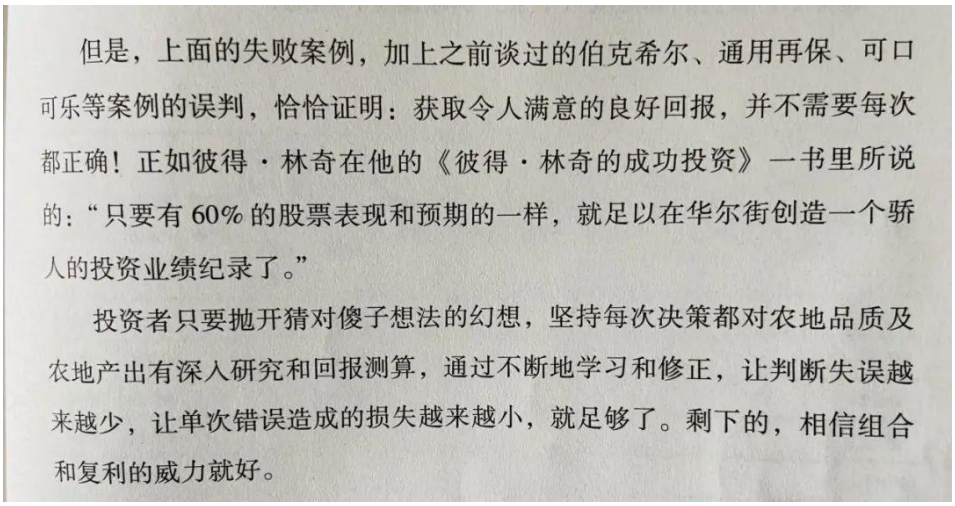
2021-04-14

@美元：老唐估值法里有个永续增长的假设，而且通常永续增长对应的估值，是前三年利润总和的很多倍。

然而我们都知道任何指数增长的事物，最后都会发展到瓶颈。企业的增长最终也必然会遇到这个问题。

这就意味着你的永续增长假设前提很可能是错的，而这个错误可能会对估值产生巨大影响。老唐想过怎么解决这个问题吗？

@唐朝：很容易。你只要坚持这么假设，一定会遇到错的时候，也就是你设想的那种情况。接受它，不要梦想某个方法 100%正确，句号💪



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。

——《巴芒演义》349 页。

2021-04-14

@天地有大爱：老唐，你写过一本关于银行财报的书，可是你现在并不持有银行。能讲下原因吗？

@唐朝：一半原因在书房讲过，看 2018 年 10 月 29 日的文章《对卖出股票的思考》。

另一半原因去年 6 月发过，但只有几千人看过。原因如截图：



2021-04-14

@竹子：洋河太弱太弱，白酒中最弱的，屡创新低。熬了几个月，太难了！

@唐朝：读过本文，你下次再看到呼喊“投资需要坚持、守股如守寡、价值投资需要信念、熬过熊市等待牛市、底部底部抄大底……”口号的“价值投资者”，应该明白那是投机内核驱动的伪夹头——摘自2018/12/02 书房文章《真传一句话，假诵万卷经》

2021-04-15

@杜勇&云起：巴芒演义写的那么好，突然有个想法，老唐能否把中国股市从诞生到现在的历史，也写本书。奇闻趣事应该也不少，我提前预订一本。

@唐朝：没有兴趣。《巴芒演义》其实是一本用奇闻趣事包裹着的、严肃正统的投资理念及案例分析书籍。

如果这样写中国股市，只能写成奇闻趣事包裹着的奇闻趣事

2021-04-18

第945篇.　　2021.04.24 - 老唐实盘周记2021/04/24

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-04-24

本周交易

无

当前持仓

目前持仓腾讯 27%，洋河 23%，古井 B6%，分众 5%，茅台 5%，海康 2%，陕西煤业 2%，恒生 ETF29%。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	27%	66000±10%	＜33000	72500	50733	632.00	12.06%
洋河股份	23%	3850±10%	＜1925	4700	2585	171.55	-27.31%
古井贡B	6%	770±10%	＜385	900	452	107.30	-0.64%
分众传媒	5%	……	＜700	1980	1477	10.06	1.93%
贵州茅台	5%	24000±10%	＜12000	……	26492	2108.94	5.55%
海康威视	2%	5300±10%	＜2650	……	5908	63.23	30.34%
陕西煤业	2%	……	＜930	2000	1144	11.44	22.48%
恒生ETF	29%	现金替代品				1.512	5.66%
沪深300						5135.45	-1.46%
上证指数						3474.17	0.03%
2021/4/24			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8367	

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	28%	66000±10%	＜33000	72500	50927	632.00	12.06%
洋河股份	22%	3850±10%	＜1925	4700	2407	159.70	-32.33%
古井贡B	6%	770±10%	＜385	900	454	107.26	-0.68%
分众传媒	4%	……	＜700	1980	1347	9.18	-6.99%
贵州茅台	5%	24000±10%	＜12000	……	25815	2054.98	2.85%
海康威视	2%	4840±10%	＜2420	6960	5328	57.03	17.56%
陕西煤业	2%	……	＜930	2000	1135	11.35	21.52%
恒生ETF	30%	现金替代品				1.518	6.08%
沪深300						4966.18	-4.70%
上证指数						3426.62	-1.34%
2021/4/17			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8399	

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；

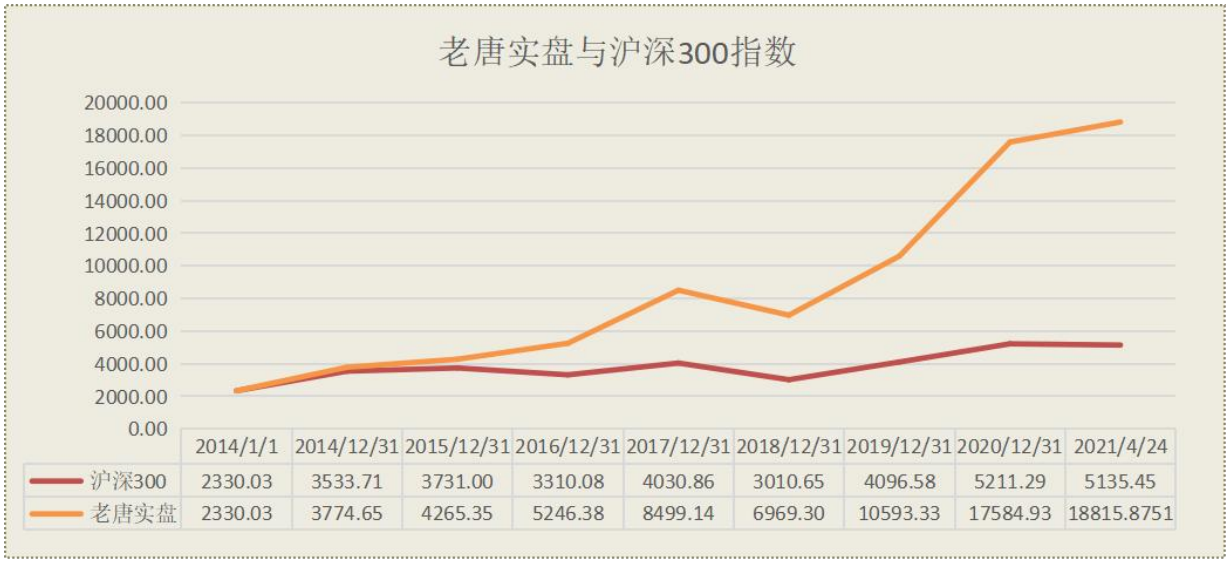
②仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

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 7.32 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	2020/12/31	2021/4/24
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	5211.29	5135.45
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.海康披露年报和一季报。

上周末，海康披露年报和一季报。

2020 年营收 635 亿，同比增长 10%。净利润约 134 亿，同比增长约 8%。全年经营现金流净额 161 亿，同比增长 107%。

一季度情况更显乐观，营收 140 亿，同比增长 48%，净利润 21.7，同比增长 45%。

鉴于 2020 年一季度是疫情封闭期，我们需要确认一季度高增长是不是因为基数原因导致的。

于是我将过去几年的一季度数据纳入同比（单位亿元）

	2016-1	2017-1	2018-1	2019-1	2020-1	2021-1
营业收入	52	70.44	93.6	99.4	94.3	139.9
归母净利	11.4	14.8	18.2	15.4	15	21.7

数据很明显，2021 年一季度的确出现了营收和净利的双飞跃。这数据比老唐之前的预期略乐观。

之前对 2021 年和 2023 年的净利润预期，分别是 145 亿和 220 亿。



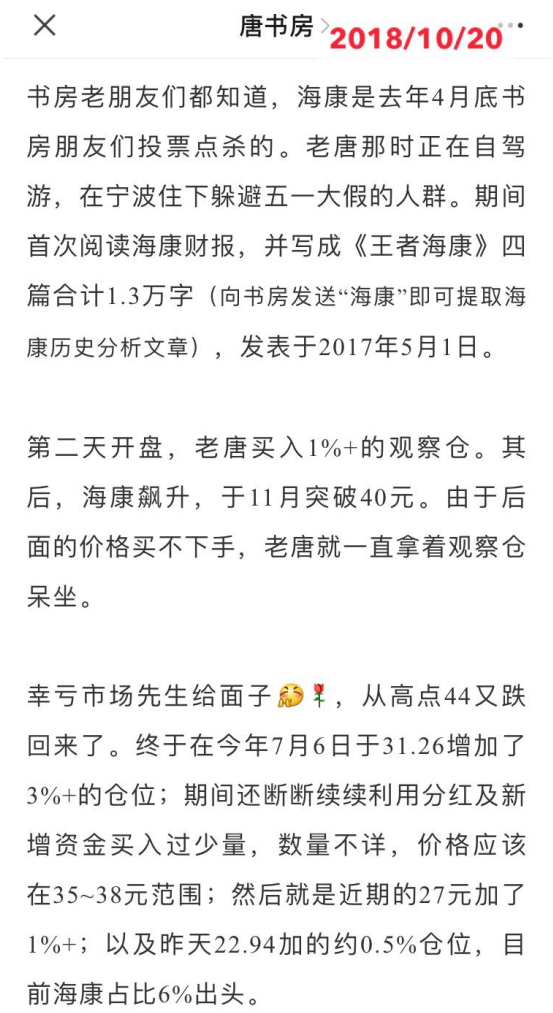
本次年报和一季报发布后，对上述数据上调 10%，即预计 2021 年净利润为 160 亿左右，2023 年净利润为 240 亿左右。

三年后合理估值及买点同步上调 10%（实盘表格加红部分）。

同时鉴于对海康未来的看好，在没有新的买入之前，手头剩余的这 2%海康，暂时不设卖点。

本次上调属于因新数据、新信息展开的上调，不影响六月底因时间因素的 10%常规上调。

这笔投资，有书房朋友们的功劳。因为海康是 2017 年书房的点杀成果



点杀文发表次日开盘，我就买入了 1%出头。

可惜运气不好，买后立刻暴涨，结果就只能呆坐

幸好市场先生给面子，借着中美贸易战的阴影，康儿挂倒挡回来接我。

到 2018 年 10 月 19 日，海康从 44 高点跌回老唐 2017 年 5 月 2 日初始买入位置：2200 亿市值。



〈注：截图为前复权月线图〉

为此，老唐特意在 2018 年 10 月 20 日（周六）写了篇文章，题目叫《聊聊 2200 亿的海康》。

文章结论：海康的五大竞争优势没有发生变化。未来增长空间不仅存在，而且巨大。

顺便还调侃了部分被市场先生强行塞钱吓死的朋友：

回顾 2017 年 5 月 2 日，上证指数 3147 开盘，海康 23.07 开盘（复权价），其后一路飙升。

那时的心情，只能用至尊宝的经典台词来形容：

曾经有一家好公司摆在我的面前，我买入太少，等到它飙升后才后悔莫及，世间最痛苦的事莫过于此。如果上天给我重来一次的机会，我……

STOP！

上天真的给你重来一次的机会：一年半后的昨天，大盘跌破 2500 点，海康再次爆出 23 元的价格。

上天给你重来一次，你会怎么做？——当然是躲在一边发抖：跌势未止，保持观望！哈哈哈，对不对？

别不好意思，绝大多数市场参与者其实都是这样的。

嘚瑟一下老唐的狗屎运：2018 年 10 月 19 日刚巧就是调整大底

我将海康的股票一直持有至今年春节前，在 5800 亿和 6380 亿市值位置，按计划减仓了两次，目前还剩 2%仓位。

当前海康总市值约 5900 亿。

从 2017 年 5 月起算，海康给股东带来的财富大约是 4 年 2.68 倍（5900/2200=2.68），折合年化收益率约 28%。

如果从 2018 年 10 月重新给机会的 2200 亿算起，大约是 2.5 年 2.68 倍，折合年化收益率约 48%。

不管从哪个时间算，都算是非常强悍的回报了💪

不过，很可惜，关于海康的文章、关于海康的股价，我印象里基本上是一直被喷，一直被作为老唐踩雷、看错的范例传播的。

这可能也正应了上一篇文章里的一句话：“同样乏味的，还有在很长一段时间里一直持有一家好公司的股票，即使股价表现很好，但大部分时间我们仍然感觉股价停滞不前甚至将要下跌。”

海康大概就属于那种“明明股价表现很好，但大部分时间还是让人感觉停滞不前甚至将要下跌”的品种吧！

关于海康这份年报，我有了些更深入的认识（偏利好），只是因为本周有事出门，没找出时间码字。

回头看是否还有时间和动力把它码出来😎

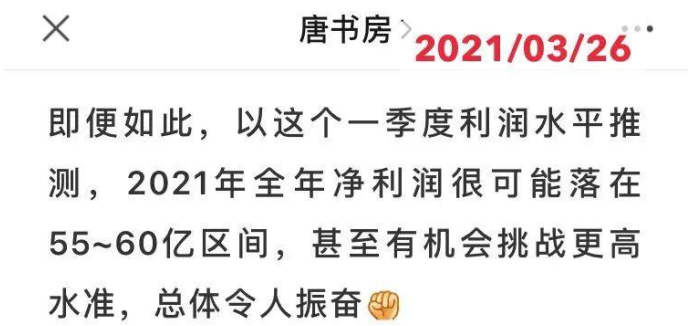
2. 分众发布年报和一季报。

周四出门，还没来得及看年报和一季报。

不过，数据都是之前预告过的，没有发生什么重大变化。

对上半年净利润的预告，算是新信息。但预计净利润 28.3 亿~29.8 亿，基本也在预计范围内。

故暂时维持之前的判断不变，估值和买卖点位暂不调整。



若读完年报和一季报之后，有什么新想法，再和大家分享。

3. 腾讯提出“可持续社会价值创新”战略。

本周一，腾讯宣布将再次启动战略升级：提出“可持续社会价值创新”战略，并宣布一期投资 500 亿元成立“可持续社会价值事业部”，推动战略实施。

这 500 亿元将用于可持续社会价值创新，包括基础科学、教育创新、乡村振兴、碳中和、FEW（食物、能源与水）、公众应急、养老科技和公益数字化等。

这个信息似乎成了压制腾讯股价上涨的“利空”信息之一。

可能在部分投资者看来，这些方向都是虚幻的、不产生利润的，是与公司本身无关的“不务正业”。

刚巧，9 天前（4 月 15 日），书房有位叫@赵小闲 的朋友提了个问题，问茅台真的只能用手工生产，无法实行机械化吗？

对此，我们之间发生了这样一段问答：

@赵小闲：茅台的工艺真的就不能机械化或者现代化吗？

比如上甑的工人每天汗流浃背的用簸箕把糟醅均匀的洒在酒甑中 ，这个活肯定很累，果真不能用现代的机器臂来替代 ？打个红丝带这个肯定能够用机械来完成的，偏偏用人手来做。

@唐朝：大部分原因其实是当地就业问题。作为一个负责任的当地大型（唯一的大型）企业，不能为了节省一点成本而抛弃当地人民。

那样人民会抽出裤衩上的皮筋做弹弓砸我们家玻璃的。这是智慧，大智慧，保芳总有次聊过的。

@唐朝：与之类似的，是仁怀市农民种的有机糯高粱。

茅台给种子，给肥料，派技术员，而且提前签合同收购，收购价格比市价高出 50%。

这也是担当，是共同富裕的大政，同时也成了竞争的招牌，扼杀对手的阳谋

不要小看茅台，那绝对不是传说中的放条狗也能管好的企业。

@赵小闲：大国企担当，这个层面的考虑以后得重视

@唐朝：其实不仅企业如此，我们生活中做人做事也是如此。

任何时候，都能让我们前后左右的相关人等，因为你而获得好处，看上去似乎你让利了，吃亏了。

但维护你的人会越来越多，想创造机会和你合作的人越来越多。你的机会越来越多，事业和财富自然就起来了。

这也是李嘉诚的传家秘籍：如果一份合作七三开是公平合理的，争取一下甚至八二开也是可以的，此时坚持自己只拿六，想不发财很难

此时，看腾讯拿钱去做基础科学、教育创新、乡村振兴、碳中和、食物、能源与水、公众应急、养老科技和公益数字化等，似乎是吃亏了。

每个人内心都知道这些事情该做，也需要做，是可以给整个社会带来好处的事情。

但大家都觉得，这应该是政府去做、国家去做、别人去做的事，而不是一个公司拿着股东的钱去做。

但其本质正如九天前的聊天内容：

任何时候，都能让我们前后左右的相关人等，因为你而获得好处，看上去似乎你让利了，吃亏了。但维护你的人会越来越多，想创造机会和你合作的人越来越多。你的机会越来越多，事业和财富自然就起来了。

腾讯这种体量的企业，拿出相当于几个月利润的钱，去做这些让国家、社会和别人获得好处的事情，在我看来，不是利空，不是糟蹋钱，是真正为企业、为股东长远考虑的战略，是应该点赞的大企业担当

4. 本周有 1 篇读书笔记入选。

入选笔记是：不可复制的人生 可复制的投资——by@杨彬

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，散步 1 次 3.2 公里。



出门没管住嘴，扎啤+烧烤简直≈催肥饲料。

今天空腹口径除皮净重~居~然~86.1kg（175cm），周增长 1.9kg。

我滴个神也，我打算联系联系温氏、牧原、新希望，问问他们是否考虑聘请老唐担任兼职技术指导员

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😁🤝

第946篇.　　2021.04.27 - 聊聊海康的“碎片化”

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-04-27

朋友们都知道，老唐谈企业一贯喜欢基于财报数据谈。

今天咱们换个口味，尽最大可能规避数据，尝试从定性角度看海康，聊聊在阅读海康相关资料时经常会遇到的一个词汇：碎片化。

让我先从海康的“投资者关系活动记录表”说起。这是我特别喜欢看的一份资料，几乎每期都看。

除了看公司管理层对业务和经营数据的分享之外，最大的乐趣是欣赏海康高管面对调研机构挖坑递刀时的睿智表现。

参加调研或电话会议的高管，通常是总经理胡扬忠、董秘黄方红、投资关系总监蔡清源三位中的两位或全部——简单起见，后文将他们统称为“胡总等人”。

在投资者关系活动记录表里，你经常可以看到调研机构有意无意地挖坑，恨不得将热点题材和概念塞进胡总等人的嘴巴里，期盼着他们给予乐观回应，或者干脆随便支吾两声也可以。

可是胡总等人偏偏一脸忠厚的说些类似：

“我们其实没想那么远，我们就是想踏踏实实地帮着客户解决一些困难”

“这块能不能商业化，我们也不知道，先不用去考虑，做做再说吧”

“我们没有那么高大上，只是力争在原有基础上做一点点改进”的回复。

或者调研机构就想追问新的增长点在哪里，期盼胡总等人小手一挥，讲点预期和愿景。

可胡总等人偏偏很认真地告诉人家：“这个很难预测，我们也不知道，只能走一步看一步。”

调研机构急了，索性硬塞：“公司涉及的某某业务最近大热，市场空间非常大，会不会成为公司新的增长点？”

你再看胡总等人的回复，通常是这样的：

“这是个很碎片化的场景，我们也就是想摸索着把碎片化的场景一个个的做好，目前谈增长还为期过早。”🤦

……

我每次看到这类文字，大脑里会自动脑补调研机构跳上桌子飞过去一记佛山无影脚，旁白是愤怒的画外音：

“你家真做 ABC，随便哪块都是想象力无限的市场热点，怎么就不能挺直腰板谈谈呢？”

“题材热点已经喂到你嘴边，你随便咕噜两句模棱两可的话，给我们留点发挥空间，会死吗？会死吗？会死吗？!!!😤😡”

哈哈哈哈🤦🤦

<备注：ABC，人工智能 AI、大数据 Big data 和云 cloud 的合称>

还有那些看热闹不嫌事儿大的，总想挑起群众斗群众的家伙：华为怎么怎么啦，阿里怎么怎么啦，公司有没有压力，怎么看待这事儿？

估计最想收到的标准答案，是一句铿锵有力的：东风吹、战鼓擂，革命同志谁怕谁💪

结果一般等来的是：“友商的选择，我们不太清楚。我们不管对手和友商怎么做，我们更关注我们自己能为客户做些什么”。

请自行脑补《唐伯虎点秋香》里“七省文状元兼参谋将军，绰号对王之王的对穿肠”当场喷出四十两血的场面😂

这类让某些提问者憋出内伤的例子很多。篇幅关系，我就不摘录了，有兴趣的朋友回头自行发掘。

摘抄这些，是想和朋友们聊海康独有的一种气质。这种气质，去年我在《老唐实盘周记 2020/03/07》一文里引用过，此处再次引用：

我们把赚钱看的比较淡。如果对用户有价值，钱就自然会来；如果没有价值，客户不可能持续付钱。

我们就在找我们的价值在哪，可以给客户提供什么东西。

我们只知道一点一点帮客户做些事情，解决一些痛点，模式会慢慢摸出来的。

这也是老唐一贯相信的价值观：

只要你真给别人创造了价值，不会两手空空的。商业模式都是在帮助他人创造价值中逐步显现的，是帮助他人解决问题的副产品。

也正因为这样，海康的业务其实一直在变。

招行那句广告词“因您而变”，用在海康身上才真正的实至名归、天衣无缝。

人们熟知的，是海康从生产视频板卡、硬盘录像机的企业，成长为长期占据全球第一宝座的安防巨头。

但其实今天的海康已经远远无法用“安防”二字概括了。包括公司自己，目前也找不到准确的定义去

概括海康的业务范围。

——目前暂时用的表述是“以视频为核心的智能物联网解决方案和大数据数据服务提供商”。

在我看来，海康其实就是一间围绕机器感知，做数据采集、处理和运用的大数据公司。

机器感知，主要依赖各种波长的光，有些可见（波长在 390~700 纳米范围的光，是人类视线可见的），有些不可见（紫外线、红外线、X 光、伽马射线等）。

对这些光的处理，是海康聚焦的能力圈。

我理解的海康主营，基本上就是围绕着：

①机器感知可见光/非可见光→→②机器更清晰地感知可见光/非可见光→→③机器分类和处理感知图像→→④机器智能分类图像、并将其转化为数据存储→→⑤传输、处理和利用数据

这么一条逻辑线扩展。

最早获得成功的是安防领域，海康走的道路是：

①机器感知可见光（看见），

②机器更清晰地感知可见光（看清），

③机器智能处理可见光（看懂），

④利用 AI 和大数据预判和预防。

目前，安防领域已经走过了①和②，正在③和④的范围内发展。

这种技术进步，本身不是实验室里产生的，而是在一线客户各种各样的需求推动下，在海康帮助客户解决痛点的努力中，一点一点细化积累出来的。

伴随着某些痛点重复出现，其解决方案就逐步成了标准化模块，成了产品。以后再遇到同类痛点的时候，可以直接拿来用。

没有标准化模块的需求，就继续个案研发解决，继续积累数据和解决办法，重复前面的故事。

然后伺机将某些模块或产品应用到近似需求的行业，比如监狱管理、比如交通管理、比如城市管理等，再根据这些行业客户的具体需求，一个个解决痛点，积累方案，形成模块和产品……。

他们逐步成为了这些年海康威视最核心的业务，也就是今天的 PBG——公共服务事业群 Public Business Group。

目前这个部门依然在海康国内业务的三大事业部里贡献着约 40%的营收（2020 年 PBG 营收 163 亿，三大事业部合计 412 亿）。

然而，这些模块和产品不仅可以应用于公共事业（具体应用直接看 2020 年财报 31~35 页，老唐就不摘抄了），同样可以帮助企业降低营运成本或提升营运效率。

顺理成章地，海康就扩张到电力、石油、石化、煤矿、冶金、烟酒盐、物流、零售等领域里，帮助企业做智能化运营、数字化管理，帮他们拉近管理距离，或提升业务效率，或规模作业行为，或防范安全隐患（具体应用直接看 2020 年财报 39-41 页）。

同样，这些模块和产品其实只能解决不同行业的部分共性需求。

每个行业，甚至每个企业，都还额外有自己的个性需求，仍然需要海康的人员研究行业甚至企业的特定需求和具体特征，有针对性地利用软件开发、购买或设计新的硬件，去搭配实现客户需求。

新的数据，新的解决方案和新的模块，循环往复，继续积累……

不知不觉，这部分业务规模也已经接近 PBG 了。

2020 年 EBG——企事业事业群 Enterprise Business Group——贡献了约 152 亿营收，同比增长超过 20%，是三大事业群里增速最快的。

照这架势，EBG 很快就会成为三大事业群里的头牌。

聊到这儿，我相信哪怕是刚刚接触海康的朋友，也会发现海康的生意模式很特别。

有点像将一桶蜂蜜倒地上，它是慢慢地向周围浸润过去，一点一点扩大边界。

这个扩大过程，取决于期间的数据积累，取决于针对特殊需求的研发和最终的模块化进程。

几乎每个人都能知道一定会扩大。但何时扩大，向哪个方向扩大，其实没人有能力给出精确的测算。

这也是胡总等人喜欢说类似“我们只知道一点一点帮客户做些事情，解决一些痛点，模式会慢慢摸出来的”、“这个很难预测，我们也不知道，只能走一步看一步”话语的原因。

而且，这个浸润过程，依赖的是一线人员与客户的交流，对客户需求的理解，以及研发人员琢磨或试验出来的解决方案。

很多时候，这种解决方案很可能是简陋的。不是规划和设计的结果，而是凑合、将就、勉强、硬逼的成果。

但每一个起初凑合、将就出来的解决方案，都可能伴随着多次遇到同类或近似需求，逐步被打磨成标准模块或产品。

此时，你就会发现海康的核心竞争力了：这些既有硬件也有软件的非标产品，根本就不是一家企业打算发力，或者投入多少科学家，投入多少金钱，生产某种爆款产品可以竞争的。

客户需要的不是产品，客户需要的是问题得到解决。

而每一个客户的问题都是细碎的，个性的，甚至有些需求本就是在使用过程中逐步诞生的，连客户自己都不一定知道。

这就是海康管理层经常喜欢说的碎片化。我认为它包含三重含义。

碎片化的含义之一，是需求的碎片化。

每个客户都有大量的个性化需求，只有大量的图像和数据积累，大量的沟通和实践应用，才可能从中提炼出共性，产生不同程度的解决方案。

这需要一个庞大的一线队伍，庞大的研发支持，以及，足够的时间。

碎片的含义之二，是产品的碎片化。

即便是产生了解决方案，不管是软件模块还是硬件产品，这些通用解决方案并不能完整解决客户的需求，依然需要做很多针对性的改造、定制和研发，才能成为具体客户直接上手使用的终端。

碎片化的含义之三，是项目的碎片化。

按照 2020 年财报，公司营收 635 亿，但年报披露的前五大客户销售额数据显示，第五大客户实现的销售额才 2.3 亿。

按这个数据考虑，一年下来，海康公司至少完成了好几百个项目，平均每天都有不止一个项目开工/完工。

实际上，几百万几千万的项目才是常见项目。

每一个项目都需要人员跟进，需要技术支持，这其实是一个劳动力密集型产业，只不过对劳动力的要

求略高一点罢了。

也正因为这样，海康威视全公司员工超过 4.2 万人，其中研发人员近半，达到 20597 人。

2020 年公司投入的研发费用近 64 亿元，达到了营业收入的 10%出头。

这也是老唐 2017 年 5 月 1 日《王者海康②》一文里，曾经提出过海康五大竞争优势的前两条：

优势一：业内最强研发能力；

优势二：对行业和本土市场的深度理解。

这些，都不是竞争对手短期内可以用巨量资本或高端人才填平的护城河。

这数以万计的研发人员，在日常帮助客户解决痛点的过程中，难免会有些解决方案，是公司暂时不准备发展的方向。

而研发出结果的相关人员可能有比较深入的思考，也有基于兴趣或成就感的动力，愿意继续开展研究。

如果解决方案可行、人靠谱、预计能产生成果和市场，但又不符合公司的主要发展方向，此时怎么办呢？

海康的创新业务就这么诞生了。

海康和相关技术团队按照六四开模式投入，放这些技术人员去探索。

海康以风险投资的身份参与其中——该方式的诞生，恐怕与中国最成功的风险投资家、海康二股东龚虹嘉有密切关系。

通过利益捆绑的金手铐，即给了员工创业的空间，避免了优秀员工的流失，也让海康的新业务探索和拓展活动，拥有了利益相关者的主观能动性和拼命精神。

自 2015 年推出《核心员工跟投创新业务管理办法》至今，已经产生了萤石网络、海康机器人、海康汽车技术、海康微影、海康存储、海康慧影、海康消防及海康安检等八大产业。

这些创新业务 2020 年合计实现营收 62 亿，同比增长 39%。相比 2015 年的 2.2 亿，是 5 年 28 倍，年化增长约 95%，让人惊叹——其中萤石网络已经启动分拆上市进程。

这也是一个个偶然的、碎片化的探索结果。可能将其定义为研发活动的“废物再利用”更合适一些，毕竟它们是基于主业相关技术研发时诞生的技术副产品，所展开的商业化。

这些空间会有多大，会延伸到哪些产业去，其实也没人能说清楚。

但只要有足够的人员做研发，公司有足够的研发投入，它们的产生和发展，也几乎是必然的

本文很偶然地从“碎片化”这个词展开，随性和朋友们分享了自己的一些看法，表达我对海康这家企业未来发展的看好。

但是请注意，请将对企业的看法和对股价的看法分开（我发现很多人分不清这个。你一说看好企业发展，他/她会在脑袋里直译为“看涨后市”），就目前海康的估值水平，我不打算买入

第947篇.　　2021.04.28 - 简单聊几句洋河一季报数据

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-04-28

洋河刚刚发布了 2020 年年报和 2021 年一季报。

2020 年营业收入 211 亿，归母净利 74.8 亿，这是早在 2 月 26 日预告过的数据。

之前已经谈过，今天还没来得及细看年报全文，单就营收和净利数据而言，没什么值得继续谈的。

一季报可以聊几句

我在今年 4 月 3 日给出的一季报预期是这样的：



预期营业利润 45 亿，实际 51.2 亿，高出 6.2 亿。这是从哪里高出来的呢？

我对比了一下 4 月 3 日预期数据和刚刚披露的报表实际数据，结果如下表：

科目	4 月 3 日预计	一季报实际	单项增加	累计增加
营业收入	100	105.2	+5.2	+5.2
营业成本	26	25.1	+0.9	+6.1
税金及附加	15	17.3	-2.3	+3.8
销售费用	6	6.6	-0.6	+3.2
管理费用	5	5.7（4.9+0.8）	-0.7	+2.5
投资收益	4	1.6	-2.4	+0.1
公允价值变动	-7	-0.9	+6.1	+6.2

总体来看，营收比预期的高出 5%，扣减成本、税金和销售管理费用后，多出 2.5 亿税前利润。

但投资理财收益比预期的少了 2.4 亿（原因暂时不明），结果两抵。

结果就是，截止到公允价值变动之前的科目总和，几乎无差异。

6.2 亿营业利润的差异，基本可以视为由于公允价值变动单项估算差造成的。

我估算的一季度公允价值变动是-7 亿，但实际结果是-0.9 亿。

这个得承认，公允价值变动确实难估，因为洋河的投资除了直接有市价可看的中银证券之外，还有其他投资对象。

而且一季报并没有披露明细，不太清楚是哪些投资对象公允价值上涨抵消了中银证券的市价下跌。

营业利润比预计高 6.2 亿，扣所得税后是 38.6 亿归母净利，比我预计的 34±2 亿的上限还高出 2.6 亿，应该值得起一句“超预期”

本周老唐无交易，2021 年内收益 7%，目前持股情况如下表：

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
腾讯控股	27%	66000±10%	＜33000	72500	50309	628.00	11.35%
洋河股份	23%	3850±10%	＜1925	4700	2622	174.00	-26.27%
古井贡B	6%	770±10%	＜385	900	451	107.32	-0.62%
分众传媒	5%	……	＜700	1980	1572	10.71	8.51%
贵州茅台	4%	24000±10%	＜12000	……	25652	2042.00	2.20%
海康威视	3%	5300±10%	＜2650	……	5968	63.88	31.68%
陕西煤业	2%	……	＜930	2000	1171	11.71	25.37%
恒生ETF	29%	现金替代品				1.512	5.66%
沪深300						5119.24	-1.77%
上证指数						3547.07	2.13%
2021/4/28			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8350	

今晚有事，就简单谈几句数据看法，不开留言了。咱们明晚聊

第948篇.　　2021.04.30 - 老唐实盘周记2021/04/30

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-04-30

前言：今天月底，明天大假，我把周记提前到今天下班前发出算了。

这样只等放假，大家就可以彻底放下心去玩，敞开肚皮去吃啦

本周交易

无

当前持仓

目前持仓腾讯 26%，洋河 25%，古井 B6%，分众 5%，茅台 4%，海康 2%，陕西煤业 2%，恒生 ETF29%。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	26%	66000±10%	<33000	72500	49825	623.00	10.46%
洋河股份	25%	3850±10%	<1925	4700	2901	192.50	-18.43%
古井贡B	6%	770±10%	<385	900	438	104.27	-3.44%
分众传媒	5%	……	<700	1980	1582	10.78	9.22%
贵州茅台	4%	24000±10%	<12000	……	25209	2006.78	0.44%
海康威视	2%	5300±10%	<2650	……	5866	62.78	29.42%
陕西煤业	2%	……	<930	2000	1125	11.25	20.45%
恒生ETF	29%	现金替代品				1.500	4.82%
沪深300						5123.49	-1.68%
上证指数						3446.86	-0.75%
2021/4/30			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8336	

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	27%	66000±10%	<33000	72500	50733	632.00	12.06%
洋河股份	23%	3850±10%	<1925	4700	2585	171.55	-27.31%
古井贡B	6%	770±10%	<385	900	452	107.30	-0.64%
分众传媒	5%	……	<700	1980	1477	10.06	1.93%
贵州茅台	5%	24000±10%	<12000	……	26492	2108.94	5.55%
海康威视	2%	5300±10%	<2650	……	5908	63.23	30.34%
陕西煤业	2%	……	<930	2000	1144	11.44	22.48%
恒生ETF	29%	现金替代品				1.512	5.66%
沪深300						5135.45	-1.46%
上证指数						3474.17	0.03%
2021/4/24			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8367	

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 9%（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%，9%（均不含新股中签收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 823。以 7.33 年折算，年化收益率约 33.3%。



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/4/30
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	5211.29	5123.49
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	17584.93	19167.5737

重要事项

1.茅台一季报。

本周茅台发布一季报。营收同比+11.7%，净利同比 6.6%。

各类网络媒体惊呼爆雷，这是对茅台了解太少造成的😬

可以这么说，在当下市场的供需情况下，茅台的业绩根本就不存在爆雷的可能。

公司已经说了 2021 年预计营收增长 10.5%。老唐更是 2020 年 10 月就已经给出过 2021 年净利润的预计：540±10 亿，同比增长 13%~20%区间。

预计偏差应该很小，没有媒体所谓“雷”的空间存在。

那么，一季度这种净利润同比增速＜营收增速的情况是怎么造成的呢？

很多投资者及研究人员说是今年一季度缴纳的消费税过多造成的。不能算错，半对吧，略浮于表面了。

事情确实是被消费税影响的，但今年一季度只是正常缴纳，并无多缴。真正原因是去年同期消费税不正常的低，造成的利润基数偏高。

背后的原因一戳就破：去年一季度防疫工作第一，茅台股份公司本部的灌装、包装工作受影响，导致一季度内交给销售公司的成品量偏少，产生的消费税偏低。税金及附加偏少，就使得去年一季度净利润基数偏高。

关于消费税，前年我在《老唐实盘周记 2019/10/12》里做过简单粗暴的科普，随时向书房发送“消费税”都可以提取。

这里解释消费税是如何造成“净利润增速＜营收增速”的。

消费税只在作为生产部门的股份公司，将商品酒移交给茅台销售公司的时候，征收一次。茅台销售公司对外销售时，不再征收。

因此，当期征收多少消费税，取决于股份公司当期包装了多少吨商品酒给销售公司。

——注意，不要和递延所得税混淆了。销售公司收下后没有卖出去的酒，在合并报表时，不确认相关利润及企业所得税，而是通过递延所得税资产科目记录。消费税不是企业所得税，不是这样处理的。

茅台利润表科目里的“税金及附加”，主要包含：消费税、城建税、教育费附加、地方教育费附加几个税种，还有点其他可以忽略的小渣渣。

消费税是销售公司对外售价（出厂价）的 12%+1 元/升——每升 1 元的季度总量不足两千万，可以忽略不计。

城建税、教育费附加、地方教育费附加的税率分别是 7%，3%和 2%，税基是增值税+消费税之和。

因为增值税是 13%，消费税是 12%，所以这三项总和=营业收入×（13%+12%）×12%=营业收入×3%。

于是，税金及附加一般应该是营业收入（指酒业收入，即利润表上的营业收入科目。不是包含财务公司收入的营业总收入科目）的 12%+3%=15%左右。

由于营收里还包含部分自营收入（自营部门超过出厂价的所得，不用缴纳消费税），所以大部分时候，其实是在 14%~15%之间。

可以看一下最近五年这个数据的变化表，立刻就会一目了然。

	2021年3月	2020年12月	2020年3月	2019年12月	2019年3月	2018年12月	2018年3月	2017年12月	2017年3月
营业收入	272.7	949.2	244.1	854.3	216.4	736.4	174.7	582.2	133.1
税金及附加	38.3	138.9	24.5	127.3	24.1	112.9	25.3	84.0	19.7
税金占比	14.0%	14.6%	10.0%	14.9%	11.1%	15.3%	14.5%	14.4%	14.8%

今年一季度 14%，是正常水平。

去年和前年一季度明显偏低，即去年和前年的第一季度，茅台股份公司本部交给销售公司的成品酒数量相对偏少——错前错后，安排在相邻季度灌装和包装了。

如果去年一季度也是 14%，那么去年一季度的税金及附加就会变成 244.1×14%=34.2 亿，税前利润就会少 34.2-24.5=9.7 亿，归母净利润就会变成 124 亿。

<计算过程：税前利润少 9.7 亿，从 184.8 变成 175.1；税后利润 175.1×75%=131.3 亿；按照去年一季报少数股东损益实际占比 5.5%计算，归母净利=124 亿>

这样，今年一季度的 139.5 亿净利润，就会变成同比增长 12.5%（139.5/124-1=12.5%）。一下子就正常了。

事情就这么简单。

茅台股价下跌，不是因为经营爆雷。经营根本就没有雷，不要说雷，连炮仗都没有一个

下跌，不过是因为估值高了、借故下跌。此时，假雷负责扮演「故」这个很有前途的角色

2.洋河年报及一季报

年报营收 211 亿，净利 74.8 亿，这是 2 月 26 日预告过的数据，没什么值得再谈的。

拟分红每股 3 元，还不错——今天刚收到打印的纸质年报，更详细的内容，等读完后再看有没有必要聊。

一季报的数据是新出炉的，可以说说。

关于一季报情况，我在 4 月 3 日给出的预期是这样的：



预期营业利润 45 亿，实际 51.2 亿，高出 6.2 亿。这是从哪里高出来的呢？我对比一下了预期数据和报表披露数据。

科目	4 月 3 日预计	一季报实际	单项增加	累计增加
营业收入	100	105.2	+5.2	+5.2
营业成本	26	25.1	+0.9	+6.1
税金及附加	15	17.3	-2.3	+3.8
销售费用	6	6.6	-0.6	+3.2
管理费用	5	5.7（4.9+0.8）	-0.7	+2.5
投资收益	4	1.6	-2.4	+0.1
公允价值变动	-7	-0.9	+6.1	+6.2

总体来看，营收比预期的高出 5%，扣减成本、税金和销售管理费用后，多创造出 2.5 亿税前利润。但投资理财收益比预期的少了 2.4 亿（原因暂时不详），结果两抵。

截止到公允价值变动之前的科目总和，几乎无差异。

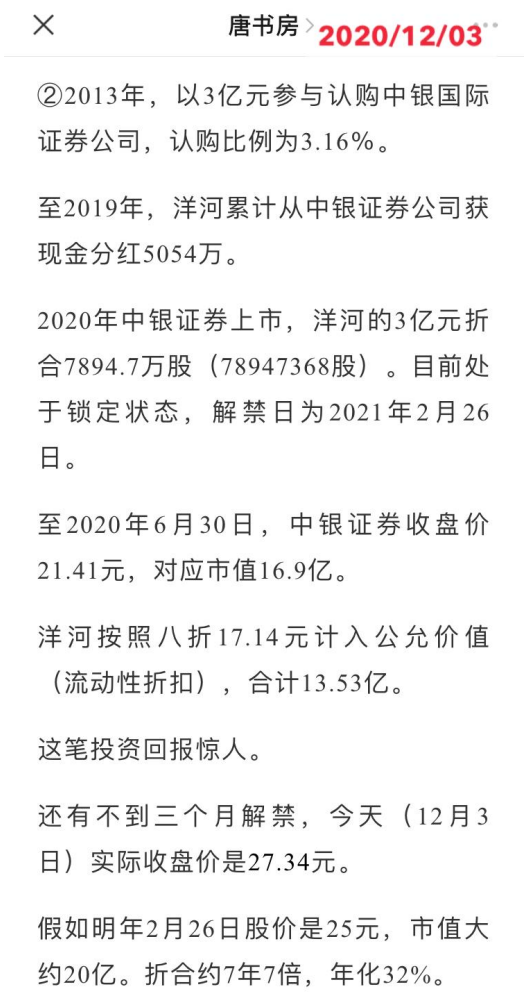
6.2 亿营业利润的差异，基本可以视为由于公允价值变动单项估算差造成的。

我估算的一季度公允价值变动是-7 亿，但实际结果是-0.9 亿。

这个差异是怎么来的呢？看过一季报里公允价值变动数据，就一目了然了。

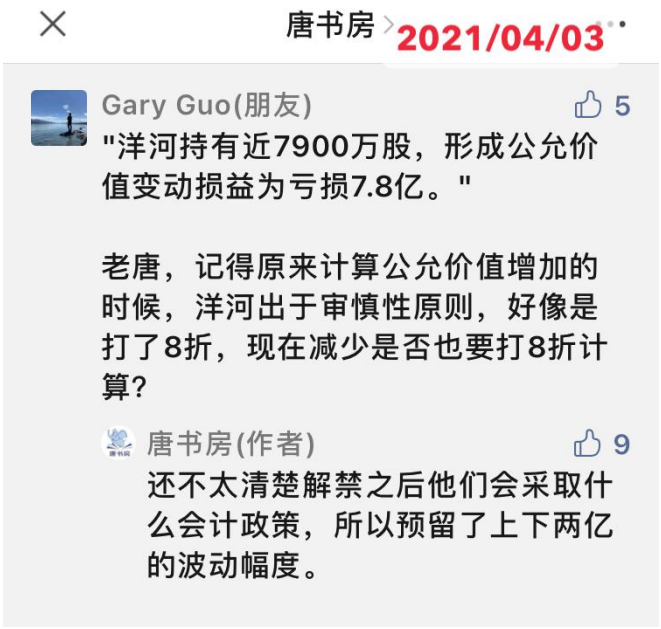
洋河持有中银证券 7894.7 万股，去年是禁售期，扣了 20%流动性折扣，按照八折计入账面资产。

这是我在去年 12 月 3 日的文章里说过的。



因此，去年底，中银证券股票的实际收盘价是 27.68 元，洋河按照 27.68×80%=22.14 元入账，共计记录公允价值 7894.7×22.14=17.48 亿。

由于解禁日是 2021 年 2 月 26 日，但公司自己又主动承诺会继续锁定一年。所以，今年一季报公司会采用什么会计政策处理，是否还需要打流动性折扣？我之前也不知道，于是我就给了 2 亿的范围。



一季报出来，公司选择按市价入账的（以后都是如此了），记录期末账面价值：7894.7×17.76 元=14.02 亿。

单位：元

证券品种	证券代码	证券简称	最初投资成本	会计计量模式	期初账面价值	本期公允价值变动损益	计入权益的累计公允价值变动	本期购买金额	本期出售金额	报告期损益	期末账面价值	会计核算科目	资金来源
境内外股票	601696	中银证券	300,000,000.00	公允价值计量	1,748,210,516.99	-346,105,261.31				-346,105,261.31	1,402,105,255.68	其他非流动金融资产	自有资金

因此，一季度末股价 17.76 元，相对于去年底收盘价，确实是每股下跌了 9.92 元（27.68-17.76=9.92），但公司账面记录的一季度每股公允价值变动是 22.14-17.76=4.38 元，合计亏损是：7894.7×4.38=3.46 亿。

同时，前九大信托投资创造了 0.71 亿的正收益，其他未披露的金额较小的股票及信托投资合计产生了 1.85 亿正收益。

结果就是 0.71+1.85-3.46=-0.9 亿。

这就是 6.1 亿公允价值变动收益估算差的来源。

营业利润比预计高 6.2 亿，扣所得税后是 38.6 亿归母净利，比我预计的 34±2 亿的上限还高出 2.6 亿。

周三晚上我给大家的推文里说：值得起一句“超预期”

再看一季度主业情况。

2020 年一季度是疫情封锁，今年一季度是就地过年。

考虑这约束条件后，回看近五年的一季度数据，今年扭头向上的复苏还是比较明显的，经营数据基本回到 2019 年一季度巅峰时刻了。

科目	2017Q1	2018Q1	2019Q1	2020Q1	2021Q1
营业收入	75.9	95.4	108.9	92.7	105.2
同比增长	10.9%	25.7%	14.2%	-14.9%	13.5%
归母净利	27.4	34.8	40.2	40	38.6
同比增长	11.7%	27.0%	15.5%	-0.5%	-3.5%
扣非净利	26.6	33.3	38.1	32	38.1
同比增长	10.0%	25.2%	14.4%	-16.0%	19.1%

3.陕西煤业年报及一季报发布。

年报数据是预告过的，实际数据比预告数据略好。

2020 年度营业收入 948.6 亿，同比增长约 29%；归属股份公司股东所有的净利润 148.8 亿，同比增长 29%，经营活动现金流净额 211 亿，同比增长 9%；每股拟分红 0.8 元。

2 月 25 日的业绩快报数据是营收 946.6 亿，归母净利 139.5 亿。实际数据比快报数据略高。

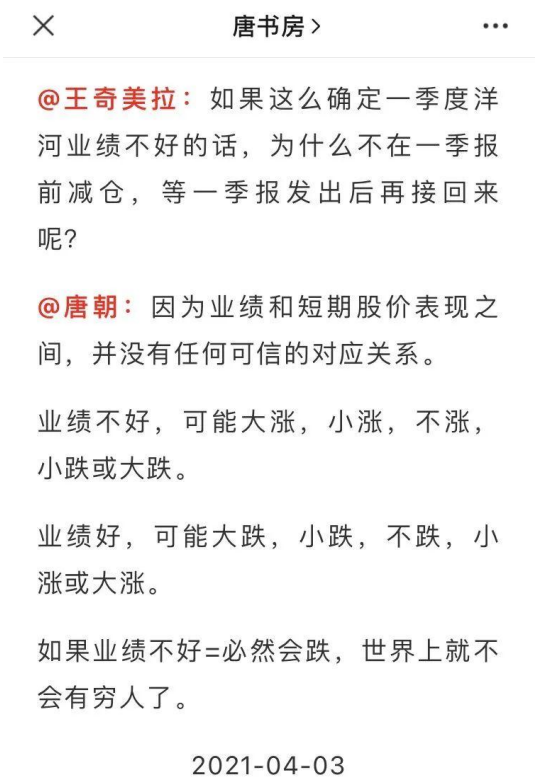
年报全文还没来得及看，看后若有新的内容，届时再做分享

2021 年第一季度营收 347.7 亿，同比增长约 87%；归属股份公司股东所有的净利润 33.7 亿，同比增长约 43%；经营活动现金流净额 46 亿，同比增长约 77%。

陕西煤业一季度业绩爆好，这是之前在书房说过的事儿，核心就是煤价涨了，其他也没什么特别值得谈的。



至于今日股价表现，如果和洋河一季报后股价表现搭配起来看，简直就是一堂精彩绝伦的实时在线教学课，课程内容如下：



似乎还可以补一句：如果业绩好=必然会涨，世界上就不会有穷人了😁

还是那句话：短期股价表现和业绩并没有一一对应关系。它只是市场先生的无厘头情绪体现，只可利用，不可预测。

4. 小道消息说腾讯将被处罚。

本周四有外媒报道，说我国反垄断部门将对腾讯处于约 100 亿人民币的罚款，主要针对其在音乐业务上的垄断行为。

腾讯可能还需要出售之前收购的酷我音乐和酷狗音乐。

反垄断法比较复杂，我懂的不多，无法评价这个处罚行为。

不过，若小道消息最终落实，对于腾讯而言，也就是一次性损失约三个星期的净利润而已，不是个什么大事。

5. 古井贡酒发布年报和一季报。

2020 年营收 103 亿，同比-1%；净利润 18.5 亿，同比-12%，扣非净利 17.7 亿，同比-6%。拟每股分 1.5 元现金。

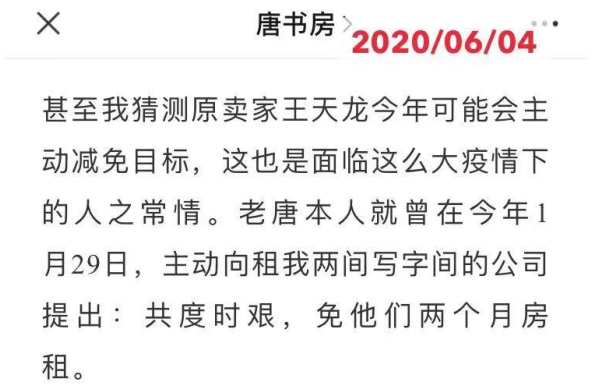
2020 年，古井不仅承受着其他白酒上市企业相同的压力，同时旗下黄鹤楼酒业还位于疫情中心，至少有半年时间基本停摆（营收腰斩有余）。

总体能做到这个成绩，算是不错了👍

双方关于黄鹤楼酒业经营情况的对赌协议，签订了补充协议。

补充协议内容可以用一句话概括：原条件不变，但 2020 年跳过不算。

这个也是预期中的事情。



同时，公司已经给出了 2021 年度的预算：2021 年计划实现营业收入 120.00 亿元，较上年增长 16.59%；2021 年计划实现利润总额 28.47 亿元，较上年增长 15.08%。

一直没搞懂，每年古井贡都会给个有零有整的预算和增长幅度，这不知道是怎么弄出来的？为什么要给个精准到小数点后两位的数字🤦

今年一季报数据，已经比较好看了。

一季报营收 41.3 亿，同比增长约 26%，归母净利 8.1 亿，同比增长约 28%，扣非净利 8 亿，同比增长约 26%，各项数据均创出历史新高。

即便跳过 2020 年一季度，直接和 2019 年一季度历史最高数据相比，营收和净利也是分别同比增长约 13%和约 3.5%，真是不错了。

尤其是考虑到按照古井 B 股价计算，目前整间公司才折合约 440 亿人民币。

按照公司计划的 2021 年利润总额 28.47 亿计算（假设能完成），折合归母净利约 21.35 亿，当前古井 B 股价对应市盈率不到 21 倍，依然挺便宜的，可惜没有港币，只能白看🤑

——为防止有些马大哈自行脑补，老唐狗尾续貂一句：我可没说古井贡 A 股便宜!!

即使按照今日古井贡 A 跌停后的股价折算，整间公司仍然估值约 1150 亿，市盈率超过 50 倍，一点儿都不便宜。

6.本月阅读。

本月事情多。

我们夫妻都在本月过生，然后又出了一趟远门，加上时逢年报季，一堆年报季报等着看，时间实在紧张。

〈谢谢书房里有那么多朋友记得老唐夫妇的生日，谢谢大家🙏。过去几天的文章下面，所有有关庆生的留言，我都没有给上墙，希望大家不会见怪😁🤝〉

所以本月仅读书四本，且基本都不值得推荐。



略好的是《松山战役笔记》，但也是一本细碎的、资料性质的战役史。

用作研究资料是宝贵的、甚至可以说是无价的。但对于不搞战史研究的人，单纯说阅读体验非常一般。

读它是因为消闲时刻刷过几次《我的团长我的团》，被这个故事勾引，想看看那场战争的真实情况，所以找出来了这套书。

这位作者的三件套我都买了。另外两本《腾冲之围》和《龙陵会战》还没读，但期望值已经不高。

其他三本都不值得推荐，算老唐肉身趟雷，你就别去了😁

7. 本周无读书笔记入选。

8. 伯克希尔股东大会。

明天晚上（准确的说是 5 月 2 日凌晨 1:30），有伯克希尔的股东大会。

这是全球投资者的盛宴，巴菲特和芒格两位加起来 188 岁的智者，又将展开一场长达四小时、火花四射的智慧分享。

富途证券作为本次伯克希尔股东大会的赞助商，免费提供全程中英文直播及解说，预约地址及相关收看方式可以看今天第二篇文章介绍。

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。

祝朋友们五一大假吃好玩好休息好

第949篇.　　2021.04.30－书中自有黄金屋，手中要有真钥匙---再读《巴芒演义》

鹭由器　唐书房　2021-04-30

以下文章来源于鹭由器 ，作者鹭由器

鹭由器 .闲暇定终身

《巴芒演义》出版后，老唐定期在公众号上鼓动大伙，认真的输出一篇读书笔记，也算是给自己一个学习的机会，并以加好友（或送书）外加署名转发文章作为激励，起初几个月，大家纷纷埋头苦读，每周有数篇入选。

读罢此书，我的第一感受是神仙多、故事多和细节多，为茶余饭后的闲侃提供了丰富的素材。借着读完之后的热乎劲，按照人物的顺序和每个人生平写了一篇不痛不痒的读书笔记巴菲特和他的朋友们----《巴芒演义》读书笔记，有幸入选。

文章发出去后，再也没有点开重读过，在我内心深处，这篇读书笔记是交易式的输出，清汤寡水，言之无物。此后数月，书被束之高阁。

老唐多次强调这本书被严重低估了，我选择同意，但我说不出为什么低估了；直到看了他的 2020 年总结，再次强调了严重低估，并黑纸白字的甩出了六个大问题，我顿时哑口无言，羞愧不已，敢情此前我把它读成了故事会。

寻找答案相比于发现问题毕竟要简单得多，这也成为了重读此书的动力。

带着问题去读，不仅仅是一次寻宝之旅，更是一次洗礼。出场的人物带着故事，故事中引出新的人物，相关或不相关的人物，全部与投资这条核心主线形成了连接，价投百年，变化的是主角，不变的对价值的坚守。

合上书本，尝试去思考答案，可脑海中清晰的浮现一幅神奇的画面，那些大师们化身为光着膀子埋着头的纤夫，紧紧的拽着手中的绳索，绳索的另一端则是满载着金银财宝的大商船缓缓的驶来，纤夫们整齐划一的喊着号子：瞅啥子嘛嘿哟，瞅地呀那么嘿哟。

书的结尾显得朴实，却真实的触手可及，书名带着演义，内容却相当严肃，价值投资的百年史娓娓道来，逻辑清晰数据翔实。这严肃的背后，可能潜藏着通往财富大门的钥匙，等着我们去寻找。

都说书中自有黄金屋，那出书立著的人岂不是都腰缠万贯了呢？如果事实不是这样，那读书和财富之间肯定隔着什么，黄金屋可能需要钥匙才能开启。在我看来，读书是时间换取信息和知识，不直接产生价值，思考才会，思考是劳动，产出就是那把钥匙。

巴芒二人堪称是行走的书架，读书之多令人惊叹，书中的知识和信息为思考提供了丰富的原材料，《穷查理宝典》中提到的多元思维模型，本质上就是维度更高更丰富的思考，能快速铸造钥匙开启财富之门。

《巴芒演义》展现了近百年各路神仙寻找钥匙的过程和结果，细心的读者则可以沿着那条清晰的小径找到属于自己的钥匙。

回到老唐给出的问题，我选了其中四个来回答。

关于低估和价值回归

Q：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？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？

A：20 世纪 20 年代，汽车工业的快速发展推动了美国经济繁荣，正如 19 世纪中叶铁路对美国经济的贡献一样，汽车工业成了美国经济的发动机。同时，低所得税政策使居民收入大大增加，电力的运用使生产效率大幅提升，新兴的信用卡支付手段使中产阶级一夜之间拥有了前所未有的购买力，享乐主义开始盛行。

《了不起的盖茨比》写于那个年代，用作者菲茨杰拉德的话来说，这是一个奇迹的时代，一个艺术的时代，一个挥金如土的时代，也是一个充满嘲讽的时代。

华尔街伴随着经济的繁荣而腾飞，在这一时期美国的 GDP 增长不到 50%，道琼斯指数上涨了 3 倍，当时的投资者只需支付 10%的保证金就可以购买股票，余额由经纪人支付，而投资者需要向经纪人支付 20%的利率，经纪人向银行支付 12%的利率，银行则从美联储以 5%的利率借出资金。在不断飙升的股市中，人们已经忘记了什么是风险。

一份周末的晚报对当时的的场景描述：

哦，我的宝贝，不要吵，奶奶又买了些股票，

爸爸也在牛市和熊市中把股票炒，

妈妈按照秘诀买了股票，不会亏钱，

宝贝，你很快就有漂亮的新鞋子了。

1929 年 9 月 3 日，道琼斯工业平均指数达到了 381.17 点，这个高度在此后 25 年之内没有被触摸到过。

10 月 29 日，道指一泻千里，单日跌幅高达 22%，股灾过后，接踵而至的是长达四年的大萧条。很难说股灾和大萧条两者之间有必然的因果关系，但其背后共同的原因是实体经济高歌猛进后必然的衰退和政府的错误政策。

1930 年，胡佛不顾 1000 多名经济学家的联名反对，将农产品和工业品的关税同时大幅提高，导致其他国家报复性的提高对美产品征收的关税，导致 1932 年美国出口贸易总额仅为 1929 年的 31%。

1932 年，胡佛政府推动议会通过了提高税率的法案，而且幅度之大在美国历史上空前绝后。

此外，美联储继续维持着反通货膨胀和经济紧缩的政策，利率定在远高于当时新的经济条件所要求的利率水平之上，在股灾之后的几年，货币供应量下降了 1/3，9800 家银行倒闭。

1932 年 6 月 8 日，道指下降到 41.22 点，与 1929 年的高点相比，跌幅达 89.19%，略高于该指数 1896 年诞生时的 40.94 点。

以我大 A 股做类比，相当于在 2007 年 10 月 16 日 6124.04 的高点，暴跌到 622 点，而自 2007 年以来的最低点是 1664.93。作为经历过 A 股大起大落的人，实在难以想象其惨烈程度。

股市如此，实体经济也不可能好到哪里去。当时失业率超过 25%，GDP 仅为 1929 年峰值的 50%。

当时也出现了一件诡异的事情：短期国债的利率变成了负值。短期国债一般折价发行，到期以面值赎回，持有现金的人对未来极度缺乏安全感，将钱投在他们认为最有保障的国债上，进而推高了其发行价，导致利率为负。

一边是认为“安全有保障”负利率的国债市场，一边是惨遭唾弃投机盛行的股票市场。

1934 年，美国颁布《证券交易法》，同年依据该法成立了美国证监会；1940 年，美国颁布《投资公司法》和《投资顾问法》。至此，美国资本市场在自我演进超过百年之后第一次出现了证券发行、交易和投资基金的法律，也第一次成立了监管机构，这一系列制度建设形成了现代金融体系监管的基本框架。

在 1934 年之前，立法和监管的缺席，没有明确的监管来约束上市公司披露财报以及披露的内容，投资于股票市场是公认的投机行为。

但是，没有要求披露并不代表完全不披露或者获取不到信息，总会有人通过各种渠道去窥探上市公司的财务状况。

债券统计员出生的格雷厄姆就是这样一个翻石头找螃蟹的人。1932 年，他撰文指出纽交所上市的 600 家工业公司里，有超过 200 家公司的市值低于净营运资产（净营运资产=总资产-总负债-无形资产-商誉-固定资产），有超过 50 家公司市值低于净现金。

两年后，格雷厄姆和助手多德合著的传世经典之作《证券分析》面世，以严密的逻辑和实例，向世人展示了股票不是击鼓传花的游戏，而是可验证可重复的科学。

《证券分析》对股票投资有如下阐述。

股票的属性：代表企业资产和业务的部分所有权凭证，其价值应由企业本身的内在价值决定。

市场的属性：波动是市场先生的常态，市场的情绪只能利用不能跟随。

企业内在价值：和企业的资产、收益、股息及前景息息相关，很难被精确计算，但无需精确计算。

安全边际：最坏的情况下（比如企业清算）企业内在价值高于投资者本金的差额。

格雷厄姆对安全边际的设定，是以假设企业破产清算后的所得作为兜底，购买那些市值低于有形资产净值 2/3，甚至低于净营运资产 2/3 的企业，期待企业价值回归或推动其实现价值。这也就是烟蒂股投资的核心。

一种投资模式的诞生，总是在现实中反复锤炼、验证、完善才得以最终成型，这与当下的环境有不可分割的关联。

市场环境：

- 股灾加上大萧条的双杀，市场的流动性锐减，股票的价格一落千丈；
- 杠杆因素触发的“反身性”，导致股票出现愚蠢的价格；

政策环境：

- 缺乏有效的立法和监管，难以便利和低成本的获取企业的财务和经营状况；
- 监管机构和立法完善后，在相当长的一段时间内，通过财务分析驱动投资依旧小众；
- 价格无法向价值靠拢，可以通过大量购买至控股，进而推动价值的实现；

社会环境：

- 广泛存在的宗教信仰，对企业的经营者具备一定的道德约束，虽然投机之风盛行，但投机与作假完全是两码事；
- 股票亏损带来的阴影挥之不去，对股票心存恐惧。

多种环境的因素相叠加，使得通过一定的数据收集和分析便可以在市场上轻而易举的找到符合要求的

投资标的，剩下的，便是等待价值回归或推动其实现价值回归。

格雷厄姆建议投资者进行分散投资，持仓至少超过 30 只股票以上。每年将上涨的股票卖出，再寻找符合要求的股票。

本质上来讲，这种策略是以企业财务数据为基础（找到还能吸上几口的烟蒂），以同样的标准建立一揽子股票池（不用太在意品牌和成色），等待其价格向价值靠拢（使劲的抽上那么几口），接下来，不停的去寻找新的目标。

这样的投资逻辑，我的理解是一种轮动式的套利思维，和债券的套利有异曲同工之处（别忘了，格雷厄姆是是债券统计员出生）。区别在于，债券的套利空间是可以被明确计算的，而股票的价格明确但内在价值无法精确计算，再加上市场情绪的因素，每只股票在何时能价值回归同样难以预测，正因为如此，分散投资是非常有必要的。

此外，他的弟子斯洛特在发现潜在标的后，会问自己 18 个问题（书中 P58），涉及资产情况、历史股价、收益情况、对手情况、分红股息等方面，这些问题均不涉及未来经营和发展，仅对未来上涨的空间和下跌的风险进行预估。因此，分散投资是必然的。

格雷厄姆建议分散投资 30 只股票以上，斯洛特少则 60，70 只，多则 100 多只，已经有如此明显的下跌保护了，为什么依然要如此分散呢？

这可能跟格雷厄姆和斯洛特两人对风险的态度有直接的关系。格雷厄姆曾说，作为一个成功的投资者应遵循两个投资原则：一是不要亏损，二是不要忘记第一原则，斯洛特买股票的核心考虑就是不亏钱。有明显的下跌保护不够，还要通过分散给投资再加上一层保护。

如果说我们按照烟蒂股投资的选股标准进行集中投资，其实是对这种投资体系的误解，存在如下几方面的风险：

- 虽说安全边际是价格小于价值，存在明显的套利空间，但对于个股而言，未来无法确定是价格向价值靠拢还是价值向价格靠拢；
- 整体市场环境和情绪无法预估，极端情况的出现会造成毁灭性的打击。

资金性质对投资的重要意义

Q：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？

A：当美国还没从经济大萧条的陷阱中爬出来的时候，二战爆发了，期间，美国经济几乎变成了集中的计划经济，为战时服务，与此同时，美国公司盈利居然从 1939 年的 64 亿美元激增到 1942 年的 209 亿美元。绝大多数经济学家预言，随着战争刺激因素的结束，经济将面临一场新的萧条。

而实际结果恰恰相反。居民在战时积累的储蓄和被压抑的需求在战后爆发，直接推动了美国的经济大繁荣。

1954 年，华尔街再次迎来了长达十年的大牛市，1966 年道指触摸到了 1000 点的高位，1968 年日交易量刷新了 1929 年创下了保持了近 40 年之久的记录。

1969 年，巴菲特选择清盘基金转而设立股份公司，我认为包括外因和内因。

外因如下几方面：

- 资金的长久性无法保障：合伙基金的资金来源于不同投资人的资金而组成，无法强制要求投资人长期不撤资，资金无法按照自己的意愿来掌控；
- 投资注意力容易分散：投资人投入资金的目的是获取收益，越多越好，并不是所有投资人都能跟巴菲特站在一个战壕里坚持价值信仰，来自于投资人的比较、质疑、退出等因素势必会影响巴菲特对投资的专注（想想电影《大空头》中的基金经历迈克尔·伯利吧，几乎要被质疑声推到了崩溃边缘）；
- 当下市场对基金不利：在十年牛市的尾部，在亢奋的市场情绪下很难找到合适的标的去承载合作基金账户上大量的现金，此外，在当时的环境下，基金行业的信誉备受质疑。

至于内因，则是新的投资理念已在他的内心生长。

自然从不飞跃，转变从来都不是在一瞬间发生的。对巴菲特这种转变起决定性作用的，是芒格在持续10年的推动下对价值的重新认知。

一边是在烟蒂股邓普斯特公司的价值变现过程中遭遇的仇视，以及伯克希尔收购案例中的深陷泥潭，一边是芒格基金和巴菲特持续8年的业绩对比（前者年化收益率高5.4%），使得巴菲特逐步认识到，烟蒂投资始终不是一种理想的模式，与其耗费时间精力购买廉价公司期待转机，不如以理性的价格买入优质企业。

而且，当时的市场很难找到符合烟蒂标准的股票了，施洛特也曾说，1960年起，低于净营运资产的股票没有了，慢慢转向寻找股价等于净资产的股票。

以等于净资产买入烟蒂股，还是高于净资产买入优质企业，在芒格的推动下，巴菲特心中的天平慢慢的开始向后者倾斜。

外因加内因的驱动，推动巴菲特舍弃基金和分账，转而投向股份公司的怀抱，保证了资金的永久性，只需将注意力放在如何投资以及企业经营状态即可。

思路转换后，世界也会变得开阔。优质企业通常具备某种或某些独特的属性来获得客户的青睐，随着经济的发展，技术的进步，社会分工的细化，优质企业会如雨后春笋一样不停的从地里冒出来。投资于优秀的企业，一方面可以承载巴菲特的巨量资金，另一方面，以理性的价格买入，依据的是对生意本质的认知，买入决策的难度大，但投资可以更集中，获得的收益更加肥美。

巴菲特1969年清盘基金改为股份公司，斯洛特的基金2002年清盘，两人交叉的34年间，巴菲特获得了年化22.8%的收益（仅一年收益为负），斯洛特（六年收益为负）。

在收益之外，巴菲特管理资金与斯洛特完全不在一个量级，2002年底伯克希尔的净资产规模为671亿美元，而斯洛特刻意控制基金规模至清盘时仅为1.3亿美元，在“额”和“率”方面都是完胜。

不得不说，巴菲特的在投资思路和投资模式（基金or股份公司）的转换实在是漂亮至极，作为推动实现这种“由猿到人”转换的核心人物芒格，巴菲特给予了极高评价丝毫不为过。

与格雷厄姆和斯洛特相比，巴菲特基于自己对商业的认知，走上了价值投资的新征程。他们都用数十年的时间，向世人证明了，价值投资的路不止一条，适合自己的才是最好的那一条。

格雷厄姆、斯洛特和乔尔的低估分散投资是以企业清算价值为基础，拿着放大镜去看企业的经营数据，

不需要过多关注生意的本质，符合低估条件就放放到碗里来，赔率和仓位比例不重要，简单易学，老少咸宜。

格雷厄姆甚至在晚年的时候否定了让他扬名立万的著作《证券分析》，认为投资者根本不需要掌握太多的商业知识和财务分析知识，按照固定的公式买入卖出，即可获得不错的收益，但无法收获成长型企业或优质企业继续上涨带来的增量收益。

在实际处理上，格雷厄姆和斯洛特也存在区别，前者认为要股债平衡，而后者全部持有股票。私以为，以格雷厄姆的理论高度和实操经验，全股票的策略是绝对没问题的，但股债平衡的策略可以平滑收益曲线，避免市值的大幅波动，可以更容易的被大众所接受，而关起门来赚钱的斯洛特，则完全无需考虑这些。

而巴菲特的投资策略是以企业基本面为基础，拿着望远镜去评估优质企业未来是否会更加优秀，把重点放在企业的竞争优势、商业模式和经营上。财务分析是基本，商业价值是核心，通过对企业进行全面的分析后，以理性的价格下注，分享企业成长的果实。

但这种方式，自然也对学习其策略的投资者提出了更高的要求，需要投资者以更高更广的视角去审视企业的业务、管理和行业前景（这也是公司的经营者所思考的问题，因此我一直认为，对于普通投资者而言，有公司经营经历的人会更加有优势），来提升分析的准确性和降低决策的难度，进而将资金集中且长期的配置在对应的股票上。

以巴菲特和芒格为代表的两种价值投资方式，没有孰高孰低孰优孰劣之分，而且两种方式对市场的认识是一致的：**长期而言市场是向上的，是我们该追随的，短期而言市场波动是无序的，只能在极度悲观和乐观时利用**。

关于机会

Q：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？

A：手边刚好有一本凯瑟琳.格雷厄姆的自传《我的一生略小于美国现代史》，从后视镜中看看华盛顿邮报当时的情况，分析下巴菲特的买入和决策过程吧。

1971 年，公然违背政府的意愿，报道五角大楼的越战文件，最终最高法院判决并未危及国家安全，使得《华盛顿邮报》影响力大增，但却与执政党及总统尼克松之间关系明显恶化，已然存在的细小摩擦演变成了巨大仇恨。

1972 年，尼克松及其掌控的联邦通信委员会在华盛顿邮报下属的两家电视台即将续签许可证的时机，安排对手发起许可证的争夺，最初两周股价腰斩，由 38 美元跌至 16、17 美元，两年半的许可证争夺公司支付了 100 多万美金的诉讼费。

1973 年，因对水门事件的持续报道，华盛顿邮报有五人收到民事传票，最终传票撤销，但公司花费了巨大的经历和财力，据水门事件关键线人“深喉”透露，这些传票是尼克松对《华盛顿邮报》大发雷霆的结果，他将用竞选时留下的 500 万美元“挫挫华盛顿邮报的锐气”。

同年，工会和工人麻烦不断（邮报有 19 家工会），最先发难的是排字工人，消极怠工不服从管理，华

盛顿邮报与工人及工会之间的矛盾日益突出，谈判进展不顺进一步导致罢工，广告商人的离开和工会的纠缠，公司的利润率降至 15%以下，而其他报业公司通常为 20%，甚至更高。

罢工的当天，巴菲特也在现场，计划参加次日的董事会。

1974 年，因水门事件真相水落石出，尼克松遭弹劾选择辞职，《华盛顿邮报》因此而赢得新闻界最高奖---普利策奖，并一跃成为全国乃至全世界瞩目的焦点。

工会的谈判也在当年有了进展，与排字工人达成和解，向工会支付 250 万美金外加 700 名工人终生工作的代价，换取结束“重制“管理，以及排字间逐步实现自动化。

1975 年，印刷工人发起突袭，破坏印刷机器和原材料，罢工演变成骚乱和流血事件，致使邮报当日停止出版。罢工初期，预估每天损失广告费 30 万美元，广告商选择转投竞争对手《星报》。

罢工发生后，巴菲特定期飞到华盛顿邮报，支持凯瑟琳共度难关。次年 2 月，多个工会的工人开始接受新的合同，其他工会的谈判也逐渐明朗。

接下来看看巴菲特买入的过程。

1973 年，分别以 27 美元、23 美元、20.75 美元和（约）23.9 美元买入华盛顿邮报 1.85 万股、4 万股、18.1 万股和 22.7 万股，买入均价 22.75 美元，持股比例 10%。

同时，为加强双方的信任关系，巴菲特写下保证，没有凯瑟琳的允许不再买入华盛顿邮报，至此，巴菲特建仓完毕。

但是，华盛顿邮报在持续的政府打压和工会罢工的内忧外患下发展并不顺利，市值跌到 8000 万美元，为巴菲特给其 4 亿估值的 20%，相比起买入成本，下跌了约 30%。

基于当时的背景，华盛顿邮报的股价低到傻瓜都能看出来的便宜吗？我相信绝大部分的人都会选择站队萨缪尔森，华盛顿邮报未必能扛得住政治风险和经营风险的双重打击，认为股价已经反映了它的实际价值。

但，巴菲特对此持有相反的意见，由于无法查到当年的数据和信息，我来 YY 下他老人家当时的考虑吧。

政治风险：

- 水门事件的逐步深入，是否会遭遇执政党的打压而导致邮报业务一蹶不振？

1972 年，一篇关于当地著名慈善机构儿童城的专题调查报道让巴菲特的《奥马哈太阳报》获得普利策奖，有意思的是，巴菲特发现这家慈善机构存在财务造假，向编辑们提供了信息并参与了后续的跟踪和报道。

从个人价值观方面来看，巴菲特对报业进行客观真实的新闻报道是明显的持鼓励态度的；从收益的角度来看，报纸的收益主要来源于广告，广告商之所以选择则来源于报纸的发行量，发行量跟报纸的名声和内容的质量息息相关，名声和内容被报纸的价值观左右。在信息获取渠道有限的那个年代，即便是一家市区里唯一存在三流的报纸也能取得不错的广告收益，而高质量的报纸具有更高的渗透率，以及更低的边际成本和资金投入，更容易提价来抵消通胀的影响。

华盛顿邮报已经通过五角大楼泄密案向社会表明了其价值取向，也向同行展现其专业性，在当地的发行量也远超对手《华盛顿星报》，这两点均与巴菲特的要求相符。

或许在他看来，水门事件的深入调查，只不过是邮报呈现其价值和专业的另外一个案例，而遭受政府

的打压，反过来想，可能会进一步激发新闻人去挖掘更多有价值的新闻。

- 电视台许可证的续签风险，是否会导致邮报失去部分电视台的业务？

按照凯瑟琳自传中的描述，这两家电视台在佛罗里达州开展业务，完全符合联邦通信委员会的要求，且在当地颇受欢迎，实在想不出来政府会以何种理由不同意许可证的续签。

芒格是律师出生，背后有顶尖的律师团队和人脉资源，在这个问题上，两个应该在法律方面评估过期风险，并在估值中有所考虑。

经营风险：

- 被工会拖入泥潭，客户丢失，邮报的业务是否还能回到正轨？

当时《华盛顿邮报》还只是一家地方性报纸，最大的竞争对手是《华盛顿星报》，在于邮报多年的竞争中，星报已经明显的位居次席，而且自 1970 年 10 月开始，每个月都处于入不敷出的状态。

1973 年的罢工暴露了邮报自身的管理问题，影响了公司的利润率，虽有广告商离开转投竞争对手，但邮报的竞争力和地位却并未受到明显的影响。

首先，工会问题是两家报纸共同的难题，双方的高层为此一起与工会领袖协商解决方案。虽然邮报的工会和工人的表现更加激烈和极端，导致邮报的收入减少，成本和费用增加，并未对邮报产生毁灭性的打击。

其次，广告客户的丢失只是暂时的，离开了还会回来，左右客户选择的，关键因素还是报纸的质量和发行量。罢工期间，星报做了一份调查，结果显示大部分邮报的读者认为报纸没有丝毫的改变，而察觉到变化的读者，反而觉得邮报变得更加出色了。

在巴菲特买入邮报股票的次年，星报易主德州大富豪，但颓势不改，1975 年 10 月实现了五年来首次正收益，而这个月正是邮报工会暴乱星报反扑最猛烈的时候，但这并非常态。1981 年，《华盛顿星报》关闭了。

但这些马后炮的“分析”并不能让巴菲特喊出“任何傻瓜都看得出来华盛顿邮报的股价太低了”，关键时刻还得按计算器。

巴菲特在 1984 年的《格雷厄姆与多德部落的超级投资者》中提到：1973 年，华盛顿邮报公司总市值，那时任何一天你都可以将其资产卖个十位买家中的任何一位，而且价格不会低于 4 亿美金，甚至还会更高。《穷查理宝典》也提到了这笔交易：我们购买这家报纸的时候，其股票价格大概是其价值的 20%。

巴菲特买入在市值 1.1 亿的位置，所以，当时巴芒二人给华盛顿邮报的估值是 4-5 亿。那这个估值是怎么来的呢？

罗伯特.哈格斯朗特《巴菲特之道》给出了部分数据，1973 年净利润为 1330 万美元，折扣摊销 370 万美元，资本支出 660 万美元，长期国债利率为 6.81%。

通过自由现金流折现的方式计算（个人估算，金额单位为万美元）：

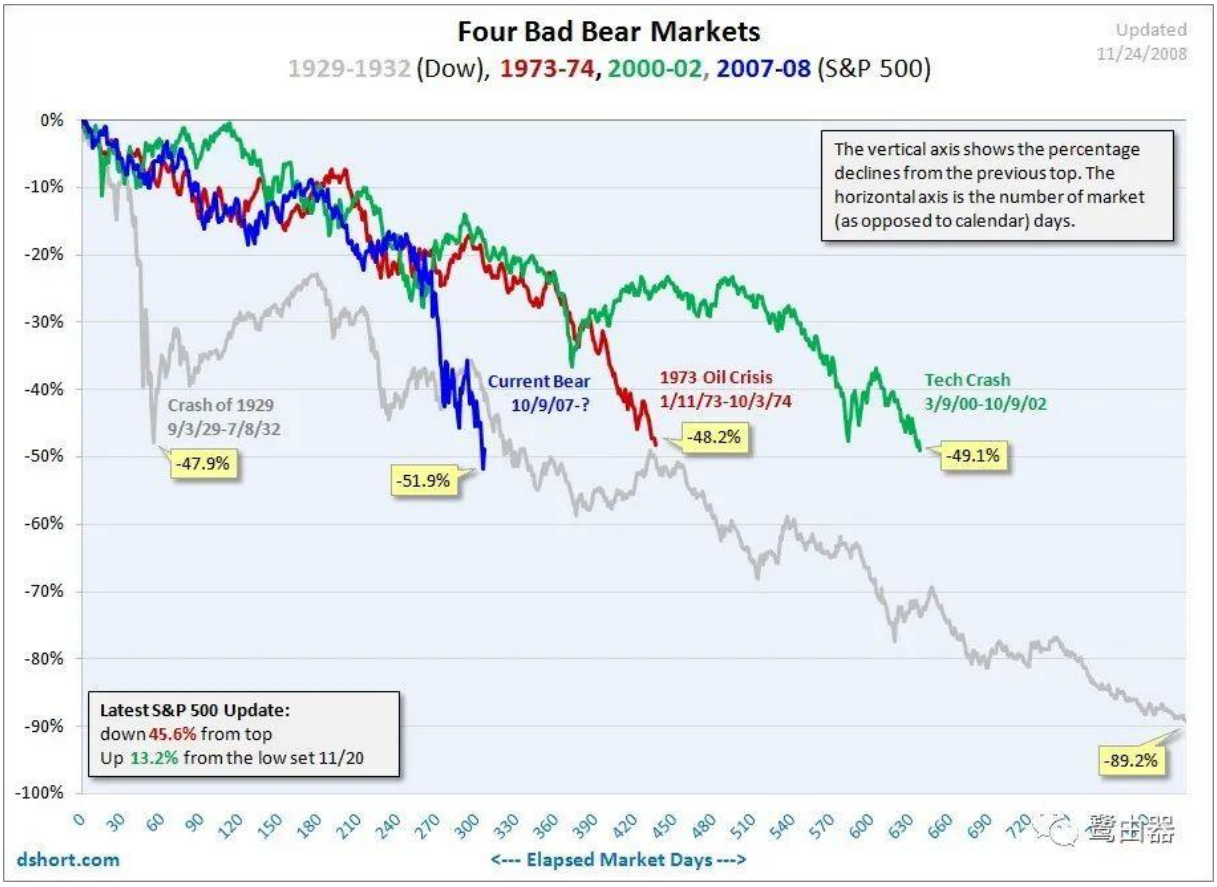
	第一阶段增长率	20.0%	
	第二阶段增长率	2%	
	第一阶段年数	5	
	折现率	6.81%	
		净利润（亿）	折现值（亿）
	1973年	1040	1040
	1974年	1248	1168
	1975年	1498	1313
	1976年	1797	1475
	1977年	2157	1657
	1978年	2588	1862
	永续		39476
			48951

给予第一阶段 20%的增长率主要有两方面原因：

- 邮报当时的税前利润率为 10%，比历史最高的 15%低很多，主要原因在于工会工人的支出过高，这个问题在公司上市时，凯瑟琳向华尔街表态要想办法解决；
- 公司在华盛顿地区的竞争优势以及辐射全国的潜力，具备提价的能力。

不可否认的是，这样的计算方式存在较强的主观性，任何一个参数的调整都会带来非常大的偏差，而巴菲特基于自己的计算，提前预留了足够的安全边界。

换个角度来看，一家净利润 1330 万，市值 8000 万，PE 只有 6，这样的报业小茅台，是不是确实低估了呢。



市场先生如此给力，不得不提当时的市场环境，73-74 年的石油危机，标普 500 下跌 48.2%，跟 1932 年的股灾有的一拼。

即使在巴菲特买入后暴跌了 30%，但华盛顿邮报依然是他们非常梦幻的一笔投资，1994 年的时候，这笔投资带来了 50 倍的收益，2013 年贝索斯收购邮报的报纸和报社业务，40 年间，不计红利获利超过 110 倍的增值。

历史不会重演但总是惊人的相似，华盛顿邮报的案例让我想起了同属传媒行业的分众传媒。

2020 年初因新冠导致的全国大范围出行受限和商业场所关停，对分众的打击是显而易见的，Q1 营收和利润纷纷暴跌，瑞幸咖啡造假致使分众受牵连，将分众的股价拖到了 3.81 元的低点；紧接着，央视《正点财经》对分众提出质疑，深交所发问询函等等，多少人此时信心开始动摇，下调估值并寻找原因。

当历史的车轮循着同样的节奏滚滚向前的时候，那些坚定的价值发现者们才会抓住这难得的机遇，享受未来属于他们的戴维斯双击。

好企业永远不卖 vs 高估卖出

Q：这个话题也是当下正在发生的争论。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。

A：可口可乐，是巴菲特口中的好股票，也是曾经说过永远不卖的股票之一，自 1988 年首次买入以来，持有超过 32 年。

1988 年，巴菲特首次买入可口可乐，静态市盈率约为 17 倍；

至 1993 年，巴菲特多次买入，加上期间几次转股，最终巴菲特持股数量为 1 亿，总投入 12.99 亿美元。

1998 年，美股一路上涨，可口可乐股价冲到 88.9 美元的高位，对应 1997 年 41.3 亿美元的净利润，静态市盈率为 53 倍，以当时 24.7 亿股的总股本算，市值为 2196 亿美元。

从 1988 年到 1998 年，可口可乐市盈率增长了 3 倍多，净利润年复合增长率为 14.7%，增长接近 4 倍，最高时市值为 178 亿美元，增值 12.6 倍。

如果故事在这里结束，可口可乐会是巴菲特另一个非常经典的投资案例：如何十年获得十倍以上的收益。

成功的案例激励我们学习和模仿，失败的案例引导我们反思避免犯错，可口可乐的集两者于一身。

巴菲特持有的可口可乐且一股未卖，时至今日，静态市盈率为 28 倍，市值约为 200 亿，22 年的收益为市值的小幅增长和每年的股票分红。这期间，道指从 9181 点上涨到近 32000 点，涨幅 248%。

巴菲特后续也进行了反省：我当时到底在想什么，我自己也觉得非常奇怪，你们可以责备我，因为我没有在 50 倍市盈率时卖掉它。

大师们在股票买入给出了清晰的建议，足够的安全边际或者价格合适的好企业，而在卖出的表述上却比较含糊（格雷厄姆除外）。

格雷厄姆曾说：买入的股票中的任何一只个股上涨 50%后卖出，换入新的可选对象或国债。

斯洛特曾说：买入后在上涨过程中分批卖出，坦然面对卖出后继续大涨的情况。

费雪曾说：如果买入了一个正确的企业，卖出就变得不那么重要了。

巴菲特曾说：以理性的价格买入企业，而……这些股票我打死也不卖。

从打死也不卖到应该高 PE 卖掉，巴菲特已经给出了答案。

于价值投资者而言，买入需有安全垫，卖出要有降落伞，长期持有是结果而非目的，设定合理的阈值，尽可能的享受盈利增长和估值增长的双份收益。

欲知如何实战，参见唐朝《价值投资者实战手册》。

文本消息 2021-05-01 20:21:00

捞起巴神最新致股东信及老唐解读。等伯克希尔股东大会直播的朋友，可以用来热身，顺带打发时间[奸笑]

巴神 2020 年度致股东信精要及老唐解读（上）

巴神 2020 年度致股东信精要及老唐解读（中）

巴神 2020 年度致股东信精要及老唐解读（下）″

第950篇. 2021.05.03 - 2021年伯克希尔股东大会几个值得关注的点

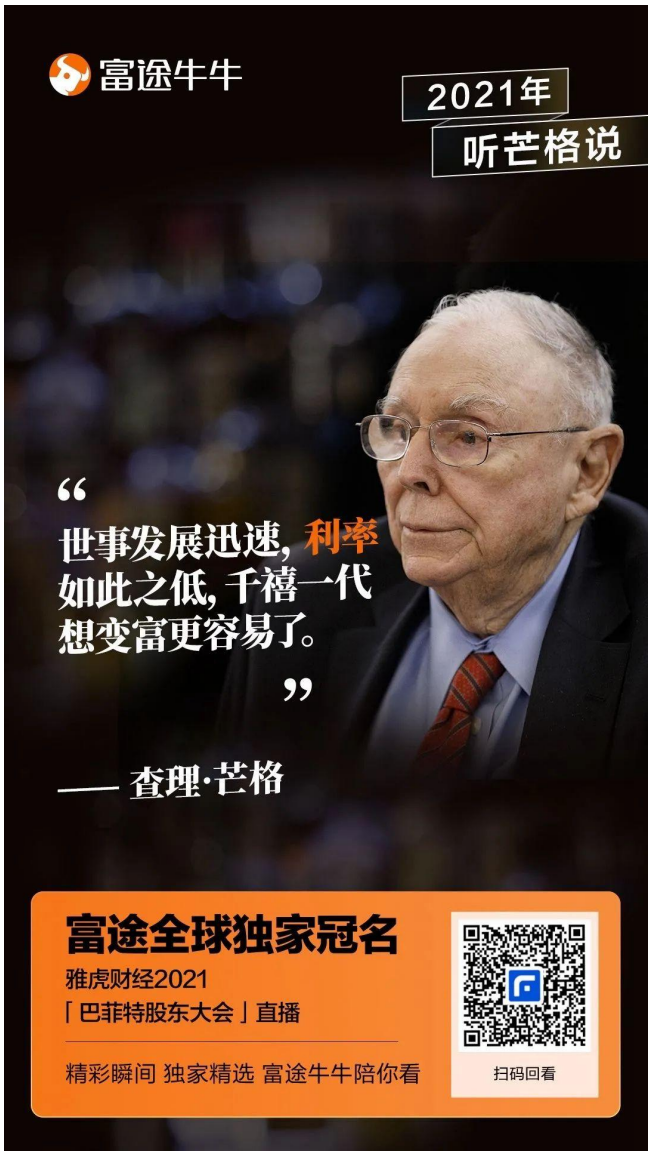
原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2021-05-03

书房的朋友们，五一大假玩的可好，今天是不是还在景区里？

白天好好玩，这晚上休闲的时间，我们来聊聊本届伯克希尔股东大会股神问答

作为全球投资者盛宴，股神一年一度脱口秀，做投资的朋友是绝对不能错过的。

已经错过直播的朋友，可以识别下面的二维码，观看回放。



<操作遇到问题，可以咨询客服微信：19928877608 或 19928877795（加客服微信时，请备注“唐书房读者”）>

言归正传，聊聊本次脱口秀里老唐个人关注到的几个点。

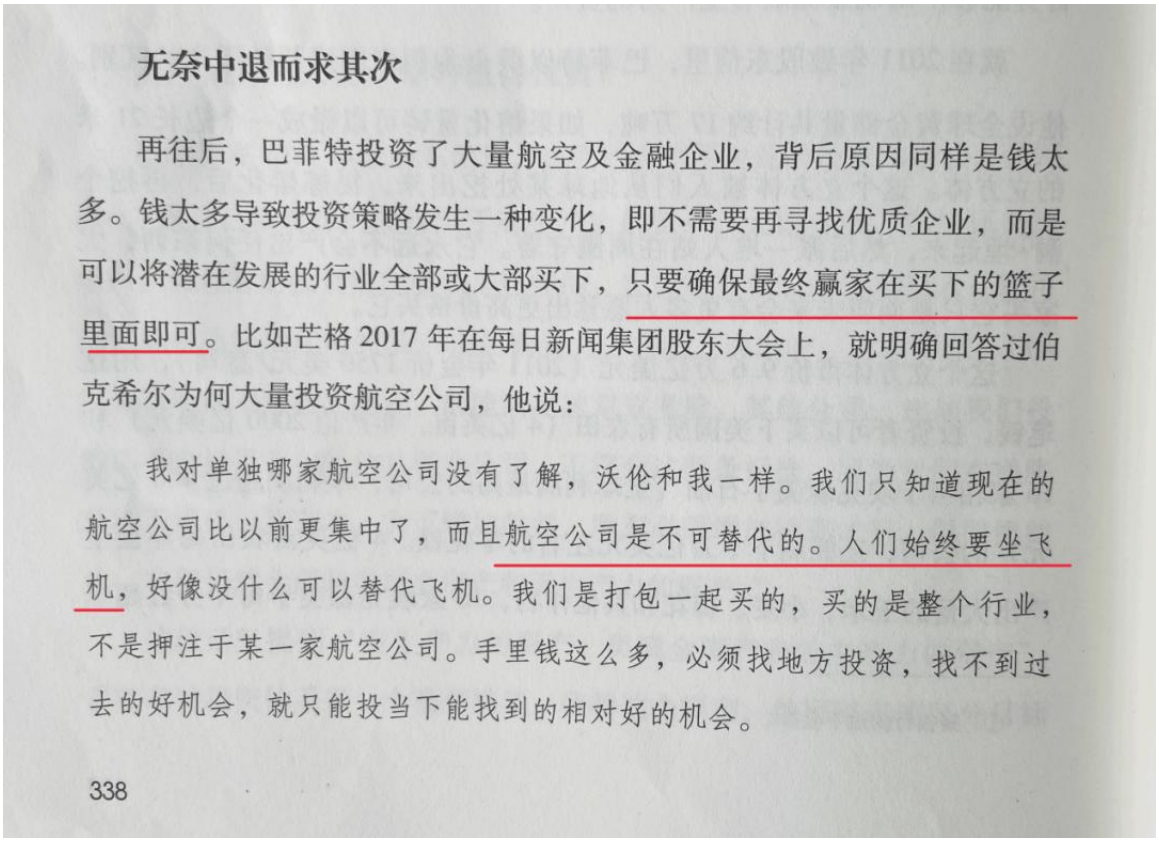
巴神数十年如一日的演示和讲授这套投资秘籍，其变化和拓展是相当细微的。大部分问题，在问题提出时，我基本能预测出巴神的答案。

所以，实际上，本届问答环节对我而言，值得关注的内容不算多。

加上网上已经铺天盖地地涌现了各种解读，没啥新意的东西老唐就不浪费大家的时间了，本文只简单聊几条已有解读文章没怎么谈到的要点。

第一，割肉航空股背后隐藏的企业预测难题。

朋友们还记得老唐在《巴芒演义》里，谈过的巴菲特和芒格投资航空股的原因吗？



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。

338

由于手头资金太多，巴菲特和芒格对于某些有发展潜力的行业，采取将全部或大部买下的措施，“只要确保最终赢家在买下的篮子里面”即可。

芒格亲口说过（仅仅在三年前）：“航空公司是不可替代的，人们始终要坐飞机”。

然而，2020年的新冠疫情，带来的重重一击是：航空业，全行业都是输家，没有赢家。一个赢家都没有。

引用巴菲特在本次股东大会回复的原话：

“对比2万亿美元的苹果而言，整个航空业小的可怜，航空业四大巨头加起来市值也就1000亿美元。他们需要政府的帮助，否则就会破产。”

这个庞大的、貌似不可或缺的行业，居然没有赢家，全是输家。

同时，疫情居然直接推翻“人们始终要坐飞机”的常识。

疫情影响之下，航空公司被各种各样的新科技取代了，人们通过最大化减少出行，通过视频会议、虚拟技术等多种方法替代坐飞机。

芒格原来表述的常识“航空公司不可替代，人们始终要坐飞机”被击碎。

这也应了老人家以前说过的一句高深莫测的哲理：“所谓常识，就是常人所没有的知识”。

从这个割肉案例里可以看出，哪里有什么一劳永逸！

妄图通过一个决策管十年、二十年甚至更长时间的所谓长期投资、所谓择善固执，其可靠性恐怕都是需要打个大问号的😈

当然，本次巴神还透露了割肉航空股的另一个很隐秘的原因：

航空公司这次必须要依赖政府救助才能活下去，而伯克希尔持有大量股份，不利于航空公司获得政府救助。

——这是个“莫须有”的理由，不好证伪，市场只能姑妄听之。

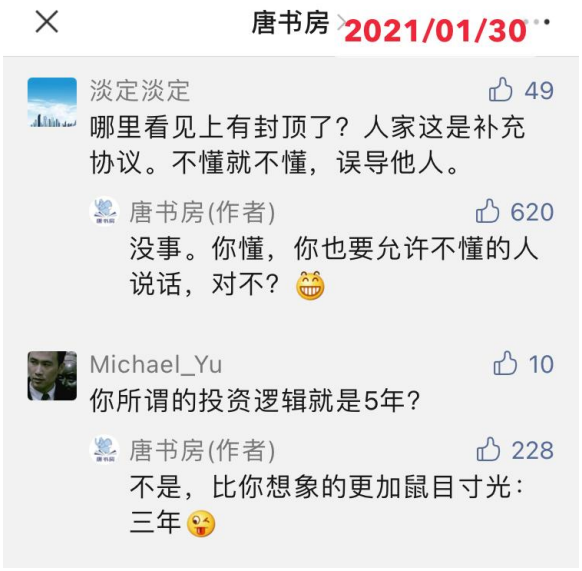
不过，依照二老的人品和历史表现，我个人认为这个理由应该是可信的。

巴菲特这次回复里明确说“我现在仍然不想购买航空股”。

其主要原因是国际旅行暂时一去不复返，且暂时看不到何时能恢复，以及无法判断疫情是否会永久改变人们的出行需求（尤其是商务出行）。

这让我想起上海机场公告新协议后，老唐认为：“新协议推翻了上海机场的确定性，投资逻辑需要推倒重来。周一我将卖出自己手头 1000 股观察仓”。

在书房分享了这个思考结论后，受到了非常广泛的抨击，有些抨击甚至来自多次赞赏过书房文章的老读者。比如：



这个市场里有太多人，一旦持股后，大脑里会自动将一切信息解释为利好，无法理性看待不利变化，无法接受坏消息。

这无疑是阻碍账户市值增长、阻碍投资者自身成长的拦路虎。这一点，我们太需要向巴神学习了。

他老人家那么大年纪，那么负有盛名，偶像级的人物，一旦发现外界局限条件发生变化，手起刀落毫不犹豫就认错离场，丝毫不受所谓名声和“浮亏”的禁锢。

服

与这个常识被击碎的案例相似的，是巴神准备的两张 PPT。

巴菲特展示了 30 年前和今天，全球最大市值的 20 家企业名单。

PPT 的重点是：**30 年前全球最大市值的 20 家企业，没有一家今天依然是前 20 大。**

30 年前，全球最大的 20 家企业里，13 家日本企业（且包揽前四）、6 家美国企业，1 家荷兰企业。

今天，全球最大的 20 家企业里，有 14 家美国企业，3 家中国大陆企业（腾讯、阿里、茅台——有两家是老唐旗下的非控股子公司），中国台湾地区 1 家，韩国 1 家，沙特 1 家，法国 1 家——日本 0 家。

这个残酷的变迁史，再次提醒我们长期保持竞争优势有多难。

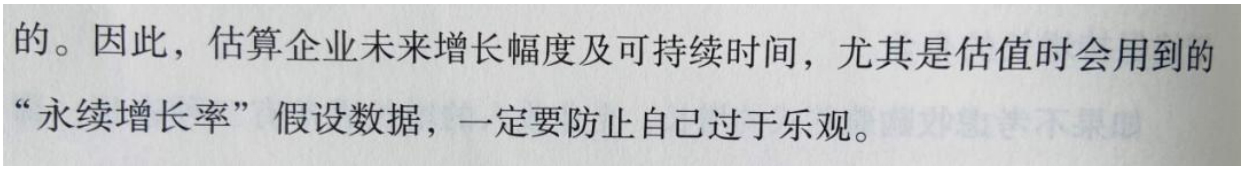
企业保持长期的竞争优势很难，是因为**市场竞争的本质，就是所有的超额利润，都会有无数资本和无数大脑殚精竭虑地想取而代之。**

正所谓不怕贼偷，就怕贼惦记😁

能使你获得超额利润的每一项特点，都是别的竞争者日夜惦记、试图模仿甚至超越的。

稍不小心，所谓“护城河”就会被填平，或者被空降兵直接越过。

这也是老唐在《手把手教你读财报：新准则升级版》224 页，提醒朋友们**「估算企业未来增长幅度及可持续时间，尤其是估值时会用到的永续增长率假设数据，一定要防止自己过于乐观」**的原因。


的。因此，估算企业未来增长幅度及可持续时间，尤其是估值时会用到的“永续增长率”假设数据，一定要防止自己过于乐观。

在老唐的估值体系里，即使是符合三大前提的企业，也不过就是看三年成长，并将三年后的企业等同于一份债券来估值。

然后再根据企业发展情况，不断地一年一年往后滚动三年。

从来没有动辄看十年二十年甚至五十年的胆儿，就怕自己麻醉自己，一不小心挖坑把自己给埋喽😂

第二，巴神有时候也会内心骚动。

巴神 2020 年度减仓了苹果近 9600 万股，持股数量从 10.03 亿股降低为略低于 9.08 亿股。

很显然，这个操作巴菲特并没有和芒格商量，而且芒格并不认同这个操作。

因为本次股东大会上巴菲特回答减仓苹果提问时说：我在查理的眼皮底下偷偷地做了一些操作，这在查理眼中是完全没有必要甚至是错误的。

巴菲特给出的减仓理由很牵强。

他说：去年我确实卖出了一些苹果的股票，但由于苹果公司自身的回购以及伯克希尔的回购，我们持有苹果公司的比例，以及苹果股票在伯克希尔对外投资里所占的比例，不仅没有下降，反而提升了。

除非巴菲特是需要用卖出苹果的钱，来实施伯克希尔的回购，否则这个解释完全没有说服力。

我们都知道，去年巴菲特手头现金泛滥，根本不存在需要用卖出苹果的钱来实施回购的问题。

所以这个事儿就变成了，本来可以不卖苹果，直接动用存量现金实施回购。

在伯克希尔回购和苹果公司回购的双重影响下，伯克希尔持有苹果公司的比例，以及苹果在伯克希尔对外投资里的占比，都应该比现在更高。

这个没有解释力的解释，可能透露了巴菲特有时候也会怕高。

持股占比太高，股价涨的比较高时，他也会手痒动动，压抑一下自己骚动的心——股神也是人，不奇怪，也不影响他老人家在我心中的伟岸形象😁

所以，有时候若你的内心有点骚动，正常，不用太过责怪自己。

偶尔发点小骚，是人之常情，股神也不例外。不过，注意适度。

古人云：凡事有度，适度则宜、过度则损😉

第三，二老精神状态都很好，思维清晰、表达准确，连续几小时的问答，这体力也是顶呱呱的。

记得有朋友专门统计过《巴芒演义》里投资大师们的年龄，发现价投高手都很长寿。

比如已经去世的本杰明.格雷厄姆 82，洛里默.戴维森 95，欧文.卡恩 109，菲利普.费雪 97，沃尔特.施洛斯 96.约翰.博格 90……；

仍然在世的，比如查理.芒格 97，沃伦.巴菲特 91，爱德华.索普 89……

这里面的原因，从找共性的角度说，这些投资者都对市场波动有清醒的认识，情绪不会跟着市价大起大落，也基本不使用杠杆（100%确定性会赢的情况例外），避免过度紧张和刺激，不和自己不喜欢的人和事物打交道，能够保持心情愉快等等，都是长寿的因。

然而，是不是具备上述条件就一定能长寿，或者不具备上述特点就不会长寿呢？很显然，不是。

真正具有逻辑的原因是，**成为世界知名大师必须同时具备两个条件：一是收益率够高，二是投资史够长。**

同样以 100 万为起点，如果投资者 A 的投资史是 20 年，年化收益率 25%，财富值也就不到 9000 万。算富裕，但远远达不到世人瞩目的地步。

而投资者 B 的投资史是 50 年，就算年化只有 15%，财富值也超过 10 亿，当然比不到 0.9 亿的 A 更惹人注意。

而且，价值投资的复利效应，人们经常谈论但依然容易低估其威力。

以巴神的投资战绩为例：巴神从 1964 年~2020 年共计 56 年里，年化收益是 20%。

这是个什么概念呢？就是 1964 年的 10 万元，到 2020 年底变成 28 亿。

很厉害吧？但是，如果巴神能够长命“百”岁，坚持战斗到 2030 年，即使 2020~2030 年间的年化收益率降低为 12%，2020 年底的 28 亿也将在 2030 年变成约 87 亿。

它意味着最后的十年赚取的财富是 87-28=59 亿，超过前面 56 年总和的两倍还有余。这还是在收益率从 20%大幅萎缩至 12%的情况下的数据。

这才是复利效应。

财富的增值速度是越来越快的，而且快到超乎绝大多数人的想象。

不拿别人举例，直接拿老唐实盘说。

下面截图分别来自 2019 年 6 月 29 日老唐实盘周记，和 2021 年 4 月 30 日老唐实盘周记：





2019 年 6 月底，经历了五年半时间，净值从 100 变成了 404，赚了 304。然后又经历了不到两年时间，从 404 变成 823。

意味着最近一年零十个月时间，老唐实盘的获利是 419，超过过去五年半的本利和还有富余。

我相信进入书房超过两年的朋友都知道，过去两年里所做的事情，和之前的五六年其实没什么差异，市场也并没有特别牛，特别好。

然而不到两年的财富增长额，可以超过过去五六年总和的两倍还多——实际上，这不到两年的获利额，超过了老唐人生前 45 年（截止到 2018 年底）积累的全部财富的总和。

这就是复利效应，容易被低估的复利效应。

所以，巴芒二老的身体好、精神好，不仅代表着巴神堂的小喽啰还可以听很多年教诲，也意味着一个前无古人的投资传奇，越来越可能成为不可超越的“后无来者”。

第四，其他值得关注的点：

①接班人基本确定

本次大会两位副董事长格雷格.阿贝尔（59 岁）和阿吉特.吉恩（69 岁）陪同二老出席，基本算是暗示未来伯克希尔的管理格局。

在二老离开后的伯克希尔，基本确定的格局，是巴菲特的长子霍华德.巴菲特担任不管事儿的董事局主席。

其身份类似英国女王或日本天皇，只在管理层出现重大问题时，代表股东主体对管理层实施问责，其他时候就是一个象征，是企业的图腾。

公司保险业务将由阿吉特负责，其他非保险业务及日常事务由格雷格负责。

至于运用保险浮存金开展投资的部门，或许需要同时向阿吉特和格雷格汇报，最终的拍板权归谁，目前还不知道（格雷格以年龄取胜，接掌最后拍板权的可能性比较大）。

②投资永远要和利率作比较。

这个老唐阐述的太多了，甚至老唐整个投资体系都建立在这句话上，今天就不再重复阐述。

③通胀已经来临，且可能继续铺天盖地的来。

目前由于整个人类社会面临前所未有的零利率甚至负利率环境，通胀的到来是可见的事实，也是可以预料到的未来。

巴菲特梦想中的好企业是轻资产、高回报，这样的企业比较容易避开高通胀的伤害。

当然，他受资金量的限制，没那么多足够大的轻资产企业供他选择。

股神这是提醒我们，现在及未来选择企业，要更多地将通胀因素考虑在内👊

④芒格谈投资阿里。

芒格通过每日报业集团投资了少量的阿里巴巴。

芒格谈到了其中的一个原因，他认为中国政府会允许企业蓬勃发展的（即政府不是为了要整垮这些企业）。

本次股东大会，我个人比较感兴趣的点就以上几条👉

你有什么关注点是老唐没谈到的，咱们留言区开聊🤝

第951篇.　　2021.05.04－海螺水泥优势难存——海螺旧文《证券市场周刊》发表版，无新内容，可跳过。

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-05-04

老唐注：感谢《证券市场周刊》编辑何凌枫老师，费心将书房 4 月 9 日海螺文章精简后发表👉。本文只为原创收录，无新内容，读过的朋友可跳过。

海螺水泥优势难存

——《证券市场周刊》2021/04/30

海螺水泥过去能取得超过行业高增长的竞争优势主要是上市早、成本低。但一旦行业总需求不再提升，海螺水泥或许并没有可靠的竞争优势存在。

本刊特约作者 唐朝/文

海螺水泥（600585.SH）无疑是中国 A 股市场的一只优质股，自 2002 年在 A 股上市至今，它给股东带来了丰厚的回报。

那么，海螺水泥上市以来，是如何获得高增长的，其高增长态势是否能继续？

靠量打天下

海螺水泥的营业收入从 2001 年的 20.6 亿元增长到 2020 年的 1762 亿元，同期水泥销售量从 0.1 亿吨增长到 4.53 亿吨。计算可得，吨均价从大约 206 元，提升到 389 元。

19 年间，销售量增长了 44.3 倍，年化增长率 22.2%。销售价格增长了 88%，年化增长率 3.4%。很明显，销售量的增长是收入增长的主要因素。

不过，这组数字展示的量价关系有扭曲。公司从 2017 年开始，增加了水泥贸易业务。

贸易业务完全不赚钱，只为避免销售区域内的恶性竞争。所以要同口径观察，需要剥离贸易业务的干扰。

剥离后的数据会说话：在这 19 年里，全国水泥产量分为两个阶段。

第一个阶段是从 2014 年之前的快速增长期。全国水泥产量 13 年增长了 276%，年化增长率 10.7%；

第二阶段，全国水泥产量从 2014 年见顶——当年中国水泥产能超过 34 亿吨，实际产量 24.8 亿吨，

产能过剩 30%左右。

在此期间，海螺水泥自产品的吨售价增长了 60%，年化增长 2.5%，低于同期通胀（CPI）水平。

海螺水泥自产品在第一阶段的 13 年里，销量年化增长 28%，远远高于同期全国水泥产量增速；

在第二阶段的 6 年里，海螺水泥自产品的销售量依然保持了 4.5%的年化增速，虽远低于第一阶段，但仍然保持着增长。

量的增长从何而来？这个问题凭借我们的亲身体验也能知道答案：中国经济的高速发展带来的基建高潮和城市化进程。

但凭借常识也可以知道，未来中国的基建规模不可能保持过去 20 年的扩张速度。

在过去几十年里，城镇化过程中的房地产建设和城市扩张，创造了大量的水泥需求。

2001 年中国城镇化率是 37.66%，到 2019 年末，全国城镇常住人口已经有 84843 万人，占全国人口的 60.60%，首次突破 60%大关。

世界发达国家目前的城镇化率一般在 70%-80%区间，而根据其历史经验，城镇化率 30%-70%之间是经济发展最快的时候。中国也不例外，经济的腾飞也主要在这个区间。

中国《国家人口发展规划（2016—2030 年）》提出，2030 年城镇化率的目标是 70%。看上去似乎还有近 10%的空间，约 1.4 亿人口入城的需求。

但 2019 年末的城镇化率 60.6%是全国平均数据，分布并不均衡。比如前六名的数据分别是上海 88.30%、北京 86.60%，天津 83.48%、广东 71.4%、江苏 71.61%和浙江 70%。

之所以要列出这几个数据，是因为其中城镇化率已经非常高的上海、江苏和浙江正是海螺水泥的核心销售区域。

海螺水泥曾经的高成长率，正是来自这些省市的城市化进程。

未来这些已经达到世界发达国家城镇化率水平的省市，对水泥的需求还会延续历史吗？从常识判断，答案同样应该偏负面。

基建和城市化进程的放缓，体现在水泥销售数据上，就是全国水泥产量自 2014 年结束了增长，见顶回落。

按照数字水泥网的数据，中国各大区域见顶的时间，实际是有先有后的。

最早见顶的是华北地区（城镇化率第二和第三的北京和天津所在区域），2011 年见顶，2019 年区域水泥产量相比 2011 年峰值已经下跌 25%。

紧随其后的是东北地区（人口流出和经济负增长因素），于 2013 年见顶，2019 年区域水泥产量相比 2013 年峰值下跌超过 42%。

然后是华东、中南和西北地区，均在 2014 年见顶。

最晚见顶的是西南地区，2019 年。

在需求见顶回落的大背景下，水泥行业面临产能严重过剩是共识。

水泥产能的兼并重组、错峰生产、加强环保要求、产能置换等手段成为常态，并非常可能在未来持续成为常态。

这些手段，是否是抬高进入门槛，利好行业龙头的措施？确实有。

但不可回避的现实是水泥市场进入存量竞争时代。而且通过并购和置换，逐步从大企业 PK 小企业，

过度到龙头企业之间的对决，竞争强度必然会越来越强。

——比如正在发生的天山股份（SZ.000877)兼并大股东旗下的中联水泥、南方水泥、西南水泥和中材水泥案。

因此，2014 年之前，海螺水泥的增长主要来自潜在需求的增长，这种增长的可靠性最强。

而之后，市场进入主要依赖份额扩大带来增长的阶段。这种增长模式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。

那么，在这场竞争中，海螺水泥是凭借什么竞争优势，获得远超同行的增长的？未来，这些优势是否还能继续存在？

上市早、成本低是两大竞争优势

获得了远超同行的高增长，在于海螺水泥的两大竞争优势：上市早、成本低。

1997 年，海螺水泥在香港联交所成功上市，成为国内第一家水泥类 H 股上市公司。2002 年初，海螺水泥在 A 股上市，又成为国内第一家 A+H 股上市公司。

这让公司得以赶在其他同行前面，面对需求暴增的市场环境时，获得了产能扩张的资本金；它不仅给公司打开了后续从资本市场融资的便利通道，同时也是给公司增信的手段，更容易获得廉价的银行贷款。

海螺水泥在国内水泥需求高速增长之初，就有能力通过大额的资本支出，不断新建和收购产能，从而迅速地满足市场需求。

从海螺水泥年度新建和收购产能的资本性支出，与其年度销售量对比可以看到，销量不断增长的背后，是年复一年的大额资本支出。

海螺水泥的成本低，主要体现在两部分：一是运输成本低，二是生产成本低。

水泥受运输时间和运费的影响很大。一般靠公路运输，覆盖范围不超过 200 公里，靠铁路运输，覆盖范围不超过 500 公里。

然而，海螺水泥所在的芜湖市位于长江边上，它很早就敏锐地发现可以依托长江水运成本低廉的优势，低成本供应经济发展增速最快的江浙沪地区。

于是海螺水泥一方面利用自己的资本优势，在目标市场范围内收购了大量的小水泥厂，然后将其改造为粉磨站，不再生产熟料，只从事将熟料磨细为水泥这一步，然后就地销售。

这就是所谓的 T 型战略：海螺水泥得以利用欠发达地区低廉的矿产、土地和人力资源形成规模化生产，然后利用长江水路低廉的运输成本，将需求增长最好的区域纳入自己的销售范围。

海螺水泥和国内主要水泥生产商的生产成本相比，偏低。大部分研究人员给出的理由是：这是公司早期拿下的自有矿山带来的原材料廉价优势。但这个理由似乎缺乏说服力。

恰好，天山股份因为要发行股份收购大股东中国建材旗下的水泥资产，披露了非常详细的经营资料。

比如，拟收购 100%股权的中联水泥，是海螺水泥的主要竞争对手之一。

中联水泥的石灰石 95%以上自备，少量外采价格 52 元/吨，甚至不足石子价格（110 元/吨）的一半。

拟收购 99.93%股份的南方水泥，石灰石自备比例 90%以上，少量采购，采购价 61 元/吨，也远低于当地 99 元/吨采购石子的价格。

另外两家，西南水泥石灰石采购价格最低，36 元/吨；中材水泥最高，75 元/吨。

从这些数据基本可以确认，自有石灰石矿不是什么核心竞争优势，大部分稍具规模的水泥厂都是自备

矿山。

即便是采购，石灰石矿价格也极其低廉，即便是最近两年连续涨价后的价格，也就是每吨 50 元上下，并非什么稀缺资源。

根据海螺水泥 2020 年报数据，原材料在成本里的影响占比大约 25%。

但根据海螺水泥招股说明书披露，原材料还可以细分为石灰石、石膏、矿渣、粘土、铁粉等多种，石灰石本身占生产成本的比例基本就是个位数（后期年报没有再披露该项明细）。

由此推测，真正影响公司生产成本的核心因素是煤和电，其中煤炭约占生产成本的 35%-40%，电力成本占 15%-20%。

但是，这两项都不是海螺水泥可以控制的。电价大体稳定，且安徽并非电力富余省，电价上占不到什么便宜，煤价则完全受市场波动影响。

如果自有石灰石不是低成本来源，煤和电是价格的被动接受者，而人工成本持续攀升（人工成本占比从 2011 年的 10%提升至 2020 年的 15.9%）。

除掉这些，就只能考虑成本的节约是不是来自生产线的低建设成本所带来较低的折旧和摊销了。

从这个出发点考虑，抱着观察海螺水泥资金成本的目的，我统计了海螺水泥的有息负债（银行贷款、票据和债券）占比，结果发现一个有趣的趋势。

海螺水泥的有息负债率在 2005 年达到高点，银行贷款的绝对金额在 2007 年达到顶点，之后就一直处于持续下降状态。

2012 年，海螺水泥发行了 155 亿元低息债券，大量归还了当时利率偏高的银行贷款，并逐步在债券到期时偿付债券，持续降低有息负债。

截至 2020 年底，公司有息负债仅剩 35 亿元债券（将于 2022 年 11 月到期）和 64 亿元银行贷款。

相对于一家年营收规模超过 1700 亿元，资产规模超 2000 亿元的巨无霸企业而言，不足 5%的负债率，真是保守到极致了。

或许海螺水泥管理层至少从十年前，就从战略上对水泥市场持谨慎悲观态度。

大力降杠杆的行为，追求的是如果需求大幅萎缩，自己所受冲击更小，比同行命长。

对企业的未来，更侧重考虑的是在激烈竞争中活下去，而不是跑起来。至于最近十年的增长，可能多少有点超出管理层的预期之外。

理论上推测，通过最大限度减少有息负债，将大量留存利润作为资本性支出，海螺水泥无疑大幅降低了新建（含收购）产能过程中的财务费用。同时也就减少了吨产品对应的折旧和摊销，实现了产品的相对低成本。

估值已不低

未来的海螺水泥，能够继续保持竞争优势吗？

长期而言，水泥市场的需求总量不乐观。

在需求无增长的情况下，具有产能过剩、产品同质化及产品保质期短（1 到 3 个月）特征的水泥，很容易陷入价格竞争。

只要售价能超过直接成本（原材料、人工、能源），生产厂家的理性决策往往是能产尽产，承担报表折旧摊销的账面亏损，去换取现金净流入。

所以，海螺水泥成本低这个优势，在面临需求下降时，很难成为真正的护城河。而上市早这个优势，伴随着大量同行登录资本市场，基本上站在了同一起跑线上。

从这两个角度看，未来的市场环境里，海螺水泥或许并没有可靠的竞争优势存在。

当然，短期的局面恰恰相反。面对新冠疫情影响下的需求不足，各主要国家的应对手段都是“放水+基建”，中国也不例外。

三月下旬到四月初全国水泥市场需求持续回升，全国水泥价格迎来“涨价潮”。其中，长三角熟料累计涨幅 100 元/吨，珠三角累计涨幅约 60 元/吨。

然而，主导我们的估值和投资行为的，主要是企业的长期发展，而不是短期的供需波动。

正是从长期视角考虑，我认为海螺当前约 2700 亿的市值并没有低估。

对海螺水泥做出估值颇为困难。

我首先尝试了业内人士出价法。2018 年海螺水泥以现金 7.25 亿元收购了广东广英水泥 80%股份，后者估值折合 9.06 亿元。

收购时，广英水泥的熟料、水泥、骨料年产能分别为 270 万吨、400 万吨和 130 万吨，其资产 9.76 亿元，负债 0.96 亿元，净资产 8.8 亿元，当年（2018 全年）净利润 0.72 亿元。

2018 年末，海螺水泥拥有熟料产能 2.52 亿吨、水泥产能 3.53 亿吨、骨料产能 3870 万吨、商品混凝土 60 万立方米。

两相对比，广英水泥产能规模基本就是一个缩小 100 倍的海螺水泥，但盈利能力只有后者的约 1/400。

如果按照产能 100 倍考虑，意味着按照行业内人士的收购价格看，海螺水泥内在价值应该是 906 亿元。

但由于规模效应或管理能力等因素，海螺水泥的盈利能力是广英水泥的 400 倍，如果按照这个比例考虑，是否海螺水泥的内在价值上限可以考虑为 3600 亿元？

这两个数据差异太大，很难采信。

我尝试另辟蹊径。

从企业价值等于未来现金流折现的基本原理出发，将海螺水泥每年获取的利润，按照不同用途分为三部分估值，然后加总。

这三部分是：现金分红、资本性支出、企业留存。

20 年来，海螺水泥累计获得约 1876 亿元净利润，其中约 1248 亿元成为了资本性支出，占比 66.6%；现金分红约 535 亿元，占比 28.5%。两项合计占比约 95%。

按照 2020 年年报披露，公司 2021 年的资本性支出安排是 150 亿元，没有减速迹象。

假设公司的资本性支出，可以使公司在水泥总体需求下降的趋势下，依然长期保持和 GDP 基本同步的增长水平，即税后净利润年化增长 6%-7%（注意，当前海螺处于有史以来利润最丰厚的时期，这个年化增长的假设，实际上算是比较乐观的）。

按照公司 2014 年以来一直保持的约 30%分红率，则现金分红亦可视为年化约 6%-7%增长。

以 2020 年现金分红 112 亿元为基数（每股 2.12 元），2023 年分红可以视为 133 亿-137 亿元之间，取中间值 135 亿元。

在当下无风险收益率约为 4%的情况下，现金分红部分对应估值可以视为 135×25=3375 亿元。

对于海螺 H 股而言，由于红利税的存在，现金分红对应的估值应再给予八至九折处理。

过去 20 年累计投入的资本性支出，通过新建和收购形成水泥生产资产，截至 2020 年底，这部分资产账面净值约 860 亿元（含 2001 年之前的水泥生产资产）。

在未来需求不足、当前产能过剩的现实环境下，资本性支出形成的资产，除保证分红的年化增长外，其余价值应视为无限趋近于零。

至于 1682 亿净资产里，除去约 860 亿水泥生产资产后剩余的 822 亿其他资产，我将其直接计入估值里。

综合以上三项可知，海螺水泥三年后的合理估值可以视为 3375+822≈4200 亿元。

在三年一倍的投资目标下，总市值 2100 亿元以上无买入价值——H 股则需严格要求到 1760 亿元。

〈声明：本文仅代表作者个人观点。作者声明：本人不持有文中所提及的股票〉

第952篇.　　2021.05.04 - 通货膨胀如何欺诈股票投资者--by@沃伦.巴菲特

沃伦.巴菲特　唐书房　2021-05-04

老唐注：昨天的文章《2021 年伯克希尔股东大会几个值得关注的点》里，因为巴菲特谈到当前利率环境下，通胀的到来已经是势不可挡的必然了。

留言区里许多朋友询问通胀和投资之间的关系。老唐推荐大家阅读巴菲特 1977 年 5 月发表在《财富》杂志上的一篇文章，题目叫《通货膨胀如何欺诈股票投资者》。

巴菲特创作此文时，年仅 47 岁，但对投资的认识已经很成熟了。

巴菲特当时对该文只要求 1 美元的稿酬，但拒绝杂志编辑的修改和删减要求。最终本文得以几乎一字不改的全文发表。

在这篇文章里，巴菲特**首先**用数据统计来提出一个现象：历史数据证明无论是道琼斯指数 30 家成分股，还是财富 500 强企业，他们整体 ROE 基本围绕着 12%波动；

接着巴菲特论述了股票其实就是一种特殊的债券。其息率长期看大约 12%，但短期分布波动性很大，同时这种债券并不将全部利息发放给投资者，而是部分留存。

这种部分留存的特征，在不同的市价情况下，会对投资者的回报产生不同的影响。

然后巴菲特论证了，企业可以提高净资产收益率的五种办法，都无法在高通胀背景下提升投资者回报。

最终，巴菲特得出结论：高通胀是一种破坏力强大的税收，无论它的表现形式是什么，它都是榨取投资者资金的罪魁祸首。

不过，这篇文章里，**巴菲特有两个重要的预测，预测错误。**

①巴菲特悲观地预测当时美国的高通胀水平会持续下去（他预测会长期保持 7%左右的通胀水平）。

然而，1979 年 8 月，保罗.沃尔克就任美联储主席后，采用强硬手段（最高加息至年利率 20%），直接将 CPI 从 1979 年的 11.3%打压到 1983 年的 3.2%。成功地使美国摆脱了高通胀陷阱；

②巴菲特认为未来美国的企业所得税率很难降低，奢望政客降低税率差不多是与虎谋皮。

然而历经里根、小布什、奥巴马、特朗普四位总统的税改，美国企业所得税边际税率，已经从巴菲特发表文章时的 50%降低为当下的 20%。

不过，预测错误不影响本文的伟大价值，值得朋友们今天重新翻出来阅读。

书房的老朋友可能会在这篇文章里，发现很多老唐投资体系的思想源头。

全文比较长，大约 1.3 万字，而且翻译质量也很普通，读起来可能稍微有点费劲。

老唐作为资料留存转发给大家，感兴趣的朋友可以收藏了，闲暇时慢慢看吧。

以下为巴菲特原文，部分内容的加红加粗是老唐干的

通货膨胀是如何欺诈股票投资者的

沃伦.巴菲特 1977 年 5 月《财富》

在高通货膨胀率的环境中，股票和债券一样表现不佳，这已经不是什么秘密了。在过去 10 年的大部分年份里，我们就处于这样的市场环境中。对于股票投资而言，这的确是一段艰难岁月。然而，股市为什么会在这个阶段遭遇困境，其原因仍然没有被人们完全理解。

在通货膨胀时期，证券持有者所遇到的问题一点也不神秘。在美元逐月贬值的情况下，想依靠那些用美元结算收益和偿付本金的证券来获利，显然是非常困难的。你根本不需要读个经济学博士学位就能明白其中的道理。

然而，长期以来，人们一直假设，股票并不是普通的证券。很多年来，传统的观念坚持认为，股票是对通货膨胀的对冲。这种主张基于的理由是，股票并不像债券那样，与美元直接挂钩，它代表着对制造业企业所有权的享有。因此，股票投资者认为，无论政客们如何操纵印钞机，他们仍然能保持其投资的实际价值。

那么，为何事实却与此背道而驰呢？我认为最主要的原因是，**经济实体中的股票和债券非常相似。**

我知道这个观点对于很多投资者而言有些离经叛道。他们肯定会立刻反驳道，债券的回报率（息票）是固定的，而股票投资的回报率（企业净利润）则可能像过山车一般大起大落。看起来的确如此。

不过，如果你认真研究过第二次世界大战后企业每年的净利润，就会发现很不寻常的情形：**其实，净资产收益率的起伏并不大。**

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。**

说到这儿，让我们思考一下**股票的本质：它们并不是交易所中的那些抽象的代码，而是具有生产性的企业。**

我们假设企业的股东是以企业账面净资产的价值获得了企业所有权。因此，他们自己的回报率也应该是在 12%左右。又因回报是持续性的，所以我们有理由将其看作“股票息票”。

在现实情境中，投资者当然不会只是简单地买进和持有，很多人会研究对策，以保证能击败其他投资

者，最大化自己所占有的企业盈利比例。

事实上，这种折腾对大局并无补益，不仅对股票息票不会造成什么影响，还可能减少投资者的回报，因为在这个过程中难以避免地会滋生大量交易费用，比如咨询费和手续费等。

引入一个活跃的期权市场，并不会提升美国企业的实际生产效率，相反，这个赌场需要配置数以千计的人手，这使得交易费用进一步增加。

另外，在真实世界中，投资者通常很难以企业净资产的账面价值购买到股票。有时，他们的运气不错，能以低于账面价值的价格买入。不过，更常见的情况是，他们必须溢价买入，而这对于 12%的回报率来说又是一大压力。我会在稍后探讨这其中的关系。

现在，让我们把注意力放在一个要点上：通货膨胀率上升了，净资产收益率却没有。**从本质上来说，买入股票，就相当于获得了拥有固定收益的“有价证券”，这跟购买债券没有什么区别。**

当然，从形式上看，债券和股票的区别还是很大的。首先，债券终将会到期，尽管这可能需要等待很长时间，但债券投资者终会等到重新谈判合约条款的那一天。如果当前和预期的通货膨胀率很高，从而使以前的债券票面利息显得过低，那么投资者就会拒绝再买。除非提高当前的票面利息，重新燃起他的兴趣。近几年，这种情况总是频繁出现。

然而，股票则是无期限的，它们天然地被盖上了“永久”的戳子。股市的投资者要听命于美国企业的利润。如果美国企业注定要赚 12%，那么投资者就必须学会接受这个数字。作为一个庞大的群体，股市投资者既不能退出，也无权重新讨论条款。所以综合来看，他们承担的义务增加了。个别企业可能被出售、清算或者回购自己的股票，但总体而言，新股发行以及留存利润，可以确保锁定在企业系统里的权益资本不断增加。

综上所述，债券要略胜一筹。债券息票最后会被重新协定，而股票“息票”不会。当然，12%的回报率在很长的一段时期内似乎不需要大的修正。

拥有独特的 12%的息票率，身着“股票”的华美外衣，“股票债券”（equity bond）翩然而至华尔街的化妆舞会。

它与普通债券还有另一个显著的差别。

在一般情况下，债券投资者在兑现息票获得现金之后，会再次择优进行投资；而股票投资者的股票“息票”，会部分保留在企业手里。企业会根据自身的盈利情况进行再投资。

换句话说，每年 12%的利润中的一部分将被当作股息支付给投资者，而剩下的部分又滚入下一个 12%的生产过程中。

股票的这一特性，即部分回报用于再投资，既可算优点又可算缺点，这取决于 12%的回报率到底有多诱人。

在整个 20 世纪 50 年代和 60 年代早期，这的确是个好消息。当债券的回报率只有 3%～4%时，能够有权自动把股票收益的一部分，以 12%的回报率进行再投资，这具有极大的价值。

不过，需要提醒的是，投资者不可能在投入自有资金后就自动获得 12%的回报，因为在那个时期，股票价格已大大地超过了它对应的净资产账面价值，所以，不论股票的回报率是多少，溢价使得投资者不可能完整地获得这个回报率。这就好比息票率为 12%的债券，如果你以远远超过票面价值的价格购买，那么就无法获得 12%的回报。

不过，股票投资者仍然可以享有留存利润所带来的12%的回报。事实上，**留存利润意味着投资者可以按账面净资产的价格买下这家企业的一部分，而在当时的经济环境下，购买企业所要支付的价格会远高于企业账面净资产的价值。**

在这种情况下，人们自然对现金股息敬而远之，而对留存利润趋之若鹜。实际上，想以12%的回报率进行再投资的资金越多，这种特性就会愈加珍贵，而投资者愿为此付出的价格也就越高。

20世纪60年代早期，投资者就曾心甘情愿地为经济高速增长地区的电力公司股票支付高溢价。因为他们知道这些成长型公司有能力将大部分利润再投资以赚取更多回报。与此形成鲜明对照的是，那些受经营环境所迫，只能大量派发现金股息的公用事业企业的股票价格则相对较低。

如果在那一时期，存在一种高等级、不可赎回、息票率为12%的长期债券，它肯定会以远远高于其票面价值的价格出售。

此外，假设这种债券还有另外一个不同寻常的特性，如该债券的大部分利息可以自动再投资于类似的债券，那这些债券必将享受更高的发行溢价。从本质上来说，成长股正是此类证券的代表，它们通常会保留大部分利润进行再投资。

当新增的权益资本再投资的回报率是12%，而普通债券的票息率只有4%左右时，股票投资者必定是非常满意的。当然，他们也为此付出了过高的价格。

仔细回顾一下就会发现，1946—1966年期间，**股票投资者实际上获得了三重好礼。第一，企业的净资产收益率远远高于当时的基准利率；第二，企业的大部分利润都被留存起来，以很高的回报率进行再投资，而其他途径难以获得这么高的回报率；第三，随着人们普遍认识到前两个优势，除了最基本的约12%的净资产收益率外，股票投资者还获得了额外奖励。**道琼斯30种工业股票的市净率从1946年的133%涨到1966年的220%，在这个过程中，投资者确实在短期内获得了超过所投资企业内在盈利能力的回报率。

到了20世纪60年代中期，众多大型投资机构终于发现了这一“至宝”。然而，就在这些金融巨头开始争相买入股票时，高通货膨胀率、高利率时代到来了。很自然地，股票价格上涨的趋势开始逆转。**利率的上涨无情地降低了所有固定收益类投资品种的价值。随着企业长期债券的回报率开始上升（最终升至10%左右），股票12%的回报率和再投资特性也开始被人们遗弃了。**

投资者普遍认为股票的风险比债券大，这一点无可厚非。虽然股票回报率长期来看大致固定，但每年的确有波动。这种波动大大影响了投资者对未来的态度，尽管这种影响经常具有误导性。

投资者认为股票风险大的另一个原因是到期日遥遥无期。由于这层额外风险，投资者自然期望股票的回报率“稳稳”高于债券的回报率。例如，如果债券的回报率为10%，而同一类型企业的股票的回报率为12%，那么这就不能算“稳稳”。随着回报率之间的差距缩小，股票投资者就开始另寻出路了。

当然，无论如何，股票投资者作为一个整体是不可能彻底退出的。他们所得到的只是更多的换手、大量的交易费用以及被不断创新低的估值。这反映出，**在高通货膨胀的环境下，回报率为12%的股票，其吸引力在降低。**

过去的10年里，在经历了接二连三的打击之后，债券投资者认识到，再高的利息都不保险，无论是6%、8%还是10%，都无法阻止债券价格的崩溃。由于股票投资者还没有完全意识到自己持有的也是一种“债券”，所以他们还得继续接受市场的教育。

12%的净资产收益率注定是一成不变的吗？是否存在着某条法律，禁止企业提高其净资产收益率，以

应对似乎永远在不断攀升的通货膨胀率呢？

事实上，并不存在这样的法律。美国企业并不能随心所欲或通过制定法律来提高企业利润。

要提高净资产收益率，企业至少需要做到以下其中一点：

- 提高周转率，即销售收入与总资产的比率
- 更便宜的杠杆
- 更高的杠杆率
- 降低企业所得税
- 更高的营业利润率

除此之外，没有其他途径能提高净资产收益率了。因此我们来谈谈自己对此可以做点儿什么。

提高周转率

先从周转率开始。关于这个问题，我们必须考虑三类主要的资产：应收账款、存货和固定资产，比如厂房和机器设备等。

不管是由销量增加引起的还是由通货膨胀引起的，只要以美元计的销售收入增加，应收账款也会成比例增加。这里没有改善应收账款周转率的空间。

至于存货，情况就没这么简单了。从长期来看，一般认为，单位存货的变动趋势会与单位成品的销售趋势吻合。不过，在短期内，存货实物的周转率会因特殊因素而变化无常，比如，成本预期或生产瓶颈问题等。

在通货膨胀时期，采用“后进先出法”（LIFO）的会计方法来计算存货的价值，将有助于提高报表上的存货周转率。当通货膨胀引起销售收入增加时，对于采用“后进先出法”的企业而言，如果销售单价没有上涨，存货的总价值将维持不变；而如果单位售价提高了，存货的总价值将随着销售收入的增加而增加。无论哪种情况，存货周转率都将增加。

20 世纪 70 年代的早期，“后进先出法”为各企业所青睐，并逐渐成为一种显著的趋势，因为这样做会降低企业报表上的利润和税收。目前这种趋势有减缓的迹象，但仍有不少已经采用这个原则或有意实施这个原则的企业不愿放弃，以期进一步增加报表上的存货周转率。

在固定资产方面，假设通货膨胀对所有产品的影响都一样，那么，通货膨胀率的任何增长，将首先提高固定资产周转率。这是因为，**销售收入会立即反映新的价格水平，而固定资产只能逐步地反映变化。**比如，只有在现有设备被淘汰之后，才能以新价格购买新设备来取代它。

因此，很明显，公司的设备更新过程越缓慢，固定资产周转率上涨得越多。只有当更新周期完成后，这个过程才会停止。假设通货膨胀率不变，销售收入和固定资产会以通货膨胀率的节奏增长。

总的来说，通货膨胀将会提升企业的总资产周转率。这种提升部分源自“后进先出法”的会计方法。如果通货膨胀加速，由于销售收入的上升快于固定资产的上升，这也会对周转率起到促进作用。

不过，通货膨胀所带来的总资产周转率上升是有限的，其程度不足以使净资产收益率大幅上升。截止 1975 年的这 10 年间，尽管从总体上来说，通货膨胀在加速，企业广泛采用“后进先出法”，但 500 强企业的总资产周转率仅仅从 1.18/1 上升到 1.29/1。

更便宜的杠杆

使用便宜的杠杆呢？不太可能。

高通货膨胀率通常会导致借贷成本大幅上升，而不是下降。恶性的通货膨胀率会催生急性的资本需求，由于贷款人对长期合同的不信任感日渐加深，他们开始索要得更多。即使利率不再进一步上升，杠杆也会变得更贵，因为公司账面上的平均债务成本低于替代成本。现有债务到期后，就需要用成本更高的新债务来替代。整体而言，杠杆成本在未来的变化会对净资产收益率产生轻微的抑制作用。

更高的杠杆率

使用更高的杠杆率呢？美国企业早已消耗了太多（如果不是大多数的话）能使用的“杠杆型”子弹。证明这一论点的证据，可在 500 强企业的另外一组统计数据中找到：1956—1975 年的 20 年里，500 强企业的净资产占总资产的比例从 63%降到了 50%以下。换句话说，每一美元的净资产已经比过去利用了更多的杠杆。

通货膨胀引发的融资需求颇具讽刺意味。高盈利企业通常是那些信用等级最好的企业，它们对债务的需求也相对较少，而盈利较差的企业似乎永远欲壑难填。放贷者对这个问题的理解要比 10 年前深刻多了，所以，他们不愿意贷款给资金匮乏、盈利不佳的企业，让它们将杠杆抬高到天上去。

尽管如此，鉴于通货膨胀日益严重，许多企业似乎已下决心在未来通过提高杠杆率来提高净资产收益率。企业管理层做出此决策，是因为他们需要比往日更多的资金才能维持企业的业务规模。

在不能减少股息以及无法增发新股（因为通货膨胀的关系，股票的吸引力大大减小）的情况下，要想得到额外的资金，一个自然而然的选择便是增加债务，而几乎无暇顾及债务的成本。它们往往会像那些公用事业企业一样，在 20 世纪 60 年代中期，为 8%的利息争论不休；而到了 1974 年，为了能得到利息为 12%的借款而感激涕零。

不过，在当前的利率下，新增债务对净资产收益率的贡献，要小于 20 世纪 60 年代早期成本为 4%的债务。还有一个问题就是，负债率上升还会导致信用评级被下调，引发融资成本进一步上升。

这一点再加上前面讨论的几点可以说明，未来的杠杆成本必将上升。总的来看，**杠杆成本的上升很可能抵消提高杠杆率所带来的好处。**

除此之外，与传统的资产负债表相比，美国企业如今早已债台高筑。许多企业还承担着庞大的养老金债务，当现任员工退休时，企业必须根据当时的实际物价水平调整退休工资的数额。**在通货膨胀率很低的 1955—1965 年，这种养老金计划所带来的债务还能得以合理预测。而今天，已经没有人能够真正搞清楚企业的最终债务是多少。**

如果未来通货膨胀率平均为 7%，一名年薪为 1.2 万美元的 25 岁的员工，仅仅为了满足生活成本的增长，当他 65 岁退休时，他每年就可以从企业获得 18 万美元。

当然，企业每年的报表上都有一项关于未履行的养老金债务的精确数字。如果这个数字是真实可信的，那么企业可以预先支付等同于这个数字的一笔资金，将其加入到现有的养老金资产，然后将这笔钱移交给某一家保险公司，让这家保险公司承担该公司的所有的养老金债务。不幸的是，在真实的世界里，恐怕根本找不到愿意听一听这笔交易的保险公司。

事实上，对于发行这种“生活成本”债券，即不可赎回的、利息与物价挂钩的债券，任何一家美国企业的财务主管都会打退堂鼓。然而，通过私人的养老金系统，美国企业实际上背负了大量相当于“生活成本”债券的债务。

对于杠杆的提高，不管是传统债务，还是账外的与物价挂钩的“养老金债务”，股东都应该持怀疑态

度。企业在不负债的情况下获得 12%的净资产收益率，要远远好于债台高筑的企业获得同样的净资产收益率。这也就意味着，如今企业 12%的净资产收益率的价值要远低于 20 年前 12%净资产收益率的价值。

降低企业所得税

降低企业所得税似乎不太可能。

投资者所持有的美国企业股票只能算作 D 类。A、B 和 C 三类股票分别由联邦、州和市政府所持有，分别代表着它们征收所得税的权利。没错，这些“投资人”对企业的资产并不拥有所有权，但他们可以在企业利润中分享一大份，对那些由 D 类股东的留存利润所创造出来的利润也不例外。

A、B、C 三类股票的另一个诱人之处是，只要它们中任何一类“股东”进行单边投票，无须付款，就能立刻地、大幅地提高对企业利润的分成，例如对 A 类“股东”而言，只要美国国会采取行动即可。

更有意思的是，任何一类“股东”都可以追溯式提高自己享有的企业利润的份额，比如 1975 年纽约的企业就经历了这种“出其不意”的追溯。

每当 A、B、C 三类“股东”投票提高它们所占的份额时，剩下留给 D 类股东的部分，也就是普通股票投资者的部分，肯定就会减少。

在展望未来时，如果还认为那些控制着 A、B、C 三类股票的人会投票减少自己的份额，那似乎就太不明智了。D 类股东必须致力于保留住自己的那一部分。

更高的营业利润率

在我们提高净资产收益率的 5 种方法中，最后一种是提高营业利润率。一些乐观主义者对此寄于了很大希望。没有证据表明他们是错误的。不过，每 1 美元的销售收入里面只有 100 美分，而在我们得到税前利润之前，这 1 美元中还要有多项支出被扣除。这其中主要包括人力成本、原材料、能源和各种各样的非所得税。这些成本的比重在通货膨胀时都不太可能会降低。

非但如此，**近期的统计数据表明，在通货膨胀时营业利润率很难被大幅提高。**

1956—1965 年，这是一段通货膨胀率相对较低的时期，美国联邦贸易委员会的季度报告显示，这一时期制造业企业的平均营业利润率为 8.6%。1975 年之前的 10 年间，制造业企业的平均营业利润率为 8%。换句话说，尽管通货膨胀率有了相当大的增加，营业利润率却下降了。

如果企业能够根据重置成本定价，那么在通货膨胀时期利润就会增加。然而，一个简单的事实是，尽管大多数大型企业的市场影响力很大，却依然无法转嫁成本。

重置成本的会计方法显示，企业利润在过去 10 年中显著下降。如果石油、钢铁、铝业等行业的企业寡头确实有垄断市场的实力却无法提价，能够得出的结论就只有一个，它们的定价权受到了明显的限制。

这 5 种可以提高净资产收益率的方法，我们已经全部罗列出来了，但根据我的分析，**没有哪一种方法能在高通货膨胀的环境下真正帮到我们。**或许你可能会得出比我更乐观的结论。不过，**请记住，12%左右的净资产回报率已经伴随我们很长时间了。**

即便同意 12%的净资产收益率或多或少是不可改变的，你肯定仍希望在未来能取得比这好的业绩。这是可以想见的。毕竟有很多投资者的长期业绩一直超过了 12%。不过，**你的未来业绩会受到三个变量的制约：它们是账面净资产与市值的关系、税率和通货膨胀率。**

首先，我们花点时间来做些账面净资产和市值的计算。如果股票一直按企业账面净资产的价格出售，事情就变得非常简单。如果一只股票的账面净资产是 100 美元，其平均市值也是 100 美元，企业 12%的利

润就会转化为投资者 12%的回报，当然要减去交易费用，不过我们暂时不去考虑它。如果派息率是 50%，我们的投资者将会得到 6 美元的现金股息，又可以从账面净资产的增加中获得 6 美元。当然，股票增加的 6 美元账面净资产自然会在自身的市值中得到体现。

如果股票是按账面净资产的 150%出售，情况就会有所改变。虽然投资者将收到相同的 6 美元现金分红，但是相对于 150 美元的购买成本，回报率只有 4%。企业的账面净资产也会增加 6%，达到 106 美元。如果还是按账面净资产的 150%来定价，投资者所持有的股票市值也同样会增加 6%，达到 159 美元。不过，投资者的总回报率，包括市价增值及现金分红，只有 10%，比股票真正意义上 12%的回报率要低。

如果投资者的买价低于账面价值，情况则恰好相反。比如，如果股票价格只有账面净资产的 80%，在相同的利润和分配条件下，股息率将达到 7.5%，即 6 美元现金股息除以 80 美元股价，市价增值 6%，总回报率为 13.5%。因此，**要想业绩更漂亮，得以折扣价而非溢价买进，这是常识。**

在第二次世界大战之后的那些年里，道琼斯 30 家工业股票的总市值曾低至它们账面净资产的 84%（1974 年），而最高则达到 232%（1965 年）。在大多数时间里，这个比例都超过 100%，1977 年早春，大约在 110%。

如果我们假设未来股票的市价与账面净资产的比例接近 100%，就意味着股票投资者可以足额得到那 12%的回报。至少，在扣除税收和通货膨胀之前，这个数字是可以保证的。

在这 12%的回报中，税收会吞掉多大一口呢？对于个人投资者而言，如果将联邦、州和地方的税收相加，可以确信的是，税收会吞噬掉股息的 50%以及资本收益的 30%。多数投资者的边际税率可能会低于此税率，但那些大投资者将会承受比这高得多的税率。新税法颁布之后，在高税收的城市中，高收入者的资本收益的边际税率高达 56%。

那么，我们就**用 50%的股息税和 30%的资本利得税**作为代表。根据近期的经验，我们假设，在公司 12%的净资产收益中，以现金股息的形式派发 5%（税后降为 2.5%），留存以使市值得到相应增长的部分为 7%（30%的资本利得税后降为 4.9%）。这样，全部除税后回报率为 7.4%。如果考虑到交易费用，回报率则会下降到 7%。如果再将我们“股票伪装成债券”的理论阐述得更准确一些，那么，**对个人而言，股票可以被认为是票息率为 7%的免税永久债券。**

这就让我们回到关键性的问题：通货膨胀率。没有人知道这个问题的答案，包括那些政治家、经济学家以及权威学者。就在几年前，这些人还觉得，只要这里或那里稍作调节，失业率和通货膨胀率就会像受过训练的海豹一样听话。

然而，许多迹象显示，让物价达到稳定状态将面临着重重困难：目前的通货膨胀是全球性的；社会中大部分群体的倾向是，利用他们的选票转嫁经济方面的问题，而不是想办法解决；在重要问题上，政客们总是充耳不闻，即使是最重要的问题，比如能源、核扩散，他们也不尽心尽力地去解决；我们的政治制度鼓励那些为了赢得竞选胜利而追求短期利益的行为，尽管这最终会招致长期的痛苦。

不难想见，**多数政客都强烈反对通货膨胀，但他们都坚定支持制造通货膨胀的政策**。这种精神分裂并没有导致他们与现实隔离，因为政客们早已确保他们的养老金会与退休后的生活成本挂钩，而这完全不同于私营部门的养老金。

人们对于未来通货膨胀率的讨论，通常会着眼于货币政策和财政政策的细微之处。这两者都是决定通货膨胀率高低的重要变量。不过，从本源上来说，和平时期的通货膨胀是政治问题而不是经济问题。所以，

人的行为而非货币行为才是问题的关键。一个政客选择下一次的连任，还是下一代的福利，其结果是不言自明的。

尽管这种泛泛而论并不能得出精确的数字，但**我认为，在未来几年里，通货膨胀率非常有可能维持在7%左右**。我希望这个预测是错的，事实上也可能如此。

对未来的预测通常更多地反映的是有关预测者的信息，而不是关于未来的。你完全可以将自己认定的通货膨胀率替换到投资公式中去。但是，如果你预测的通货膨胀率是 2%～3%，那咱们俩的视角肯定不同。

我的结论是：在扣除通货膨胀和税收之前，会获得 12%的净资产收益率；扣除税收但不扣除通货膨胀，股票的回报率还有 7%；扣除税收和通货膨胀率之后，股票的回报率为零。

这个公式可一点也不像电视上宣称的那样让人激情澎湃。

作为一名普通的投资者，你能得到更多的钱，而购买力却没得到提升。这与本杰明·富兰克林的“省钱就是赚钱”的说法大相径庭，但与米尔顿·弗里德曼的“投资还不如消费”的说法非常一致。

这种计算清楚地表明，**通货膨胀率是一种更具破坏力的税收**，远超于我们立法机构制定的任何税种。

“通货膨胀税”具有奇异的吞噬资金的能力。对于一个拥有利息为 5%的银行存款的寡妇来说，零通货膨胀时 100%的所得税和零所得税时 5%的通货膨胀率是一样的。

无论如何，这两种“征税”的方式，都使她没有了任何实际收入。她所花出去的每一分钱都来自本金。然而，她无疑会对 120%的所得税感到气愤，却不会注意到，6%的通货膨胀率在经济上等价于 120%的所得税。

如果我对通货膨胀率的假设接近正确，那么，不仅市场下跌时的结果会令人失望，市场上升时的结果也会如此。上月初，道琼斯工业平均指数是 920 点，比 10 年前上涨 55 点。然而，经过通货膨胀调整之后，道琼斯工业平均指数实际下跌了大约 345 点，即从 865 点跌到 520 点。而且，为了取得这样的结果，道琼斯工业平均指数成份股企业的大约一半利润都被留存起来，用于再投资。

在接下来的 10 年里，只要股价保持 12%的增长率，40%的派息率和 110%的市净率不变，道琼斯工业平均指数将翻倍。如果通货膨胀率是 7%，即使投资者是在道琼斯工业平均指数到达 1800 点时卖出股票，在支付了资本利得税之后，其实际购买力还不如今天的水平。

对于我的悲观预测，现在我几乎已经听见投资者的批评声了。可以预料到的是，无论新投资时代面临着何种困难，他们都会想方设法为自己谋划一个超级回报。然而，他们是不可能成功的。而对于股票投资者这个整体来看，这更加不可能。如果你觉得你可以通过买卖股票来击败通货膨胀税，我很乐意做你的经纪人，而不是合伙人。

即使那些所谓的免税投资者，比如说养老基金和大学捐赠基金，也无法回避通货膨胀税。如果我假设的 7%的通货膨胀率是正确的，那么每年 7%的回报率仅仅只能弥补购买力的损失。在通货膨胀率为 7%的水平下，如果回报率为 8%，那么，那些自以为免税的机构实际上是被征收了 87.5%的“所得税”。

不幸的是，高通货膨胀率造成的问题不仅困扰着投资者，而且影响了整个社会。投资收入只占国民收入的一小部分。如果人均实际收入能以健康的速度增长，只是实际投资回报为零，那么，整个社会的公平也许会进一步地发展。

市场经济往往会给参与者不成比例的回报。凭借嗓音、身体构造、体力或智力等天赋，人们拥有了大量从未来的国民产出中得到巨额的财富的凭证，这些凭证和股票、债券以及其他形式的资本没有什么不同。

投对了胎也能在一出生就拥有一生都享用不尽的财富。

如果通货膨胀造成的投资零回报能劫富济贫，从这些有着巨额财富的幸运儿手中，把国民产出的更大一部转移给其他人，比如那些努力工作，只是没那么幸运的公民，那么，这对一个公平的世界不会有什么损害。

然而，以牺牲富裕股东的利益为代价来改善工作者福利，这种做法的效果却并不明显。工作者所得的报酬已经是股息的 28 倍，而很多股息会流向养老基金、非盈利组织，比如大学和并不富裕的个人投资者。在这种情况下，我们把所有富裕股东的股息都转移到工作者的报酬中，其实远比不过经济增长对提高实际工资所做的贡献；而且这种转移我们只能做一次，因为这无异于杀掉一头奶牛或者一头猪。

因此，对穷人来说，通过通货膨胀来减少贫富差距，甚至连短期的实际帮助都没有。穷人的经济状况会随通货膨胀对经济的总体影响而起伏，而通货膨胀对经济的影响不可能是好的。

要大幅改善普通人的经济状况，就需要足够的资本。只有大量新资本投入到现代的生产设施中，才能实现这个目的。如果产业缺乏资本来创新以及购买昂贵的新设备，即使拥有优质的人力资源、巨大的消费需求和政府的许诺，也将一无所获。无论是苏联人还是洛克菲勒都理解这个公式。这一公式在日本和西德（原德意志联邦共和国的简称）已经被应用，并且产生了惊人的成功。高资本积累率让这些国家的生活水平快速提高。即便美国相对于它们有着能源优势，但它们的生活水平提高的速度也远超于我们。

为了理解通货膨胀对资本积累的真实影响，需要一点数学计算。让我们回到 12%的净资产收益率。该收益率是除去了折旧之后的，也就是说这是扣除了厂房和设备损耗的收益率。当然，这其中存在一个假设，就是厂房和设备可以在未来能以与当初相似的价格买到。

让我们假设利润的一半用来股息，剩下的 6%用于为未来增长提供资金。假如通货膨胀率很低，比如 2%左右，那么该利润的大部分将源自实际产出的增长。在这一条件下，必须额外投入 2%在应收账款、库存和固定资产上，明年的实际产出才能保持今年的水平。剩下的 4%将会用于购置新设备或修建新厂房，这将带来更多的实际产出。显然，2%的虚幻利润反映的是通货膨胀，而只有剩下的 4%能带来实际增长。如果人口增长 1%，那么这 4%的实际新增利润会转化为 3%的人均纯收入的真实增长。这看似非常粗略的估算，却一直是我们经济增长的方式。

现在，**让我们算算在 7%的通货膨胀下，还有多少能剩下支持真实的增长。答案是，如果分红政策不变和杠杆率保持不变，什么都没有。12%的净利润中的一半用于股息，剩下的 6%即使全部投入，也很难保持明年的实际产出与今年持平。**

许多企业在正常的派息之后，所剩的留存利润实际上已无法为自身业务的扩张提供资金。面对这种窘境，它们就会各出奇招。它们暗自发问，怎样才能在不触怒股东的情况下减少甚至停止支付股息？我给他们带来了一些好消息：现在已经有这样的方案了。

在最近几年，美国的公用电力企业几乎已经丧失了支付股息的能力。除非股东同意购买其增发的股票，否则它们就无法继续支付股息。1975 年，电力企业支付了 33 亿美元的普通股股息，却要求投资者返还 34 亿美元。

当然，电力企业这种拆东墙补西墙的做法并不是为了什么声誉。也许你还记得，1974 年，爱迪生联合电气公司直截了当地告诉股东，公司再也没有钱可用于支付股息了，而市场用灾难“回馈”了这种坦诚。

现在，更精明的公用事业类企业继续甚至还增加季度股息，但要求不论新的还是老的股东返还这些钱。

换句话说，企业会增发新股。在这一过程中，有大量资本被转给了税务部门和股票承销商。然而，每个人似乎都兴致勃勃，特别是承销商。

受到这些成功案例的鼓舞，一些公用事业企业想出了更便捷的方法：企业宣布支付股息，股东来交税，然后再快速发行更多的股票。虽然没有现金转手，但美国国税局一如既往地“剥削”股东。

比如，在 1973 年，美国电话电报公司（AT&T）推出了一项股息再投资计划。据说这家公司是非常关心股东利益的，考虑到金融界的风气，这种计划的实施是完全可以理解的，但这个计划的本质无异于《爱丽丝梦游仙境》。

1976 年，美国电话电报公司向其 290 万名普通股股东发放了 23 亿美元的股息。该年年底，共有 64.8 万名股东（前一年是 60.1 万名）在该公司增发的股票上再投资了 4.32 亿美元（前一年为 3.27 亿美元）。

举个有趣的例子，假设所有美国电话电报公司的股东都参与了这项计划，那么，股东将收不到一分钱的现金，这与爱迪生联合电气公司决定不发放股息如出一辙。非但如此，290 万股东还被要求为他们的留存利润支付所得税，因为那一年留存利润被改名为“股息”。假设 1976 年的“股息”总额为 23 亿美元，股东按平均为 30%的所得税税率缴税，那么，为了这份不可思议的计划，他们最终将向美国国税局支付约 7.3 亿美元。此情此景，想象一下，如果董事会决定将股息加倍，股东们会有多高兴？

随着企业在积累真实资本的问题上的奋力挣扎，我们必将看到各种变着花样降低股息的做法。显然，从不同程度上克扣股东权益并不能完全解决问题。**7%的通货膨胀率和 12%的净资产回报率叠加在一起，会减少支持企业实际增长的资本。**

因此，当传统的私人资本积累方式在通货膨胀条件下失效时，我们的政府就会更多地介入：以刺激资本流向工业部门。

这样做可能像英格兰一样失败，也可能像日本一样成功。日本式的积极干预，需要政、商、劳工的热情结合，美国显然非常稀缺这种文化和历史基础。幸运的话，我们会避免重蹈英格兰的覆辙。在英格兰，所有部门争夺自己的那份蛋糕，而不是合力把蛋糕做大。

然而，总的来讲，在未来一段时间里，我们很有可能会听到更多有关投资不足、滞胀和私营部门无法满足市场需求的消息。

<全文完>

第953篇.　　2021.05.08－股市的炼金术--读《巴芒演义》有感

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-05-08

以下文章来源于沉默十年以后 ，作者沉默的大多数

沉默十年以后 ． 长期主义者、自律；期待十年以后的自己

我读过唐朝之前所有的书，其中《手把手教你读财报》和《价值投资实战手册》我都不止读了一遍。有些书常读常新，在于能够引发思考以及发现自己知识的盲点。

能够正确的分析一个公司需要具备两点：

一个是技术，一个是思路

技术，就是你要具备基本的会计知识，虽然不要求多，但至少要能够看懂三张报表，以及会计科目之间的勾兑关系。

思路，就是我们要从什么角度入手，去分析一个企业。

这两本书非常好的解决了这些问题。

在这个基础之上要更进一步，则需要对企业的长期观察、对商业的深刻洞察，这就要看每个人的悟性、对企业分析的痴迷程度和努力程度。

听说《巴芒演义》是这些书中销量相对低的一本，我觉得这似乎也说明了问题。

大家都是带着快速入门的心情来到了股市，能够立竿见影的解决问题，是大多数人的迫切需求。

手里拿着钱，心里想赚钱，这马上就要上考场了，你居然还让我看巴菲特和芒格这些年的是是非非，大家似乎都不怎么能提起兴趣。

从前我也不喜欢读历史，觉得那些曾经发生的事已经与这个时代脱节了，从效用上看与现在的需求格格不入。

但是书读的越多，越发现这个世界纷纷扰扰，我们真正能够把握的脉络，在历史中都能找到影子。有些不仅仅是似曾相识，而是在不断的重复上演。

投资就是要抓住事物的本质，理清主要脉络，避免陷入数据的洪流中而迷失了方向。

大多时候我们要么被鬼故事吓倒，要么被过度自信而冲昏头脑。都是因为信息太多，而非信息太少。

老唐在这本书的自序中说到《巴芒演义》的三重价值：

1、以大师们思想成长为线索，将孤立和呆板的大师语录，融入到当时的特殊时代背景之下，阐明某些投资理念的适用环境和变化过程。

2、把股神从“神坛”上请下来，通过历史的追溯让经常被简单化和标签化的股神呈现完整的形象。让我们知道，他并非生而为神，而是通过不断的思考和完善中从普通人一步步成为股神的。

我们成不了巴菲特，大概率也成为不了“股神”，但是他的成长过程可以成为引导我们的路标，成为更好的自己，更富裕的自己，这是完全有可能的。

3、第三重价值是本书的易读性和趣味性。有时候兴趣是最好的老师，如果能够激发大家对价值投资的兴趣，也是这本书的价值体现。

《巴芒演义》中没有股票的代码，也没有我们熟悉股票的分析，有的是老唐参考书目达到 72 本之多，将近代投资领域多位知名大师的投资思想及代表性案例一一的搬上舞台，梳理价值投资的发展脉络。

今天我们几乎所有人都是站在巨人的肩上，而不是从零开始。

都在享受着大师们几十年来苦苦思考的精华。

这本书最大的意义在于告诉我们，**在投资的路上哪条路是对的，作为普通人也是可以走的通的**。

在投资领域，错误的信仰会让你走向深渊。正确的理念，如果没有十足的信心也很容易半途而废。

唯有建立“正确的信仰”才能成就更好的自己。

大神们用几十年时间和真金白银告诉你，某些路是走不通的，通过理论和实践证明了价值投资理念的可行性。

《牧羊少年的奇幻之旅》的自序中写道：

我耗费了十一年光阴钻研炼金术。一想到能够点铁成金，或能够发现长生不老液，就心驰神往，再没有研究任何巫术的念头。

...

尽管我全力以赴，结果却一无所获。炼金手册中以难解的词句断言会发生的现象根本没有出现。

...

在一节令人精疲力竭的传心术训练课后，我问老师，为什么炼金术士的语言那么空洞，那么复杂难懂。

“有三类炼金术士。”我师父说道，“有的说话空洞，是因为他们不了解自己所说的事情；有的是因为他们了解自己说说的事情，还知道炼金术的语言针对心灵，而不是针对理智”

“那么，第三类呢？” 我问道。

“他们从未听说过炼金术，却在生活中发现了‘点金石’”

我们无需学习炼金术，价值投资也不是炼金术，而是“点金石”。

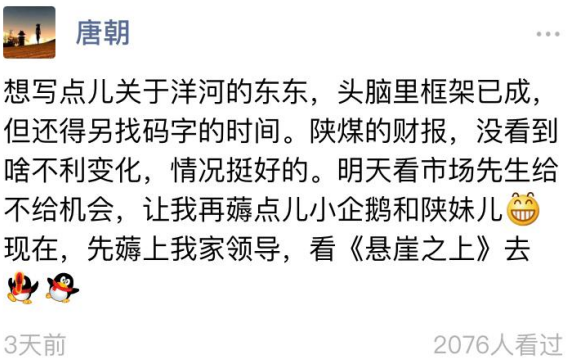
第954篇.　　2021.05.08 - 老唐实盘周记2021/05/08

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-05-08

本周交易

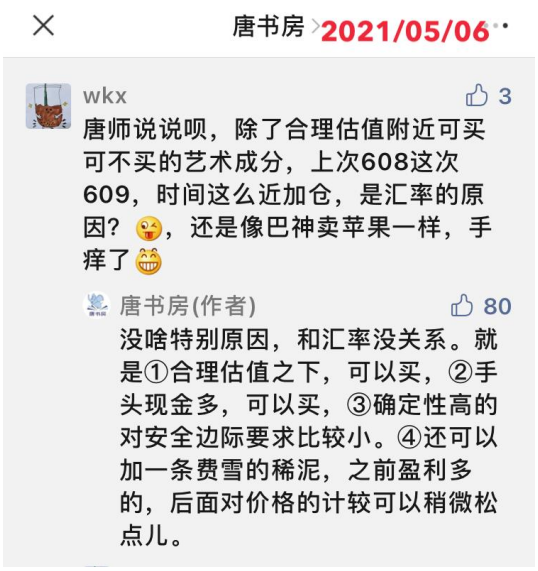
周四早上以 609 港币的价格，买入了 3%的腾讯。资金来自 1.492 元卖出等额恒生 ETF。

这是计划好的交易。大假里看过陕煤的年报，没发现啥不利情况，打算趁市场情绪悲观的时候，开盘薅点儿陕煤和小企鹅。



可惜陕煤没给机会，周四开盘直接蹦起来就跑了。好歹小企鹅还给了面子，609 加了 3%——短线技术超烂哇？成功抄「顶」，此时才 600

至于为啥买，当天晚上的留言区正好有朋友问，我也回复了，直接截屏过来吧，省的再答。



当前持仓

目前持仓腾讯 29%，洋河 25%，古井 B6%，分众 5%，茅台 4%，海康 2%，陕西煤业 2%，恒生 ETF26%。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	29%	66000±10%	<33000	72500	47657	600.00	6.38%
洋河股份	25%	3850±10%	<1925	4700	2805	186.10	-21.14%
古井贡B	6%	770±10%	<385	900	434	104.00	-3.69%
分众传媒	5%	……	<700	1980	1543	10.51	6.48%
贵州茅台	4%	24000±10%	<12000	……	23905	1903.00	-4.75%
海康威视	2%	5300±10%	<2650	……	5542	59.32	22.28%
陕西煤业	2%	……	<930	2000	1204	12.04	28.91%
恒生ETF	26%	现金替代品				1.486	3.84%
沪深300						4996.05	-4.13%
上证指数						3418.87	-1.56%
2021/5/8			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8279	

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	26%	66000±10%	<33000	72500	49825	623.00	10.46%
洋河股份	25%	3850±10%	<1925	4700	2901	192.50	-18.43%
古井贡B	6%	770±10%	<385	900	438	104.27	-3.44%
分众传媒	5%	……	<700	1980	1582	10.78	9.22%
贵州茅台	4%	24000±10%	<12000	……	25209	2006.78	0.44%
海康威视	2%	5300±10%	<2650	……	5866	62.78	29.42%
陕西煤业	2%	……	<930	2000	1125	11.25	20.45%
恒生ETF	29%	现金替代品				1.500	4.82%
沪深300						5123.49	-1.68%
上证指数						3446.86	-0.75%
2021/4/30			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8336	

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；

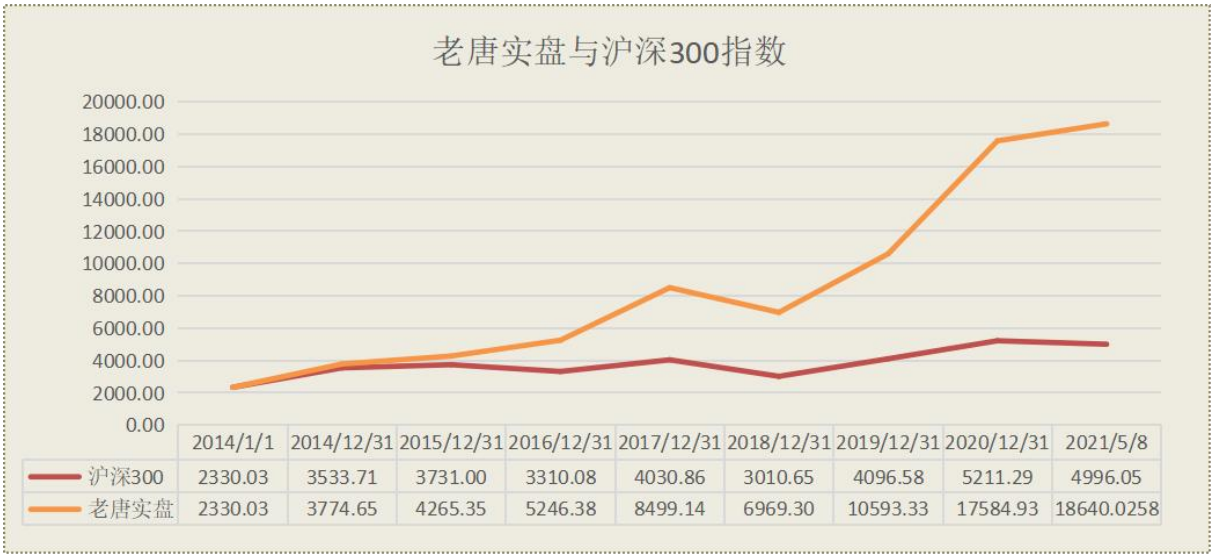
②仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2021 年内收益 6%（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%，6%（均不含新股中签收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 800。以 7.35 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	2020/12/31	2021/5/8
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	5211.29	4996.05
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	17584.93	18640.0258

重要事项

1. 说件私事。

本周就开市两天，没啥要紧事（或者是因为我都在外面，没注意到有啥要紧事），趁机用这个位置通报一点私事吧。

年初，我给大家汇报过：今年上半年，我有一笔 500~1000 万的现金支出需求。

这个金额的支出，大部分朋友都猜到用途了：买房。

不过，绝大部分朋友猜的是给儿子在上海买房，猜错

上海限购，儿子目前还没有买房资格。

是我们自己买房，买在苏州了。预计老唐夫妇将在八九月份搬去苏州生活。

这个事情，去年夏天就在规划。

记忆力好的朋友，可能还会记得，去年 11 月，老唐的当月阅读里有本书，书名叫《地道风物：苏州》，当时就已经在看房子了。

买在苏州的出发点，是因为儿子基本确定会留在上海，我们打算搬到能让他在一个小时左右到家的地方。

不太远也不太近，无需天天和父母待在一起（你懂的），但周末或者节假日想回来当个小懒虫的话，抬脚就可以回来。

去年看房时，标准基本是清晰的。

筛选范围就是距离上海最近的两个大城市：苏州或无锡，首选苏州。

我家领导本来也蛮喜欢杭州的，只是因为距离原因排除了。

户型特征：2017 年以前建成的房产，新房或二手均可，二手精装优先。

——2017 年开始，新房限价，市场开始火爆到抢房的境界。经济学常识告诉我 2017 年之后建设的房子，质量低劣的概率更大。

基本要求：地铁口附近，视野开阔的大平层，面积在 300±50 ㎡范围内，小区安静，附近有大型超市或菜市场，有适合跑步的场所。

地铁口附近，方便儿子全程地铁/高铁无缝到家。

大平层是因为我住烦了楼上楼下的格局。家里平时就两个人，不想分布在两三层里，过那种通讯基本靠吼（下来吃饭啦~）的生活

超市或菜市，满足我家领导日常亲自采购新鲜蔬菜、瓜果、肉类、水产品的需求。其他方面，似乎目前电商都已经可以彻底解决。

这套标准下，去年陆陆续续地看了不少房子，最终在苏州某湖边选中一套前后无遮无挡，视野开阔，2016 年交房，面积符合要求的二手精装湖景大平层，小区门口就是地铁站。

原房主大约花了百万左右装修，2017 年底入住的，装修和家具保护的挺好，风格也很适合我的审美。

除了我需要改造出一间三四十平米的书房之外，其他地方基本不需要动。

——具体位置和准确面积，就请不要追问了，给老唐留点儿私人空间，谢谢

看房的时候，还差点被书房的@K.J 和他家两个可爱的宝贝儿，合力“忽悠”到他家对面楼栋去，成为无锡人

感谢@K.J 和两个宝贝儿的积极推荐，以及大量实地照片和视频。

@K.J 家所在的小区，完美符合我的各项筛选标准，而且额外有个优势：是无锡某名校的学区范围（苏州这套房所在学区一般）。

不过，苏州这套房子最终还是以距离上海更近+户型更合理取胜。

毕竟至少在六七年之内，我还看不到孙子孙女读小学的需求

等儿子有这个需求的时候再说吧，说不定届时有资格在上海买房呢！

本来春节前就准备去苏州签合同的，结果春节前成都有位小姑娘到处窜酒吧，感染了新冠（全国人民都晓得了）。

成都市政府提醒成都人尽量不要外出，其他城市盯着成都来客的眼神也警惕起来了，买房的事情也就拖到了年后。

苏州也限购，不允许外地人买房，但苏州接受本科学历直接落户。

所以，我们买房的途径是先转儿子户口到苏州，然后用儿子的名义买房。

对于一名投资者来说，房贷当然是能用尽量用的。5%利率和我的投资回报率之间的差额，就是银行每年白送给我的金钱

但因为儿子刚工作一年多，收入显然不够资格负担这种金额的贷款，需要父母担保贷款。

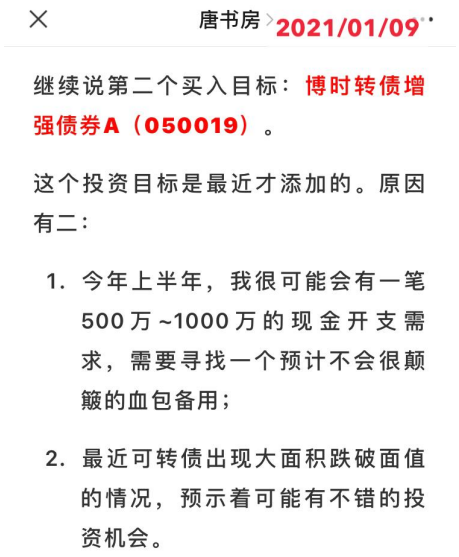
我们的资产没有问题，有问题的是我们夫妻都没有工作、没有单位、没有社保记录，我家领导失业 17 年，我失业 15 年。

这种情况能否顺利以儿子的名义贷到款，心里没底。

所以年前做了两手打算，能贷就贷，不能贷就一次性付清。现金需求 500~1000 万的跨度就是这样出来的。

也正是在这种考虑下，1 月 9 日卖出 16%仓位的茅台后，我将 8%在 1.447 买入了恒生 ETF。

另外 8%做了出金处理，暂时申购了博时转债基金，申购价格 1.977 元，打算若贷款被拒，就做一次性支付。



很可惜，买入没有深入研究的东西，立刻就被无情打脸

截止今天，博时转债收于 1.838 元，相对买入价格跌了 7%

——当时如果没这个安排，会和另外 8%一样，在 1.447 买入恒生 ETF，今天应该是盈利 2.7%（现价 1.486），正负差约 10%。

而且由于我期间用钱，在比 1.838 更低的价格赎回过少量，总体造成了近 9%的损失，损失总额达到了总市值的 0.7%，**构成老唐最近 10 年最重大的一次损失。**

教训深刻🧐

本周，房子贷款的事情确定了，不需要一次性付清。

目前持有的约占总市值 7%的博时转债基金，我准备下周内认赔赎回。

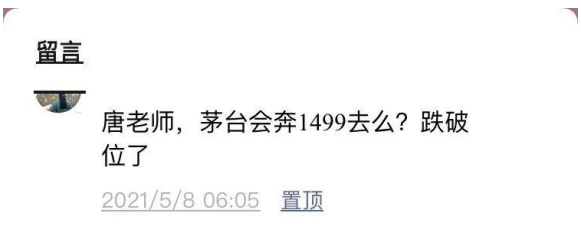
这笔钱到账后（赎回 5 天后到账），我会按照重新追加资金的形式计入老唐实盘。

但至于怎么安排，是直接放在恒生 ETF 等待，还是加仓其他持仓个股，暂时还没考虑好。

貌似目前市场已经出现恐慌气氛，媒体开始嘲笑“股王”跟跌不跟涨



后台也收到不少对茅台和上海机场担忧的留言，类似于这种：

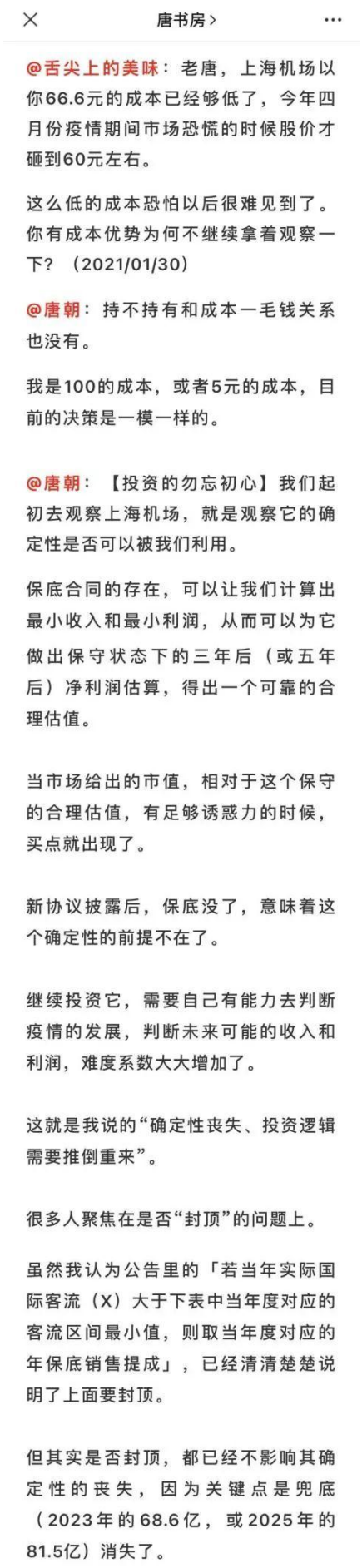


和两个多月前鄙视老唐卖茅台时的一片乐观景象，形成了鲜明的对比，或许市场先生给机会让我安顿手头的富裕资金呢

至于上海机场，很抱歉，我现在给不出答案

我在 71.1 卖出观察仓，是基于兜底确定性丧失做的决策，而不是对未来经营情况的预判。

此时回看新协议刚出来时的这两段话，估计可以有更深刻的认识：



它目前对我而言，属于“太难”的类型。

我自认没有能力去判断疫情发展情况，也没有能力去估算未来几年的收入和利润。

没有继续跟踪，也无法回复类似于“现在怎么办”的提问🫵

另外，付首付的时候，我将支付宝里的恒生指数基金赎回了——毕竟股票账户里已经有那么大比例的同款产品，两只医药基金没动。

目前手头基金的持有状态是这样的：



其中“持有收益”和“累计收益”两个数字之间的差额，就是恒生指数基金的获利。

两只医药基金均是 2019 年内陆续买入的，2020 和 2021 年内无买无卖（医药基金市值未包含在老唐实盘内）——特此告知，算有头有尾吧🫵

对老唐买入医药基金的前因后果不了解的，可以向书房发送“医药”，提取相关思考。

或者看 2019 年和 2020 年的年终总结：《老唐的 2019 年》和《老唐的 2020 年》。此处不再重复。

2. 本周著名投资大师大卫. 史文森因病去世。

当地时间 5 月 5 日，耶鲁财神大卫.史文森因病去世，年仅 67 岁。

据其弟子、高瓴资本创始人张磊发文说，史文森已经与癌症抗争 9 年了——2012 年查出肾癌晚期。

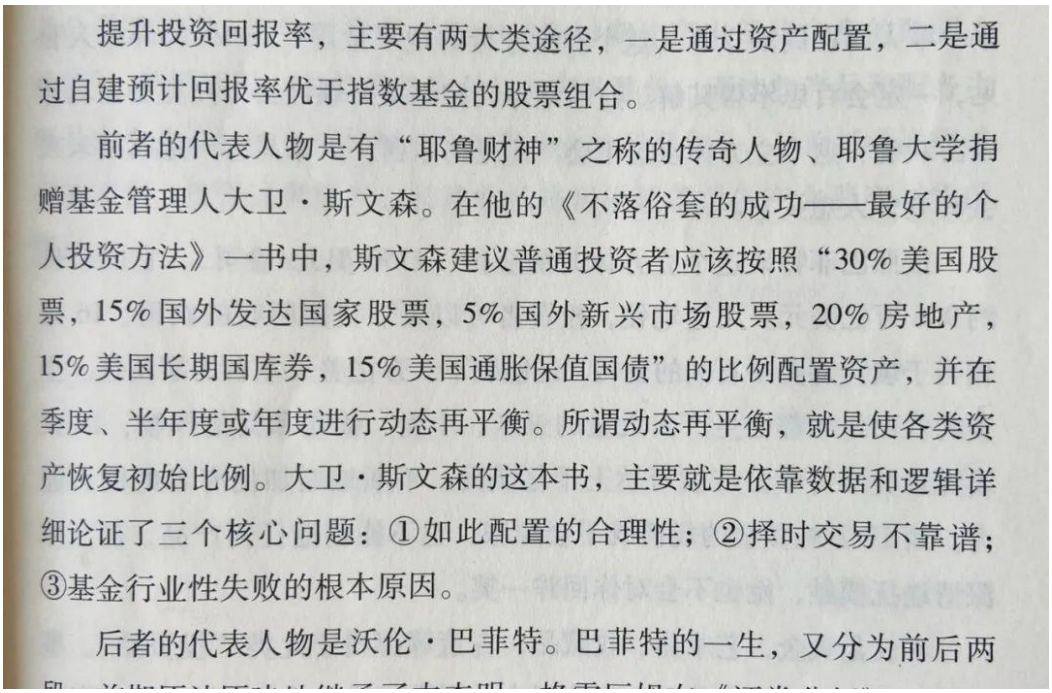
大卫.史文森号称耶鲁财神，从 1985 年开始担任耶鲁大学捐赠基金的管理人。

在 35 年的投资生涯里，史文森取得了 13.1%的年化回报率——同期伯克希尔.哈撒韦带给投资者的年化回报率约 14.3%。

过去 20 年，史文森取得了年化 9.9%的回报，同期伯克希尔.哈撒韦带给投资者的年化回报约 9.4%（截止 2020 年底）。

这个收益率数字看上去似乎不起眼，但考虑到耶鲁基金庞大的规模（目前 312 亿美元），以及需要持续提取资金用于教职员的薪资支出、科研支出以及对优秀学生的经济支持等，对波动性、回撤及流动性要求，都比普通基金更难一些。因此，史文森这个回报率已经是世界顶级水平。

在老唐的《价值投资实战手册》一书的 29 页，我曾将大卫.史文森和沃伦.巴菲特并列为两大代表，简单介绍过史文森的投资思想。


提升投资回报率，主要有两大类途径，一是通过资产配置，二是通过自建预计回报率优于指数基金的股票组合。

前者的代表人物是有“耶鲁财神”之称的传奇人物、耶鲁大学捐赠基金管理人大卫·斯文森。在他的《不落俗套的成功——最好的个人投资方法》一书中，斯文森建议普通投资者应该按照“30%美国股票，15%国外发达国家股票，5%国外新兴市场股票，20%房地产，15%美国长期国库券，15%美国通胀保值国债”的比例配置资产，并在季度、半年度或年度进行动态再平衡。所谓动态再平衡，就是使各类资产恢复初始比例。大卫·斯文森的这本书，主要就是依靠数据和逻辑详细论证了三个核心问题：①如此配置的合理性；②择时交易不靠谱；③基金行业性失败的根本原因。

后者的代表人物是沃伦·巴菲特。巴菲特的一生，又分为前后两

对资产配置理念感兴趣的朋友，可以阅读大卫.史文森的两本书《不落俗套的成功--最好的个人投资方法》和《机构投资的创新之路》。

学习和继承大师的思想，也是对大师的一种缅怀🙏🙏

《不落俗套的成功》更适合个人投资者阅读，国内最新译本叫做《非凡的成功：个人投资的制胜之道》

3.本周有三篇读书笔记入选。

入选笔记是：

- 《巴芒演义》开启财富自由之路——by@-

<用这么奇怪的微信名,很好奇平时聊天怎么称呼你？😄>

- 打通投资的任督二脉——by@FLJ
- 走在正确道路上的投资人，富裕是必然的结果——by@浩然

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

本周跑步两次，一次 10 公里，一次 12 公里；散步一次 4 公里。



周六同口径除皮净重 85.7kg（175cm）

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

第955篇.　　2021.05.09 - 书房拾遗2021年第9期

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-05-09

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。

大概每凑够四千字左右，就推送一期。今天是 2021 年第 9 期。

@老侯哥哥：贵州政府也是很十分非常想让茅台涨价，为啥又一直压着不涨呢？

@唐朝：如果你管着国家的一种物资，你是希望价格显著低于市价，你到处被人求，见谁都高一头，走哪儿都是大爷。还是希望价格等于或高于市价，你通过低头哈腰拼死努力到处去推销，让国家多赚一点钱？

2021 年 4 月 8 日

@静水流深：有一事想请教：2020 年腾讯年报在批注页 43 页 iii：由于投资性质改变，以公允价值计

量且其变动计入损益的金融资产转拨至联营公司投资……

您说过笋子类资产不可转为其他三类资产，其他 3 类资产可以转笋子。但是在这里又为什么笋子可以转联营呢？

是香港的会计通用准则不一样吗？还是说在某些特殊的投资性质改变的情况下可以转？谢谢！

@唐朝：类别发生转移的时候，可以变。类别没有发生转移的时候，不可以变。

所谓类别发生转移，就是指在控股、联营合营、金融资产之间的变化，通常是因持有股权比例、董事会席位、实质控制等外在原因发生了变化。

这部分我在新手财 118~124 特意写了很多变化的陷阱。

这方面，香港和内地规则是一样的。

2021 年 4 月 8 日

@唐门小桐：老唐，沪深 300 指数 510310，为什么我在支付宝和微信看一直是暂停销售啊？看了好几次都这样。

@唐朝：510310 是在券商股票交易软件里买卖的，在支付宝微信里购买的代码是 110020。

2021 年 4 月 12 日

@逆流而上：读东方雨虹遇到了一个新名词，应收账款 ABN，查了百度，还是不太理解，求中翻中！

@唐朝：以应收账款为底层资产发行的票据。简单理解就是用应收账款抵押借债，等收到应收后连本带利归还。

2021 年 4 月 13 日

@赵小闲：茅台的工艺真的就不能机械化或者现代化吗？

比如上甑的工人每天汗流浃背的用簸箕把糟醅均匀的洒在酒甑中 ，这个活肯定很累，果真不能用现代的机器臂来替代 ？

打个红丝带这个肯定能够用机械来完成的，偏偏用人手来做。

@唐朝：大部分原因其实是当地就业问题。作为一个负责任的当地大型（唯一的大型）企业，不能为了节省一点成本而抛弃当地人民。

那样人民会抽出裤衩上的皮筋做弹弓砸我们家玻璃的。这是智慧，大智慧，保芳总有次聊过的。

@唐朝：与之类似的，是仁怀市农民种的有机糯高粱。

茅台给种子，给肥料，派技术员，而且提前签合同收购，收购价格比市价高出 50%。

这也是担当，是共同富裕的大政，同时也成了竞争的招牌，扼杀对手的阳谋图片

不要小看茅台，那绝对不是传说中的放条狗也能管好的企业。

@赵小闲：大国企担当，这个层面的考虑以后得重视👉

@唐朝：其实不仅企业如此，我们生活中做人做事也是如此。

任何时候，都能让我们前后左右的相关人等，因为你而获得好处，看上去似乎你让利了，吃亏了。

但维护你的人会越来越多，想创造机会和你合作的人越来越多。你的机会越来越多，事业和财富自然就起来了。

这也是李嘉诚的传家秘籍：如果一份合作七三开是公平合理的，争取一下甚至八二开也是可以的，此时坚持自己只拿六，想不发财很难。

@谢匡：这不是占咱老唐家的便宜么😎

@唐朝：如果要问我从一个一无所有的农村穷小子走到今天，最大的秘诀是什么？

我会说，是因为几十年来，每一个和我接触的人，都从我身上得到了超过他们预期的好处。

或者换成你的说法：我比较擅长于让人占我的便宜😁

这样做的结果，一是主动找我合作的机会多出很多（便宜谁会不喜欢占呢？），让我有更多的选择余地；二是在生活和事业上，但凡遇到可左可右的事情时，一般都会有人帮忙向有利于我的方向左一左。

这看上去就仿佛总有好运气或者总有贵人相助。每次都好一点点，长期叠加下来，可能结果差距就会很大很大。

@赵小闲：宝藏老唐，我真学到很多东西，这两年生活工作还算顺利，跟从你这里学到的东西很有关。记得你那篇名叫《财富的两个要点》的文章，对我生活工作指导很大🌹🤔

@远峰：这里我又有了一个问题，以你四十多年的人生经验和洞察力，如果不是一个聪明人，却总是乐于吃亏，结果会比他不愿吃亏过得更好还是更差？

@唐朝：乐于吃亏≠做烂好人。

乐于吃亏+及时认识并从内心界定那些老是占便宜，从无反馈意图的人，并将其划分为不值得帮助、不可以合作的人（前面付出的“亏”，就算甄别的代价。长远看，是很划算的代价），大概率比不吃亏的聪明人过得好，好很多😁

2021 年 4 月 15 日

@大桃儿：求教，2019 年洋河年报里其他非流动金融资产科目里，财报里 2019 年有 50 多亿，2018 年没有。

但是为啥财报附注里期初余额却有 30 多亿？是年初第一天买了这么多吗？

其他非流动金融资产	5,050,851,671.16	

10、其他非流动金融资产

单位： 元

项目	期末余额	期初余额
权益工具投资	3,353,861,013.63	2,954,345,741.07
债务工具投资	1,696,990,657.53	169,803,013.70
合计	5,050,851,671.16	3,124,148,754.77

其他说明：

@唐朝：2019 年 1 月 1 日起，沪深交易所上市公司全面实施新会计准则之新金融工具准则，导致的资产科目重新分类（参看《新手财》序言第 4 页）。

2021-04-16

@颠老一个：老唐已经完全走入我的生活了！家人说我被老唐洗脑了，没救了！

家人非让我跟着一个做短线的学 K 线啥的，说人家年年在股票赚钱，厉害的狠，说我这套时间成本太费了。

我说有这个功夫还不如多看几部动画片，我不做无用功！为这事争论了一晚上！哎，跟投资理念不一

样的沟通起来真的好难！

@唐朝：人的大脑不可能是空的，不是被鲜花占据，就是被野草占据。慢慢来，别着急，别争辩。口说无凭，市值为证，信任和被信任都需要时间。

2021-04-16

@橘生淮南：唐叔，陕西煤业要是达不到买点，就突突上涨。这怎么办呢？

@唐朝：那就少赚点儿呗，要不能怎么办，又没能力把它砸下来。

2021-04-16

@水手：老唐你好，新手财中提到现金流量表是描述现金及等价物的变化过程。

可是，以 2020 年茅台财报为例，按照“余额 = 货币资金余额 - 存放中央银行法定存款准备金 + 拆出资金 - 不能随时支取的同业存款”计算，则

期末余额=360.91-68.22+1182-0=1474.69 亿元.

期初余额=132.52-67.28+1173.78-26=1213.02 亿元.

所以现金流量表的变化应该是 1213.02 到 1474.69 的过程。

但实际的现金流量表的期初和期末余额是 1210.04 到 1467.41。请问是哪里出了问题呢？

@唐朝：2019 年元旦会计准则切换时（2019 年报 p77），公司将 3 亿多应收利息调整到“拆出资金”总额里，产生了 3 亿多“虽然计入了拆出资金总额，但其实没收到现金”的数字，这就是 1210 和 1213 的差异所在。

2020 年推测也是如此，即拆出资金总额包含了应收利息（但截止 12 月 31 日还没有收到现金的）七亿左右。

@水手：佩服，“公司基于实际利率法计提的金融工具的利息应包含在相应金融工具的账面余额中”，请问是否是由于这句提示，而判断是归入了拆出资金，而不是其他的科目下。谢谢。

@唐朝：除了这句话，你可以再看看 2019 年报 77 页和 78 页的表格最后一列，有明确的数据变化的，精确到分。

2021-04-19

@海阔天空：唐长老，如果一直股票您特别看好，您配置它的最大仓位是多少呢？

@唐朝：40%。

2021-04-20

@汪洋：我认为《巴芒演义》的重要性之所以没有得到应有的重视，一是易读，容易被当做故事看，而这恰恰是老唐功夫的体现（把严谨的投资理论用大多数人能够听懂懂的话说出来）；

二是读者投资类知识储备不足，还不足以理解价值投资的内涵（字都认识但不知道传递的思想）；

三是或多或少和书名有点关系，容易被误解为是故事趣闻（中国人对演义两字早已在儿时就被三国填满了）。

读《巴芒演义》之前我读过好几本价值投资的书，应该说都是比较有知名度的，包括天南老师翻译的致股东的信，一个特点就是巴菲特和芒格都被神化了，但是读了巴芒演义就发现巴芒二老也不是神，价值投资也不是高不可攀。

《巴芒演义》解决的不是技术的问题，是对投资认知的问题，是解决“炒股票”还是买优秀公司股权

的问题…

至于怎么看待巴芒演义，等投资者在市场里亏上几次之后大概才会静下心来琢磨什么是投资，蓦然回想到《巴芒演义》之后，才突然觉悟到它的重要性，才发现自己可能与财务自由擦肩而过，起码少赚自己好多年工资收入是肯定的。

我敢肯定，再过五年，《巴芒演义》肯定比现在火 。

@唐朝：我也是这么认为的。真正读《巴芒演义》能拍肿大腿的，是那些读过很多价值投资书籍，有过很多思考和很多困惑的人😁

@汪洋：感谢老唐，读了那么多投资类的书，还是《巴芒演义》解决了根本问题。

以前上班时间魂不守舍的就想看盘，遇到大跌慌得一比，现在该吃吃该喝喝，有空了才打开软件看一看。就像娶了个媳妇，以前是就怕出去不回来了，现在是她想去哪儿就去，才不担心自己媳妇跟人跑了

@唐朝：哈哈，绝妙好比喻😁👍

2021-04-20

@彭云：老唐，如果你是因为最近需要用现金而卖出博时，那为什么不卖出恒生 etf 换现金呢？毕竟恒生目前是赚的，而博时还需要割肉。

@唐朝：我眼里没有成本概念。

2021-04-20

@季晴川：老唐，你好，请问有股票被套了 35%的话该怎么解套？有没有一些比较好的方法给我们小白普及一下？谢谢！

@唐朝：①我从来不从解套的角度考虑问题。我来股市是为了有机会用五毛钱换一块钱，类似鸡毛换糖的生意，不是为了解套拿回曾经属于自己的本金；

②从 2018 年中 10.38 元介入分众开始，最低曾跌至 3.85 元，幅度远超你说的 35%。

期间全部思考过程和应对策略，我都实时在书房成文分享过。这应该是比事后虚构的处理方法更有价值的教材吧！

2021-04-21

@彭宜东：看实盘业绩，非常不错……不太明白 2015 年收益率为啥那么低，只有 13%？

毕竟 2015 年上半年大牛市啊，虽然下半年千股跌停，但如果及时出来，总收益应该不会才这个数据吧？

@唐朝：很遗憾，我没有“及时出来”的能力。2015 年的每一天我都是满仓度过的。

2021-04-25

@出言：唐老师，如果价格合适，腾讯、洋河、茅台、海康、分众你分别最高能给多少比例的配置？

@唐朝：40%，25%，40%，15%，15%。

2021-04-27

@七里：定制化是 2B 软件行业中可怕的存在，后期版本维护、新需求开发，都很困难。沉淀成标准化产品更是难上加难。话又说回来，一旦跨过去，那就是深深的护城河…

@唐朝：对的，你说到软件。必须要提一下，用每年财报披露的”增值税超税负返还“金额，除以退税率，得出的海康软件业务增加值，基本已经占到公司整体毛利润的 60%左右了，企业软硬协同的特征非

常明显。

推算方法：

①我国财政部、国务税务总局 2011 年的《关于软件产品增值税政策的通知》(财税〔2011〕100 号)规定，自行开发研制的软件产品销售先按增值税实际税率缴税，实际税负超过 3%部分经主管国家税务局审核后予以退税。

②从 2012 年开始，每年年报里都会披露“增值税超税负返还”的金额。搜出这个金额，除以退税率，便可以反推出当年的自研软件增加值；

③2012~2017 年增值税率是 17%，所以退税率是 14%；

2018 年 5 月 1 日降低为 16%，可以毛估估为退税率=（4 个月的 14%+8 个月的 13%）/12；

2019 年 4 月 1 日增值税率降低为 13%，可以毛估估为退税率=（3 个月的 13%+9 个月的 10%）/12；

④将软件增加值与公司毛利润对比（毛利润=营业收入-营业成本），看软件毛利润在总体毛利润里的占比。

我统计和推算过从财政部 2011 年发布“自研软件增值税超 3%的部分返还”的政策后，至今 9 年的数据。

数据就不给大家了，避免剥夺朋友们亲自动手的乐趣。

2021-04-27

@努力君：老唐你好，海康历史平均估值是 30 左右，随着碎片化的发展，你觉得海康未来的估值会达到什么水平？谢谢

@唐朝：我从来判断不出来任何企业未来的估值，那是市场先生给的。我只知道某些估值可以利用，某些估值只能坐视，某些估值可以薅一把羊毛。

2021-04-27

@小豚：今天洋河的涨停充分回答了“为什么老唐预计洋河一季报大概率不及预期，但是不减持”

@唐朝：不仅是不减持，相反，大量增持了

165.99，157.80，151.05 三处，合计增持了原持仓数量的约 45%。

2021-04-29

@yc：老唐，请问你每天会花多少时间看 K 线走势，价格，消息呢?

@唐朝：K 线，0 秒；价格，两三分钟吧；消息，说不好，东看西看，各种材料都会乱看一通的，不知道算不算你说的“消息”。

2021-04-29

@逸宸爸爸：老实说，我一直很看不懂你买酒买洋河，一直觉得泸州和五粮液更好点。不过今天洋河涨停，还是很厉害的。

@唐朝：涨停也不厉害。长期涨幅依然远远落后于五粮液和老窖。但为什么要去追求厉害呢？舒舒服服赚到自己能力范围内的钱，不好咩？

2021-04-29

第956篇.　　2021.05.13 - 洋河的2021年业绩推算过程分享及有关产能的一个猜想

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2021-05-13

关于洋河，我写过的文章非常多了，再系统展开没啥意思。今天就聊两个朋友们问的比较多的问题：

第一，2021 年洋河业绩的推算过程，

第二，为何实际产能远小于设计产能，酒厂却又在扩产？

希望对朋友们有用。

第一、关于业绩推算。

朋友们都知道，我目前给洋河的 2021 年业绩预测是：在中银证券年内股价涨跌幅为 0 的假设下，预计 2021 年全年净利润 90 亿左右。

这个数据是如何估出来的呢？

老唐不喜欢装神，不喜欢故弄玄虚。等我直接将计算过程亮出来，说不定你会一撇嘴，说一声“切，这不是瞎蒙嘛！”。

瞎蒙就对了。对于绝大多数公司，哪怕是巴菲特，其实也是“瞎蒙”

看个大概轮廓就够了，投资并不需要精准预测企业经营成果，也没可能做出精准预测。

我们现在已经知道了洋河 2021 年一季报营收 105.2 亿，归母净利 38.6 亿，扣非归母净利 38.1 亿。

动手统计过去五年里，洋河一季度扣非净利和全年扣非净利数据，然后看一季度占比，我们会得到这样一组数据：

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
一季度扣非净利	22.1	24.2	26.6	33.3	38.1	32	38.1
全年扣非净利	49.2	54.1	61.4	73.7	65.5	56.5	?
占比	45%	45%	43%	45%	58%	57%	?

我们会发现一个明显的规律，在 2019 年之前的几年里，一季度扣非净利润占全年扣非净利润的比例，基本稳定在 45%左右。

——这个规律不难解释，在白酒行业里，除了茅台这个奇葩之外，其他企业都有“一季定全年”的说法。

这是因为白酒消费通常带有明显的季节性，第一和第三季度是旺季，第二和第四季度是淡季。

原因也简单，一季度是冬天，更适合饮用白酒，且一季度包含春节在内，是中国人一年里喝酒最多，人情往来最多的季节，自然也就是白酒经销商大量进货的时间段。

这个期间白酒开瓶率更高，且消费档次会明显提升（第三季度包含为中秋国庆大假备货的时间段。中秋是仅次于春节的饮酒场景及礼品往来场景），公司的销售收入和净利润都会比其他季度更高一些。

企业的产品靠着数千的经销商，以及犹如毛细血管一样的数十万甚至数百万零售终端去完成，人们的消费习惯，决定了经销商的进货习惯，也就决定了厂家的报表特点。

对于洋河而言，我们需要思考①2019 年和 2020 年全年扣非利润为何没有达到“一季度扣非净利润/45%”？

②导致这个情况产生的不利因素，2021 年是否还存在？

然后就能大体确定自己可以采用的比例了。

现在我们知道了，2019 年中洋河开始解决渠道压货的历史问题，导致全年净利润增长不利。

2020 年，一方面是持续解决渠道压货问题，一方面是春节前爆发疫情，导致经销商元月从公司拿的货，并没有如历史规律那样被消化掉。

加上疫情影响的餐饮聚会大量减少，所以后面三个季度进货量下降，全年没有取得预期的增长。

现在，我们要面对的问题其实就两个：第一，渠道压货情况是否已经基本解决；第二，2021 年一季度有没有发生同样的大量进货，然后积压的情况。

第一个问题，公司介绍过情况，目前渠道存货情况正常，积压问题已经基本解决；

第二个问题，2020 年底，国内疫情就已经有死灰复燃迹象。2020 年 12 月 25 日，北京市新型冠状病毒肺炎疫情防控工作新闻发布会上，政府就已经提出了“就地过年、非必要不出京、非必要不出境”的倡议。

随后全国 29 个省市自治区陆续发布了就地过年的倡议，多个省市还出台了鼓励就地过年的相关经济鼓励政策。

这种情况下，我们有理由相信经销商对一季度白酒消费场景变化，是有预期、有准备的。不会向 2020 年元月那样大量进货，然后积压。

据此判断，我个人估计：**乐观情况下，2021 年一季度扣非净利会恢复到历史占比的 45%数据附近，全年扣非归母净利为 38.1/45%≈85 亿。**

悲观情况下，2021 年一季度扣非净利润也会占到全年 50%左右，不会惨成 2019 年的 58%和 2020 年的 56%。如果按照 50%估算，则全年扣非归母净利为 **38.1/50%≈76 亿**。

算完了扣非，我们再看看非经常性损益部分。

洋河的非经常性损益，涉及非流动资产处置、政府补助、交易性金融资产公允价值变动及处理收益等。

但其实主要来源就是交易性金融资产相关收益（持有分红或利息+公允价值变动损益）。

2020 年财报第 7 页和第 8 页数据显示 2020 年的非经常性损益就是约 24 亿交易性金融资产相关收益，然后扣掉 25%所得税后的 18 亿。其他部分几乎可以忽略。

交易性金融资产（笋子）分为：银行理财、信托理财和权益资产投资三大部分。

前两部分都不难预测，公司共计有 160 亿信托和理财。

具体类型	委托理财的资金来源	委托理财发生额	未到期余额	逾期未收回的金额
信托理财产品	自有资金	1,212,041	1,212,041	0
银行理财产品	自有资金	391,225	391,225	0
合计		1,603,266	1,603,266	0

按照 5%的综合回报率毛估，也能得到 8 亿税前利润。

期间公司还会有至少六七十亿新增现金（2021 年卖酒的经营净利润）但不清楚公司会将其投入理财还是存款，暂且毛估增加 1~2 亿税前非经常性损益。

〈公司现有 72 亿银行存款，但这部分产生的收益是财务费用--利息收入，不计入非经常性损益〉

则非经常税前损益预计约 9~10 亿，扣掉 25%所得税，折合约 7 亿左右税后净利润。

因此，悲观情况下，扣非净利+理财收益=76+7=83 亿；

乐观情况下，扣非净利+理财收益=85+7=92 亿。

至于权益类投资这部分，无法预测。

截止 2020 年末，公司持有公允价值 45.2 亿的权益类资产（年报 150 页）。

其中 17.5 亿是中银证券。其他部分可以参看书房去年 12 月 3 日文章《洋河超百亿的投资和理财，藏得有雷吗》一文里的统计。

这 45.2 亿全部计入笋子类资产，其公允价值波动直接影响洋河的报表利润。

由于去掉中银之外的部分，基本是私募基金及非上市公司权益，公允价值取净资产或者估值，其波动一般不会太剧烈，通常是轻微增长，可以给这约 27 亿权益类投资估个 2 亿左右的增幅。

公允价值变动的大头，是约 7900 万股中银证券的股价波动。这部分没有办法预测，只能承受。

于是结果出来了：除了无法预测中银证券股价变动之外的部分，

悲观情况下是 83+2=85 亿，乐观情况下是 92+2=94 亿，

在 85~94 亿之间，我就猜个中间值 90 亿左右。

这就是“假设中银证券涨跌幅为 0 时，全年归母净利 90 亿左右”的思考过程。

是不是一点儿也不玄妙，甚至可以说有点简陋？🤔

喜欢踩踏老唐的大小 V 们，手头又多了一条老唐自己提供的铁证🤦

第二、关于产能的一个猜想。

今年几家白酒企业的信批质量，齐刷刷地有了提高。

一家公司提高信批质量，可以说公司进步。但齐刷刷的提高，估计是证监会和交易所提出的强硬要求。

感谢证监会，感谢交易所，这是对投资者最大的帮助🙏👍

2020 年洋河生产了约 16 万吨白酒，销售了其中的 15.6 万吨——这都是指灌装好的商品酒，不是基酒。

到年末库存商品酒约 2.4 万吨，基酒 60.9 万吨——这就是过去公司多次谈到的“近 70 万吨库存基酒”的准确数字。

同时，公司在年报的 13 页还披露了设计产能和实际产能。

3、公司产能状况

单位：吨

生产主体名称	设计产能	2020年实际产能
洋河股份（含公司洋河分公司、泗阳分公司）	222,545	122,366
双沟酒业	97,040	38,127

从这里我们发现一个细节问题，公司的设计产能合计约 32 万吨，但实际只生产了 16 万吨——注意，口径依然是商品酒。

按照我的推测，浓香基酒每吨可以生产 52 度左右商品酒 1.3 吨，或者生产 40 度商品酒 1.7 吨。

——1 吨基酒可以生产 52° 或 53° 商品酒 1.3 吨的推算过程，可以看 2020 年 2 月 21 日的《高端白酒产能补充篇》一文。

因为无法计算公司高度酒和低度酒的准确产量，所以这里取一个中间值 1:1.5。

那么，实际生产了 16 万吨商品酒，对应的可能是酿造了 10~11 万吨基酒。同样 32 万吨的商品酒产能，估计对应着约 21 万吨基酒产能。

问题就来了：**既然白酒没有保质期，且储存的越久品质越好，公司为什么不开足马力，将 32 万吨产能用足，然后把生产的基酒存起来？**

这个问题，我的理解是两个要点：

第一、浓香酒的酿造工艺，注定了只有很小比例的酒是中高端酒，大量伴生的低端酒实际上是没有储存价值的；

第二，窖池越老，中高端酒占比越大，伴生的低端酒越少。

五粮液的年报将五粮液产品的产销情况，与其他系列酒产品的产销情况分开披露了，这给了我们一个很好的观察机会（财报 12 页）。

五粮液公司 2020 年生产了 15.9 万吨商品酒，其中五粮液产品约 2.6 万吨，系列酒产品 13.3 万吨，五粮液产品占比约 16%，系列酒产品占比约 84%。

全年五粮液公司销售了 2.81 万吨第八代五粮液，实现销售收入 440.6 亿，折合约 730 左右/瓶（指 500ml 标准瓶，大约 465 克左右，下同），加上增值税 13%，约 825 元/瓶，与我们熟知的五粮液出厂价情况基本接近。

但是系列酒会让部分朋友大吃一惊的。

五粮液系列酒（五粮醇、五粮春、五粮特曲、尖庄等）销售了 13.23 万吨，获得了 83.7 亿营业收入，折合约 29 元/瓶，加上增值税的含税单价也就约 33 元。

与我们感知到的上述系列酒产品定价似乎差异很大。

这个差异的背后，其实就是特别便宜的低端酒，用很大的量创造了很小的营收，而且不怎么被人注意。

洋河只披露了中高档酒和普通酒的销售收入，没有分别披露其销售量，这个做的不如五粮液，要批评



我们另外看一个信批较好的浓香酒，古井贡酒。

古井贡酒的年报 12 和 14 页，分别披露了年份原浆、古井贡酒、黄鹤楼和其他白酒四个档次的销售收入和销售量。

通过计算我们可以知道，年份原浆实现销售 4.26 万吨，销售收入 78.34 亿，折合含税出厂价约 97 元/瓶。

这个价格是将中档和高档混在一起汇报了。

但即便如此，公司 2020 年生产了 83668 吨商品酒，97 元/瓶出厂的年份原浆档次，也只有 39805 吨（说明还销售了 2815 吨存货），占比仅 47.5%。

而低端酒（古井贡酒）销售了 2.26 万吨，创造了 13.8 亿营收，折合含税出厂价仅约 32 元/瓶。

通过五粮液、洋河和古井贡的数据，我们都能够看出，浓香白酒生产厂生产出来的中高档酒比例都不高，伴生的低端酒是大头。

这部分低端酒实际上是没有储藏价值的。

因此，无论是五粮液、洋河还是古井贡，今年报表披露的实际产能都低于设计产能，但同时都还有在建产能，我估摸着只能有一个解释：

时间比较短的窖池，满负荷生产会产生太多低端酒，不划算。但不生产又无法让窖池内微生物繁衍，无法让窖池慢慢变“老”。

所以，新窖池只能维持最低投料量，维持最小产量，慢慢养窖。

伴随着窖池年龄的增长，投料量会逐步增加，实际产量会慢慢向设计产能靠拢。

这个过程与现有产能未满产，但同时还在新扩产能，不矛盾。

倒是老窖的产能披露有点看不懂。

泸州老窖公司在 2016 年以前，一共 10086 口窖池，累计约 5 万吨的产能。今年披露了 17 万吨设计产能，且实际产能达到 17 万吨（基酒口径），没有在建产能。

这意味着至少有 12 万吨产能是最近四年时间里新挖的窖池，这种窖池产出的基酒根本没有储存价值，公司却满负荷生产。

2020 年老窖生产商品酒仅 11.14 万吨，其中出厂价＞150 元的中高档酒 2.4 万吨（1573，特曲和窖龄酒等），其他酒 8.7 万吨（头曲和二曲等）——按照 1:1.5 对应，2020 年能消耗中高档基酒约 1.6 万吨。

中高档酒 2020 销售 2.5 万吨，实现销售收入 142.4 亿，折合含税出厂价约 300 元/瓶。

头曲和二曲销售 9.6 万吨，实现销售收入 22.1 亿，折合含税出厂价约 12 元/瓶——这个价格的产品，消耗的纯粮基酒应该极少，否则成本做不过来。

当年生产 17 万吨基酒，绝大部分是无储存价值的低端基酒，且当年消耗极少。这些基酒存起来干嘛？为了让基酒库存量好看？

——泸州老窖今年披露的基酒库存 27 万吨了，比上世纪 80 年代扩产的五粮液多年存下的家底 21.5 万吨还多 1/4。

看不懂看不懂🧐

关于没有满产，却同时在扩产的现象，以上是老唐个人的一个猜想，不见得正确👉

我知道书房内有不少白酒企业员工及白酒行业研究员潜水，如果认为以上看法不对，有其他解释，还请直言赐教，无需顾忌老唐的面子。谢谢

第957篇.　　2021.05.15 - 价投思想演化史——读巴芒演义有感

大愚若智　唐书房　2021-05-15

以下文章来源于行知如愚 ，作者大愚若智

行知如愚 ． 价值投资学习者。

其实书已经读过两三遍，但却迟迟没勇气提笔写读后感。

一方面是怀疑自己欠佳的文笔，是否能写出流畅的文字准确表述内心的想法；

——这方面感谢老唐一直以来的鼓励，每每看到老唐那句“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。”都暗下决心一定要将自己的想法凝结成文字。

另一方面是一直没找到合适的切入点写出跟大家不一样的感觉。

借着老唐最近在2020年总结里提到的几个关于《巴芒》的重要价值点，基于个人对《巴芒演义》、《价值投资实战手册》、《巴菲特致股东信》的粗浅理解试图作个解读：

①格式烟蒂股策略诞生之时，美国证券市场市场监管缺位、信息披露不透明、3M准则大行其道，只有债券才被视为正经投资标的。

而股票，充其量只是杠杆比例更高、波动更大的投机品罢了。

格老通过自身的思考与洞见，敏锐发现市场对股票认知的偏见，领悟到“买股票就是买公司”思想的雏形，再加上优秀的数学、统计学功底，套利+捡烟蒂忙得不亦乐乎；

最终促成捡烟蒂不成还可以买成大股东进驻董事会的重要原因却是相对完善的司法体系及民众普遍对法律、信仰的敬畏之心。

在现实中，由于初入市场之时参与过烟蒂股投资，忍不住多说两句，

格式（或许应该叫施式）烟蒂股投资法，常被借鉴用于近些年的港股证券市场。

但对比上世纪30年代的美国，交易所不合理的停牌机制、香港司法监管缺失、上市公司高明的注册地及股权设计等现实问题，导致照猫画虎的条件可能并不成熟，

即便低估类烟蒂股在坚守多年后最终迎来了均值回归（按格老第二年未涨50%轮动的逻辑近似），但依然无法完成烟蒂股投资的逻辑闭环。

首先是绝大部分投资者的资金量根本不足以达到控制类烟蒂的投资门槛，

其次因市场监管缺失、管理层对法律法规缺乏敬畏的情况下，众多难以被市场价值发现的中小市值企业可以用尽各种办法损公肥私，私有化【站在大股东角度，谁不希望以一个尽可能低的价格回收股份呢？】已经是最好的结局，

对中小投资者最尴尬的地方是：时间此刻反而成为了你的敌人。

当其他投资者选择跳着踢踏舞与优秀企业共同成长时，你却不得不吞下“均值不回归”却无法推动公司价值实现的苦果【推动价值实现往往还会被冠以“野蛮人”称号】，内心祈祷的是大股东良心发现或是更多的“聪明人”【到底是“聪明人”还是下一个“傻子”呢？】买入推动股价上涨获利。

②老巴（🤔按年龄此时只是中巴）清盘基金的原因，老唐在书中已经给出了明确的解释，主要三点：

一是由于此时巴老的财富已经积累到2650万美元，完全不需要为收取业绩报酬、应对赎回而受约束【这方面的约束估计现实中做过代客理财或买过主动型基金的朋友应该能理解，原因是委托人很难真正建立与基金管理人“同心同德”之心。】

二是市场的火热及新媒体技术（在那个年代是广播电视）的进一步发展让信息披露及传播更加透明、快捷，恰如当下火热的A股市场，水涨船高、烟蒂难寻。

三则是巴菲特内心投资思想“从猿到人”的进化，委托人资金期限与“傻子”吝啬出价的矛盾，致使老巴走上寻求“永久资金”的道路。

其他几位大师的低估分散道路则各有不同，格雷厄姆在低估分散的同时重仓GEICO这一“违背”自己投资理念的投资标的，我想这一方面是格老在比较有钱后对持续赚更多钱兴趣并不大，以“风投”形式试错不同投资理念；

二是格老认定自己绝非“普通”投资者，所以并不完全采用在书中传授的适合“大众”的投资方式，从格老“离不开的业务”、“成长的因素”等描述可以推理GEICO的成功并非完全是缺乏对保险公司业务

成长理解的“偶然”。

施老的投资理念则更为纯粹，性格原因促使他将低估类烟蒂投资进一步发扬光大。

作为低估烟蒂门【也是最适合大众学习的烟蒂类投资方式】最正宗传人，连生活方式也节俭到了极致。

但即便这样纯粹的投资方式，也不得不面临媒体形式快速变迁、信息披露与时俱进后烟蒂股越来越难寻找的事实。

施老多次“抱怨”老巴，放松烟蒂筛选标准也是对面对现实无奈的妥协。

另一方面，施老的高收益率“低收益额”（相对老巴）、刻意控制基金规模也向我们展示了低估类烟蒂投资的另一缺陷：资金天花板限制来得会比较快。

而乔尔布道的神奇公式【与其本人投资方法相悖却流传更为广泛】，选股思路其实更接近于精选指数基金。

与老巴同样，乔尔也面临过来自短期资金的压力，最终他选择了硬币的另一面放弃集中投资，从这一点也可以侧面看出前文中提到委托人对基金管理人带来的约束及压力。

③无论是蓝筹印花、美国运通、布法罗晚报、华盛顿邮报甚至是可口可乐，其实老巴买入时都是阴云密布、危机四伏。

一方面，老巴通过对商业模式的认知和 MTO 团队强大的法务支持保证即使在极端情况下，这些投资也不至于一败涂地。

另一方面，在各种鬼故事来临时冷静的思考、理性的逻辑判断，才是在持股企业碰到困境时，我们处变不惊的根本。

当然，通过老唐的抽丝剥茧、及对比历年股东信老巴对布法罗晚报的态度，  不难发现在布法罗晚报案例上老巴有“马后炮”吹牛皮嫌疑。

④目前除古井 B 及腾讯外，老唐的持仓似乎都在面临这种争论。

随着股价的上涨，鬼故事变成了对未来的各种乐观预期，不断调高持股的估值【特别警惕，甚至连智者芒格也不能幸免】，在实质性的企业经营环境发生重大变化前【比如茅台调高出厂价】，还是不要轻易做出这种决策比较好。

根据“All cash is equal”，我们此时需要做的，只是不断比较不同资产间的收益率，而不是在股价不断上涨时盲目提高企业的估值。

“我们要利用的，是傻子的口袋，而不是他的脑袋”，遇到足够傻的傻子时，我们需要做的只是笑纳傻子的馈赠而不是去博有没有下一个更傻的傻子出现。

⑤老巴对指数基金态度的前后不一，主要发生在通用再保受挫前后。

也许是老巴发现对于一般人来讲主动投资“简单”却并不“容易”，回溯过往，连他自己也会犯重注通用再保、乐观预计可口可乐未来价值的错误，更何况普通投资者呢？

指数基金确实是普通投资者接触投资领域最好的投资工具，它存在明确的获利逻辑，正如老唐在《价投手册》内为我们展示的，优秀宽基指数＞所有上市公司＞社会企业平均水平＞名义 GDP＞实际 GDP＞债权＞现金，能真正帮助投资者做到“先胜而后求战”，在有余力、有兴趣的情况下，再去学习资产配置及择股。

指数基金本身的同质化程度高，进一步竞争导致的管理费用低廉，  实乃居家旅行、投资小白必备

良药。

⑥2000 年后投资业绩下降，也是老唐指出“下半场”的伯克希尔并不值得绝大多数投资者模仿的原因：

一、资金量过大的拖累

明显的标志是开始买入一些重资产且产品价格受管制的公司，一方面是资金量过大导致很难找到合适的可以容纳足够资金量的标的，另一方面也展现伯克希尔愿意肩负更多社会责任，对政府和人民做个顺水人情【🤔不知此时的老巴有没有回忆起在邓普斯特农具被居民赶走的经历】。

航空业及金融业的投资也类似，由于资金量过大，伯克希尔不得不买入一些不太符合巴芒理想商业模式的企业，因为起码他们好过“类现金资产”与“无生产力资产”。

与此同时，一些带来丰厚回报的企业却并不需要再增加投入。

二、监管限制，无法秘密买入及卖出

同样是由于资金量过大及个股流动性限制，在开始建仓时期就不得不披露买入信息，导致后来者蜂拥而上，很难在合理的价格买到足够数量的股票（卖出时估计也会面临同样的问题），这使得伯克希尔不得不倾向于整体收购，伯克希尔的资金规模甚至大到连指数基金也无法成为合适的买入标的，不得不承受这幸福的烦恼。

最后，关于老唐曾几次提到认为《巴芒演义》的价值被严重低估，我也深有同感，在现实中，我曾多次向家人、朋友们推荐、赠送过《手财》《手册》《巴芒》《穷爸爸》等书籍，但至今也罕有读完与我交流其中经验或是困惑的。

大部分人更多会提出类似观点：不是不想价值投资，只是本金太少、别说那么多，你先帮我看看这只股票……

我也一直在思考，究竟是接收方太急功近利还是书籍传播的思想太过艰深？

我想，也许多年以后，《巴芒演义》的价值才会被真正引起重视。

那时，唐门弟子已经在价值投资之路上越走越远，而当大部分后来者终于意识到她的重要性时，或许已经错过了价值投资道路上最宝贵的--时间。

第958篇.　　2021.05.15 - 老唐实盘周记20210515

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-05-15

本周交易

本周交易比较多，分笔记录。

①周一提请赎回了 1 月 8 日申购的 8%仓位博时转债基金。

周二上午确认赎回价格为 1.853 元，相比申购价格 1.977 跌了 6.3%。

包含申赎费用及期间低于 1.853 的少量赎回，实际亏损 8.2%。

它构成老唐最近十年最大的单笔亏损。出圈太随意了，教训深刻🙆

②周二开盘，以 579.5 港币的价格买入 3%腾讯，资金来自 1.462 卖出等额恒生 ETF。

③周四晚上，收到转债基金赎回款。暂无合适投资对象，周五开盘仍然以 1.447 的价格买入恒生 ETF。

很巧，瞎折腾一圈回来，恒生 ETF 还是以 1.447 元的价格成交，和 1 月 8 日买入价一模一样。

当前持仓

由于周五的赎回资金按照新增资金记录（基金净值法。不懂的朋友向书房发送“收益率”提取科普文），分母分子同时扩大，所以本周的持股比例略有变化。

目前持仓腾讯 29%，洋河 24%，古井 B5%，分众 5%，茅台 4%，海康 2%，陕西煤业 2%，恒生 ETF28%。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	29%	66000±10%	＜33000	72500	46335	583.00	3.37%
洋河股份	24%	3850±10%	＜1925	4700	2799	185.72	-21.30%
古井贡B	5%	770±10%	＜385	900	434	104.04	-3.66%
分众传媒	5%	……	＜700	1980	1453	9.90	0.30%
贵州茅台	4%	24000±10%	＜12000	……	25248	2009.85	0.59%
海康威视	2%	5300±10%	＜2650	……	5670	60.69	25.11%
陕西煤业	2%	……	＜930	2000	1188	11.88	27.19%
恒生ETF	28%	现金替代品				1.453	1.54%
沪深300						5110.59	-1.93%
上证指数						3490.38	0.50%
2021/5/15			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8284	

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	29%	66000±10%	＜33000	72500	47657	600.00	6.38%
洋河股份	25%	3850±10%	＜1925	4700	2805	186.10	-21.14%
古井贡B	6%	770±10%	＜385	900	434	104.00	-3.69%
分众传媒	5%	……	＜700	1980	1543	10.51	6.48%
贵州茅台	4%	24000±10%	＜12000	……	23905	1903.00	-4.75%
海康威视	2%	5300±10%	＜2650	……	5542	59.32	22.28%
陕西煤业	2%	……	＜930	2000	1204	12.04	28.91%
恒生ETF	26%	现金替代品				1.486	3.84%
沪深300						4996.05	-4.13%
上证指数						3418.87	-1.56%
2021/5/8			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8279	

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；

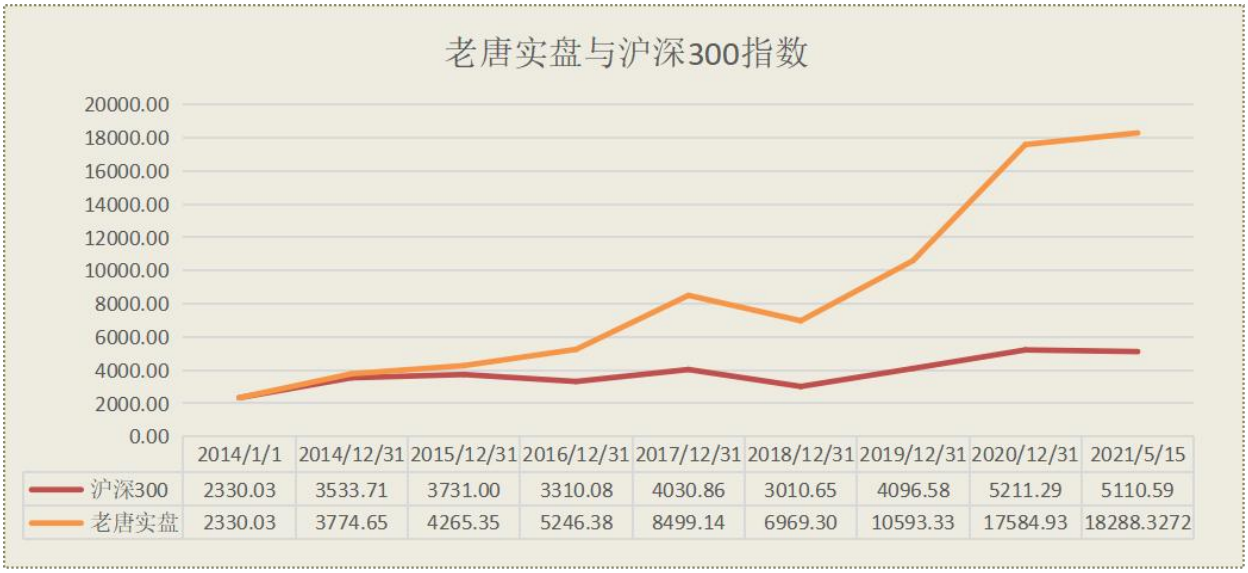
②仓位加总偶尔可能为 99%或 101%，原因是持股比例为四舍五入数据，例如 10%代表实际仓位在 9.50%~10.49%之间。

收益

2021 年内收益 4%（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%，4%（均不含新股中签收益）。

若 2014 年元旦净值为 100，则当前净值为 785。以 7.37 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	2020/12/31	2021/5/15
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	5211.29	5110.59
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	17584.93	18288.3272

重要事项

1.茅台和恒生 ETF 的折腾记录。

本周大事不多，我借机对茅台和恒生 ETF 之间的折腾，做个汇总记录吧。

回顾年初三次茅台换恒生 ETF 的交易，记录如下：

1 月 8 日，均价 2149.72 卖出约 16%茅台，其中 8%换入 1.447 的恒生 ETF，8%申购了 1.977 的博时转债基金——见《卖出了茅台分众各 1/3，买入了……》；

2 月 8 日和 2 月 10 日，在保留 3%仓位茅台不动的前提下，将茅台持股数量平均分为两份，分别以均价 2366.2 和均价 2582.22 卖出。

再以 1.541 和 1.55 的均价买入恒生 ETF——见《市场先生勾引老唐返场拜年》；

保留了 3%仓位的茅台，涨跌不动——3 月 9 日，因操作失误多卖出 1.5%的资金，将其中 1%资金买入了茅台，成交价 1954.74 元，使茅台仓位达到 4%。

三次卖出茅台的简单均价为 2366 元，当前价格 2009.85 元，下跌 15%；

买入恒生 ETF 的简单均价为 1.51 元，当前价格 1.453 元，下跌 4%。

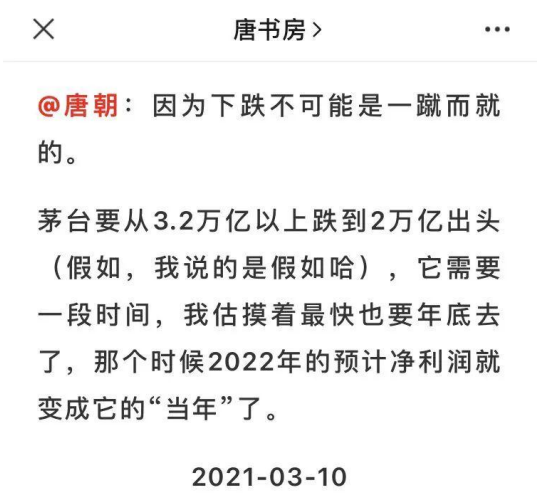
如果将 1 月 8 日 1.977 申购博时转债，亏损 8.2%后再以 1.447 买入恒生 ETF 的行为，折算为 1.576 买入恒生 ETF（1.576 亏损 8.2%=1.447）。

则可以视为 1 月 8 日买入恒生 ETF 的均价是（1.447+1.576）/2=1.512 元。三次买入恒生 ETF 的简单均价为 1.534 元，目前价格 1.453 元，下跌 5%。

茅台期间下跌 15%，换入的恒生 ETF 下跌 5%，大致就是 3 个多月占了市场先生 10%的便宜，不值一提。

——期间卖出恒生 ETF 买入洋河、陕煤、腾讯等是另外一笔账。

不过，我始终相信“估值高了，就会借故下跌”，而下跌从来不会一蹴而就，需要我们耐心等待。



这也是当下持有较大仓位恒生 ETF 的主要作用。

顺带今天还看了另外一个数据：假设年初至今一动不动，截止今天收益率是-2.6%，目前实际收益是 4.34%（文内四舍五入记录为 4%）。

也就是说节前所谓高点减仓茅台、分众和海康，以及节后加仓腾讯、洋河、陕煤给组合整体也就带来了约 7%的额外收益，这可能远低于某些朋友的想象😁

当然，如果从年内高点算，那就差异大了。

年内高点是收益 21%（2 月），目前是 4%（如果持股不动就是-2.6%），最近三个月内回撤幅度还是巨大的。

不过，2021 年收益率大概率不理想，这是有心理准备的。

在去年的年终总结《老唐的 2020 年》里，老唐就曾这样写过：

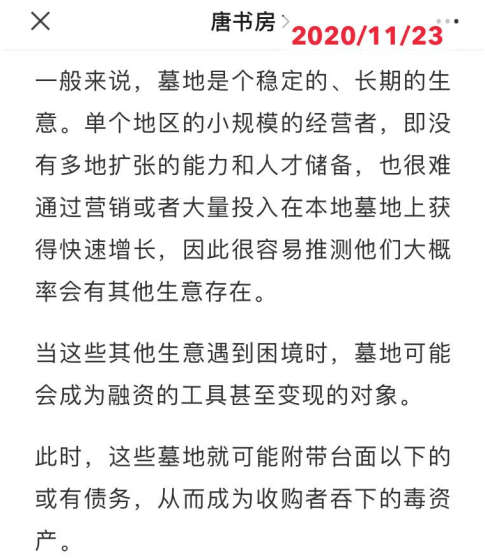


2.福寿园的一项收购。

本周福寿园发布公告称，将以承担债务的收购形式，收购安徽省宿州市的安徽龙门文化陵园有限公司100%股权，总投资额为人民币 1.45 亿元。

在老唐的《如何从零开始研究一家企业--福寿园》系列 6 篇第 5 篇里，谈过福寿园核心股东谈家的主要政商资源在安徽，所以安徽也是截止目前为止福寿园落子最多的省份。

从这个收购其实也能看出该文表述过的陵园经营特色：



宿州龙门陵园，就是原股东负债 1.45 亿元的情况下，福寿园去接的盘。

这个扩张难点，也是老唐对福寿园要求安全边际较高的原因之一。

目前依然只持有 1 万股观察仓——其中 1000 股是去年 12 月 30 日在 7.14 元买的，9000 股是今年 2 月 1 日 7.49 元买入的。

3. 房地产税试点。

本周有条很短的信息，可能很多朋友没有注意到。

套用网络一句流行语，字儿越少，事儿越大。这条短信息如下：

5 月 11 日，财政部、全国人大常委会预算工委、住房城乡建设部、税务总局负责同志在京主持召开房地产税改革试点工作座谈会，听取部分城市人民政府负责同志及部分专家学者对房地产税改革试点工作的意见。

这条信息里传达了这么几个信号：①房产税是真的要来了，不是讨论要不要来；②已经选中了部分城市试点；③征收办法已经有成型方案了，所以才有征求意见之说。

这是和我们每个人切身相关的大事，关注房产投资及房地产股投资的朋友，都应该关注这件事。

试点这个绝招，是邓公留给我党的宝贵财富，在我国改革开放的过程中有着不可替代的作用。

邓公特别喜欢说“试一试，看一看”。

咱们今天的财富来源：中国 A 股市场，就来源于当年邓公的批示：“资本主义可以搞股市，社会主义也可以搞嘛……要坚决地试，搞不好可以关掉嘛！”

不仅仅是股市，改革开放过程中，很多党内纷争，最终基本都会以“试点”来解决或妥协。

通过试点，一者可以观察效果，让方案设定者没有发现的负面因素暴露出来，将危害控制在最小程度；

二者既然是试点，就需要给试点对象留一些灰色空间，方便一线的同志去探索，很多理论突破往往都是这样产生的；

三者试点二字也是一种政治智慧，让党内正反意见持有者更容易达成妥协。

有增量的时候，依赖卖地求发展。增量不足时，对存量征收房产税。这是必然要走的道路，但究竟怎么征收，对房地产及房地产企业的影响可能是巨大的。

老唐不持有房地产股，对此也没有特别的观点，仅仅因为这件事可能和我们每个人都息息相关，故记

录之。

感兴趣的朋友可以自行寻找相关专家解读深入了解。

4.科普两个细节小知识。

这些是周四写洋河本该写进去的，但鉴于原文篇幅已经不短，加上本也是可以分开放的零碎知识，所以留在本文里发。

细节①，关于税金及附加。

之前老唐写过怎么利用增值税和消费税，计算公司的城建税和教育费附加。

有些朋友拿去别家酒企套，发现比例差别不小，问老唐是怎么回事？

这里面有这么四个原因：

A.增值税的进项税区别。

税率为13%的增值税是价外税，是对增加值部分征税。

高毛利率的企业，可以忽略进项税去毛估估，而低毛利率的企业，则需要额外考虑进项税。

所谓价外税，就是你报表里记录了40元原料成本，但你实际支付给供货商的是40×1.13=45.2元，你报表里记录的100元营收，实际收买家的钱是113元。

公司收到买家113元记录100元营业收入，同时将供货商开的5.2元的增值税票+7.8元现金一起交给税务局，此时公司留在手上的是113-45.2-7.8=100-40=60（毛利率60%），这就是价外税的含义。

茅台酒的毛利率94%，大致相当于支付6元+0.78元采购原料，形成113元收入。

计算增值税时，直接取13%，是毛估估状态下忽略了0.78元的进项税（加上系列酒后毛利率是91.5%，相当于从13元里忽略了1.1元）。

但如果是毛利率60%的企业，从13元里忽略掉5.2元，差异就过大了，此时就需要单独考虑进项税的抵扣。

B.计算低价酒消费税，需要考虑从量税因素。

除了上次说过的合并范围内的生产企业，期末提前或推后交付产品的影响之外，低价酒的消费税计算，还要考虑从量税因素。

白酒消费税是双重征收，即从价也从量。

从价征收，目前是不低于销售公司对外销售价格（不含增值税）的12%——细节向书房发送“消费税”提取2019年10月的科普文；

从量征收目前是1000元/吨（or千升），即每斤（或500ml）收五毛。

对于高档白酒，计算消费税时，从量税可以直接忽略。

比如茅台酒2020年以3.43万吨销售创造营收848亿，从价税848×12%=101.8亿（理想折算，下同），而从量税仅0.343亿，从量税只占消费税总额的约0.33%，毛估估时可以直接忽略不计。

但计算中低端白酒时，就不能直接这样忽略。

以洋河为例，2020年销售白酒15.6万吨，产生营收201亿，折算从价税约24亿，从量税1.56亿。

从量税占消费税总额的比例为6.1%，就不能直接忽略了。如果产品更低端，从量税的因素还要重些。

不再举数据，朋友们计算具体公司时，注意这个因素即可。

C.企业所处位置不同，城建税税率有区别。

城建税是以增值税+消费税的总额为税基，但依据企业所处区域不同，税率是不同的。

企业位于市区的，城建税税率是 7%；在县城和镇上的，税率是 5%；在农村的，税率是 1%。

——别问我茅台位于茅台镇，为什么却要按照 7%纳税，我回答不出来

D. 还有一个不好细说的话题。

消费税全部归中央政府，而企业所得税地方政府可以分成 40%。

消费税多，税前利润少，所得税就少；消费税少，税前利润多，所得税就多。

所以，有时候，消费税会因为某种原因产生一些小波动（大部分是有利于股东的波动），没法细谈，知道即可。

以上四点因素，导致行业内不同企业的税金及附加，占营业收入的比例会有些差异。

细节②关于广告酒。

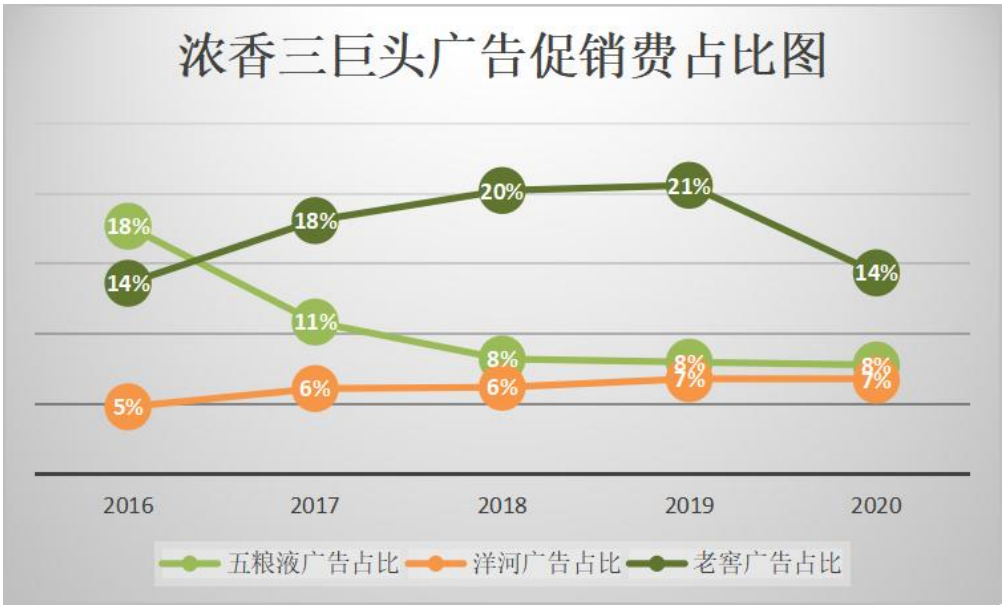
市场上有顶帽子，长期扣在洋河脑袋上，说洋河是广告酒，依赖铺天盖地的广告推动销售。

洋河的酒和以川酒为代表的传统浓香酒的确有区别，更侧重口感绵柔，而不是浓香扑鼻。

消费者喜好比较主观，萝卜白菜各有所爱，怎么评价都对，并没有标准答案。

但广告酒这个说法，却是可以用数据戳破的

下表是浓香三巨头最近五年年报里披露的广告宣传及促销费用。



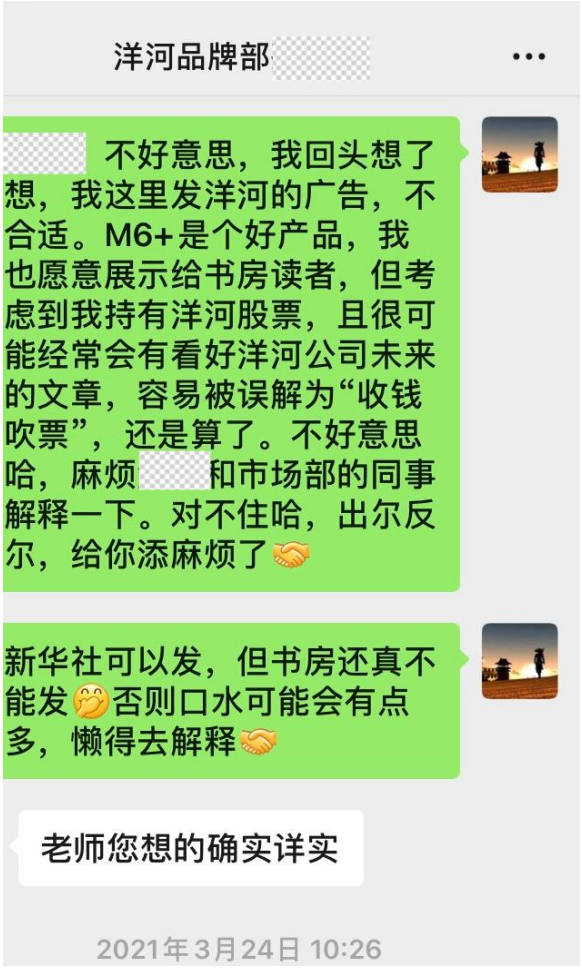
	2016	2017	2018	2019	2020
五粮液广告促销	43.4	32.7	32.8	40.0	44.5
五粮液当年营收	245.4	301.9	400.3	501.2	573.2
五粮液广告占比	18%	11%	8%	8%	8%
洋河广告促销	8.2	12.1	14.9	15.7	14.1
洋河当年营收	171.8	199.2	241.6	231.3	211.0
洋河广告占比	5%	6%	6%	7%	7%
老窖广告促销	11.3	18.8	26.4	32.6	23.9
老窖当年营收	83.0	104.0	130.6	158.2	166.5
老窖广告占比	14%	18%	20%	21%	14%

浓香三巨头里，无论从占比还是绝对额，洋河都是广告投入最小的一家。所以别的帽子戴上无妨，广

告酒这顶帽子真的与头型不吻合

至于为什么投入最少的广告费，还能让大家感觉到处都是它家广告，这或许说明洋河在广告文案、广告投放媒体以及时点选择方面更用心？

说到这里，老唐倒要展示一次对话：



<使用聊天截图已获当事人同意>

能成为咱们的非控股子公司，那产品一定是有独到之处的。不过，很可惜，为了避嫌，书房发子公司产品的广告不合适。

否则朋友们每周一次看到的书房广告，可能就不是啥保险、编程、英语学习，而是王者荣耀、梦 6+、古 20、4 亿主流 3 亿看分众了

5. 本周有 1 篇读书笔记入选。

入选笔记是：快准狠，《巴芒演义》给我的帮助——by@成钰

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！

6. 关于美的格力的学习笔记

第一篇海螺文面世后，一直有朋友追问下一篇何时出来。

烦请朋友们别催，年报已经打印到手，但一直没有时间看。因为我首先要把自己的持股公司年报看完，才会考虑看他们。

我手头还有 28%仓位是现金替代品，寻找合适投资对象的心同样迫切。但投资这东西急不得，一定要慢慢来，着急就是给市场送钱。

我力争本月底或者下月初，能有个人思考分享给大家吧

7.巴芒演义出了 kindle 版。

本周《巴芒演义》演义出了 kindle 版，需要的朋友可以点击文末的阅读原文购买。

其实《巴芒演义》去年就在喜马拉雅出了语音版，在今日头条出了视频版。

可能老唐这个卖书郎不称职，出版社不敦促，我一般想不起来吆喝，今天顺路一起吆喝了吧。

目前纸质版、语音版、视频版、电子版，齐活！

这本书是消闲娱乐和正经学习两相宜的书，读个十遍八遍的是正常现象。

我自己还经常翻出来读，有时候还会一拍大腿默喊一声：此物本天成，妙手偶得之。彩！彩！

顺带说一声，纸质版里出现过的别字和数字疏漏，在 kindle 版里已经全部修正了

本周运动

本周跑步两次，单次 10 公里，陪我家领导散步一次 6 公里。



周六同口径除皮净重 83.8kg——身高 175cm。

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

2021-05-18 07:47:45 老唐发布文本消息：

新闻说大空头迈克尔.伯利做空特斯拉，金额超过 5 亿美元。想起这篇《从格雷厄姆信徒到大空头》的精彩故事，捞起来给朋友们上班路上消遣。

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-05-20

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。

大概每凑够四千字左右，就推送一期。今天是 2021 年第 10 期。



@精湛的湛：双沟酒业股份有限公司净利润＞营业利润＞营业收入，这没搞错吧，把小白我看懵了……洋河股份 20 年报第 24 页。

@唐朝：双沟的利润除了双沟自己的生产和销售以外，还有很大部分来自持有苏酒集团贸易公司的 16.37%股份。

这个苏酒贸易集团公司是销售洋河和双沟产品的销售公司主体之一（相当于茅台销售公司），所以才会出现双沟的净利润高于营收的情况。

类似情况还有以前的川投能源，净利润远超营业收入，因为利润主要来自持股不并表的公司股权雅砻江水电。

还有分众传媒旗下也有个持股公司，名字我忘了，也是利润远高于营收。

2021-04-30

@学无止境：请问老唐，如果洋河继续上涨使得持仓比例超过 25%，您会降低持仓比例吗？比如涨至持仓超过 30%，谢谢！

@唐朝：不会。

2021-04-30

@$：可怜我洋河还没买够，现在第一笔持仓已经有 25%的盈利了，导致我畏畏缩缩不敢买了。

@唐朝：2018 年 7 月的一篇旧文里，我写过一段话，专门分析这种心态。我觉得值得重读，以下是原文摘录：

该加还是该减，不能取决于你睁开眼看见的历史价格 K 线，而要取决于闭上眼，你是否明白多少钱买下这间公司是划算的。

一旦心中有了这个数字，当股票下跌的时候，你自然是兴奋的；当市场利空频传的时候，你当然是开心的。

这不是矫情，而是因为你对市价必然反映企业内在价值这个资本天性的理解；

是因为你知道只有股票下跌、利空频传，才有可能让你用比“划算价格”还划算的价格买到它。

没有利空，没有怀疑，没有看淡，怎么可能让你遇到划算的价格呢？

难不成，我们还能想象出利好满天飞、大家都乐观，同时股价却暴跌下来给你买入机会？

真要是如此，或许很多人更不敢买了，因为那好像太邪门，总有点什么地方不对！

如此说来，股价跌，吓的不敢买；股价涨，嫌贵不能买。

最理想的，是股价涨了以后，让我买涨之前那个价。可惜这样的美事，要轮也只能从正国级、副国级、正省级、副省级一路往下排，轮到你我，初步预计在 2398 年 2 月 31 日。

涨涨跌跌的患得患失中，那个资本市场演烂了的“①股价一跌再跌不敢买；②股价一涨再涨无法追，③涨到忍无可忍时，悍然出手，立刻变身接盘侠”的杯具故事，必然重演，几乎是不用怀疑的。

——摘自书房 2018 年 7 月 31 日文章《加仓了腾讯》

2021-04-30

@爱吃派的 panda ：老唐，洋河年报第 13 页表格 1 显示白酒库存量 23897.60 吨；表格 2 显示期末成品酒库存量是 24324.62 吨。这两个数据为何不吻合呢？

@唐朝：期末成品酒库存＝白酒成品酒库存量+红酒成品酒库存量。

@爱吃派的 panda：这个……可以算脑筋急转弯了。我都忘了洋河还卖红酒。

2021-04-30

@刘浩萌：看了老唐推荐的书《财报背后的投资秘密》货币资金与关联方这一节，所用的例子竟然是贵州茅台，不禁有些思考，书中的数据未经求证，只是与同学们探讨：

2008-2012 的茅台存在货币资金被关联方占用的情况，如果因此而排除，岂不是错过了好公司？

但看到了问题，又怎能不排除？只是因为从历史的后视镜看，茅台的表现掩盖了这一切，如果不是茅台，可能会踩中大雷。

茅台这样的公司尚且存在财务造假问题，财务造假，还要分轻重程度吗？是否因较轻程度的造假，就能忽略？

如果回到当时那个时间点，又该如何抉择呢？

@唐朝：这个不难。

第一，作者是一位记者，原文也是担任记者的时间里写的。记者思维习惯里都有把事情往大里说的潜意识。

落在这里就是，计算利率时，没有考虑期末资金余额，并不等于全年每天都有那么多钱在银行，导致高估了日均资金、低估了利率；

第二，遵义辖区内的茅台公司将钱存在遵义银行，本就是正常现象。不可能因为茅台集团持有遵义银行股份，就偏偏不存在本地银行里；

第三，茅台在当地有特殊使命，这是投资茅台必须要提前考虑清楚的。我在 2017 年 4 月 16 日的文章里写过这个问题，我拷贝过来。

实际上茅台也有类似情况，生产经营不需要用到那么多现金，但账上依然保存巨额现金，例如 2016 年现金高达 668 亿，其中 666 亿为银行存款。

但茅台的问题好解释，作为一个位于落后省份的、国资委控股的、主要从外省搬运货币回贵州的印钞机，除了回报股东的目标以外，茅台实际上还充当着类似于遵义市中央银行的角色。

赚钱回来存进当地银行，相当于对遵义金融机构实施量化宽松，增加当地货币投放量，刺激当地经济发展；

反之，分红或者哪怕是改存款为理财，都类似于对遵义经济实施货币紧缩政策，减少当地基础货币，从而引发连锁反应，对当地经济踩刹车。

——这段如果理解有困难，请参看《手把手教你读财报 2》第一课内容。

享受当地的支持，就要承担相关的责任。

在这样的政治责任之下，茅台若抽取存款做理财或分红，必须在有序可控状态下实施。

或者在当地经济过热，有宏观紧缩需要时，实施单次的、大额的变存款为理财或分红行为（这些属于老唐的个人理解，台面上从无此类解释）

——摘自书房 2017 年文章《向老板那样投资》。

2021-04-30

@唐朝：捞一段旧文给大家，应该算是重要的、需要经常重复的经文：

以格雷厄姆和巴菲特为主要代表的价值投资体系(碰瓷的不算)，反复讲了几十年，其实基石就三条：

股票代表企业的一部分、无情地利用市场先生的差价、坚持买入时的安全边际原则。

股票代表企业的一部分，企业有价值，所以股票有价值。每股价值=企业价值/股份总额；

市场先生不是一个人，而是由一群乌合之众组成，他们的行为是无法预测的，任何可能都有。

所以，市场先生的出价只能(等他出价后)无情地利用，不能(在他出价前)预测(并根据预测采取行动)。

也就是说，市场报价只有两种状况时需要关注：①市场先生低价抛售，而你刚好有能力买；②市场先生高价抢购，而你刚好准备卖。

——其他时候，都是噪音。能否持续赚钱，就取决于你是否能够屏蔽噪音；

我们到股市，就是占市场先生便宜的，所以必须要明显有便宜占(收益率至少是无风险收益率的两倍以上)，才可以采取行动。

这样可以保证自己对的时候多赚，错的时候少亏，从而战胜市场。

就这么环环相扣的三条，逻辑清楚，榜样也实实在在地展示了几十年——无论外国中国，通过这种投资方式获得财务自由甚至登上富豪榜的人数不胜数。

——摘自 2018 年 10 月 26 日《我被价值投资坑了？》

@FJL：这属于背诵段落。

2021-04-30

@王鸿见：老唐，SPAC 是个啥？百度了看不懂，您能简单粗暴锤一下吗？

@唐朝：简单粗暴地说，就是先募集成立一个持有资产全部为现金的企业，然后在约定的时间里（通常为两年）收购约定类型的资产。

一般来说，发起这类 spac（特殊目的收购实体）的人，都是某行业知名人物，他们会因为发起和实施收购而获得这间公司的股权，通常是 20%。

若约定时间内没有实现收购，钱退回给投资者，发起人的股权也就落空了，因此这类发起人，通常有动力抬高价格去完成收购。

举个例子：王石发起一个地产 Spac，所有投资者投一笔钱给 spac，然后申请纯现金公司上市。

两年内王石用 spac 收购意向地产项目，落实公司经营资产，王石获得 20%股权。

2021-05-03

@天香坊：唐老师好，利率下行趋势下，确定性高的企业（比如茅台），是不是在确定三大前提下，合理估值会提升？

@唐朝：会这么考虑的，正如过去无风险收益率在 4%~5%的时候，我一般将合理市盈率视为 20~25 倍。

后来无风险收益率降至 3%左右了，我将合理市盈率区间提升为 25~30 倍之间。

这都是过去几年实际发生的操作，不是事后的假设。

2021-05-03

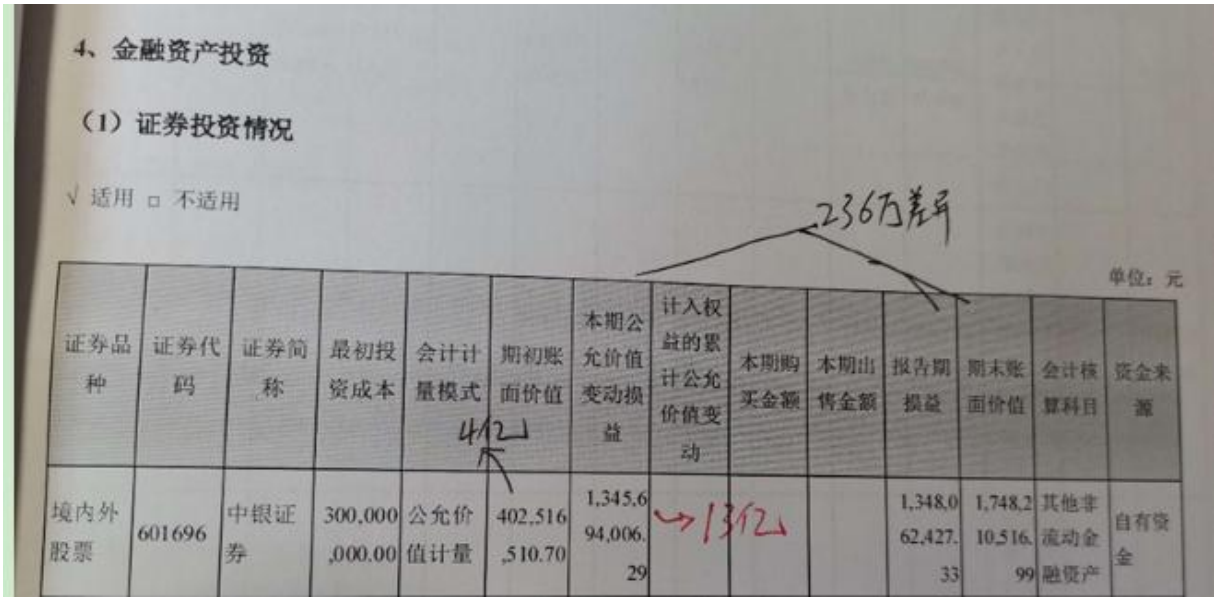
@琪：老唐，请教个问题，关于实战手册里面 115 页第三点，说的“8%～10%的折现率和约 4%～5%的永续增长率”，这里的数值是固定的吗？

如果不是，那么这两个数值范围的依据是什么，在书中的哪个地方可以找到答案？望抽空指导，谢谢

@唐朝：就是无风险收益率和两倍的无风险收益率的意思。

2021-05-03

@观霖：洋河 2020 年年报 21 页，中银证券的"本期公允价值变动损益"和“报告期损益”的金额不一致，有两百多万的差异，这是为什么呢？



4、金融资产投资

（1）证券投资情况

√ 适用 □ 不适用

236万差异

单位：元

证券品种	证券代码	证券简称	最初投资成本	会计计量模式	期初账面价值	本期公允价值变动损益	计入权益的累计公允价值变动	本期购买金额	本期出售金额	报告期损益	期末账面价值	会计核算科目	资金来源
境内外股票	601696	中银证券	300,000,000.00	公允价值计量	402,516,510.70	1,345,694,006.29	→1312			1,348,062,427.33	1,748,210,516.99	其他非流动金融资产	自有资金

@唐朝：中银证券于 2020/08/19 日实施了每股三分钱的分红，洋河持有的 7894.7368 万股，收到分红 236.84 万元。

2021 年 5 月 4 日

@IE：老唐多次说过茅台是 A 股一个送钱的 Bug。

现在这个 Bug 的价值被越来越多的人所认识，那么将来会不会缺少出现低估的机会（市盈率低于 25 倍），甚至 40 倍以上的市盈率都会是常态？！

恰巧昨晚雪球弹出一条信息，说法拉利（与茅台类似的奢侈品属性）暴跌 5%+，我打开看了一眼，暴跌之后仍然是 51 倍的市盈率，且月线图显示从 2016 年 30 元一直涨到 209。

再比如，通策医疗和爱尔眼科的历史平均市盈率分别是 183 和 82。这种情况下，我们坚持低估才买，是不是就只能错过这些大牛股呢？

@唐朝：不会，股价的波动，背后不变的是人性，永远的人性！

但高估低估，绝非看一眼市盈率就可以界定的。每种风格的成功投资者，也都有自己擅长的领域。

你是个种田的，就把插秧收麦的功夫练好，足够你吃香喝辣，生活滋润——巴神那套保守的选择方式，足够一个人成为巨富。

但是，如果你要羡慕别人射雕、打老虎的收获，那也没错。你可以改练习弯弓射大雕，梢棍打老虎。

最怕你每天琢磨怎么样用插秧的动作，顺带射只雕下来，怎么样用收麦的姿势干死一只老虎。

这样的结果一般都是：秧苗死了，麦子荒了，雕儿飞了，老虎把你吃了

2021 年 5 月 5 日

@一诺：老唐，ETF 波动性有点大，为什么用它做现金等价物？

@唐朝：一个有波动的，年收益 10%的东东，和一个没波动的年收益 3%的东东，我会选择 10%那个。

至于遇到用钱时，它是朝哪边波动的，随机，接受就好了。

类似于“站在一个大概率赢的赌局里，并不一定保证每把都赢，但长期玩下去一定会赢”一样。

简化一下：一个掷骰子的赌局，开出 1234 赢 2 元，开出 56 输 1 元，假定我们确定没有作弊，此时你选择躲开还是参加？

你可能看见可能会输钱，躲开，保证了不输。我看见了大概率赢，所以参与，且大量的、长期的参与。

但大概率赢，依然不等于包赢。遇到开出 56 的时候，愿赌服输就好了。

2021-05-06

@wkx：唐师说说呗，除了合理估值附近可买可不买的艺术成分，上次 607 这次 609，时间这么近加仓，是汇率的原因，还是像巴神卖苹果一样，手痒了？

@唐朝：和汇率没啥关系。就是①合理估值之下，可以买，②手头现金多，可以买，③确定性高的对安全边际要求比较小。④还可以加一条费雪的稀泥，之前盈利多的，后面对价格的计较可以稍微松点儿。

2021-05-06

@柏守：为什么老唐不买比亚迪呢？

@唐朝：股市 4000 多只股票，至少有 3950 只以上我都看不懂或者没看过，不买谁都不稀奇。

2021-05-06

@陈晓辉：好奇老唐会教孩子投资吗？

@唐朝：没有。或许无意间会聊点儿，但没有专门教他。

我希望他按照自己的兴趣生活，如果他想学，我会教。他没兴趣，我不会主动做。

2021-05-08

@天道酬勤：唐师，非常想请教怎么做才叫真正的知行合一，看过好几遍您对金刚经的解读，非常佩服您的智慧，望唐师指点。

@唐朝：知行合一很简单的。

比如你就不会把手伸进火里，不会从二十楼跳下去，不会用斧头剁自己的手指，地上看到不明坨状物不会放进嘴里，等等，都是知行合一的表现。

真的知道，自然就会落实到行上。反之，落实不到行上，往往与所谓知行合一的能力无关，通常只是因为并非“真”知。

2021-05-09

@郑大湃：老唐您好，想和您请教一个问题。例如某股到了买点，但过去市场一直给该企业很低的估值。此时我们应不应该再等等更便宜的价格呢？

@唐朝：我一般不会等。但等也不是错，只要明白自己有可能获得更好的收益，但也可能需要承担错

过的潜在风险就好。

2021-05-09

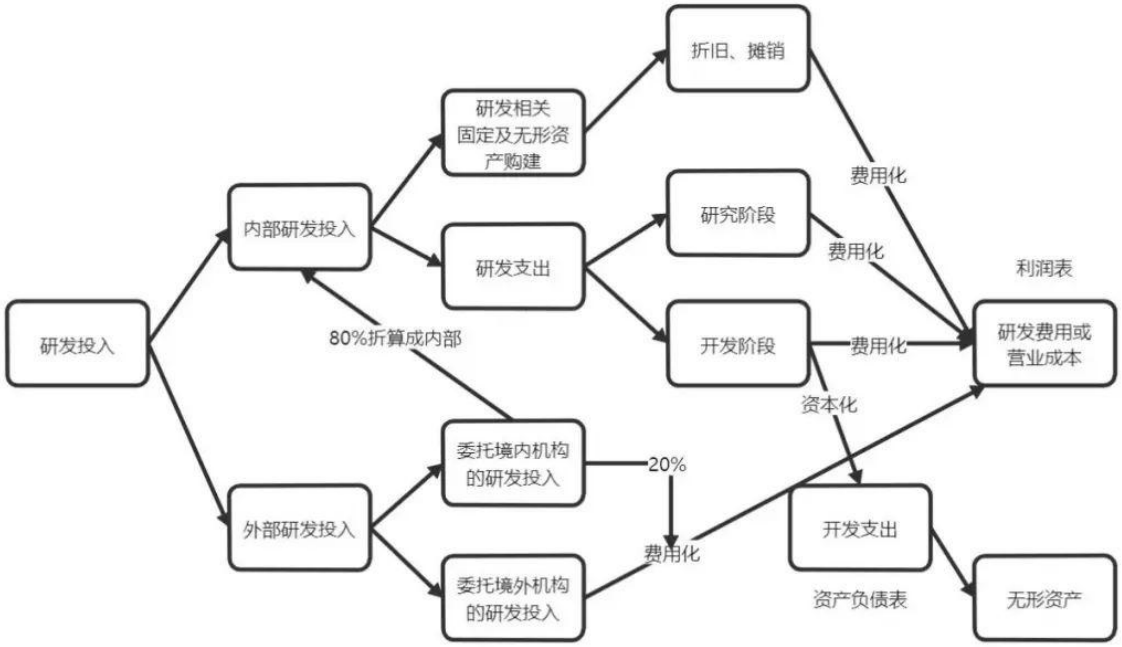
@杜彦君：请问老唐，面对通胀可能到来的预期，在投资领域相对确定的抗通胀的品种如何寻找呢？

@唐朝：你理解范围内的好公司，就是你的抗通胀品种。

2021-05-09

@Mark：古井 2020 年报，P19 页，研发投入 3 个亿，没有资本化，合并利润表研发费用 4 千万。剩下的 3-0.4=2.6 亿，一般会到哪个科目？　是到在建工程、无形资产科目吗？

@唐朝：用文字表述清楚还挺难的，我手绘一份路线图，说说他们之间的关系，如图



<感谢@食兔君 将老唐的鬼画桃符改造成这么清晰的示意图>

2021-05-11

第960篇.　　2021.05.22 - 关于价值投资的一点思考--读《巴芒演义》有感

上下求索小学徒　唐书房　2021-05-22

以下文章来源于上下求索小学徒 ，作者上下求索小学徒

上下求索小学徒 ． 读书投资，记录分享，每天进步一点点…

最近读了唐朝先生的新书《巴芒演义：可复制的价值投资》，这是一本以投资大师巴菲特和芒格为主角，通过梳理其投资思想来源和转变过程，系统讲述价值投资发展历程的“历史书”。

这次也是一早抢的签名版，感谢老唐亲笔寄语“日拱一卒，不期而至”。

本文是对该书的读后总结和思考，内容大致分为两部分。

第一部分是对书中内容的梳理总结，主要是做了两个图，一个是主要人物梳理，一个是代表案例梳理。

（详见下图）

第二部分是读书过程中自己对价值投资的一点思考，主要是三个问题：1.为什么要选择价值投资；2.为什么价值投资可复制；3.为什么价值投资简单却不容易。

全文共 4030 字，预计阅读时间 10 分钟。

ᔓᔓᔓᔓᔓᔓᔓᔓᔓᔓ

从《手把手教你读财报》到《价值投资实战手册》到唐书房文章，在老唐的文字里沉浸已久，受益良多，十分感恩于其无私分享、授业解惑。

这次的《巴芒演义》老唐又写出了新高度，本书有两大独特之处，一个无疑是其新颖的章回体演义写作形式，这在投资类书籍中是第一次见；

另外一个是其对价值投资发展历程的系统梳理，这对于想了解价值投资从何而来，又如何演变至今的人来说，是填补了一个空白。

本书虽以巴芒为主角，但其间各位投资大咖轮番出场，知名案例剖析梳理，有史实有八卦，行云流水挥洒自如，读来如小说般流畅舒适，又如史书般真实厚重。

用老唐自己的话说“这是一本用茶馆评书和章回体小说的外壳包裹着的、严肃正统的价值投资理念和实战手册”。

全书从 1929 年的经济大萧条说起，讲格雷厄姆开宗立派、讲施洛斯烟蒂投资、讲巴菲特从捡烟蒂到与优质企业共成长的思想进化、讲芒格对巴菲特的作用及其完美的人生态度、讲索普的市场套利、讲费雪的成长股投资、讲博格的指数投资.....

老唐把每一个出场人物都安排的清楚明白顺理成章，同时清晰的把价值投资的发展脉络展现出来。

最后根据不同人的性格特点、时代背景总结出了“四条有复制价值的投资正道”供读者参考选择：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。

不过老唐也说了“投资道路千万条，适合自己第一条”，所以认识自己比认识方法更有优先权，这个要搞清楚。

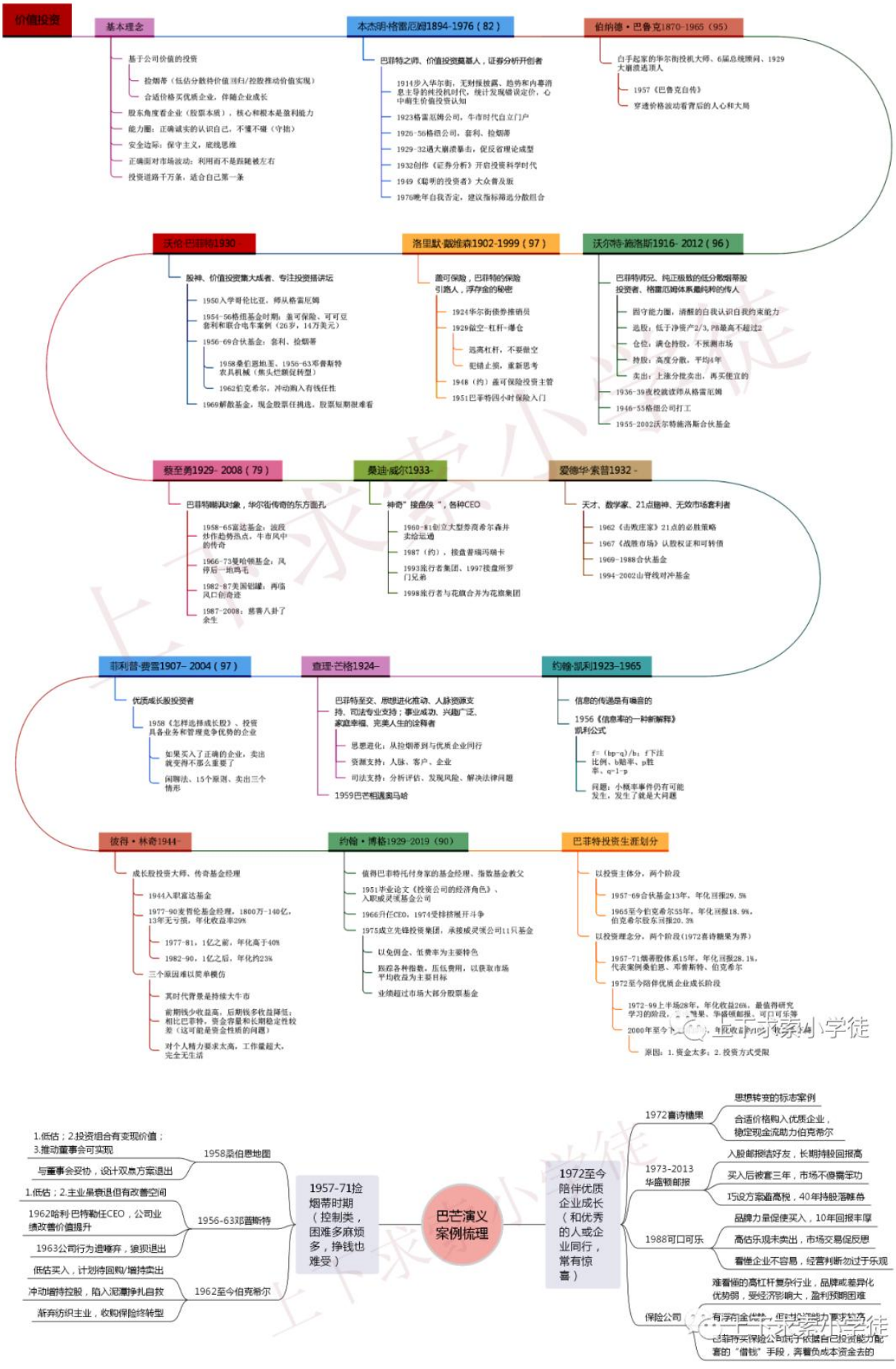
另外，老唐说本书有三重价值：第一是可以让读者博采众家所长，结合实际和现实，选择适合自己的投资模式并明白背后的原因；第二是了解和学习巴菲特的成长历程，学习可学习的品质，成为更好更富裕的自己；第三是协助读者在轻松愉快的阅读体验中，完成自身投资体系的建设。

读完感觉本书起码还有一重重要价值，就是可以作为投资学习者的“地图”或书库。老唐博览群书，治学严谨，书后所列参考书目有 72 本之多，而且分门别类，与书中人物、案例遥相呼应，如果志于学习投资或想进一步了解书中感兴趣的人物或内容，均可按“图”索书，大大提高找书和学习的效率。

因为出场人物多，时间跨度大，为阅读和记忆方便，特意做了两个图：

第一个是主要人物梳理，大约是按出场顺序和时间来排，注明了人物特征和重要事件，开头和结尾分别是价值投资理念和巴菲特投资生涯时段划分；

第二个是巴菲特两个不同阶段的代表性投资案例，相对简单一些，为的是更容易掌握案例时间和投资特点。



图放在这里就不详述了，写多了容易变书摘，图也只是起个辅助作用，读起来更有条理，最终还是看书比较过瘾。

做图过程中感慨做价值投资的人都好长寿，看来心态好是必须的。

ᔓᔓᔓᔓᔓᔓᔓᔓᔓᔓᔓ

聊完书中的基本内容，下面通过三个问题聊聊读书过程中自己对价值投资的一点思考和认识。

1.为什么要选择价值投资？

在真正接触和了解价值投资之前，我一直被一个问题困扰：“作为一名业余投资的小散户，凭什么才能在专业人士和聪明人扎堆儿的股票投资市场生存，甚至进而有所收益？”

当然，这个问题是交了不菲的学费换来的，在进股市花样亏钱之前可没这觉悟🤦。

要解答这个问题，自然的思路是：首先认识自己，分析自己的优劣势；其次是认识市场，分析可供选择的投资方法。然后选择可以扬长避短，发挥自己优势的方法去践行，而不是相反。

（以下讨论适用范围为像我一样的普通人，天赋异禀的各路大神不在此列，请勿纠结。另外这里说的市场和投资专指股市和股票投资。）

业余投资者的劣势很明显，一眼望去几乎千疮百孔。面对专业投资者，信息获取、反应速度、专业程度、研究广度等等方面毫无疑问的被碾压。这也是为什么一直会被开头的那个问题困扰的原因。

但事物都有两面性，业余投资者也并非全无优势，总结起来大约有三点：

一是约束少，因为一般是自有资金，不用受领导（自己家里的领导除外）或投资人束缚，几乎完全可以自主决策；

二是时间自由，不用受短期排名或业绩压力影响，可以从更长期的角度制定和执行投资策略；

三是仓位自由，不用受制度约束，可以只买能看懂的，增加研究深度，可分散也可集中。

相对的，业余投资者的优势反过来也是专业投资者的劣势。

所以很明显的，不管是什么投资方式，凡是劣势所在的地方就要尽量避免和远离，凡是可以发挥优势的地方就可以深入发掘和利用。

这样，市场中依靠听消息、搞内幕、拼专业、比速度的投资方法自然就该被摒弃和淘汰了，而更多赖于公司价值研究、长期持股的价值投资就自然成为了业余普通投资者的最优选择（这里暂不讨论指数基金投资）。

2.为什么价值投资可复制？

首先说什么是价值投资？作者在书里并没有简单的给一个明确定义，这里为论述方便，以我粗浅的理解稍加整理。

字面意思来说，价值投资就是基于公司价值的投资。

价值投资是由格雷厄姆在大约上世纪 30 年代首创，并由巴菲特发扬光大的一种投资方式，主要涉及三个概念，一是股票的本质；二是安全边际；三是能力圈。

主要模式有两种，一种是捡烟蒂，这又可以分为两种模式，其一是控股推动价值实现，其二是分散持股待价值回归；一种是陪伴优质企业成长。

早期的价值投资主要为捡烟蒂模式，后来巴菲特在芒格的思想助推之下逐渐走向陪伴优质企业成长的模式，并且引入了能力圈的概念。

价值投资之所以可复制，在我看来，在于其出发点的根本性和确定性，即股票代表公司所有权、反映公司价值的本质是确定的，从这一点出发，如果股价大幅低于公司显见的价值，即具有“安全边际”，那

么买入持有就可能有利可图，这便是早期的捡烟蒂理念。

同时，因为有一些企业虽然表面看不符合烟蒂股的条件，但其天生商业模式好、赚钱容易、竞争力强、具有隐藏于财务报表之外的价值，如果具备找到并理解此类企业的能力，即在自己“能力圈”范围内，那么占有其一部分股权收获其不断成长的价值就可能有利可图，这便是陪伴优质企业成长的理念。

正是因为价值投资这种从根本出发，具有逻辑支撑、有抓手可计算、有底线可依赖的简单清晰的模式，使得其具有很强的可学习性，进而具有可复制性。

总结起来，价值投资理念可以简单表述为：以买股票就是投资做生意的理念为基础，在自己能力圈内，选择能看懂的能赚钱的好公司，以低估或合理价格买入，持有至价格过度高估或者公司基本面发生变化（恶化）时卖出。

3.为什么价值投资简单却不容易？

有一个广为流传的故事，亚马逊的贝佐斯曾经问巴菲特“你的投资体系这么简单,为什么别人不做和你一样的事情”，巴菲特幽默的回答“因为没有人愿意慢慢变富”。

上面这个故事虽然到处在引用，但我没找到出处，所以也不确定真假，但巴菲特确实表达过类似的困惑：“使我们困惑的是，知道格雷厄姆的人那么多，但追随他的人却那么少。我们自由地谈论我们的原理，并把它们大量的写入我们的年度报告中。它们很容易学，也不难运用。但每一个人都只是想知道：你们今天买了什么？像格雷厄姆一样，我们被广泛的认可，但绝少有人追随我们”。

价值投资之所以简单却不容易，在于股票的本质除了代表公司所有权这一特性之外，还具有另外一个特性，那就是可交易性。

可交易性的存在，使得投资者必须不断面对市场波动，也给投资者提供了短期可以脱离公司实际价值获利或亏损的机会，从而不断经受人性的考验。

另外，价值投资者在买入股票时因为要有安全边际的考虑，所以买入一般是逆市场而行，这就导致往往买入后要经历长期股价不涨甚至亏损的现实。

在这一过程中，投资者要经历的心理考验是巨大的，对自己能力的怀疑、对价值投资的怀疑、对未来是否如自己所想的怀疑，这一切都可能会导致对自己投资体系和决策的动摇，从而难以坚持到底。

看历史类书，我总是努力尝试代入到当时的背景和人物信息环境中，感受人物当时的心态和抉择。因为站在现在看过去，全是“早知道”，而站在现在看未来，全是“有可能”。只有代入进去，才能避免自己轻易的开上帝视角随意进行评判。

《巴芒演义》这本书时间跨度大，动辄便是五年十年几十年的收益率统计，如果只是当成一句话来看或许感触不大，但每一年都是一月月一天天一时时的累积，如果身处其中，感受起伏，恐怕就是另一番滋味了。

比如书中提到，“到 1975 年末，伯克希尔股价才 38 元，比 1969 年散伙时可以卖给巴菲特的价格还低 4 美元”，巴菲特推荐的红杉基金“连续 5 年跑输大盘，直到第七年才追上指数，连累巴菲特陪着挨了不少骂”。

如果把自己代入到当时的环境中，会是怎样一种心态呢，是否能够忍受这样的结果而不为所动，我想在股市待过的都会有所体会。

估计就算知道日后伯克希尔会大涨也会有人想着先卖出，去买点儿短期涨的市场热点，跟市场多收点

儿钱，回头再以更便宜的价格买回来吧。

市场从来都不缺聪明人，或者说最不缺的就是聪明人，但聪明人扎堆的地方，笨功夫就更加难能可贵。

价值投资需要的恰恰就是这样一种笨功夫，践行保守主义，正确认识并诚实承认自己的不足，固守能力圈，不总想着占市场先生的小便宜，坚持长期专注企业而漠视市场波动...

所以，价值投资道理虽简单但并不容易。

ᔓᔓᔓᔓᔓᔓᔓᔓᔓᔓ

以上便是对唐朝先生《巴芒演义》的一点梳理和思考，限于文章篇幅和个人水平，为逻辑更加简明清晰，后面三个问题的思考讨论并不十分全面深入，略去了不少东西，以后争取找机会努力完善。

很喜欢大仲马在《基督山伯爵》里结尾处的一句话：人类的全部智慧就包含在这两个词中——等待和希望!

我想这也是价值投资不可或缺的可贵品质。

第961篇.　　2021.05.25 - 书房拾遗2021年第11期

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-05-25

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。

大概每凑够四千字左右，就推送一期。今天是 2021 年第 11 期。



@Tomorrow：买股票在分红前买好，还是分红后买好呢？

@唐朝：忘掉这个问题最好，里面没有便宜占。

2021-05-12

@淡泊人生：港股通买卖腾讯的成本有哪些？我翻遍港股通，都没找到像买卖 A 股一样的费用。

@唐朝：在港股通的当日交割或者历史交割里，可以看到费用明细。包括手续费，交易费，印花税，交收费，交易征费，交易系统使用费。

其中大头是印花税，0.1%，双边征收（A 股目前是买入不收，卖出收 0.1%），这个税率是法定的，我们只能接受。

和券商能谈的是其他费用。其他费用一般就是合计万三左右，和 A 股券商主流佣金水平差不多。

如果你第一次关注这个费率，通常万八以下就算比较良心，0.1%以上就算太重了，赶紧联系券商客服让他们给你下调。

但如果你发现费率居然是 0.26%甚至 0.3%，建议直接换券商算了。这种券商起的心肠就是能坑一个算一个，能坑多久算多久，指不定其他地方还有坑，防不胜防，不如远离。

另外，港股通里有个每天扣钱的组合费，看着让人胸口很是不舒服，但其实每万元股票持仓一年累计只扣 8 毛钱，微乎其微，可以忽略。

2021-05-12

@崔霸天：请问一下，利润表里面的“其他收入”和“营业外收入”，两者之间有什么区别吗？

@唐朝：看《手把手教你读财报：新准则升级版》204 页、214 页和 344 页。

@淡泊人生：唐老师能不能简单粗暴的解释一下？

@唐朝：其他业务收入：日常经营所得、非主业、持续有的收入。

营业外收入：非日常经营所得、非主业、偶发性收入。

2021-05-12

@淡泊人生：老唐，能否推荐下学会计基础哪些书本好点了？

@唐朝：纯白入门，推荐①《世界上最简单的会计书》；②《玩转财报》第八版；

然后可以读我的《手把手教你读财报：新准则升级版》。

更深的进阶需求，建议直接上权威三件套：

《企业会计准则 2020 版》财政部编；

《企业会计准则案例讲解 2020 年版》会计准则委员会编；

《上市公司执行企业会计准则案例解析 2020》证监会会计部编。

2021-05-12

@立章：老唐，重大影响的联营公司股权和可供出售金融资产之间，相互转换的条件是什么？

@唐朝：就是判断是否有重大影响。是否具有重大影响，有一定的主观性，判断标准看《新手财》112 页。

2021-05-12

@一路向西：可供出售金融资产在新准则里是不是已经不再出现了？另外，长期股权投资和金融资产之间的关系，又是一个难点。

@唐朝：对，新准则里没有可供出售金融资产科目了。

长期股权投资不难。一家公司持有另一家公司股权，一共就三种情况：子公司，联/合营，金融资产，分别对应控股、参股和小股。

小股里面再分两类，笋子和其他权益工具投资。结束。

@一路向西：我是说看财报具体科目时，是对应到金融资产，还是对应到长期股权投资？这块儿到现在还是挺费神。

@唐朝：投资者重点关注的合并报表里没有子公司股权，所以“长期股权投资”科目里就是联/合营企业；

小股投资分两种，一种在“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”（笋子）里，另一种在“其他权益工具投资”里。没了。

@一路向西：“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”，这个科目也不会出现在报表里了吧。

出现的是交易性金融资产，衍生金融资产，其他非流动金融资产三类。

@唐朝：会。实务中对交易性金融资产这个词用的有点乱。

有些公司用''交易性金融资产'',替代“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”（笋子）。

而有些公司如你所说，在“‘以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”下面，细分为（狭义的）交易性金融资产，衍生金融资产，其他非流动金融资产三类。

2021-05-12

@观霖：洋河 2020 年报 13 页的实际产能 122366+38127=160493 吨，和当年白酒生产量 161498 吨之间，差了 1000 吨出头，这是为什么呢？

@唐朝：公司除了洋河和双沟两个生产主体之外，还有贵州贵酒和湖北梨花村酒业。

2021-05-14

@张超：叶飞的事儿唐老师不点评几句？后期会对股市有促进作用么？

@唐朝：对事情了解的不多，没什么独特的见解。

不过，我今天刷到这篇报道的时候，正好小范围分享过如下观点：



如果他们知道走正道有多么的赚钱，或许就不会去走这些邪路了。

我们的文化体系里，比较倾向于宣扬安贫乐道。宣扬好人都不求回报，坏人才大把捞钱。

这种倾向有意无意地暗示人们，要想吃香的喝辣的，必须走歪门邪道干坏事。

但事实上做好人、走正道，大部分时间都比做坏人、捞偏门赚的更多。因为好人和好事都有复利效应，都可以持续梭哈。

我认为，只有全社会敢于大胆宣扬好人赚大钱，好人也敢于承认自己做好事的同时，也在暴富中。

这样的榜样，才是对抗歪门邪道的底层工具。

@耕园瞅地：的确的确，太对了。一直鄙视做事以赚钱为目的的行为，结果是处处碰壁，到退休后才通过学习您的夹头，认识投资这片天地🥱🌹

传统文化的认知的确是片面了，过度强化了“安贫乐道”和纯粹的精神追求，而忽视了一个前提：“富而可求也，虽执鞭之士，吾亦为之。如不可求，从吾所好。”

之所以会形成这个“片面”和过度，是因为我们小时候所受教育里，凡是富有的人全都是坏人。

他国的资本家是从头到脚流着肮脏的血，本土的地主之恶天天讲月月讲年年讲（谁不知半夜鸡叫！），深入骨髓。

做好人=做穷人，贫穷光荣，与工农联盟站在一起😁

@唐朝：说得好👍

@回归常识：市场经济就是主观利己，客观利他。

唯利是图、损坏他人利益，实际上是不可能持久的。这种观念看来还需要大力普及。

自古有“达则兼济天下，穷则独善吾身”。钱本身没有罪恶，怎么挣钱、怎么花钱才是重要的。

2021-05-15

@阿月：每次点“在看”，被同事发现我关注书房，学习炒股投资，说我不务正业，现在找机会就劝我远离股市。

@唐朝：这个正常，刚好今天还有一位朋友说怎么宣传身边人都不肯接受。我说：

确实比例很低，但还是有。

老唐公开嘚吧嘚吧理念快十年了，全部持股公开也七年多了。

仓位透明，交易透明，提前预告买卖点和买卖原因，没有任何盘感、灵感或玄学的因素在内，年化超过 30%的收益率，按理说应该算是比较有说服力的了。

但即便如此，目前书房 40 万关注者里，真正受影响、能从内心接受理念的，可能有几千人吧！

估计还有几千人在背后骂老唐是骗子，其他 39 万人依然是半信半疑、持看看再说的态度😁

按照这个比例考虑，身边有限人群里认同者少，就是正常状态了。

2021-05-15

@栗色流年末：股票不敢买，重仓抄老唐的基金。捡稳定性高的转债基金抄，亏到哭呀😭

@唐朝：你需要向书房发送“抄作业”，搞明白《抄作业的三种疾病和四种境界》。

这都是巨额学费趟过的坑，干嘛非要用自己的钱去重趟一次呢？

2021-05-15

@FREEDOM：老师，你在《价值投资实战手册》里说所有现金等价，但在《巴芒演义》里说茅台和煤油灯生产企业赚的钱肯定不一样，这不是互相矛盾了吗？有点不能理解。

@唐朝：不矛盾。

所有的现金都是一样的，all cash is equal；

不同企业现在赚的账面利润含现金量不同，不同类型的企业未来持续赚取现金的能力也不同。

所以基于 all cash is equal 的理念，不能对他们相同的报表利润给予相同的估值。这就是这两句话之间的关系。

2021-05-15

@唐朝：刚看到@义 整理各家酒厂单瓶出厂价数据，突然想起另一个细节应该补给大家：

我以前一直给大家说一吨茅台酒是 2124 瓶。但周末的文章又说 500ml 白酒大概是 465 克，这样折算的话，一吨=1000kg≈2150 瓶。

这个 2124 和 2150 之间的差异是怎么回事呢？

事情是这样的：由于工业化灌装的时候，不可能绝对精准。温度、灌装时液体压强变化、包装容器差异等多种因素，都可能导致 500ml 白酒质量产生轻微变化。因此国家有灌装误差标准，允许单瓶误差±3%。

但为了避免厂家借助这个规则有意识缺斤短两（便宜白酒还无所谓，要是茅台这种高档酒，每瓶都少 15ml，一年三万多吨，能多灌出 300 万瓶，按 969 出厂价就是 30 多亿现金），所以又规定了整箱的误差只能正、不能负。

这种情况下，茅台公司设定了每吨 2124 瓶的灌装标准，保证给客户的只多不少。

这是 2124 瓶的来历，同时也是每年库存量和生产量、销售量之间差异的构成因素之一（另外的因素是自然挥发）。

2021-05-16

@pancho：“己所欲、施于人”是错的，大家认可不？

@唐朝：中国人的哲学“己所不欲，勿施于人”很好，但老唐一直认为我们还缺了一点“己所欲，亦勿强施于人”。

老唐在书房，始终分享的只是“我是这么想的，我是这么做的”，并无意说服或教育某人，也不能确保自己的观点就一定正确。

——摘自唐书房 2019 年 7 月 15 日文章**《阿胶的雷，可以提前看出来吗？》**

@唐朝：因为看到了世界的多样性，人生的多样性，所以我学会了“己所不欲，勿施于人”的同时，还试着坚持“己所欲，亦勿强施于人”。

我或许会和别人分享我的观点、我的逻辑、我的看法、我的作法，但我从不试图要求别人改变，包括自己的妻儿。

——摘自书房 2020 年 4 月文章**《财富三轮车与阅读的价值》**。

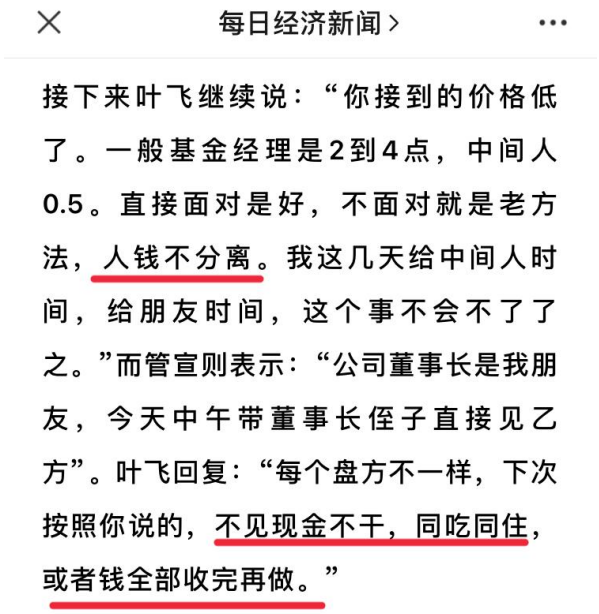
@浩然斯坦：《财富三轮车》这篇文章里，还有一段老唐的话我一直存着：

“我觉着，试图改变别人，可能是夫妻不和、家庭不幸的所有原因中占比最大的一种。有些人甚至更进一步，成为生活中的差评师，对自己的亲人（大部分是配偶和孩子）百般挑剔，苛求完美。这是常见的不幸来源。”

@巴菲唐施洛：对于我个人而言，老唐的这些人生观，价值观，比书房里分享的那些投资知识更令我受益匪浅，真真的就是改变了我的人生轨迹，让我感到生活更幸福美好了🙏👍

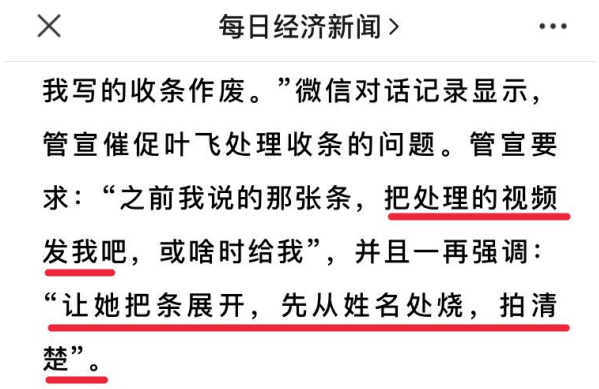
2021-05-16

@唐朝：骗子之间很难建立长期信任关系——新手财 86 页😁



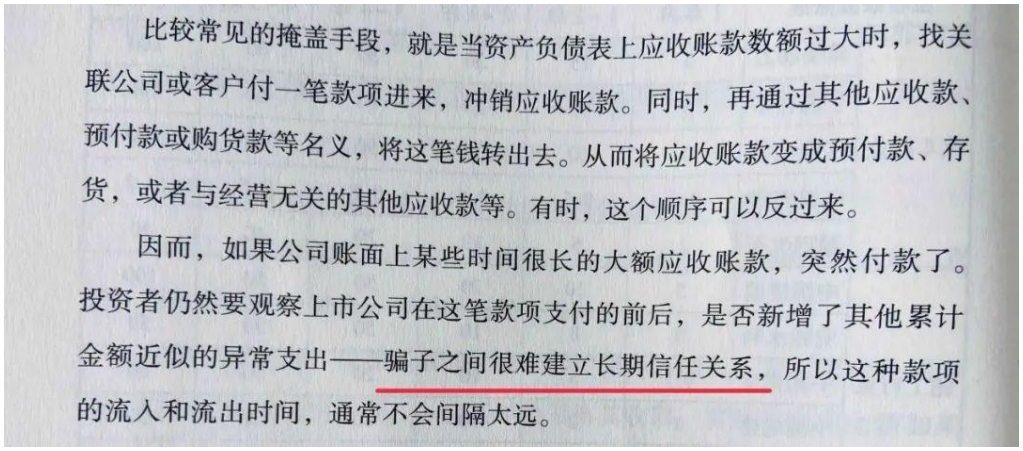
每日经济新闻 >

接下来叶飞继续说：“你接到的价格低了。一般基金经理是2到4点，中间人0.5。直接面对是好，不面对就是老方法，人钱不分离。我这几天给中间人时间，给朋友时间，这个事不会不了了之。”而管宣则表示：“公司董事长是我朋友，今天中午带董事长侄子直接见乙方”。叶飞回复：“每个盘方不一样，下次按照你说的，不见现金不干，同吃同住，或者钱全部收完再做。”



每日经济新闻 >

我写的收条作废。”微信对话记录显示，管宣催促叶飞处理收条的问题。管宣要求：“之前我说的那张条，把处理的视频发我吧，或啥时给我”，并且一再强调：“让她把条展开，先从姓名处烧，拍清楚”。



比较常见的掩盖手段，就是当资产负债表上应收账款数额过大时，找关联公司或客户付一笔款项进来，冲销应收账款。同时，再通过其他应收款、预付款或购货款等名义，将这笔钱转出去。从而将应收账款变成预付款、存货，或者与经营无关的其他应收款等。有时，这个顺序可以反过来。

因而，如果公司账面上某些时间很长的大额应收账款，突然付款了。投资者仍然要观察上市公司在这笔款项支付的前后，是否新增了其他累计金额近似的异常支出——骗子之间很难建立长期信任关系，所以这种款项的流入和流出时间，通常不会间隔太远。

@Kelly：所以诚实是最有效率的沟通方式，没有之一。

现在互联网发达，我们每天都有可能跟陌生人交流或交易，由诚生信，才会有更广泛长期的合作。

@唐朝：对，不谈论道德，仅仅从利益角度出发，市场经济下诚实也是最佳获利模式。

它减少交易费用，让我们有限的时间和精力，能够放在自己更擅长的领域里，创造更大的交换价值，利人利己。

2021-05-19

@Wkx：请问唐师，老窖 2019 年和 2020 年的利息费用（1.4 亿、1.9 亿)应该就是 25 亿+15 亿债券产生

的。

可是我咋算都和他们公布的 3.58%和 3.5%利率有差异，是我遗漏什么了吗？

@唐朝：一个是时间加权因素，一个是票据贴现费用。

债券利息的思路，要先相信披露利率，然后推其他支出。不能依赖利息支出去反推债券利率。

2021-05-19

@静水流深：洋河回购支出 10.02 亿计入“以其他方式现金分红金额”，导致 2020 年度分红比例由 60.04%变为 73.43%。

实在理解不了为什么回购股票没有注销，回购的金额也要计入年度现金分红总额里？

@唐朝：先说回购注销：①如果公司用现金从股市上买部分股票送给你，算现金分红给你，这一步能理解吗？

如果这一步能理解，那么②所有现有股东同步等比例注销股份，大家的权益没有发生任何变化，这一步能理解吗？

回购注销就等于为了帮股东避税，将以上两步合二为一的行动，所以算现金分红。

再说回购不注销：回购之后用作股权激励，相当于做了回购注销之后，重新增发新股并计划用以股权激励。

前一步算现金分红，后一步等实施的时候再说。

@静水流深：您这么一分步解释，真是豁然开朗。多谢！

@盐水菜：那这个现金分红额度，算花的金额（10.02 亿）还是买回来的股数？

@唐朝：回购所花的金额。

2021-05-19

@攀登者：老唐，腾讯第一季度业绩出来了，我看到的是稳中有进，印钞能力继续提升，看来老唐前段时间两次加仓都踏准节奏啊，恭喜了。

@唐朝：不要去相信谁能踏准节奏。我并不懂什么节奏，就是个比较，划算就买。

只是因为资本的逐利天性决定了，划算的资产上涨的概率比较大，所以你觉得我老是踏上节奏。

其实我真没有什么节奏。要有的话，我干嘛昨天 11.78 买陕煤，等一天可以少付出 4%钞票的

2021-05-20

@财务自由的核心是灵魂的自由：老唐，你分析腾讯的增长时，是避开投资收益的。因为投资收益不好分析就不去分析，我总觉得有欠缺。

@唐朝：欠缺就欠缺着呗！接受不完美是一个人成熟的标志。股价波动无法预测，你非要逼自己做出一个预测才不欠缺，那不是存心为难自己咩？

2021-05-20

@xun：老唐，这个世界上没有什么十全十美的东西，巴菲特之道有什么缺陷吗？

@唐朝：有。很多类型的企业，都无法用巴菲特的方法去估值和覆盖。

2021-05-20

第962篇.　　2021.05.29－从《巴芒演义》看价值投资四大禁区——by@壬平生

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-05-29

被巴菲特誉为西海岸哲学家的查理·芒格说过：“总是反过来想，我只想知道我将来会死在什么地方，这样我就可以永远不去那里了”。

《巴芒演义》百年投资大观，不仅阐述了哪些投资正道经大师们背书可以走，同等重要的是划出了价值投资的若干红线、底线，并引导我们正视之、明辨之、远离之，坚定追求财富的初心，克制迅速变富的贪婪，谨守自我认识的能力圈，保持日拱一卒的定力，不断实践认识再实践再认识，财富增长终将水到渠成。这既是一种认知，也是一种信念。

透过《巴芒演义》和书房文章，慢慢读到了价值投资的四大禁区，试着逐一谈谈粗浅认识和理解。

一是错判重要性禁区

----为了得到对自己不重要的东西，哪能拿对自己重要的东西去冒险

重要与否，人心自证，不过很少有人能够、喜欢、习惯于扪心自问，什么对自己（或企业）是重要的？什么是不能拿来交易的？什么是拿来交易就会导致内在价值降低的？

书房里多次指出，看懂一家企业必须回答 4 个问题，概括起来就是赚的是什么、靠什么绑定客户、凭什么阻挡对手、能否持续保持优势。

其实，按照这个步骤作答，无论是个体投资者或企业经营者，应该都可以拈花微笑，清晰分辨孰重孰轻了。

不过，错判重要性的大有人在。

1975 年盖可保险管理层过度关注企业规模排名，抛弃选择低风险客户、降低成本让利客户的发家秘诀，转而调低保单价格、将高风险客户纳入投保范围，致使赔偿利率上涨，引发破产清算危机（《巴芒演义》第 33 回）。

某名酒企业也曾错判，突发奇想把“名酒”做成“民酒”，硬生生砸掉高端品牌，乱贴牌几乎又把中低端砸掉。

作为个体投资者，我们除了扎硬寨打呆仗，按照上述 4 步学习企业的商业模式和独特竞争力，试着分析城堡是否价值连城、公爵是否德才兼备、护城河是否宽广持续，

还要预先做好 3 个重要性判断，即“来股市开心花钱或理性赚钱哪个重要，一夜暴富或慢慢变富哪个重要，虚拟利润与真实生命哪个重要”，避免一念之差、买椟还珠。

二是预测涨跌禁区

----对投资者有用的是市场先生的口袋，而不是脑袋

《巴芒演义》以鲜活历史故事揭示了预测涨跌交易的本质，归纳其“精髓”可以看作 3 步走，把握宏观经济、判断市场走向，图表技术分析、预测价格走势，顺势择时操作、实现高抛低吸，然后，就可以稳稳走向自我毁灭的结局了。期间市场先生越是错误重奖，越是可能在为更大悲剧积蓄能量。

历史上不乏试图探寻股价波动规律的天才，牛顿、凯恩斯、香农，以及因趋势投资搅动一时风云的豪客，利弗莫尔、蔡至勇，更不用说成功封神的大佬，在股市大崩溃前抛出的人----巴鲁克，最后的投机家----是川银藏。

顶尖学者们的研究和经历表明，依靠宏观经济周期赚钱、预测短期股价波动如水中月镜中花。

但这种科学认证并没有让大多数人清醒，“大作手”和“神秘中国佬”的结局也没能吓退三军，少数幸存者的传说引诱着、鼓励着韭菜们慷慨赴死。

巴菲特说：“如果大家关注的只是资产价格的短期变化，那么就是投机。投机没有什么不好，但是我知道我自己做不到能一直成功地投机，我也怀疑那些声称自己可以持续投机成功的人”。

对于一个现代人，初入股市鲜有自认为智商超群、所向睥睨的，但都是有着强烈赚钱欲望的，很多还有着一点或多或少、有意或无意的自命不凡，加上市场先生的恶意奖赏，自认为或笃定他人掌握了某种预测价格的秘诀，顺理成章做上了弄潮涨跌的白日梦，退潮之后才发现赤身裸体拍在沙滩上。

作为理性投资者，比获取涨停代码更重要的，是首先严肃自我审视，够不够聪明、够不够幸运、够不够份量？是否能够算准 K 线趋势、能够每次买底卖顶、能够获取内部信息？

不够？不能？那就放弃宏观、趋势、择时，放弃与市场先生共舞，专心看待企业的获利能力就好。

三是追逐风口禁区

----投资者并不需要赚光所有的钱，我要找的是已经被历史证明了很能赚钱，且未来还将持续赚钱的企业

风口，是被资本过度炒作的市场新需求，像飓风一样猛烈而短暂。风起时，好坏企业一起乘风而上，若是风停之前能插上翅膀，兴许可以借机冲上云端，否则只能急速坠地、结局凄惨。

风口的吸引力来自暴富神话，蔡至勇乘风大笔买卖、快进快出、波段炒作，1959 年、1960 年、1961 年富达资本投资收益率都超过了 50%，远超同期道琼斯指数涨幅（分别是 20%、-6.2%、22.4%），近乎巴菲特同期投资业绩的两倍（分别是 25.9%、22.8%、45.9%），1965 年蔡至勇管理基金规模突破 10 亿美元，而巴菲特同期只有 3700 万美元（《巴芒演义》第 17 回）。

投资风口本质上也可以看作是互掏腰包，要么企业成功掏了风险投资人的，借机迅速壮大；要么不同风险投资人互掏，资产经过新潮包装转手卖个好身价；要么企业成功 IPO，顺利掏走众韭菜们的钱包。

作为个体投资者，需不需要关注风口？

巴菲特说，我从那些简单的产品中寻找好生意，像甲骨文、莲花、微软这些公司，我搞不懂他们的护城河十年之后会怎样，

比尔·盖茨是我遇到的最棒的商业奇才，微软也拥有巨大的领先优势，但我真是不知道微软十年后会怎样，无法确切知道微软的竞争对手十年后会怎样。

All cash is equal，投资 5G 概念、大数据中心，相比卖酒、卖酱油，赚的并非更高贵、更容易，恰恰相反，因为更难看得懂所以更难真的赚到钱。

书房教会我们，投资的正确的思维流程是“我能做出估值的企业有 A、B、C……X，目前他们当中谁的市值跌到买点了？已经涨到卖点的企业有谁？”并非埋伏下个风口、紧盯下个题材，等等。

四是瞅傻子禁区

----别瞅傻子，更别做傻子

巴菲特说，对我而言，股市只是一个观察愚蠢行为的地方；不介意买入股票后股市关闭，即使明天关闭，投资决策仍然不受影响。

《巴芒演义》第 42 回里，老唐对农地案例进行了极浅显易懂又深邃精要的解读，总结了价值投资的

六字真经----别瞅傻子，瞅地。

读完反思，作为一个曾经的傻子，自我剖析感到：傻子的傻，一不在于不看企业，只是不真看。

实时关注各类传闻消息对股价的影响，以企业最新公告和研报预测看是否超预期，以 PE 百分位、PB 百分位看贵贱，据此作出买卖决定。

但市场往往无情打脸，1929 年戴维森逢高做空美国无线电公司后爆仓（《巴芒演义》第 9 回），以及 2020 年负油价奇迹，完美诠释不真看所以看不真，高估之后涨幅可能更猛，地板之下还有地下室、地下室下面还有十八层地狱。

二不在于不搞估值，只是不真估。

我想要一个精准计算公式，把 PE、PB、PS、ROE 统统都用上，遇到陌生企业就能用公式估一估，但实际却恰恰颠倒了先要看得懂才可以估值的逻辑，错判了模糊的正确与精确的错误哪个重要。

估值不在于精准，先求方向的正确，《巴芒演义》里巴菲特对邓普斯特的估值“靠数手指头和脚指头的方法”、对马尔蒙的估值“仅凭马尔蒙集团的财务报表就报了价”，彼得森说：“华尔街有句老话，只要掌握小学二年级的数学，就可以在华尔街生存了”。

三不在于不讲策略，只是不真讲。

股价上涨时，“聪明”买入做个波段，意图等待下一个傻子接盘，结果被上一个傻子当成傻子；股价下跌时，或“果断”割肉清仓、确保他日东山再起，或越跌越买、“机智”拉低成本易于解套。

凡此种种，沿着《巴芒演义》梳理的历史脉络向前追溯，竟与 20 世纪初美股市投机者们“顺势而为”“不要与趋势作对”并无不同。

不瞅傻子，先要不做傻子，避免假看企业、假搞估值、假讲策略，但难就难在不会辩假，也难学辩假，股市投资流派很多，遇不到名师时，也学得假模假样一身假本事。

能遇真价投很难，能遇唐书房更难，能勤学出师唐门难上加难，但难者不会、会者不难，老师端坐书房，惊堂木一拍，曰：

寻找终极智慧，弄清价投真谛，没什么难的，有此打算，就这样坚持就好了，就是只盯着真谛，不想其他的。

第963篇.　　2021.05.29－老唐实盘周记20210529

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-05-29

本周交易

无

当前持仓

目前持仓腾讯 28%，洋河 26%，古井 B5%，分众 5%，茅台 4%，海康 2%，陕西煤业 4%，恒生 ETF 26%。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	28%	66000±10%	＜33000	72500	47326	601.50	6.65%
洋河股份	26%	3850±10%	＜1925	4700	3287	218.12	-7.57%
古井贡B	5%	770±10%	＜385	900	433	104.80	-2.95%
分众传媒	5%	①	＜700	1980	1528	10.41	5.47%
贵州茅台	4%	24000±10%	＜12000	②	28013	2230.00	11.61%
海康威视	2%	5300±10%	＜2650	②	5980	64.00	31.93%
陕西煤业	4%	①	＜930	2300	1183	11.83	26.66%
恒生ETF	26%	现金替代品				1.501	4.89%
沪深300						5321.09	2.11%
上证指数						3600.78	3.68%
2021/5/29			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8201	

注：①采用席勒市盈率估值的企业，不估算三年后估值；

②剩余少量涨跌不卖的持股，不设卖点；

③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；

④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。

附：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	29%	66000±10%	＜33000	72500	46772	588.50	4.34%
洋河股份	25%	3850±10%	＜1925	4700	2970	197.11	-16.48%
古井贡B	5%	770±10%	＜385	900	441	105.70	-2.12%
分众传媒	5%	①	＜700	1980	1518	10.34	4.76%
贵州茅台	4%	24000±10%	＜12000	②	25653	2042.10	2.21%
海康威视	2%	5300±10%	＜2650	②	5980	64.00	31.93%
陕西煤业	4%	①	＜930	2300	1149	11.49	23.02%
恒生ETF	26%	现金替代品				1.472	2.87%
沪深300						5134.15	-1.48%
上证指数						3486.56	0.39%
2021/5/22			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8284	

收益

2021 年内收益 11%（四舍五入）。

老唐实盘	年度收益	期末净值	期限/年	年化收益	HS300涨幅	HS300净值	HS300年化
2014	62%	1.62	1	62%	51.66%	1.52	51.66%
2015	13%	1.83	2	35%	5.58%	1.60	26.54%
2016	23%	2.25	3	31%	-11.28%	1.42	12.40%
2017	62%	3.65	4	38%	21.78%	1.73	14.70%
2018	-18%	2.99	5	25%	-25.31%	1.30	5.22%
2019	52%	4.55	6	29%	36.07%	1.76	9.88%
2020	66%	7.55	7	34%	27.21%	2.24	12.21%
2021/5/29	11%	8.38	7.41	33%	2.11%	2.29	11.83%

注①：老唐实盘年度收益率，按基金净值法和实际收益率孰低取值，均不含新股收益。

注②：由于数据不易取得，沪深 300 指数收益未包含每年约 1%~2%的分红收益，略有低估。

实盘与沪深 300 指数对比图



重要事项

1. 分红季开始。

去掉占比 26%的恒生指数基金，老唐一共持有七家公司股权。

这七家公司今年的现金分红，合计不足账户市值的 1%，且分七次到账，任何一笔分红均低于账户市值的 0.5%。

总体来说，古 B 会收到港币，继续加古 B。其他公司的分红，届时可能随意加腾讯、分众和陕煤三者其一。

因比例可以忽略，没什么参考价值，不做具体披露

下表是持股公司的分红预案、除权日和红利发放日信息，汇总给同样持有这些公司的朋友们参考。

持股公司	每股分红	单位	除权日	红利发放日	备注
海康威视	0.8	RMB	2021/5/28	2021/5/28	/
腾讯控股	1.6	港币	2021/5/24	2021/6/7	港股通扣税20%后折算为人民币到账
福寿园	0.0553	港币	2021/6/15	2021/6/30	港股通扣税20%后折算为人民币到账
洋河股份	3	RMB			/
古井贡B	1.5	RMB			B股按照汇率折算为港币到账
分众传媒	0.115	RMB			/
贵州茅台	19.293	RMB			/
陕西煤业	0.8	RMB			/

备注：①腾讯、福寿园通过港股通渠道购买，扣 20%红利税。通过类似富途、老虎等香港券商账户购买不扣税。

——注意：如果港交所上市公司的注册地在大陆境内（即 H 股），通过香港券商账户购买也要扣税的，税率是 10%。腾讯和福寿园不扣税，是因为注册地在开曼群岛；

②沪深交易所上市的 A 股和 B 股，分红时一律不扣税。等实际卖出时，按照持股时间补税：

持股时间一个月内（含一个月），补缴红利金额的 20%；

持股时间一月以上，一年以内（含一年）补缴红利金额的 10%；

持股时间超过一年的，免税。

以上均按照先进先出原则计算持股时间。

所补税款由券商在卖出股票所得款项里代扣。

2.本周获了一个小奖😍


第七届
影响力
作家评选
榜单
财经作家
薛兆丰
《薛兆丰经济学讲义》
张磊
《价值》
吴军
《见识》
冯唐
《冯唐成事心法》
陈春花
《管理的常识》
陈志武
《陈志武金融通识课》
唐书房
唐朝
《手把手教你读财报》
香帅
《钱从哪里来》
徐远
《徐远的投资课》
林奇
《一本书看透价值投资》
注：排名不分先后



3. 本月阅读

本月读书 6 本。



先说《门口的野蛮人》系列。

《门口的野蛮人》是一本名气很大的著作，记录了 20 世纪 80 年代末最惊心动魄的一场大型收购战。

收购目标是雷诺兹-纳贝斯克集团（下称 RN 集团），一家主营业务为烟草（代表品牌骆驼牌香烟）和食品（代表品牌奥利奥饼干）的巨无霸企业。

收购的参战方主要有三大集团：

第一集团：以 RN 集团 CEO 罗斯.约翰逊为核心的管理层团队+希尔森证券

还记得吗？《巴芒演义》142 页，蔡至勇的接盘侠桑迪.威尔所创办的希尔森证券，1981 年 9.3 亿美元卖给了美国运通。

这一集团的伙伴有美国运通公司、所罗门兄弟公司，这都是巴菲特有过深度交集的公司。

第二集团：杠杆收购巨头 KKR 公司+垃圾债券之王迈克尔.米尔肯

KKR 是三位创始人科尔伯格、克莱斯、罗伯茨姓氏首字母组合。

他们三人都来自华尔街老牌巨头贝尔斯登。科尔伯格是克莱斯的上司兼导师，罗伯茨是克莱斯的表兄。

三人于 1976 年创办了 KKR，强项是利用高额杠杆协助管理层收购。在 RN 收购战之前，已经保持多年的优异收益率。

但以 1500 万美元现金，撬动 250 亿美元收购 RN 集团，是 KKR 真正名动江湖的一战。

从那时（1988 年）到今天，KKR 始终是一个让资本市场肃然起敬的名字。

他们的背后，是垃圾债券之王迈克尔.米尔肯——《巴芒演义》179~184 页的主人公。

第三集团：第一波士顿公司+收购大师杰伊.普利兹克

杰伊.普利兹克，《巴芒演义》77~82 页的主人公。

1954 年秋天，教会巴菲特避税绝技（这次第一波士顿收购 RN 的方案也是建立在一个避税 Bug 上的）、并让巴菲特在可可豆公司股票上获利超 200%的高人。

——巴菲特在 2007~2012 年，又以约 90 亿美元的代价收购了普利兹克家族旗下的马尔蒙集团。

三方在 RN 集团股价大约 45 美元时，展开了竞价。最终 KKR 在米尔肯的帮助下，以每股 109 美元（总价约 250 亿美元）的出价，获得了胜利。

全书写的非常细，细到甚至有些啰嗦，尤其是其中涉及到外国人名多，初看起来有点头痛。

但正因为细节多，对事件的发展和演变，没有标签化或者粗暴归因。算是完整地展现了那次商战中的必然和偶然，一旦克服了开始的人名混乱后，该书相当的吸引人。

正因为有《门口的野蛮人》打底，前段时间偶然看见《门口的野蛮人》居然有四本，毫不考虑地就将二三四拿下。

结果是个错误

这三本确实都和并购有关，中文名都叫《门口的野蛮人》，但四本书分别是五位作者写的。

仅仅是如此的话，那还谈不上错误。

甚至我个人感觉《门口的野蛮人 IV》里，潘兴广场对冲基金比尔.阿克曼与华尔街之狼卡尔.伊坎，在疑似传销公司康宝莱公司上的股权大战，精彩程度丝毫不逊色于第一部的 RN 之战。

错误在于，我国的出版界给译者的地位太低，回报太少，以至于大量翻译人员根本就是外行，或者根本就没有花心思在翻译上。

很多文字翻译的不知所云，很多数据明显是单位混淆（比如百万和亿混淆，平方米和平方英尺混淆等），很多案例译者也没看懂是如何获利的，表达的稀里糊涂前后矛盾，搞的老唐一边读，一边在书上标注“破翻译，痛心原版”

唉，没办法，谁让咱不懂八国英文呢，只能连蒙带猜地嚼二手资料。每次遇到这种时刻，都特别想念类似杨天南那样的内行译者

这一套四本里，《门 I》和《门 II》的翻译质量相对较好，而且《门 II》写的是 KKR 这家公司的诞生和崛起，作为《门 I》的配套读物，相当不错。

《门 III》和《门 IV》的翻译质量比较差。

其中《门 III》是对冲基金和上市公司之间的战争案例集。案例多的弊端是，每一个案例都写的太简单，阅读价值不大。

《门 IV》最可惜，隔着很烂的翻译我也能读出原版的精彩。真希望哪天能有行业内人士重翻《门 IV》

对于英文不错的朋友来说，《门 IV》的原版值得读，原版书名叫《When the wolves bite》，作者 Scott Wapner。

说到翻译，必须夸夸咱们书房的@王冠亚 ，本月阅读的《巴菲特的嘉年华》一书是他翻译的。

王冠亚，生于 1989，芳龄 32。你看他薄皮、大馅儿、十八个褶儿，就像一朵花儿——哦不对不对，串场了

冠亚对书房贡献良多。书房问答集里的老唐问答系列，以及书房拾遗系列，都是冠亚牵头组织书房部分热心朋友动手摘录并整理的。

这次翻译的《巴菲特的嘉年华》，让我感受到了冠亚中英文俱佳的文字功底。

整个翻译简练达意，干脆利索，几乎没有什么冗字余词，阅读体验很好。

书的内容比较简单，正如副标题所提示的“伯克希尔股东大会的故事”。全书是由几十位名人大咖参加伯克希尔股东会后，长短不一的感悟分享组成。

里面既没有投资秘籍，也没有企业分析，是一本轻松愉悦的消遣读物。虽然如此，但我还是建议大家都来一本。

一者看到那么多名人大咖的背书，有利于加强你对巴神道路的信心；

二者从中可以读出，一大群人跳着踢踏舞行进在财富自由道路上的快乐；

三者也是支持咱们身边走出来的优秀译者，鼓励冠亚挑战更多有难度的原版投资经典

《高沟酒志》不推荐，阅读价值不大。

另外一本《这就是会计》，推荐还是不推荐，内心是矛盾的。

想推荐的原因，是这本书的作者饶钢，确实是资深行业内人士。

书里有意无意聊出来的一些财报调剂手法、一些可左可右的实务操作，生动有趣，对于我们理解会计准则和会计实务的“弹性”大有帮助。

不想推荐的原因有二，一是这位“香港中文大学会计硕士、复旦大学哲学研究生、资深董秘 CFO”的书中，直接拷贝了老唐的《手把手教你读财报》内的一段原创，没有提来源：

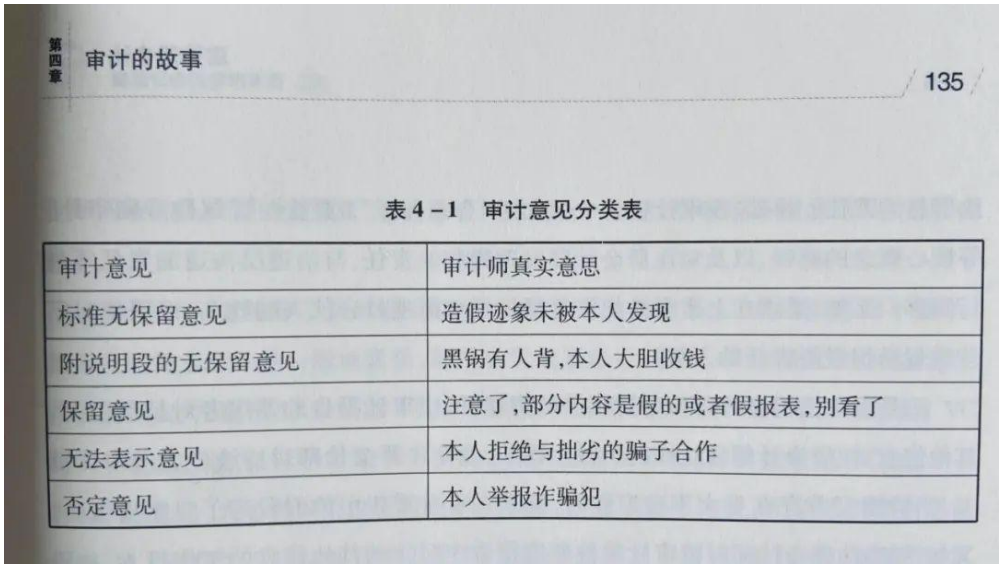

第四章 审计的故事 135

表 4-1 审计意见分类表

审计意见	审计师真实意思
标准无保留意见	造假迹象未被本人发现
附说明段的无保留意见	黑锅有人背,本人大胆收钱
保留意见	注意了,部分内容是假的或者假报表,别看了
无法表示意见	本人拒绝与拙劣的骗子合作
否定意见	本人举报诈骗犯

其二呢，是作者在 249~255 页用雅戈尔案例讲解会计魔术时，马虎了，出现了比较严重的知识错误。

如果你买了，读到这几页的时候，跳过去即可。

或者翻老唐 2018 年 4 月 12 日的《雅戈尔魔术师再登台》一文对照阅读也行。

4.本周无读书笔记入选。

本周运动

本周跑步两次，单次 10 公里，散步两次合计 16 公里。



周六同口径除皮净重 84.1kg（175cm），环比上升 0.8kg

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

第964篇.　　2021.06.01 - 书房拾遗2021年第12期

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-06-01

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。

大概每凑够四千字左右，就推送一期。今天是 2021 年第 12 期。



首先祝书房的大小儿童们

永葆童心、节日快乐



@跷跷板：老唐，如果陕煤跌得让您加仓到了 15%，然后继续跌，其它持仓假设没有涨跌，假设又跌了 20%，您的仓位变成了 12%，您会加仓 3%补足 15%吗？

如果不是陕妹是企鹅或者茅台呢，您会怎么办？当年茅台最低位的时候，您一直加满到 40%了吗？

@唐朝：为什么喜欢设计这么复杂的问题呢？一定要规划好未来十年的每一步才踏实吗？

我不提前思考这些费劲的问题。

投资就是比较，很简单的，摆在面前的两个苹果，选较大的那个，完毕。提前设计那么多，费头发

@跷跷板：懂了，投资是选择题，头发重要。

2021-05-22

@江桓：最近看了第七次普查结果有一个疑问，生育率这么低的情况下酒厂连年提产，市场能消化吗？

未来会不会注定有那么一天，酒卖不出去，全倒掉了。

@唐朝：有疑远离之即可。投资很简单的：永远只买想明白的东西。

2021-05-22

@赵海飞：陕煤最长持股时间是准备 5 年吗？唐老师

@唐朝：我没有能力规划个股持有时间。

@赵海飞：唐老师，我是想说您心里有一丁点对陕煤假设未来 5 年价值也没回归的波澜吗？

或者说在您的投资生涯中，有没有见过 5 年价值不回归的例子呢？

@唐朝：截止目前我的持股里没遇到过，但我想这不能代表未来不会遇到。

2021-05-22

@安文强：唐老师怎么看腾讯的递延收入？增长很多

@唐朝：你理解为预收账款就行了。

2021-05-22

@我是一个兵：老唐，视同处置收益只有在上市发行新股才算么？

如果还没上市，譬如 A 轮投资了，后面 B 轮其他公司进来投资，公司估值和净资产都提高了，但是导致自己的股权比例降低了，这个时候能算视同处置收益么？

@唐朝：能算。但视同处置收益在 A 股市场不允许计入利润，只允许计入净资产。港股可以计入利润。

2021-05-22

@飛：唐老师，您将陕西煤业视为一个周期股，采用公司“近十年”的净利润，现在是 2021 年，您选取的十年是 2011-2020。

我的问题是为什么没有采用 2012-2021。今年净利润可以通过第一季度净利润乘以 4 来预估。

@唐朝：以我目前的研究深度，我不敢确定陕煤的一季度×4 和今年的年度净利润差异有多大，所以就选比较保守的方式。

你说的用 2012~2021 年，也正常，我在分众上就是这么干的。

@飛：感谢唐老师的回复。我理解这是您对不确定事物的保守估计。

当您具有较大把握时（比如分众），便可采用与现在情况更贴近的数据进行估算。非常感谢唐老师！

@唐朝：对。

2021-05-22

@田家：老唐，网上看见融创在茅台镇拿地和仁怀政府合作建 3 万吨酱香酒的新闻。

很奇怪之前李保芳说环境承受不了，为什么别人拿地环境就能承受了，不知道老唐怎么看？

@唐朝：在茅台酒股份公司口中表述的环境，指的是茅台镇核心产区，大致是海拔低于 400 米的山凹凹里（可以想象成一口锅的锅底）。

其他那些扩建的都在锅边边上，但求能蹭上茅台两个字。

比如你说的融创投资的目标衡昌烧坊，地理位置上距离茅台酒厂现厂址大概 5 公里，正好在 15.3 平方公里核心产区的边缘内。

2021-05-23

@刘守阳：通过比对洋河基酒产量，商品酒产量，储酒量变化，我倾向于认为洋河基酒是尽量满产的，不是老唐说的小规模生产养窖。

@唐朝：2020 年产商品酒 15 万吨，消耗基酒大约 10~11 万吨。公司基酒产能至少 16 万吨，如果满产应该增加基酒库存至少 5~6 万吨。

实际上，以前公司披露的是存储约 70 万吨基酒，按擦边最低 60 万吨考虑，2020 年末披露的 60.9 万吨基酒数据，说明全年最多增加了不到 1 万吨基酒。

基酒没有满产，这个结论无论从哪个角度推算，应该都是可靠的😜。

至于没有满产的原因，究竟是不是养窖，倒是可以质疑的。它只是我个人的一个推测，并非官方信息🙏

2021-05-23

@Kenji：有个问题一直困扰我。分红到底有什么意义呢？股票反正要除权除息，总值并没有发生变化。

@唐朝：在我看来，分红的核心意义有二

第一可以让你在不卖出股票的情况下，获得部分资金自由安排；

第二可以侧面佐证公司账上有真金白银。

其他似乎也确实没啥意义。

2021-05-25

@oldicing：老唐你说书房里 40 多万关注者，接受你投资理念的人最多只有几千人。

我认为你可能低估了这个数字，完全认同你投资理念的人，远远不止几千人。

@唐朝：我没那么乐观。

此刻听着很多人认同，很可能是因为老唐的持股基本都涨造成的。

连续跌它三五个月，可能就少一大半😂

2021-05-25

@轻轻叶子青青：老唐的文章看多了，对股价的波动越来越脱敏了，“反正不到点，爱咋咋滴”。

但另一方面，又对企业价值越来越多疑虑，“我是不是漏了什么，会不会太乐观”，这种疑虑只能通过获取知识，提升认知水平来消除么？

@唐朝：是。其实这已经是巨大的进步了，而且我认为始终保持着这种疑虑，才是应该伴随投资者一生的正常状态。

2021-05-25

@农夫：老唐，来你书房有三四年了，但还是喜欢看股价，有点迷信“市场有效”。我应该怎么办呢？

@唐朝：喜欢看就看呗，迷信市场有效也没关系的，多交几次学费后感悟会更深刻。

我始终相信学费早交比晚交好😜，人生哪怕破产也是要趁早的，晚了就没有翻身机会了。

2021-05-25

@彭宇豪：老唐，您的操作体系里没有熊市牛市一说。但是 A 股每七八年一次非理性的牛市，对这种规律您怎么看？这种规律形成的原因是什么？

@唐朝：没什么看法，这是常态，是人性永远在贪婪和恐惧相互转换造成的。

2021-05-25

@无名：老唐，既然回购不注销，第一步等于分红，那么不就是相当于把原来分红给股东的钱，拿去买股票送给管理层了吗？这不是损害股东利益吗？

@唐朝：拿股东的钱买股票送给管理层或核心员工，是否损害股东利益，需要你自己去判断，无法一概而论。

道理上和拿股东的钱，给管理层或员工发工资奖金，是一码事。

一家公司给管理层或员工发工资奖金，是否损害股东利益——比如你就职的公司给你发工资，是不是损害公司股东的利益呢？

答案是，有时候是损害的，有时候是有利的，这取决于对象、数量和方式。

2021-05-26

@开心：唐老师，你说投资需要耐心和等待。容小白弱弱的问一句，等待下去就有好的结果吗？

@唐朝：那可不一定。有时候等着等着就退市归零了。

2021-05-27

@LC：如果茅台后续达到买点，届时又没有现金，老唐会考虑减仓洋哥换茅台吗？

@唐朝：届时再说吧，想那么多费头发😬

@LC：现在老唐手里还有这么多现金替代物，又对腾讯的确定性很有信心，为啥不在腾讯目前合理估值范围内多买些呢，毕竟离 40%上限还差不少。

@唐朝：你的意思就是梭哈呗，对不？

梭哈了，回头跌了，一样会有人提问：为什么不留一点现金抄底呢？

股价短期波动是无法预知的，它决定了没有什么世间两全法。任何仓位策略都有其利，有其弊。

重要的是想清楚，然后按照自己的原则去做，享受其利，承受其弊，永远不要患得患失抱怨自己没有利润最大化，就可以了。

2021-05-29

@Peter：请教唐师在夹头初期阶段的时候，如何保证读研报或资料的时候跳过别人的结论？

比如看别人的深度研究报告，里面的好多数据或知识根本是一个门外汉不可触及的，如何理直气壮的只使用数据不使用结果？

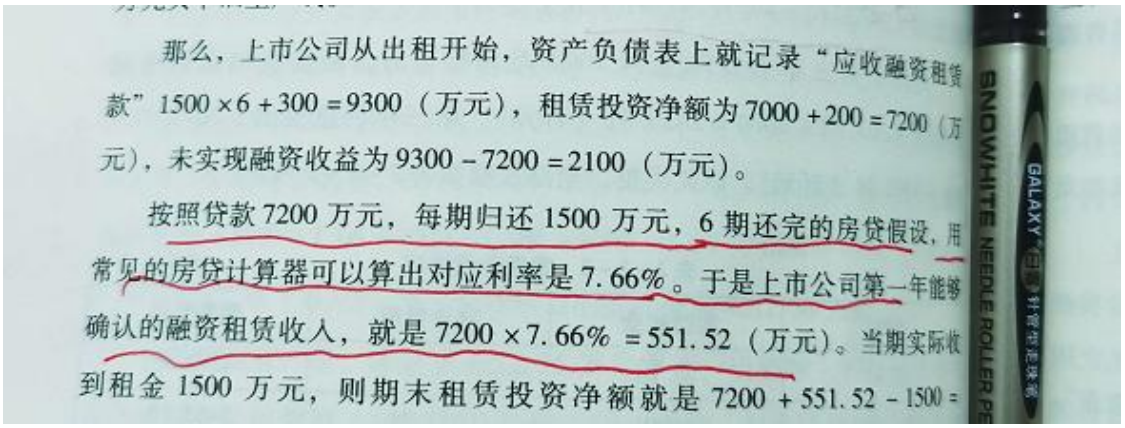
说白了就是研究员的经验和资料都胜我一筹，凭什么不用人家的结论，或者要不用别人的结论要达到什么层面呢？感谢！困惑多时了。

@唐朝：这个好像很难量化。这么说吧， 坚持不懂不投的基本原则就好。

如果你被对方研报说服，想不出任何对方考虑不周的地方，那就用着吧，实战中慢慢会总结出问题和经验来的。

2021-05-29

@熵增不减我就减：《新手财》66 页这个贷款 7200，每期还 1500，6 期还完。对应的利率，用房贷计算器怎么算啊？捣鼓了半天都没搞定。


那么，上市公司从出租开始，资产负债表上就记录“应收融资租赁款”1500×6+300=9300（万元），租赁投资净额为7000+200=7200（万元），未实现融资收益为9300-7200=2100（万元）。

按照贷款7200万元，每期归还1500万元，6期还完的房贷假设，用常见的房贷计算器可以算出对应利率是7.66%。于是上市公司第一年能够确认的融资租赁收入，就是7200×7.66%=551.52（万元）。当期实际收到租金1500万元，则期末租赁投资净额就是7200+551.52-1500=

@唐朝：向书房发送“7.66”，就会收到手把手教程，秒懂的那种

2021-05-30

@曾裕峰：老唐，记得你说定投沪深 300 指数，合理估值 20 倍 PE，然后 30 倍 PE 卖出。

我把沪深 300 历史市盈率数据拿出来看了，只有 2007 年高于 30 倍，包括 2015 年动态市盈率也只有 15 倍左右，那岂不是没有卖出机会？

@唐朝：那不是很好吗？

用钱，随便什么 pe 都要卖。如果不用钱，你卖它干嘛呢？

沪深 300 指数从 2005 年元旦的 1000 点，到今天含分红在内的全收益指数是 6961 点，16.4 年 6.96 倍，年化收益 12.56%。

你卖出去干嘛？去换成年化收益 4%的存款，然后把好端端的 696 万折腾成 200 万、300 万？

2021-05-31

@Goodluck：唐老师，分红扣税所参照的持股时间，是从买入时间还是分红时间起算呢？

@唐朝：买入时间。持有时间从买入那天算到卖出前一天。

2021-05-31

@爱美丽：收到券商通知，有资格买茅台股东大会酒。想问这个怎么买，都有些什么，值得买吗，需要抢吗？

@唐朝：一箱 8 瓶，含飞天茅台、茅台牛年生肖酒、茅台王子牛年生肖酒、汉酱（茅）、茅台迎宾酒、贵州大曲酒（70 年代）、仁酒、赖茅酒（传承·蓝）各一瓶（500ml）。

按照茅台公司官方指导价计算，合计约 7600 元。按照市场零售价计算，合计约 1.3 万元。

5 月 31 日收盘持有茅台股票的股东有资格购买，每位股东可以按照 6666 元购买 1 箱，限量 1 万箱。

购买步骤如下：

第一步，关注微信公众号“贵州茅台酱香酒营销公司”；

第二步，6 月 9 日下午 17:30~6 月 11 日 24 点之间，到公众号下面看一个菜单，应该会叫”股东购酒“或类似名字；

第三步，按照指引填写姓名、股东账号、身份证号码、收货地址之类的资料，然后付款就是了。回头他们会安排快递给你。

股东数量大概有十二三万，所以酒肯定是需要抢的，按照时间顺序，先到先得。正常估计 9 号当晚就没有了。

再有不明白的，打 400-818-9999 咨询。

2021-06-01

@唐朝：古井 B 分红相关事宜。

①6 月 8 号收盘前买入的都有分红；

②每股 1.5 元，按照 0.8258 的港币汇率折算后支付，即每股收到 1.81642 港元；

③B 股红利 6 月 11 日开盘前到账，不扣税。

④未来卖出时，持有期如果低于一年，补税 10%；低于一月的，补税 20%。补税汇率也按照 0.8258 折算。

2021-06-01

第965篇.　　2021.06.05 - 《巴芒演义》——价值投资入门的指路书

我是大马哈　唐书房　2021-06-05

以下文章来源于大马哈投资 ，作者我是大马哈

大马哈投资 ． 专注探索适合个人投资者的长期投资之路，覆盖主动\指数\量化投资三个领域。

趁着前几天看完《施洛斯资料集》的劲，周末闲来无事把书架上躺了一段时间的《巴芒演义——可复制的价值投资》拿来看。

本以为需要几天时间看完，可没想到越读越有意思，花了七八个小时一口气就读完了。

相信不少朋友对这本书的作者唐朝并不陌生，我在他的公众号“唐书房”收获颇多，溢美之词不用再

多说。

简单总结作者即四点：财务自由、投资有章法、精通财务分析、爱好阅读。

凭我的简单粗暴理解，**《巴芒演义》是一系列关于价值投资相关书籍的汇总书评**，唐朝通过阅读几十本书，将这些书的叙事整合到一起形成了近四百页的《巴芒演义》。

这本书介绍了价值投资这一理念的来龙去脉，介绍了各类形形色色的投资理念及大师。

《巴芒演义》是新手的价值投资指路书。

这本书非常适合想系统学习价值投资的人第一本入门书，待读完这本书后，可以根据本书提供的时间及关键人物线索，按图索骥，将文中重要人物或投资理念涉及到的书籍拿过来阅读。

这本书对唐朝这样的投资老手而言，是一个将书读薄的过程，将各个成功投资大师的观点、经历及相互影响关联在一起，由点到线再到面；

而对我们投资新手而言，应该把书由薄读厚，本书相当于庞大价值投资体系的一个大纲，对于大纲中的每个点，需要我们逐一去补充。

如果没有这本书，对于新手，面对投资中几十本甚至上百本必读书籍，往往不知如何着手，本书可以起到提纲挈领的作用，先构建了整个价值投资大厦的框架，里面的砖头则需要我们后续一个一个的填，避免盲目。

本书谈及的很多投资者或企业家都有许多可圈可点之处，如果我们仅仅看该书，不去看参考文献，是很难把这些人各自的投资\经营理念理解深刻的，毕竟读几十本书有读几十本书的道理。

介绍完本书的作者及适合阅读人群后，相信大家对本书已经有了个基本的了解。下面与大家分享下我从本书中体会最深刻的几点：

1、利用市场而不是预测市场

对于大盘每天的涨涨跌跌 ，对于绝大多数投资者而言，预测它们具有无可比拟的诱惑力。

通过本书，我们可以发现，**这么多成功的投资大师，无一是通过择时获得成功的**，他们当中要么是对择时不屑一顾，要么就是早早的就放弃了择时，这些投资者的成功路径都是靠选股实现的。

这么多投资大师都未曾做到的事情，我们芸芸众生希望做好，这可能吗？

所以可以总结为，**寻求择时获取收益是一条歧途**。我之前在其他文章中也提到了这一点。

预测市场是很难的，凯恩斯说过，市场非理性的时间可以长到你破产，因为基于这一点，不要去试图上杠杆或者做空。

唐朝归结为投资中最重要的八字箴言“远离杠杆，不要做空”。

对于要去利用市场而非预测市场，格雷厄姆有过精辟的论述，他在书中写到：“股市不是一个精确的计量仪器，不会对证券的内在价值做分毫不差的记录。相反，我们说市场是一个投票机其中包含无数的个人选择，这些选择有些出于理性，有些则出于感性。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”。

格雷厄姆还有一个经典的寓言，在此囿于篇幅所限，不再展开。

2、价值投资的成功路径是多元化的，但本质是一致的

本书介绍的是价值投资的发展史以及诞生的形形色色的投资大师，这些成功投资大师成功路径较为多元化，但背后遵循的本质均不约而同的高度一致。

那就是**买股票即是买上市公司的股权，以实业的思维看待投资，关注的是公司的当前价值或者未来价值相对公司市价的折扣，而非靠通过预测公司未来估值水平的变化来进行获利。**

在遵循这个大原则的基础上，各个投资大师的成功路径却是有着显著的不同，从他们的成功经验中，我们依稀可以找到基本面主动投资（低估值投资、以合理价格买入优质企业）、量化投资及指数投资等各类理念的交错及雏形。

这些投资方式方法都可以归结到以实业思维看待投资这一框架下。

基本面主动投资

基本面投资简而言之即是关注公司价值与市值两者的差异。

而公司价值分为当前价值和未来价值两个维度，这两个评价维度分别对应了**低估值投资**和**以合理价格买入优质企业**两类基本面投资策略。

公司的当前的价值也即公司的清算价值。

计算公司的清算价值相对简单，只需要拿出公司的资产负债表，对公司各项资产及负债的变现率进行保守估计，如巴菲特对给予现金 100%、应收账款 85%、工厂及设备 60%的变现率，最后保守估计可清算出来的净资产，将该值与公司的市值进行比较，如果市值显著低于保守估计的清算价值，那么即意味着好的投资机会。

如果买入后股价上涨，随即卖出兑现收益，如果买入后股价不涨，可通过继续买入以控制公司并进行强制清算或分红以促进收益兑现，这即低估值投资的理论基础。

尽管格雷厄姆在《证券分析》一书中道出了价值投资的本质，但他本人受大萧条的影响颇深，在上世纪 40 年代以后的 10 年左右投资生涯中，极为注重防风险，是低估值投资策略（烟蒂股投资）的忠实执行者。

格雷厄姆的弟子施洛斯完整的继承了格雷厄姆的低估值策略体系，在近 50 年的投资生涯中，取得了费前 20%+的投资回报。

格雷厄姆的另一弟子巴菲特，早年也沿袭了其烟蒂股投资思想，不过随着管理资产规模的扩大以及烟蒂股投资过程中的种种不如意，其投资理念在后面发生了转变。

随着市场越来越有效，市值低于公司营运资产甚至可清算净资产的公司越来越少，低估值投资策略有所进化，即选出市场相对便宜的公司。

如果要关注公司未来价值，则主要考察公司未来的盈利能力。

对公司未来盈利能力的预测比较复杂，需要对公司所属行业的发展状况及竞争格局、公司的核心竞争力、公司战略、管理层及企业文化等方方面面进行考察，本质上就是**利用已知的信息去推测这桩生意未来的好坏**，这是一件非常困难的事情，需要考虑到方方面面的因素。

将对公司未来盈利的预测进行贴现，与公司当前的市值进行比较，如果存在显著的安全边际，该公司则是值得投资的。

相比关注公司的清算价值，关注公司的盈利更为贴近投资的本质，毕竟在茅台和在钢铁厂的等值资产其盈利能力差异是巨大的。

而对于未来盈利能力强的公司，往往都是大家交口称赞的优质公司，因此这类公司估值往往不便宜，因此按未来盈利去选择公司即是“以合理价格买入优质企业”。像费雪、芒格、彼得林奇、巴菲特后期（1972

年以后）都践行的是这类投资思路。

读到这儿，相信大家也容易理解，“低估值策略”和“以合理价格买入优质公司”对投资者能力的要求是不一样的，后者难度要显著高于前者。

巴菲特把他由捡烟蒂到买入优质公司的转变比作由“猿”进化为“人”。

“低估值策略”不需要投资者对公司业务有深入的理解，需要的是一些琐碎的计算，但由于低估值公司往往质地较差，为避免遭受灭顶之灾，往往强调分散化，然后耐心等待价值回归卖出；

“以合理价格买入优质公司”则需要投资者对生意有深入的理解（其难度我们后面会展开），投资集中度相对更高，琐碎的计算和耐心同样是必须的。

终生践行低估值策略的施洛斯，在被媒体问到为什么不深入研究公司的生意好不好，谈到：**“我做不来这一点。沃伦巴菲特懂生意，我不懂。沃伦了解保险生意，我就不懂。他还了解银行和出版公司。我们买股票的这种风格，不必对生意很精通...”**。

我想施洛斯这个回答很好的阐释了低估值投资和投资优质公司两者之间的差异。

正因为后者难度远高于前者，**国内不少基金经理都经历了由低估值策略起步，逐渐关注优质公司的过程**。

量化\指数投资

在《巴芒演义》一书中，我们看到了量化投资的雏形。

量化投资的本质即是数据驱动，综合公司的财务等各方面信息对公司进行评估，然后买入得分较高的股票，量化投资覆盖面大，讲究分散化，不需要对每个公司有深入的理解。

本书中的不少人在投资的过程中或多或少体现了量化投资的思维。

施洛斯在投资过程中，强调分散化，持有六七十只甚至上百只股票，单只股票权重一般也就 5%左右。

从选股决策过程来看，最初他选取的是市值显著低于净营运资产的股票，随着市场变得更有效，他放宽条件，选取市值低于净资产的股票。

随着市场走向高位，市值低于净资产的股票也没有了，他开始选择相对便宜的股票，也即**相对价值**。

这个相对价值不就是量化界耳熟能详的价值因子吗，在样本空间中选择低 PB 或者低 PE 的公司，在长期有望获得超额收益。

书中提到的乔尔.格林布拉特，他推崇的神奇公式跟我们现在所谈论的量化投资已别无二致了。

神奇公式即是采用“有形资本回报率”和“企业收益率”两个指标进行选股，选出得分高的股票。对于国内量化产品的策略模式，我们会在以后与大家进行单独探讨。

格雷厄姆在去世前的访谈中，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图。这个流程说白了，不就是我们经常看到的指数编制规则嘛。

至于博格倡导的指数投资，则是在于发现越来越多的主动基金无法战胜市场，因此对于缺乏对优秀投资人鉴别能力的普通投资者，还不如买入规则明确的低成本指数基金，以获取市场平均收益。

指数投资的出现是主动基金愈来愈难战胜市场的必然结果。

3、理解企业是一件困难的事情，需要谦卑

说起巴菲特的价值投资，大家经常会听到寻找具备优秀的管理、宽广的这样的公司。

话虽简单，但哪个公司有这样的特质呢，这是一件非常难的事情，甚至我们当中的芸芸众生穷极一生

也很难搞懂这个问题。

先说说本书中提到的可口可乐的例子。

巴菲特在 1988 年买入了可口可乐，到 1998 年，可口可乐享受了盈利和估值双升带来的戴维斯双击，获利超过 13 倍。

到 1998 年可口可乐的市盈率高达 50 倍，巴菲特没有选择卖出，而是继续持有，这其中的一个重要原因就是巴菲特\芒格对可口可乐未来业绩的乐观判断。

芒格在 1996 年 7 月的一次演讲中，是这么预估可口可乐的：“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 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。而且在 2034 年之后，可口可乐增长的空间依然很大”。

另外芒格还在演讲里提到，可口可乐有能力不断提升单瓶盈利，从而对抗通货膨胀。

理想很美好，然而事情很无情，根据芒格的预测，可口可乐在 2019 年应有 2875 亿升的销售量，但实际销售量约 1750 亿升，只有估计值的 60%；可口可乐在 2019 年的预测市值应该在 7300 亿美元以上，然而实际仅 2370 亿美元。

芒格不仅高估了销量，也高估了盈利，从而使得市值远远不达芒格的预期。

据此我们可以得出，**哪怕是可口可乐这样产品简单的公司，要准确预测公司未来的增长水平，哪怕是芒格这样的智者，也是很难做到的，更何况我们普通投资者呢？**我觉得我们需要对公司的预测多一份敬畏之心。

熟悉巴菲特的投资者，对喜诗糖果，盖可保险等公司的投资耳熟能详，认为喜诗糖果具有很强的品牌力，可以提价；盖可保险专注于细分市场，低成本优势。

说起来虽然简单 ，但现实中到底哪些品牌具有强大的品牌力呢，可以任意提价呢；又有多少公司专注于细分市场，采用低成本竞争策略然后失败了呢？

这些商业案例我们投资人研究过，企业管理人又何尝没有研究过，为啥成功的企业还是少数中的少数？

每个商业案例都有其独特性及偶然性，他们之所以成功是因为做了一连串对的事情，跟管理层分不开，很难用一两句话去简单总结，也很难把这些经验去套用到对其他公司的评价中。

对于大部分无实业经验的我们，要去评价一个公司的护城河，评价管理层的经营绩效，评价他们是不是靠谱，这是一件很难的事情。

对于同一个公司的核心竞争力及管理人评估，不同的人可能会得到南辕北辙的答案。

需要弥补我们对商业和管理层理解的欠缺，我想这绝非一日之功可以达到的，冰冻三尺非一日之寒，要回答好简简单单的这几个问题需要我们付出艰辛的努力。

以巴菲特为代表的投资大师也教导我们，要遵循“**能力圈原则**”，即**不懂的不做**。

我想是有道理的，**如果我们不懂生意，不懂公司，我们可以从买指数基金做起，从低估值策略做起。做个股投资时，只投资自己看得懂的公司，这一点为我们投资进阶提供了很好的指引。**

我们需要真正清楚的是，自己懂什么，不懂什么，如果对于自己不懂的东西，也认为自己懂，那就是灾难。

格雷厄姆也在大萧条前经常念叨“以合适的价格买入优质公司”呢，我想他那时在说这句话时未必真懂。

4、投资路上没有一帆风顺的事情

《巴芒演义》一书中介绍了不少成功投资大师的经历，如格雷厄姆、巴菲特\芒格及凯恩斯等人。可发现，**这些大师在投资路上或多或少都遭受过挫折，有过风光无限、有过跌落到谷底、有过调整、有过重新振作。**

格雷厄姆在 1915 年开始人生中的第一次代客理财，第一年顺风顺水，随后不久在市场的大跌中因无法追加保证金而跌到了谷底，但得益于投资人的同情心及市场的见底回升，格雷厄姆爬出了深坑。

在随后的近 20 年牛市行情中，格雷厄姆如鱼得水，让他变得有点轻狂，写了本《投资者必读》的书，与投资人制定了激进的无保底分账条款，随后又在 30 年代大萧条导致的股灾中跌落。

经历过大萧条后的格雷厄姆开始重新反思，开始推崇捡烟蒂式投资，以规避下跌风险。

凯恩斯亦经历了由投机到投资的转变。

起初，凯恩斯自恃经济学家的身份，利用掌握经济数据全面的特点，进行了基于宏观经济的投机活动，然而投资业绩大起大落，每一个投机泡沫，都有一根命中注定的针等着，自己娴熟的信贷周期理论对自己的投资并没有起到什么作用。

自此后凯恩斯开始由投机转变为投资，将大笔资金投入到他对管理层有信心的企业当中。

巴菲特\芒格投资路上也并非顺风顺水。

在捡烟蒂式投资出现不少失败（投资收益微薄\清算烟蒂公司引发负面社会影响）后，在费雪\芒格等人的引导下，走向了以合理价格买入优质公司，陪伴优质公司成长这一道路。

可这条道路也并非走得一帆风顺，如收购布法罗晚报公司、买入通用再保险等险象环生的曲折经历，表明巴菲特看公司也并非次次都对。

本书介绍的一些其他投资大师，或多或少都有这样或者那样的曲折经历。

投资并非一件容易的事情，哪怕是投资大师，也一样会受到人性的考验，在顺境中膨胀。可能与我们普通人相比有所不同的是，能在逆境中迅速调整。

这提醒我们，投资路上要不折不饶，学会在逆境中调整。不忘初心，方得始终。

第966篇.　　2021.06.05 - 老唐实盘周记20210605

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-06-05

本周交易

无

当前持仓

目前持仓腾讯 28%，洋河 27%，古井 B5%，分众 4%，茅台 4%，海康 2%，陕西煤业 4%，恒生 ETF 25%。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	28%	66000±10%	＜33000	72500	48353	611.50	8.73%
洋河股份	27%	3850±10%	＜1925	4700	3465	229.95	-2.56%
古井贡B	5%	770±10%	＜385	900	453	109.09	1.02%
分众传媒	4%	①	＜700	1980	1460	9.95	0.81%
贵州茅台	4%	24000±10%	＜12000	②	28283	2251.50	12.69%
海康威视	2%	5300±10%	＜2650	②	5710	61.12	28.11%
陕西煤业	4%	①	＜930	2300	1197	11.97	28.16%
恒生ETF	25%	现金替代品				1.497	4.61%
沪深300						5282.28	1.36%
上证指数						3591.84	3.42%
2021/6/5			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8241	

注：①采用席勒市盈率估值的企业，不估算三年后估值；

②剩余少量涨跌不卖的持股，不设一年内卖点；

③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；

④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。

附：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	28%	66000±10%	＜33000	72500	47326	601.50	6.95%
洋河股份	26%	3850±10%	＜1925	4700	3287	218.12	-7.57%
古井贡B	5%	770±10%	＜385	900	433	104.80	-2.95%
分众传媒	5%	①	＜700	1980	1528	10.41	5.47%
贵州茅台	4%	24000±10%	＜12000	②	28013	2230.00	11.61%
海康威视	2%	5300±10%	＜2650	②	5980	64.00	34.14%
陕西煤业	4%	①	＜930	2300	1183	11.83	26.66%
恒生ETF	26%	现金替代品				1.501	4.89%
沪深300						5321.09	2.11%
上证指数						3600.78	3.68%
2021/5/29			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8201	

收益

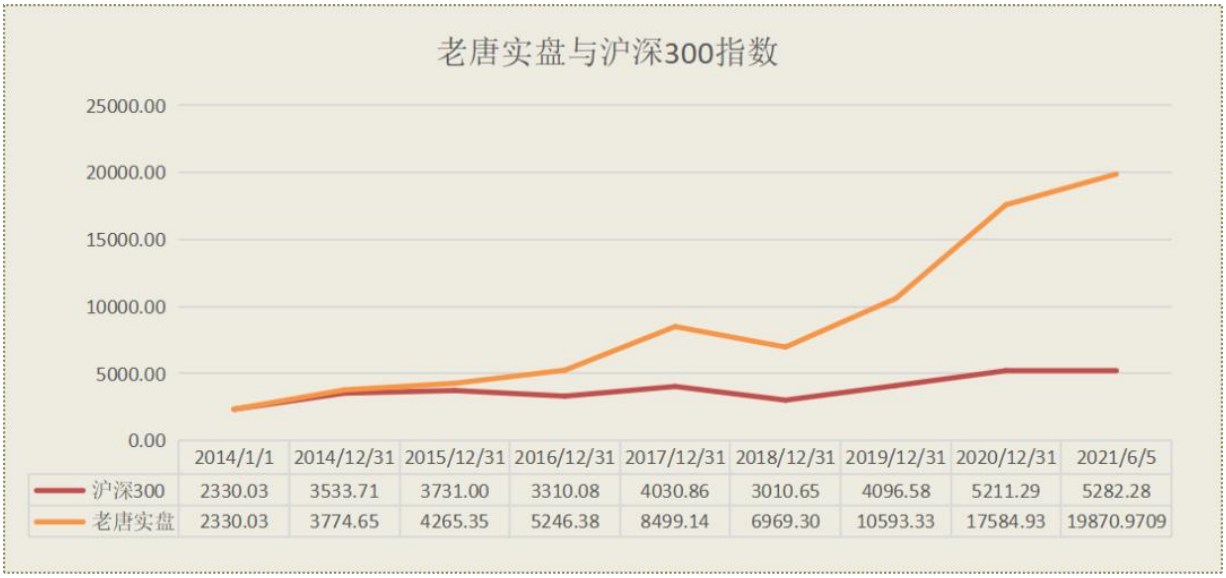
2021 年内收益 13%（四舍五入）。

老唐实盘	年度收益	期末净值	期限/年	年化收益	HS300涨幅	HS300净值	HS300年化
2014	62%	1.62	1	62%	51.66%	1.52	51.66%
2015	13%	1.83	2	35%	5.58%	1.60	26.54%
2016	23%	2.25	3	31%	-11.28%	1.42	12.40%
2017	62%	3.65	4	38%	21.78%	1.73	14.70%
2018	-18%	2.99	5	25%	-25.31%	1.30	5.22%
2019	52%	4.55	6	29%	36.07%	1.76	9.88%
2020	66%	7.55	7	34%	27.21%	2.24	12.21%
2021/6/5	13%	8.53	7.43	33%	1.36%	2.27	11.67%

注①：老唐实盘年度收益率，按基金净值法和实际收益率孰低取值，均不含新股收益。

注②：沪深 300 指数收益未包含每年 2%左右的分红，数据略有低估。

实盘与沪深 300 指数对比图



重要事项

1.下周高考。

祝家有高考学子的朋友们都能心想事成，在这关键的三天里一切顺利🫵

祝孩子们能保持最佳状态，发挥最好水平，最终考取理想的学校🌹💪

2.茅台股东大会资料披露。

在 4 月 1 日的《茅台 2020 年年报简评》一文里，我提过股东大会资料，会给我们提供更多预测依据。



然后等今年茅台召开股东大会的时候（大概是今年6月份），公司会提交一份叫《2021年度公司预算方案》的文件。

文件里，会具体告诉我们2021年公司对营收、营业成本、销售费用、管理费用等的规划数据。

由于茅台的可供销售商品酒数量，大体由四年前的基酒生产量决定，而市场又是供不应求，销售费用和管理费用都是公司自主掌握，因此，这个数据稍加调整就基本可信。

之所以说稍加调整，是因为数据会有小误差，比如：

本周，这份资料披露，相关数据截图如下。



（一）营业总收入

2021 年度实现营业总收入较上年度增长 10.5%左右，增长主要原因是产品销售增长及渠道调整。

（二）营业成本

2021 年度营业成本较上年度增长 14.9%左右，增长原因主要是产品销售及生产成本增长。

（三）期间费用

1.2021 年度销售费用较上年度增长 49.5%左右，增长原因主要是 2020 年度受疫情影响部分营销活动取消或延期，同时 2021 年度营销投入加大。

2.2021 年度管理费用较上年度增长 23.3%左右，增长原因主要是职工薪酬、厂房设备维修费用等增长。

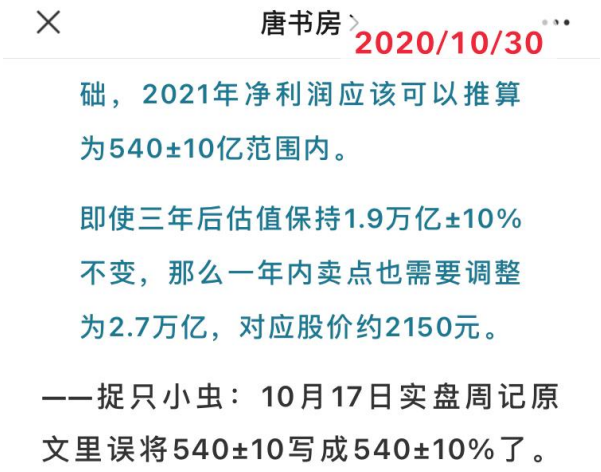
然后，我们可以将这些预测数据，代入茅台 2020 年合并利润表，就可以估算出预计在 2022 年三四月份披露的，2021 年茅台合并利润表的大致模样：

科目	2020	增长计划	模拟结果	老唐估算 2021
营业总收入	980	+10.5%	1083	1100
-营业成本	81.5	+14.9%	93.65	94
-销售费用	25.5	+49.5%	38.1	38
-管理费用	67.9	+23.3%	83.72	84
-税金及附加	139	/	/	150
-其他总计	0	/	0	0
+利息净增	/	/	/	20（注）
=税前利润	666	/	/	754
税后利润	495	/	/	566
少数股东	28	/	/	32
归母净利	467	/	/	534

注：利息净增加按照全年净增 500~600 亿现金，按 3~4%利率毛估。

结论：2021 年茅台全年归母净利预计 534 亿左右。

我去年 10 月给出的 2021 年净利润估算是 540 亿±10 亿。



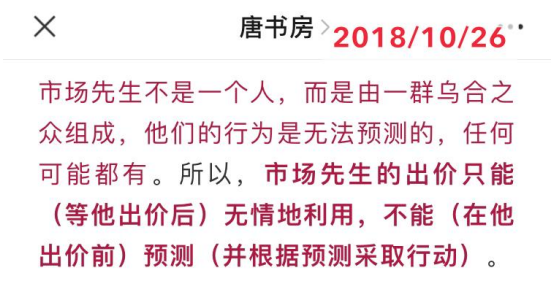
只要你确信茅台当前的市场供销情况，足以支持管理层达成规划，然后稍作调整，便可提前预知到茅台 2021 年利润表数据。

这犹如戴着可以看底牌的透视眼镜上赌桌。说这样的赌局是送给投资者的财富 BUG，没有夸张吧？

至于为啥要稍作调整，以及如何调整，我在《茅台 2020 年年报简评》文内写过三大原因。感兴趣的朋友，可点击回看，我就不截图了。

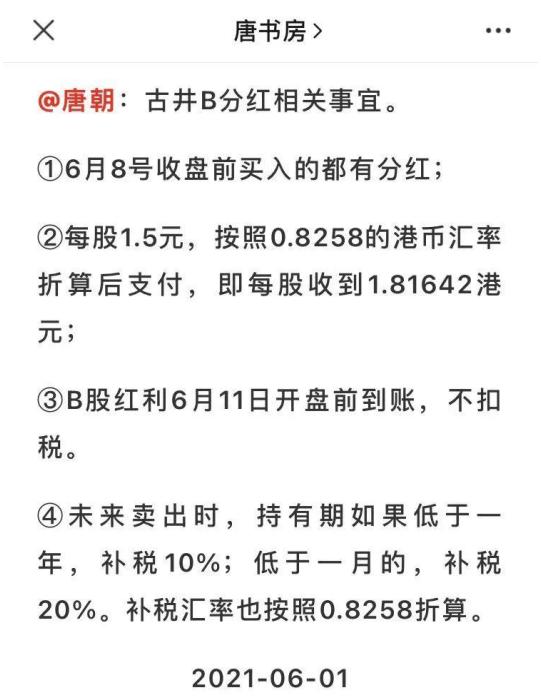
当然，每年都能提前预知业绩，也不能包赢，只能说占了一半的优势。

另一半，取决于你是否「真的」理解下面这句话：



4. 古井披露分红方案。

本周古井贡酒披露分红方案，周二书房拾遗里已收录：



5. 腾讯遭遇全国首例社会组织提起的未成年人保护民事公益诉讼。

2021 年 6 月 1 日，新的《未成年人保护法》正式实施。

当天上午，北京青少年法律援助与研究中心针对腾讯旗下“王者荣耀”游戏，向北京市第一中级人民法院提起未成年人保护民事公益诉讼。

这是全国首例由社会组织提起的未成年人保护民事公益诉讼。

该机构起诉腾讯旗下王者荣耀游戏：衣着暴露、篡改历史、诱导沉迷。

该机构认为：王者荣耀游戏对 12~18 岁的未成年人开放，侵害了未成年人的健康权和监护人的财产权，践踏了民族文化遗产，对未成年人的价值观形成错误导向，导致部分未成年人荒废学业，破坏未成年人与监护人之间的家庭关系等。

对于此事，书房一位叫@言东 的朋友，评价的很全面。老唐没有什么需要补充的，直接拷贝分享：

@言东：这事的噱头在于「全国首例社会组织提起的未成年人保护民事公益诉讼」，其余都是老生常谈。当年人民日报那么批王者荣耀都扛过来了。

三个结果：一是法院不立案；二是立案，腾讯胜诉；三是腾讯败诉。我觉得第三种的可能性很低。

法律层面上，腾讯很注重「合规」，不合规的事不做。社会道义层面，腾讯是国内所有游戏公司里保护未成年措施做得最多、走得最远的。

退一万步，即便败诉也不一定是坏事，告诉我哪里不合规，把道道划清，免得有些人动不动就挥舞道德大棒。

6. 书房后院圈子内容开放。

去年 6 月，老唐建立了一个免费的读者交流圈。

陆续有八千多人加入，不知不觉留下了大量有价值的帖子。

现在，腾讯宣布要下线圈子功能，6 月 28 日会关闭圈子入口，12 月 28 日全面下线。

圈内这些有价值的帖子很快也会消失，挺可惜的

我现在将圈子地址推给大家，感兴趣的朋友可以去翻翻。



看完 1.2 万份主贴不太现实，但翻翻「精华」栏目里收录的帖子，应该还是没有问题的。



希望朋友们不要在圈子里发水帖，那样会给其他朋友翻帖增加难度的——目前拉到圈子第一条帖子已经需要两个多小时了，新增的每条水帖都是在给无数朋友添麻烦。

目前，原圈子的大部分朋友（5018 人），已经移居免费星球「书房后院」。但这个星球目前暂不开放，也没有申请加入途径，请见谅

没有加入的朋友无需遗憾，后院只是一个聊天灌水的地方而已。

核心阵地还是咱们「唐书房」。后院有价值的内容，同样会陆续被收录在《书房拾遗》的，没加入也不会错过什么的

7.本周两篇读书笔记入选。

入选笔记是：

请下神坛，站上肩膀——by@Bobo

读《巴芒演义》，入价投之门——by@远峰

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

本周琐事略多，只跑步 1 次 10 公里，散步 1 次 9 公里。



周六同口径除皮净重 84.4kg（175cm），环比上升 0.3kg

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

第967篇.　　2021.06.12 - 老唐实盘周记20210612

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-06-12

首先祝大家端午安康

小长假是准备在家静静地陪陪家人呢，还是准备出去浪打浪？

玩个小调查，端午吃粽子，你是咸党还是甜党？

本周交易

无

当前持仓

目前持仓腾讯 28%，洋河 26%，古井 B 5%，分众 4%，茅台 4%，海康 2%，陕西煤业 4%，恒生 ETF 26%。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	28%	66000±10%	＜33000	72500	47127	596.00	5.97%
洋河股份	26%	3850±10%	＜1925	4700	3184	211.28	-10.47%
古井贡B	5%	770±10%	＜385	900	454	109.51	1.41%
分众传媒	4%	①	＜700	1980	1419	9.67	-2.03%
贵州茅台	4%	24000±10%	＜12000	②	27370	2178.81	9.05%
海康威视	2%	5300±10%	＜2650	②	5793	62.00	29.95%
陕西煤业	4%	①	＜930	2300	1230	12.30	31.69%
恒生ETF	26%	现金替代品				1.488	3.98%
沪深300						5224.70	0.26%
上证指数						3589.75	3.36%
2021/6/12			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8241	

注：①采用席勒市盈率估值的企业，不估算三年后估值；

②剩余少量涨跌不卖的持股，不设一年内卖点；

③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；

④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。

附：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	28%	66000±10%	＜33000	72500	48353	611.50	8.73%
洋河股份	27%	3850±10%	＜1925	4700	3465	229.95	-2.56%
古井贡B	5%	770±10%	＜385	900	453	109.09	1.02%
分众传媒	4%	①	＜700	1980	1460	9.95	0.81%
贵州茅台	4%	24000±10%	＜12000	②	28283	2251.50	12.69%
海康威视	2%	5300±10%	＜2650	②	5710	61.12	28.11%
陕西煤业	4%	①	＜930	2300	1197	11.97	28.16%
恒生ETF	25%	现金替代品				1.497	4.61%
沪深300						5282.28	1.36%
上证指数						3591.84	3.42%
2021/6/5			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8241	

收益

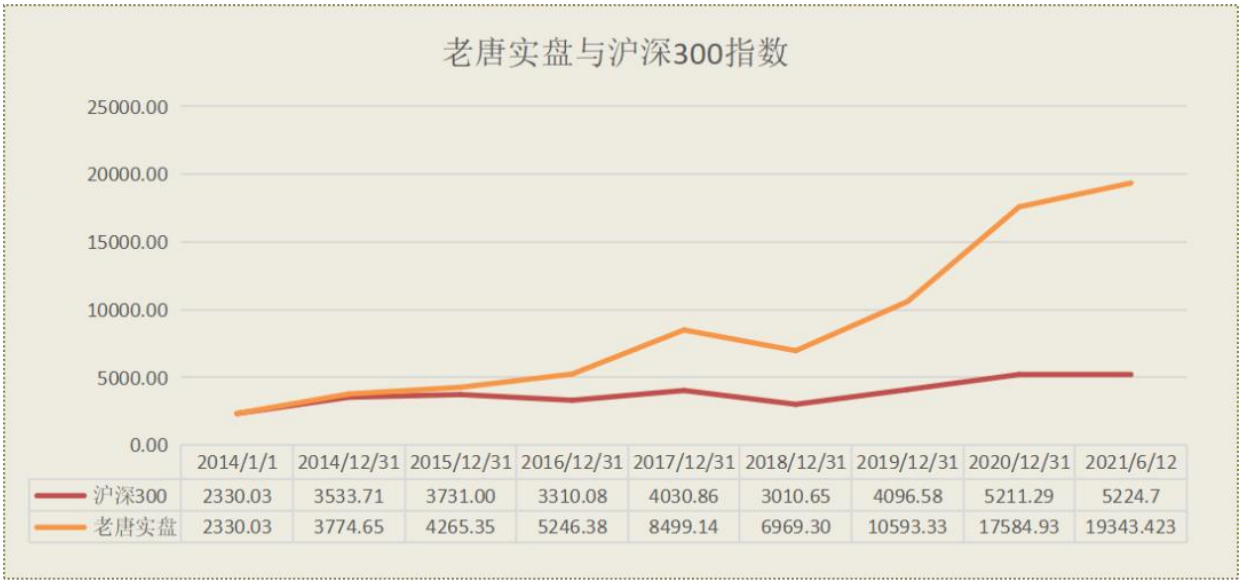
2021 年内收益 10%（四舍五入）。

老唐实盘	年度收益	期末净值	期限/年	年化收益	HS300涨幅	HS300净值	HS300年化
2014	62%	1.62	1	62%	51.66%	1.52	51.66%
2015	13%	1.83	2	35%	5.58%	1.60	26.54%
2016	23%	2.25	3	31%	-11.28%	1.42	12.40%
2017	62%	3.65	4	38%	21.78%	1.73	14.70%
2018	-18%	2.99	5	25%	-25.31%	1.30	5.22%
2019	52%	4.55	6	29%	36.07%	1.76	9.88%
2020	66%	7.55	7	34%	27.21%	2.24	12.21%
2021/6/12	10%	8.30	7.45	33%	0.26%	2.25	11.50%

注①：老唐实盘年度收益率，按基金净值法和实际收益率孰低取值，均不含新股收益。

注②：沪深 300 指数收益未包含每年 2%左右的分红，数据略有低估。

实盘与沪深 300 指数对比图



重要事项

1. 洋河的跌停

本周的重要事项，先说件不重要，但有太多人关心的问题：洋河的跌停

昨天，洋河跌停并维持至收盘。期间书房后台涌来大量提问，内容基本一致，都是：“老唐，洋河有什么重大利空，为什么跌停？”。

这里有个很有趣的问题。

为什么过去两个月洋河大涨的时候，从未有人问过老唐，“洋河有什么重大利好，为什么大涨？”

——真的，过去两个月，洋河大涨近 60%，书房四十多万关注者里，没有一个人问过老唐“为什么大涨？”

有意思吧？

我也看到了市场流传的跌停解释，大体主要有两种：

一种说是因为原负责销售的执行总裁刘化霜被董事长“夺权”；

另一种说洋河买的恒大地产信托产品可能爆雷。

这两种说法，在我看来都没什么说服力

对于前者，且不要说按照网传的分工调整文件，刘化霜的分管并未发生什么变化。

只是新任董事长熟悉了几个月业务，在股东大会正式亮相后，确认走到台前主持全面工作、分管销售，这难道不是企业经营正常态吗？



江苏洋河酒厂股份有限公司

洋酒发〔2021〕35号

关于调整部分公司领导工作分工的通知

各公司、中心、部门：

经研究决定：

张联东同志主持股份公司全面工作，分管集团贸易全面工作，主持双沟酒业、双沟酒业销售公司全面工作。

刘化霜同志协助钟雨同志做好股份公司经理层工作，分管产品中心和国际化战略工作，负责集团贸易党委工作。

特此通知。

江苏洋河酒厂股份有限公司

2021年6月10日

更重要的是，洋河的价值取决于刘化霜一人吗？

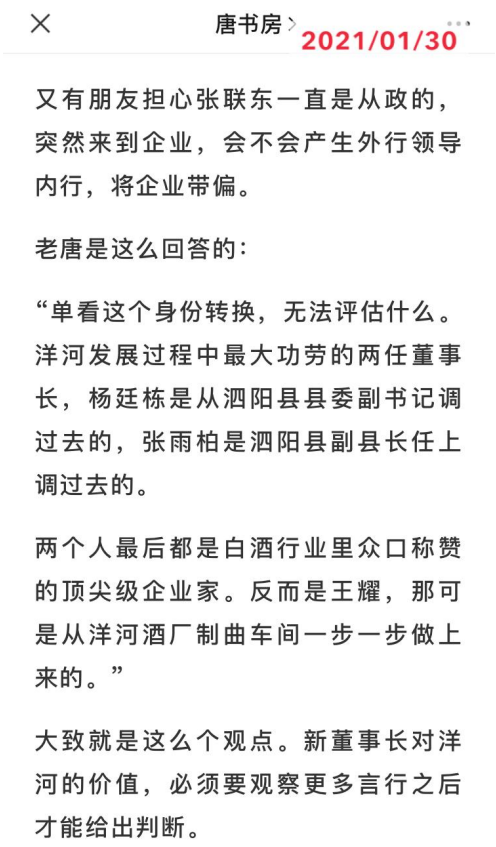
你买入洋河是因为看好刘化霜吗？如果你的答案是yes，那出现这类传言，有点紧张倒也可以理解。

我买入洋河不是押宝刘化霜。即使刘化霜真的因为某种原因离开洋河领导岗位，甚至离开洋河公司，我也不认为洋河的价值发生了什么改变——虽然我也认同刘总能力很强，对洋河的贡献不小。

至于说新董事长张联东懂不懂企业经营，此时信息太少，我还下不了判断。

但如果仅仅因为其来自政府，就武断地认为他不懂企业经营，那就小瞧我朝体制内精英了。

早在今年1月，刚刚曝出张联东任洋河董事长的时候，我就回复过这种看法：



洋河历史上最成功的两届董事长，一个从泗阳县委副书记任上过来，一个从泗阳县副县长任上过来，都是体制内人士。

所以，仅仅因为来自体制内，就蔑视人家的能力，那是典型的成见、偏见。

对于恒大的事情，据目前的网络信息，恒大的确是遇到了资金困难。不仅大幅折扣卖房，而且多地出现商业承兑汇票无法按时兑现的情况。

这是高杠杆玩家的常见困境，不奇怪。

恒大能不能撑过去？我没投资地产、也没研究恒大，不知道答案。

但我知道恒大资金链紧张的信息，在市场流传已久。我这个不怎么关心地产股的投资者，也是早有耳闻。

星期四至星期五，并没有恒大资金链恶化的新信息，所以用恒大资金链解释洋河的跌停，基本是事后的牵强附会🤔

正好，我顺手把洋河的理财里，和恒大有关的东西整理出来，看看假如恒大一年内破产，能对洋河产生什么冲击。

下表是洋河 2020 年年报披露的所有和恒大沾边的信托产品，合计 9 笔，总金额 10.83 亿。

最大单笔投资 2 亿，最小单笔投资 7000 万，利率介于 7.2~8.7%之间，涉及 6 家信托公司。

信托公司	金额（亿）	到期日	利率
中航信托	0.7	2021/4/29	8.20%
五矿信托	1	2021/5/22	8.30%
重庆信托	0.798	2021/8/7	7.80%
外贸信托	1	2021/9/13	8.20%
外贸信托	1	2021/9/13	8.20%
中信信托	1.9	2021/11/29	7.60%
外贸信托	1	2022/1/8	7.20%
中融信托	2	2022/2/27	8.20%
中航信托	1.432	2022/6/19	8.70%
合计	10.83		

截止目前，恒大尚未有任何一笔信托资金违约（目前是有欠供应商的部分商业承兑汇票不能按时兑付），上表最前面加红的两笔已到期，未见披露违约信息，说明已收回。

扣除已收回的 1.7 亿元后，剩余未到期恒大相关信托产品合计 9.13 亿元。

就算恒大立刻破产，六大信托公司发行信托时完全没有任何风控措施，恒大给洋河造成的损失上限也就这样。

这种情况发生的可能性有多大，对企业价值的损害有多大，咱们自己估👉

依我看来，用这两个理由去解释周五的跌停，或许只能归为茶余饭后的瞎扯淡😝



那么，洋河到底为啥突然跌停呢？

我们先来回看一下过去几个月的洋河股价变化。

跌停之后的今天（6 月 12 日），洋河收盘价是 211.28 元；

往前看，一个月前 5 月 12 日洋河收盘价 183.48 元；

两个月前 4 月 12 日洋河收盘价 153.56 元；

三个月前 3 月 12 日，洋河收盘价 165.58 元。

本轮调整的低点 4 月 15 日的 149.76 元，到最近的高点 237.06 元，不到两个月时间，居然涨了 58%。

两个月涨这么多，跌一下需要理由吗？需要吗？不需要吗？需要吗？😝

再说远点儿，一年前的今天，2020 年 6 月 12 日，洋河股价是 110.73（期间每股分红 3 元，相当于 107.73 元），以今天跌停后的价格衡量，也是一年时间近于翻倍。

这种情况下，下跌没什么值得惊讶的，持续涨不停才是真正奇怪的事情💪

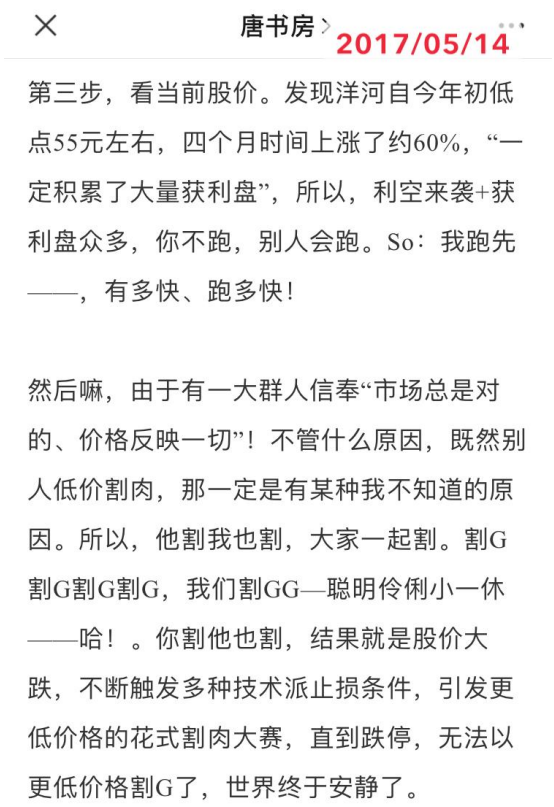
这种无厘头跌停，在 2017 年 4 月底，洋河也曾享受过一次。

那天的跌停价是 78.82 元——至今经历了每股现金分红 2.1+2.55+3.2+3=10.85 元，到今天的 211.28 元，不计分红再投入也是 4.12 年 2.82 倍，年化收益率 28.6%。

那次，我跌停板加仓了，顺便还写了篇文章，题目就叫《从洋河的跌停说起》，分为上下篇发表在书房。

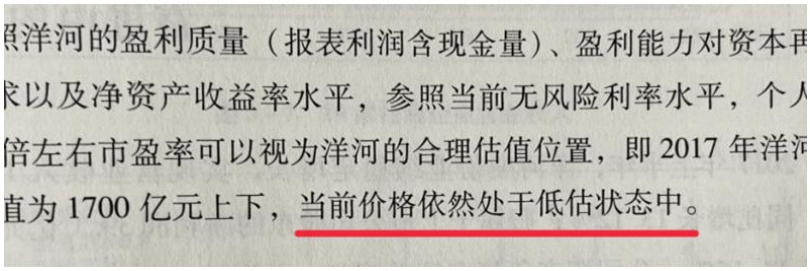
合并精简后又发表在 2017 年 5 月 19 日出版的《证券市场周刊》，并收录于《价值投资实战手册》。

文章里，老唐这么谈论面对错误的“利空”信息时，股价跌停的原因：



今天，有差异吗？没有。不过就是将「四个月涨了约 60%」替换成「两个月涨了约 58%」导致的“割 G 割 G 割 G 割 G，我们割 GG”。

我一贯不关心这些问题。在那篇文章的结尾，面对 1100 多亿的洋河，老唐白纸黑字地写下：“当前价格依然处于低估状态中。”



眨眼间，四年过去了，洋河从 70 多变 200 多，那些跌停板割 G 割 G 的聪明伶俐小一休，赚到钱了吗？😈

老唐自认头脑不聪明，身形不伶俐，所以只研究一套太祖长拳，规则简单透明，那就是：

只盯估值，明显划算就买入，明显高估就卖出，期间呆坐不动，笑看小一休们跑出跑进割 G 割 G🤑

2021 年内，老唐实盘四次买入洋河，分别是：

①2021 年 1 月 19 日 193.43 元买入 1%+，资金来自 61.74 卖出海康；

②2021 年 3 月 9 日 165.99 元买入 3%+，资金来自 1.50 卖出恒生 ETF；

③2021 年 3 月 15 日 157.8 元买入 2%-，资金来自 1.513 卖出恒生 ETF；

④2021 年 4 月 13 日 151.05 元买入 2%+，资金来自 1.499 卖出恒生 ETF。

老唐自 2015 年 8 月底介入洋河，至今尚未卖出过 1 股洋河（期间有次换券商，一边卖出一边买进，几乎同价折腾过一次），一年内 4700 亿市值以下也没有卖出打算。

至于昨天跌停啥原因，我不知道。我只知道它不影响我赚钱，完毕。

不知道老唐这个跌停解释，算不算一个答案？

2.茅台股东大会

6 月 9 日茅台召开股东大会。网上倒是一通热闹，可惜整个股东大会，除了一些照本宣科的年报信息之外，没有任何新的资讯流出。

几位提问者所提的关于产能、提价、分红、买酒难、送股、推新品等建议或问题，要么是收到官味十足的太极推手式回复，要么根本就是无关紧要的鸡毛蒜皮

包括获得热烈掌声的某私募谈到的“不提价是国有资产流失、是管理层进监狱的主要推手”等表述，也都是这几年里网上说烂的话题。

真正值得关心的问题：仁怀市发布的十四五规划和 2035 年远景目标里，提到“推动茅台集团两个 10 万吨目标早日实现”，指的是哪两个东西要达到 10 万吨？



捞到提问机会的私募大咖们，没有问。咱书房这位@Lisa 面子不够大，没捞到提问机会。可惜可惜。

3.拜登撤销对微信和抖音的禁令

当地时间 6 月 9 日，美国总统拜登签署了一项行政令，撤销前总统特朗普在任期间对中国社交软件微信和 TikTok（抖音海外版）的禁令。

直接结果嘛，就是微信和 TikTok 在美国又可以合法使用了。不过，能用多久不好说。

拜登虽然撤销了特朗普禁令，但并不是直接推翻特朗普的政策，而是要求美国相关机构在 180 天内，重新审查微信和 TikTok 等外资应用程序的数据收集做法。

未来是否重新被禁止，要看 180 天后的审查结果。

目前能看到的，只能说是从大方向上说，中美双方又重新开始接触，双方冷至冰冻的关系有了融化的

“可能”。

4.港股通及 B 股分红到账时间。

本周内有腾讯和古井 B 两家公司分红，正好记录一下港股通和 B 股的实际到账所需时间。

腾讯 7 号分红，实测不同券商的港股通账户，红利到账时间不同。

大部分主流券商是 8 号晚上到账，少部分小券商 9 号晚上到账，到账金额均直接扣过 20%红利税。

通过境外券商购买的，是 7 号收盘后到账，不扣税。但部分境外券商会搭车收股息托收费、登记费，而且标准各不相同。

古井 B 披露的是 11 号发放红利，红利（港币）11 号晚上到账。

持股公司	每股分红	单位	除权日	红利发放日	备注
海康威视	0.8	RMB	2021/5/28	2021/5/28	/
腾讯控股	1.6	港币	2021/5/24	2021/6/7	港股通扣税20%后折算为人民币到账
古井贡B	1.5	RMB	2021/6/9	2021/6/11	B股按照汇率折算为港币到账
福寿园	0.0553	港币	2021/6/15	2021/6/30	港股通扣税20%后折算为人民币到账
洋河股份	3	RMB			/
分众传媒	0.115	RMB			/
贵州茅台	19.293	RMB			/
陕西煤业	0.8	RMB			/

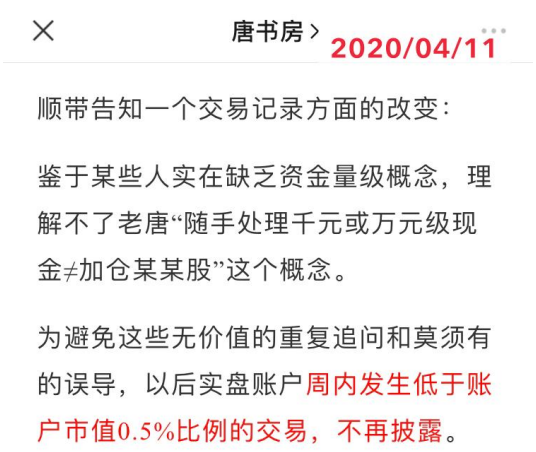
红利安排我再重复一次，避免朋友们追问：

古井 B 的港币红利，端午节后会直接买成古井 B；

洋河和陕煤的红利稍多，预计我会买成腾讯——只要收到分红时腾讯股价没有暴涨；

其他公司的红利，就在分众和陕煤之间随意安排了。

由于分红总额合计不足账户总值的 1%，且分七次到账，单次金额微乎其微，红利的买入不做单独披露——例如，本周三开盘，我在 12.14 元将腾讯红利买成了陕西煤业，但本周实盘周记记录的是“本周交易 无”。



5.本周两篇读书笔记入选。

入选笔记是：

读史可以明智——by@匪陈

投资的指路人——by@蓦然

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 次合计 20 公里，陪我家领导散步 2 次合计 12 公里。



周六同口径除皮净重 84.7kg（175cm），环比上升 0.3kg

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、端午安康

第968篇.　　2021.06.12－我的投资逻辑——by@尘缘摇滚童话

尘缘摇滚童话　唐书房　2021-06-12

以下文章来源于尘缘摇滚童话 ，作者尘缘摇滚童话

尘缘摇滚童话 ． 有时候也想写写字

即使严格的说，我也是一个金融从业者，我拥有中国注册会计师（CICPA）、特许金融分析师（CFA）和保荐代表人牌照。

我在证券公司从事投行工作，但有很多同学、朋友对证券公司不了解，经常让我推荐股票，然后我总是要将业务细分说一遍，但结果可想而知，同学、朋友以为我有私货，不带他们玩。

其实我曾经有大半年的时间是在家里炒股为生，赚了点钱，但解决不了我的疑惑。

从现在来看，我很早就有了正确的价值投资思想，认为股票就应该是公司价值的反映。

但可惜的是，这种观念在脑袋中并不是十分强烈，然后自然就被技术派带着走了。

老唐曾经展示了其画波浪理论的草稿，那个我也干过。

这里也有个思维过程。一开始我不认为这种所谓的 K 线图能预测股价，因为这个没有逻辑支撑。

直到慢慢读了一些相关的书籍，才被忽悠了进去，包括其中的很多假设（这已经浪费了我很多时间，就不再引用了）。

问题的核心在于，这种方法有时候是管用的!! 所以你不知道是因为方法管用，还是因为运气；也不知道是方法不管用，还是因为运气不好。

而人性是贪婪、恐惧的，尤其是资金越大会越加剧这种不确定带来的影响。

这就已经进入了一场赌博，赌中了，欢呼雀跃、意犹未尽；赌输了，心态崩溃、铤而走险。这不是我想要的，所以我停止了。

之后，我还是通过读书，了解了更多高大上的投资方式，包括各种资产配置、量化套利、衍生金融工具等。

我的第一个反应是，难以操作。

道理其实不难懂，难的是如何进行实战，尤其是以个人投资者来说。

无论是高端的数学模型搭建、统计分析是否显著，还是最基础的计算机计算能力、光纤线缆通信，个人投资者都无法与机构相抗衡。

其次，随着资本市场的发展，以及各种有价证券的定价理论、机制趋于完善，这种套利的机会是越来越小的，这和《巴芒演艺》里面关于套利投资的发展也互相印证。

第三，统计学上的极端情况，在现实社会中不意味不会发生，长期资本投资就是一个典型的例子，最近的负油价也是一个例子，个人投资者根本无法承受这样的工作压力和意外情况。

所以，对于投资，我有段时间是很迷茫的。

由于工作、家庭的压力，也没有太多闲钱进行管理。直到从雪球上关注了老唐，从第一本《手把手教你读财报》看起。

老实说，从专业的角度来看，《手财 1》对我的帮助并不是太大，但我理解这里面的关隘在哪里。如果专业的人来写，可能读者看不到 10 分钟就扔在一边了。

真正对我启发大的，是一系列关于茅台的分析文章，以及核心五篇。通过理论加实际的强化，我逐渐弄清楚了价值投资当中的一些“误区”。

比如，价值投资就是长期的？

这和长短期没关系，只和价值与价格的相对高低有关系。只是，资金的长期性，可以让投资者在面对价格波动的时候更加从容，这也是老唐反复强调的，巴神花了多大的代价来去换取资金的长期性。

再比如，价值投资就是死撑不放松，例如老唐的分众。

通过看分众分析，我们可以发现，老唐对分众的分析是不断深化和改善的。这一方面说明个人能力圈是局限的，另一方面也说明通过训练是可以突破相关局限的。

从另外一个角度来说，公司研究的复杂性远远超出了所谓的“直觉”，例如我一直觉得分众不是一个好生意，因为我觉得互联网的效果广告要远远优于电梯间的品牌广告，但其实这里面还有很复杂的作用机理。

从最开始的潜意识价投，到技术流派，到金融分析流派，最后再回到价投，我理解了老唐所说的，愿

意用现在所有去换回时间。

这我觉得已经很充分了，但《巴芒演艺》给我的一个另外一个大的帮助就是，了解到那些牛人都是这么走过来的。

当然际遇有所不同，能力也有所不同，没必要因此就妄自尊大或妄自菲薄。

认清自己的能力圈，做好一些自己擅长的事情，日拱一卒，复利的力量足以让自己，不只是在投资领域，而是在人生的各个领域都会有所收获。

第969篇.　　2021.06.16 - 书房拾遗第13期

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-06-16

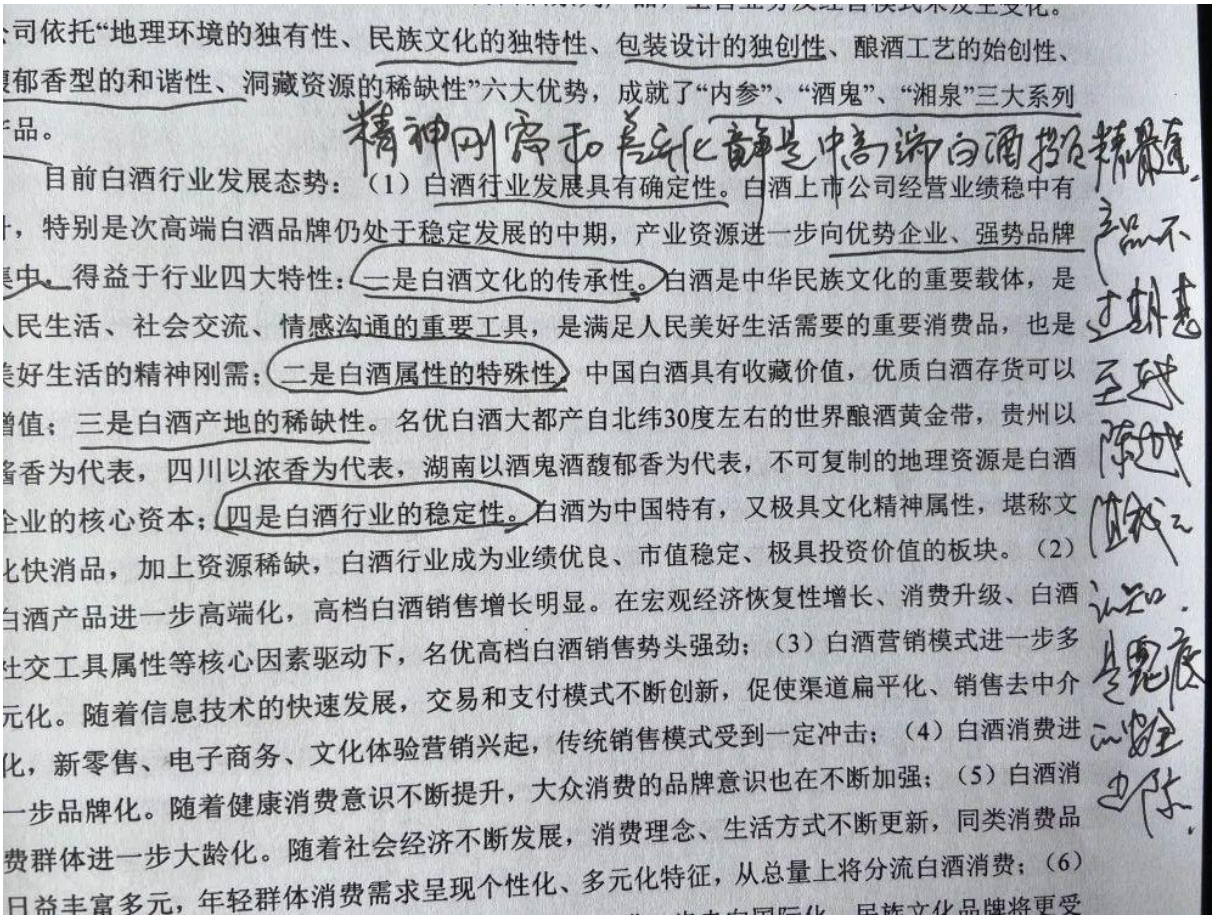
前言：腾讯要关闭圈子模块。书房后院圈子历时一年，积累了大量的宝贵资料，没了还挺可惜的。最近，部分热心志愿者耗费宝贵的时间，将圈子的精华内容整理出来。依然有点多，超过 6.7 万字。老唐尝试从中再精选一部分，陆续分享给大家，也归入书房拾遗系列吧！



@唐朝：在我看来，精神刚需和差异化竞争是中高端白酒的投资精髓。

而产品不过期，甚至越陈越好的产业及消费者认知，则是兜底的安全绳。

产地、文化、工艺等是配合差异化竞争手段的故事需要。



2020 年 6 月 4 日

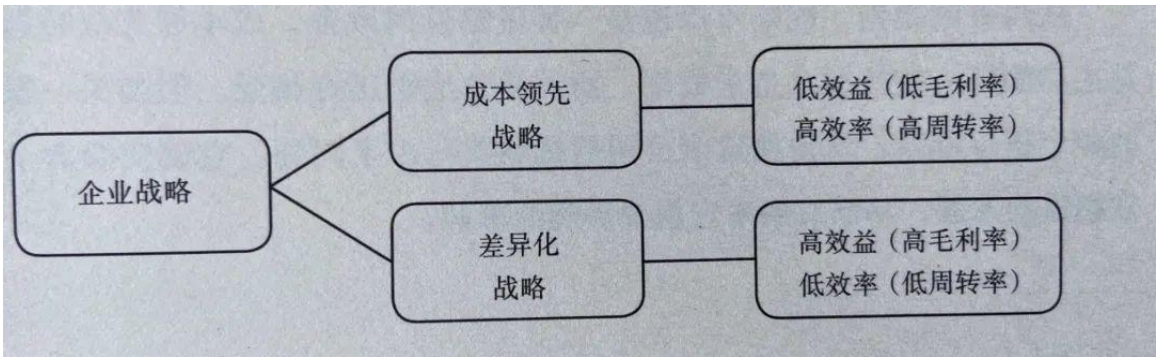
@唐朝：华生够犀利。这种陈春花现象其实不奇怪，聚焦所谓’’定性’’，完全放弃’’定量’’，很容易跳过财报上残酷的数据，去为遥远的’’梦想窒息’’。

陈春花算是国内最具影响力，且兼具丰富理论与实践的管理专家了，但让人失望的是，其先后拿来作为标杆企业对外分享的汇通达、乐视、摩拜、ofo与瑞幸咖啡都遇到了巨大危机。陈春花是时候需要深刻反思下了，反思为什么在面对明显违背商业本质的新模式时，却丝毫没有展现出一个著名管理专家应有的水准，反而成为一个推崇“非连续性增长和指数型增长”的冒进主义者。陈春花的表现，也是中国当前商业学术界的一个缩影，虽然满口高深理论，但缺乏对商业本质的深刻理解与清晰恒定的商业价值观，所以当遇到一个新鲜事物时，便会轻易地被带到企业包装的一套公关逻辑中，而根本无法做出自己独立的专业判断。

华生 | 文
张军智 | 编辑

2020 年 6 月 4 日

@唐朝：那些毛利率很高，还卖的很快的产品，就是印钞机。你知道哪些，比如……



@Andrew：农夫山泉。

@唐朝：之前确实没想到农夫山泉产品里的水，本身成本可以近于零。

2020 年 6 月 8 日

@唐朝：承德露露这个公司，资产负债表干净的吓人。没有一分钱有息负债，2 亿专利，3 亿存货，4

亿厂房设备，然后就是账上躺着 22 亿银行存款，合计 31 亿资产。

每年稳定 20 多亿销售，三四个亿净利润，几乎没有应收账款。似乎公司也没啥上进心，完全没有拓展的动力，守着露露品牌和杏仁露一个产品，过过小日子。

公司属于典型的大品牌，小市值，细分品类代名词。

没有上进心的核心原因可能是和汕头露露的商标权官司没有落定以前，不打算投入，担心为他人做嫁衣裳。

可惜以过往法院的判决结果看，公司收回商标使用权及南方市场的难度非常大。偏安北方市场很可能是不得已的长期结果。

这个官司进度可以关注，若公司输，不会更坏。若公司赢，定会大好（自然销售也会使营收和净利大增）。

唯一疑惑的是作为一家民营控股企业，而且掌舵人是财务出身，几个董事都是保险业老人，怎么可能容忍公司 22 亿现金以存款形式存在，连个理财也不买。

而且利息收入对比存款数简单平均，利率约 1%，明显不合理。资金有中途挪用嫌疑，这是风险点。

@阿迪唐：大股东每年都会和露露签订理财计划，今年又签了 25 亿，利息很低……因为这点，把之前的观察仓又给卖了…股市想找个相好的太不容易了。

@唐朝：原来如此。看来大股东不够厚道，而且也缺智慧。

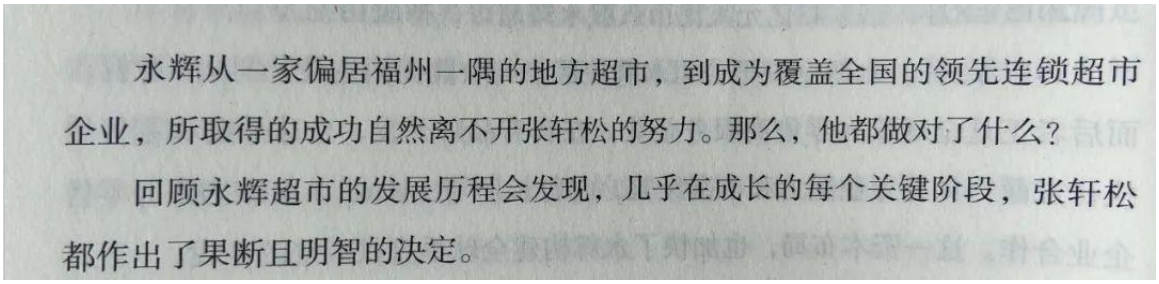
@后语：以我所在的河北三线城市看，露露主要是过年过节或走亲访友时购买，单纯作为饮料购买的情况很少。

档次和口感均高于六个核桃，但定价不如六个核桃亲民，以至于销售明显干不过六个核桃。

2020 年 6 月 17 日

@唐朝：其实投资者最幸福的是找到那种经常做错（让你怀疑董事长脑袋有水的那种错），却一路磕磕碰碰成为行业领先的企业。

类似永辉这种，因为每次都对而长大的企业，反而会让人紧张。



永辉从一家偏居福州一隅的地方超市，到成为覆盖全国的领先连锁超市企业，所取得的成功自然离不开张轩松的努力。那么，他都做对了什么？

回顾永辉超市的发展历程会发现，几乎在成长的每个关键阶段，张轩松都作出了果断且明智的决定。

@yaoz：挫败与失败是一个人也是一个企业成长的必修课。早经历比晚经历好，“小”的时候经历比“大”的时候好。

2020 年 6 月 14 日

@唐朝：格雷厄姆的局限恰恰在于忽略了部分行业和公司的进入门槛，也就是后来巴菲特发展出来的’’护城河’’：

因为某些原因，某些行业、某些业务或某种产品，并不是资本想涌入就可以涌入的。

于是乎，这些相关行业和企业就有可能躲开这种’’均值回归’’——当然，只有很少的行业和企业具备这种特点，所以投资者才需要’’多看一二’’。

@豪：均值回归是不是资本回报率在起作用呢？资本回报率高，资本蜂蛹而入，接着回报率变低，然后部分资本撤出寻找新投资，周而复始，在价格上反映出均值回归。

而某些行业存在着诸如成本优势，无形资产，替换成本，有效规模，网络效应等护城河，可以持续维持高收益，这些就是应该多看的“一二” 。是这样吗唐叔？

@唐朝：是。

2020 年 6 月 12 日

@唐朝：投资者之所以不忙，是因为投资者眼光向内。其思维模式是：

①我目前能理解并作出大致估值的企业有 ABCD.....；

②设置买点卖点自动提醒；

③抽空再研究研究 EFG，看看有没有可能理解它，并对其做出大致估值。

①是过去式，不耗费精力，②由手机 APP 自动执行，不耗费精力。

③不着急，节奏由自己控制。余生很长，不必慌张。一年半载甚至三年五载看完一家企业，也不是什么重大区别。

这样的节奏，怎么能不闲呢？

与之相反，投机者之所以忙碌，是因为投机者眼光向外。其思维模式是（请补充）

@漏网：投机者之所以很忙，是因为投机者眼光向外看市场波动。其思维模式是：

①我目前看到三千只股票到处是机会，今天券商明天科技后天送配，或者明天是不是券商，后天是不是科技，大后天可能是芯片.....；

②今天 MACD，明天 KDJ，后天是顶背离，庄家吸货，庄家出货，回调整理，调整指标，算公司估值纯属傻蛋，算市梦率。

上涨时情绪主导追涨，下跌时恐惧主导杀跌。

2020 年 6 月 21 日

@唐朝：偶见一妙语：与人相处，就像是挖金子。如果你想要挖出一盎司的金子，就必须要挖出成吨的沙子。

可是你在挖掘的时候，关注的焦点是什么？

你只是想得到一盎司金子，并不想要那成吨的沙子。但你却不能嫌弃这些沙子，因为金子就藏在其中——钢铁大王卡内基。

2020 年 6 月 21 日

@朱广林：段永平说“持有=买入，不是一个观点而是一个事实”。

我现在理解不了，背下来算了，说不定哪天就明白了。

@唐朝：持有=买入吗？我在书房写过两篇文章，向书房发送“持有”就可以收到。我的结论是“持有≠买入”。

至于段总说的“持有=买入”，他的含义不过是，你此时持有这个股票就意味着你放弃了等价的现金，所以在任何一个时刻，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。

因此，它是一个事实，是一个现象。这其实就是一个机会成本的概念，不需要因为是名人所说，就看的多神秘。

但它实际上是一个太极。投资者平时关心的持有和买入之间的关系，并不是他们数学上等不等价，而是说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。

这个问题的答案就要看老唐所写的“持有≠买入”了。

有些朋友在这个问题上喜欢追着质问的：“假如你的孩子将你的全部持仓卖掉，你会不会马上买回来？”

这是典型的绝境二选一送命题，我没有标准答案。

它是辩论场里的常见陷阱，除了无休止的口才展示之外，没有什么意义。

类似的经典场景有：

①你开着火车，岔道上一边两个小孩，一边五个小孩，你撞死谁？

②大海航行，船要沉了，必须将 100 个人里的 50 人推下大海，你推哪些？……等等。

如果我回答，我认为怎么做都对。偷懒就买回来，当小孩打破一个花瓶，弄丢了一笔钱，懒得去费神；愿意重新衡量，就再比比，性价比高的投资对象上，多买点儿。性价比较低的投资对象上，少买点儿；愿意只买入买点以下的企业，剩余部分另寻目标，也不是不行。

除了极端的高估和低估区域，投资的决策很容易做之外，其他大片区域并不是黑白分明的。

而且即便未来走势证明你的行动对或错，也并不能证明你的作法和背后的逻辑的对错。因为你选择之后的走势，仍然有很多偶然因素影响着，并不必然如此。

重要的是，第一，不要把自己逼进不清楚的区域去做决策；第二，如果到了不清楚的区域，不管做什么决策，接受就好了，不要患得患失。

2020 年 7 月 5 日

@YUANGHAIGUANG：老唐总是轻描淡写的说自己很普通，这样不好，容易让我们产生分析企业一点都不难的错觉。

@唐朝：分析出投资价值，坦率说，不容易。

但排除一些企业，少踩一些雷，真的不难，并没什么特殊技能需求。

2020 年 7 月 19 日

@Lucy.Lu：问个比较傻的问题，上市公司如果股票上涨了对公司有什么好处呢？排除掉公司高管减持这个因素

@唐朝：除了你说的利于高管及核心员工减持以外，还有：

①利于企业市场形象，

②利于后续再融资，以更少的股权出让换取到企业发展所需资金；

③利于股权激励，可以以更小的代价驱动员工的工作积极性；

最重要的是④利于回报最初的风险投资者。高回报刺激对创新的风险投资，推动社会进步、科技进步和生产力提升。

2020 年 7 月 21 日

@观霖：我有一个问题请教大家，尽管不影响投资，但我就想搞清楚：

习酒在茅台集团的位置和茅台股份我认为是构成同业竞争了！问题它还能存在。

这是因为茅台太过强大，集团和监管部门斗智斗勇，监管部门睁一只眼闭一只眼的结果呢？

还是集团钻了某条规则的空子导致它不属于同业竞争？谢谢。

@唐朝：这个事情，从股份公司的角度说，一者不是什么了不得的事情，茅台酒和酱香系列酒本身也不惧怕竞争，甚至说竞争的存在是好事儿，欢迎共同做大，真要灭了习酒，最大的得利者不是茅台是郎酒。

二者情理上说不过去，为了你仁怀的茅台，就将我习水县的未来扼杀，习水人民不同意。真要搞僵了，还要不要习水当地政府支持？甚至习水县完全可能去省上闹，寻求脱离茅台集团的途径，以获取自己的发展空间。

目前的状态，大致就是这么博弈出来的。

当然，最理想的办法就是习酒向茅台股份增发新股，或者集团向股份公司转让习酒股权，从而将习酒变成股份公司的控股子公司。

这样，同业竞争避免了，习酒获得茅台更有力的背书，集团或者习酒获得大量现金，用以自身发展，股份公司也把账上冗余现金处理掉了，且没有跑出贵州省银行体系。

2020 年 7 月 29 日

@播：有一个问题想不通，想请教大家，万科 A 和万科企业（HK2202）是同一家企业，同股同权，现在万科企业比万科 A 便宜约 20%股价，万科 A 市值 3140 亿，万科企业市值 2870 亿港币。

是不是说明如果看好万科，应该买入万科企业而不是万科 A?

@唐朝：这取决于若未来万科 a 跌到 1500 亿时，万科企业同步跌到 900 亿港币时，你怎么看待。

也就是说你是打算买这家企业的一部分，还是打算买会涨更多（跌更少）的股票。

如果是前者，答案很简单，同股同权买便宜的那只。

如果是后者，答案只能是天晓得，便宜的反而涨的更少或跌的更多，是股市常见的事儿。

2020 年 8 月 17 日

@小袁：看完《分众传媒投资回顾及周期股估值方法的尝试》一文后，，浮现在脑中的第一个想法就是“我根本还不会投资”。

@唐朝：知识的岛屿越大，无知的海岸线越长。

每当我们发现一次自己的无知，其实都是自己正在大踏步前进，已然又有无数竞争者被你甩在了身后，应该欣喜及被恭喜。

我经常发现自己的无知和愚蠢。

2020 年 8 月 27 日

@徐进：关于腾讯的南非大股东，目前搜集到的资料整理、换算一下，显示：

NASPERS（N），南非约翰内斯堡上市，市值 783 亿美元。

Prosus（P），荷兰阿姆斯特丹上市，市值 1600 亿美元。

腾讯（T），香港上市，市值 6450 亿美元。

N 持有 P 的 75%股份，以 P 的市值计价相当于 1200 亿美元。

P 持有 T 的 31.2%股份，以 T 的市值计价相当于 2000 亿美元。

假设全部买下，则：

783 亿美元买 N，里面有价值 2000*0.75 = 1500 亿美元的 T，以及 P 所持有 T 以外其他资产的 75%，

以及 N 直接持有的 P 以外其他全部资产。

1600 亿美元买 P，里面有价值 2000 亿美元的 T，以及 P 直接持有的 T 以外其他全部资产。

在这种市价下，假定拥有全球账户可以购买这些股票，会有什么风险因素让人不敢出手买入 N、P 呢？求教老唐和各位朋友。

@唐朝：这事去年有次我和刘马克兄、穷林奇兄三人一起喝茶时聊过。刘兄就是在荷兰买的，目标也是买腾讯。

因为我不太了解这几个地方的市场环境，所以插不上嘴。

大致我想折价长期存在的主要原因就是两个，一个是市场规模原因，参与者越多，像刘马克兄这种发现价值的人越多，反之就越少，折价就可能长期存在。

第二个就是代理人折价，通常来说，过手层次增加，潜在风险因素会指数级叠加，需要考虑的因素增多可能是折价长期存在的原因之一。

@徐进：谢谢老唐，市场规模这个角度的确没想到。资料显示 2019 年中 Naspers 市值 979 亿美元，占约翰内斯堡交易所权重近 25%，这样看，该市场规模和参与者人数的确是个较大的制约因素。

一向执念于 N、P、T 的所有权结构带来的潜在风险，认为这个风险是本质性的，但一时又无法量化。

现在老唐提到市场规模的因素，倒让我觉得上述的本质性风险在考量中的权重至少不是 100%了，虽然目前仍无法量化。市场规模或其他市场因素导致的折价总归是好事。

2020 年 8 月 29 日

@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。

@唐朝：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？

2020 年 9 月 1 日

@陈伟东：洋河手上的钱是不是有点多了？

除账上的现金，洋河拿了近 200 亿去投资，这笔钱好像没有用于扩产的打算。另外维持公司正常经营好像也用不到这么多钱。

把这么多资金留在手里是为什么呢？难道是钱进公司手里就舍不得再拿出来了？

每次看到财报里一长串的信托名单，心里就忍不住有这个疑问。

@唐朝：洋河的现金问题不难理解，站在他们的立场想想就知道大概结果。今天，企业确实有能力拿出 200 亿分红，但其中大概六七十亿现金会分给核心管理层和经销商。

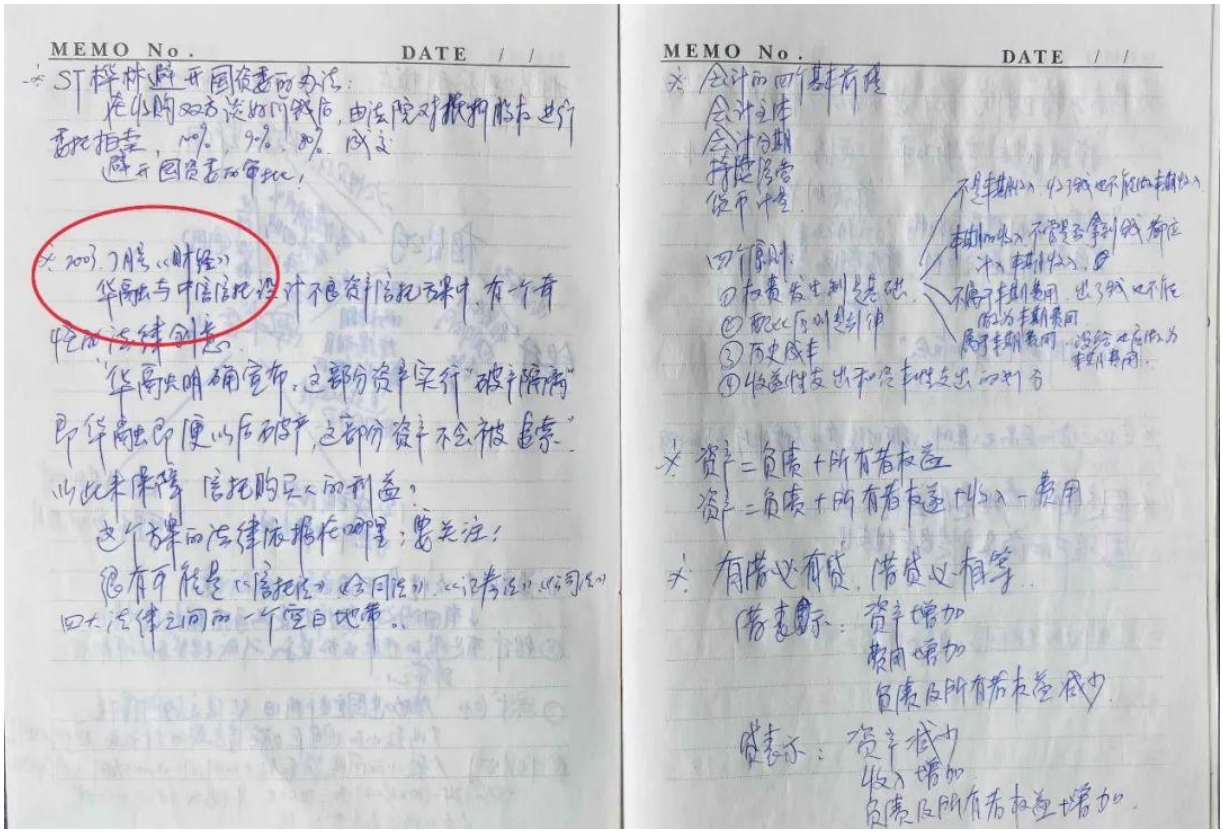
你是洋河酒厂的老职工，当年那些家伙曾经和你一样穷。今天他们突然分到手几十亿，你怎么看？媒体会怎么写？你是当地政府官员，你会怎么处理？

所以，这事情大概率靠时间淡化，让金钱继续在锅里混沌成长，最终让下一代没有记忆的人去处理。

2020 年 9 月 2 日

@唐朝：经常有人问我，从什么时候开始学习财务知识的？自己想不起来了。

刚刚翻旧笔记本找份东西，看到这页，看样子我应该是在 2003 年 7 月开始自学的。果然好记性不如烂笔头。



@小罗：看了老唐也是从资产等于负债加所有者权益开始的，顿时觉得有信心了。

@唐朝：而且你肯定比老唐学的快，也学的更容易。

老唐当时面对的网络资源比现在少得多，偏偏专业书籍基本都不说人话，啃的脑壳青痛。

2020 年 9 月 3 日

顺告：各家电商的 618 活动，今天基本都开始了。

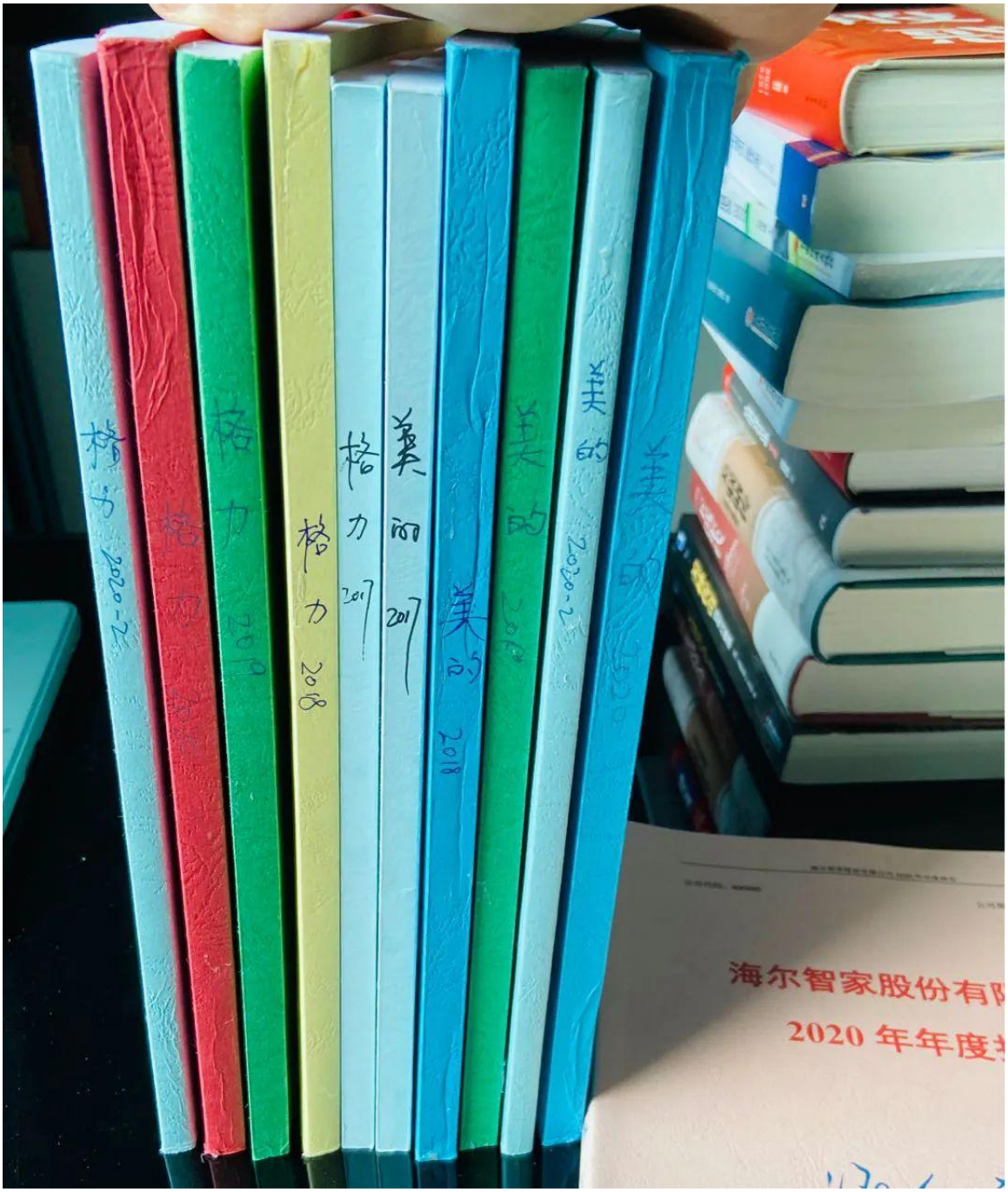
别的货品老唐帮不上忙，如果各位要选书的话，不妨**点击左下角「阅读原文」**挑选，每一本都是老唐亲测推荐的好书。

省钱是小事，主要是帮你省了时间

第970篇.　　2021.06.18 - 格力vs美的学习笔记

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-06-18

前言：花了大约两周时间，将白电双雄格力和美的相关资料浏览了一遍。



期间在书房后院布置了两次数据整理性作业，大家普遍反映效果不错，比直接读老唐给出的现成结果进步大的多。

受此启发，今天的文章，我打算换种方式写。

我会给出我的逻辑和框架，数据和过程留给大家自己去查找和补充。

也就是说，你可以按照我给的框架，自己写一篇企业研报出来。

至于懒得动手的朋友，看看老唐的框架，也能明白老唐要表达的含义😁

但从长远获利的角度出发，我还是建议每位朋友都动动手，说不定一两周时间，你就会发现自己开始知道从哪儿入手了。

当然，如果你不同意老唐的逻辑推理过程以及分析框架，也欢迎论证出反面观点。反面观点的价值更大🫵

为了鼓励大家完成作业，从下周开始，《巴芒演义》读书笔记的活动暂停，换成格力美的分析文章选登。

毕竟书房已发表 75 篇读书笔记，选中待发的还有 42 篇。这一百多篇读书笔记之后，想写出新意，难度确实是越来越大了。

格力美的分析文章的投稿方式，和《巴芒演义》读书笔记一样，将链接留在每周末和实盘周记同时推送的《巴芒演义》读书笔记留言区即可。

分析文章我打算选个五六篇优秀的，同样有奖品。奖品三选一：

①加老唐私人微信好友；②加入书房后院；③老唐三件套签名书，顺丰包邮+送定制版书签。

言归正传，以下是老唐阅读格力美的 2017~2020 年年报后的理解。不一定正确，但一定是老唐的真实想法🫵

全文一共分八大部分：

①股东回报；②我国当前空调市场的量价困境；③国际化；④多元化；⑤线上化；⑥管理层折溢价；⑦风险；⑧估值。

期望这次不会受到上次海螺文章发表后，遭受的漫天口水之待遇🥹🥹



第一部分：股东回报

格力美的都曾是给投资者带来高额回报的优秀企业。

请尝试计算上市以来，格力和美的两家企业给投资者带来的年化回报数据，并区分其中多少是企业经营带来的，多少是市场情绪带来的。

〈备注：2013 年之前的美的，可用美的电器（SZ.000527）数据分段计算〉

第二部分：我国当前空调市场的量价困境

主要内容：

1）销量困境。

目前我国每百户家庭拥有空调的数量，城市家庭是 XXX 台，农村家庭是 YY 台，请参照发达国家同阶段历史，考虑未来十年，量的年化增幅。

我的主要观点：参照发达国家经验，未来的百户家庭拥有空调的数量年化增长会很低，个人估计不超过年化 4%。

就增量而言，能够考虑的还有两个需求，一个是更新需求，一个是家庭户数的分裂。

空调的更新换代可以大致按照 10 年左右考虑，这意味着更新需求呈现后期多，眼前少的特点（与十年前的国内空调销售总量对应），最近几年里给市场带来的增量依然不多。

家庭户数的裂变，从当前中国人口特点估算，未来几年里这个裂变带来的增量几乎可以忽略。

2）价格困境。

空调基本款价格区间，30 年前约 3000 元/台，20 年前约 3000 元/台，10 年前约 3000 元/台，今天约

3000 元/台。

对比 M2 增长和空调均价数据，推断未来空调均价的增长可能。——我的结论，价格涨幅仍将远低于 CPI。

综上所述，从量和价两个角度出发，国内空调市场未来成长性不佳。

请补充上述量价论证的相关数据和过程。

3）突破口

面对国内空调市场未来成长性不佳的困境，企业有三种途径去突破：国际化、多元化、线上化。

国际化寻找增量客户；多元化满足客户其他需求；线上化挤压渠道利润。

第三部分：国际化

国际化方面，美的领先于格力。

体现在

1）营收占比。

2020 年格力国际销售 200 亿，占营收比例不足 12%，境外收入毛利率 12.13%；

美的国际销售 1210 亿，占比超过 42%，境外收入毛利率 25.45%。

2）海外生产基地。

2020 年格力拥有生产基地 17 个，其中 15 个在国内，境外仅有巴西和巴基斯坦各一个；

美的在海外十多个国家设有 18 个研发中心和 17 个生产基地。

3）海外收购经验。

格力的海外收购案例 vs 美的的海外收购案例。

双方品牌矩阵安排，海外市场的品牌认知程度对比。

第四部分：多元化

多元化方面，美的领先于格力。

格力的多元化，迄今为止可以视为失败的尝试。

以 2020 年财报为例，去掉为采购原料出售给供应商的“其他业务”之后，剩下的主营业务收入 1304 亿，空调业务占比超过 90%。

其他包括生活电器、智能装备、精密模具、再生资源、医疗、半导体、新能源等部门合计营收 125 亿，营业成本 105 亿，毛利润仅 20 亿。

考虑管理费用、销售费用和这些部门的财务费用，基本可以确定，除空调以外的多元化目前整体处于亏损状态。

而美的在空调之外，发展的生活电器在多个领域里成为行业龙头，比如洗衣机、冰箱、电饭煲、饮水机、电烤箱、微波炉……

收购的电梯业务和美的原中央空调产生协同作用，构成智能楼宇事业群；

机电事业群，自用+外销，形成规模化。借助原行业地位第一的美芝压缩机渠道、威灵电机渠道，发展变频器、伺服系统等相关机电，并可能和库卡形成协同作用；

收购的全球机器人四大巨头之一德国库卡，最大的前景是库卡工业机器人技术移植中国生产+中国市场对工业机器人的高速增长需求，即海外技术的生产本土化和市场本土化，这是未来几年看得见的发展方

向；

收购的医疗器械（这个没看懂。为什么美的和格力不约而同都选中了医疗器械这个发展方向呢？）

第五部分：线上化

伴随着互联网、移动互联网及相关基础设施的不断完善，线上渠道逐步侵蚀线下渠道的市场份额，是历史的必然。

线上渠道不仅有条件展示更多产品，让消费者购物体验更好，而且因为加价层级少，相当于消费者共同瓜分了原渠道利润。

美的 2013 年开始线上销售，格力 2019 年启动董明珠的店。

对比 2020 年各自线上销售数据。

下面做两份和渠道改革有关的数据统计作业。

作业一：

请统计格力电器 2007~2020 年下列数据：

合并利润表的营业收入、销售费用、净利润；

合并资产负债表：“其他流动负债”科目附注明细里的“销售返利”数据；

合并现金流量表：“支付的其他与经营活动有关的现金”科目附注里的“销售费用支付的现金”。

以及美的电器同期的

合并利润表：营业收入、销售费用、净利润

合并资产负债表：“其他流动负债”科目附注明细里的“预提销售返利”数据；

合并现金流量表：“支付的其他与经营活动有关的现金”科目附注明细里的“销售费用”数据。

数据的统计不难，使用也简单，但背后逻辑有难度、有深度。

我略做说明：

之所以从 2007 年开始统计，是因为我国从 2007 年开始实施企业会计准则，要求上市公司披露预计负债。

从这年开始，格力和美的财报里才披露销售返利数据；

在 2020 年之前，格力和美的两家公司，对于预提销售返利的会计记账手法不同。

美的的返利不计入营业收入，同时也不计入销售费用。这处理方法简单透明，很容易懂，也符合 2020 年开始实施的新收入准则。

但格力的会计处理手法，一直是公司宣称的核心商业机密，不对外披露。

个人推测其处理手法是：第一年全额计入营业收入，同时将计提销售返利计入销售费用。次年经销商利用返利提货时，记录成本，同时冲抵销售费用。

举例说明：剔除增值税因素，假设两家都收到经销商 100 万，都给 10 万返利，不计算销售返利时的其他成本合计都是 50 万（含营业成本、销售费用、管理费用和财务费用等，下同），则：

美的的记录是营收 90 万，成本 50 万，营业利润 40 万，同时在其他流动负债里记录销售返利 10 万。

格力的记录是营收 100 万，成本 50+10=60 万，营业利润 40 万；同时在其他流动负债里面记录销售返利 10 万；

<对于销售返利 10 万，我们均可以简单地理解为收到经销商预收款 10 万>

次年，经销商使用这 10 万元返利提货时，美的则记录为营收 10 万元，成本 5 万元，（资产负债表的其他流动负债减少销售返利 10 万元），利润表显示营业利润 5 万元；

而格力记录为营收 0 元，成本 5 万元，（资产负债表里的其他流动负债减少销售返利 10 万元），冲抵销售费用-10 万元，利润表显示为营业利润 0-「5+（-10）」=5 万元。

上述格力会计手法，尤其是使用返利时的会计手法，仅仅是老唐的一种推测，不保证正确🙏

但其中不确定的细节（若有）不影响我们后文推论，因为它有三个特点是确定的：

①将计提返利和使用返利的两年合计作为一个周期看，两种记账手法的营收均为 100 万，总成本均为 55 万，营业利润均为 45 万元，无差异。

变化的只是毛利率、营业利润率、销售费用率等比率类指标。

②同等情况下，格力的营收提前一年体现在利润表上。

③所有返利均是第二年给货，不给现金。

备注：如果看不懂上述的返利会计处理，没关系，只要记住最后这一句「所有返利都是第二年给货，不给现金」，就不影响后文阅读💪

格力的返利比例、返利时间、使用方法均为格力最高机密（董明珠称其为格力的“核武器”），而且一贯没有纸面材料，仅凭口头承诺执行。

所以，每年提多少，怎么使用，完全是一个无法窥探的黑箱。

理论上，格力公司可以通过操纵规定零售价、对应返利计提比例、次年使用条件和比例，将营收和净利玩弄于股掌之间。

这也是这匹知名大白马一直令老唐望而生畏的因素之一。

2020 年起，所有上市公司都需要实施新收入准则。

美的对返利的原处理手法，和新准则要求一致，无需修改。格力自 2020 年起修改为和美的一样的处理方式。

感谢新收入准则，2020 年年报给了我们一把探究格力销售返利黑箱的钥匙。

前面提示朋友们统计的数据，就是这把钥匙，它长这样：



<注意：可略过图上 2020 年数据。2020 年营收里已经剔除当年计提的返利，excle 图会自动给出 0%曲线，实际非 0>

这是数据统计结果，由于期望大家自己动手，我就不给具体数字了。

数据来自书房读者@食兔君 ，感谢食兔君——数据如果错了，由他负责背锅🤤😁

通过上述统计，我们可以将格力从不对外披露的「当年计提销售返利」数据计算出来。

然后通过计提返利占营收的比例波动，观察格力报表对营业收入的调控程度。

结论呢，看上面的蓝色曲线，应该可以确定，格力确实通过了大起大落的年度销售返利计提比例，实现了对财报营业收入的明显调控，这也导致了格力的合并利润表传递的完全是失真信息。

我猜测过去十多年里，但凡有人意图通过财报数据去分析格力的投资价值，格力管理层会从内心轻蔑地抛出来四个字儿：切~书呆子😁

这个计算背后的原理，是这样的几个假设和推测：

首先，我们知道格力自己投资建设的、供销售机构使用的房产或其他固定资产数量微乎其微，甚至可能近于零。

由此我们可以推测，销售费用里的折旧摊销金额，小到可以忽略。

在销售费用里折旧摊销近于零的假设下，利润表销售费用的构成将主要由「从不支付现金的当年计提的销售返利+需要支付现金的安装维修费、运输及仓储装卸费、宣传推广费、销售系统工资奖金等」两大部分构成。

因此，通过统计合并现金流量表「支付的其他与经营活动有关的现金」科目附注里的“销售费用支付的现金”，我们知道了后面一项的金额。

从而可以用「利润表销售费用-为销售费用支付的现金」得出「当年计提的销售返利」金额。

但这里还有两个隐藏的小坑需要排除。

第一个坑是因为权责发生制与收付实现制的区别，当年为销售费用支付的现金金额，与当年实际发生

的销售费用里需要用现金支付的金额，会略有差异。

举个例子说，2019 年 12 月产生的安装维修费、运输及仓储装卸费、宣传推广费、销售人员工资奖金，属于 2019 年合并利润表销售费用。

它们的实际支付，只能在 2020 年初完成，包含在 2020 年的现金流量表里。这会产生部分误差。

但考虑到现金支付是长期滚动计算，且支付习惯不会剧烈变化。

2019 年 12 月的销售费用推迟至 2020 年初支付现金的同时，2019 年支付的现金里，也会包含为 2018 年 12 月销售费用支付的现金。

所以，这个小坑确实存在，但金额应该不会很大。属于可以接受、不影响推论结果的误差。

第二个坑是一种假设，假如公司利用收到的银行承兑汇票去支付销售费用（宣传费、安装费、运输费等），那么，它们将不包含在「支付的其他与经营活动有关的现金」。

从而可能导致我们低估为销售费用支付的现金，高估当年计提的销售返利。

因为我们假设的是：当年计提的销售返利=利润表销售费用-为销售费用支付的现金。

这个担心，也是以前年份不敢这样去推算的理由。

不过，2020 年财报披露后，发现格力将当年计提的销售返利从销售费用里去掉后，为销售费用支付的其他与经营活动的现金（133.6 亿），与利润表的销售费用（130.4 亿）差距很小。

——这 3 亿差额，很可能就是前面说的时间差小坑造成的。

看上去，除了销售返利以外的其他销售费用，格力没有用银行承兑汇票支付的习惯。

这个现象倒也很容易理解。用承兑汇票支付，通常大额，且内含“欺负”别人的含义，一般用在别人有求于自己的时候。

对于格力来说，供应商就是有求于自己的，而且都是大额交易，产品有统一检查标准，不需要考虑供应商高兴不高兴，可以坦荡地用承兑汇票欺负欺负✊

而安装维修、运输装卸、宣传推广以及工资奖金，一般小额，且工作成果检查标准不统一，公司又不缺现金，何必用汇票去折腾他们，让他们心生不满呢？

综上所述，这个计算逻辑在 2020 年财报后，基本确信可以使用。

观察返利占营业收入的比例图



同时，统计并观察美的该数据，对比分析两家公司是否存在用销售返利调控营收的情况存在，并尝试推理背后的原因。

作业二：

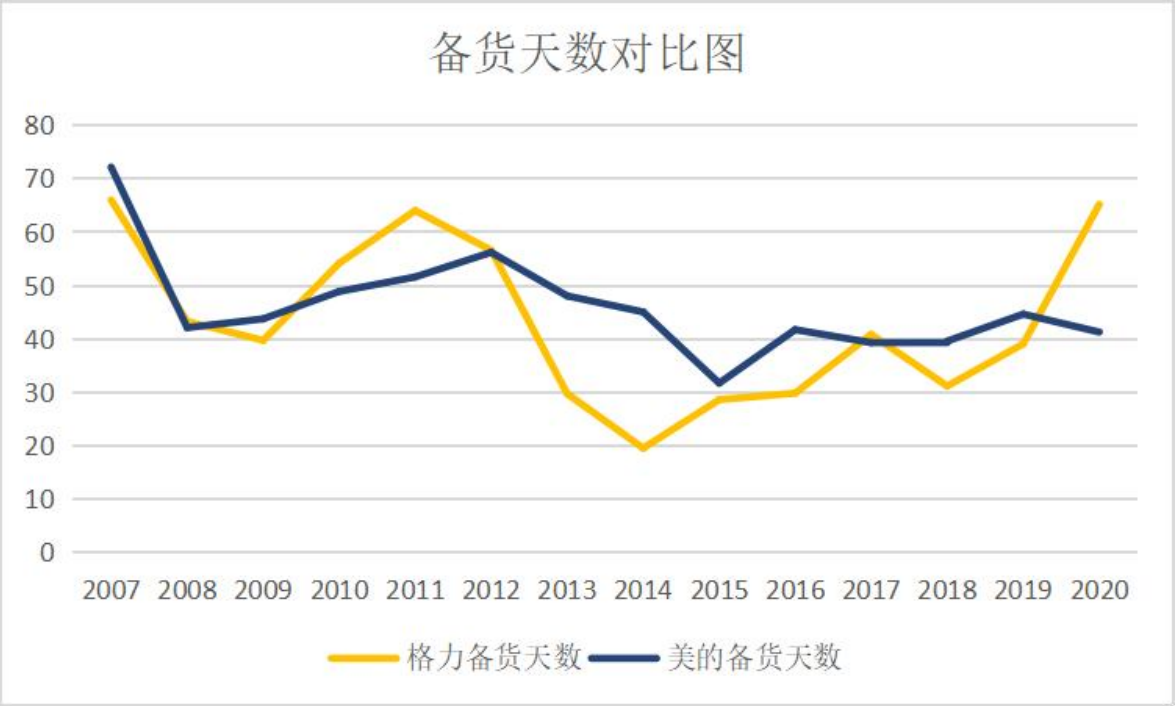
请统计 2007 年至 2020 年，格力和美的年末存货里的产成品（或库存商品），占当年主营业务成本的比例。

产成品（或库存商品）数据，在报表附注''存货''明细里，主营业务成本在报表附注“营业成本”明细里。

用主营业务成本/365，可以得出全年日均销售商品成本。

用产成品（或库存商品）金额/日均销售商品成本，可以得出年末备货大约相当于多少天的销售。

结果如下图——数据来自书房读者@白开水 谢谢白开水，数据错了请抡起平底锅找他



请观察数据，并尝试分析美的 T+3 柔性生产模式，与格力渠道淡旺季分摊存货模式的特点，及对未来营收的影响（提醒，尤其要注意格力备货天数激增所代表的意义）。

第六部分：管理层折溢价

这部分，老唐承认对董明珠女士的管理风格早有成见，对格力的管理层持偏负面看法。

但我的看法很可能是不客观的，各位完全无需按照我的思路展开🤤

我提供几个主要的负面看法：

①董明珠：“格力的价值是员工创造的，不是股民创造的。我五年不给你们分红，你们又能怎么样我？”

② 2016 年，央视主持人董倩访问董明珠：“您多次说您从来没有犯过错。这个话并不符合科学，人哪能不犯错呢？”

董明珠：“我在格力 27 年了，我就没有犯过错啊！我的效益这么好，你难道认为我是失败的吗？你难道认为我犯过错吗？我犯过错，能有这样的成果吗？”

③吴晓波：“我们每个人都有知识盲点，比如说我对互联网电商不是很熟，我对人工智能不是很熟，我对资本市场不是很熟。那你通过什么方式来完成这个学习？我挺好奇的。”

董明珠：“可能我智商还行吧，我没搞过生产，我也没管过技术，但是我可以给他们指一个方向，我可以在技术领域里看到他的不足。”

吴晓波：“你是通过什么方式学习的？”

董明珠：“包括我们的企业管理，那都是我创造出来的，我没有学……”

④曾被认为和董明珠构成格力铁三角、被猜测为格力接班人的两位副总裁望靖东、黄辉去年 8 月和今年 2 月先后离职。

2021 年 4 月博鳌论坛上，董明珠谈及此事时说：

“我曾经对几个人是抱有希望的，但是权力一旦释放给他以后发现不太行。第一是自己没有掌控能力，第二是没有那种精神，他按照一个普通人的要求要求自己，第三是有权力了以后，把权力做成自己的平台，

这对企业来说是非常严峻的考验。”

⑤格力一共 4 位副总裁，走了望靖东和黄辉之后，剩下的两位都是从总裁助理岗位上成长为副总裁的。

新提上来的两位，一位是 2019 年 11 月入职格力电器的，之前是国家审计署武汉特派办处长。

另一位是 2020 年 11 月入职格力的，之前是陕煤财务公司董事长。

都属于在格力没有根基的新人。

高管层面，除董明珠之外的副总裁，均无销售管理经验。

⑥相比美的 9 位副总裁年薪介于 430~884 万之间的待遇标准，格力两位老的副总裁年薪 230 万和 330 万。

2019 年 11 月入职的审计署那位，2020 年全年在格力工作，年薪 10.42 万。

<第 4 位副总裁、董秘、原陕煤财务公司董事长,2020 年在格力只有一个月，薪酬 3.2 万，应该没有观察价值，跳过>。

从这个角度观察，格力的高管团队应该是一种霸道总裁文化。

霸道总裁的优点是总裁正确的时候效率高，缺点是一旦总裁由于知识、能力或其他因素导致选错方向时，缺乏纠正机制。

所以，我认为管理层因素对于格力是折价因素。

相比而言，美的的股权结构、管理层人员结构、薪酬和股权激励等方面要做的好一些。

再次声明：这完全可能是成见、偏见。我并不寻求认可，你完全可以从你的角度谈对两家公司管理层的认识👉

第七部分：风险

两家公司财报里，均列出了他们认为的公司可能存在的风险。

都集中在疫情、宏观、国际贸易环境、大宗商品价格波动、汇率波动等方面。

这些风险，在我看来，操心也没用，关注或不关注都一样（反正也没能力拿出解决办法🤦），全部属于投资必须承受的系统性风险。

我原本认为产品更新换代不及时，消费者流失的风险才是格力美的核心的经营风险。

但观察两家企业根本没提过这事儿。细想之下，猜测这个风险确实不足以道。

白电方面，产品变化并不大，更新换代的间隔时间也比较长，消费者对其的要求主要集中在外观、基本功能及可靠性上面，新功能往往是厂家引导出来的。

两家企业均是长期坚持巨额研发投入（比如格力 2020 年研发投入 60 亿，美的 2020 年研发投入超百亿），均保有超过 1.5 万研发人员，均采用类似“开发一代、研究一代、储备一代”的研发模式。

无论是创新还是模仿，都有能力、有财力、有时间，去保证两家企业在产品的主要功能上，不会严重低于消费者预期。

关于美的收购商誉风险（主要是库卡），由于我对库卡工业机器人满足本土市场增长需求的乐观，加上公司商誉减值测试时，采用的相关增长数据比较保守，目前我看不到重大减值风险。

因此，格力美的两家公司的投资风险，主要集中在无法预防的系统性风险及管理层风险，我个人未发现其他重大风险。

第八部分：估值

我对美的估值为：

三年后合理估值 7200~9000 亿，买点 3600~4500 亿。

计算过程：

①取 10%的年化增长，估算 2023 年净利润 360 亿；

②按照无风险收益率 3%~4%的现状，合理市盈率可取值 25~30。

考虑到低速增长的现状，取值下限 25 倍。则 25×360=9000 亿；

③考虑国际化、多元化对资本支出的需求，保守将自由现金流按照净利润的八折考虑，则 360×80%×25=7200 亿；

④故 2023 年合理估值可视为 7200~9000 亿之间，对折位置可买入。

⑤我打算周一买入观察仓。如果市场有机会跌至 3600~4500 区间，我愿意配置上限为 10%的仓位给美的。

⑥我无投资格力的打算，也不谈论估值，但欢迎你估算并分享。



文末告饶

老唐只是认为格力的多元化、国际化和线上化，目前都才起步，变数比较多，相比美的而言，确定性不够。

上述理解也不一定正确，只是老唐个人相当浅薄的认识。

老唐绝无贬低格力、或者说格力缺乏投资价值的意思。

格力当然是家好企业，说格力优于 A 股 90%以上的企业可能都低估它了。

希望持不同观点的朋友，键下留人、口下留情谢谢

另：明天我有事，实盘周记推迟至周日推送。

本周仅周二开盘利用古井 B 分红买入了几百股古井 B，成交价格 109.8 港币，交易金额占比近于 0。实盘 2021 年内收益 8%。

第971篇.　　2021.06.19 - 老唐实盘周记20210619

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-06-19

本周交易

无

当前持仓

目前持仓腾讯 29%，洋河 25%，古井 B6%，分众 4%，茅台 4%，海康 2%，陕西煤业 4%，恒生 ETF 26%。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	29%	66000±10%	＜33000	72500	48074	603.00	7.22%
洋河股份	25%	3850±10%	＜1925	4700	3012	199.84	-15.32%
古井贡B	6%	770±10%	＜385	900	458	109.50	3.13%
分众传媒	4%	①	＜700	1980	1328	9.05	-8.31%
贵州茅台	4%	24000±10%	＜12000	②	26266	2090.94	4.65%
海康威视	2%	5300±10%	＜2650	②	5601	59.95	25.65%
陕西煤业	4%	①	＜930	2300	1171	11.71	25.37%
恒生ETF	26%	现金替代品				1.497	4.61%
沪深300						5102.47	-2.09%
上证指数						3525.10	1.50%
2021/6/19			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8309	

注：①采用席勒市盈率估值的企业，不估算三年后估值；

②剩余少量涨跌不卖的持股，不设一年内卖点；

③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；

④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。

附：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	28%	66000±10%	＜33000	72500	47127	596.00	5.97%
洋河股份	26%	3850±10%	＜1925	4700	3184	211.28	-10.47%
古井贡B	5%	770±10%	＜385	900	454	109.51	3.14%
分众传媒	4%	①	＜700	1980	1419	9.67	-2.03%
贵州茅台	4%	24000±10%	＜12000	②	27370	2178.81	9.05%
海康威视	2%	5300±10%	＜2650	②	5793	62.00	29.95%
陕西煤业	4%	①	＜930	2300	1230	12.30	31.69%
恒生ETF	26%	现金替代品				1.488	3.98%
沪深300						5224.70	0.26%
上证指数						3589.75	3.36%
2021/6/12			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8241	

收益

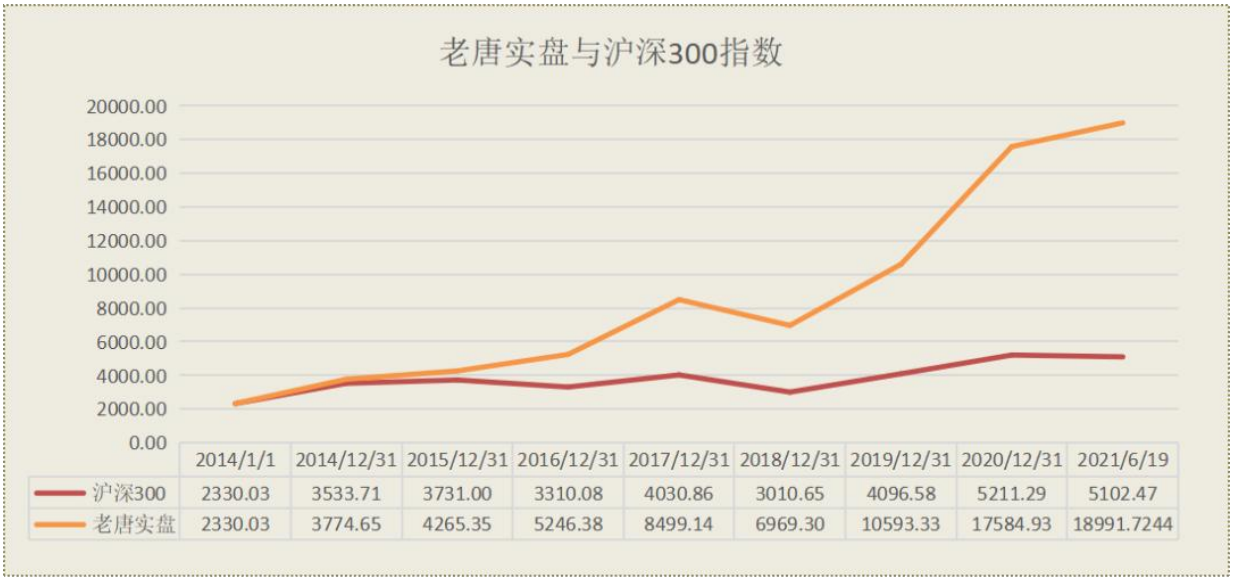
2021 年内收益 8%（四舍五入）。

老唐实盘	年度收益	期末净值	期限/年	年化收益	HS300涨幅	HS300净值	HS300年化
2014	62%	1.62	1	62%	51.66%	1.52	51.66%
2015	13%	1.83	2	35%	5.58%	1.60	26.54%
2016	23%	2.25	3	31%	-11.28%	1.42	12.40%
2017	62%	3.65	4	38%	21.78%	1.73	14.70%
2018	-18%	2.99	5	25%	-25.31%	1.30	5.22%
2019	52%	4.55	6	29%	36.07%	1.76	9.88%
2020	66%	7.55	7	34%	27.21%	2.24	12.21%
2021/6/19	8%	8.15	7.47	32%	-2.09%	2.19	11.06%

注①：老唐实盘年度收益率，按基金净值法和实际收益率孰低取值，均不含新股收益。

注②：沪深 300 指数收益未包含每年 2%左右的分红，数据略有低估。

实盘与沪深 300 指数对比图



重要事项

1.纠正一个统计疏漏。

上周的实盘周记里，在谈论洋河跌停的段落，老唐分享了洋河持有的恒大相关信托的统计数据。

当时的结论是：剩余未到期恒大相关信托产品合计 9.13 亿元。

后来，书房有几位朋友指出了老唐的统计疏漏，主要是两点：

第一，漏了两家虽然公司名称不带恒大，但依然是恒大旗下并表子公司的相关信托；

第二，统计 2020 年年报资料，滞后了。应该统计 2021 年 1 季报信息。

两条批评都对，谢谢这些细心的朋友🙏。

下图是书房读者@罗辑 的补充统计，请大家参照这个统计数据。谢谢@罗辑🤝

2021年一季报					
受托机构名	金额（万元）	起始日期	终止日期	资金投向	参考年化收益率
重庆信托	6,525.00	2019/9/27	2021/8/23	苏州恒大	7.80%
外贸信托	10,000.00	2020/3/13	2021/9/13	成都恒大	8.20%
外贸信托	10,000.00	2020/3/13	2021/9/13	成都恒大	8.20%
中融信托	20,000.00	2020/4/24	2022/2/27	恒大集团	8.20%
中航信托	7,000.00	2020/4/29	2021/4/29	恒大旅游	8.20%
五矿信托	10,000.00	2020/5/22	2021/5/22	恒大旅游	8.30%
陕国投信托	18,000.00	2020/5/28	2021/5/28	新世界	8.40%
中信信托	9,500.00	2020/5/29	2021/11/29	贵阳恒大	7.60%
中航信托	14,320.00	2020/6/19	2022/6/19	恒大南京	8.70%
外贸信托	10,000.00	2020/7/8	2022/1/8	恒大	7.20%
中融信托	12,000.00	2020/7/29	2021/7/29	北京富华（55%）	7.60%
中航信托	15,000.00	2020/11/6	2022/11/6	云南尚居（70%）	8.00%
五矿信托	9,500.00	2020/11/20	2021/11/20	昆明恒海	7.90%
外贸信托	10,000.00	2021/1/20	2022/1/20	太原恒大	7.80%
外贸信托	10,000.00	2021/3/19	2022/3/19	北京恒房	7.30%
外贸信托	10,000.00	2021/3/19	2022/9/19	北京恒房	7.80%
合计	181,845.00	扣除已到期	146,845.00	一季度已收回	10,955.00

〈注：黄色部分为已收回〉

结论是：洋河持有未到期的恒大相关信托产品合计约 14.7 亿。

从讨论信托金额，联想到最近两周洋河的下跌——从 6 月 7 日的高点 237.06 元，跌至今天的 199.84 元，跌幅超过 15%。

这个跌幅不算小，部分朋友紧张、心慌，看什么都像负面信息。这是每个人成长过程中的常见现象，不奇怪😁

恰好，昨天有位叫@木紫 的朋友在后院翻帖，翻起老唐 299 天之前发的一个庆祝市值新高帖。帖子很有意思，我截图过来分享给大家。



有意思在哪儿呢？我再把今天的股价截个图，你就发现意思了



请仔细看看当时和现在各家公司的股价，然后再想想最近持续下跌后的郁闷，和 299 天之前市值新高时的欢喜。

有没有发现今日让你郁闷的股价，其实还远高于 299 天之前的历史新高位置？理解老唐想说的意思了吗？

2. 海康产品在美销售进一步受限。

6 月 18 日消息，美国联邦通信委员会（FCC）决议，终止五家中国厂商监控设备进入美国市场。

这五家公司是：华为、中兴通讯、海康威视、大华科技、海能达通信。

这次禁令，受限企业从华为、中兴两家扩大到五家；产品从网络设备扩大到监控相关；涵盖范围从政府单位扩大到民间单位。

未来这五家企业监控相关产品，将全部无法在美销售。

这个也没啥聊的，我不懂中美博弈，预测不了未来走向，操碎心也改变不了什么

我只知道，海康在美销售最高的时期，美国境内销售大约占总营收的 6%左右。

这两年受限，占比无疑是下降的，目前扩大限制范围，当然是负面信息，但实际影响规模并不大。

3. 关于格力 vs 美的作业。

或许是因为题目为“学习笔记”，外加“文末告饶”的功效，也或许是咱们书房群体素质高的表现，

相比海螺文出炉后铺天盖地的口水阵，周五的《格力 VS 美的学习笔记》留言区，纯情绪化的攻击言论数量几乎可以忽略了

截止周六晚上 11 点，留言区一共有留言 910 条，人身攻击类留言仅 9 条，分别来自 5 位喷壶侠——已顺手拉黑。

绝大部分不同观点者，侧重于分享美的集团的不足之处，例如：

- 美的产品质量差（尤其是小家电）；
- 美的市值管理迹象明显；
- 美的高价回购损害股东利益；
- 美的实际控制人家族和上市公司关联交易频繁；
- 库卡被收购后业绩一落千丈；
- 库卡 2020 年经营亏损、股票腰斩，
- 收购库卡商誉 222 亿，面临巨额减值风险……等等。

这就属于有价值的讨论👍

对于负面观点的态度，或许可以作为区分“击鼓传花人”和投资者的重要标准。

一位有理性的投资者，对于提出负面观点的人，当然是持感谢心态的。

负面观点分享者，义务地、热心地帮助我们关注决策中的潜在盲点，减少我们犯错和亏损的机会，功莫大焉！

任何一个负面观点，如果自己不能有逻辑的反驳掉它，那么这笔投资决策就不应该做出💪

这是对自己负责，对金钱负责，对未来负责——本次作业里，我希望能看到更多有关美的负面信息的思考。

而“击鼓传花人”听到负面观点，本能的反应是愤怒的，内心其实是恐惧的。

他们担心负面观点会提醒他人，导致股价因为缺少新的接盘侠而下跌，害怕自己成为被最终收割的那一茬韭菜，上演割 G 割 G 的动人故事😁

这次的文章是个半成品，真要我展开写，两万字是肯定打不住的。

里面大量的数据、事件和论证过程，是需要朋友们自己去填充。

我认为这是投资者学习阅读财报、学习分析企业的必经过程。

留言区里有部分朋友嘟囔说，本来只想安安稳稳抄个作业的，结果老唐丢出一堆作业，瞬间一个头两个大。

这让我想起 2020 年 10 月发生的一段相关对话，我拷贝过来分享给大家😜

@阿立：*老唐一脉相承巴老，说要站在自己能力圈里投资。我看不懂财报，但我看的懂老唐，是不是可以说我的能力圈是老唐呢？*

老唐的投资哲学、处事态度，处处贴切了我的投资观，我比老唐笃定茅台更加笃定老唐。那是不是说我就可以光明正大抄老唐作业了？

@唐朝：*这个方法倒也省事儿，我深度怀疑早期投资巴菲特的那些人也是这么判断和操作的。*

但这个方法的问题在于，Things change，people change，人是会变的。

如果哪天老唐露出獠牙，收割信众，你可能一次性将前面所有无脑跟随的利润全部栽进去，而且浪费了最宝贵的自我提升和学习的时间。

所以，还是建议在老唐变质之前，学习逻辑和研究能力更好。

@唐朝：*老唐会变吗？中国人讲究盖棺定论，没有进福寿园之前，不好说哦！*

@bp： *告诉你一个小秘密：我就是这么做的，而且我还建议朋友也这么做。同时每天焚香祈祷老唐身*

体健健康康，活得比我们任何人都长寿。

@onemore：*知识的复利比金钱的复利来的更猛烈，进入口袋的钱那只是鱼，进入脑子里面的知识才是渔。对知识的增长而言，金钱只是水到渠成的附属品之一。*

@园园：*虽然我的水平还不足以质疑老唐，但如果有朝一日我对自己的某些主张特别自信的时候，是会不惧对像是谁，直接辩论的。*

客观的说，极端的信任有可能变成迷信，极端的反对有可能变成杠精。投资需要理性，不需要任何意识形态。

我会努力向老唐学习的。

@唐嘉续：*我想提醒大家，我们没有要求老唐不变的权利，老唐也没有一直领路的义务，就算在舆论上把他架的再高也没有用。真心感激老唐，就自己多学习，早日学会钓鱼。*

@阿立：*好的老唐，虽说我不相信你会变质，但我接受你学习的建议，手财接着看。*

2020 年 10 月 11 日

这段对话今天送给大家。

毕竟投资这条路，每个人或有意或无意地，都是要走一辈子的，不死不休

在跨度如此之长的时间区间里，恐怕什么大小 v 的分享，都不如你自己具备研究企业的能力靠谱。对不？

另外，老唐三年前曾经发过一次格力的作业，主要观点和这次大体一致，可以视为前传。

文章发表于 2018 年 5 月 4 日，当日格力收盘价是 45.88 元，今天股价 53.68 元（期间总股本无变化，每股分红 4.3 元），市值有小幅增长。

当时的一些观点看法，本次作业或许依然可以作为参考。感兴趣的朋友，可以点击《关于格力作业的探讨》阅读。

顺带提醒一个已经有部分朋友钻入的歧路：

格力销售返利的计提和使用，是按照“冷年”计算的，即以当年八月到次年七月为一个经营周期。

且当年计提的销售返利，并不确定会在下个冷年允许经销商全部使用。没有使用的返利和当年新计提的返利混杂，财报上的销售返利余额才会越滚越大。

同时，财报数据是按照自然年（1 月至 12 月）汇报的。

所以，试图从销售返利的计提和余额中，计算当年营业收入和营业成本里，有多少和使用返利有关，有多少是新增销售，这是无用功，或者说是诺奖级别的难题。

除了董明珠及其核心团队，没人能算出来——我甚至怀疑连他们自己也不一定能算的清楚。

朋友们做作业的时候，不要在这个方向耗费精力了

4. 本周两篇读书笔记入选。

入选笔记是：

- 在价值投资路上修行——by@飞碟
- 真知开道，有原则的价值投资——by@Zhouyoutao

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。

《巴芒演义》读书笔记，今日之后就暂时不要提交了，谢谢🙏

已经在书房发表过的《巴芒演义》读书笔记一共 76 份，绝大部分都很有见地，很值得读。

感兴趣的朋友向书房发送“连载”，就可以提取《巴芒演义》免费连载及读书笔记合集目录。

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

第972篇.　　2021.06.20－请下神坛，站上肩膀 ——老唐中翻中之《巴芒演义》读后感

最强已阵　唐书房　2021-06-20

以下文章来源于最强已阵 ，作者最强已阵

最强已阵 ． 最强之股已在阵中

读老唐新作，主要有三点收获：

一. 老唐循循善诱，抽丝剥茧，演义了股神思想进迁史，把股神请出神坛，在我们面前还原了一个有血有肉的思想巨人巴菲特。

二. 老唐站上了巨人的肩膀，看到了大部分人未曾企及的远处美景，并且开了直播。

三. 老唐扔下了绳梯，梯陡且长，日拱一卒，不期而至。

一、请下神坛

熟背巴氏语录的花样作死史：

07 年 3 月，牛市正盛，在周围喧嚣股民的裹挟下，我开通了股票账户，开始了十多年的炒股生涯。

入市前就背熟了股神的各种语录，什么“别人恐惧我贪婪”、“潮水落去才知道谁在裸泳”。。。

然而语录背的熟，一点也不影响我在股市里干些投机倒把的勾当，结局便是各种花样作死的方法挨个死了一遍：

- 牛市风口，买啥都涨，小资金 3 个月翻倍，逢人吹嘘自诩股神，大举投入，满仓待涨，熊市到来，卒；
- 不停补仓拉低成本，没想到腰斩之后继续腰斩，痛苦之至，遂割肉离场，旋即大涨，再卒；
- 各种大 V 博客，小道消息，内幕传闻，道听途说，在市场中碰的头破血流，继续卒；
- 痛定思痛，苦心研究图形技术，各种支撑线、阻力线画满了屏幕，打印缠中说禅 108 课研究背离，比做高数题都用功，然痛苦不堪，无甚疗效，又卒；
- 熬到了 15 年，感受到了牛市的东风，誓要扭转乾坤，一战翻盘，借钱、融资融券加杠杆，兴奋之情溢于言表，三轮股灾教做人，暴卒。

如老唐所言：真知而行不难。

天天喊着巴氏口号、背着语录，用肤浅的自我感觉以为的知道去指导投资是毫无益处的，甚至还会得出价值投资害人的结论。

这样的巴菲特只是烟雾缭绕的庙宇里的神像，模糊而遥远。

《巴芒演义》用投资、投机大咖们的亲历故事为我们吹散烟雾，看清巨人，探索投资思想的进迁史。

格雷厄姆：开启投资的科学时代

经历了年轻时悲伤的投机经历（杠杆爆仓赔光最敬爱舅舅的钱）之后，格雷厄姆用《证券分析》开启了投资的科学时代：买股票就是买公司（估值）；热心的市场先生理论（波动）。

巴菲特从中第一次窥见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。

而施洛斯则达到了烟蒂投资的巅峰，也展示了坚守能力圈（明晰的边界，不为外部环境所干扰）的意义。

Undo 清单：

段永平说：“做对的事的方法就是不做不对的事”。

人总是老的太快，聪明的太晚。回顾自己的花样作死史，竟无语凝噎！

请收录《巴芒演义》Undo 清单：

Undo 清单	亲身试雷名单
杠杆	格雷厄姆（利益蒙住双眼）
做空	戴维森（美国无线电）、巴菲特芒格（泡沫是人类本性造成的）
烟蒂(副作用)	施洛斯（枯燥、低矮的天花板） 农具机械（时间的敌人，不断寻找一批又一批烂人，在不同的痛苦之间做选择、黑心资本家） 伯克夏尔（仍然以远远低于营运资产的价格卖出）
不懂的高科技	芒格（火箭变压器，投资的风险之一：对公司盈利及分红估算与最终实际情况的接近程度）
宏观经济预测指导股市	凯恩斯（经济数据了如指掌）
利用市场先生	大都会（波段操作）、通用再保（高价增发买来的地雷）
图表分析法	蔡志勇、威廉.欧奈尔、爱德华兹《股市趋势技术分析》（否定性帮助）、香农（发明一台电力设备、三个书架的书）

最强已阵

从猿到人：

由于这些从商经历，芒格发现：有些生意天然就更容易赚到钱。同样的生意，由不同的人管理可能产生巨大差异。

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。

优秀的人因为优秀的思考和行为习惯，会让他们有意无意地避开潜在的麻烦。

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。

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。

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（此处请拍大腿）。

老唐用生动的语言把一个个饱满的人物和鲜活的事例串在一起，为我们展示了思想巨人巴菲特的进化史以及投资的本质：

“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。

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。”

二、站上巨人的肩膀

《巴芒演义》老唐自序中引用了德国哲学家、科学家兼数学家莱布尼茨的名言“自然从不飞跃”。

莱布尼茨与牛顿的微积分发现先后之争是当时乃至现在科学界影响最大的争议之一。

人类社会发展也是在徘徊中缓缓上升，但从现在往回看更长的时间，会发现人类社会发生了巨大的飞跃，是因为人类社会发展的复利效应，每代人站在了前人的基础之上继续前行。

正如牛顿在发表史诗级科学巨著《自然哲学的数学原理》时所说的：“如果说我看得比别人更远些，那是因为我站在巨人的肩膀上。”

牛顿在伽利略、哥白尼、开普勒的肩膀上看到了万有引力、三大运动定律，成为了现代工程学的基础。

人类在这样叠罗汉的过程中，实现了现在无数耀眼的成就。

当巨人格雷厄姆开启了投资的科学时代，巨人芒格、巴菲特完成了投资思想从猿到人的进化、格雷厄姆和多德镇的超级投资者的实证。

后来的我们如果只在巨人脚下徘徊不前，或者指着巨人嘲笑：“傻大个”，和中世纪听闻哥白尼日心说演讲后依然不以为然地坚持地心说，麦哲伦环球旅行后依然认为“天圆地方”的人一样，一曰傻，二曰和自己的钱过不去，三曰和自己的人生过不去。

站上巨人肩膀的老唐开了直播，让我们去看看那远处的风景。

肩膀上的风景：

在唐书房中，除了直播每笔投资的原因、计划、成交、结论，展示了心中笃定，风轻云淡的投资体系，更令人向往的是在好奇心驱动下读书的乐趣、成果和分享；自驾游时的美景和自由；老唐与唐嫂神仙眷侣般的生活及举手投足之间的人生智慧。。。。

李录在《文明，现代化，价值投资与中国》中的感言：

“最开始为了生计，我误打误撞、机缘巧合地闯进这个行业。

进入后发现真的是别有洞天，这个行业确实有很多不可思议的事情，让你时刻都在学习新鲜的事情，感受到你的见识、判断力真正是复合性地在增长。

所以你不仅能体会到你的资产回报复合性的增长，还能够体会到自己的能力、学识、见识，都以复利的方式增长。

在投资这个行业中，你能同时看到两种现实生活中不常见的复利增长现象，这是非常有意思的事。”

《巴芒演义》中对第四条可复制的投资正道的描述：

“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。”

这样的美景让人心潮澎湃，醉心向往，幸运的是，老唐在巨人的肩膀上抛下了绳梯，只要你愿意，你也可以去亲身欣赏这样的美景。

三、日拱一卒，不期而至

《巴芒演义》演示给我们有复制价值的四条投资正道：

序号	可复制的投资正道	特点	备注
1	低费率指数基金（沪深 300）	10%，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。	Q：ETF 做现金等价物？ A：一个有波动的，年收益 10%的东东，和一个没波动的年收益 3%的东东，我会选择 10%那个。至于用钱时，它是朝哪边波动的，随机，接受就好了。类似于站在一个大概率赢的赌局里，并不一定保证每把都赢，但长期玩下去一定会赢。
2	确定机会的套利	“确定性”、“操作性”的高要求	如可可豆案例中，需要买股票和卖空可可豆期货同时操作。 需要对产生套利机会的协议、条款等正确的理解；对其确定性的定义（还要考虑时间成本）；各种金融工具的熟悉。
3	一揽子烟蒂	分散法则，大量琐碎的财务数据统计和计算	可以用神奇公式参考对比
4	陪伴优秀企业	难度最大、最有乐趣、最有成就感、最可能获得超额回报	实现方法分两步：一，面对波动；二，估值。

最强已阵

面对波动：

别瞅傻子，瞅地。

凯恩斯在《就业、利息和货币通论》将股票收益的来源分为两部分：实业和投机。

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。

驱动企业价值增长的是年复一年创造的自由现金流，而非一日、一月、一季度之功，所以，利用癫狂可爱市场先生的出价而不是成为他。

估值：

估值应该建立在对企业“优秀原因”的理解和对未来自由现金流估计的基础之上，可以从以下几个方面来提高自己的估值能力。

- 财务报表：

财报的学习可以有两方面的帮助，一是否定性帮助：“报表是用来排除企业的”。

二是可以对企业有个数字式的映像，用来感受好企业和一般企业的区别、企业随着时间发生的累积的变化。

- 比较练习：

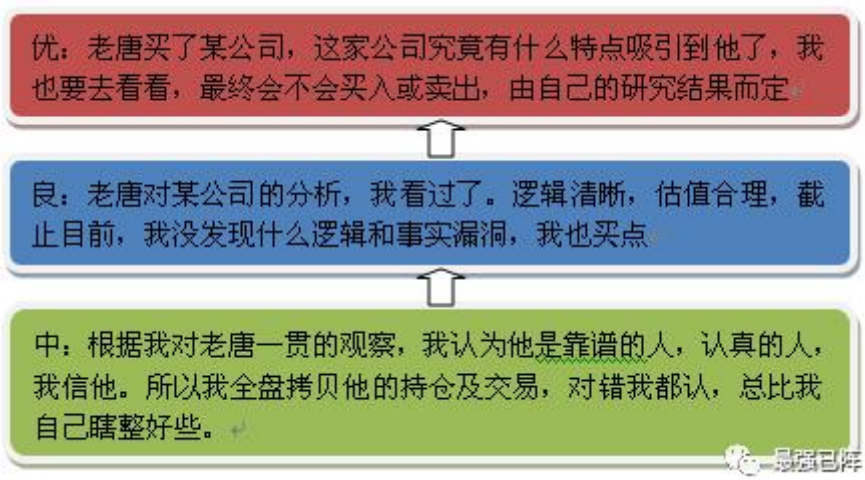
拉长周期看，让各种资产站上天平两端进行比较，选择你理解的大概率会赢的资产。

对比的秤砣有类现金资产（3%），沪深 300（10%），长江电力（有生产力的资产）。

都可以拿来和你感兴趣的资产进行比较，权衡一下收益率和确定性，帮助自己选择如何分配自己现在的购买力。

- 模仿（抄作业）：

老唐把抄作业分为四个等级，“劣”级就不用谈了，努力从“中”升级到“优”。



- 阅读（经历）：

多读书，找到自己的好奇心，承认无知的心理准备，弄懂未知的快乐，承认错误的坦然。

用心经历：虽然没有像芒格、段永平、老唐一样从商的经历，依然可以在生活中感受到好企业与一般企业的差别，好产品和一般产品的距离。

- 思考（输出）：

把所读所思所感输出记录下来，通过日积月累让自己的能力、学识、见识的渐渐地增长。这也是提笔写下本文的原因。

最后：日拱一卒，不期而至。祝：和喜欢的人做喜欢的事！

第973篇.　　2021.06.22 - 书房拾遗第14期

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-06-22

前言：腾讯要关闭圈子模块。书房后院圈子历时一年，积累了大量的宝贵资料，没了还挺可惜的。

最近，部分热心志愿者耗费宝贵的时间，将圈子的精华内容整理出来。依然有点多，超过 6.7 万字。

老唐尝试从中再精选部分，陆续分享给大家，也归入书房拾遗系列吧！



@COCO：巴芒演义快看完了，但觉得 2000 年前的事情讲太多了，可能自己学习不够，觉得可借鉴的不多，想多了解一些 2000 年后的故事。

@唐朝：如果 2000 年前的没感觉到学习价值，2000 后的会让你更加失望。

坦率说，巴菲特最近 20 年除了苹果的投资值得学习（方法还是 1972 年的），其他的案例你我看了基本白看，学习价值≈0——千亿以上资产规模者例外

2020 年 9 月 9 日

@满天飞：某企业购买银行理财产品算投资活动现金流出，购买银行结构性存款算经营活动现金流出，啥原因呢？

@唐朝：应该是该种结构性存款性质上等同于现金等价物，所以不归入投资活动，计入经营现金流。

补一句，不是所有的结构性存款都会这样记录。

结构性存款要看该存款的具体条款设计，只有该结构性存款属于现金等价物的时候，才记录在经营现金流里。

如果不是现金等价物，而是一种投资品，无论记录为瘫子、笋子还是粽子，都应归入投资现金流。

2020 年 9 月 18 日

@日拱一卒：再读老唐两年前的旧文《估值的误区》，收获颇丰！

- 估值的前提是理解了企业。用动态市盈率估值是低级错误，属于急着指导别人，没顾上看基础数据，瞄一眼行情软件上的 PE 就敢下笔如有神的类型。
- 研究过代码背后的企业吗？未来盈利增速如何，增长质量如何，它的盈利、估值和股价，一定“均值回归”吗？……做过研究，才能对个股做出判断。
- 否则，仅仅瞟一眼历史股价和行情软件的 pe，堆砌再多文字，浪费再多口水，也是那割不掉的“非”，误人误己…

@唐朝：这篇文章蛮重要的。很多人在这篇文章里谈到的问题上栽跟头，包括不少我们身边熟知的大 V。

2020 年 9 月 18 日

@投资学习者：请教个问题，分众 2020 年会计事务所的费用 500 万。

海康 2019 年审计费用 330 万，得勤华永审计。分众的业务比海康简单，得勤也是 4 大之一，为什么分众的审计费用高于海康？

@唐朝：审计费用主要和三种因素有关：

第一，不同的事务所自带品牌和光环区别，导致收费标准不同。

比如毕马威 2019 年审计了 44 家上市公司的年报，每家平均收费约 750 万元。

而国内第一大所立信会计师事务所，2019 年审计了 567 家上市公司年报，每家平均收费 127 万元。

最便宜的希格玛会计师事务所，2019 年审计了 30 家上市公司年报，每家平均收费不到 80 万元。这差异够大了吧。

第二，是工作量。

涉及子公司越多，业务越分散越非标准化，需要会计师及其团队付出工作时长越长的企业，收费会越贵。

反之业务简单标准化的，收费会便宜，因为会计师团队按小时收费。

第三，就是谈判能力了，在上述两个大前提下，会因为谈判能力略有差异。

2020 年 9 月 20 日

@wangqingyong：在老唐的跟帖中，有人问，慢慢变富，到老了有钱有什么用？

最近重读杨天南的《20 年》，有一段话：社会的竞争早已不是一代人的竞争了，至少是二代人的竞争。不从我们这一代开始，便从下一代开始。

今天做父母的，着手先解决自己的财物自由的问题，将来下一代长大成人，就少了一些财物上的羁绊，可以轻装前行，会有更多的选择生活的自由，为社会作出更好的贡献。

这也算是老了有钱的用途吧！

@唐朝：这是一种误解。慢慢变富并不是一直穷着，然后到老了突然变的有钱。

实际上，慢慢变富的状态是越来越富，一直快乐的富下去。

2020 年 10 月 6 日

@唐朝：【以后该不好意思说会计难了😁】

新闻：浙江万里学院钱湖校区组合公寓楼的值班室里，学生围在一团，欢呼不断，都在为一位阿姨祝贺。

原来是会计职称考试的成绩刚刚公布，年近 50、初中文化的宿管阿姨裘益君也参加了考试，这不，一查成绩竟然通过了！

@唐朝：阿姨说：年龄和学历都不是问题，只要想做，就能成功💪

@皈依唐门：大多数人都输在一个懒字！

2020 年 10 月 8 日

@YOUNG：唐朝老师，有个问题想请教一下：上市公司 A 的下属子公司分拆上市，对上市公司 A 是有利还是有弊？要根据上市后是否控股来解读吗？

@唐朝：通常来说，只要不是因为债务逼迫，不得已的分拆。其他情况下的分拆子公司上市，一般都是对母公司股东有利的事情。

原因嘛，这种情况下公司、投行和市场的投资者对企业信息的获取是不对等的，新股上市融资很少有贱卖的可能，正如俗语所言“买的没有卖的精”。

2020 年 10 月 18 日

@如是观：老唐，如何能快速从几千只股票里，筛选出可以关注的价值类股票呢？毕竟逐只阅读年报是非常耗时耗力的事。

@刘小宇：①roe 长期＞15%；②pe＜50；③上市满 5 年。

@唐朝：对。这三条应该就能排除一大半了！

可以看看 2017 年 3 月的书房文章《年报浅印象 11》，里面介绍过一些基本的筛选原则。

2020 年 10 月 19 日

@唐朝：很多高人都喜欢说”守正用奇“这个词。依照我的理解，这种说法主要是在强调”我常常会

用奇兵“，守正只是个铺垫。

从投资的角度来说，我不太认可这个词汇。

我认为投资要做的就是“守正守正”，对我等最合适的就是忘了“奇”，不想“奇”，踏踏实实学习曾国藩的扎硬寨，打呆仗，一个战壕，一个城池地往前拱。

@小杨：扎硬寨，打呆仗这句话，从投资的角度，我第一次听到或看到应该是李杰说的，老唐在后院这里又强调了一遍！

@唐朝：我保证不是从他那里听到的，几年前我就在雪球这样说过了

@昕：想起来了，这句话我还同老唐讨论过。

2020 年 11 月 3 日

@烈冬冰夏：大家好 请教下为什么洋河省外毛利率比省内高？

@唐朝：产品结构不同造成的。

经济学里面有个重要的假设，是张五常的老师阿尔钦提出的，说美国加州的橙，质量最高的牌子是新奇士（Sunkist），而新奇士的橙大都运到外地去，在加州本土反而少见。

为什么优质的产品运到外地，而留在产地的反而较差呢？经济学分析精彩。

感兴趣的话，可以看《经济解释》卷一《科学说需求》的第六章第五节。

2020 年 11 月 9 日

@cold：之前看过老唐推荐的低风险投资之路，有种看到新世界的感觉，尤其从中学到了很多新的思路。想请教下套利策略的缺陷主要是什么？

@唐朝：缺陷主要在于套利的机会不够多。

套利的方法一旦被市场知道，空间很快就没有了。所以要紧盯市场，保持对机会的敏感度，实时创新而后悄悄地进军，开腔的不要

另外就是收益率要取决于市场的愚蠢度，和更多取决于企业成长的投资道路思考方向差异比较大。

2020 年 11 月 11 日

@观霖：请教一下圈子里的高手：谁能给我普及一下美国的大选规则？或者给我推荐两本相关书籍。

为什么新一届总统当选了，美国媒体不正式宣布，只有一句话：拜登超过对手 270 张选票，那不就是当选为美国第 N+1 届总统了么？

另：川普同志如果一直拒绝承认竞选失败，那么哪家机构或部门是否有权利强制执行新一届的总统任命？是国会还是法院还是其他什么机构？

@唐朝：我试试。简单的说，①美国总统候选人需要争取的是全国 50 个州加华盛顿特区一共 538 张选举人票中的 270 张；

②每个州大小不等，拥有的选举人票数不等。其中有两三个州是按照候选人在州内所获选民投票比例分配选举人票，其他州都是赢家通吃，谁获得本州选民过半票，谁就获得全部选举人票；

③各州是独立选举，其投票方式、计票流程、和监督选举机构均受州法律限制，联邦政府管不着。

④各种清点票数的最后截止日是 12 月 8 日，在此之前都是媒体根据实时跟踪州内选票统计情况，发布数据，并没有一个官方发布机构；

⑤过去一百多年，大家基本上都认可美联社的统计流程和信用，它家发布的数据就是最终数据，因为

这个数据和 12 月 8 日之后的各州披露的官方数据没有发生过差错。

⑥在 12 月 8 日之前，候选人可以依据各州法律在州内计票差额非常小的情况下，要求重新计票，前提是自己出费用。

所以，除非是败选者发布承认结果、放弃法律赋予的争取重新计票的权利，否则最终结果到今天为止还没有确定（完）

补充，最后有个选举人投票的仪式，当选举人按照法律实现州内选民的选择后，总统职位才从法律上说确定了。

@观霖：请问：补充中"当选举人＝当候选人？"

@唐朝：是“选举人”，不是候选人。选举人是代表州内选民意愿的投票代表。

@观霖：哦哦哦！相当于"一致行动人"，可以这样理解么？

@唐朝：是的，选举人投票是个仪式。只是体现州内选民投票结果，不能按照自己的意愿投票。

@唐朝：再补充回答观霖的最后那个问题：总统由国会确认。

而国会就是由 435 名众议院议员和 100 名参议院议员构成，这 535 人就是那 538 名选举人里的 535 人（另外三名是特区的），所以他们投票的过程，就是国会确认的过程。

2020 年 11 月 13 日

@阳：我们投资企业主要是关注财务数据，利润预测。然而，段永平主要是看企业的商业模式、企业文化等。

@唐朝：主要关注商业模式、企业文化，类似于六祖的“本来无一物，何处惹尘埃”，是一种顿悟，通透且令人仰慕。

然而，我认为，绝大部分资质平常的普通人，追求或等待“顿悟”，或许不如从“时时勤拂拭，勿让惹尘埃”开始修行。

后者虽然看上去境界低了一层，但更容易执行，也更靠谱

2020 年 11 月 16 日

@韩利业：今天看慧博晨报时看到中国的宏观杠杆率是 270%。

我就在想，企业负债超过 50%我们就觉得很难了，因为他要对他的债务每年出利息，降低他的净资产收益率。

一个国家正常的宏观杠杆率到底应该控制在多少呢？270%意味着什么呢？

这些负债钱从哪里来的，都是国家印钱在支撑吗？什么时期这个杠杆率会下降呢？

@唐朝：这个宏观杠杆率不是和净资产比的，是总债务/GDP。

数据在 2017 年就突破 250%了，2018 年和 2019 年国家搞去杠杆，数据有小幅下滑。今年又上来了。

我国这个指标在全球来看是偏高的，它代表一个国家经济的稳定性比较差，容易出现债务危机。

宏观杠杆率的分子由三部分构成，分别是居民债务、政府债务和企业债务。

我国主要是企业债务太高，居民和政府债务基本都还处于合理偏低位置。

以 2017 年突破 250%时候的数据看，GDP 约 80 多万亿，企业债务约 130 万亿，企业杠杆率约 160%。同期美国企业杠杆率率约 70%。

企业债务太高的核心原因是，一是产能过剩和低效的僵尸国企多，导致坏账历史累计比较多，

二是目前我国企业的融资手段主要是债权融资，所有企业的合计总资产里，大约有 70%由债权形成，只有 30%左右有股权形成。

因此，解决这个问题的核心就两块：存量上清理僵尸企业，通过兼并重组、清算破产、债转股等手段，将这部分债务化解掉。

增量上就是大力发展股权融资，增加企业股权融资渠道，降低增量里债权融资的比例。

这也是近几年我党一直大力推进创业板、科创板、三板、新三板、地方柜台等等股权市场的原因。

——以上数据主要来自黄奇帆老先生的一篇演讲稿。

2020 年 11 月 19 日

@凌逸：请问 B 股卖出后，在银行账户中的现金是软妹币还是美刀？

@唐朝：卖深 B 得港币，卖沪 B 得美元，都不能得人民币。

2020 年 11 月 20 日

@匆匆过客：初学价值投资，虽然我知道要给优秀的企业更多的溢价，但一开始选股确实很容易在一些从静态看明显低估的股票里打转。

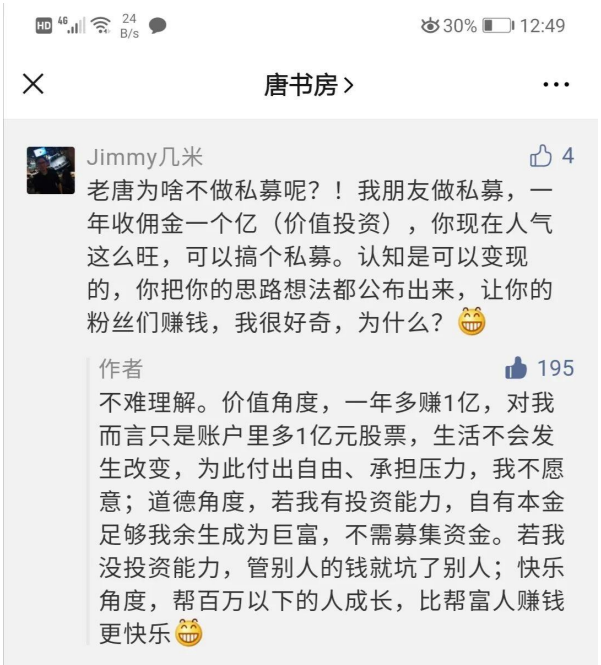
老唐当年也是经历了这个阶段，这或许是价投进阶的必经之路吧，慢慢从低估越来越侧重成长，不知老唐同意否？

@唐朝：是一部分价投的必经之路，不是全部。

有部分人演化到类似施洛斯、邓普顿、卡斯曼等人的道路，或者指数基金的道路，也同样是价投。所以，不能说是“价投的必经之路”。

2020 年 11 月 22 日

@豪：修道何需龙泉寺，高僧未必着袈裟。借方丈的诗敬老唐。



@唐朝：这个过奖了，不敢当。

老唐是个俗人。我每天嘚吧嘚吧，多半的动机还是图个自己开心，而且还有些顺带的收入，比如广告费、打赏、出书的版税等（也不少，管住家庭开支已经没问题了）。

即能让自己开心，顺带还有钱赚的事儿，做它是顺理成章的，谈不上什么高僧、修道、或者度谁之类

的高境界💪

2020 年 11 月 22 日

@唐朝：最近老是收到“x 万股东彻夜难眠’’的标题党新闻。

每次看到我都会觉得，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’’。

2020 年 11 月 24 日

@David：茅台镇上其他酒厂能否生产和茅台一模一样的酒呢？

@唐朝：答案见截图，这是茅台 1500 亿市值时，我写的一段“鼓吹”茅台核心竞争力的短文。

唐朝

2013-11-13 12:25 · 来自雪球

回复@renjunjie: 如果我怀揣 1500 亿，准备做出和茅台一样好的酱香白酒。地、水、原料、工艺流程不会是大问题，都是属于有钱就可以买到的，无外乎是代价较高。可能成为障碍的地方，我认为会是：

1）老酒。因为茅台酒如今备受推崇的口味，每一瓶都是新酿的酒和陈年老酒协作的神奇结果。茅台公司存的老酒，最早的已经超过半个世纪了。如果我想做一个和茅台竞争的企业，将要考虑万吨级，按照 6.5%的老酒比例考虑，每年需要 650 吨以上的陈年老酒。这一点，我的新公司，只能偷工减料，且至少 15 年内无解决办法；

2）勾兑师。酱香酒要靠不同批次，不同年代，不同口味的基酒进行勾兑，这个技术迄今为止，完全要靠大师的舌头来完成。在可以看得见的将来，也看不见可以精确量化而后由机械操作的可能。但是，目前优秀的勾兑师，基本上都在茅台公司，相信茅台公司和他们之间签署了工作合同和同业禁止协议。因此，我想从茅台公司挖来足够数量的勾兑师，即便出得起价格，也可能招来官司，导致我的企业生存问题；

3）工人。每个熟练工人年均产量不过 3 吨多。如果我做万吨级，至少需要超过 3000 熟练工，这里面必须包含很大数量的有「多年」经验的工人。茅台镇及其周围会做酒的工人，这些年可能不会失业在家。所以，这意味着我只能依靠从茅台以及茅台镇其他企业挖墙脚。和勾兑师面临一样的法律问题；

4）大容量自动勾兑技术。茅台 2007 到 2008 年研发成功的专利。此技术把生产工人人均年产量从 2006 年的 3.08 吨，提升到 2009 年的 3.92 吨。这个技术，我没有，即便我高价盗买出来，也会被告侵权；

5）品牌。今天是个注意力碎片化的时代。注意力分散在数不清的电视台，报纸，网站……上，相比一个声音传全国的时代，想达到同样的知名度，可能需要付出数十倍甚至更多的代价。我暂时还找不出，花钱可以在极短时间内，让我的品牌达到茅台知名度的渠道。

知名度还相对容易，更难的是美誉度。如同巴菲特说过，你会为了便宜一毛钱，而把一种从来没有听说过的口香糖塞进嘴里吗？茅台，由于历史原因，几十年来，由各级国家领导人义务担任品牌大使，在一个官本位的社会，其影响力是巨大的。今天，作为我新创的品牌，已经无法做到这一点，无论多少代价，都不可能了。

并且，为了抢夺喜欢茅台口味的饮者，我会尽可能模仿茅台。最高境界，是「像茅台」。既如此，饮者弃正品而饮山寨的唯一理由，只能是便宜。价高和口味像茅台，鱼与熊掌。那么，我的品牌形象，会显著的低于茅台。独酌的内行，也许能因性价比而被我吸引，但白酒主要还是一种社交产品，很难想象，有人会请贵客时告诉对方：这个酒口味很像茅台，但比茅台便宜，所以，我买来请您。

——综上所述：老酒，人才（大师，工人），技术，品牌五个东西，是茅台无法被金钱夺走的核心竞争力。

@David：唐师您好，看了您的回答，可以得出这样的结论，茅台镇其他酒厂可以生产出来跟茅台酒酒质一样的酒，只不过因为老酒，勾兑师，美誉度等，他们的内涵价值比较低。

那么茅台股份或者贵州地方政府何不把一部分小酒厂收购了用来生产茅台酒而扩大产能呢？

@唐朝：若不是万不得已，不可能去收购小酒厂的，成本不划算。买地自己挖酒窖，多便宜😃

2020 年 11 月 28 日

第974篇.　　2021.06.25 - 老唐实盘周记20210626

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-06-25

明天有个聚会要参加，本周实盘周记提前到今天推送。

本周交易

周一开盘，买入了 1%仓位美的集团，成交均价 73.34 元（成功抄顶），资金来自 1.484 卖出等额恒生 ETF。

周二中午，在外面有事。期间收到手机弹出的小企鹅下跌超过 3%的新闻。

看离我原设定的 565 加仓提醒也不远，顺手在 1.485 卖出 2%仓位恒生 ETF，换入小企鹅，成交 574 港币

当前持仓

目前持仓腾讯 30%，洋河 26%，古井 B5%，分众 4%，茅台 4%，陕西煤业 4%，海康 2%，美的 1%，恒生 ETF 23%。

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	30%	72000±10%	＜36000	80000	47733	598.50	6.42%
洋河股份	26%	4200±10%	＜2100	4700	3212	213.12	-9.69%
古井贡B	5%	850±10%	＜425	990	452	107.97	1.69%
分众传媒	4%	①	＜770	1980	1343	9.15	-7.29%
贵州茅台	4%	26400±10%	＜13200	②	26280	2092.00	5.73%
陕西煤业	4%	①	＜1020	2500	1251	12.51	33.94%
海康威视	2%	5800±10%	＜2900	②	5934	63.51	33.12%
美的集团	1%	8100±10%	＜4050	12000	5155	73.17	-24.47%
恒生ETF	23%	现金替代品				1.523	6.43%
沪深300						5239.97	0.55%
上证指数						3607.56	3.87%
2021/6/26			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8312	

注：①采用席勒市盈率估值的企业，不估算三年后估值；

②剩余少量涨跌不卖的持股，不设一年内卖点；

③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；

④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。

附：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	29%	66000±10%	<33000	72500	48074	603.00	7.22%
洋河股份	25%	3850±10%	<1925	4700	3012	199.84	-15.32%
古井贡B	6%	770±10%	<385	900	458	109.50	3.13%
分众传媒	4%	①	<700	1980	1328	9.05	-8.31%
贵州茅台	4%	24000±10%	<12000	②	26266	2090.94	4.65%
海康威视	2%	5300±10%	<2650	②	5601	59.95	25.65%
陕西煤业	4%	①	<930	2300	1171	11.71	25.37%
恒生ETF	26%	现金替代品				1.497	4.61%
沪深300						5102.47	-2.09%
上证指数						3525.10	1.50%
2021/6/19			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8309	

收益

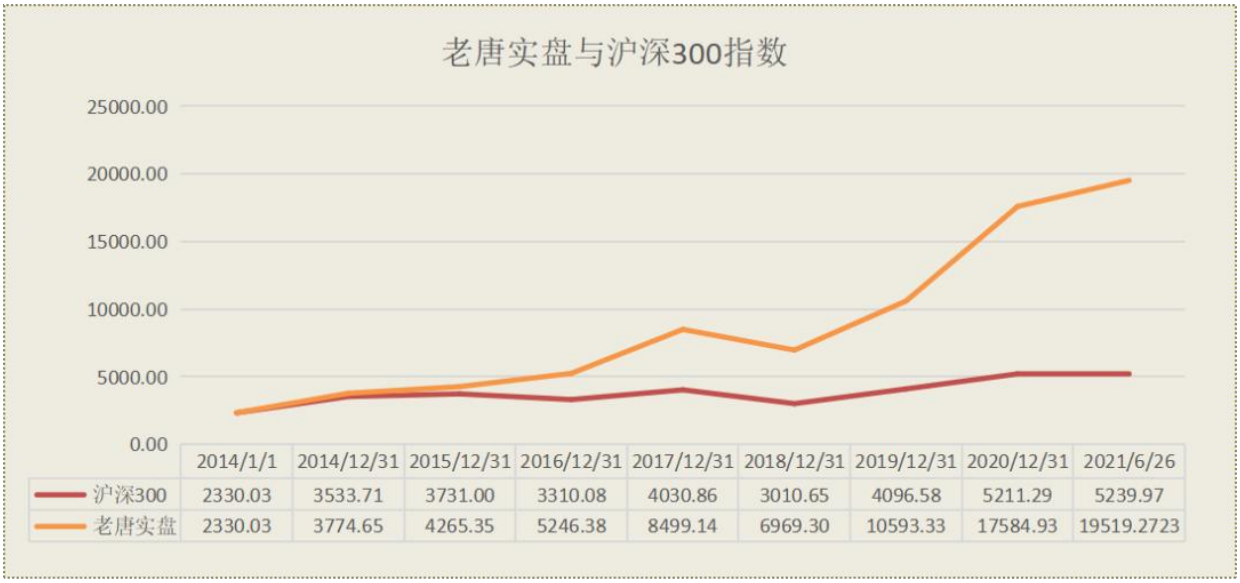
2021 年内收益 11%（四舍五入）。

老唐实盘	年度收益	期末净值	期限/年	年化收益	HS300涨幅	HS300净值	HS300年化
2014	62%	1.62	1	62%	51.66%	1.52	51.66%
2015	13%	1.83	2	35%	5.58%	1.60	26.54%
2016	23%	2.25	3	31%	-11.28%	1.42	12.40%
2017	62%	3.65	4	38%	21.78%	1.73	14.70%
2018	-18%	2.99	5	25%	-25.31%	1.30	5.22%
2019	52%	4.55	6	29%	36.07%	1.76	9.88%
2020	66%	7.55	7	34%	27.21%	2.24	12.21%
2021/6/26	11%	8.38	7.49	33%	0.55%	2.25	11.43%

注①：老唐实盘年度收益率，按基金净值法和实际收益率孰低取值，均不含新股收益。

注②：沪深 300 指数收益未包含每年 2%左右的分红，数据略有低估。

实盘与沪深 300 指数对比图



重要事项

1.关于美的集团的后续安排

在 6 月 18 日的《格力 vs 美的学习笔记》一文里，我写过我愿意在 4500~3600 亿之间，买入上限 10%

仓位的美的集团。

目前已经买入 1%观察仓位，后续打算：4500 亿市值加至 3%，4000 亿市值加至 6%，3600 亿市值加至预计持仓上限 10%。

提请朋友们注意：老唐一贯不认为自己有能力预测股价。我永远只有“是否划算”的比较，没有看涨看跌、看多看空这些股评家术语。

我既没有能力预测、也不关心美的集团的股价涨跌，我只知道如果有明显划算的价格出现，我愿意拿现金或者现金等价物去交换，仅此而已。

请勿被网上某些吸睛大小 V 挑动，认为老唐“看跌”美的集团至 4500 亿以下

另外，虽然不管怎么强调风险，我知道还是会有很多朋友“抄作业”。

我没有能力干涉谁的行为，只能提醒这些朋友，希望你在**想抄作业的时候，先大声诵读一次老唐的黑历史：**

老唐曾在 10.38 元看好并开始买入分众传媒，而后 20 个月内分众传媒股价最低跌至 3.85 元

2.茅台分红

每股分红 19.293 元，6 月 24 日晚上到账。

目前持股里，还剩三家未披露分红实施时间。

持股公司	每股分红	单位	除权日	红利发放日	备注
海康威视	0.8	RMB	2021/5/28	2021/5/28	/
腾讯控股	1.6	港币	2021/5/24	2021/6/7	港股通扣税20%后折算为人民币到账
古井贡B	1.5	RMB	2021/6/9	2021/6/11	B股按照汇率折算为港币到账
福寿园	0.0553	港币	2021/6/15	2021/6/30	港股通扣税20%后折算为人民币到账
贵州茅台	19.293	RMB	2021/6/25	2021/6/25	/
洋河股份	3	RMB			/
分众传媒	0.115	RMB			/
陕西煤业	0.8	RMB			/

3.估值调整

关于老唐估值采用什么时间点的数据，什么时点做调整，以及对各家企业三年后净利润的预测，我曾在去年最后一篇周记[《老唐实盘周记 2020/12/31》]，完整阐述过。

此处只是按部就班实施调整。不明白原因的朋友，请回看该文即可。

本次涉及到的调整数据，我全部在表格里用红色标注了。

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	30%	72000±10%	<36000	80000	47733	598.50	6.42%
洋河股份	26%	4200±10%	<2100	4700	3212	213.12	-9.69%
古井贡B	5%	850±10%	<425	990	452	107.97	1.69%
分众传媒	4%	①	<770	1980	1343	9.15	-7.29%
贵州茅台	4%	26400±10%	<13200	②	26280	2092.00	5.73%
陕西煤业	4%	①	<1020	2500	1251	12.51	33.94%
海康威视	2%	5800±10%	<2900	②	5934	63.51	33.12%
美的集团	1%	8100±10%	<4050	12000	5155	73.17	-24.47%
恒生ETF	23%	现金替代品				1.523	6.43%
沪深300						5239.97	0.55%
上证指数						3607.56	3.87%
2021/6/26			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8312	

基本就是因时间推移因素，对三年后估值、理想买点和一年内卖点统一上调了 10%。

本次未调整的数据有：

①洋河的一年内卖点。

洋河一年内卖点本次不予调整，这是在《老唐实盘周记 2021/02/27》一文里预告过的，理由回看该文。

②分众传媒的一年内卖点。

因分众传媒分别在 1 月 11 日和 2 月 10 日，触及第一卖点 1650 亿和第二卖点 1815 亿，老唐实盘已经分别于 11.26 元和 12.39 元各卖出 1/3 分众。

剩余占总仓位 4%的最后 1/3 分众，对应第三卖点 1980 亿，本次不做上调。

③贵州茅台卖点。

因茅台在今年 1 月 8 日、2 月 8 日和 2 月 10 日分别触及 2.7 万亿、3 万亿及 3.3 万亿卖点。

老唐实盘分别于 2149.72 元、2366.2 元和 2582.22 元将茅台股票分三次实施减仓。

按计划保留了 3%仓位，归为涨跌不卖仓位，不设卖点，故本次无调整。

——当前茅台仓位 4%，是因为 3 月 9 日误操作，在 1954.74 元买入 1%，详见当日文章《今日实盘交易及点杀》。

④海康威视卖点

和茅台相同，海康威视分别于 1 月 19 日和 1 月 25 日，触及 5800 亿和 6380 亿市值两个卖点。

老唐实盘分别于 61.74 元和 68.5 元，实现了各 1/3 减仓。

海康原本仓位仅有 6%，两次减仓后只剩下 2%仓位。

鉴于 2020 年年报及 2021 年一季报表现超预期，加上我挺喜欢海康威视这家公司的管理层风格，故在《老唐实盘周记 2021/04/24》一文里，将剩余 2%海康设为涨跌不卖的仓位，本次无调整。

4.关于作业

本周已经有不少朋友留下了自己的《格力 vs 美的研究报告》。

我大体看了下，可能比较赶时间，本次作业的数据和论证基本都还比较粗糙，暂时没有选中的

我也知道大部分朋友还在搜集数据中，别着急，慢慢来。

昨天书房有位叫@无尽 的朋友，分享了他/她这次做作业的感悟，我觉得非常棒，推荐给大家：

@无尽 说：

连续几天做作业，只会统计数据，还特别笨拙。今天很意外不觉得财务数据狰狞像怪兽了，突然和善可爱起来。

看过手财两遍，不知所云。又对照洋河、陕煤年报逐字逐句看新手财第三遍，好像知道一些术语了。今天翻起年报来，每个科目属于哪张表居然大致知道，还能看得津津有味。

至此我相信老唐说过的，有一天看财报会找到看言情小说和武侠演义一样的感觉。

感谢老唐的作业！做不了分析、得不出自己的观点没关系，有机会泡在报表里言个情也不错。

结论不重要，实际上我已经把我的结论分享给大家了。

重要的是尝试着亲自去搜集数据，并按照老唐给的大方向去尝试理解企业的这个实践过程。

写好的稿子，链接发在今晚第三篇文章留言区。我估摸着下周末应该就有好文面世了✌

被选中的文章，可以从以下三个奖品中任选一个：

- ①加老唐私人微信好友；
- ②加入书房后院；
- ③老唐三件套签名书，顺丰包邮+送定制版书签。

我相信无论是否入选，输出本身已经是对自己的巨大帮助，会是一次非常深入的学习过程。

希望朋友们都能将双手放在键盘上，给自己一个突飞猛进的机会！

5.六月阅读

六月花了不少时间阅读格力和美的两家公司的资料，读书比较少。



四本书里，《2020 中国煤炭行业绿色发展报告》完全不值得阅读，其他三本书都还不错。

①《股惑：百年中国股史的九个瞬间 1872~1998》——强烈推荐。

市面上谈美国股票市场历史的书籍比较多，关于中国股票市场历史的书籍比较少。

大部分朋友对于中国股票市场的认识，可能潜意识里默认中国股市只有最近三十年的涨涨跌跌。

这本书通俗有趣地弥补了这个缺憾。

正如书名，它记录的是从 1872 年李鸿章首开轮船招商局股份公司开始，分为晚晴股市风云、民国投机往事、现代股坛忧思录三大板块，每个板块记录了三次著名的大牛大熊的股灾波动，合计是百年股史的九个瞬间。

〈轮船招商局，就是今天的招商局集团公司，招商银行的控股股东，2020 年世界 500 强之 235 名〉

相当精彩，尤其是晚清和民国的股市历史，很长见识。

阅读这部分内容，从小处说，可增加茶余饭后的谈资。从大处说，读史可以明智。

今天股市里的赛道、概念、热点、坐庄、操纵等各大论坛津津乐道的东西，你细看，历史上都反复重演过多次，没有什么值得惊讶的。

阅读这些老股民（真正的“老”股民，基本是爷爷的爷爷辈儿股民）的故事，能够让我们更加清晰地、理智地远离那些“市场先生为鼓励人们慷慨赴死而奉上的重奖”，从而减少我们踩坑、赔钱的机会。

从这个意义上说，这本书，强烈推荐阅读。

②《贝佐斯致股东信》——有收获、有遗憾。

这本书总体还不错，有收获，只是书名起的稍微有点误导人。

下单前，我以为是贝佐斯致股东信合集，或者像《巴菲特致股东信》那本书一样，是将历年股东信里的内容分类归纳整理的结果。

然而不是，全书一共只收录了两封致股东信 1997 年的和 2018 年的，而且都不完整。

它是作者自己从贝佐斯致股东信里，理解和总结出亚马逊的 14 条增长法则，分别是：

- 法则 1：鼓励“成功的失败”；
- 法则 2：押注大梦想；
- 法则 3：实践动态的发明与创新；
- 法则 4：痴迷于客户
- 法则 5：运用长期思维；
- 法则 6：了解你的“飞轮”；
- 法则 7：生成快速决策；
- 法则 8：化繁为简；
- 法则 9：以技术换时间；
- 法则 10：提升所有权意识和主人翁精神
- 法则 11：维护你的文化；
- 法则 12：专注于高标准；
- 法则 13：衡量重要的事情，质疑你所衡量的内容，并且相信你的胆识；
- 法则 14：相信永远都是第一天。

这类从成功者身上总结经验的书，都容易犯一个毛病，容易让读者感觉到成功者的成功，是天然的，必然的，是一切尽在设计中。

然而，真实世界里的企业经营，不是这样的。大部分时候是跌跌撞撞走出来的结果。

这类总结就仿佛挖掘迅哥儿的“一棵是枣树，另一颗也是枣树”背后的深刻含义，说它代表了迅哥儿什么什么思考，表现了某种某种精神。

其实迅哥儿写的时候，可能就是文人的一种感觉，朦胧的感觉，自己也不知道背后有什么深刻的含义 

当然，书本身还是有一定的指导意义。

只是少了成功旅途里那些意外、困局以及解决困难的艰难探索，也就让这本《贝佐斯致股东信》，缺少了历年致股东信原文的含金量。

③《从财报看企业：数字背后的秘密》第 4 版。

张新民教授独创的财报“八看”体系，令人印象深刻。

这本书围绕着如何通过财报数据去看企业战略、看资产运营能力与竞争力、看企业效益和质量、看企业股东价值、看企业成本决定机制、看企业财务状况、看企业潜在风险、以及看企业前景八个板块阐述，能够帮助投资者将双眼离开财务细节，更多的从全局去透视企业历史、现状和未来，是一本很不错的拓展阅读书籍。

我 2017 年在书房曾推荐过该书第三版。

本月读的是最新第 4 版，全书基本框架没有变，更新了很多案例和数据，也增加了部分新会计准则的内容，依然是值得推荐的一本好书。

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

第975篇.　　2021.06.25 - 如何用四张清单来操作六字真诀 ——读《巴芒演义》有感

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-06-25

近来，一口气读了老唐的“价值投资三部曲”——《价值投资实战手册》、《手把手教你读财报》（新准则升级版）和《巴芒演义》，同时也开始一篇一篇整理阅读唐书房上的文章。

通过这些阅读，并结合自己 2015 年以来的投资经历，越来越感觉价值投资的真谛就是老唐总结提炼的六字真诀——别瞅傻子，瞅地。

对于这六字真诀，老唐已经在他出的书和书房文章里进行了大量地、反复地阐述，真可谓是掰开了揉碎了，既生动形象，又入木三分，非常适合没有专业基础的业余投资者学习和领会。

能在投资路上遇到老唐这样的贵人和老师，真是一大幸事！

在这里，我先挂一漏万地梳理归纳一下这六字真诀的主要内容，然后，着重说明一下如何用四张清单

来操作好这六字真谛。

“瞅地”就是指始终关注而且仅关注所投资的资产（主要是企业）是不是优质的。

即企业利润是不是真实的，利润能否持续，维持当前盈利是否需要大量资本投入？

这三点也是老唐估值大法的三大前提。

至于如何“瞅地”，主要就是做到以下两点：

第一，对于宏观因素，保持“视而不见”。

原因有三：

1.从长周期来看，有利的宏观因素和不利的宏观因素会相互对冲；

2.作为普通投资者，根本没有能力对宏观因素做出全面、准确的分析，更无法根据分析做出正确的交易决策；

3.真正的优质企业能够很好地应对不利的宏观因素，化危为机，逆势增长。

第二，密切关注企业的财报和重要公告，动态评测企业的品质和产出，观察企业是否仍旧优质，有没有“盐碱化”的迹象，持续分析企业净利润的质与量。

企业的品质和产出是“瞅地”的关键所在。

企业三年以后的净利润是老唐估值大法中唯一一个未知数，只有把企业看懂了、研究透彻了，才能根据企业的净利润估算出其内在价值。

目前，我主要通过优质检查清单、避雷检查清单和估值检查清单来评估企业的品质和测算其产出。

在运用这些清单对企业进行评测时，只看企业本身的经营状况，而不理会傻子的报价单。

至于“别瞅傻子”则包括以下内容：

第一，傻子是谁？

傻子就是市场先生，他是我们“私人企业的合伙人”，“……每天都会准时出现，报出一个他既愿意买入你股权、也愿意将他拥有的股权卖给你的价格。”

第二，傻子对我们有什么用？

1.傻子的报价单和钱包对我们有用，傻子的智慧和情绪对我们没用，而且，我们的情绪千万不能受到他左右。

2.我们要好好瞅地，努力研究地，力争比傻子“更了解而且更能对你们的合伙企业做出价值判断”，也就是说，我们要努力比傻子更有智慧。

3.傻子是不可预测的，我们永远无法预测傻子会疯狂（恐惧或者贪婪）到什么程度，我们只能利用他的报价而千万不能也千万不要预测他的报价。

第三，我们如何利用傻子？

1.对于符合三大前提的企业，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，从而估算出三年后的合理估值（即三年后的预计净利润×无风险收益率的倒数）；

2.如果发现傻子明显低估了该企业，即该企业目前市值为三年后合理估值的50%，就把傻子手中那部分企业所有权买过来；

3.如果发现傻子明显高估了该企业，即该企业当年市盈率超过50倍，或者该企业市值超过三年后合理估值上限的150%（这两种情况，以先到者为准），就把持有的部分企业所有权卖给傻子；

4.如果观察到傻子既没有明显低估，又没有明显高估该企业，就不搭理傻子，踏踏实实地拿着这部分企业所有权，赚取现金红利或委托企业拿未分配利润再投资。

通过上面的摘要和归纳，越来越觉得老唐已经泄露了投资的天机，把六字真谛原原本本、清清楚楚、明明白白地告诉了我们，我们只需要照着去做就行了。

这也就是所谓的“投资很简单”。

但是，真正做到做好这六字真谛绝对没有那么容易，就像南宋诗人陆游所说的“纸上得来终觉浅，绝知此事要躬行”。

在投资中，先用四张清单把操作六字真谛的框架和流程搭建起来，然后再通过日拱一卒地学习投资理论、总结投资实践，不断丰富要点和内容，迭代升级四张清单，才有可能一点一滴做到做好这六字真谛。

这个过程就体现了“投资并不容易”。

具体来说，这四张清单是：

第一，股票池清单。

老唐在书房文章《今日实盘交易及点杀，2021/3/9》提到了他筛选企业的三大标准：

标准 1：上市时间＞3 年。

上市至少超过 3 年，上市时间满 5 年的优先考虑。这条主要是考虑到排除财报存疑乃至造假的企业，需要数年连续数据来核对。

标注 2：ROE＞12%。

具体来说，最近 3 年 ROE 均超过 12%，若是连续 3 年 ROE 超过 15%的，优先考虑。

标准 3：市盈率＜40。动态 PE 或静态 PE 在 40 倍内的都算数。

利用股票行情软件筛选出同时符合上述 3 大标准的企业，就可以初步建立起自己的股票池清单（如下图）。



序号	股票代码	股票简称	现价(元)	涨跌幅(%)	上市日期	加权净资产收益率(%) 2021.03.31	动态市盈率 2021.05.13	申购日期
1	300476	胜宏科技	22.50	-1.27	20150611	23.47	23.97	20150603
2	300410	正业科技	8.17	-2.16	20141231	18.90	5.94	20141219
3	300350	华鹏飞	7.83	1.82	20120821	20.04	9.71	20120813
4	300344	立方数科	4.99	-4.04	20120801	47.61	14.28	20120720
5	002592	ST八菱	4.97	5.07	20111111	19.51	2.12	20111031
6	300222	科大智能	10.61	-2.93	20110525	15.50	7.31	20110516
7	002445	*ST中南	2.54	4.96	20100713	16.58	5.41	20100630

同花顺问财 www.iwencai.com
学思践悟PDCA

每当最新的季报、半年报和年报公布后，再进行一次新的筛选操作，便可以实现对股票池的动态更新。

第二，优质检查清单。

在老唐推荐的《股票基本面分析清单》、《股市进阶之道：一个散户的自我修养》等书和《投资至简：从原点出发构建价值投资体系》都提到了研究企业的一系列分析清单和参考标准。

有了这些清单和标准后，我们便可以带着问题来研读企业的财报和重要公告。

整个研究过程就变成了回答一系列既定问题的过程，将变得更有针对性和条理性，从而避免眉毛胡子一把抓。

在老唐估值大法三大前提的统领下，多读优秀投资书籍，学深悟透投资理论，然后，便可以博采众家之长，构建属于自己的优质检查清单。

就像《射雕英雄传》里的黄裳遍读天下道家之书，融会贯通之后写就了天下第一武功秘籍——《九阴真经》。

以下是我根据《投资至简：从原点出发构建价值投资体系》制作的优质检查清单 1.0 版。

优质检查清单

公司股票代码：　　基础财报：　　研究日期：

序号	对照项目	对照要点	检查结果	备注
1	公司过去多年的财务数据如何,有无重大疑问,财务表现是否优秀	应该重点关注的财务指标包括: 1、盈利能力指标:历年的ROE情况、毛利率、费用率和净利润率。可以利用杜邦分析工具将企业财务数据统一起来,理解ROE的来源和变化的原因。		
2		2、成长能力指标:历年的营收和扣非净利润的增长率。		
3		3、现金流状况指标:经营活动现金流量净额与净利润的比值、应收账款占营业收入的比重、预收账款占营业收入的比重、自由现金流等。		
4		4、运营能力指标:总资产周转率、应收账款周转天数、存货周转天数。		
5		5、财务安全性指标:资产负债率、流动比率、速动比率、股票质押比例等。		
6		6、财务数据的稳定性:企业经营是大起大落还是平稳增长。		
7		7、回报股东的能力和意愿:历年融资和分红情况。		
8		8、各种财务数据的同行业比较。		
9	公司的商业模式是什么样的	1、公司的客户是谁？		
10		2、公司提供什么样的产品和服务?		
11		3、公司的价值主张是什么?解决了客户什么样的需求和痛点?		
12		4、公司内外部价值链是怎样的?		
13		5、公司的盈利模式是怎样的?		
14		6、公司所从事业务的生意特性是怎样的?		
15		7、公司的自由现金流状况如何?		
16	公司未来的成长空间大小,成长动力是什么	1、公司的产品和服务市场空间有多大?行业未来前景如何?		
17		2、分析企业未来成长动力来自何处:随着行业增长销量的增加、占领更多的市场份额、扩展更多的地域、产品提价、产品结构升级、开发新产品、进入新的业务领域、收购兼并等。		

学思践悟PDCA

18	公司有没有宽阔的护城河,体现在哪些方面	1、“波特五力模型”分析:公司对上游客户的议价能力、对下游客户的议价能力、相对于竞争对手的竞争优势、替代品的威胁、潜在进入者的威胁。		
19		2、分析公司的护城河体现在哪些方面:品牌、规模经济、网络效应、技术专利、政府特许、特殊资源、低成本优势等。		
20		3、经过综合分析,判断企业是否具备宽阔的护城河,以及护城河强弱的级别。		
21	公司的管理层是否德才兼备	通过媒体报道、访谈、视频、股东大会等各种渠道收集信息对管理层的道德和能力进行判断。 观察实际控制人和管理层格局、价值观、敏锐度、行动力。		
22	公司的治理结构如何	1、公司的主要股东是谁?		
23		2、实际控制人是谁?		
24		3、公司是国企还是民企?		
25		4、管理层和主要骨干有没有持股?		
26		5、股权质押情况？		
27		6、公司制度化运作还是高度依赖企业家个人?		
28	公司的企业文化如何	1、公司的管理质量、核心价值观和企业文化是什么样的?		
29		2、是短期利益导向,还是非常重视创造长期价值?		
30		3、公司如何对待员工、股东、供应商、客户、合作伙伴、竞争对手和社会公众等利益相关者？		
31	公司存在哪些劣势，未来可能存在哪些风险，有哪些负面因素	1、公司有哪些劣势或软肋?		
32		2、关于公司有哪些负面观点、负面消息,是否影响公司的投资价值?		
33		3、公司发展可能存在哪些风险?		
34		4、未来有什么原因可能会导致公司衰落甚至倒闭?		
35		5、如果出现最差的情况,公司能否维持生存和发展?		
36	对公司的定性分析能否解释公司过往的经营业绩	重点在于理解其过往为何而优秀	学思践悟PDCA	

建立了优质检查清单只是研究企业的开始，接下来，要反复拿这个清单去分析股票池清单里的企业，撰写企业分析报告；

同时，还要在分析企业的过程中不断深化对清单的理解，结合自己的企业研究实际，迭代升级这一清单。

第三，避雷检查清单

老唐在《手把手教你读财报》（新准则升级版）里提出了“财报是用来排除企业的”的理念，

并引用了查理·芒格“反过来想，总是反过来想”的投资理念，告诫我们在研读企业财报时，不仅要去寻找企业的优势、护城河，还要头脑清醒、睁大眼睛，发现财报中的可疑问题。

只有将这些财报有问题的企业排除掉，在剩下的股票池清单中找到优质企业的可能性才能增大。

老唐这本书非常适合用 Excel 表提炼成一张避雷检查清单。下面是我正在做的避雷检查清单的“董事会报告”部分。

避雷检查清单

公司股票代码：　　基础财报：　　研究日期：

序号	对照项目	对照要点	检查结果	备注
1	**营业收入**	1、在分析营收增长原因（主要是量的增长，还是价格的提升）时，财报第9页的**成本表**中**直接材料成本**可以起到部分参考作用。		《手财》（新）P310
2	**行业、产品或地区　经营情况分析**	1、要关注的内容，主要是各分类产品的增长或衰退、毛利率的变化情况以及传统销售区域是否有稳定的增长、新的消费区域开拓是否顺利等。		《手财》（新）P310
3	**费用**	1、主要是看**费用率**或者**费用绝对数**有没有异常变化。		《手财》（新）P310
4	**投资状况分析**	1、企业未来是否能够有增长，取决于企业今天的投资。所以未来成长股，一般是当前投资活动现金流量净额为负的企业。		《手财》（新）P310
5	**募集资金使用情况**	1、要重点关注“募集项目变更情况表”，观察项目变更原因，究竟是与时俱进的变化，还是收钱变脸的无赖行为，这可以帮助我们认识管理团队的品性。		《手财》（新）P311
6		2、要关注计划投资金额和最终的实际投资金额，若差异太大，可能需要我们对管理层的管理能力和专业能力打个折扣看待。		
7	**董事会关于公司未来发展的讨论与分析**	1、要纵向看企业今年与往年有何不用		《手财》（新）P313
8		2、还要看企业和竞争对手的表述有何不同		
9		3、认真读、仔细读，把几年的连起来读，把同行的拿来对比读，从中找分歧、找可信度、找真专家。		《手财》（新）P319

学思践悟

在研读企业财报时，反复与这个清单对照检查，看看该企业财报里是否有雷。

同时，还可以拓展阅读老唐推荐的《财报背后的投资秘密》、《肖星的财务思维课》和《从财报看企业》等财务分析书籍，进一步加深对财务会计知识的理解，迭代升级避雷检查清单。

第四，估值检查清单。

在反复阅读了《价值投资实战手册》、《老唐估值法答疑（续），2020/12/8》和《陕西煤业的思考过程，2021/3/12》等关于估值的书房文章后，我整理了一个估值检查清单（如下图）。

估值检查清单

公司股票代码：　　基础财报：　　研究日期：

对照项目	对照要点	检查结果	备注
一、三大前提	1、公司利润为真否？	属于理解企业的范畴，需根据优质检查清单和避雷检查清单，进行研究判断。	
	2、可持续否？		
	3、维持当前盈利需要大量资本投入否？		
二、估算利润	（一）非周期股		
	1、根据公司过去3年、10年的营业收入增速和净利润增速来模拟今后净利润增速。		
	2、（1）根据季报、半年报的归母净利润简单测算全年的，即全年归母扣非净利润=一季报的*4，半年报的*2，三季报的÷3*4；		
	（2）根据一季报内“对1-6月经营业绩的预计”部分，对半年报的净利润作出分析；根据半年报内“对1-9月经营业绩的预计”部分，对1-9月的净利润作出分析。		
	3、根据营业收入*归母净利润率，估算归母净利润：		
	（1）根据地方政府相关经济产业规划，估算公司营业收入；		
	（2）根据近几年归母净利润率数据，估算当年归母净利润率；		
	4、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。		
	具体考虑因素：（1）公司资本支出情况；		
	（二）周期股		
	1、记录和统计公司过去10年的净利润数据，计算年均净利润，作为当年净利润。		
	2、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。		
	具体考虑因素：（1）公司资本支出情况；		
三、确定合理估值	（一）非周期股		
	1、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>		
	（二）周期股		
	1、按照All cash is equal的估值基础思想，完全忽略市场流行的“某行业应该享受某某倍市盈率，某行业某股票历史市盈率是多少倍”估值模式，按照当前无风险收益率3%~4%、且处于上升状态中的现况，暂给予25倍合理估值。		
四、确定理想买点	（一）非周期股		
	1、三年后合理估值的50%就是理想买点；		
	2、跌到当年合理估值区间中值买入；		
	（二）周期股		
	1、按照当年合理估值7折买入；		
五、确定卖点	（一）非周期股		
	1、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；		
	（二）周期股		
	1、按照当年合理估值的150%卖出；		
六、制定交易计划	1、分几层买入，每层买百分之几的仓位？		
	2、该公司股票的持仓上限是多少？		
七、跟踪调整	1、年度预估净利润发生较大变化时，应视情调整理想买点和1年内卖点；		
	2、每年6月底，对估值和买卖点做常规上调；		
八、执行交易计划			

学思践悟PDCA

当然，这只是 1.0 版的估值检查清单。今后，还需要在深入学习和反复使用老唐估值大法的基础上，对这一清单进行迭代升级。

目前，我正在通过复盘书房的“分众传媒分析合集”来领会和体悟老唐的估值大法。

通过复盘，越来越感觉这一估值大法清晰明了，系统性强，可执行性强。

对于符合三大前提的企业，走过“估算利润→确定合理估值→确定理想买点→确定卖点→制定交易计划→跟踪调整→执行交易计划”的流程，就制订好了这只股票的交易预案，接下来，静待傻子报出提前确定好的买卖价格就可以了。

这四张清单既为践行老唐总结提炼的价值投资体系提供了实操表单，也构成了运转流畅的企业研究流程，能够使得每天的投资实践更有方位感，也能使点点滴滴的企业研究所得可以有序地积累下来，实现研究的复利。

第976篇.　　2021.06.30 - 2021年上半年小结

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-06-30

老唐的 2021 上半年分为四部分记录：投资回顾、原创文章、阅读汇总和个人大事。

第一部分：投资回顾

2019 年和 2020 年连续两年，没有卖过一股股票的好日子（中签新股除外），在 2021 年被迫结束了。

原本葛优瘫的老唐被连续疯涨的市场先生逼迫，不得不站起来戳了几下手机。

带来的好处就是，今年券商再拜节送礼，老唐不用内疚了——终于给人家创造了一些佣金收入，摆脱了骗吃骗喝的饮食诈骗犯嫌疑 

2021 年的持仓结构变化比较大。最核心的变化是自 2014 年初实盘公开披露以来，一直保持第一持仓地位的贵州茅台，减至仅剩 4%。

持仓从 2020 年末的下表状态

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	

变成了今天的

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	30%	72000±10%	<36000	80000	46587	584.00	3.84%
洋河股份	25%	4200±10%	<2100	4700	3122	207.20	-12.20%
古井贡B	5%	850±10%	<425	990	450	107.50	1.24%
分众传媒	5%	①	<770	1980	1381	9.41	-4.66%
贵州茅台	4%	26400±10%	<13200	②	25836	2056.70	3.94%
陕西煤业	4%	①	<1020	2500	1185	11.85	26.87%
海康威视	2%	5800±10%	<2900	②	6026	64.50	35.19%
美的集团	1%	8100±10%	<4050	12000	5028	71.37	-26.32%
恒生ETF	23%	现金替代品				1.505	5.17%
沪深300						5224.04	0.24%
上证指数						3591.20	3.40%
2021/6/30			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8314	

不过，除陕煤和美的合计 5%仓位之外，其他都仍然是老面孔，只是持股比例发生了变化，同时有 23%仓位暂时放置在指数基金里。

年初持有的六只股票，半年来 4 涨 2 跌。

跌幅最大的洋河，上半年下跌 12.2%，涨幅最大的海康上半年上涨 35.19%，总体波动幅度不大。

上半年累计交易 19 次，涉及到大约 45%的仓位更替。

交易明细汇总如下：

- 交易 1）1 月 8 日，均价 2149.723 元，卖掉 13%茅台；均价 11.261 元，卖掉 3%分众。

所得资金买入 8%恒生 ETF，成交价格 1.447 元；申购 8%博时转债增强债券 A，成交价格 1.977 元。

- 交易 2）1 月 19 日，均价 61.74 元卖出 2%海康。

所得资金，均价 113.38 港币买入古井 B 股 5 万美元等额，剩余部分在 193.43 元买入洋河。

- 交易 3）1 月 25 日，均价 68.5 元卖出 2%海康，1.57 元买入恒生 ETF。
- 交易 4）2 月 1 日，以跌停板 71.1 元卖出上海机场 1000 股观察仓。

所得资金 7.49 港币买入 9000 股福寿园，剩余资金 1.486 买入恒生 ETF。

- 交易 5）2 月 8 日，均价 2366.2 元卖出 13%茅台，1.541 元买入恒生 ETF。
- 交易 6）2 月 10 日，均价 2582.22 元卖出 13%茅台，留下最后 3%，视为涨跌不卖品种。

所得资金 1.55 元买入恒生 ETF；

- 交易 7）2 月 10 日，均价 12.389 元卖出 4%分众，均价 1.552 买入恒生 ETF。
- 交易 8）3 月 1 日，均价 1.53 元卖出 2%恒生 ETF，10.8 元买入陕西煤业。
- 交易 9）3 月 9 日，1.5 和 1.501 合计卖出 4.5%仓位恒生 ETF，

均价 165.99 买入 3%洋河，1954.74 元买入 1%茅台，633 港币买入 0.5%腾讯。

- 交易 10）3 月 15 日，均价 1.513 元卖出 2%恒生 ETF，均价 157.8 元买入洋河。
- 交易 11）3 月 26 日，1.474 卖出 2%恒生 ETF，均价 607 港币买入腾讯控股。
- 交易 12）4 月 13 日，1.499 卖出 2%恒生 ETF，151.05 买入洋河。
- 交易 13）5 月 6 日，均价 1.492 卖出 3%恒生 ETF，均价 609 港币买入腾讯。
- 交易 14)5 月 10 日赎回博时转债基金，赎回价格 1.853 元，相比申购价格 1.977 跌了 6.3%。

包含申赎费用及期间低于 1.853 的少量赎回，实际该笔投资亏损 8.2%。

这次有点随意的出圈，直接造成总市值的 8%×8.2%≈0.66%亏损，构成老唐近 10 年最大的单只个股亏损

- 交易 15）5 月 11 日，均价 1.462 卖出 3%恒生 ETF，均价 579.5 港币买入腾讯。
- 交易 16）5 月 13 日晚，收到转债基金赎回款。14 日开盘买入恒生 ETF，均价 1.447 元。
- 交易 17）5 月 19 日，1.47 元卖出 2%恒生 ETF，11.78 买入陕西煤业。
- 交易 18）6 月 21 日，1.484 卖出 1%恒生 ETF，73.34 元买入美的集团。
- 交易 19）6 月 22 日，1.485 卖出 2%恒生 ETF，均价 574 港币买入腾讯。

备注①：一周内发生的，合计低于实盘净值 0.5%的，少量新增资金买入未记录。

备注②：除现金替代品恒生 ETF 之外的其他持股，卖出原因均为触及预定卖点。

总体而言，如果这 19 笔交易全部不发生，继续保持 2020 年底所有持股不动，上半年收益率略低于 1%（含分红）。

上半年实际收益率 9%，上述交易提升收益率约 8%。

老唐实盘自 2014 年初披露至今，年度收益率分别为 62%，13%，23%，62%，-18%，52%，66%，9%。

合计 7.5 年，100 元变 823 元，年化收益率 32.45%。



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/6/30
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	5211.29	5224.04
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	17584.93	19167.57

上述收益率数据，均不含新股收益，均按照基金净值法及实际收益率**孰低**记录——即若当年新增资金拉低当年收益率，按照拉低后的收益率记录。若当年新增资金提升当年收益率，忽略新增资金收益。

上半年收益率仅 9%，相当于 2014 年元旦的 100 万，到 2020 年 12 月 31 日变成 755 万，然后半年内缓慢攀升至今天的 823 万，看上去很平淡。

但实际的持股过程，其实还是颠簸的

同样以 2014 年元旦 100 万期初资金为例，去年底为 755 万。

今年从 755 万起步，一个多月先涨到春节前高点 913 万（年内收益率 21%），接着掉头下跌约一个半月，最低跌至 763 万（年内收益率 1%），然后窄幅震荡约三个月到今天的 823 万。

这种“拉长看平平淡淡，短期却挺颠簸的”市场特点，是导致大部分朋友在股市亏损的主要原因。

上半年老唐对自己的交易总体满意。

这满意的结论与收益率无关，重要的是几乎所有的交易，都是按照提前规划的计划机械执行的，没有受任何市场情绪或其他杂音的影响。

第二部分：原创文章

正因为不怎么关注市场，持有的股票大多也是跟踪多年的，所以在投资上并不怎么耗精力，倒是码文、读书耗费时间更多些。

2021 年上半年，书房共计发表原创文章 65 篇，月均约 11 篇，每 2.8 天一篇原创

其中自己比较满意的重要文章有：

①1 月 30 日《对上海机场补充协议的理解和判断》

文中提出了该协议对上海机场是重大利空，投资逻辑需要推倒重来，次日开盘必须卖出。

文章发出当日，争议非常大，所受攻击也较多。

次日开盘前，老唐直接以跌停板价格 71.1 元委托卖出。

之后，上海机场最低跌至 43.95 元，今天收于 48.13 元，相比 71.1 元下跌约 1/3。

与本文相关的还有《老唐实盘周记 2021/02/06》，科普了开盘价的形成规则及抢跑交易技巧。

②2 月 15 日《读史可以明智——对茅台的全面回顾和展望》。

该文回顾了茅台这个送财童子的持有依据、过程、卖出原因及收益来源分拆，是一次完整的 7 年 20 倍牛股投资逻辑总结，有极高的“史”料价值。

同时，该文还回顾及总结了老唐实盘除茅台以外的其他所有持股，在过去 7 年里的收益情况。为大量网络高手鄙视老唐准备了一手素材，也属于相当有价值的内容

③3 月 4 日《巴菲特 2020 年底致股东信精要及老唐解读》上中下三篇。

这三篇解读内含多条宝贵的投资思想，有部分内容甚至是中文世界里所没有的老唐原创，自认非常重要，尤其是阅读量最低的下篇。

④3 月 12 日《陕西煤业的思考过程》

该文全面展示了接触一家新企业，如何展开学习，如何归纳出投资（或不投资）的逻辑，以及如何利用席勒市盈率法给具备周期性质的投资对象估值。

⑤4 月 9 日《2021 年年度点杀之海螺水泥》上下篇，及后续精简发表于《证券市场周刊》的《海螺水泥优势难存》。

对于已经出现过较大跌幅的低 PE 大白马，喊低估、严重低估、不怕不怕、越跌越买等口号是容易的——只需要在后期股票继续下跌时，推给“市场犯错”就可以了。

反之，坚持自己的判断，依靠逻辑推理和数据证明，给出“即使下跌这么多，依然不值得投资”的结论，是“人神”共愤的

这也导致了该文发表后，老唐承受了前所未有的压力，甚至超过了前几年《生人勿近雅戈尔》、《利亚德印象》、《岭上白云有疑点》、《小菜头的大世界》等文发表后的压力。

然而，幸运的是，老唐该文提出的重要观点**“需求无增长的情况下，具有产能过剩、产品同质化及产品保质期短（1 到 3 个月）特征的产品，很容易陷入价格竞争。海螺的低成本不足以构成企业的竞争优势”**，在随后很短的日子里就得到了市场证实。

即便是面临煤价不断上涨的成本压力，全国各地的水泥市场（包括海螺的根据地华东市场）仍然出现

了非常惨烈的价格战。

股价也伴随着价格战的大面积爆发，出现了较大幅度的下跌。

如此，算是大大减少了喷向老唐的口水。

感谢水泥市场，感谢股票市场  谢谢两位市场先生拔刀相助，谢谢 

⑥6 月 18 日《格力 vs 美的学习笔记》。

这次老唐吸取教训，不再使用“点杀”这个略带负面含义的词汇，受到的攻击大大减少。

当然，这不是这篇文章的价值所在。

这篇文章的价值在于，它是一个作业，一个指出方向并给出企业分析框架的作业。

有很大一部分朋友通过实践这份作业，使自己阅读财报的能力、分析企业的能力，发生了巨大的飞跃。

这是远比一只能赚钱的代码更重要的收获 

第三部分：阅读记录

2021 年上半年读书 29 本，均为纸质书。

下面的书单按照阅读时间记录，其中 1 分和 2 分为排除书籍，4 分和 5 分为推荐书籍，3 分为可读可不读书籍。

2021 年 1 月

《拥抱不确定性》 1 分

《巴菲特之道：典藏版》5 分

《巴菲特的投资组合》4 分

《人心红利》4 分

《中央帝国的军事密码》5 分

《中央帝国的哲学密码》3 分

2021 年 2 月

《压力测试：对金融危机的反思》5 分

《芯事》2 分

《布局天下》3 分

2021 年 3 月

《财报背后的投资秘密》4 分

《中国白酒上市公司竞争力研究》2 分

《这就是茅台》4 分

《中国白酒企业竞争力指数报告》2 分

《中国白酒史》2 分

《货币与未来：从金本位到区块链》2 分

2021 年 4 月

《1944：松山战役笔记》3 分

《世界 500 强财务总监成长笔记》2 分

《苏轼十讲》3 分

《房地产周期》2 分

2021 年 5 月

《门口的野蛮人》I&II　4 分

《门口的野蛮人 III》3 分

《门口的野蛮人 IV》3 分

《这就是会计》4 分

《巴菲特的嘉年华》4 分

《高沟酒志》2 分

2021 年 6 月

《中国煤炭行业绿色发展报告》1 分

《从报表看企业》第四版 4 分

《贝佐斯致股东信》3 分

《股惑：百年中国股史的九个瞬间》5 分

相关推荐或排除理由，点击下划线月份字样，即可直接跳转介绍

第四部分 个人大事

上半年，还有两件大事值得记录。一是新手财的出版，二是移居苏州。

1）新手财的出版。

《手把手教你读财报》是老唐的心血之作。从 2015 年元旦面世至 2021 年初，该书纸质版销量超过 50 万册。

不谦虚的说，老唐在网络上这点儿小名气，大半是这本书带来的

2017~2019 年，财政部修订了全部 42 份会计准则中的 10 份，财报里很多概念和阅读方法都需要更新——尤其是新金融准则和新收入准则变化较大。

去年下半年，老唐对《手把手教你读财报》进行了升级。升级版在优化原版表述、糅合老版读者常见疑问的同时，对相关章节增加了新准则对比内容。

今年年初，《手把手教你读财报：新准则升级版》面世。

在没有做媒体推广的情况下，仅凭口碑相传及老读者复购，半年销量超过了面世一年半的《巴芒演义》，让老唐偷偷自豪的同时，也默默为《巴芒演义》鸣不平

注意：老唐一共出版了五本书。其中下图的三本套装，是我认为的投资必读品种。

如果对银行股感兴趣，可以购买下面的四本套装。

但无论如何，老版《手把手教你读财报》（白色封面的）已经没有购买必要了

《手把手教你读财报：新准则升级版》不仅**包含并优化了老版本全部内容**，还增加了新准则相关变化对比内容，是更好的替代品。

2）移居苏州

去年夏天起了搬家的念头。

因为儿子在上海工作，而我们夫妻俩都是失业十多年的无业人员，在哪儿生活都关系不大。

搬到上海附近，让儿子随时都可以回家，会有更浓厚的家庭氛围

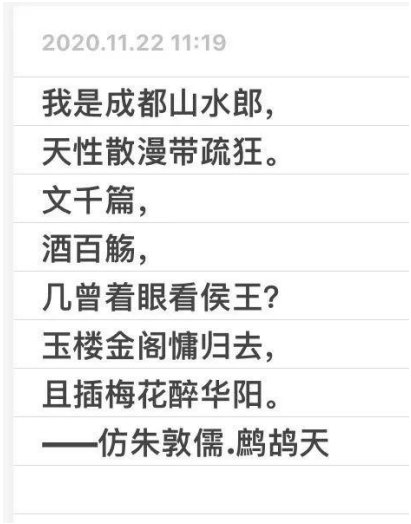
计划的是在上海周边一小时车程范围内，寻找一个环境优雅、视野开阔、生活便利、地铁附近、面积在 300±50 ㎡范围内的电梯大平层。

大约花了半年时间，于去年底在苏州选中一套各方面都比较满意、房龄不到 5 年的精装二手房。

因为去年底疫情反复，拖到今年春节后才过去办理的相关手续。

目前房产证已经到手，我家领导已入驻，正在忙碌家具定制、家电购买及少量区域装修改造——主要是给我改造出一间三四十平米的书房。

可怜的老唐，目前独自一人在成都过着没人管吃、没人管穿的凄凉日子，每天脖子伸起多长，盼望着尽快向领导靠拢



正常估计八月份应该能搬去苏州生活。眼看着老唐的成都山水郎生涯，快结束了

突然告别自己生活和居住了二十多年的第二故乡，颇有些恋恋不舍。

但不得不承认，内心已经开始憧憬江南风光啦。这大概也是一趟永远好奇的人生旅途吧！我喜欢

老唐的上半年大致就这样。你的上半年过得可还开心？

祝朋友们下半年好上加好，一切更美好

第977篇.　　2021.07.03 - 老唐实盘周记20210703

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-07-03

本周交易

无

当前持仓

目前持仓腾讯 30%，洋河 25%，古井 B6%，分众 4%，茅台 4%，陕西煤业 4%，海康 2%，美的 1%，恒生 ETF23%。

另有福寿园 1 万股观察仓不计。

下表除“当前股价”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	30%	72000±10%	＜36000	80000	45923	574.50	2.15%
洋河股份	25%	4200±10%	＜2100	4700	3036	201.47	-14.63%
古井贡B	6%	920±10%	＜460	1060	473	107.46	1.21%
分众传媒	4%	①	＜770	1980	1305	8.89	-9.93%
贵州茅台	4%	26400±10%	＜13200	②	25287	2013.00	1.73%
陕西煤业	4%	①	＜1020	2500	1150	11.50	23.13%
海康威视	2%	5800±10%	＜2900	②	5813	62.22	30.41%
美的集团	1%	8100±10%	＜4050	12000	5009	71.10	-26.60%
恒生ETF	23%	现金替代品				1.481	3.49%
沪深300						5081.12	-2.50%
上证指数						3518.76	1.32%
2021/7/3			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8331	

注：①采用席勒市盈率估值的企业，不估算三年后估值；

②剩余少量涨跌不卖的持股，不设一年内卖点；

③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；

④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。

附：上期数据

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	30%	72000±10%	＜36000	80000	46587	584.00	3.84%
洋河股份	25%	4200±10%	＜2100	4700	3122	207.20	-12.20%
古井贡B	5%	850±10%	＜425	990	450	107.50	1.24%
分众传媒	5%	①	＜770	1980	1381	9.41	-4.66%
贵州茅台	4%	26400±10%	＜13200	②	25836	2056.70	3.94%
陕西煤业	4%	①	＜1020	2500	1185	11.85	26.87%
海康威视	2%	5800±10%	＜2900	②	6026	64.50	35.19%
美的集团	1%	8100±10%	＜4050	12000	5028	71.37	-26.32%
恒生ETF	23%	现金替代品				1.505	5.17%
沪深300						5224.04	0.24%
上证指数						3591.20	3.40%
2021/6/30			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8314	

收益

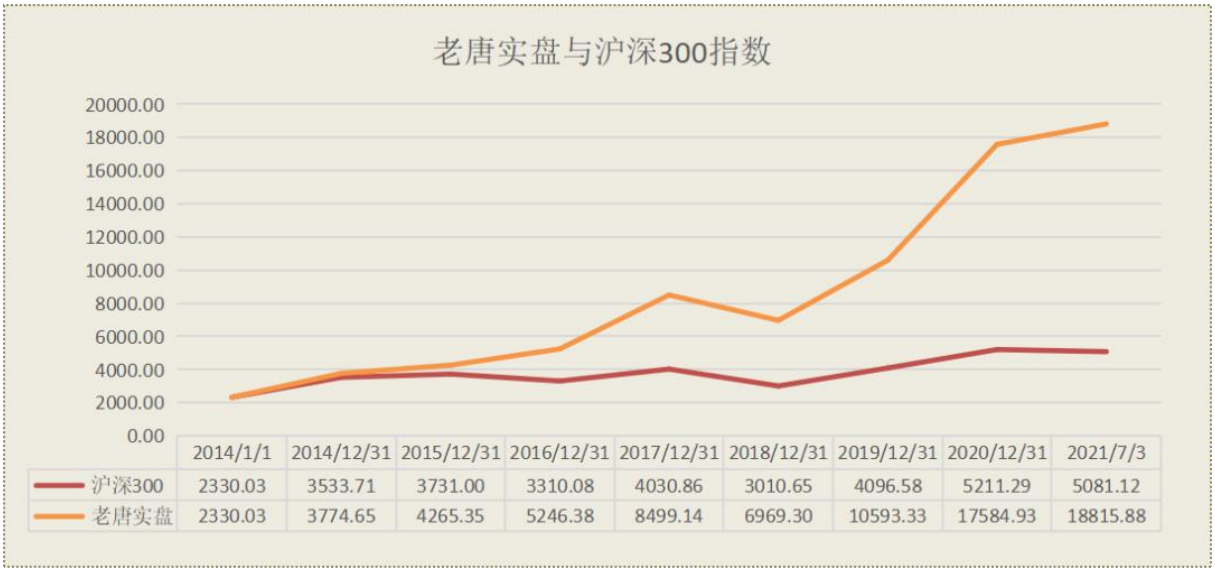
2021 年内收益 7%（四舍五入）。

老唐实盘	年度收益	期末净值	期限/年	年化收益	HS300涨幅	HS300净值	HS300年化
2014	62%	1.62	1	62%	51.66%	1.52	51.66%
2015	13%	1.83	2	35%	5.58%	1.60	26.54%
2016	23%	2.25	3	31%	-11.28%	1.42	12.40%
2017	62%	3.65	4	38%	21.78%	1.73	14.70%
2018	-18%	2.99	5	25%	-25.31%	1.30	5.22%
2019	52%	4.55	6	29%	36.07%	1.76	9.88%
2020	66%	7.55	7	34%	27.21%	2.24	12.21%
2021/7/3	7%	8.08	7.51	32%	-2.50%	2.19	11.00%

注①：老唐实盘年度收益率，按基金净值法和实际收益率孰低取值，均不含新股收益。

注②：沪深 300 指数收益未包含每年 2%左右的分红，数据略有低估。

实盘与沪深 300 指数对比图



重要事项

1. 分众、洋河和陕煤披露分红时间。

- 分众每股分现金 0.115 元，7 月 5 日收盘在册股东享有，现金股息 7 月 6 日到账；
- 洋河每股分现金 3 元，7 月 8 日收盘在册的股东享有，现金股息 7 月 9 日到账。
- 陕煤每股分现金 0.8 元，7 月 8 日收盘在册的股东享有，现金股息 7 月 9 日到账。

至此，老唐持股的所有公司的年度分红，下周内全部实施完毕。

持股公司	每股分红	单位	除权日	红利发放日	备注
海康威视	0.8	RMB	2021/5/28	2021/5/28	/
腾讯控股	1.6	港币	2021/5/24	2021/6/7	港股通扣税20%后折算为人民币到账
古井贡B	1.5	RMB	2021/6/9	2021/6/11	B股按照汇率折算为港币到账
福寿园	0.0553	港币	2021/6/15	2021/6/30	港股通扣税20%后折算为人民币到账
贵州茅台	19.293	RMB	2021/6/25	2021/6/25	/
分众传媒	0.115	RMB	2021/7/6	2021/7/6	/
洋河股份	3	RMB	2021/7/9	2021/7/9	/
陕西煤业	0.8	RMB	2021/7/9	2021/7/9	/

注：福寿园 6 月 30 日派发股息，但实测港股通账户 7 月 2 日才到账，比同样港股通渠道的腾讯到账时间慢一天。

分众股息是块小骨头，届时随意丢给分众或陕煤。

洋河和陕煤的两块肥肉，看看阿茅给面子不。如果阿茅下周内股价能再跌个 200 元（昨天一天跌了 92 元），这两块肥肉就优先便宜阿茅，零头给分众或陕煤。

如果阿茅不配合，就按原计划投喂小企鹅，零头同样给分众或陕煤😁

2. 古井贡增发完成。

6 月 30 日晚间，古井贡公司披露，公司于 6 月 23 日完成定向增发 A 股股票 2500 万股，每股发行价格 200 元，募集资金总额 50 亿元。扣除发行费用后，实际募集资金净额 49.54 亿元。

关于古井贡的增发，我在去年 11 月 14 日的《老唐实盘周记 2020/11/14》一文里详细谈过，此处略过——想了解的点击文章名即可阅读。

文章结论就是：当定增价格高于 144 元时，对于古井 B 股股东，是划算的交易。越高代表我们占到更多便宜。

目前定增价格 200 元/股，发行 0.25 亿股，定增完成后公司总股本变为 5.036+0.25=5.286 亿股。

此次定增对象，出资 50 亿元现金，获得了公司 0.25/5.286=4.73%的股份，相当于按照 50/4.73%=1057 亿估值和老股东合伙。

这个估值水平，是当前 B 股市价的 2 倍以上。

因为定增的完成，本期古井 B 买点上调 35 亿至 460 亿人民币（当年增加的 50 亿现金，七折值得买）。

三年后合理估值及一年内卖点同比上调 35×2=70 亿。

虽然公司总股本还未变更，但因 50 亿资金已经到账，股本已经事实增加。

从本期开始当前市值按照 5.286 亿总股本计算，当前市值=107.46 港币×港币汇率 0.8331×总股本 5.286=473 亿元。

各类股票 APP 里股本数据未更新，显示市值总额有差异时，请以老唐的数据为准，或暂时搁置这个数据不管🙏

另外，本周老凤祥 B 公告，拟转换至香港联交所挂牌。通过 B 股变 H 股的方式，解决 B 股市场流动性较差的问题。

对于不赚外汇的上市公司，直接回购注销 B 股或 B 转 A 难度都比较大（解决不了换汇问题），直接更换挂牌市场，按 1:1 比例转成 H 股可能是最简单快捷的方式，这可能将是大部分 B 股的最终命运。

作为深港通成分股，如果古井 B 转为古井 H，流动性差的问题基本瞬间就解决了，和 A 股巨大的价差有望大幅缩小。

——当然，价差缩小的方式是有三种的。哪三种，不用解释吧？😁

作为古井 B 股的投资者，我个人期望这个时间来的尽量晚点儿。

多给我几年时间，让我能够以大约 A 股 4 折的价格，多搜集一点股份后再转💪

3. 聊聊格力 vs 美的作业。

至少有数百朋友反馈这次的作业模式太好了😜

因为老唐给了框架，拿着财报知道去找什么，知道完成度，所以分析起来难度大大降低。

经过自己亲自动手一次，发现对投资、对财报、对企业的理解，完全是过去只看别人的文章所无法比

拟的。

看着自己写出来像模像样企业分析，拿给不知情的朋友看，结论是水准不低于券商研究员水平。

对错不论，至少知道了企业分析怎么去入手，文章结构怎么去组织，投资或不投资的结论要靠什么逻辑推理出来，未来如何去验证对错等等。

甚至还有朋友反馈，经过这次自己动手，对券商研报以及网络大 V 的分析文章，不再那么敬畏了。因为自己知道了这些东西如何可以弄出来🤔

这些反馈很让老唐开心。

在我看来，**能够养成「投资判断要靠数据比较、逻辑推演，最终得出可以说服自己的结论，并且至少可以说服哪怕一位听众，然后才能做决定」的习惯，是一笔价值至少在千万级别以上的财富。**

或许今天有些朋友还不太信“千万级别以上”这六个字。别着急，保持怀疑挺好。

伴随着时间的推移，伴随着你不再凭感觉买卖、不再靠听说交易，伴随着你一次次靠着自己正确或错误的结论，指导自己赚钱或赔钱，我相信你会逐步认识到这一点，甚至会在自己口袋里亲眼看见它。

因为，这是我自己亲身走过的路✌

原本我打算合计采用五六份作业，但看大家搜集数据、整理文章的大量付出，心有不忍。

我扩大中奖范围吧，仅本次就从符合要求的作业里，选取八位朋友的文章——所谓符合要求，指按照规则将公开链接发在上周六第三篇文章留言区的作业。

采用私密模式分享、发邮件给我的、以及链接留在其他地方的朋友，属于第一关倒下的，我直接跳过没看。

当然，这些朋友的文章，可以原样或修改后本周重发。

考虑到作业太多，且行文差异较小，除个别特别优秀的（目前尚没有），其他文章就不在书房单独做推送了，改成作者 ID 直接带上文章链接，感兴趣的朋友自己点过去阅读吧🙏

本次入选的八篇优秀作业的作者是：@jin　@海东望　@李岩　@知味　@victoria　@浮云　@XXXLLL　@oldhorse

这八位朋友，可以从以下三个奖品中任选一个：

①加老唐私人微信好友；②加入书房后院；③老唐三件套签名书，顺丰包邮+送定制版书签。

最后，顺便说说看过这批作业后的一些感想，以及原本期望看到但实际没有看到的部分，供继续写作业的朋友参考。

这次作业的逻辑链是比较清晰的。

首先从空调未来的增长开始思考。增长无外乎就是寻找量和价两个方面增长的可能性。

国内的量增方面，大家的作业基本一致，绝大部分是从目前的百户空调拥有量，对比日本百户空调拥有量的发展史，然后换算成量的年化增长率。

再适当考虑家庭数量的变化，以及按照 10~15 年更新带来的增量，最终毛估一个销售量的年化增长率。

这个预测可信吗？其实和 GDP 一样，谁都知道它和国内生产总值的真实数据肯定有误差，但它可能是最“接近”真相的答案。

国内空调未来的真实销售量，和这个数据也一定会有误差，毕竟我们的人口结构、住宅特点甚至花钱

习惯，都和日本人不尽相同。

但从大趋势上来说，这个预测数据可能是“唯一”有逻辑支持的数据，用它指导我们的投资，足够了。

至于均价更简单，常识足够。对于过去三十年空调价格的变化，是我们都知道的常识。

我记得三十年前自己月薪刚百元出头的时候，空调价格就是大概 3000 元，大约三年不吃不喝才能买到一台空调。

而今天，同样地域、同样岗位、同样资历的年轻人，购买一台科技含量更高、更节能、也更漂亮的空调，已经花不到一个月薪水了。

背后的原因，可以不去做深入分析。它至少让我们知道，期望空调未来通过提价来实现增长，是困难的、不符合历史规律的，够了。

这种情况下，自然就要去思考新的增长源，无外乎就是多元化、国际化以及线上化，分别对应新业务增长、新用户增长以及从不变的总量里挤压出更多收入。

这三方面的推演，总体没有难度，大家都做的不错👍

后面的数据统计作业里，有两个常见难点，截止此刻我尚未见到有人解决。

我在这里分享一点我个人的思考，供朋友们参考。

第一个难点，销售费用支付现金是否包含销售人员薪酬。

在统计销售返利时，背后的逻辑是 2020 年之前，格力的营业收入包含销售返利部分，然后将计提的销售返利归入销售费用，以后年度返利只能提货，不能要求格力支付现金。

所以用销售费用总额，减去当年为销售费用支付的现金，就可以大概估计出当年增加的销售返利计提数据——两个可以忽略的小坑，在作业题目里我已经写过了，此处略过。

通过这个数据占营业收入的比例波动，我们可以观察格力是否有通过销售返利大规模调节报表的现象。

但这里有个问题，卡住了部分朋友。什么问题呢？

部分朋友认为现金流量表里，为销售费用支付的现金数据里不包含销售人员薪酬，销售人员薪酬计入了现金流量表的“支付给职工以及为职工支付的现金”项目里。

所以，新增返利应该=销售费用-为销售费用支付的现金-为销售人员支付的工资。否则，就会高估销售返利数据及占比。

这个思路有道理吗？有，但却是个可以忽略的问题。

首先，格力的销售人员工资，是否不包含在为销售费用支付的现金里？可能是，可能不是，格力财报没有给出明确说明。

倒是美的财报，明确注明了支付的销售费用相关现金里“不包含职工薪酬和税费”



(b) 支付的其他与经营活动有关的现金

	2020 年度	2019 年度
销售费用(不包括职工薪酬和税费)	22,851,294	30,246,514

那么，格力的财报处理手法无外乎是两种情况：

一种情况是销售人员的薪酬，包含在“销售费用支付的现金”里，问题不存在了。

另一种情况是和美的处理手法一样，问题存在。

但这种情况不难解决，只要我们假设销售人员薪酬占营收比例不会剧烈变化，然后历年采用同一口径，同时忽略销售人员薪酬，那么我们计算出来的销售返利占营收的比例会统一略有高估，但趋势不变。

我们需要观察的是销售返利占营收比例的趋势变化，而不是销售返利的准确数据及准确占比，所以统一略有高估、非常准确或统一略有低估，其实不影响利用销售返利调节报表数据的结论。

第二个难点，关于 2020 年末格力备货天数激增带来的影响分析。

这个问题，我在作业里特意强调提示过。但截至目前的作业里，基本还没有朋友对它展开深刻的思考。

我说说我的思考方向：

我们知道格力引以为豪的利用返利向渠道压货，一直具有两个功效：

一是占用经销商资金为己用，二是将旺季的需求转移到淡季里，让生产部门保持全年产量的基本均衡分布，从而最大化降低生产成本。

由于空调的天然特点就是不同季节销售量波动巨大，这是无法改变的。

因此，对于整个产业链来说，无外乎两条路：

一条路是销售系统妥协，用全渠道淡季压货+旺季销售，来保障生产部门的淡旺季均保持平稳生产。

另一条路是生产系统妥协，用自己的灵活生产或库存准备，适应销售需求的变化。

前者就是格力之路，后者就是美的之路（T+3）。

那么，逻辑上推理，因为有销售系统承接，格力的生产部分计划性更强一些，产量可以视为根据预测数据提前安排采购和产量。

这种生产量稳定的假设下，年末时点的公司存货和渠道压货就是此消彼长的关系。

因此，我个人认为，2020 年末格力备货量的大幅增加，或许代表着几种可能：

可能性一：格力主动增加自己手头的库存。

这种情况，必然推理就是减少对经销商渠道的依赖，增加自控销售。

由于格力没有自建线下零售渠道的信息披露，增加自控销售只能是一个方向：向线上销售倾斜。

企业向线上销售倾斜，要面对的问题，

一是线上线下双手互博的困难，是否会影响自己的线下销售？

二是线上渠道（流量）更集中于有限的几个头部电商，在与格力合作时会比线下经销商更强势；

三是线上消费的价格对比、产品对比更方便、更容易，导致对性价比的考量会高于线下。

我们可以从这个角度去思考格力面临的难题和可能的应对。

可能性二：经销商短期提货意愿降低，导致格力库存增加。

由于疫情影响，2020 年的实际销售本就不好，又恰逢新收入准则实施，计提销售返利要抵消营业收入，格力有可能为避免报表营业收入数据更大幅度的下降，降低了鼓励经销商压货的返利标准。

直接结果就是，经销商提货意愿降低，导致格力短期库存增加。

如果是这种可能，或许在下一个冷年，数据就会好转。2021 年年报里的格力备货天数应该重新降下来。

但也有一种更糟糕的可能性，可能性三：格力经销商出于对销售目标的悲观，不愿意进货。或者尽可能多消耗累积销售返利提货（通常是高价机、非畅销机或工程机等），少支付“新”的现金进货。

这属于比较悲观的猜测。

另外还有一种扩展思考，都说格力压货是借经销商的蛋孵自己的鸡，无偿占用渠道资金和库房发展自己。

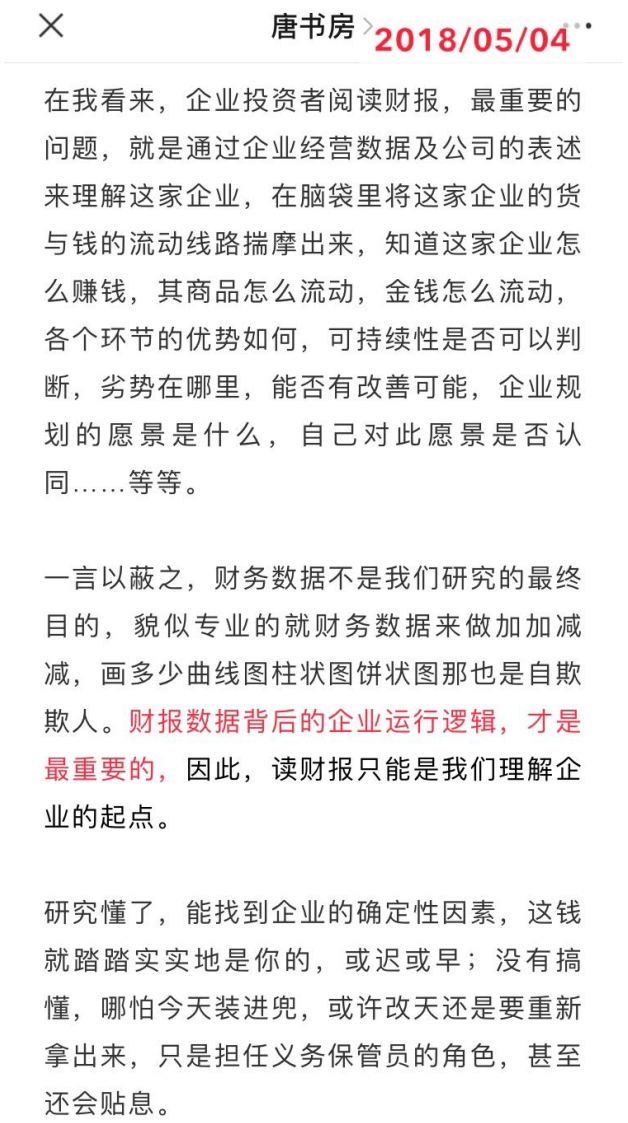
无偿二字当然是错误的，至少淡季压货的返利，就是占用经销商资源的直接成本。

但站在今天，我个人认为占用经销商资源可能已经是最微不足道的目的。

我们可以通过财务数据，去看看如果格力不实施压货政策，自己需要多少资金囤货，就可以达到向经销商压货一样的效果。这笔资金格力有没有能力解决，成本几何？

如果，格力现在有能力（包括资金和库容）自己压货，实现生产线淡旺季的正常排产。那么向经销商压货的意义主要又是什么呢？如果经销商不愿意压货，又会对格力的未来产生什么影响呢？

以上几种可能，只是我个人的思考方向，**不一定就正确或全面**👈。分享出来供朋友们参考，也是想再次提醒朋友们：



当然，这些思考不仅费力，而且还得不出明天股价会涨还是会跌的结论。

真肯被老唐“骗”着做作业的朋友，估计永远都是极少数。正如股市里持续赚钱的人，永远都是极少数一样😍

缺乏行动力的人总能找到借口拖延，直到他们有能力证明这件事不应该去做、没有能力去做，或者已

经来不及去做——约翰.洛克菲勒。

我当然希望书房的朋友们都动动手，但也必须提前声明：后面的中奖率会非常低，很大几率你的作业不会入选。

值不值得花时间，你自己决定。毕竟努力也不一定成功，但不努力却可以很轻松

本周运动

因故停止两周的运动，本周恢复。

周内跑步三次，单次 10 公里。散步一次 6 公里。



周六早晨同口径除皮净重 85.7kg（175cm）

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

第978篇.　　2021.07.03 - 在价值投资路上修行 ——《巴芒演义》读书心得

唐书房　2021-07-03

《巴芒演义-可复制的价值投资》，是唐朝兄关于价值投资百年历史的一部著作。

这本书又一次展示了唐兄“中翻中”的深厚功底，初看似乎错综复杂、晦涩难读的外国人故事，却让我仿佛回到了童年迫不及待准时趴在收音机前收听刘兰芳评书《岳飞传》、《杨家将》的时光。

在酣畅淋漓的同时对投资模式有了更深感悟，更加坚定了在价值投资路上修行的信念。

价值投资是一条少有人走的路。

许多投资者进入股市的契机都来自身边朋友。

昨天听闻同事买股票涨停，今天有朋友股票赚钱请吃饭，某某人买股票挣了几十万。股票不仅“能赚钱”，而且很容易“赚大钱”的观念冲击着人心。

因此，很大部分投资者都是抱着“暴富”的心态进入股市，准备在短时间内赚取高额收益，希望每日买到涨停，早日实现财务自由。

自由诚可贵，贪婪来挡道。

据统计资料，国内绝大多数股市投资者的资金少于 10 万，一年盈利 10%～20%也才赚一两万，满足不了人性的贪婪，追涨杀跌自然成为多数人期望获取高额回报的投资策略。

唐朝兄在一篇周记里坦率说过：

今天书房约 36 万关注者，未来 20 年里能靠股市将财富推高两个数量级、在中国投资史上留下一点痕迹的人，我估计最多万里挑一：36 人。

未来 20 年里，能靠股市给自己出售脑力或体力换来财富加零的，恐怕也不会超过 1%：3600 人。

绝大部分人的选择，注定了在股市里的轨迹只能是：今天听说这人比较神，跟风看看能否喝口汤；明天发现这人又 TMD 不神了，害我掉块肉，弃之；后天，换个大神跟着喝汤……

就在这样的喝汤掉肉转换过程中，不知不觉蹉跎了岁月，收获了沧桑，消磨了斗志，只剩下三杯两盏淡酒之后的一曲苍凉高歌！

《巴芒演义》这本书中，出场的人物眼花缭乱，唐书房里肯定有细心人统计了人物数量（我懒）。

唐兄还特意制作了人物关系图帮助我们理解投资大师们之间盘根错节、拐弯抹角的细腻交织，我们在感叹唐朝兄吃桑叶吐蚕丝般勤勉奉献精神之余，反过来想，这么多投资大师在西方 100 多年股市长河中、在芸芸股市参与者中不也是寥若晨星？

“因为没有人愿意慢慢变富”（巴菲特）。

一夜暴富才符合人类不劳而获的心理，价值投资并不是投资者苦苦寻觅的能短期迅速致富的捷径，注定了价值投资是一条少有人走的路。

纵观《巴芒演义》关于价值投资的演化史，价值投资是有逻辑支撑、有投资实践并可复制的康庄大道。

我作为一名资深老韭菜，在找到这条大道前经历了泯然众人的蹉跎岁月。

1997 年，同宿舍好友兴奋地给我讲述他是股民了，特刺激，一天一股能涨好几毛钱，我的心跟随他的眉飞色舞激动不已，觉得可算找到了适合自己（有轻微社交恐惧症）的致富路径。

初入股市，不可避免的妄想一买就涨、一卖就跌、滚动盈利迅速发财。操作了一段时间，效果不理想（理想才怪），理所当然的认为自己水平需要提高，就买了《日本蜡烛图技术》、《趋势投资》等书籍学习，有次跟一名同事有板有眼的讲 K 线形态，同事还夸我懂得多。

心态随着 K 线图起伏不定、精疲力竭，账户数字不增还减。

就这样摸爬滚打到了 2011 年，记不清触发点是什么了，只是半信半疑的尝试价值投资，买了一手茅台试水（期间贼心不死，高买低卖赚差价），跌跌撞撞的步入了价值投资殿堂。

自此一直在价值投资路上艰难地（不真知啊）行走，幸运有唐兄的书房散打陪伴，逐渐安住下来，越来越轻松，越来越坚定，也顺理成章的有了拿得出手的投资业绩。

自己的经历使我逐渐领悟，“暴富”只不过是投资中的幻觉，“暴富”心态下的投资都是披着外衣的投机。

“今天买进的，只要有获利，不管多少马上卖出。这种逻辑的致命伤是：在复杂多变的金融环境中，你根本不可能预测什么。”——巴菲特

书中三十九回写到凯恩斯从投机到投资的逆转，“困难不在于想出新主意，而在于摆脱旧观念”。

底层思维决定了我们的价值取向，影响投资心态，决定了我们的投资行为，摒弃“暴富”幻想无疑是我们走上价值投资道路最重要的第一大要务。

散户在短线炒股能否达到高抛低吸的境界，我觉得那只能是博弈了，而博弈的结果，肯定是十博九输。

唐兄总结并践行的投资体系有九大理念核心，我认为其中两条是价值投资最底层的逻辑支撑。

①股价由企业真实盈利和市盈率两个变量决定，唐兄体系主要选择“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。

归根到底，价值投资是对价值观的理解。

从价值投资的角度看，对于上市公司，他们就是去创造社会价值，让公司的利润增长，公司的市值自然也会增长，不需要担心股价不会涨，最根本的出发点就是你能不能创造社会价值。价值投资就是去挣公司成长的钱。

书中附录 A 所示的著名投资大师们的年化收益率都大幅跑赢了标普 500 指数收益，最终都取得了辉煌的投资战绩。

而在中国，资本市场上也出现了很多、以价值投资能够获得很高回报的股票，比如茅台、洋河、腾讯、海康……，这样的公司还在层出不穷的出现。

中国也涌现了像唐朝兄一样踏踏实实做价值投资，获得很好回报的成功人士。这些都证明价值投资这条路是完全走得通的。

当我们谈到价值投资的成功，不能不说复利和时间。

我们都知道巴菲特每年获得的收益并不高，不过 20%上下（对投资的理解决定了看待这个数字的高低，越是高手越觉得高）。

是神奇的复利和时间让巴菲特的财富在 50 年间逐步增值到 2 万倍以上。复利就是利滚利，就像从山上往下滚雪球，最开始时雪球很小，但并不会影响它越来越大，最终会大到不可想象。

5 万元应该是大多数人都有的，假设你是一位 30 岁的投资者，以现在的 5 万元换取 30 年后 6000 万元的养老金，你是否愿意？

当然，我们无法做到巴菲特那么高的收益率，那么 1000 万，甚至是 500 万也是令人满意（世人羡慕）的结果。

只要我们的投资能产生稳定的收益，哪怕很低，不断重复，利滚利，长时间下来，也会是一笔很大的资金。

夹头路一条，安全记几条：1、买股票就是买公司。2、别瞅傻子，瞅地。3、陪伴优质企业成长。4、不懂不做。

书中开篇关于价值投资祖师爷——格雷厄姆说到：

伟大的格雷厄姆让“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。

在其传世著作《证券分析》里，格雷厄姆通过严谨的逻辑和实例，首次让证券的分析过程，变成像生

物学家解剖青蛙一样，所有步骤都可重复、可验证的科学。

他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。这个理念的出世，使得价值投资的历史轰轰烈烈地开展起来。

《农地案例》章回涵盖了价值投资的真谛，即唐门的六字妙言：别瞅傻子，瞅地。

大师巴菲特对老师格雷厄姆的理念进行了升华，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，更符合了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。

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。

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。

价格的涨涨跌跌只是市场先生的行为。我们要利用市场先生，而不是被市场先生利用。

每天关注价格，必然会被市场先生利用。当市场先生悲观到极致时，我们利用市场先生买入便宜的股票，当市场先生发疯时，我们利用市场先生实现股票的价值。

面对五颜六色、花枝招展的农地，该买哪一块呢？芒格说过：“如果我知道自己会死在哪里，我就永远不去那个地方”！多数长期投资于股市的人们可能也会这样去思考，去规避致命问题。

但人的能力和视野，包括阅历和经验毕竟是有限的。在市场呆得久了，就容易滋生一种以为自己都知道、都能避开的假相（我为保持大脑清醒，时常进唐书房逛逛），事实上，这为完全不可知的未来失败埋下了伏笔。

仅仅是诱惑占了上风而去不懂的地方，可能会真的“死”在那里。

日拱一卒，扩大认知，完善适合自己的投资体系。

《巴芒演义》将价值投资从无到有的演化史和近一个世纪美国金融界的宏大历史一起展现在我们面前。

以今知古，以古通今。我们都很敬佩巴菲特、芒格等大师有能力发现好企业，具有非凡的投资智慧。

其实，从唐兄笔下活灵活现的故事中，我们能看到的，大师们何尝不也是经历过犹豫徘徊，通过逐步积累和实践练就，才从普通人一步步成长为股神？

“日拱一卒 不期而至”。

唐朝兄总是自谦地说自己“没读过大学，没学过会计，没从事过任何和财务有关的工作”，但他的的确确是靠日拱一卒，一点一点的积累，不但写出了四部深受读者喜爱的著作，而且在中国资本市场上实践了价值投资之路，形成了有唐朝特色的价值投资体系（鄙人认为，中国价值投资史上必会有关于唐兄的篇章）。

如此成功的唐朝兄仍还一直不断地学习和思考，我们有什么理由不持续学习，日拱一卒，只求每天都能比昨天多知道一点点，在股权代表企业所有权（而非博弈的筹码）的正确道路上前进一点点，在价值投资之路上遇见更好的自己？

锻炼与不锻炼的人，隔一天看，没有任何区别。隔一个月看，差异甚微。但是隔五年十年看，身体和精神状态上就有了巨大差别。

读书也是一样的道理，读书与不读书的人，日积月累，终成天渊之别。

我从 2014 年开始跑步与读书，至今跑过两个半马（还是太菜了，惭愧）。跑步神奇治愈了我 30 多年的慢性气管病，从前每年必须 4～5 次上呼吸道感染，近两年已经与我无缘了。读书更是让我的精气神和股票账户都有了明显的变化。

价值投资这条路，注定是一条孤独而又漫长同时却风景旖旎的阳光大道。

是的，“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，从四条有复制价值的投资正道中【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。】选好一条并坚定不移走下去，我们收获的不止是财富！

走上价投之路，幸甚！能与唐兄同行，幸甚甚！

第979篇.　　2021.07.06 - 书房拾遗第15期

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-07-06

前言：腾讯关闭了圈子模块。书房后院圈子自 2020 年 6 月设立至今，积累了大量的宝贵资料，没了还挺可惜的。

最近，部分热心志愿者耗费宝贵的时间，将圈子的精华内容整理出来。依然有点多，超过 6.7 万字。老唐从中再次筛选了一万多字，分为三期分享给大家，今天是最后一期。



@嘿哈嘿哈：想请教大家一个问题，为什么这家公司的现金出资很大，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。

@唐朝：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”，

而其中的 1 元就是认缴资本，另外 19 元计入财报的资本公积科目。

2020 年 11 月 28 日

@水火：看到一个分析，说 2010 年到 2020 年十年间沪深 300 指数年增长只有 3%+，这个数据对吗？

@唐朝：看了你的帖子，我特意查了数据，过去十年沪深 300 指数基金的收益率是 7.04%，即从 2010 年 12 月 31 日起到今天，1 元钱变成 1.9074 元。

的确比 10%低，但鉴于选择的时点，是连续跌了三年之后才恢复到初始买点之上，7.04%的年化回报，依然算是不错了。

@水火：唐老师说的连续跌了 3 年才恢复到初始买点之上，是指的 2010-2013 这一段时间吧？所以投资指数基金还是应当适当择时，对吗？

@唐朝：能择的话，当然要择。谁不想买到更低呢？问题在于没有择时能力，至少我没有。

但通过简单的“定时定额”却完全可以变相择时，即估值高的时候少买，估值低的时候多买，从而大幅提高收益。

当然，比较明显的区域，可以择一下。我以前也多次说过，指数 12.5 倍以下，可以增加投资，20 倍以上可以减少投资，这实际上是通过择“价”，达到部分择“时”的效果。

2020 年 12 月 4 日

@唐朝：有几位朋友好奇唐书房为什么头像是“象”，而不是投资人普遍喜欢的“牛”？

有朋友猜测是我喜欢直击本质的表达，头像=头象。也有朋友猜测是语义飞天神象……

挺好玩的一个话题，我本来准备回复一下，结果发现写多了，评论区写不下。干脆单发一贴聊聊这头小飞象，以及唐书房的来历。

朋友们想多了。

这个公众号是 2016 年 2 月份申请的，当时根本没想过写投资类文章。

最早起名是“云起时”，连微信号都是“clouds70”，取自“行到水穷处，坐看云起时”的意境，准备记录自己出去玩的游记，然后小范围分享给亲戚朋友邻居们看的。

头像只是当时随手找的一个网络图片，主要是喜欢小飞象那个俏皮的眼神。

后来发现公众号作为游记类文章，有诸多限制，不方便，就丢在那儿没有用。

到 2016 年八九月份，因为雪球针对部分所谓的大 V 推出收费问答的变现通道，满屏的你给钱、我和你说话的帖子，让老唐这种一贯免费聊天的苦力，看着像傻子一样。

但要我也设置收费聊天，我又感觉似乎有种自己会高人一等的味道，很不舒服。所以我当时没打开这个功能。

再后来，雪球强制给每个人都打开收费问答，默认 1 元。作为不愿意开设收费问答的人，我只好按照雪球设定的上限 1 万元，开设拒绝性条件——当然，确实也没有一个人出一万元来提问过，倒是真有人来骂老唐想钱想疯了🤦

这种情况下，我想起这个闲置的公众号，于是在 2016 年 8 月底将其改名为“唐书房”，作为自己放置思考的地方，2016 年 9 月 3 号推送的第一篇文章《股票的本质》。

唐书房和小象的关系，就是这么随意地继承下来的。

这次继续使用小飞象，是考虑到大家已经看习惯了，不想做太大幅度的改变。

而且我觉着小飞象挺好的啊，和老唐一贯的投资风格也像：偏重于大市值成长股，大市值对应“象”，成长对应“小的、飞的”象——哈哈，生拉硬扯的

就这么简单。

2020 年 12 月 5 日

@KJ：想听听老唐对奢侈品的看法。

@唐朝：恩格斯说贫穷是个历史性概念。可以套用过来，奢侈品也是个历史性概念。

你现在用的玻璃杯子，以前就是皇家奢侈品。路边小摊 10 块钱一只的电子表，80 年代就是奢侈品。

@KJ：茅台有可能也上那样大众化的路吗？产能不允许吧？

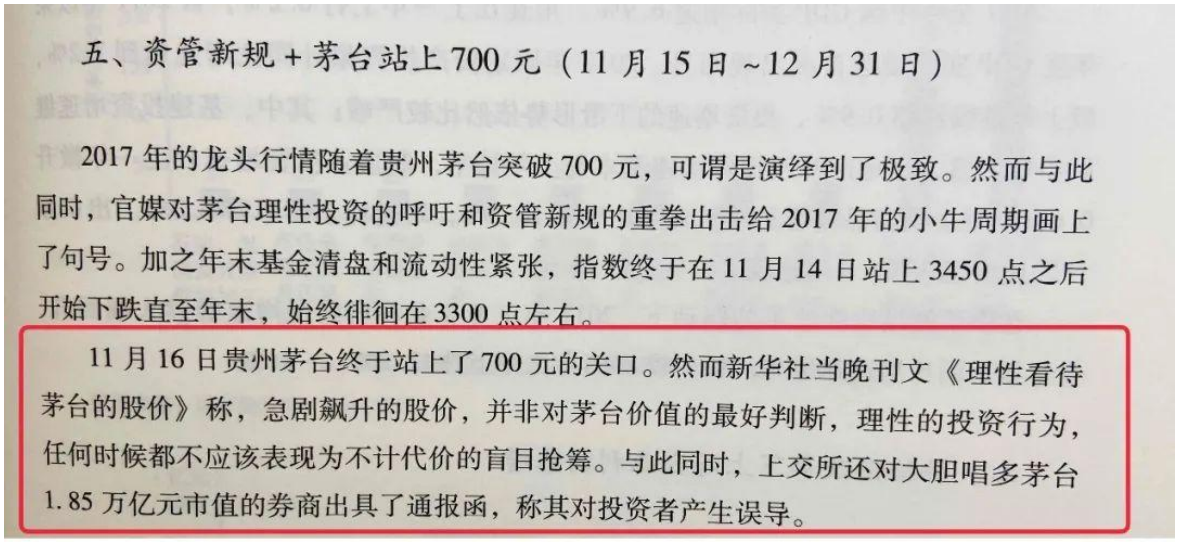
@唐朝：嗯，产能不允许。倒是酱香系列酒可以走大众品路线。

2020 年 12 月 6 日

@唐朝：仅仅三年，恍如隔世。回头一看，新华社、上交所，仗着官威发话，也是徒增笑谈。

在价值规律面前，主管机构如此明目张胆的“利空”态度，也只是螳臂当车。

同样，反过来也成立，没有盈利能力的资产，哪怕是证监会赤膊上阵鼓吹，结局也只会是一地鸡毛。



五、资管新规＋茅台站上 700 元（11 月 15 日～12 月 31 日）

2017 年的龙头行情随着贵州茅台突破 700 元，可谓是演绎到了极致。然而与此同时，官媒对茅台理性投资的呼吁和资管新规的重拳出击给 2017 年的小牛周期画上了句号。加之年末基金清盘和流动性紧张，指数终于在 11 月 14 日站上 3450 点之后开始下跌直至年末，始终徘徊在 3300 点左右。

11 月 16 日贵州茅台终于站上了 700 元的关口。然而新华社当晚刊文《理性看待茅台的股价》称，急剧飙升的股价，并非对茅台价值的最好判断，理性的投资行为，任何时候都不应该表现为不计代价的盲目抢筹。与此同时，上交所还对大胆唱多茅台 1.85 万亿元市值的券商出具了通报函，称其对投资者产生误导。

2020 年 12 月 7 日

@唐朝：去微博找个东西，遇到一个抱怨轮动策略大亏的帖。突然想起来几年前，雪球上也有好多各种轮动的技术贴。

不知道这些轮动策略，今天是活着，还是批量轮进坑里了？后院有跟踪过此类策略的朋友吗？

@大愚若智：单个转债持有 5 万元以上会导致摩擦成本较高，整体来说这套策略的资金容纳量也就在百万左右，对比盯盘投入的时间，性价比不高，十月后感觉整体双低值偏高且觉得太累，索性买入 H 股 ETF 了。

@大愚若智：我跟随过 yyb 凌波的双低轮动策略。

今年年中因为新到一笔资金，暂无合适买入标的（当时换汇额度已经用完也买不了古井 B），就把约 120 万资金分成三个账户进行可转债轮动。

从 6 月初起买入到 10 月国庆后觉得双低值太高清仓，这部分资金约获得 15%左右收益。

整体感觉是非常耗时间，需要时不时盯盘观察是否有标的到达卖点需要轮出组合（保守一个交易日需约两小时左右），且这套策略资金容纳量比较有限，单个转债持有 5 万元会导致较高。

@唐朝：收到，谢谢反馈🙏！

@回归常识：某大 V 当时的手法据说叫网格，我看不懂，好像就是轮动。

@唐朝：意图寻找一种一劳永逸的数据模型来赚钱，这是大多数人的梦想，但很可惜资本市场基本不存在这种可能——短暂的存在，要么飞速被填平，要么就是大坑在前面。

哪怕是巴神，也是终身学习的，日日往前拱的。

@鲤鱼：那个银行轮动我还真认真学习了一番啊，但是智商不够愣是看不懂，然后就放弃了。

@唐朝：资本市场里，大胆承认自己智商不够，是成为高手的第一步。我们的“鲤鱼”跃龙门指日可待，未来股神必将在书房闪耀登场😁

2020 年 12 月 15 日

@唐嘉序：各位茅台股东，我想不明白一个问题，43 度飞天茅台为什么一千元左右？53 度为什么能卖三千元？

口感香气有差别，53 度更好保存我也能理解，产能有限的话停产少产 43 度的不是更好，两种度数产量应该不是固定比例吧……这个问题想不通透，真心请教。

@唐朝：经实测，对于大部分饮者而言，43 度和 53 度，除了空杯闻香有明显的区别，入口口感很难分辨的。

书房的李强、bp 和其他几位朋友，做过好几次盲测了。

@唐朝：但 43 不适宜存放，一般当年，最多次年就要喝掉。所以永远无法体会陈放三年以上的 53 度茅台带来的那种丝滑入喉的爽。

这个真不是形容词，是事实。

陈放三年以上的 53 度茅台，有种非常内敛的感觉，不好描述，可以联想卖油翁一线过铜钱的感觉，润爽丝滑通过你的口腔喉咙和食道，到胃里后，才释放温热感。

我最远只喝过陈放五年的（猫儿守不住鱼🤦），感觉三年是个坎儿，变化巨大。三年到五年间，不明显。

@唐朝：其实 43 度很好喝的，我九月份就买了两箱，已经喝到第五瓶了。只是市场认可度不高，加上不能存，所以需求不高，价格起不来。

至于生产，没有固定比例，但毕竟有一定的需求，加上不可能把 43 度生产线停掉，让设备和人员闲置着，所以还保持着一定数量的生产。

2020 年 12 月 16 日

@jianjun：洋河这样涨下去是不是不太好，感觉心慌慌！

@唐朝：好不好的，你能怎么办呢？它也不 care 你的感受。

2020 年 12 月 16 日

@bobin：洋河 2019 年年报中的问题，洋河当年交易性金融资产 179 亿，其他非流动金融资产 50 亿，但现金流量表中收回投资收到的现金有 398 亿，投资支付的现金有 416 亿。

为什么投资活动产生的现金接近资产余额的两倍呢？

@唐朝：懒得给你翻历史回复，直接再回答你一次吧：10 亿元现金，如果购买三个月短期理财或者信托，可能一年内会在现金流量表里创造 40 亿左右的现金流出和 30 亿左右的现金流入，然后余额还是 10

亿元。

2020 年 12 月 20 日

@唐朝：如果能知道走正道有多赚钱，你就不会去琢磨这些邪门歪道了。

可惜了，博士后，多么令爹妈自豪的标签，就为了区区八百万，葬送了。



@super：八百万对很多人来讲，确实是很大的诱惑了。多少人终其一生也赚不到这个数。

@唐朝：这恰恰就是因为不是真的明白''走正道有多赚钱''造成的。

@青衫：从他的教训看，赚钱路上面临诱惑时，从一开始就懂得如何选择很重要，甚至决定生死。放在他那个位置上，可能犯错的人不会少。只有具备合法赚钱的本事，才能更加自信地拒绝诱惑，共同加油。

@唐朝：是的，道德约束「不干坏事」或者法律约束「干坏事要坐牢」，都比不上真的明白「我干好事赚的更多、更舒服」的效果好。

2020 年 12 月 23 日

@还有谁没睡：老唐，从银行 4.35%利率贷款来炒股，算是使用杠杆吗？

@唐朝：看贷款期限，以及你计划的还款来源。

如果期限长，且还款来源是你投资之外的其他现金流，贷款只是预支未来，可以不算。

反之，三两年以内的贷款，计划股票赚了钱还本付息的贷款，我认为属于我建议规避的杠杆。

2020 年 12 月 23 日

@4M：本人住燕郊，上班在东单。每天上下班通勤四个小时左右，生活在京城实属不易啊。想问一下唐长老成都的生活真的这么“朴实无华”吗？

@唐朝：能力/欲望=幸福感。要么扩胸（提升能力），要么减震（降低欲望），同时扩胸并减震，就是幸福感的戴维斯双击，反之就是越活越累。

2020 年 12 月 24 日

@春春姑：我 2021 年的目标定为 10-12%。不知道能否实现。

@唐朝：定目标没用，永远比较，永远将财富放置在盈利能力更强的资产上。

至于市值波动收益，无法按照你的计划来的，反而更可能是有时 90%，有时-25%，交替前行。

@沉默的大多数：我计划 15%每年就行，到还是不相信未来会有那么多钱，老唐快鼓励一下。

@唐朝：日拱一卒往前走，别管数字，最终你的成就会在某天震惊你自己，让你有种在梦里的感觉

2020 年 12 月 25 日

@湘窖：今天周记里老唐说林劲峰要是持有茅台到现在，有超千倍的收益。

我用同花顺后复权查了下茅台的年线，2003 年茅台的后复权最低价是 25.88 元，今天的后复权价是 11167 元，只有 430 倍。是我哪里算错了？

@唐朝：他买的法人股，买价比当时的流通股股价便宜一半多。

2020 年 12 月 26 日

@buffeger：看到一位财务水平很厉害的财务总监，在研究《股票大作手回忆录》这本书

@唐朝：看看别人怎么死的，也是一种收获。

2020 年 12 月 29 日

@jasonpiggyback：请教老唐，1. 对于高端酒产能，10 口优酒率 50%的老窖=100 口优酒率 5%的新窖，是否正确？

2. 我了解到浓香酒的优质酒主要靠中段，如果上述理解正确，其实浓香的优质基酒产能其实可以靠窖池数量来代替窖龄，对不？但感觉酒质肯定不一样。

3. 那老窖如今走的是和五粮液当年一样的路线，尝试用窖池数量突破 1573 产能瓶颈，不知老唐如今是否还对 1573 的产能提升有疑虑？

4. 为何五粮液先走的这条路，却没有人对普五的酒质有质疑，甚至有说 8 代比 7 代还提升了？

@唐朝：1.对。2.对。3.二十年内做不到。4.五粮液是三四十年前走的这两条路，老窖现在走，四十年后也可以的。

2020 年 12 月 30 日

@yanm：使用招商银行 app 购买外汇时会出现“不得用于证券投资”的提示。麻烦问一下，购买外汇用于投资 B 股，到底合不合法呢？谢谢！

@唐朝：合法的，放心换。B 股是境内深沪交易所上市的股票，只是使用外币标价和购买而已。

2021 年 1 月 6 日

@FLYNN：请教，以上证综指为例，在没有退市的情况下，IPO 新股纳入指数后是否会导致指数上涨？

@唐朝：不会，因为是分子分母同时加。事实上，新股第 11 个交易日纳入指数，是指数长期不涨的重要原因之一。见《价值投资实战手册》第 25 页。

@FLYNN：上证指数=报告期股票市价总值÷基期股票市价总值× 100。根据这个公式，上市 11 天大涨未记入指数，应该对指数的长期计算没有影响。

由于 1990 年只要 8 只股票，导致分母过小，一旦有新发股票， 会造成指数大涨，而股民实际没有受益（除了分红），特别是中国股市前 10 年，指数由于大量新股增量而大涨十几倍（是外来的新股注水，而

非存量的自然升值。）

以上是别人的说法，我觉得不对，一时无力反驳。

@唐朝：十一天大涨就炒高了，然后大概率下跌，自然就拖累指数了。你引用的说法是错误的，错在忘记了新股计入指数市值的同时，同样会调整对比的基数。

2021 年 1 月 7 日

第980篇.　　2021.07.08 - 书房拾遗第16期

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-07-08

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。

大概每凑够四千字左右，就推送一期。今天是第 16 期。



@Fsags：老唐，有一个说法叫高增长、高确定性、低估值是股票的不可能三角，那这三个因素中你比较偏好哪个？

@唐朝：高确定性。

2021 年 6 月 1 日

@忘远近：唐老师，计算未来估值时，合理 pe 是都按 25 倍去算，还是不同行业不一样，比如医药或半导体会给高一些？究竟要怎么定才比较合理呢？

@唐朝：我是一刀切，合理 pe 都是无风险收益率的倒数。但另一个乘数不是用报表净利润，而是用自由现金流。

对于净利润含（自由现）金量不高的企业，会对报表净利润打折处理以模拟自由现金流低于报表利润的情况。

2021 年 6 月 1 日

@栋：唐老师你好，关于沪深 300 指数基金的卖出位置，您有过 25 倍和 30 倍两种说法，能再帮着确认一下究竟应该在哪里卖出吗？

@唐朝：指数基金本身，尽量不卖就是挺好的选择了。

顶多就是你自己赚的实在受不了，达到忍无可忍无需再忍的地步，也可以换成一堆法币回来数着玩，缓解缓解心理压力😉

具体你是 25 还是 30 忍不住，其实挺个性的，没什么对错之分。

2021 年 6 月 1 日

@麻辣：看了您的书，为什么政府补助递延收益也是负债啊？

@唐朝：预收账款是一种负债，你能理解吗？如果可以，就是类似的事情，政府一次性给你未来多年的补助，相当于你预收了政府的款项，记录为一种负债。

2021 年 6 月 1 日

@唐朝：不到一年之内，亚马逊的股价曾经从每股 113 美元跌至每股 6 美元——这段资料应该记录下来（图一红框内走势，后复权放大就是图二）。

这是 23 年 850 倍的大牛股，中间的一段’小’波折。但它足够让我们用来拷问自己的体系：

假如自己身在其中，能否从这只大牛股里获利？如果能，依赖的是什么？





@唐朝：我先承认，我肯定投降了。不是说 2000 年的我，是说今天的、2021 年的我。

我的结论是：就我今天的认知水平而言，还不具备能力去投资类似于 2000 年的亚马逊那样的企业。

——极限想象，估计也顶多会因某个偶然因素，下注 1%仓位上去

@Neilyo：大跌的这段时间一定充满了各种各样的鬼故事，能从头拿到尾的投资者，会不会也像腾讯的大股东那样，有某种“流动性劣势优势”？

@鲤鱼：如果当初我拿着跌了 80%亚马逊，我会坚持不割，因为都那样了，本韭菜已经躺平

@唐朝：关键点并不在于跌了 80%以后，在于从 1300 开始下跌的每一天

@王冠亚：有个大神在亚马逊上赚到了，就是比尔•米勒。我翻译的《比尔•米勒投资之道》马上出版了，我第一时间寄给您。

2021 年 6 月 2 日

@勇攀高峰：唐老师，对于上班不到三年的我来说，十来万搞投资是不是有点不务正业？

@唐朝：如果认同投资是个人终身的事业，那么开始的越早越好，本金越小越好。

2021 年 6 月 5 日

@付马：请问老唐，我看到你说的如果认同投资，越早开始越好，但是我不理解你说的本金越少越好。

我今年 20 岁，去年开始接触价值投资，我的本金只有一万多块钱，我总是觉得开始的钱越多越好，你的意思是说刚开始很容易走弯路亏钱吗？

@唐朝：只要能认识到自己不是天才，这个答案就不难理解。

2021 年 6 月 5 日

@健康快乐：唐老师，洋河委托理财未到期余额里，有十几亿是借给了恒大，是不是需要特别关注一下？最近恒大资金链似乎很紧张。

@唐朝：特别关注后能怎么办呢？是去帮着公司要回来，还是赶紧把洋河股票卖了呢？

我选择将这些事情交给管理层去操心，不能让他们白拿我的工资不干活

2021 年 6 月 5 日

@包子：老唐怎么看字节跳动和腾讯互怼？短视频，腾讯不是人家对手了。如果字节跳动进军游戏，对腾讯的利润和估值有多大影响？

@唐朝：没啥看法，经常这么干，早疲了。一个惧怕竞争的企业，不值得投资。

2021 年 6 月 5 日

@逍遥游：我也是看了你的书才涉身股市，目前还在亏损状态，价值投资太难熬了！

@唐朝：读过本文，你下次再看到呼喊“投资需要坚持、守股如守寡、价值投资需要信念、熬过熊市等待牛市、底部底部抄大底……”口号的“价值投资者”，应该明白那是「投机内核驱动的伪价投」——摘自书房 2018 年 12 月 2 日文章**《真传一句话，假诵万卷经》**

2021 年 6 月 5 日

@岑志松：看到老唐用恒指 ETF 作为类现金资产，有篇文章里也讲了为啥这么做，但是还是疑惑，恒指 ETF 波动也很大，确定性低，真的是好的类现金资产选择吗？有更好的选择吗？

另外，巴菲特长年持有的现金是采用什么形式呢？

@唐朝：波动很大，对。确定性低，错。

它是我眼中优秀的类现金资产，我没有找到更好的选择。

巴菲特常年拿美国国债当现金资产。

2021 年 6 月 5 日

@李庆：唐师您好，近日突然有个问题想向您请教，您怎么看待茅台的存货重估？

如果按照重估的价格和品牌价值来估算的话，那是不是就不高估了？

@唐朝：2013~2014 年 1500 亿市值附近，我曾思考并大量参与过这个问题的讨论，那时这个问题有价值。

3 万亿市值附近，讨论存货重估没有价值。

2021 年 6 月 5 日

@琦：今天参加粤开证券的下半年投资策略会，讲了一大堆宏观，微观，疫情，最后结论下半年不涨不跌。

@唐朝：这就是巴神说的“你关注一分钟，就浪费了一分钟生命”的那种东东✌

2021 年 6 月 5 日

@一个人的咖啡：正在看《非凡的成功》，其中“组合再平衡＂章节启发很大。想请教老唐，除了家庭资产组合，您是以什么思路管理自己的证券投资组合持仓比例再平衡的？

@唐朝：持仓适度分散，坚决不搞再平衡。

2021 年 6 月 7 日

@慧思书房：问两个非常蠢的问题：

1.雪球上有格力的招股说明书、上市公告书，但是前者说 1996.11.15 上市，后者说 1997.6.24 上市，格力到底是哪年上市的？

2.上述两个文件都没写发行价，雪球和百度上显示发行价 2.5 元，募资 1.18 亿元，但是公司发行股份 2100 万股，和募资额对不上啊！

@唐朝：格力比较特殊，是所谓历史遗留问题。也就是上市的时候，只是过去的老股上市，主要是为了解决过去的职工股问题，并没有发行新股，也没有募集资金。

上市当日开盘价是 17.5 元。2.5 元估计可能是当初募集职工股的价格（本条不确定，记不清楚了）。

2021 年 6 月 7 日

@之乎者也：这两个汇率应该以哪个为准？


中国移动 4G
11:30
港股通
樊**
设置
买入
卖出
撤单
委托成交
持仓
0.91%
-0.75%
9:30
12:00/13:00
16:00
参考汇率:
1HKD=0.84810RMB
00700
腾讯控股
沪港通
深港通
增强限价盘
599.000
每手100股
最多可买0股
1/4
1/3
1/2
全仓
沪港通买入
清 空
卖五 601.000 2.3万
卖四 600.500 2.8万
卖三 600.000 4.3万
卖二 599.500 2.9万
卖一 599.000 8500
最新 599.000 -0.66%
买一 598.500 3.4万
买二 598.000 10.1万
买三 597.500 4.1万
买四 597.000 5.3万
买五 596.500 3.6万
我的持仓
当日成交
当日委托
股票/市值
持仓/可用
现价/成本
盈亏



@唐朝：都不准。港股通实行的是“净额换汇、全额分摊”的政策，你最终拿到的汇率，比上述两个都更有利于你。

净额换汇的意思，就是今天一天沪深交易所的投资者，通过港股通有买入有卖出，但并不是每一笔都去换汇，而是本所全部交易者的买卖相互抵消后的差额，才按照当日银行港币汇率换汇。

比如今天上交所参与沪港通的投资者合计买入 50 亿，卖出 40 亿，就只有 10 亿涉及换汇。

全额分摊的意思，是 10 亿换汇产生的点差和手续费，由所有 90 亿买入卖出的投资者按成交金额平均分摊。因此，投资者最终的结算汇率，比银行显示的汇率点差和手续费要少，更有利于投资者。

至于券商扣钱参照的汇率，是按照历史最大波幅考虑预扣的，免的万一汇率有大的波动，找那么多个体投资者要钱会比较麻烦，所以这个汇率和实际结算汇率差距更大。差额第二天还给你。

顺带另外科普一个相关小知识。

大家通过港股通买入时，有些股票会出现沪市买入和深市买入的选项，不少选择困难症的朋友，不知道该选哪一种。

其实这两种买入渠道，带来的区别就是两个交易所各自结算其当日净额去换汇，由此造成因为当日买入卖出总金额不同，净额方向或许也不同，最终结算汇率会有细微差别。

究竟是深港通结算汇率优惠，还是沪港通结算汇率优惠，是无法提前预知的随机行为，所以这个事情可以忽略，任选一个就可以了。

但如果有轻度强迫症，不想看到自己所买的港股在券商软件里分为两部分显示，一般优先选深港通买入。

主要是因为深港通的可交易港股，数量比沪港通多。举个例子，比如福寿园就只能通过深港通买入。

2021 年 6 月 10 日

@出言：唐老师，请教一个问题：您年初买房预留的 500-1000 万，如果没有茅台、海康、分众达到一年内卖出价，得以获得资金，你还会买房吗？

或者换个方式问：需要用钱的时候，会考虑估值是否高估，再决定是否卖出吗？

@唐朝：会买。消费第一，投资第二，需要用钱时不考虑估值高低都会卖，顶多也就是选择卖出对象时，会考虑一下哪只估值相对更高些。

2021 年 6 月 12 日

@MM：唐老师你好，我是用中信证券港股通今年 5 月 13 日第一次买腾讯，我发现成本价越来越高，买进去的时候是 591.5 元，昨天股价 596 元，成本价变成 597.251 元，收益-1665.86 元。

我问了证券公司，回答是和汇率有关。我还是没明白，为什么成本价会不断变动呢？谢谢！

@唐朝：举个例子说，你买入时付出了 500 元人民币，券商系统就记录你的成本是 500 元人民币，但每天转换成港币显示。

于是今天港币汇率是 0.85 的时候，成本就是 500/0.85=588.24 港币，过几天汇率是 0.83 的时候，成本就显示为 500/0.83=602.41 港币。

2021 年 6 月 12 日

@Peter：唐师，如果研究了财报和行业都没啥大问题，但最后的估值总是不好拿捏，可以直接用比较保守的增长率或近年平均净利润增长率来线性推算 3 年后的净利润吗？

@唐朝：准确估值是整个体系里最不重要的一部分，请回看 2019 年旧文《至简三板斧》。

2021 年 6 月 12 日

@唔：洋河董事长张联东主持定位于中低端的双沟，而不是定位于中高端的洋河，是不是有点因小失大？

@唐朝：董事长挂帅双沟，显示的是对双沟品牌的重视，不是放弃洋河去搞双沟，是从洋河为主变成“既要……又要……”战略。

2021 年 6 月 12 日

@赵振吉：唐师，您说成长是价值的安全边际，您又说出价可以达到合理估值的上沿，我想请教老师，合理估值的上沿是取自三年后净利润的合理估值，还是取当年净利润的合理估值？

@唐朝：如果自己无法给出某企业大概的合理估值范围，考虑其他问题及参照其他人的取值都是错误的。

2021 年 6 月 12 日

@木杉：还记得三月给你留言为什么不看看川酒舍得吗？一个企业的管理层肯定对企业发展会起到很大作用，这波白酒上来垃圾白酒都涨了百分之几十。

@唐朝：不要因为市场先生重奖错误的行为，就模仿错误、慷慨赴死。慷慨赴死不一定马上死，但迟早会死一次，一定不要假设自己是上帝的宠儿——摘自 2019 年 1 月 16 日旧文《排雷的实战现场》

2021 年 6 月 12 日

@违章动物：请教老唐，通过港股通持股的红利税 20%，太高了。为什么你使用港股通而不是使用富途呢？我正在考虑换富途持有腾讯，请老唐指点一下二者优劣，谢谢！

@唐朝：这问题回复过多次了。港股通的优势是不用操心换汇和资金出入的问题，劣势是有 50 万门槛以及红利税。

富途的优劣势刚好反过来，没有门槛，没有红利税（某些品种有红利税，税率低一半），但是你要自己换汇，每年每人只有 5 万美元额度，而且资金出入比较麻烦。

投资者可以按照自己的条件，以及自己更在意什么，去做选择。

2021 年 6 月 12 日

@哟喂：请问老唐是否知道茅台集团十四五期间“三翻番”具体是什么吗？收入、利润和产量吗？

@唐朝：茅台集团自己提出来的十四五目标是“三翻番”：到 2025 年，茅台集团基酒产量翻番、营收翻番、利税翻番——摘自《老唐实盘周记 2021/04/03》

2021 年 6 月 12 日

@易灵：老唐，恒大的理财还有一个分析纬度：就是即使恒大还不上，这个理财也有土地或建筑抵押物来司法处置，所以不会有大损失。

为什么我知道一定有抵押物？因为我同时期遇到的地产信托项目，这个收益率一定有抵押物。

@唐朝：是的，信托公司必然有一定的风控措施的，最坏情况也不会是全部损失。

2021 年 6 月 12 日

@Shasha：请教，腾讯报表附注中“或有代价”指的是啥？谢谢！

@唐朝：或有=莫须有，就是也许会有，也许不会有。

通常是收购的时候，约定的“如果出现某种情况，就某方补对方多少钱”，这种情况可能发生、可能不发生，与之对应的这笔代价，就叫“或有代价”，其当下价值需要根据发生概率及其他数据构建模型估算。

2021 年 6 月 16 日

@光仔：买了洋河的股票被很多人嘲笑，说洋河酒难喝，最重要的是近三年股价涨幅白酒板块倒数第一。

身边的人都看好泸州老窖，让我放弃洋河买泸州老窖，您觉得未来泸州老窖和洋河谁更厉害？？？

@唐朝：谁更厉害我不知道，但我知道我拿着洋河一定赚钱，拿着老窖一定睡不好觉。

2021 年 6 月 16 日

@风：为什么市场给万科的估值这么低呢？虽然说它并不是你喜欢的股票，但它真的太低估了。

@唐朝：你认为的低估值，市场不认可，这不是常见的事情吗？如果认为自己的判断是对的，张大口袋使劲收，每天偷偷乐便是了，何必去抱怨它不涨呢？

2021 年 6 月 16 日

@依然：唐老师，看了你的《价值投资实战手册》，确实很喜欢，让我受益匪浅。我迷惑不解两个问题，1）您觉得你写书的初心是什么？2）写书和投资，哪个更让你实现自我陶醉？

@唐朝：1）高大上的答案是帮助他人，实打实的答案是闲的那啥疼，大部分人愿意相信的答案是卖书赚钱。你随意选个你比较容易相信的初心就好😁

2)当然是写书。很多年前想通投资的底层原理后，股市赚钱就已经成为一种按部就班的必然，没有啥惊喜了。但能写出被大家喜欢的畅销书，那可是大出本人意料的事儿，当然更有成就感💪

2021 年 6 月 16 日

@风：持有现金等待好公司回调，也算是一种持仓吗？

@唐朝：这要看你背后的思路，是因为当下现金类资产（注意，不是现金）更划算而持有现金类资产，还是因为你认为股价会跌而持有现金类资产。这两种行为形似而神非。

2021 年 6 月 16 日

@Fei：看到唐老师学会计的笔记，想到学会计可能是人生中最好的一笔投资，短时间就可以学个大概，后期改动也不多，后面的时间一直可以用，不断用不断更新、精进，越用越好用！

@唐朝：是，所以巴神公开说过很多次，投资者一定要学会读财报。

2021 年 6 月 16 日

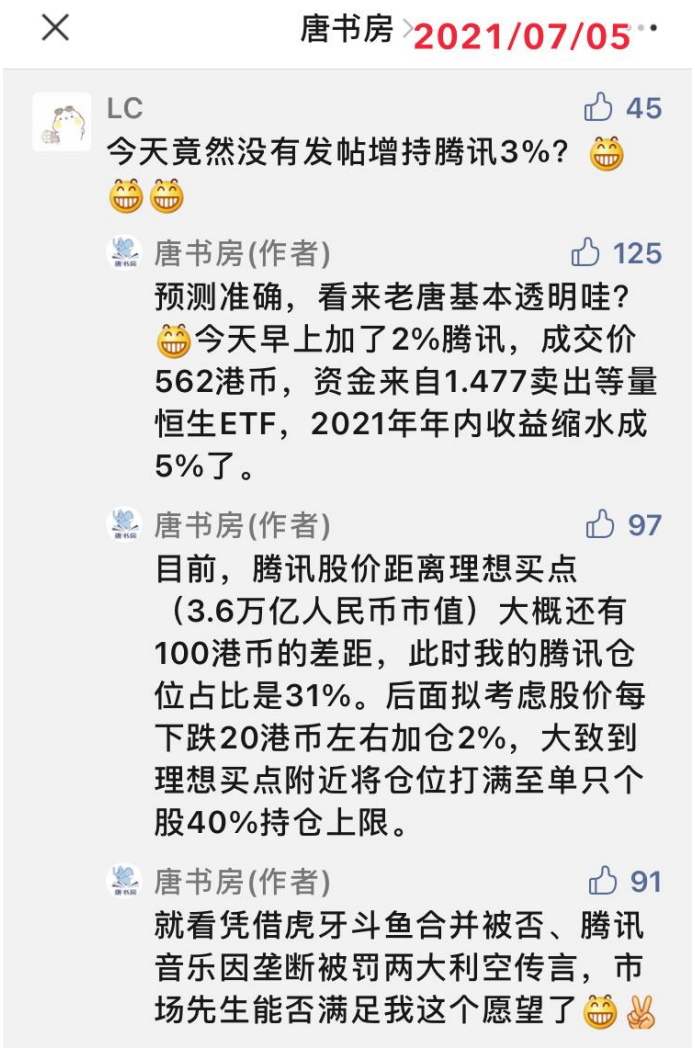
第981篇.　　2021.07.10 - 老唐实盘周记20210710

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-07-10

本周交易

本周市场先生给面子，老唐实盘买入四次。

①周一，562 买入 2%腾讯，资金来自 1.477 卖出等额恒生 ETF。



②周四，按照计划 535 买入 2%腾讯，资金来自 1.456 卖出等额恒生 ETF。

③周五，年度最大分红到账，陕煤和洋河合计分红占账户总市值的 0.6%出头。

按照上周实盘周记安排，阿茅如果本周内能跌掉 200 元，这笔分红就给阿茅，否则就还是喂小企鹅。

然而阿茅抵死不从，拿她没办法。只能转而投喂小企鹅，成交 522 港币。单账户不足 1 手企鹅的部分，给了陕煤，成交价 10.32 元。

④周五，小企鹅持续下跌，触及下一个计划买点，514 买入 2%腾讯，资金来自 1.419 卖出等额恒生 ETF。

当前持仓

目前持仓腾讯 36%，洋河 24%，古井 B6%，分众 4%，茅台 4%，陕西煤业 4%，海康 2%，美的 1%，恒生 ETF 18%。

另有福寿园 1 万股观察仓不计。

下表除“当前股价”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	36%	72000±10%	＜36000	80000	43077	538.50	-4.25%
洋河股份	24%	4200±10%	＜2100	4700	2789	185.10	-20.56%
古井贡B	6%	920±10%	＜460	1060	475	107.82	1.54%
分众传媒	4%	①	＜770	1980	1211	8.25	-15.44%
贵州茅台	4%	26400±10%	＜13200	②	24774	1972.11	-0.33%
陕西煤业	4%	①	＜1020	2500	1038	10.38	21.20%
海康威视	2%	5800±10%	＜2900	②	5635	60.36	26.51%
美的集团	1%	8100±10%	＜4050	12000	4877	69.20	-28.56%
恒生ETF	18%	现金替代品				1.439	0.56%
沪深300						5069.44	-2.72%
上证指数						3524.09	1.47%
2021/7/10			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8337	

注：①采用席勒市盈率估值的企业，不估算三年后估值；

②剩余少量涨跌不卖的持股，不设一年内卖点；

③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；

④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。

附：上期数据

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	30%	72000±10%	＜36000	80000	45923	574.50	2.15%
洋河股份	25%	4200±10%	＜2100	4700	3036	201.47	-14.63%
古井贡B	6%	920±10%	＜460	1060	473	107.46	1.21%
分众传媒	4%	①	＜770	1980	1305	8.89	-9.93%
贵州茅台	4%	26400±10%	＜13200	②	25287	2013.00	1.73%
陕西煤业	4%	①	＜1020	2500	1150	11.50	23.13%
海康威视	2%	5800±10%	＜2900	②	5813	62.22	30.41%
美的集团	1%	8100±10%	＜4050	12000	5009	71.10	-26.60%
恒生ETF	23%	现金替代品				1.481	3.49%
沪深300						5081.12	-2.50%
上证指数						3518.76	1.32%
2021/7/3			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8331	

收益

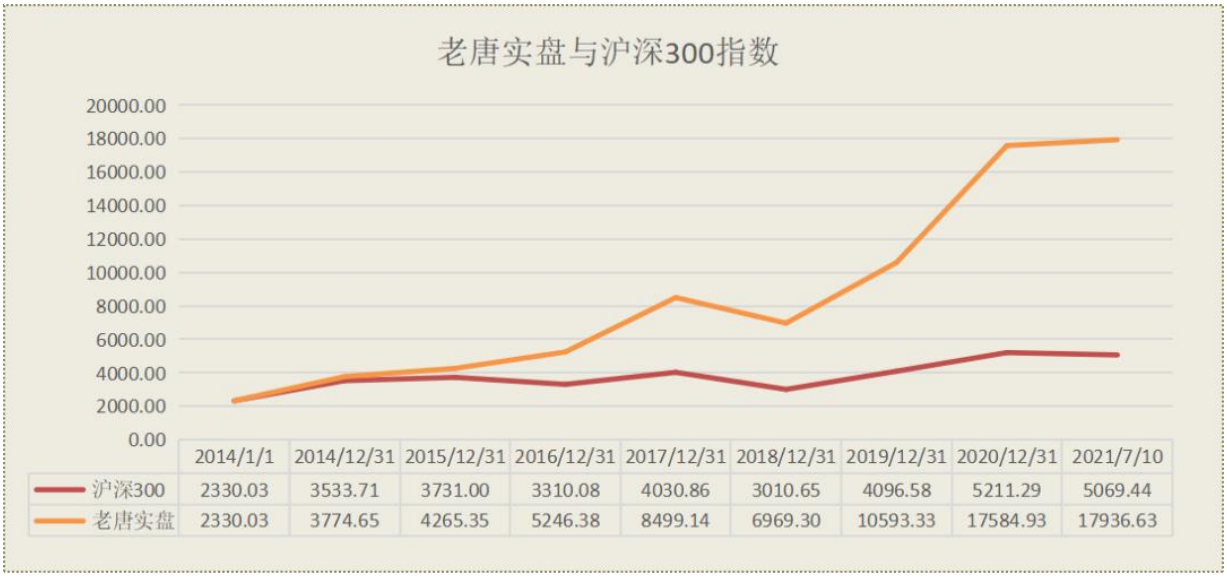
2021 年内收益 2%（四舍五入）。

老唐实盘	年度收益	期末净值	期限/年	年化收益	HS300涨幅	HS300净值	HS300年化
2014	62%	1.62	1	62%	51.66%	1.52	51.66%
2015	13%	1.83	2	35%	5.58%	1.60	26.54%
2016	23%	2.25	3	31%	-11.28%	1.42	12.40%
2017	62%	3.65	4	38%	21.78%	1.73	14.70%
2018	-18%	2.99	5	25%	-25.31%	1.30	5.22%
2019	52%	4.55	6	29%	36.07%	1.76	9.88%
2020	66%	7.55	7	34%	27.21%	2.24	12.21%
2021/7/10	2%	7.70	7.53	31%	-2.72%	2.18	10.90%

注①：老唐实盘年度收益率，按基金净值法和实际收益率孰低取值，均不含新股收益。

注②：沪深 300 指数收益未包含每年 2%左右的分红，数据略有低估。

实盘与沪深 300 指数对比图

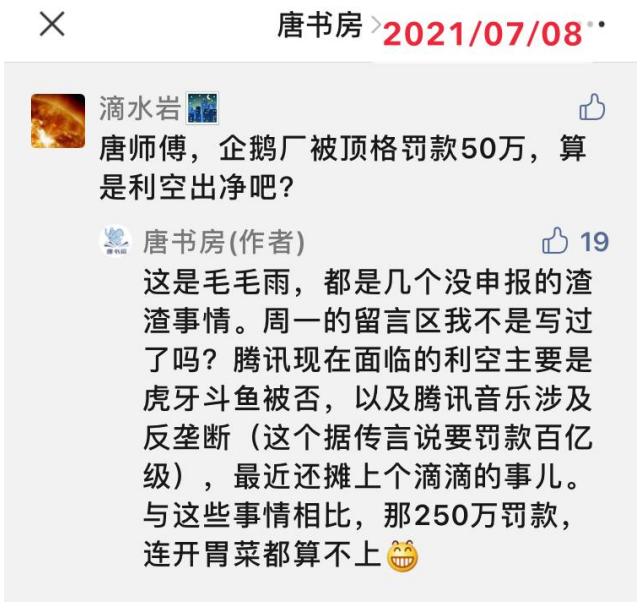


重要事项

1.腾讯面对的反垄断压力。

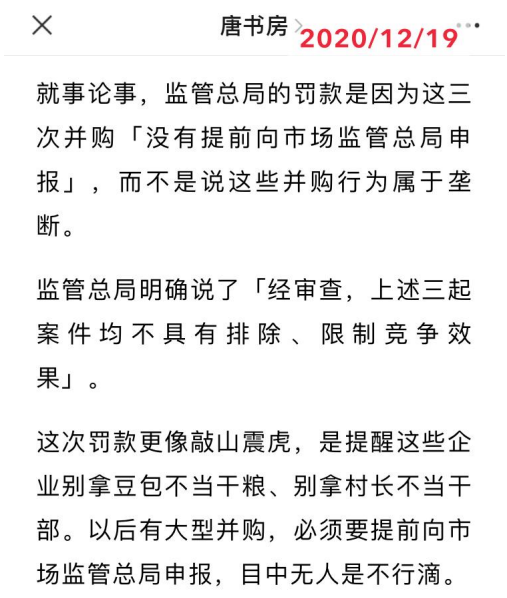
先说周初和周末各挨一刀的小企鹅

周初是 5 桩收购案合计被罚 250 万，这是毛毛雨。



这五项均属于不具有垄断嫌疑，但你们收购前应该向本局报备，可惜你们“拿豆包不当干粮，拿局长不当干部”，所以罚款 50 万以示提醒。

这种性质，老唐去年就写过



今天（7 月 10 日），市场监管总局依法禁止虎牙和斗鱼的合并。

这次否定，依据是充分的。按照市监局的表述：

本合并案涉及相关市场为中国境内网络游戏运营服务市场和游戏直播市场。腾讯在上游网络游戏运营服务市场份额超过 40%，排名第一；虎牙和斗鱼在下游游戏直播市场份额分别超过 40%和 30%，排名第一、第二，合计超过 70%。

目前，腾讯已具有对虎牙的单独控制权和对斗鱼的共同控制权。如虎牙与斗鱼合并，将使腾讯单独控制合并后实体，进一步强化腾讯在游戏直播市场的支配地位，同时使腾讯有能力和动机在上下游市场实施闭环管理和双向纵向封锁，具有或者可能具有排除、限制竞争效果，不利于市场公平竞争、可能减损消费者利益，也不利于网络游戏和游戏直播市场规范健康持续发展。

禁止虎牙和斗鱼的合并案，市场早已经有报道和预期。7 月 5 日就有如下媒体报道：

7 月 5 日讯，据市场消息，中国反垄断监管机构正式阻止腾讯合并国内两大直播平台虎牙和斗鱼的计划。

腾讯近期撤回了反垄断审查的合并申请，并向国家市场监管总局表示无法在第一次提交申请后的 180 天内完成对合并审查的重新提交。

据报道，腾讯未能拿出恰当的解决方案，以满足国家市场监管总局让腾讯放弃独家内容的要求。

这个事情，本身伤害性不大，虎牙和斗鱼只不过是保持目前状态，作为两家独立的上市公司继续存在和经营。

但它的代表意义颇大，它是我国平台经济领域禁止经营者集中的第一个案例，展示的是中 N 海对资本控制力不断扩大的担忧，以下省略 1500 字

后面还有两个重大利空等着面世，就是前面截图说的：腾讯音乐垄断案、滴滴事件。

腾讯音乐据说可能涉及百亿级别的罚款，稍微有点肉痛。

而且后续存在着一个问题，就是假如腾讯音乐重新被拆分为酷狗音乐、酷我音乐和 QQ 音乐等几大板块，且禁止使用排他式版权来遏制竞争，那么这个领域的竞争模式和未来生态都存在着巨大的变数。

当然，变数并不意味着一定是变坏，但起码是不确定性加大了。

另一个就是滴滴事件了。

关于滴滴的事情，网络传言很多，但正规渠道披露信息尚不完整，目前推测就是涉及到有关道路、车辆和用户行踪的基础信息数据安全问题。

单独一个滴滴，对于腾讯而言，其实也谈不上什么损失。

腾讯持有滴滴 6.4%的股份，而且是早期投资的，上市后股价波动只是挣钱多与少的问题。

夸张点儿说，就算滴滴倒闭破产了，这笔投资相对于腾讯对外投资总规模而言，也不是什么巨大损失。

但这个问题的麻烦之处在于，它涉及到中美双方关于中国企业在美国上市，是否需要及是否被允许提交审计底稿（企业的原始数据）的争议。

美国证监会从 2012 年开始，就坚持要求在美上市的外国企业（其实主要针对中国企业）提供审计底稿。

其导火索或称表面原因主要有二：

一是 2011 年集中爆发的中概股财务造假风波——中概股，中国概念股的简称，指在美上市的中国企业。

从 2010 年 6 月东方纸业被浑水揭露造假并坐实后，美国证监会在一年半的时间里（2010 年 6 月~2011 年 12 月），对 19 家中概股展开调查，结果没有一家清白：10 家被勒令退市，6 家被限制交易，3 家被罚款

另一个原因是马道长的锅：支付宝 VIE 架构后遗症。

2011 年 5 月，马道长左手一招偷天换日，右手一招乾坤大挪移，未经阿里巴巴董事会决议通过，就将阿里巴巴旗下核心资产支付宝的全部股权，腾挪至马云个人控股的一间私人公司名下，然后才和股东讨论补偿问题。

——这手法疑似暴力拆迁队小黄毛师傅家传秘籍：先把钉子户骗出门或拖出门，直接把房子推平，再

坐下来谈拆迁补偿金额

由于阿里巴巴当时的主要股东包括美国上市公司雅虎，日本上市公司软银等。这事儿在国际资本市场引发轩然大波，直接威逼商业基础契约精神的存在，使资本市场的融资与再融资基本功能，面临巨大的信任危机。

这两件事，直接导致了美国证监会在 2012 年正式要求在美上市的外国企业（其实主要是针对中国企业）提供审计底稿。

——至于如网络各路高手分析的“这只是表面原因，背后是两个大国之间的战略博弈云云”，我不懂，不评论。咱就事论事只说“表面”原因

当然，美国证监会管不到中国企业，只是威逼担任审计的国际会计师事务所（主要是四大）。

我国对此当然一直是拒绝的，虽然期间也有过一些小的进展。但总体来说，双方都很不满意——顺带说一声，最近几天有外媒报道说中国证监会正牵头修订企业海外上市规则，拟明确封死国内企业通过 VIE 架构去海外上市的模式。

滴滴的事情目前正在不断发酵。比如今天上午的最新新闻：国家互联网信息办公室发布关于《网络安全审查办法（修订草案征求意见稿）》。

意见稿提出“掌握超过 100 万用户个人信息的运营者赴国外上市，必须向网络安全审查办公室申报网络安全审查。”等内容。

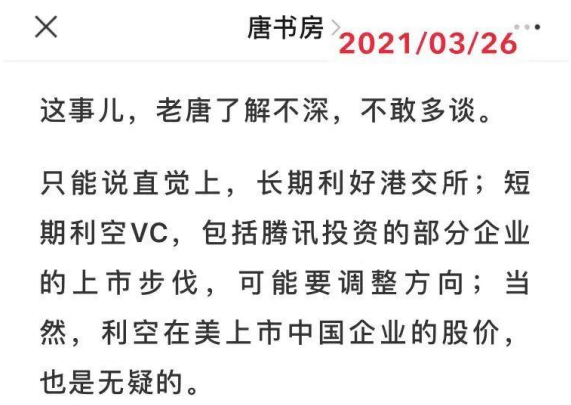
用后脑勺想也能知道，但凡能走到准备上市这一步的互联网企业，掌握的用户信息不可能低于 100 万名。

所以，这个提法其实就相当于所有欲赴境外上市的互联网企业，全部必须经网络安全审查办公室审查。

事件发酵的最坏后果，可能就是中国企业在美上市愈发艰难，甚至现有的在美上市企业，也需要面对退市离场的问题。

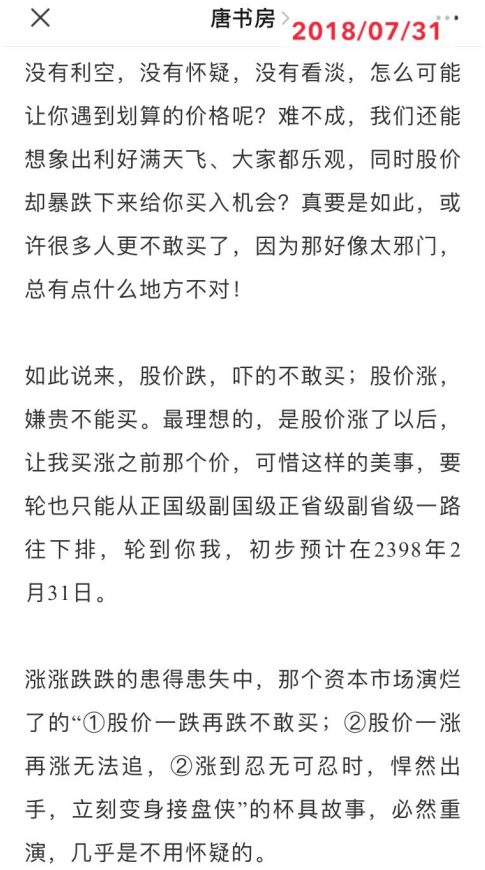
这会对腾讯投资部门已经投资的大量项目，如何吸引新的资本，以及如何变现等方面，产生不小的影响。甚至可能影响腾讯投资部门的未来战略选择。

这事儿，老唐在今年 3 月就简单聊过。



那么，这重重利空之下，为什么不先躲躲，反而要加大投资呢？

这问题，我在 2018 年写过，在今年 4 月和 5 月的书房文章里各引用过一次。今天依然没有新的意思需要表达，还是再再再引用一次吧：



目前，我持有 36%的腾讯，希望在理想买点 3.6 万亿（折合股价 450 港币）之前，打满单只个股持仓上限 40%，就看后面还有的利空能否给创造机会了👉

由此，我倒是想起一个有趣的问题：

2020 年 5 月 9 日，我设定的腾讯一年内卖点是 6 万亿市值。

2020 年 11 月 14 日，我将一年内卖点上调为 7.25 万亿市值。

虽然我每期都写了表格里的数字是人民币。腾讯总股本约 96 亿股，港币汇率约 0.83，这意味着 7.25 万亿人民币对应约 900 港币的股价。

但是，书房仍有不少朋友，误以为是 7.25 万亿港币市值（对应约 755 港币股价），于是在今年一二月间，将腾讯大部甚至全部在 755 元附近或之上卖出——光是当时告知我的就不少于 10 位，其中有两位还因此给老唐补过大额打赏😂

截止此刻，腾讯的历史最高价是今年 2 月的 775.5 港币，折合市值 7.44 万亿港币或 6.18 万亿人民币。

此时，站在昨天最低股价 509.5 港币的时刻，你怎么看待这件事？别猜，我没有标准答案可提供，只是想激发你的思考。

2.陕煤业绩预告

周五，陕煤发布半年报业绩预告。

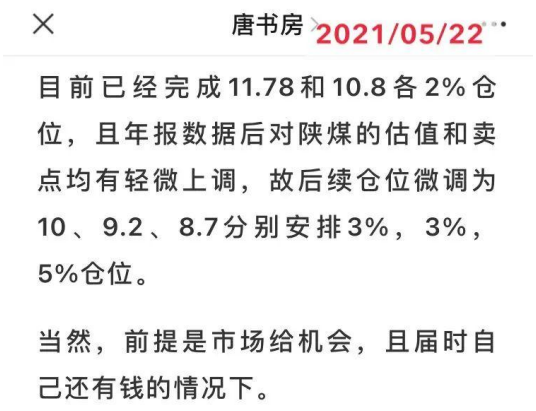
上半年归母净利 80~85 亿元，同比增长 60%~70%；扣非归母净利 75~80 亿，同比增长 71%~83%——去年上半年归母净利 49.86 亿，扣非归母净利 43.74 亿。

这个是意料之中的事情，上半年煤矿不仅满产保供，而且煤价大幅飙升，业绩想不大幅增长是不可能。

上周末中国煤炭工业协会，就已经发布过数据了：

“2021 年 1-5 月，协会直报大型煤炭企业原煤产量完成 11.6 亿吨，同比增加 7729.9 万吨，增长 7.1%；营业收入（含非煤）为 14116.7 亿元，同比增长 23.4%；利润总额（含非煤）为 1008.1 亿元，同比增长 90.3%。”

至于股价，那不是我有能力操心的内容。我对陕煤的操作计划，5 月份就在书房披露过



每股分红 0.8 元，不改操作计划，继续等着手机的到价提醒铃声响起即可

3. 全面降准。

这次全面降准有点出乎意料。

7 月 7 日国务院常务会议的说法是：

会议决定，针对大宗商品价格上涨对企业生产经营的影响，要在坚持不搞大水漫灌的基础上，保持货币政策稳定性、增强有效性，适时运用降准等货币政策工具，进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持，促进综合融资成本稳中有降。

从这个说法看，能确定会降准，但大概率是为支持中小微企业降低经营成本的定向降准。

结果，两天后央行推出的是全面降准 0.5%，向市场释放约 1 万亿流动性——就是媒体平常喜欢说的印钱。

而且文件表述很有意思：“今年以来，部分大宗商品价格持续上涨，一些小微企业面临成本上升等经营困难……央行决定自 7 月 15 日起全面降低金融机构存款准备金 0.5 个百分点”

这话就仿佛是：胖子，你太胖了，这样下去不行，必须要想办法解决……从今天开始，你每顿增加一斤红烧肉、两斤肥肠、三瓶啤酒

不是否定降准的意义哈，这种宏观事件，我自认没有评价能力，只是觉得这个前言和后语特别有创造力

至于降准对后市有什么影响，取决于你要干嘛。

如果是要自己投资的话，那就是爱谁谁，跟我无关。

媒体统计的数据显示：过去 23 年里的 24 次降准（不含本次），次日沪指 14 涨 10 跌，上涨概率 58%（下表的百分比搞错了）。若以一周或 10 日的沪指论，是 12 涨 12 跌，神奇地=瞎蒙

历次降准后股市表现							
		沪指（%）			创业板指（%）		
降准公告时间	调整幅度	次日	一周后	10日后	次日	一周后	10天后
2008/10/8	-50BP	-0.84	-4.66	-9.39	/		
2008/11/26	-100BP	1.05	3.56	9.55			
2008/12/22	-50BP	-4.55	-6.91	-3.21			
2011/11/30	-50BP	2.29	-0.03	-4.5	1.76	-4.23	-9.83
2012/2/18	-50BP	0.27	3.5	4.39	0.46	6.2	5.55
2012/5/12	-50BP	-0.6	-2.11	-2.56	-0.17	-2.06	-2.55
2014/4/22	定向降准	-0.26	-2.53	-2.78	-0.73	-5.21	-4.22
2014/6/9	定向降准	1.08	2.73	-0.3	2.05	5.2	2.61
2015/2/4	-50BP	-1.18	-0.52	1.72	0.94	0.86	6.77
2015/4/19	-100BP	-1.64	2.48	4.51	-1.59	10.99	15.47
2015/6/28	-50BP	-3.34	-12.07	-7.51	-7.91	-10.8	-13.18
2015/8/25	-50BP	-1.27	6.8	7.86	-5.06	-5.08	2.43
2015/10/23	-50BP	0.5	-0.88	5.2	-0.43	-2.37	4.85
2016/2/29	-50BP	1.68	7.79	6.38	2.91	3.89	7.6
2017/9/30	-50BP	0.76	1.24	0.89	1.22	3.17	0.71
2018/4/17	-100BP	0.8	2.03	1.11	2.16	1.3	2.41
2018/6/24	-50BP	1.05	-1.47	4.93	-0.72	3.68	-0.54
2018/10/7	-100BP	-3.72	-7.6	-9.6	-4.09	-10.13	-11.44
2019/1/4	-100BP	0.72	1.55	3.23	1.84	1.32	1.96
2019/5/6	定向降准	0.69	-0.09	-1.23	0.62	0.55	-1.71
2019/9/6	全面+定向	0.84	1.04	-0.75	2.42	1.31	-0.47
2020/1/1	-50BP	1.15	0.55	1.31	1.93	3.59	7.01
2020/3/13	定向降准	-3.4	-4.91	-3.99	-5.9	-5.69	-6.24
2020/4/3	定向降准	2.05	0.69	3.2	3.31	0.86	7.17
上涨概率		54%	50%	50%	57%	62%	57%

那么，这次上涨几率是 58%还是 50%呢？——创业板数据上涨概率还要更高一点，这次的创业板究竟是大概率上涨呢，还是回归均值？

如果你是混媒体写文章，或者为研究机构写宏观策略的，那就是：

A）降准超预期，向市场投放大量流动性，股市必涨。

或

B)通胀高涨期全面降准，证明实体经济极度惨淡，且鉴于累计 15 次降准，存款准备金率已经低至 8.9%，后续进一步释放流动性的空间几乎封死，股市必跌。

随便选一个就可以码字换钱了

向某大妈那种操作，任何事件都写正反两种观点，多少有点难度，至少在遣词造句上有难度。

但同时设立两个鸡血账号，一个喊爹一个喊娘，错了错了，是一个喊跌一个喊涨，不可能两个都错，

简直包赢

秘诀嘛，就是熟读老唐 2015 年的文章《宏观的幽默》。

4.美的加码万东医疗

本周，上市公司万东医疗发布公告：

拟定增募资不超过 20.83 亿元，用于 MRI 产品、CT 产品、DSA 产品、DR 及 DRF 产品等研发及产业化项目，控股股东美的集团，将以现金方式认购公司本次非公开发行的全部股票。

这个领域，我没啥研究，暂无评论，仅作学习和记录。

5.作业。

本周交作业的朋友很多，我看过的可能有 40 份。

因为多了，所以对作业的筛选标准也提高了。部分仅按照老唐提供的框架一路走下来的作业，放在上周其实都是可以入选的，本周就落选了。

例如@兰读汇 @观霖 @食兔君 @Leobv8 @三个儿子一个妈 @酒健闲 @lcqin @价投小新 @屯水 @水字辈 @Knowlegelink @小马和小度 @阅宁居 等人的作业，就是其中的代表。你们都很棒

而入选的作业，则至少在某一处展示了老唐所没有提供过的思考角度，或者对某一处内容进行了更丰富的完善。比如：

①@行正道 （直接点击左边作者名即可跳转原文，下同）

在销量增长的预测部分，增加了利用我国发达地区过去十年的实际增长率数据，去推测我国二线三线及其他欠发达省份未来的年化增长率的环节，提升了结论的说服力。

②@投资行思

在有关库卡商誉部分，增加了全球四大机器人巨头在中国的产能布局项目及进度，更加有效地论证了“中国工业机器人前景看好”这个观点。

在有关格力压货的部分，增加了压货的“排他”目的分析。

在吴晓波采访董明珠的那段里，补充了采访全文，并得出了和老唐不同的观点（对错先不论，下同）。

③@慧思书房

对格力美的返利计提和使用的会计手法，展开了更清楚、更细致的数据举例，并得出了部分更深入的结论。

对格力与渠道之间的关系变化及博弈，做了历史深挖和未来展望。

在管理层折溢价部分，补充了公司治理结构的内容，使结论更为可信。

④@心流之旅

同样对返利政策的会计处理手法进行了更深入的表述，并得出了自己的结论。

补充了关于“是员工创造财富，不是你股民创造财富”的前言后语，并得出了不同的结论。

上述 4 位入选的朋友，可以从以下三个奖品中任选一个：

①加老唐私人微信好友；②加入书房后院；③老唐三件套签名书，顺丰包邮+送定制版书签。

（顺带提醒：上周入选的 8 位朋友里，还有一位马大哈没有领奖哦）

有些朋友还在做格力美的作业，也有些朋友急着开始下一家。

按照计划，下一位学习对象是隆基股份。资料我已经打印了，不过还没开始看。

手头的闲书堆得有点多，想先消灭几本之后再看隆基，反正也不着急。如果你有兴趣，也可以先提前开始看着，我们后面对答案

本周运动

本周因天气和发文较多的原因，只跑步一次 10 公里，散步一次 4.7 公里。

早上赖床，中午太热，只能晚上七八点跑步，如果下雨或书房回复留言，就没办法跑了。

因本周一二四均有推文，so……这偷懒的借口如何？



借口挺好，但称重器不给面子。

本周六早晨，同口径除皮净重 86kg(175cm)，环比增长 0.3kg——这个，应该算工伤

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

第982篇.　　2021.07.10 - 投资的指路人——《巴芒演义》读后感

蓦然　唐书房　2021-07-10

老唐在写《巴芒演义》之前已经出版了《手把手教你读财报》系列和《价值投资实战手册》。虽然相比其它几本书，《巴芒演义》的销量略有不及，但它的价值却丝毫不亚于价投手册和手财，甚至比其更重要，只需待时间验证。

一、投资的指路人

《巴芒演义》如同一位洞察百年投资史的智者，用朴实易懂的语言指明了一条路——一条可复制的价值投资之路。

不管任何事情，正确的方向是成功的前提，战术的勤奋并不能弥补战略的失误。如果选错了方向，只会越陷越深，所谓的复盘和总结出的经验仍然是错的。正确的投资之路有多重要，可能在市场里亏过几次然后再回过头来仔细思考投资的人有更深的理解。当然，初入市场者，若一开始就建立了正确的投资认知，那也是很幸运的，可以少走很多的弯路。

老唐在博览群书之后，通过抽丝剥茧的梳理，用近百年来众多投资大师的亲身经历，告诉了我们哪条路能走通，哪条路不能走。用章回体小说方式讲述投资故事，不仅文风独特，其中包含的许多原创思想和阐述在中文世界也绝无仅有。不仅对价值投资中存在的诸多分歧争议和困惑给出了清晰明确的解释，还将零散的知识串联起来，对于新、老投资者来说都是一部不可多得的大作。

二、为何要指价值投资这条路

1. **歧路纵横交错**。股市中的投资方法众多，价值投资、图形技术、数据指标、庄家主力、热点追踪、板块轮动、缠论中枢等等，可谓眼花缭乱，很让人容易产生“行路难！行路难！多歧路，今安在？”之感。倘若就此误入歧途，在亏损本金的同时，还失去了投资中最重要的财富，时间。

2. **价投之路能走通。**《巴芒演义》指出的是一条经过前辈大师们长时间验证的可复制的康庄大道。书中通过讲述价值投资从无到有的诞生，又从烟蒂股模式到陪伴优质企业成长模式的转变，揭示了价值投资的本质。

（1）起源

企业的经营增值来源于经济的自然增长。人类社会的生存发展、需求增加、科技进步，推动了 GDP 的不断增长。在这个过程中，企业是主要的财富创造者，可以分享到由经济增长带来的持续增加的利润，长期必然看涨。

格雷厄姆提出，股票不是一个交易筹码，是企业资产和业务的部分所有权凭证，这种凭证的价值是由企业本身的内在价值确定的。短期而言，股票价格变动主要受供求关系影响，有各种偶然因素的叠加，没有规律。但长期而言，由于资本的逐利天性，一定会推动股票价值回归，最终导致股票价格都由价值决定，围绕价值线上下波动。

内在价值大致等于投资者愿意整体收购公司时所出的价格，准确值难以计算也没必要，但是有一个可估算的范围。**它的意义在于用来充当衡量比较的锚**，判断在最差情况下企业的破产清算价值也能高于买股票的投入成本，为其提供足够的担保，从而形成“安全边际”。换句话说，**投资就是要以低于内在价值的价格去购买股票**，即使是企业经营不善破产的情况下，还能有偿还债务后的剩余资产分配，来为股票的价值兜底，这个兜底价值可以模糊视作内在价值的下限。在这个兜底价值以下买入股票，遇到最坏的情况仍然可以收回成本略有盈余。**其本质就是通过比较市价和内在价值，寻找价差，来实现以小换大，以少换多。**在这种思路的指引下，格雷厄姆建立了烟蒂股投资模式。施洛斯和早期的巴菲特，都在烟蒂股模式的投资中获得了不菲的成果。

（2）进阶

烟蒂股投资揭示了价值投资的本质，但是这种方法存在一定的局限性。首先，随着科技的进步和信息传播的发展，烟蒂股模式所面对的投资对象越来越少；再者，是这种模式容纳的资金量有限；最后，不管是像施洛斯一样进行大量枯燥的数据统计工作，还是巴菲特早期的推动企业进行破产清算，对大多数人来说，都很难称得上幸福享受生活。尤其巴菲特自己讨厌被称作“破产清算人”，想要的是大众的喜欢。

在这种情况下，巴菲特受到芒格和费雪的影响，对格雷厄姆的投资思想进行了改良。开始从“关注企业现有资产清算价值”，转向“关注企业未来自由现金创造能力”，以合适的价格购买优质企业，建立了陪伴优质企业成长的价值投资模式。

这种改良的转变，**其根本的投资逻辑依然是比较**，只不过将作为比较对象的内在价值**从企业现有的资**

产清算价值转变成了未来自由现金流的折现，关注重心也就从“现在拥有”转向“未来盈利”，**是用今天的价格和未来所产生的价值进行比较。**以合适的价格去购买优质企业，即使出价高出企业的账面价值一些，但仍然是非常便宜的，成长因素会导致目前暂时的高价回落为合理甚至低估。

不管是烟蒂股投资模式，还是陪伴优质企业成长模式，其投资的底层逻辑是一样的。**通过比较市价和内在价值，寻找价差，让今天的购买力在未来增加，实现以少换多。这就是价值投资的基石，也是必然赚钱的逻辑。**

3.**价投之路可复制。**格雷厄姆所创造的价值投资理念，不同于锚定交易价格的低买高卖，它锚定的是企业内在价值。前者的获利依赖于“接盘侠”的出价，各种图形研究方法玄之又玄，而后者甚至可以不依赖股市是否开市，将关注点放在企业上，不受特殊制约，不存在特定情况，具有普遍适用性，是步骤可重复、可验证的科学方法。

三、如何指路

“古之学者必有师。师者，所以传道授业解惑也”。《巴芒演义》集传道、授业、解惑于一体，不仅指了路，还教了怎么做，顺带解了惑。

传道——百年历史演变，投资正道方显

书中以价值投资派“开山祖师”格雷厄姆的成长为起点，将价值投资的演变与巴菲特等大师们的经历相结合，娓娓道来。通过大师们的经历，总结出四条有复制价值的投资正道：低费率的指数基金模式，确定的套利机会，烟蒂模式，陪伴优质企业成长模式。

其中，指数基金模式应该是最合适大多数普通人的投资方式，最为简单，无需能力圈，只要长期投资于类似沪深 300 指数基金的低费率宽基指数基金，即可获得高于 GDP 增长速度的回报。剩下的三种，本质都是通过比较来寻找价差，实现投资回报的增长。值得一说的是，这里的陪伴优质企业成长模式，主要是指 1972 年至 1999 年间巴菲特的投资方法，这也是大多数的价值投资者，最该学习研究的道路。

授业——旁征博引研析，深入浅出释理

“传道”指明了投资的方向，“授业”教会了投资的做法。

1.**正确面对波动，不要预测市场**

人类的生存发展过程，受益于对事物进行预判和经验总结，已经形成了根植于基因当中的逻辑归纳能力。所以当面对市场的 K 线图时总会出于本能地去判断后期走势。所有的追涨杀跌、抄底逃顶、先行离场避险等，根源就是想借助热点信息、技术指标等方法去预测市场走势。

这是病，得治！

根治的方法老唐早已给出，就是：

坚信自己不具备预测短期股价波动的能力，或者说短期股价波动根本就不存在某种可以被发现的规律。如果有，那也一定被配备超级计算机，拥有哈佛牛津世界顶尖名校的各类学科博士博士后，或者那些拿过诺奖的以及正在拿奖路上的教授们发现并拿走利润。这些和财富直接挂钩的规律（如果存在），一定轮不上你我来发现利用，毕竟我们手里拿的是简陋计算器，学历、智商也是处于普通大众之间。明白这一点后，在做任何投资决策时，只要加一句：**如果我完全不知道明天股价会涨还是会跌，我今天会怎么做，为什么？”**，一切就圆满了。

（1）**远离杠杆，不要做空**

老唐说这是价值连城的八个字，一点也不为过。哪怕别的价投理念都没学到，只要牢记这八个字，也是一笔相当大的财富。

杠杆和做空的本质，其实就是信任自己对趋势的判断。当自己感觉接下来会怎么走时，心里会产生这样的想法："这明明、肯定、一定要涨，为什么不获取最大收益呢？这公司有利空，股票肯定下跌呀，做空！"但是，**市场走势并不会因为某个人的意愿而去迎合！**高估之后照样会暴涨，低估之后也照样会腰斩。你以为到底了？岂知后面还有脚底斩。

你对公司的长期判断可能是正确的，会涨到合理位置，**但短期的不确定性完全有可能将加杠杆的你甩下车**，倒在黎明前，后面的确是价值回归了，也涨起来了，可是和你又有什么关系呢？A 股的价值标杆茅台，2018 年中的高点 803.5（除权价）对应静态市盈率 37.3，合理估值范围。但是接下来 4 个月时间就一路跌到了 509.2，跌幅达 36.6%，仅需三倍杠杆就可以一切归零。而从 2018 年底一路攀升至 2021 年初的两千多，已经和提前倒下的人再没任何关系。

（2）**宏观预测是废纸**

宏观因素确实会在短期带来市场的波动，那么能否利用呢？凯恩斯和长期资本的例子告诉我们，答案是否定的。

宏观经济学鼻祖凯恩斯，作为那个时代，可能是全世界掌握经济数据最全面的人，依然用自己的两次投机行动证明了，无法借助市场的系统波动来买卖股票获得盈利。之后彻底转变投资理念——"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"。

长期资本组建的豪华阵容团队，包括两位诺奖得主、美联储副主席，堪称金融届的"梦之队"。虽然最初的 4 年多时间里，取得了惊人成绩，但是，十级西格玛事件依然降临，让设计精密的模型损失惨重。之后，他们吸取教训又创立了一只基金，然而在 2008 年又踩中极小概率事件，被迫清盘。

如巴菲特所言："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"。

当真正理解了市场先生的出价只可利用，不可预测，就已经很大概率站在赢的一面了。

2.如何进行估值，投资真谛至简

投资和估值是一种思维模式：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。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。说白了，**估值就是比较，比较不同资产之间的盈利能力。**

巴菲特投资体系的精髓，几乎都包含在了农地案例中。

买入农地时，农地每年的产出高于无风险收益，所以选择买地，这个过程就是估值。

买入农地后，并不能预知其它同样地块的交易价格，他们出低价进行交易并不代表你亏损了，决定权在于自己，可以不卖。

当市场出价所能获得的无风险收益远高于每年农地产出时，可以卖出，换取无风险收益。这就是面对高估的情形。

当市场出价所能获得的无风险收益低于农地产出时，继续持有，获得农地产出收益。这就是面对合理区间的情形。

当市场出价过于低时，甚至可以用农地产出再买一块地。

所以，在买入农地后面临的选择就只有两种：第一，持有农地，获得高于无风险收益的回报；第二，市场出价太高，卖出，获取比持有农地更高的无风险收益。

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。

简单的例子道出了投资的真谛：**别瞅傻子，瞅地！**

到股票投资中，就是在**高估时卖出，低估时买入，合理区间持有。除去买入、卖出，中间过程的坐电梯是法定待遇。而关心的重点，永远是企业本身的价值。**

解惑——大师亦是凡人，一概而论莫取

书中对价值投资中存在的诸多疑惑给出了明确的解释，此处选取两个自身感触最深的做一简述。

1.**高市盈率到底卖不卖**

好企业在高估时是继续坚定持有还是坚决卖出呢？作为颇有争议的话题，从巴菲特对可口可乐这一投资生涯的经典案例中可窥一二。

巴菲特自 1988 年底开始买入可口可乐，至 1998 年中，不到 10 年时间获利约 13 倍。此时，可口可乐市盈率超过 50 倍市盈率，是巴菲特宣称“死了都不卖”的公司。然而，自 1998 年 6 月后，直至创出历史新高的 2019 年底，21 年时间，可口可乐年化回报率不足 3%，连债券也比不了，更不用说股票指数。巴菲特后来也反省道，“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”。

对比 2021 年初市场中的茅台，这个话题应该更加令人印象深刻。诚然，好企业应该值得长期陪伴，但是“All cash is equal”，金钱都是等价的，优质企业赚的钱也不比其它的现金高贵到哪里去，在资本逐利的天性下，终将会把高估的溢价抹平，向无风险收益靠近。

在这个案例中，巴菲特和芒格对可口可乐未来业绩的乐观判断，也是没有在 50 倍市盈率以上卖出的一个重要原因。值得我们学习的是，即便类似可口可乐这样产品简单的企业，投资者依然难以对其利润增长水平做出准确判断。而在企业发展顺利、市值增长喜人时，投资者更容易做出乐观预测。所以，作为投资者在对企业经营进行判断时，要不断修正判断，以三到五年内的范围为宜。

2.**巴菲特的投资方法怎么学**

在其它与巴菲特相关的著作中，对于巴菲特的投资生涯都是一个整体概述，没有划分阶段明确指出该学巴菲特投资生涯的哪些部分。若是不条分缕析地辨别清楚，很容易产生误解。《巴芒演义》对巴菲特的投资生涯进行了深入肌理的剖析，从根本上理清了向巴菲特学习的方向，该学哪里，不再盲从。

巴菲特的整个投资生涯，从投资理念的角度划分，以公认的分水岭，收购喜诗糖果为界，可以划分为烟蒂股体系和陪伴优质企业成长体系两个阶段。其中，烟蒂股体系为 1957—1971 年，15 年 41 倍，年化回报率 28.1%，同期标普 500 指数年化收益率为 9.6%。

第二阶段，陪伴优质企业成长阶段，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%，同期标普 500 指数年化收益率 14%。这个阶段的巴菲特所选择的投资对象、所依据的投资逻辑，都是最值得深度学习的。

2000 年初至 2019 年底的下半场，共 20 年时间，年化收益率 10.1%，同期标普 500 指数年化收益率 6.1%。

这期间，由于钱太多以及投资方式受限等原因，造成了投资收益率显著下降。这段时期于普通投资者学习意义不大。

结语

在投资的道路上，《巴芒演义》试图为每位打开书的读者指明道路，建立起正统的价值投资理念体系。当深刻理解了价值投资的理念，能正确对待市场波动，剩下的就是通过学习不断扩展自身的能力圈。

不用理会市场噪音，专注于自己的农地，用自己喜欢的方式去投资去生活，那便是如苏东坡所言：

莫听穿林打叶声，何妨吟啸且徐行。

一蓑烟雨任平生，也无风雨也无晴。

第983篇.　　2021.07.14 - 书房拾遗第17期

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-07-14

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。

大概每凑够四五千字，就推送一期。今天是第 17 期。



@巨浪：老师，您有一次在提到指数估值时，说指数包含公司所赚的利润并非全为真，因此取一个折扣系数 0.8。想请教一下，这个 0.8 的取值有什么依据吗！

@唐朝：没有依据，拍脑袋的。

2021 年 6 月 16 日

@公子羽：唐老师，下午在复读您写的海螺水泥，文中每年的资本性支出，具体由哪些科目组成呢？

我看现金流量表的 购建固定资产无形资产和长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额，数字跟您表格对不上啊，很疑惑，希望老师指点。

@唐朝：海螺每年财报都有直接披露“资本性支出”的准确数字，不需要自己去加，在财报里搜索关键词“资本性支出”即可。

2021 年 6 月 16 日

@消逝的念想：请教唐师：新手财 121 页关于 投资收益=转让对价+剩余股权公允价值-（原持股比例*子公司净资产+商誉）该怎么理解呢？

@唐朝：就是相当于将手头所有股权全部卖掉。

（转让对价+剩余股权公允价值）是全部卖掉的所得。（原持股比例×子公司净资产+商誉）是成本，差额就是投资收益。

@消逝的念想：那计算的时候，商誉需要乘以原持股比例吗？

@唐朝：不需要。全额商誉。

@消逝的念想：噢，我明白了，是因为商誉只有在收购的时候才会产生，所以不管公司持有多少比例，商誉都是全额归入公司成本，唐师，这样理解对么？

@唐朝：对！

2021 年 6 月 16 日

@厚积薄发：我注意到，老唐在去年 4 月 27 日发表的文章中指出，茅台酒出厂价越晚提价，越可能是 1519 元。而在今年 4 月份发表的文章中假设，2022 年茅台酒的出厂价为 1299 元。

请问老唐，这是否意味着：

1）你觉得茅台可能会在明年先将出厂价提高至 1299 元，后年再提高至 1519 元？

2）你觉得出厂价 1519 元过于乐观了，而 1299 元较为合适，可能性更大？

@唐朝：1）一般不大可能连续提价，2）倒不是可能性大小，而是测算买点的时候，我会倾向于选择保守一些的可能。

2021 年 6 月 17 日

@Mr.亮：格力的网店为什么叫格力董明珠店，难道格力是董明珠一个人的？

@唐朝：我个人认为这个确实有点私心。

消费者肯定是知道格力的，比知道董明珠的人多。就好像知道海尔的人，比知道张瑞敏的人多，知道茅台的人比知道季克良的人多。

即便不考虑知识产权归属问题，仅仅从品牌传播、影响和利于销售的角度，都应该强调格力，而不是强调董明珠。

2021 年 6 月 18 日

@风：美的缺少道德。股价没到 140 却要 140 回购，既然 140 要回购为何第二天不拉涨停板呢？还是为了机构出货让小散接盘。当时看到说要 140 回购我都懵了。

唐朝：回购的标准表述是不高于 X 元。不高于 X 元，并不代表就是 X 元。就像小岳岳说「月薪不到 10 万」一样：每月 4000，到 10 万了吗？

2021 年 6 月 18 日

@SUNKAI：美的的公子开厂给美的供零部件这事，老唐怎么看？

@唐朝：我在手财里写过，关联交易不见得都是坏事，也有他有利的一面。公平不公平，关键还是要看交易条件。

以下内容摘自老版《手财》226 页，以及《新手财》298 页。

中国商业社会目前尚不具备完全的法治环境，很多商业行为仍然主要依赖信任而非契约。企业与关联方知根知底，容易产生信任，合作过程中出现变化也容易协调，再加上肥水不流外人田的思想，所以几乎每家上市公司都有关联交易存在。

关联交易有很多有利之处，例如节约交易成本，建立更加可靠的供应或需求关系等，但也存在损害上市公司利益的风险。我们关注 “关联方及关联交易”，主要是警惕其中有没有显失公平的异常交易。

显失公平，包括交易条件和价格是否严重偏离市场正常条件和价格，上市公司是否产生大额应收款或高额预付款，是否有风险巨大的关联担保，以及这些交易是否有必要性，等等。

这些内容，阅读者对行业越熟悉越能做出正确判断；对公司历史关联交易记录越熟悉，越有助于做出正确判断；对该企业及其竞争对手的财报阅读越多，越有助于做出正确判断。

2021 年 6 月 18 日

@Alice：美的自从上市起每年回购，每年股权激励，规则眼花缭乱的，而且激励的标准和门槛非常低，我真的看不懂。市值管理的太厉害了，担心。

@唐朝：一般来说，有控股大股东参与决策的公司，推出的股权激励方案我一般都比较放心。

2021 年 6 月 18 日

@李宁：唐老，为什么不将海尔一块看了，国内白家电就这三家。

@唐朝：想干的事情很多，而人生时间有限。格力美的这两家，是大家投票点杀的，我算是交作业，就偷懒不给自己额外布置作业了 

2021 年 6 月 18 日

@马克思靠谱：为啥消费第一，投资第二？

@唐朝：价值观问题，没有为什么。你要选投资第一，也没错。

2021 年 6 月 18 日

@开放刘：请教下，对美的过度多元化如何看待，美的这个品牌代表什么产品，对消费者心智和认知有什么影响？

@唐朝：还好吧，有品牌矩阵，也在往不同品牌不同定位方向努力。

2021 年 6 月 18 日

@Fighting：有一个关于双方年报的问题，在经营分析中都对各自的产品进行了大篇幅的描述，想请问下唐老师这部分内容需要每份年报都仔细阅读下来吗？

@唐朝：你认真看过一份的话，其他的大概你也知道哪里有变化，关注一下变化就可以了。

2021 年 6 月 18 日

@海阔天空：请教老唐。看到水泥和今天文章的估值中，三年后都用的是 2023 年。

从今年算起的话，三年后我理解是 2024 年，翻看你 2020 年发的茅台估值用的就是 2023 年，这三年后应该怎么来取值？

@唐朝：去看 2020 年最后一篇实盘周记《老唐实盘周记 2020/12/31》，文中详细讲过。

2021 年 6 月 18 日

@师太别客气：老唐，请教一下美的手上 800 多亿货币资金，干嘛还要借 400 多亿的长期债务，还有快 100 亿的短期债务，而且这两个债务还有扩大的趋势！难道借的钱利息低吗？

@唐朝：主要是境外收购的时候，外汇额度批不出来。所以只能拿着大把人民币，境内担保，在境外借外汇完成收购。

2021 年 6 月 18 日

@cjc：美的 2020 年财报 212 页，支付的其他与经营活动有关的现金里面，销售费用（不包含职工薪酬和税费）。

我想是不是现金流量表里的“支付给职工的现金”里已经计算了销售及管理人员的工资，所以“支付其他与经营活动有关的现金”再算就重复了。

@唐朝：是的。那个科目只是说，销售费用里包含的薪酬，不在“支付的其他与经营有关的现金”之“销售费用”科目披露（在别处披露），不是说销售费用里不包含职工薪酬。

2021 年 6 月 18 日

@LCY：请教，茅台的基酒生产量与成品酒销售量的关系是：今年的销量大致相当于四年前的基酒产量的 75%-85%。

我统计了从 2008 年以来的数据，大部分是符合的，2014-2015 年销量低于四年前基酒产量，而 2019-2020 年销量高于四年前基酒产量，尤其是 2019 年高的多，请问是什么原因导致的呢？是增加销售了库存酒吗？

@唐朝：向书房发送“算盘”，提取 2017 年 10 月 28 日文章《李保芳的小算盘及茅台的重估》，里面就有你这个问题的答案。

而且，当时老唐可能是全网第一个提出这种观点的，它直接指导了老唐 2017 年后对茅台的持股。

2021 年 6 月 20 日

@风：人家买了格力，你去说格力的不好，所以人家骂你也不奇怪。重仓了，当然听不得负面新闻。

@唐朝：重仓就听不得负面新闻的人，注定是股市的送财童子。

2021 年 6 月 20 日

@陈百万：唐叔，我做着餐饮业已有一年，每个月虽剩下两千元用来投资，但不开心的，想换个行业试一下。

新行业虽然前期可能没有什么钱，但应该会开心和激情点，后期也有发展空间，同时也更多自由时间，生活也相对固定。唐叔，要是你会怎么做选择?

@唐朝：是我的话，我肯定是做自己喜欢的事情优先，金钱第二。至于追求自由时间，在还穷着的时候应该有点奢侈吧？

2021 年 6 月 20 日

@胡阳：唐老师，为什么高瓴资本投资格力对您来说不是加分项呢？张磊的哑铃理论，做传统企业对接资源的桥梁，帮助格力全球化不是有利吗？求赐教！

@唐朝：别瞅傻子，瞅地。别人的买或卖，和我没有关系，谈不上加减分。至于你说的哑铃和桥梁，我不懂，没有观点。

2021 年 6 月 20 日

@谢辉：老唐，美的创始人何享健被经销商绑架这个事情怎么看？

@唐朝：提醒了我们，有钱人一定要注意保护个人隐私，保护自己及家人的安全。

2021 年 6 月 20 日

@流水绕石：唐老师，我最近对美股挺担心的。不是我不了解您的思路，但是宏观上的东西该防御还是要防御的。

@唐朝：这说明你还是不了解我的思路😁

我的思路是：若有能力防御，那是一定要防御的，不防御是傻子。

但很可惜，因为我没有防御宏观的能力，所以才省下防御的力气去看手撕鬼子。

2021 年 6 月 20 日

@定位器：唐老师您腾讯的卖点在 7 万多亿，如果 7 万亿后，估值只有不到 30 倍，您还要卖出吗？

我搞不懂您设定以未来某市值卖出的意义，好公司不是业绩消化估值一直持有吗？

@唐朝：卖点会随着时间推移以及公司经营发展动态调整的，通常在年报、年中以及有重大新信息的时候。

2021 年 6 月 20 日

@滴水岩：请问老唐，你的《价值投资实战手册》中提到企业的最终价值等于未来自由现金流的折现，也介绍了估值的算法。

这种算法是不是不适用于银行、保险等高负债企业，这些企业的自由现金流是怎么考虑呢？

@唐朝：是的，不适合。关于金融企业的估值，可以看《手把手教你读财报 2:18 节课看透银行业》银行估值部分。

2021 年 6 月 20 日

@koko：老唐你好！问一个问题，望解答:应收账款中坏账准备的收回与转回有什么区别？

我记得你说过已经核销的坏账收回时会在财报中体现，是否指的就是这个坏账准备的收回与转回？

@唐朝：看《手把手教你读财报 2:18 节课看透银行业》第 115~117 页。

2021 年 6 月 20 日

@云帆：人间真实啊！老唐卖茅台时候群体嘲讽，现在都在投顾群里询问“茅台该不该割了”。

@唐朝：爱过知情重，醉过知酒浓。有些事情，总要经历过，才会有真感受。不责怪他们。

2021 年 6 月 21 日

@陈逸：请教老唐一直有个小小的疑惑，您的投资能力毋庸置疑，在您这里也学到了很多知识。

您已经不必再去为了生存而去工作，为何平时还会有些特约发布的广告呢？在我看来您的身价根本不需要这些额外的收入。

@唐朝：你这说法，就好比说马云应该让你在淘宝随便拿，马化腾应该让你免费玩游戏，王健林应该让你免费看电影…一样，以他们的身价都不需要这些额外收入了。

让我正面回答你的问题：

1）我需要这些额外收入。给别人创造了价值的人，都能坦坦荡荡地大把挣钱，尽情享受富足的生活，这才是世界应该有的样子。

哪怕我资产再增长 100 倍，我也不介意继续多赚点“额外收入”。正如巴菲特的名言“人世间比赚钱更重要的事情很多，赚更多的钱就是其中一件。”

2）广告还可以帮我找出那些认定老唐就应该免费奉献，只要不是纯免费，就表示强烈不满甚至破口大骂的人。

然后我可以安静地拉黑他们，避免让他们受到书房广告的骚扰。这样彼此的生活圈都会更加快乐一些。

综上两点：书房的广告会一直存在，且每个人关注书房时，都会收到我设定的提醒：书房每周会有广告，若不能接受敬请取消关注🫵

@陈逸：倒也没有说想只看您内容不花钱，您的书也都购买阅读并有收获，感谢您的解惑。

@唐朝：请一定不要认为买了我的书，就是支持我，为我花钱了。我认为买了我的书，要么应该感谢我，要么至少也是两不相欠。

@陈逸：我从来无意攻击您，相反还是很钦佩您，也没有对您破口相向，也没说您接广告有什么不好，只是对特约发布略感疑惑，不知为何您有这么强的反击力？如冒犯了您，那此事我道歉。

@唐朝：接受你的道歉。但我认为你到此时，依然没有意识到你的问题很过分。

补记：2019 年 7 月，我曾成文回复过六个类似的敏感提问，分别是：

问 1：你已经那么有钱了，为什么还要接广告呢？

问 2：如果你真有足够的资本，把心思花在研究企业上，从股市里挣钱，不是更加光明正大，挣钱更多更快吗？为何要耗时耗力写文章求出名，然后卖广告赚钱呢？

问 3：你为何不能堂堂正正开个收费的圈子，比如知识星球，让认可你的人付费，愿打愿挨公平交易？

问 4：老唐，为什么你的广告推的越来越频繁呢？

问 5：为什么你不能在推送广告的时候，顺带写点干货呢？很多时候，辛辛苦苦等半天，看见更新，满怀激动打开，结果是个广告，那种失望和愤怒，你能感受吗？

问 6：老唐，你能不能直接回答我，你能保证你推的广告都靠谱吗？

点击右边的文章标题即可阅读  《关于书房广告及知识星球、收费阅读等敏感问题的问答》。

强烈推荐花几分钟读一遍吧，也是个增进沟通效率的过程，值得 

2021 年 6 月 22 日

@Benboy：老唐一句“帮百万以下的人成长，比帮富人赚钱更快乐”，感动之情无以言表。

@中：老唐在做一件伟大的事，帮普通人变富。

@唐朝：老唐是个平凡的小人物。如果书房分享“居然”成为了一件伟大的事情，那也是我主观为自己、客观不小心帮到了他人。仅此而已，不要拔高 

2021 年 6 月 22 日

@The one：老唐，请问你有考虑过小米吗？是否因为港股配置过高而选择美的吗？

@唐朝：没考虑。与港股 A 股配置无关，是我不投刚上市的新股（手财里写过的），这是原则，任何公司都不例外，哪怕是茅台。

2021 年 6 月 22 日

@赵海飞：唐老师，债券评级报告里有一个刚性债务，有个利息倍数，不太懂，您知道否？

@唐朝：利息倍数，就是年度息税前利润/年度应付利息。

2021 年 6 月 22 日

@叶啸雨：今天又看了一遍利亚德浅印象，实际已经看了 4-5 遍了，感觉这辈子都到不了老唐的水平和高度，有点小难过。

@唐朝：人们往往高估自己当下的能力水平，同时又会严重低估自己未来的能力水平。

究其原因，主要是受想象力限制，对知识的复利增长速度估计不足 

2021 年 6 月 23 日

老唐 2021-07-15 12:00:59 发文本消息：强烈建议读一次这篇文章→点击这里跳转原文 [抱拳]谢谢。

《关于书房广告及知识星球、收费阅读等敏感问题的问答》

第984篇.　　2021.07.17－读《巴芒演义》，入价投之门

远峰的风　唐书房　2021-07-17

《巴芒演义》是隐士唐朝先生的第四本大作，正如作者自序所述：这是一本用茶馆评书和章回体小说的外壳包裹着的，严肃正统的价值投资理念和实战手册。

她以近一个世纪以来美国波澜壮阔的投资史为脚本，演绎了一场又一场“华尔街论剑”；

以巴菲特的摸爬滚打、不断思索为线索，阐述了其投资理念的日益进化；

她追本溯源，穷根究底，指出了可复制的四条投资正道：

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；并最终归结出价值投资的真谛“别瞅傻子，瞅地”。

《巴芒演义》是唐朝先生最得意的作品，然后目前的销量远不及作者预期，直言其价值被远远低估了。

不过，这样的局面我倒一点也不奇怪，不同于“价值”等易形成热搜的关键词，“巴芒演义”是一幅需要自己创造搜索关键词的作品，在不做推销不做导流的情况下，短时间内难以形成轰动效应并不意外；

我倒更愿意相信时间是《巴芒演义》最好的朋友，随着时光的酝酿，有缘的读者将不断汲取其养分，书友们口口相传，其影响力将越来越大，最终成为投资界经典且畅销的著作。

以下是本人《巴芒演义》读后感，准确地说是以《巴芒演义》为起点，对价值投资中若干问题的思索和感悟。

（一）投资概率论--市场有效吗？

市场总是有效吗？获利能力更强的企业是否一定值得更高的价格？这无疑是关键的一个问题。

如果市场无效，那么即使我们认识到“买股票，就是买公司所有权的一部分”也毫无意义：市场获利毫无规律可言，好公司跟坏公司都是无差别的投资对象，深度研究企业价值和投掷骰子做出选择并无差异，投资获利纯粹看运气。

然而生活常识告诉我们：更优秀的竞争者总是更容易获得更高的回报，市场绝不可能完全的“傻”，看起来市场是有效的。

不过当我们知道：以梅利韦瑟为首的长期资本公司汇集顶级投资精英，交易模型底层逻辑采用期权定价模型和有效市场理论，最终设计的精密模式却仍然遭遇黑天鹅，导致基金清盘。

或许我们又容易心中一惊：聪明如此哥，也无法破译市场规律，也许市场是无效的。

在我看来，市场是有效和无效的矛盾统一体，既有有效的一面，又有无效的一面，有时有效有时无效，其规律不可捉摸。

市场的有效，确保了正确的投资能够更大概率地取得好的结果，而不是理论上的正确，这也是理智的投资者敢于把金钱投向股市的重要原因。

市场的无效，一方面提供了超额利润的源泉，让智者能够先人一步，提前埋伏到有价值的洼地里；另一方面“市场保持非理性状态的时间，可能会持续到你破产以后”则深深地提醒我们，握好心中的戒尺，远离杠杆，使用长期资金做投资是多么重要。

（二）情绪的弦--如何正确面对波动

“如何面对市价波动”在投资中起着不可替代的关键作用。

1996 年致股东信里，巴菲特写道：

……

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”。

老唐常常说：“如何面对市价波动”是排在第一位的，因为这是解决赚还是亏的事情。”

面对波动，个人认为有三个要点和一个关键。

要点一：认识到股市是一群乌合之众组成的，股价是无序波动的，只可利用，不可预测。

事实上，连牛顿都说“我可以计算出天体运行的轨迹，却无法预测人性的疯狂”。

所以妄图追涨杀跌只怕输个底裤朝天，精准抄底如水中捞月都是徒劳无功的。

要点二：匹配能力圈

在自己能理解的范畴内做投资。所谓真知行不难，如果我们能对企业内在价值很好地进行评估，那么必然能对市场波动具有更好的抵抗力。

甚至我们会欢喜地去迎接这样的波动，因为这种波动有利于获取意外之财，低估赚股，高估赚钱，实现个人财富的更快增长。

要点三：长期资金

股价是随时波动的，“高估后还可能继续高估，低估后还可能继续低估”，做投资一定要做好资金长期不用的心理准备，作为一般投资人员，经验上要做好 3 到 5 年不动用这笔资金的考虑。

一个关键：情绪与性格管理。

面对波动，即使是智力水平相当、见识相当者，其心态不同也会直接影响投资结果。

即使是最著名的投资者也概莫能外，“神奇公式”提出者乔尔.格林布拉特的承压能力不好，就直接导致其放弃早期高回报的集中投资手法，转而走向分散投资之路。

关于情绪管理，我个人认为有两个要诀：

一方面，要经验积累，只有身处波动其中，从小金额的波动磨起，让心灵结茧，才有机会做到面对大金额的波动处之泰然；

另一方面，我认为根植于内心深处的个人性格并不容易改变，因此及早认识自己，做出符合自身情绪性格特点的选择至关重要。

（三）心中的锚--企业内在价值

老唐常常说：“如何面对市价波动是排在第一位的，因为这是解决赚还是亏的事情；而如何给公司估值是排在第二位，解决的是赚多赚少的问题。”

看起来似乎估值并不是必须的条件，在老唐的某篇文章里，甚至这样写道：

老唐甚至可以说，哪怕你完全不懂得给企业估值，照样不耽误捡钱。怎么捡？很简单，将资金平均分散到三五个行业、七八家公司（最多十来家足够了，不需要更分散了）业务简单的，利润含金量高的，历史 Roe 高的低负债率企业，直接以券商研究员预测的三年后业绩为准绳，使用老唐估值法，用三年后预计净利润×20 得出三年后合理估值，然后拦腰一刀就是你买入的位置。

但老唐又常常说“心中若无估值锚，红也惊心，绿也惊心；心中若有估值锚，红也逍遥，绿也逍遥”，从这句话理解，似乎没有估值，价值投资根本无从下手。

同一个人说的两句不同的话，到底哪句是对，那句是错？

当然揭开这层面纱并不难，老唐说的即使自己无法估算企业内在价值不要紧，那是因为有券商研究员计算出这一数据，投资者再采用保守的投资策略去采信。

同样的那篇文章里，老唐继续写到：

业务简单，这个不需要解释吧？就是你能明白他靠卖啥赚钱，让你去卖你也能知道怎么卖的那种。这条规则主要是为了防止所有研究员都不懂装懂说天书、扯鬼话。

利润含金量高，就是利润不是靠应收账款，不是靠处理家当，不是靠公允价值波动，不是靠说不清道不明的关联交易，挣来的。这几点判断，对读过《手把手教你读财报》的人，都不是难事。

历史净资产收益率高，是给你证明了这家企业过去有竞争优势。至于未来优势会加强还是会消失，你就别瞎操心了。反正你也不懂，消失的就认输，蒙对的那几只继续牛就足够好了。

低负债企业，是防止黑天鹅出现的时候，企业突然归零。前面赚再多，归一次零，结局都是零。既然已经沦落到使用笨办法了，就别去玩高难度。一般高负债的企业，通常都不简单，能随时十个盆八个盖舞来舞去不垮台的，能简单吗？

研究员，要是信不过一个，索性就多找几位覆盖同一家企业的券商研究员报告，将他们的预测加总算平均值。简单企业，这些研究员估计数据不会都错到天上去的。

20 倍市盈率是个保守的估值中枢，基本能保证届时或者能达到甚至能超，即便不能超也不会差的太远。然后你还拦腰一刀，就算是有错的，又能错到哪里去呢？

企业估值仍然重要，君子善假于物也，只不过其中的技能或许不是非得要自己掌握，而是通过采取可信的数据而已。

综上，以我对于“面对市场波动和企业估值”的理解，企业的估值是基础，如果没有对企业价值进行一个锚定，持有这样的股票，心里没底总是忐忑忑忑。

正确面对市场波动是前提，如果没有良好的心态去面对市场波动，即使能对企业进行估值，也会惴惴不安度过一天天，在自我怀疑中做出一个个违背纪律的决策。

（四）投资的栏杆--银行股启示录

老唐曾写过一本书《手把手教你读财报 2—18 节课看透银行业》，也曾持有过银行股票（民生、招行），然后却在 2018 年清空，后边也不再购买银行股，甚至谦虚地说自己不懂银行业。

这个是我的一个疑惑，带着这个疑惑，我在老唐的某篇文章里找到了答案。

“尽可能选择简单的企业。因为简单的企业，不仅利于自己可靠地获得研究结果，也利于市场其他资本在企业低估时较为迅速地发现投资价值，从而使市价回归企业内在价值的速度相对较快，是我们可以在承受较短时间压力的情况下，获得投资收益。”

也许以老唐的天资与勤奋，也能在银行股中取得不错的收益，但将更多的精力花到更简单、更可预测的诸如白酒等投资领域显然是更优的决策。

事实上，即使是巴菲特，其投资领域也是明显倾向于诸如可口可乐、喜诗糖果这样业务简单的传统行业。

正如巴菲特所说：“我们不学习屠龙术，我们只躲开恶龙。我们不挑战 7 尺跨栏，我们寻找可以跳过去的 1 尺栏。”

除了这一点，“简单的企业，不仅利于自己可靠地获得研究结果，也利于市场其他资本在企业低估时较为迅速地发现投资价值”，也是老唐退出银行股的重要原因。

投资实际上是一个智者引领，众人跟随的游戏。如果一个人独舞，很可能在黑暗中停留的时间太长，最终用去太多的时间证明了正确，而不容易取得更好的投资收益。

（五）知止：平平淡淡才是真

在购买《手把手教你读财报（新准则升级版）》签名版时，老唐额外在书上签字“知止”。

起初，我觉得这句话平平常常，不如老唐常常碎碎念的“日拱一卒，不期而至”、“怕什么学海无涯，进一寸有进一寸的欢喜”等有意境。

但书拿到手上久了，不时回顾，爱屋及乌，逐渐发现了在生活工作中这两字的份量。

我们中的大多数其实都很努力，有时我们足够幸运，努力有了效果、取得些许成绩，容易得意忘形时需要“知止”；

有时我们不够幸运，努力看似白费、目标难以达成时也要“知止”，这时候的“止”不是停止我们的努力，而是去降低欲望。

知止在投资界尤为重要，在股市每时每刻我们都会经受诱惑，手头的股票永远不可能是市场上涨幅最高的股票。

如果心中无定力，随波逐流，追涨杀跌，而不静下心来做自己的投资，企图不切实际地完成财富积累，就很有可能误入歧途，即使一时侥幸成功，也很有可能在下一个回合被针扎破泡沫。

知止、稳扎稳打是普通人取得成功的窍门。

（六）持久：长期持有是结果，而不是目的

市场上有一种声音，认为好的企业就应该长期持有，死了都不卖。甚至有些人将长期持股同价值投资等同起来，并认为“巴菲特也是这么做的”，真是这样吗？

翻开《巴芒演义》，我们可以发现：

巴菲特反省道，“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 倍市盈率时卖掉可口可乐”。

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。

今年 2 月 25 日，97 岁的查理·芒格作为 Daily Journal 董事会主席及大股东，在股东大会问答环节也谈到这个问题。

芒格：我相信其实每个人可能都愿意高抛低吸。对于股票投资来说，这很正常。当我们遇到好公司的时候，肯定想用一个比较好的价格买到它。但如果在泡沫出现的情况下，好公司的价格太高，买它就不是一个好主意了。当然，我肯定也愿意在估值比较高的情况下持有股票，但是不能太高。

老唐常说“长期持有是一个结果，而不是一个目的”。并且知行合一，近期高估时分批卖出茅台，都证明了持有是被动结果而不是主动作为，是结果而不是目的。

致谢与声明：

本文所引用材料，全部来源于《巴芒演义》或老唐其他文中，所述仅代表个人理解，不排除有不当之处。

第985篇.　　2021.07.17 - 老唐实盘周记20210717

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-07-17

本周交易

无

当前持仓

目前持仓腾讯 36%，洋河 26%，古井 B6%，分众 4%，茅台 4%，陕西煤业 5%，海康 2%，美的 1%，恒生 ETF 17%。

另有福寿园 1 万股观察仓不计。

下表除“当前股价”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	36%	72000±10%	＜36000	80000	45116	564.00	0.28%
洋河股份	26%	4200±10%	＜2100	4700	3111	206.41	-11.42%
古井贡B	6%	920±10%	＜460	1060	485	109.95	3.55%
分众传媒	4%	①	＜770	1980	1208	8.23	-15.65%
贵州茅台	4%	26400±10%	＜13200	②	24570	1955.90	-1.15%
陕西煤业	5%	①	＜1020	2500	1114	11.14	30.07%
海康威视	2%	5800±10%	＜2900	②	5882	63.00	32.05%
美的集团	1%	8100±10%	＜4050	12000	4912	69.70	-28.05%
恒生ETF	17%	现金替代品				1.471	2.80%
沪深300						5094.77	-2.24%
上证指数						3539.30	1.91%
2021/7/17			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8337	

注：①采用席勒市盈率估值的企业，不估算三年后估值；

②剩余少量涨跌不卖的持股，不设一年内卖点；

③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；

④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。

附：上期数据

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	36%	72000±10%	<36000	80000	43077	538.50	-4.25%
洋河股份	24%	4200±10%	<2100	4700	2789	185.10	-20.56%
古井贡B	6%	920±10%	<460	1060	475	107.82	1.54%
分众传媒	4%	①	<770	1980	1211	8.25	-15.44%
贵州茅台	4%	26400±10%	<13200	②	24774	1972.11	-0.33%
陕西煤业	4%	①	<1020	2500	1038	10.38	21.20%
海康威视	2%	5800±10%	<2900	②	5635	60.36	26.51%
美的集团	1%	8100±10%	<4050	12000	4877	69.20	-28.56%
恒生ETF	18%	现金替代品				1.439	0.56%
沪深300						5069.44	-2.72%
上证指数						3524.09	1.47%
2021/7/10			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8337	

收益

2021 年年内收益 7%（四舍五入）。

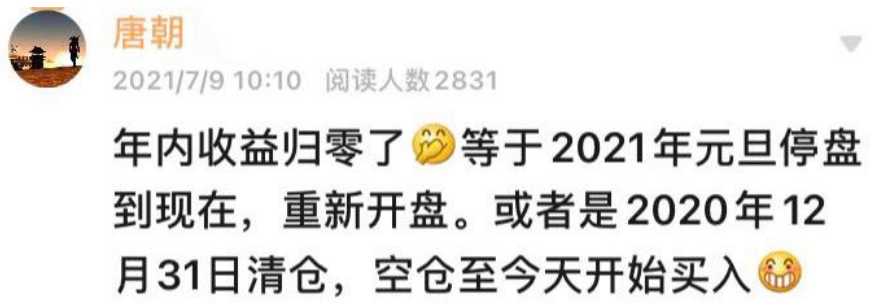
老唐实盘	年度收益	期末净值	期限/年	年化收益	HS300涨幅	HS300净值	HS300年化
2014	62%	1.62	1	62%	51.66%	1.52	51.66%
2015	13%	1.83	2	35%	5.58%	1.60	26.54%
2016	23%	2.25	3	31%	-11.28%	1.42	12.40%
2017	62%	3.65	4	38%	21.78%	1.73	14.70%
2018	-18%	2.99	5	25%	-25.31%	1.30	5.22%
2019	52%	4.55	6	29%	36.07%	1.76	9.88%
2020	66%	7.55	7	34%	27.21%	2.24	12.21%
2021/7/17	7%	8.08	7.55	32%	-2.24%	2.19	10.94%

注①：老唐实盘年度收益率，按基金净值法和实际收益率孰低取值，均不含新股收益。

注②：沪深 300 指数收益未包含每年 2%左右的分红，数据略有低估。

截止今天，年内六个半月的收益仅 7%，且这可怜的 7%，基本也就是从上周五到本周五短短几天里涨出来。

之所以记得这个，是因为上周五上午十点十分时，我还发帖纪念，说年内收益归零了



结果，巧遇当天反弹 2%，本周又上涨约 5%，得以本周记录 2021 年年内收益 7%。

即便如此，上半年依然可以定义为平淡的半年，符合 2020 年年终总结[《老唐的 2020 年》]一文里提到的 60 魔咒：



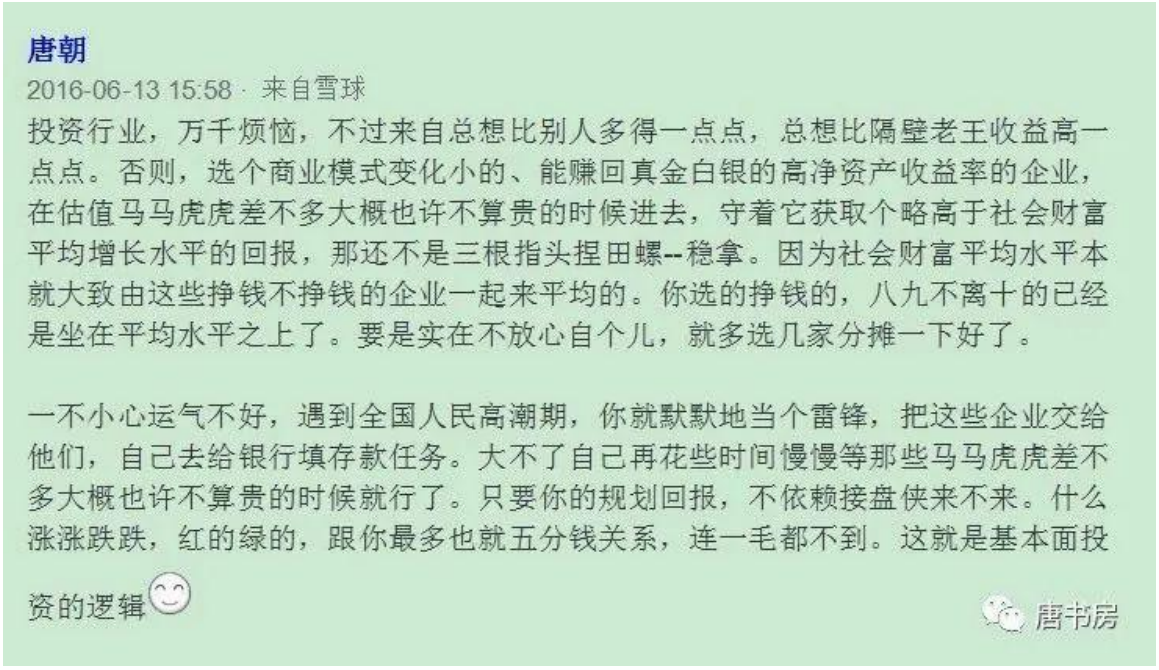
同样，2021 年这大半年的策略也就是年终总结里写过的那么简单：**买点买入、卖点卖出、中间傻坐。完毕。**

所有的买卖点位都是在半年前，甚至一年前就设好的到价提醒。

它们帮助我忽视和抗拒了短期的利空或利好影响，克服了市场先生的情绪干扰，使整个持股过程显得轻松愉快，不怎么耗时——因而有大把时间可以看书追剧🤪

可能部分抱着半信半疑心态围观的朋友，反而感觉很困惑：赚钱真要这么简单，怎么可能还有那么多人赔钱呢？🧐

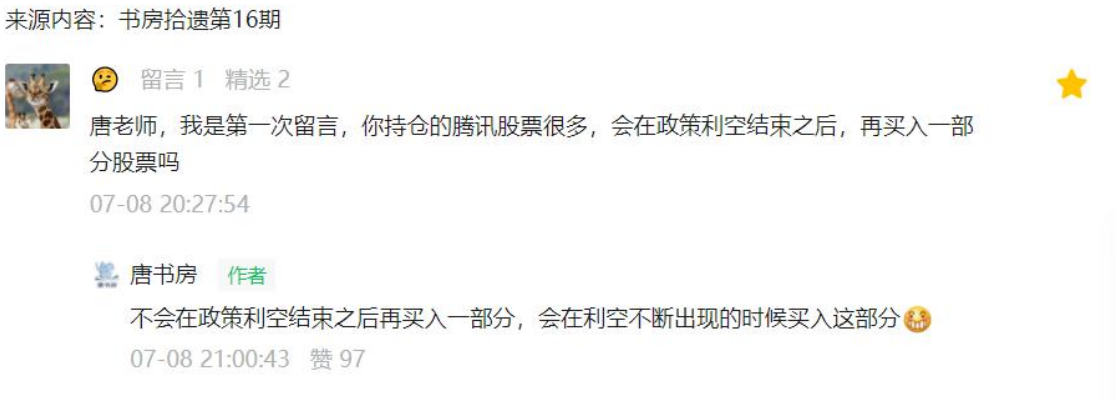
事实上，股市赚钱确实是一件很简单的事情。是大部分朋友的情绪波动和“额外加倍的努力”才将它变成了一件难事儿。



之所以放在今天聊这个话题，是因为赶上狗屎运，上周连续四次加仓腾讯后，短短的几天时间里，腾讯就展开了强劲反弹。

从上周五盘中低点 509.5 港币起算（我最低买在 514，但书房里确实有人买中 510 的，貌似还不止一位），一周内涨幅超过 10%。

这种短期冲击，对于在利空频传之时恐惧到哆嗦的朋友，是一堂很好的实时教学课，更有利于朋友理解上周四文章下面这段对话：



这句回复，也算是之前反复引用过的这段话的一个注解吧：

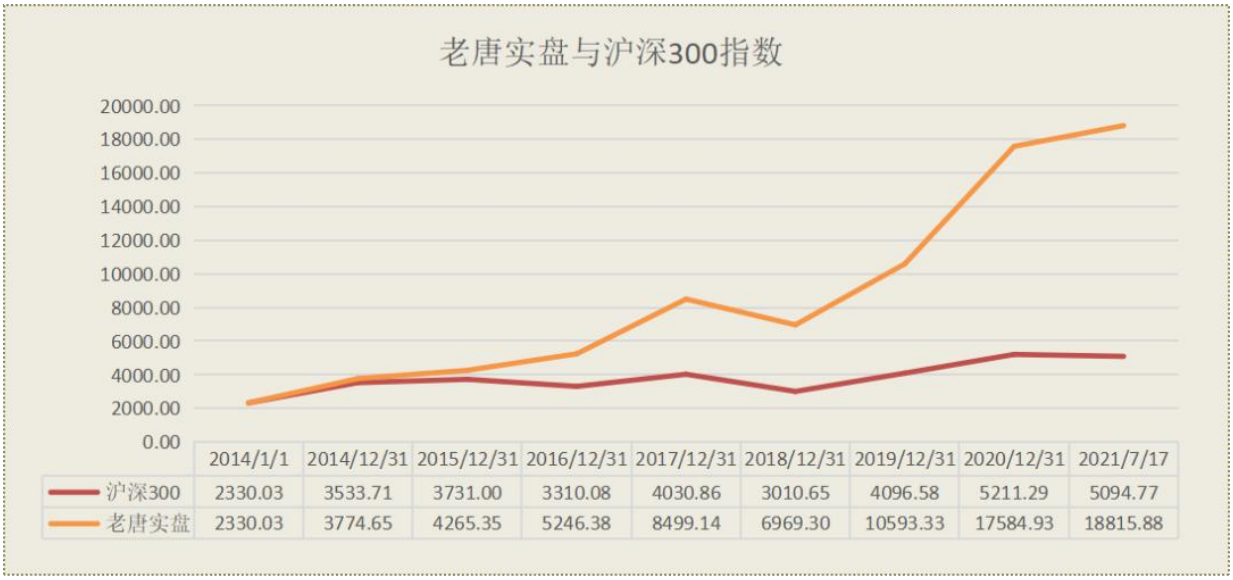
没有利空，没有怀疑，没有看淡，怎么可能让你遇到划算的价格呢？难不成，我们还能想象出利好满天飞、大家都乐观，同时股价却暴跌下来给你买入机会？真要是如此，或许很多人更不敢买了，因为那好像太邪门，总有点什么地方不对！

注意，可别将老唐特意加的这段关于趁利空买入的苦口婆心，庸俗理解为股价上涨后的嘚瑟

老唐没啥可嘚瑟的，本周将 2021 年年内加仓腾讯的所有记录翻出来统计了一遍，计算结果是 2021 年内平均加仓成本 578.4 港币，相比此时收盘价 564 港币，还巨亏 14.4 港币/股。

任何一位瑟瑟发抖、不敢动手的朋友，也比老唐高明足足 14 块钱还有富余

实盘与沪深 300 指数对比图



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/7/17
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	5211.29	5094.77
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	17584.93	18815.88

重要事项

1.腾讯收购搜狗获批。

继上周虎牙和斗鱼合并被否之后，本周市监总局无条件批准了腾讯对搜狗的收购。

目前还没有落地的利空，主要就是腾讯音乐了。

腾讯音乐自身体量还比较小。以 2020 年财报为例，全年营收 292 亿，净利润不到 42 亿。

腾讯持有腾讯音乐 49.06%的股权，故腾讯音乐对腾讯的年度归母净利润贡献不足 21 亿元，相比 2020 年腾讯接近 1600 亿的归母净利而言，占比很小。

依照目前最新的市场传言，说市监总局只是要求腾讯放弃独家排他版权的竞争手段，不会要求出售或分拆酷狗酷我，听上去总体威胁比前阵子传言有所降低，市场情绪正在转向乐观。

另外还有一个报道，也是值得注意的：昨天彭博社报道，说内地官员在与投行人员的会议中表态，当局计划让赴港上市的企业，免于接受网络安全机关的审查。

也就是说一周前宣布的针对海外上市企业的数据安全检查，不包含香港上市企业。只有赴美国等海外交易所上市的企业，才需要接受检查。

昨天中午，此消息传出后，港交所股价几分钟之内拉升 30 元（约 6%）。

如果这个消息属实，赴港上市的企业无需接受数据安全检查，同理可推，已经在港上市的企业，应该也无需面对此项调查。

这也是市场情绪转乐观的一个因素。

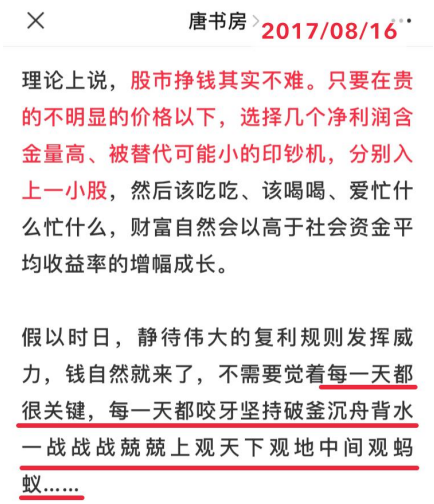
不过，昨晚外交部驻港公署的“深夜正告”，又透露了美方正在对香港的营商环境做“抹黑和制裁”，而我方则选择坚决还击。



下周香港市场关心的利空，可能就不再是腾讯如何，而是香港资本市场的定位问题🤦

你看，你只要持股，就必然会经常面对各种各样的利空信息。

如果你一一关心，那结局只能是“每一天都很关键，每一天都要咬牙坚持破釜沉舟背水一战战战兢兢上观天下观地中间观蚂蚁……😬”



至于有报道说腾讯阿里互相开放生态的事情，询问的朋友很多。

但很可惜，我看市场相关报道都还是轮廓，并无更多细节。究竟是互相开放哪些领域，开放程度如何，缺少更详细的报道。

故，我认为暂时没有办法评价，也无需着急评价。完全可以等官方细节公布后，再去考虑它的影响🤙

2.洋河股权激励方案出炉。

这周洋河第一期核心骨干持股计划出炉。

覆盖员工总数不超过 5100 人，持股规模不超过 966.131 万股——即公司截止此时回购的全部股份。

其中董事长、副董事长、执行总裁三人每人认购 1000 万元，其余 12 位高管合计认购 5300 万元，其

余约 9.2 亿由不超过 5085 名核心员工分享。

持有人	职务	拟持有份额上限（份）	拟持有份额占持股计划比例
张联东	董事长	10,000,000	1.00%
钟雨	副董事长、总裁	10,000,000	1.00%
刘化霜	董事、执行总裁	10,000,000	1.00%
周新虎	董事、副总裁、总工程师	5,000,000	0.50%
陈太清	监事会主席	5,000,000	0.50%
陈福亚	监事	5,000,000	0.50%
陈太松	监事	5,000,000	0.50%
林青	副总裁	5,000,000	0.50%
郑步军	副总裁	5,000,000	0.50%
傅宏兵	副总裁	5,000,000	0.50%
尹秋明	副总裁、财务负责人	5,000,000	0.50%
李玉领	副总裁	5,000,000	0.50%
张学谦	总裁助理	3,000,000	0.30%
宋志敏	总裁助理	3,000,000	0.30%
陆红珍	董事会秘书	2,000,000	0.20%
其他核心骨干（不超过 5,085 人）		919,167,686.30	91.72%
合计		1,002,167,686.30	100.00%

持股计划所覆盖人员，一律以公司回购平均成本 103.73 元认购，锁定期 24 个月，触发解锁条件为 2021 和 2022 年营业收入同比均增长≥15%。

如果业绩考核目标完不成，则对应股权由管理委员会在锁定期满后择机出售，并以实际出售价与员工购买成本（103.73 元）孰低金额，返还给员工。

孰低的意思，就是假如业绩考核目标完不成，则股票卖出价格高于 103.73 元的，利润归公司，本金还给员工。卖出价格低于 103.73 元，亏损由员工承担。

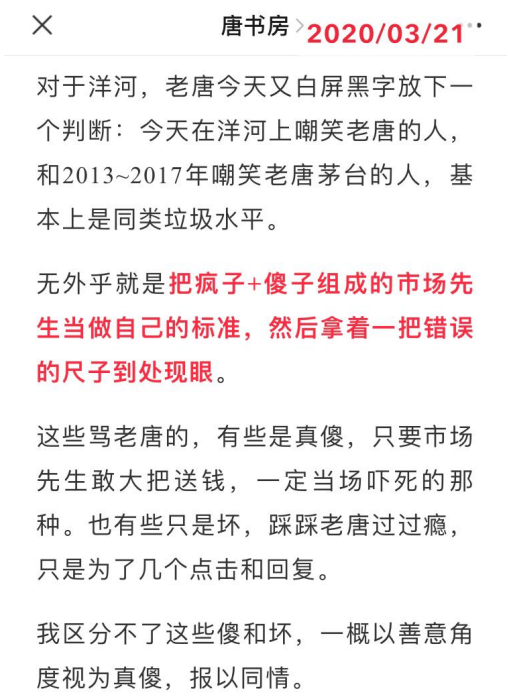
这个持股计划，实际上是兼顾了补偿/奖励（过去）和激励（未来）两种含义的方案。

之所以这么说，是因为这个方案有四个特点：**第一，送钱；第二，覆盖面广；第三，倾向于一线员工；第四，完成难度不大。**

首先说**送钱**。

目前股价在 200 元以上，员工以 103.73 的价格认购，基本意味着已经获得了翻倍利润，说它是送钱一点儿也不夸张。

说到这儿，老唐去年三月也曾通过洋河强行送过钱，收到的朋友请举手😁💪：



该文《我的第一难与你的第一难》发表于 2020 年 3 月 21 日，是个周六。

3 月 23 日周一全天最高价是 82.5 元，经历了两次 10 派 30 元的现金分红后，今天股价是 206 元。

假设 2020 年 3 月 23 日买中全天最高价，且不计算分红再投入，到今天也是 100 万变 257 万。你收到了吗？是全额收到的吗？

这周我统计腾讯加仓情况的时候，顺带统计 2021 年内老唐实盘对洋河的全部加仓记录，结果比腾讯的表现略好。

2021 年内老唐全部新增洋河的平均买入成本是 163.7 元，相对于目前的收盘价而言，小赚一点点。

感谢市场先生大起大落的送钱过程，愉快地收下了

跑题了跑题了，接着说持股计划**特点二：覆盖面广**。

我说个数据，大家就能基本感受到覆盖面有多广了。

2010 年洋河并购双沟后，两边加总的员工总数一共是 7090 人，而这次激励总人数是 5100 人。

考虑到 10 年来的人员流失（尤其是销售系统人员流失一般偏高），可以基本认定，绝大部分扎根洋河超过 10 年的老员工（甚至可能是全部）都享受到了这次回馈。

剔除高管认购金额影响，核心员工 5085 人认购约 9.2 亿，按照相对于目前股价对折的认购价格而言，相当于人均获利超过 18 万。

对于工资水平不高的苏北小城宿迁而言，算是一笔挺可观的奖励了。

特点三：倾向于一线员工。

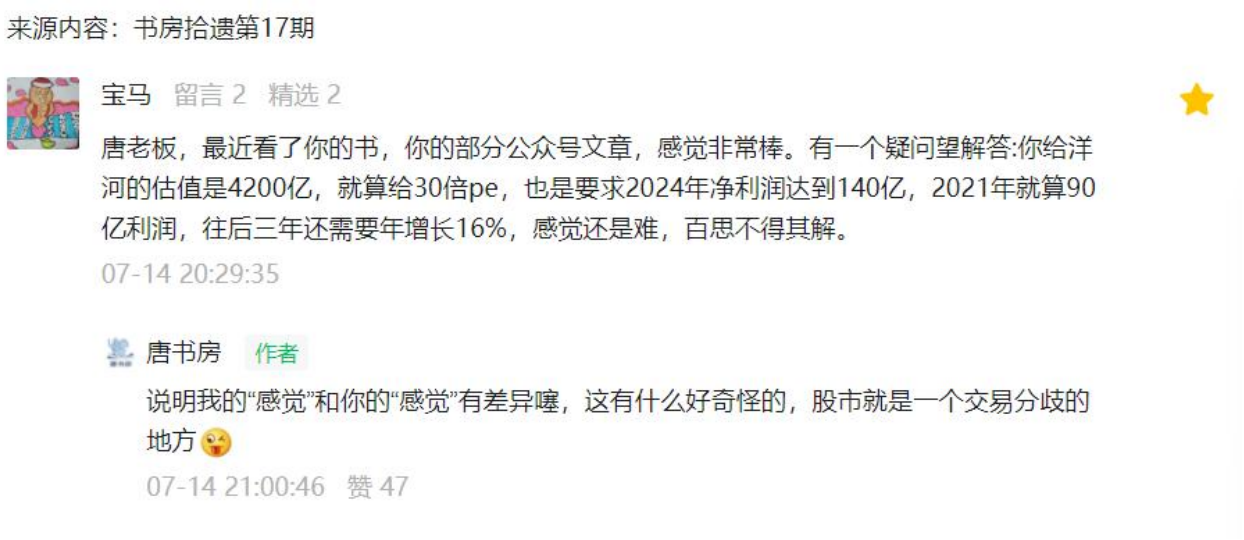
整个高管团队 15 名参与者合计仅涉及 8300 万元，占整个持股计划的 8.3%，超过 91%的份额给了一线核心员工。

相比某些公司，董事长一人独占 1/4 以上的所谓“员工”持股计划而言，这份倾向于一线的激励计划无疑显得暖心的多，相信一线员工会感受到这份温情的。

特点四：完成难度不大。

股权激励的解锁条件是 2021 和 2022 年，连续两年营业收入同比增长 15%以上。这个条件难度真心不大。

刚巧，几天前有位朋友在留言区还提问过这个问题



此次设定的营业收入 15%的增长目标，和我原本预期的洋河年度增长差不多。

考虑到 2020 年本身由于疫情影响基数不高，以及已经持续近两年的渠道降库存行动（导致渠道库存正常或偏低），**这个增长要求基本可以确定没有什么难度——甚至我认为，实际增长超过这个设定目标的概率很大。**

尤其是标准是“营业收入”，实际上公司可左可右：

市场推广顺利，15%以上的营收增长，带来大致 20%以上的净利润增长；如果遇到市场不好，通过增加费用投入完成营业收入的增长要求，问题也不大。

当然，这也是考虑了洋河净利润受投资收益影响较大的客观现实而做出的选择。

投资收益，尤其是受市价波动影响的公允价值变动收益，与员工的努力无法挂钩。

如果将归母净利润增幅作为解锁条件，运气的成分太高，说服力太弱，员工本身努力的占比不如使用营业收入那么直观可衡量。

当然，这个并不难完成的激励计划，实际上也体现了**该计划里包含的补偿和奖励成分**。

估计有不少朋友还记得，两年多前洋河员工曾经因待遇太低而爆发过大规模的罢工行动。

在企业发展的过程中，适度提升员工待遇水平，走共同富裕的道路，不仅有利于员工，同样也有利于资本。

资本和员工之间，本来就是合作共赢相互依存的关系，一方坑另一方的事情，不可能长久，也不可能双赢（否则，奴隶制才是最先进生产力的代表）——这就是我对本次股权激励计划里包含的补偿和奖励成分的观点。

另外，刘化霜参与本次激励计划，且金额和董事长、副董事长相同，无疑粉碎了有关“刘化霜离职”的谣言，对市场传言的所谓利空是一个回应。

3.本周作业

本周收到@画尽天下彼岸花 @K.J @Aaron Li @乐畅缘 @Wilson 五位朋友的作业，我一一拜读了。

可以看的出来，五位朋友在做作业的过程中，收获都不小👍

五份作业都是按照老唐提供的框架走下来的，基本达到了第一周八位入选者的水平，但相比第二周四位朋友让人眼前一亮的新角度而言，略显平淡，故本周暂时没有作业入选🙏

不过，@k.j 作业的多元化部分，有一段小标题叫“美的的演化”的内容，值得一读。文章链接点→这里。

本周运动

本周跑步两次，一次 10 公里，一次 12 公里。



周六早晨同口径除皮净重 85.8kg（175cm），环比下降 0.2kg😎

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😁🙏

第986篇.　　2021.07.20 - 书房拾遗第18期

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-07-20

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。

大概每凑够四五千字，就推送一期。今天是第 18 期。



@曾魁：投资按说不必全职，您当年乃至现在为什么不工作了，否则想必社会会多一个企业家。

@Onemore：老唐不是因为不想工作而宅在家，是因为有了一定能力，而且能够享受足不出户，随性阅读的状态，至于投资那是顺便的。

我敢这么说，大部分人很难做到长时间的宅在家，不社交。其实最重要的一点是，享受不带功利性的读书带来的乐趣，这样就没有所谓的“寂寞”了。

@唐朝：我没有需要补充的。

2021 年 6 月 24 日

@唐朝：哈哈，海底捞的董事长答股东问，直率、有趣，网上看到的一份据说是 6 月 15 日海底捞的交流纪要。董事长张勇回复的几个投资者提问，太直率了！

问：海底捞未来能否维持业绩的持续增长？

张勇：我作为海底捞最大的股东，我是不抱有希望的。

问：门店加密是否会出现增收不增利的情况？

张勇：大家神话海底捞了，我本人非常反感。你们要理性，投资要谨慎。我常常讲，要想知道什么是名不符实，看看海底捞就知道了。

所有餐饮企业面临的困难，我们同样面临;所有餐饮企业不能解决的问题，我们依然没有解决。

盲目扩张的事情肯定会发生，一旦我整合好现在的门店，我还会扩张，因为这是我的使命。稳定了我就冲锋，不稳定了我就稳定，稳定下来就再冲锋，直到海底捞倒下来为止。

问：除了火锅之外，新业态的发展规划？

张勇：有计划，但是我的计划和能不能实现是两回事。

问：什么样的管理者能洞察人性？

张勇：洞察人性很难讲，比如消费者说海底捞不好吃，其实可能是嫌价格贵。

我老婆说我回家晚，可能是我对她关心不够。如果我信我老婆的话，每天都在家待着，我相信我老婆会更讨厌我。

2021 年 6 月 24 日

@行者：职业问题，请教大家。现在自己面临两个选择，一个现公司，外企。

优点：福利待遇尚可，工作稳定轻松，压力小，基本不加班，适合养老！缺点：晋升无望，自己英语差，和公司融合度差，和领导也不怎么合拍！

第二个选择，创业公司，母公司是上市公司 600330。因为华为这两年的事情，手机行业掀起国产替代浪潮，比如典型受益单位是卓胜微。自己的第二选择公司有点像模仿卓胜微。

优点：工资提升 40%，有股票，预计 2024 年上市，三年后才能解禁。缺点：创业公司稳定性差，工作强度稍大，平时要加班。

自己的情况：36 岁，硬件研发岗，男。投资只算进门，深入研究企业还做不到。

关心点：第一工作忙了投入投资的时间会变少。第二公司会不会两三年后就失败，到时候就 40 岁了，再就业难度增加！谢谢大家指导

@东邪惜独：中年人承受风险能力差，建议一，不过外企这几年也在走下坡路，是否稳定请进一步评估。

@行者：@唐朝 老师可否分享观点？

@唐朝：看见你提问的第一时间，本就想回答你，但答案稍微有点刻薄，忍了忍跳过去了。既然你又特意艾特我，就放肆刻薄一盘  ：

我觉着 36 岁的你，有点太过暮气，缺一点自信，缺一种气势。

36 岁啊，不是 56 岁，考虑什么养老呢？应该考虑的是如何不浪费大好青春，如何不白白在世间走一遭。去考虑做什么事情有前途，考虑做什么事情有激情、有乐趣。

有兴趣、有激情的事情，败了又何妨？败了不过是鲍鱼换鲤鱼，又不是要饿死。就没想过，次奥，这次全力以赴，一定要赢，也不枉兄弟我人世间走一回！

就你给出的两个选项而言，如果是我，我会毫不犹豫放弃“适合养老，晋升无望”的前者，选择更有风险、更有机会的后者。

40 岁不好就业？努力几年，40 岁的你，说不定是一大堆人就业的依靠。

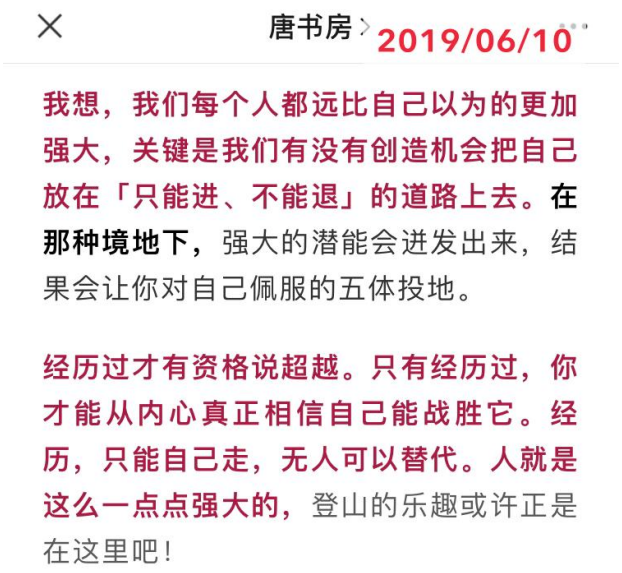
送你半首苏词，感染一点人生豪迈气息：

且趁闲身未老，尽放我、些子疏狂。百年里，浑教是醉，三万六千场。

思量。能几许，忧愁风雨，一半相妨，又何须，抵死说短论长。幸对清风皓月，苔茵展、云幕高张。江南好，千钟美酒，一曲满庭芳。

@唐朝：死都不怕，就怕不安逸，命都不要，就要安逸，就这毛病。多少年来这是个被人钉死了的死穴，一打一个准儿。

——《我的团长我的团》里龙文章的这段话，加上下边的这张截图送给行者及同样喜欢安逸的朋友。



2021 年 6 月 24 日

@文禾居士：当我最近开始看老唐的书时，作为一个小白，我发现我周围的炒股人没有一个人在看书，一个财会专业研究生毕业的人不断的打击我，说研究财务毫无用处。

所有的人都在怀疑、调侃、嘲讽，没有一个人有估值的概念，让我对我的学习方向有所动摇！

@唐朝：人嘛，都是酱紫的。动摇过去动摇过来，慢慢花钱买教训，大部分人最终还是会明白应该怎么办的。

一上来就走上正途的智者，毕竟是少数。我不是，看样子你也不是，我俩都是笨笨😍

2021 年 6 月 25 日

@天天向上：请问持仓比例如何分配？你以前文章是否有讲过，想回头找找看。或是否有类似书藉推

荐？

@唐朝：企业业务越简单，盈利确定性越高，研究时间越长，结论不断被证实的，仓位可以越重。反之仓位应保持较轻——摘自唐书房 2019 年 7 月 9 日文章。

2021 年 6 月 25 日

@lisfranc：唐老师看书又快又狠，改天能否写篇如何高效率地看书学习的文章教教大伙啊？

我们好多人看书都是看了就忘的状态，时间久了甚至都记不得书名了，更不用说其中的观点和逻辑。

@唐朝：看书是一种乐趣，执着于记住就丧失了这种乐趣。一切随缘，多好。

2021 年 6 月 25 日

@攀登者：现在雪球上有些大 v 推崇的按照网格化进行指数交易，我认为既然已经选择了指数投资，主要市场总体 pe 不处于高位，一次性投入，然后坐等就行了。

按照网格来回折腾属于不值得做的事。值得做的事还是把主要精力放在分析企业上。想问一下老唐，我这样的想法对不？

@唐朝：对。

2021 年 6 月 25 日

@$：请教老唐，资金一直都是在股市里吗？如果遇到市场行情高估，啥也不敢买的时候，资金怎么办呢？

@唐朝：啥都不敢买的时候，也可以换成 511880 拿着呀，相当于收益率 3%左右的活期理财。

@杨小敏：511880 相当于收益率 3%左右的活期理财。唐师，这个没写错吧？想无脑抄作业。

@唐朝：这是货币基金银华日利，相当于享受定期利率的活期存款。

2021 年 6 月 25 日

@孙晓伟：请问一般从零接触到决定买入，老唐大概会花多久研究？

@唐朝：不一定。有些可能看很多年也没有结论，有些几个小时就可以出结果。

2021 年 6 月 25 日

@可爱猴：1:不看好海康向万亿市值迈进吗？2:老唐不分析医疗、医药、医美行业的吗？

@唐朝 1.不限制时间的话，看好。

2.对我这点儿智商来说，这几个行业太难了，试过，知难而退了😻。你可以向书房发送“医药”，提取我曾经写过的相关文章。

2021 年 6 月 25 日

@幻蝶影：老唐你好请问你腾讯差不多 7000 亿现金投资部分，去年真实净利润才 36.7 亿，1%年化利率都没有。

这样看，公司是不是在浪费股东的现金，是否应该加大分红让股东自行选择投资方向？

@唐朝：美团目前年度净利润是负数，美团的企业价值是不是 0 或负数？想想呢，马上就知道你哪里搞错了。

2021 年 6 月 25 日

@顶：请问您能推荐几本这种关于失败经验的书么？

@唐朝：向书房发送“书”，自动回复的链接里有一套吴晓波的《大败局》，算是讲失败经验的书，不

错的。

2021 年 6 月 25 日

@都兴华：有无考虑上调福寿园买点？

@唐朝：目前还没有。

2021 年 6 月 25 日

@杨硕：老唐，想了解要你的基金为什么卖出当时就能到账，直接就能买其他的股票。而我的基金要后面一两天才能到账？

@唐朝：基金分为场内基金和场外基金。场内基金和股票的交易方式一样，是你和市场其他投资者之间的交易（与基金公司无关），卖出下一秒钱就可以用了。

你说的一两天到账的（甚至有更长时间的，我知道最长有 10 个工作日才到账）叫场外基金。

场外基金不是买卖，是你和基金公司之间的交易——严格的说是你和基金公司之间，关于你的资金使用权的委托和解除委托行为，一般叫做申购和赎回。

2021 年 6 月 25 日

@唐朝：一定会让你'反复'震撼的一张图✊

万得全 A 摆上场，细思量，自难忘，估值影响，基本冰凉。盈利来自净资产，或分红，或沉淀，长期视角，简简单单😁



上面这张图，就是用这种方式，来对万得全A指数的收益进行拆分后的结果：长期来看，万得全A的收益率也是来源于企业盈利增长，估值变化所带来的贡献微乎其微。从 2005 年到 2020 年底，它的年化收益率是 12.9%，衡量企业盈利增长的净资产增长率是 11.17%，股息率为 1.52%，估值变化率为 0.07%。

@谢匡：看了孟岩几篇文章，关于指数基金收益的大致计算和老唐一模一样，你们互相交流过吗？

@唐朝：倒是没怎么交流过，估计是大家理解的道理差不多造成的。追着同一只兔子的鹰，即便不相识，看上去也像是比翼双飞😁

@观霖：发呆，很震撼！而且我无情的看到了两次严重高估的机会，理论上，我借助万得全 A 还能做的比它好一丢丢🤔，不想研究企业的人看到不香么？还要啥自行车😁

〈注：万得全 A 指数以深沪交易所全部 A 股为样本，按照流通股本加权计算。相比使用总股本为权重的上证综合指数及深圳综合指数，万得全 A 指数更能反应二级市场投资者的总体收益〉

2021 年 06 月 28 日

@东邪惜独：《投资者的未来》中罗列了长期投资的'胜利者名单'，结论是，胜利者里面没有任何一家与科技、电子相关的公司。

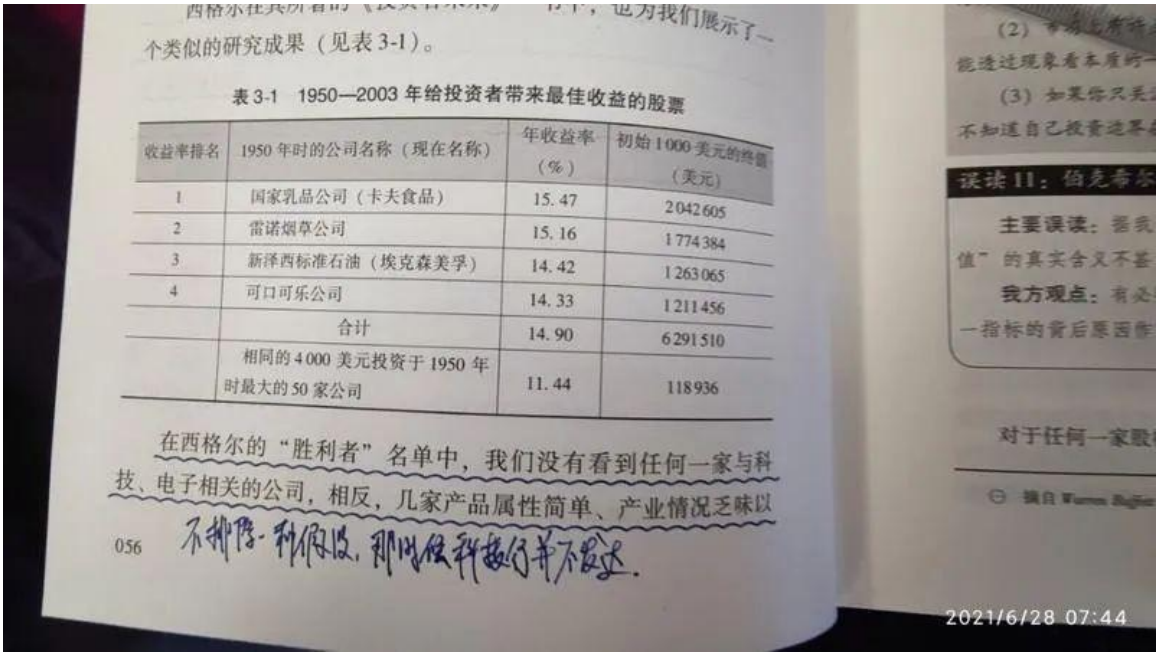

个类似的研究成果（见表 3-1）。

表 3-1 1950—2003 年给投资者带来最佳收益的股票

收益率排名	1950 年时的公司名称（现在名称）	年收益率（%）	初始 1000 美元的终值（美元）
1	国家乳品公司（卡夫食品）	15.47	2042605
2	雷诺烟草公司	15.16	1774384
3	新泽西标准石油（埃克森美孚）	14.42	1263065
4	可口可乐公司	14.33	1211456
	合计	14.90	6291510
	相同的 4000 美元投资于 1950 年时最大的 50 家公司	11.44	118936

在西格尔的“胜利者”名单中，我们没有看到任何一家与科技、电子相关的公司，相反，几家产品属性简单、产业情况乏味以

056

误读 11：

主要误读：

我方观点：

对于任何一家

2021/6/28 07:44

我认为这个结论有失偏颇，因为科技行业的大爆发是在 2000 年之后，2000 年之前市场整体还处于后工业时代。

@唐朝：原文并无’’偏颇’’。是你用你的’科技’概念误解了市场。

事实上，1950 至 2000 年之间，市场也从来没缺过’’科技行业’’和’’科技企业’’。只是历史上的’’科技’’，和你认为的 2000 年之后的’’科技’’有些区别。

@Havid：汽车，电报，电话，铁路都曾是时代的"高科技"行业。

2021 年 06 月 28 日

@唐朝：【货币基金也能亏损？**】**刚刚看到有位朋友的帖，询问分众财报里投资货币基金的亏损是怎么回事？

我想起我 6 年前写过的这个知识点，截图回复了他。我估摸着今天也有很多朋友不知道，捞起来再分享一次给大家

银华日利有协助避税功能——2015 年 9 月 27 日

银华日利以每年的 12 月 15 日为收益分配基准日（如该日为非工作日，则提前到最近一个工作日），次年年初实施收益分配。

基准日基金份额净值超过基金份额面值（100 元）的部分以现金形式分配给投资者。

由于企业投资于基金所取得的现金分红暂不缴纳企业所得税，因此，这一机制有利于机构投资者合理节税。

对于机构投资者而言，资产中现金占比大的公司，可以在分红权益登记日前用以申购或买入银华日利，基金现金分红可以帮助企业合理节税。

企业最迟在分红权益登记日（每年倒数第二个工作日）当天买入银华日利，或者在分红权益登记日前一工作日（每年倒数第三个工作日）当天申购银华日利，企业在现金分红后持有的银华日利基金资产净值，会出现大约 4%的账面亏损，并多出 4%的分红现金。

考虑到基金分红部分免缴企业所得税，则持有银华日利市值亏损部分，可以实现减少应纳税金额的功能，实现节税。

2021 年 06 月 29 日

@厚积薄发：老唐，我在学习了您的估值方法后，发现在您的估值理论中，无风险利率的选择几乎决定了股票的估值水平。

如果无风险利率是如此重要，那么是不是就需要对宏观经济给予相当的重视呢？

可是，我又曾看到这样的说法：巴菲特并不在乎宏观经济。他甚至说，如果美联储主席告诉他近期的利率政策，也不会影响他是否买卖股票？

巴菲特真的不看重宏观经济层面的分析吗？巴菲特真的不在乎宏观政策吗？资金成本对于他的投资决策真的不重要吗？

请不吝赐教！

@唐朝：宏观当然很重要，需要关注到。可惜的是，我本事不够，关注不了，所以我就假装不在，直接跳过。

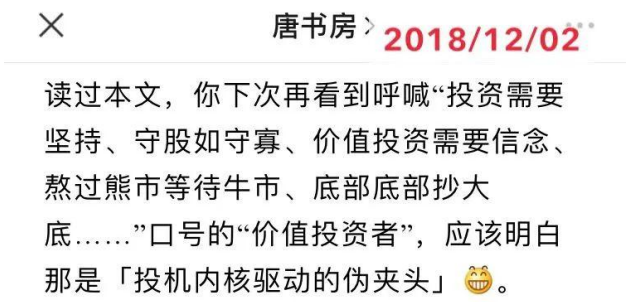
无风险利率，不需要动脑，巴神和我都是看当下，不是猜未来，这个傻子也会，耗时三秒

@厚积薄发：所以，是不是可以理解为：坚定自己的判断，坚守自己的持仓，这其中分析、判断的作用所占的权重并不大，更多的是定力？所谓，功夫在诗外。

@唐朝：持有需要什么定力呢？根本不需要。

我手里有一万元，除非你用超出一万的钱来换，否则我不会换给你。这不需要任何定力，需要的是知识，知道自己手里这是一万。

凡是声称投资需要“坚守”的，均非真知



2021 年 7 月 2 日

@唐朝：这一波，那一波，波波都想抓住不放；你的钱，他的钱，钱钱全归税务券商



@CC：一波还未平息，一波又要侵袭，茫茫股海，狂风暴雨。

一波还来不及，一波早就过去，一生一世，如梦初醒。

深深 A 股市场，深深伤心。

一首《伤心大 A 股》送给那位炒家朋友

2021 年 7 月 2 日

第987篇.　　2021.07.24 - 《巴芒演义》——开启财富自由之路

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-07-24

暗淡了牛熊对决，远去了红绿之争，书中飞扬着一个个鲜活的故事，述说着股市的生存法则。

初看此书，八卦绯闻不少，层层推进，有当年看小说的丝滑之感，而当你反复斟酌又能有所启发，这是一本很容易被严重低估的书，因为道理被八卦隐藏，即使跳读，也能读得连贯，只有斟酌思考，才能发现其中的惊喜。说不定十年后，这本书会被评为“冷门却又含金量十足”。

《巴芒演义》在我看来，也是“财富演绎”，你可以从中发现一个价投系统的演变。从股票是投机到伴随企业成长，从财报估值清算到思考企业模式等等，书中通过大大小小的财富故事，减少对神人的片面盲从，同时让我们不断学习、醒悟，逐步形成自己的投资正道。

可以说这本书就是一把钥匙，应用得当将让你开启财富自由之路，实现“必富无疑”。

鉴于大家时间宝贵，我将对本书的理解概括为 8 条，可以根据文字加粗选择喜欢的阅读。

首先关于资金：

在我理解，书中对资金使用期限最为强调，确保买入的都是永久资本，对我们来说起码要 3-5 年无需用到的资金。

主要原因是市场先生的非理性可能持续到你破产后，比如 1929 年的 3 次大盘指数腰斩；同时我们走集中投资路线，收益率可能大起大落，短期性质的资金就需要有极大的承压能力。

所以这里告诉我们买入原则需要远离杠杆不要做空，最靠谱就是只管理自己的资金。

书中提过保险浮动金对巴菲特的作用巨大，对于我们来说，拥有浮动金太遥远，但我们普通人可以尝试提高工资、收房租、创业等方式，提升我们的被动收入，也就类似浮动金的作用了。

关于交际圈：

交际圈可以看作是一种隐形的资金，巴菲特的成功离不开格雷厄姆的带领，离不开芒格和他的人脉资源协助，离不开凯瑟琳的引领进入上流社会，这些都是他的隐形资金。

而拥有合适的交际圈，不仅需要个人的努力，还需要足够的人品，巴菲特、芒格律师事务所看重信誉，杰伊拥有号称可以电话打牌的诚信口碑，芒格育儿理念，无不在侧面说明人品的重要性，巴菲特用心帮客户获利，相比蔡至勇靠出卖客户信任来获益终得失败，书中说大概是“善良的复利”。

因此交际圈很重要，好的人品是根基，我们要做好事走好路，主动承担力所能及的社会责任，静等复利的回报。

关于市场先生：

书中将股市市场进行了拟人化，称为先生。市场先生因包含很多“傻子”，这一优势让他时而理性时而感性，成为严重的精神病人，只要我们控制情绪不受他左右，那么他越癫狂对我们越有利，同时我们无需进行图表分析，这是建立错误逻辑和毫无根据的想象进行的预测。

我们需要做的，就是利用市场先生的情绪，在明显低估的时候选择优秀的成长公司买入，在泡沫严重的时候卖出。确定是低估还是泡沫，需要结合估值来判定。

你可以选择“清算法”进行估值，但要知道我们推动不了公司进行真的清算，这方法可以折现未来的现金流做参考，配合足够分散原则等待免费吸一口的机会。

上乘做法是我们投资熟悉的行业，看得懂的公司才能进行合理的估值。这里也要避免市值增长喜人的情况下，投资者做出乐观预测的可能性大增。

因为市场“傻子”多，我们要做到：别瞅傻子，瞅地。只要傻子犯傻程度不够，只给合理区间的价格，我们就别搭理傻子，看好我们的“地”就好；只有当估值被高估，或者我们找到更好回报率的地，再卖掉。

比如茅台这块地很好，当市场太兴奋太疯狂了，老唐也会及时卖出，这不仅是一种实践，更是对茅台这块“地”和市场足够的把握。

我们大部分人目前没有老唐这么优秀，但是也在前进的路上，只要日拱一卒，坚持每次决策都对农地品质和产出有深入研究和回报测试，通过不断的学习和修正，让单次的错误造成的损失越来越小，剩下交给组合和复利的威力。

关于回报途径：

在股市中，我们投资回报的来源是三种：

1/套现，比如我们的打新股，外围的持股并做空对冲操作等；

2/成长公司的增值，可以理解为实业增长，包含了公司的红利和盈利的增值，这一回报需要结合你持股的时间长短，以及公司盈利及分红估算与最终实际情况的接近程度，它的风险来源于是否明显超过无风险利率和通货膨胀之和。

3/情绪的估值，它是通过预测市场心理变化引起的股价波动，可以理解为投机，是一种市场心理博弈行为，投机回报呈正负交杂状，因市场就像一只钟摆，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。

标普 500 指数 110 年内实现了年化 9.1%的回报，其中 8.8%来源于实业，0.3%回报来源于投机，显而易见我们应该走成长公司增值回报路线，这时我们就需要学会两门课程：如何给公司估值和如何面对市价波动。

其中估值就是在可选投资对象之间，比较真实回报率的大小，让财富以收益率更高的资产形态存在。至于宏观预测，拉长时间来看，是会相互对冲并无法预测的，所以忧虑短期不可控的经济或股票变量，放弃买进一家长期前景可预期的公司是一件愚蠢的事。

简单说，买在合适估值价位，遇到宏观波动就默默承受，什么中美贸易战就放弃好公司，不存在的。

关于投资模式：

这应该是本书的重点，也是仁者见仁智者见智，巴菲特的投资模式，也是从烟蒂股走向伴随企业成长，书中总结 4 种投资模式，分别是低费率的指数基金模式、确定机会的套利、一揽子烟蒂模式、配备优质企业成长模式。

这 4 种模式，书中有一句话很霸气：“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。”其中前两种这里就不多介绍，字面意思已是实际指导，我们主要聊下后两种。

烟蒂模式，起源格雷厄姆，精于施洛斯，走的是一种分散路线，无需什么实地考察，只是通过大量财务数据统计和计算选股，并有耐心被动等待价值回归，保证烟蒂股还能免费吸一口。

这种模式需要考虑内在价值能否为债券的还本付息和买入股票的投入资金提供足够的担保，甚至考虑安全边际问题。它分散同时要保证大多数烟蒂成色还能获点利，属于一种低估类投资，往往买在股价新低，选择的股票是债务不高资本结构简单居多。

施洛斯就是烟蒂股的坚定执行者，走的比较辛苦，我们除了要看到他挑选标准在不断提高，从购买市值低于有形资产净值三分之二，到不高于净值 2 倍购入并保持满仓，还要看到这种模式最大的两个缺点：

1、时间成本，烟蒂从购入到烟蒂本身处理问题，等待市场发现，往往需要很长时间，这是一种资本浪费。我们都知道时间有价值，今天的 100 元不及 3 年后的 90 元。

2、烟蒂必然是肮脏的，购买廉价的烂公司，你会发现他们处理完一个问题可能又有一个烂问题发生，毕竟麻烦不断的人天生就有滋生麻烦的种子，而优秀的思考和行为习惯，会让人有意无意避开潜在的价值。

因为这两个缺点，也就有了后来芒格总结的烟蒂股购买体验：“买它就像一个人买游艇，一共有两个高兴的日子，买的那天和卖的那天。”

但不可否认，烟蒂股模式，也是一种能获利的渠道之一。

接下来我们谈下优秀企业成长模式，它是“最有乐趣，最有成就感，最可能获得超额回报的一条路。”

哪些企业算优秀呢？这里我们需要学会看懂“生意模式”四个字。

格雷厄姆通过账面资产不同意义的数字对比确定企业，但忽略了生意的特质和人的因素，也就是忽略了企业的生意模式。比如传呼机企业 100 元的账面资产，并不等同茅台酒 100 元的账面资产呐。

而有些生意天然就容易赚到钱，包括一些特许事业、垄断行业的价值，而同样的生意，不同人来管理也可能产生天大的差异，所以我们不能忽略了产业前景、业务、人员素质、管理以及盈利增长能力，这就

是生意模式。它不在公司账面上，却更值钱。

可以果断点说，只要你看懂并看好一家公司的生意模式，你都可以不用看财报就直接投资了，想来当年段永平投资网易，就是看好网易的生意模式，这应该投资的经典案例。

很多时候因为我们不太了解公司企业管理者和商业模式，所以我们才需要财报来进行排雷，来研究和对比同行确定公司的优势和盈利能力，确定公司有生产力、收益和预计回报率等。

关于投资原则：

投资者有千千万万，其中投资原则最有争议性，是否分散、分散比例等等，在我看来其实并没有绝对正确，只有最适合自己的就是最好的，下面结合我自身理解说下书中的部分原则：

1、投资是需要分散，最好有个度，建议持股 5-10 家，其中 6 家最合适，同时保持组合的平衡性（我理解为行业多样性），既可以减少出错损失，又能通过组合抵御黑天鹅并实现增值。

2、资金比例方面，适合自己就好。施洛斯持股数 60-100+，巴菲特嘲笑这一分散。有人喜欢永远满仓，有人喜欢 2%观察并不断加仓。

只要以你睡得安稳的比例进行就好。个人不建议同行业甚至一个股满仓，遇到黑天鹅就凉凉了。

3、永远只用闲钱投资，因股票优秀而买入，而不是因为股价便宜，认真筛选对象保证他们相对于潜在价值具有价格上折扣，并且相对同期可替代投资有性价比。

4、遇重大利空，需要冷静、理性分析，判断可能概率以及影响，并做好承受选择的结果，这样才能获得企业经营增长外的超额收益；

5、陷入泥潭不要急于挣扎，放弃历史成本干扰考虑：假如现在空仓，是否愿意现价买入？

6、不因下跌或刚回本而急于卖出，坚定持有组合直到预期实现或有明显证据证明当初决策错误。

7、困难不在于想出新主意，而在摆脱旧观念，选择看懂生意模式并觉得优秀的公司投入。

关于财报作用：

上面提过，财报是为了佐证和排雷。

美国股市对造假惩罚力度很大，连重信誉的巴菲特都差点陷入牢狱，典型的安然事件处罚以及举报者获得罚款 10%-30%做奖励，这在我们这边目前还不可能做到，它时刻提醒我们，忽略看财报要不得哦。

所以财报阅读分析能力，是一种保命防身的必备要素。

最后，关于书的价值以及不足：

这本书对我作用很大，最大作用是增长见识，节省时间并形成自我的投资模式雏形。

书中各种投资案例，可以让我在接下来的投资路上走得更顺畅，这些案例减少了我后知后觉，遇到事情才反省，吃了亏损才收手的可能性。若让我一人慢慢摸索和互联网学习，可能 5 年都不一定能形成这么系统性。

同时也让我学会敬畏市场，美国的股市从“股市是投机的”到“开启投资的科学时代”演变，可以看出股市并非一成不变，它一直在进步，我们需要不断学习，不断思考进步，才能更快走向财富自由。

书中的不足也有：这种章回体故事模式，通俗易懂，对于我这样定力不足，一开始都被八卦吸引。

最后，真诚感谢老唐的分享，作为一个优秀的投资者，他有高冷的资本，但无论是出书或是书房的实盘分享、用心解答，比老师更像老师，在我看来就是一个现代版的格雷厄姆，不断指引我们前进，这是践行善良复利的一种方式吧，也祝愿老唐和家人们好人一生平安，事事顺遂。

祝大家“必富无疑”。

第988篇.　　2021.07.24 - 老唐实盘周记20210724

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-07-24

本周交易

无

当前持仓

目前持仓腾讯 35%，洋河 25%，古井 B6%，分众 4%，茅台 4%，陕西煤业 5%，海康 3%，美的 1%，恒生 ETF17%。

另有福寿园 1 万股观察仓不计。

下表除“当前股价”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	35%	72000±10%	＜36000	80000	42482	531.00	-5.58%
洋河股份	25%	4200±10%	＜2100	4700	2964	196.68	-15.59%
古井贡B	6%	920±10%	＜460	1060	480	108.94	2.60%
分众传媒	4%	①	＜770	1980	1173	7.99	-18.11%
贵州茅台	4%	26400±10%	＜13200	②	23868	1900.00	-3.98%
陕西煤业	5%	①	＜1020	2500	1126	11.26	31.47%
海康威视	3%	5800±10%	＜2900	②	6292	67.40	41.27%
美的集团	1%	8100±10%	＜4050	12000	4719	66.96	-30.88%
恒生ETF	17%	现金替代品				1.435	0.28%
沪深300						5089.23	-2.34%
上证指数						3550.40	2.23%
2021/7/24			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8338	

注：①采用席勒市盈率估值的企业，不估算三年后估值；

②剩余少量涨跌不卖的持股，不设一年内卖点；

③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；

④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。

附：上期数据

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	36%	72000±10%	＜36000	80000	45116	564.00	0.28%
洋河股份	26%	4200±10%	＜2100	4700	3111	206.41	-11.42%
古井贡B	6%	920±10%	＜460	1060	485	109.95	3.55%
分众传媒	4%	①	＜770	1980	1208	8.23	-15.65%
贵州茅台	4%	26400±10%	＜13200	②	24570	1955.90	-1.15%
陕西煤业	5%	①	＜1020	2500	1114	11.14	30.07%
海康威视	2%	5800±10%	＜2900	②	5882	63.00	32.05%
美的集团	1%	8100±10%	＜4050	12000	4912	69.70	-28.05%
恒生ETF	17%	现金替代品				1.471	2.80%
沪深300						5094.77	-2.24%
上证指数						3539.30	1.91%
2021/7/17			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8337	

收益

本周实盘净值下跌近 4%。

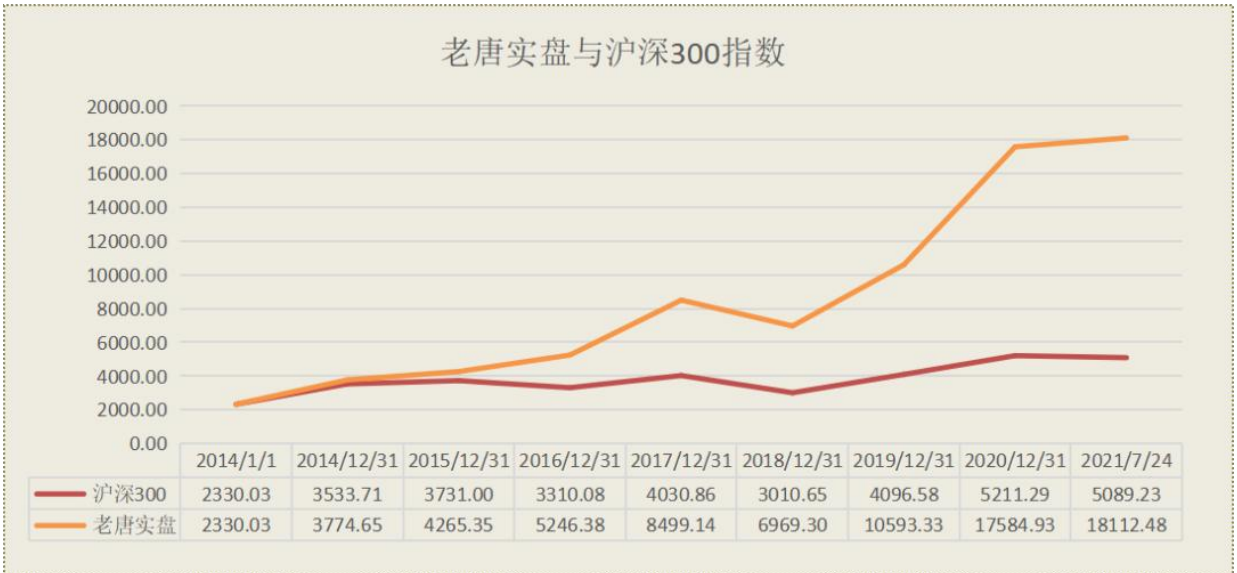
2021 年年内收益从上周末的 7%，缩水为本周末的 3%（均为四舍五入数据）。

老唐实盘	年度收益	期末净值	期限/年	年化收益	HS300涨幅	HS300净值	HS300年化
2014	62%	1.62	1	62%	51.66%	1.52	51.66%
2015	13%	1.83	2	35%	5.58%	1.60	26.54%
2016	23%	2.25	3	31%	-11.28%	1.42	12.40%
2017	62%	3.65	4	38%	21.78%	1.73	14.70%
2018	-18%	2.99	5	25%	-25.31%	1.30	5.22%
2019	52%	4.55	6	29%	36.07%	1.76	9.88%
2020	66%	7.55	7	34%	27.21%	2.24	12.21%
2021/7/24	3%	7.77	7.57	31%	-2.34%	2.19	10.91%

注①：老唐实盘年度收益率，按基金净值法和实际收益率孰低取值，均不含新股收益。

注②：沪深 300 指数收益未包含每年 2%左右的分红，数据略有低估。

实盘与沪深 300 指数对比图



重要事项

本周重要事项包括：

1.投资如何面对极端事件；2.海康半年报简析；3.在线教育行业重创对分众的影响；4.腾讯音乐垄断案落地；5.古井贡增发详情披露。

1.投资如何面对极端事件。

本周最揪心的事情，当然是河南的千年一遇特大暴雨——千年一遇，不是指一千年发生一次，而是指从统计意义上当年发生概率为0.1%。

让我们首先为特大暴雨中逝去的生命默哀，再为依然处于灾害覆盖中的河南郑州、新乡、安阳等地区的朋友送上祝福，祝手机有电、亲人在线，祝大家都平平安安渡过灾难🙏

在自然灾害面前，再强悍的个体也是渺小的，这也是为什么人类会组成部落、城市、国家的源动力。

这场特大暴雨灾害里，我们通过网络看到了太多让人感动的人性闪光面。让我们在恐惧个体无力的同时，也为身处这个集体而有了一份安全感。

关于灾情、救灾以及灾后重建，网上更一线、更专业的信息比比皆是，老唐就不添乱了。

我想借着这个话题和朋友们聊聊，投资领域里如何面对小概率的极端事件。

刚巧，昨天股市里也发生了一起小概率极端事件，可能朋友们早就通过无所不在的新闻轰炸知道了：

以好未来、新东方、高途为代表的在线教育上市公司群体性崩盘，起因是一份行业性利空文件，名为《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》——该文件今天已经证实，由中办、国办联合下发。

文件提出：

①不再审批新的面向学科类校外培训机构，现有的学科类培训机构一律登记为非营利性机构——所谓非营利性机构，简单粗暴的理解就是所获利润不能用于股东分红；

②学科类培训机构一律不得上市融资，严禁资本化运作。

③上市公司不得通过股票市场融资投资学科类培训机构，不得通过发行股份或支付现金等方式购买学科类培训机构资产。

④外资不得通过兼并收购、受托经营、加盟连锁、利用可变利益实体等方式控股或参股学科类培训机构。已违规的，要进行清理整治。

⑤校外培训机构不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假期组织学科类培训。……

条条致命。结局就是昨晚好未来当日跌幅70%，高途当日跌幅63%，新东方当日跌幅54%🙀

如果从年内高点计算的话，大约半年时间，好未来从90美元以上跌至6美元；高途从149美元以上，跌至目前的3.52美元；新东方从约20美元跌至目前的2.93美元。跌幅介于85%~98%之间。

这种下跌带来的伤害（而且几乎确定是不可逆转的伤害），当然是巨大的。一位投资者的一生中，如果重仓遇到一次这样的情况，都有返贫可能。更不用说如果是杠杆持有了……

这难免让很多人对股市的恐惧感进一步加深。甚至开始某些错误的反思，比如：如果无法确定自己能躲开，是不是应该珍爱生命、远离股市？🧐

它就像郑州大水时，批评执政者为什么没有提前预想到，为什么没有高标准设计和建设城市的排水能力？

就像春运期间火车里人满为患的时候，批评执政者为什么不能多修一些铁路，多开一些列车？

本质上是被近因效应左右，放大了眼前的损失而忽略了长期的回报造成的。

正如我们每一次过马路，都有被撞的可能，我们每次开车也会有和其他车辆碰撞的可能，甚至我们每次吞咽都有窒息的可能，待在家里不动也有地震陨石等各种潜在危害发生的可能……

但我们不可能为此不再过马路，把所有的车辆都按照坦克的标准制造，或者永远不吃东西，不进入任何建筑物……

为什么呢？因为不过马路，人人开坦克，永远不吃东西，不进入任何建筑物，就像城市按照千年一遇/万年一遇的标准去建造排水系统，铁路火车按照春运人流量去安排一样，代价太高，高到无法承受。

落到投资上也是如此。从我们有第一笔闲钱开始，直到我们心脏停止跳动，我们的投资就像我们的呼与吸一样，自然而然、365×24 从不停止。

哪怕我们持有现金或者存入银行，本质上也是一种投资行为——回报率极差的投资行为。

放弃对股权的投资，意味着我们选择了更差回报的投资，它同样是代价太高，高到无法承受。

——40 年人生投资时间段里，3%回报和 12%回报的差异，是 10 万变 33 万和 10 万变 930 万的区别。

那么，无法放弃股权投资的情况下，如何去避免极端事件的伤害呢？

答案是：无法完全避免。

但通过**①关注估值**——躲开高估泡沫，几乎所有的大幅度下跌，都有一个高估的前奏；

②不懂不做——不管真懂假懂，总之要尽可能的思考可能面临的利好利空，并提前做好应对规划；

③按照确定性安排仓位，适度分散——减少踩雷的概率及单个地雷的伤害；

④宏观对冲——政策不一定都是利空，也有莫名其妙的利好政策给予意外惊喜。就像人生既有走运的时候，也有背运时刻，或者像巴菲特说的“未来一定会遇到糟糕的年份，但也一样会遇到一些好得异常的年份”。

决定我们长期投资回报的，其实主要是运气以外的其他因素。

我们决策时，对于不能掌控的厄运和好运，可以视为互相对冲，忽略它——不忽略也没办法，承认自己不是神，就不会去奢望掌控一切

⑤长期投资——以终身视角去看待投资，将某个时段发生单个政策雷带来的损失，视为长期投资的代价，平摊在较长时间里。

以上五条策略，都可以帮助我们长期盈利。

只要我们能够理解，鉴于科技的进步、分工的细化、人类对美好生活的持续追求，一个不发生战乱的国家，经济总量总是持续增长的，而持有股权本质上就是在分享这种增长，这是近于 100%确定的事情。

这样去思考，就没那么可怕了吧？

2.海康发布半年报。

海康发布半年报，营收、净利和扣非净利均同比增长约 40%。

这个数据乍一看有点让我惊喜，不过细看了半年报后，发现有 5.75 亿净利润是因为税务机关批准税收优惠的时间差异造成的。

去掉这个干扰后，大约同比增长 28%。依然比我的预期略微乐观一点，但基本不会惊讶了。

这 5.75 亿在财报的 125 页。简单的说，就是所有公司的所得税都是提前预缴，每年 5 月 31 日以前完成汇算清缴——所谓汇算清缴就是和税务局对账，多退少补。

政府 2016 年有个税收优惠政策，是关于软件和集成电路企业的。符合优惠条件的企业，汇算清缴所得税时按照 10%税率计算，资格每年一审。

2020 年，税务机关 8 月份核准了海康的资格，所以下半年里退回多收的 2019 年所得税 4.56 亿，冲回海康的所得税费用，增加 2020 年当年净利润。

而今年是 5 月份就核准了（财报 87 页）。所以这笔款项就体现在上半年报表里，金额是 5.75 亿（财报 125 页），由此拉高了半年报的同比增长。

当然，去掉这部分因素，康儿的增长依然令人满意。

传统安防这部分营收总体增长约 30%上下，其中对公的 PBG（公共服务事业群）增长 29%；项目性质的 2B（针对大型企业或机构）的 EBG（企事业事业群）同比增长 22%；以经销商渠道为主体的社会需求 SMBG（中小企业事业群）增长迅猛，高达 106%。可以说是全面开花。

创新业务更加喜人，即将分拆上市的智能家居（萤石）同比增长约 59%，小成气候的机器人业务同比增长约 125%，其他还在培育中的创新业务基数较低，增长更高，同比增长 215%。

创新业务上半年总体规模已经做到约 56 亿营收，已经有海康传统主营业务收入的约 20%（总营收的 16.5%，去年同期占比 10.3%），且增长趋势非常明显。

回款情况也很好。上半年营收整体增长 40%，应收账款+合同资产合计同比增长仅约 2.5%。故现金流情况相当喜人，经营活动现金流净额同比增长 2705%（对，没看错，是增长 27 倍）。

上半年增长主要来自境内，境内同比增长约 46%，境外同比增长约 25%。除美国以外的境外市场看起来影响也不大。

不过，中美贸易战恶果还是非常明显的，除规模很小的其他创新业务之外，海康**几乎所有产品毛利率都有不同程度的下降**，主要源自成本的上升。

而且当下海康依然保持持续的高库存政策，应对可能的供应链冲击，给自己预留应对缓冲时间。成本就是这样被抬高的。

从 2017 年五一书房点杀海康后，首次以约 2200 亿市值位置介入，直到 2020 年末，我的海康是只买无卖，至 2020 年末持有海康 6%。

2021 年 1 月底，因触及设定第一卖点，于 1 月 19 日均价 61.74 元卖出 2%，以均价 113.38 港币买入古井 B 股 5 万美元等额，剩余部分在 193.43 元买入洋河。

接着在 1 月 25 日触及第二卖点，以均价 68.5 元再卖出 2%，1.57 元买入恒生 ETF。

剩余 2%持有至今——本周因康儿自身表现得力+队友后退捧场，海康占比上升至 3%了。

相对于目前 67.4 的股价（分红后），这两笔交易目前看是吃亏的。但它是我保持稳定盈利的投资体系不可分割的组成部分，在我看来，依然是两笔完美的交易（虽然短期结果并不理想）。

当下，康儿的表现基本符合预期。疫情带来的某些增长是否可以持续尚需观察，故本次不对估值及买卖点位做调整。

现在约 6300 亿左右市值水平，3%股份继续持有不动，但也没有买入计划。

3.在线教育重创对分众的影响。

有些朋友关心在线教育行业遭受毁灭性打击，会不会影响分众的业绩。

这个问题的答案是确定的，肯定会有影响。少了一群主流客户，必然从边际上影响刊挂率和成交价，

这是毋庸置疑的。

但影响究竟有多大呢？以 2020 年收入结构看，互联网行业给分众带来的营收是 32.8 亿，占比 27%。

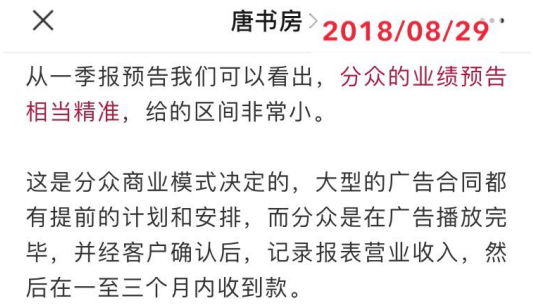
这当中显然不可能全部是在线教育，但因为公司没有披露更细化的指标，我们毛估估按照互联网广告主一半是在线教育瞎猜，会减少约 16~17 亿广告收入。

然而，在线教育不投放，腾出来的时间段或点位，会有其他客户填补（或至少填补一部分），故虽然我们无法预测具体影响，但可以肯定影响额一定小于 16 亿。

由于二季度里，在线教育已经在政策影响下，基本停止投放广告。但一季报分众已明确预告，**分众传媒 2021 年上半年净利润 28.3~29.8 亿，同比增长约 240%~260%。**

这侧面证明二季度里，已经有客户填补了在线教育行业退出造成的空白。所以，我认为在线教育受重创对分众的实质影响，更多是在心理层面而不是营收层面。

顺带补充一句，分众的业绩预告可信度是很高的，这是其商业模式特点决定的，大家不要忽略了这个 bug。



分众当下的问题，其实也就是个“估值高了、借故下跌”的问题。

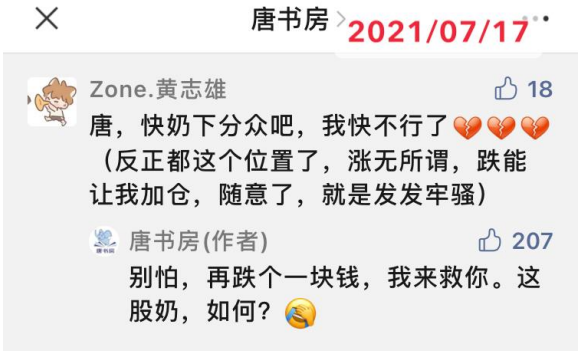
从 2018 年 8 月老唐介入分众算起，期间有过错判，有过反思，有过重新估值，但直到 2020 年末，我是只买无卖。

由于有前期的错判和乐观，总体买入位置偏高，大概在 1000 亿左右——对应股价略低于 7 元。

2021 年 1 月 8 日和 2 月 10 日因触及预设的第一和第二卖点，我于均价 11.261 元和均价 12.389 元，分别卖出所持分众的 1/3。

剩余 1/3（占实盘净值的 4%）等待第三卖点 1980 亿未果，持有至今——1980 亿对应股价 13.49 元，但今年最高只上涨至 13.19 元。

目前，分众的判断其实很容易做。上周的实盘周记留言区，我回答这位朋友的呼喊时，已经透露过我的安排



不远了，貌似有希望捡回来，期盼中

4.腾讯音乐垄断案

在线教育行业性重创，腾讯当然也是城门失火被殃及的池鱼。这些在线教育公司里，大部分都有腾讯的投资。

与此同时，腾讯音乐垄断案今天出结果了。

结论就是，占在线音乐市场80%份额的**腾讯音乐，有利用垄断地位遏制竞争的嫌疑**，故市监总局要求腾讯音乐：

①不得与上游版权方达成或变相达成独家版权协议或其他排他性协议，已经达成的，须在本决定发布之日起三十日内解除，与独立音乐人或新歌首发的独家合作除外。

与独立音乐人的独家合作期限不得超过三年，与新歌首发的独家合作期限不得超过三十日。

②没有正当理由，不得要求或变相要求上游版权方给予当事人优于其他竞争对手的条件。已经达成的，须在本决定发布之日起三十日内解除。

③不得通过高额预付金等方式变相提高竞争对手成本，排除、限制竞争。

④处以 50 万元罚款。

这个结果，我怎么看怎么像利好

靴子落地是利好，没有分拆酷我和酷狗是利好，罚款50万也是利好。

虽然禁止哄抬物价抢独家版权，可以算扼制了腾讯的竞争手段，但也看不出来这手段有帮助竞争对手做大做强的可能。

作为已经占有80%以上市场份额的霸主，靠网络效应和用户习惯也应足够稳固市场份额了。

原本想的因在线教育带崩中概股，或许下周有机会按照原计划在450~500之间加至40%持仓上限的乐观想法，看了腾讯音乐的处罚结果后，有点担心了

担心也没有用，**市场先生的出价只能利用，无法预测**。到价就按计划买入，不到就继续看书追剧+扯淡聊天，这就是我的宏伟战略

5.古井定增详细信息披露。

定增的价格和数量都是披露过的，前面也发文谈过了。本周只是披露了认购的机构名单和明细数量：

1	JPMorgan Chase Bank, National Association	750,000	150,000,000.00	6
2	国泰君安证券股份有限公司	1,125,000	225,000,000.00	6
3	易方达基金管理有限公司	12,750,000	2,550,000,000.00	6
4	财通基金管理有限公司	1,130,000	226,000,000.00	6
5	太平基金管理有限公司	750,000	150,000,000.00	6
6	富国基金管理有限公司	1,275,000	255,000,000.00	6
7	华泰证券股份有限公司	775,000	155,000,000.00	6
8	华泰证券（上海）资产管理有限公司	750,000	150,000,000.00	6
9	工银瑞信基金管理有限公司	2,150,000	430,000,000.00	6
10	Morgan Stanley & Co. International Plc	750,000	150,000,000.00	6
11	中国人寿资产管理有限公司	750,000	150,000,000.00	6
12	招商基金管理有限公司	2,000,000	400,000,000.00	6
13	汇添富基金管理股份有限公司	45,000	9,000,000.00	6
	[redacted]	[redacted]	[redacted]	

全是金融资本，没有产业资本。话说我是产业资本的话，1060 亿的作价收购古井，我也不乐意的。

金融资本嘛，一者冲着投机者的口袋，二者这些机构还有融券卖空、半年锁定期满后还券的套利便利，可以理解。

也算是在广大投机者的鼓励和支持之下，金融资本对实体经济的支持吧！——此时，就发现投机者存在的价值了吧？

本周，各股票 app 的古井总股本应该都从 5.036 亿股，更新为 5.286 亿股了——老唐实盘表格是在 7 月 3 日更新的。

6.本周作业

本周拜读了@清松 @刘彪 @李可 @白开水 @轩辕 五位朋友的格力 vs 美的作业。

这些作业，都已经是有理有据的研报了，总体水平不比券商研究员差。似乎这种给框架做作业的模式，还真是提高挺快的

当然，由于是统一框架下的，所以没有亮点的作业，我就不做选择了。

本周有两位朋友的作业，因为其中有别人没考虑到的资料补充或思考亮点入选。他们是：

@李可 （点击名字可跳转文章，下同）增加了渠道改革的部分内容，是别人没怎么展开过的；

@轩辕 在空调的价格困境部分，增加了历史上几次空调行业价格战的回顾。

两位入选的朋友，可以从以下三个奖品中任选一个：

①加老唐私人微信好友；②加入书房后院；③老唐三件套签名书，顺丰包邮+送定制版书签。

本周运动

本周跑步两次，1 次 10 公里，一次不到 6 公里（中途下雨了）



周六早晨同口径除皮净重 85.8kg（175cm），环比持平😍

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😁🌹

第989篇.　　2021.07.26－今天买入了茅台、腾讯、美的……

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-07-26

知道很多朋友着急关心。为躲避后台轰炸，不等 20:21，提前发出来😁

是的，今天买了不少。

早上一开盘，手机就哔哩吧啦地弹出来一堆提醒，忙的手忙脚乱的。

还好没有忙中出错，基本顺利按照计划完成操作，就是忙碌中的价格都不太理想。

全天涉及到 8%的仓位变动，资金全部来自恒生 ETF，全天卖出均价 1.396 元。后面不再逐笔谈论卖出。

上午首先是 64.5 买入了 2%美的集团。

我计划的是在 4500 亿位置买入，设置的到价提醒是 64 元。

但当时手机弹出信息太多，看到提醒卖出 ETF 后，买入美的集团的成交价已经是 64.5 元了🤦

其次是均价 1827.5 买入了 4%的茅台。

阿茅最令人生气。我原本设置的到价提醒是 1810 元，结果上午打到 1810.06 元弹起来，是那个坏淫在前面抢跑🤔？

犹豫了一下，还是追进去了，最低成交 1821.95，最高成交 1828.5，均价 1827.5 元。

让人生气的是，追上以后，过会儿它又跌破 1810 了，摆明调戏老唐嘛😭~哼哼👊👊

至于腾讯，我上次加仓的位置是 514 港币。至 450 之间还有两次加仓空间，设定的提醒是 490 和 465。

下午触发 490，均价 490.6 买入了 2%的腾讯。

所有的单笔成交后的零碎尾款，都给了分众，全天成交均价 7.81 元。

目前持仓情况如下表：

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
腾讯控股	37%	72000±10%	＜36000	80000	39211	490.00	-12.87%
洋河股份	25%	4200±10%	＜2100	4700	2750	182.49	-21.68%
贵州茅台	8%	26400±10%	＜13200	②	22663	1804.11	-8.82%
古井贡B	6%	920±10%	＜460	1060	464	105.21	-0.91%
分众传媒	5%	①	＜770	1980	1142	7.78	-20.26%
陕西煤业	5%	①	＜1020	2500	1104	11.04	28.91%
海康威视	3%	5800±10%	＜2900	②	6078	65.10	36.45%
美的集团	3%	8100±10%	＜4050	12000	4559	64.68	-33.23%
恒生ETF	9%	现金替代品				1.385	-3.21%
沪深300						4925.30	-5.49%
上证指数						3467.44	-0.16%
2021/7/26			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8340	

美的目前持有 3%，后续计划不变，4000 亿市值加到 6%，3600 亿市值加至持仓上限 10%。

茅台目前 8%仓位，下一步计划在 2.1 万亿市值加至 16%仓位。

——为啥？感兴趣的朋友们自行思考和揣摩，别浪费了宝贵的疑问。本周实盘周记，我谈茅台中报时会顺便分享计算过程，本文留言区不答。

悄悄提醒，其实以往文章里都写过，但凡愿意翻的朋友都找得到答案😉

腾讯，还有一次 465 附近的加仓机会，等待中。

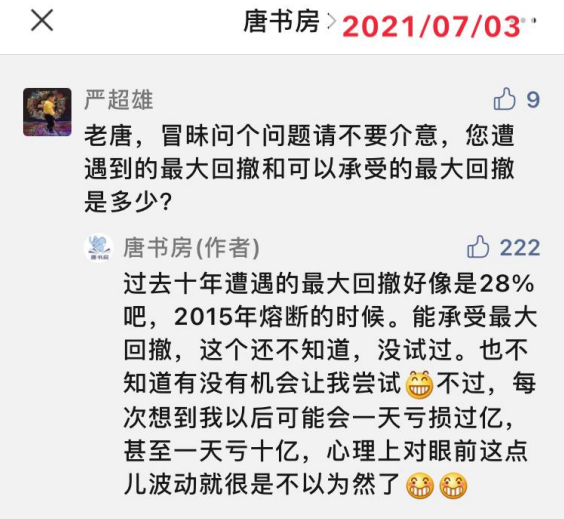
当然，一切的前提是届时有钱。届时若没钱，就只能加个铲铲、加个毛线了😂

目前还有 9%恒生 ETF。场外还有约 150 万元的医药基金，如果场内个股出现令人满意的价格，不排除将医药基金调动过来的可能。

〈医药基金的相关情况，在 2019 和 2020 年年终总结里均有分享〉

今天实盘净值下跌近 5%，创下老唐个人投资史上单日亏损金额记录。

不过呢，一想到以后还会一天亏几亿十亿的，这点儿只能算洒洒水啦🤔😆



2021 年的年内收益，直接被今日的下跌干成-2%，首次进入年内亏损状态。必须感叹，60 魔咒真不是瞎吹的🙏



再次郑重提醒：老唐从来没有预测股价波动的能力，老唐的任何持股从当前位置再次腰斩也不是稀奇的事情。

所以，老唐的个人操作绝对不应该成为你的交易依据。

请独立思考，并请记住，除了你之外的任何人都不会为你的资金账户负责的。切记切记

Ps：市场绝大部分参与者，永远是在茅台 2600 元时，憧憬 3500 元的到来，鄙视和谩骂那些卖出的人——骂他们骗筹码

然后在茅台 1800 元时，开始恐惧和担忧 1200 元的到来，鄙视和谩骂那些买入的人——骂他们是庄托

老唐多年碎碎念的最大梦想，就是期望能让聚在一起的你我，都能摆脱这种被市场先生指挥、注定走向亏损的状态。

那么，今天真的面临暴跌时，老唐平时碎碎念的那些口诀，有没有帮助你保持淡定呢？

来，留言区开聊——今天文章短，留十几分钟阅读时间吧，四点半开聊！

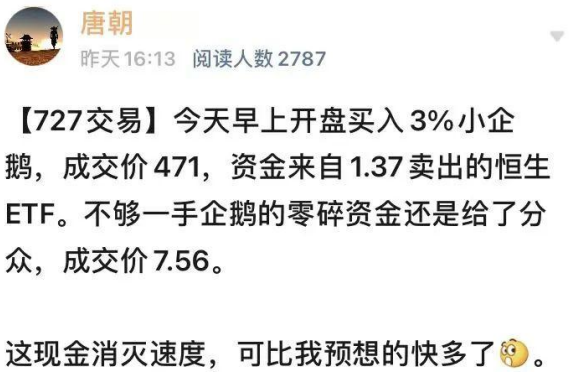
第990篇.　　2021.07.28－7月28日，清空恒生ETF和美的……

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-07-28

7 月 27 和 28 两天，市场先生继续给面子，多笔交易被触发。

27 日因为有个广告，是客户几个月前就订好的，所以只是在昨晚的留言区里，简单分享了交易记录。

今天先把 27 日下午港股 16：10 收盘后发的帖子拷贝过来留存（原帖有点长，截图截不全）



【727 交易】

今天早上开盘买入 3%小企鹅，成交价 471，资金来自 1.37 卖出的恒生 ETF。不够一手企鹅的零碎资金还是给了分众，成交价 7.56。

这现金消灭速度，可比我预想的快多了。年前卖掉茅台、分众和海康的时候，我还揣摩着怎么地，也要到年底才有机会清空类现金资产。

没想到市场先生超预期配合，只要半年，它就来了，它就是这么潇洒帅气滴走过来了

以距离论，明天茅台和分众都有很大概率响铃

眼看着恒生 ETF 还有 6%了，预留的类现金数量居然成了问题，这真是超乎我想象的动作。

有点亢奋。刚刚临收盘时，把支付宝里两只医药基金提请赎回了。

一个是周五晚上到账，一个是下周一晚上到账。只能期盼下周二之前都不要大涨（这话会不会被扔鸡蛋啊）

目前持仓如截图

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	38%	72000±10%	<36000	80000	35750	446.00	-20.70%
洋河股份	26%	4200±10%	<2100	4700	2667	176.96	-24.05%
贵州茅台	8%	26400±10%	<13200	②	21517	1712.89	-13.43%
古井贡B	6%	920±10%	<460	1060	461	104.50	-1.58%
分众传媒	5%	①	<770	1980	1064	7.25	-25.69%
陕西煤业	5%	①	<1020	2500	1071	10.71	25.05%
海康威视	3%	5800±10%	<2900	②	5668	60.71	27.25%
美的集团	3%	8100±10%	<4050	12000	4327	61.40	-36.62%
恒生ETF	6%	现金替代品				1.325	-7.41%
沪深300						4751.31	-8.83%
上证指数						3381.18	-2.65%
2021/7/27			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8354	

小企鹅加满 40%，又跌成 38%了。考虑到钱紧，算了，企鹅就留给隔壁王麻子了，我开启假装不在神

功

后面这点儿资金给阿茅和小分备起。如果价格吸引人，不排除手起刀落将美的和福寿园剁掉去支援的可能。

截止今日收盘，老唐实盘 2021 年内收益率为-8%。

还是要郑重提醒：老唐从来没有预测股价波动的能力，老唐的任何持股从当前位置再来个腰斩也不是稀奇的事情。

所以，老唐的个人操作绝对不应该成为你的交易依据。

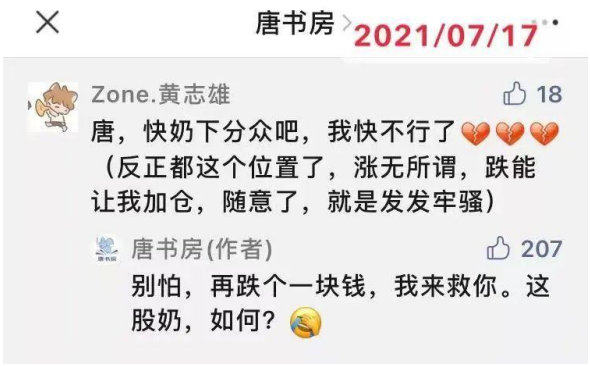
请独立思考，并请记住，除了你之外的任何人都不会为你的资金账户负责的。切记切记

以上是 7 月 27 日交易记录，接下来记录今天的。

7 月 28 日早上，分众触发设定买点 7.21 元，立刻以均价 1.338 卖出 3%的恒生 ETF，买入分众，买入成交均价 7.248 元。

——这个买点提醒，对应的是 55×25×70%×110%/146.78=7.21。

还记得这个对答吗？当时分众 8.23 元



公式列在这里了，熟悉老唐估值法的朋友，可以尝试推敲一下老唐背后的思考过程（特别提醒，包含老唐对分众周期性质变化的思考），或许提升效果比我直接说，好很多。

懒得动脑的，也没关系。回头找时间我会写出我的思考过程和背后逻辑的。

接着说后面的交易。

10:10 左右，茅台触发 1685 元提醒。

立刻清空剩余 3%恒生 ETF，成交均价 1.317 元。

清空 3%美的集团，成交价 62 元。

然后全部买入茅台——连不足一手的零头都没浪费，从家用里挪了点，硬是凑够用光，舒服了——成交均价 1691.67 元。

至此，消停了，子弹打完了。再跌也只能等下周一和周二（医药基金赎回款到账）才可能有动静。

老唐一贯明牌，不介意谁免费抄作业或者截胡。

然而一定要提醒的是：**老唐水平相当一般，从来没有预测股价涨跌的能力。**对于茅台的计划，是早在卖出茅台后就设计好的，只等市场先生自己撞过来。



老唐是**待在自己的地盘**里记录自己的交易，分享自己的思考。历来坚持提醒**我的任何持股都有腰斩风险**，从未建议任何人跟随我买卖。

所以抄作业是你的选择，免费抄作业理应是你占老唐便宜。你感恩，我坦然收着。你假装不在，我也毫不在意。

然而，既然是你的选择，盈利是你的眼光，亏损也请自己承受，不要跑来书房口吐污秽，暴晒自己的巨婴本色。谢谢🤗

目前老唐实盘持仓情况如下表：

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
腾讯控股	38%	72000±10%	＜36000	80000	35859	447.20	-20.48%
洋河股份	25%	4200±10%	＜2100	4700	2613	173.37	-25.60%
贵州茅台	16%	26400±10%	＜13200	②	22221	1768.90	-10.60%
分众传媒	8%	①	＜770	1980	1108	7.55	-22.62%
古井贡B	6%	920±10%	＜460	1060	461	104.30	-1.77%
陕西煤业	5%	①	＜1020	2500	1069	10.69	24.82%
海康威视	3%	5800±10%	＜2900	②	5695	61.00	27.86%
沪深300						4760.48	-8.65%
上证指数						3361.59	-3.21%
2021/7/28			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8357	

截止 7 月 28 日收盘，年内收益**-7%**（四舍五入）

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%。

意味着 2014 年元旦的 1 元，变成今天的 7.02 元，按照 7.58 年折算，年化收益率为 **29%**——老唐实盘年度收益率，按基金净值法和实际收益率**孰低**取值，均不含新股收益。

今天清仓了两只个股，美的集团和恒生 ETF。

其中美的集团，是今年 6 月 21 日 73.34 买入 1%，7 月 26 日 64.5 买入 2%（汗，前天买的，妥妥的付费一夜情🥹），平均买入位置 67.45 元。

今日卖出价格 62 元，亏损幅度 8.1%，给账户总值造成 3%×8.1%≈0.24%的亏损。

这是茅台到价后，面临没有资金窘况时的被迫选择，没有什么值得总结的（如果不买它，放在恒生 ETF 里也不少亏🤔），就是一笔被迫卖出的失败尝试。

原因嘛，茅台会跌这么“多”，老唐预想过。但确实没想到，会跌的这么“快”

比较有意思的是恒生 ETF。

春节前 2.7 万亿~3.3 万亿之间卖出茅台，以及同期卖出分众和海康后，我陆续将卖出资金换成了恒生 ETF，最低买入价 1.447 元，最高买入价 1.57 元，平均买入价 1.516 元。

后期只要有目标股票到价，立刻就卖出恒生 ETF，完全不看价格的。

今天统计了卖出，最高卖出价格 1.53 元，最低卖出价格 1.317 元，综合卖出价格 1.432 元，整体亏损 5.54%。

虽然整体幅度只有 5.54%，但由于持有比例大（最高时占比 42%），亏损金额也相当巨大，占到老唐实盘净值的 2.5%左右。

面对此情此景，已经有至少过百位朋友问过老唐：

你要是当时卖出茅台、分众、海康后，持有现金或者货币基金，多好？

为什么预计短期就要动用的资金，还要去持有波动巨大的恒生指数基金呢？

你看，跌了吧，亏了那么多，斩起来不心痛吗？……

挺好一个投资理念问题。

咱们留个作业吧，感兴趣的朋友可以深刻思考一下这个问题，打破砂锅问到底的思考，然后写出你的观点和看法来。

比如你是老唐，卖出茅台、分众、海康后的资金会怎么处理，**为什么？**

作业还是老规矩，请将链接留在本周六第三篇文章留言区。入选作业，奖品还是三选一：

①加老唐私人微信好友；②加入书房后院；③老唐三件套签名书，顺丰包邮+送定制版书签。

提示：我的个人看法，这笔决策是正确的，是一笔结果小错的正确决策。欢迎你推翻它，有理有据的反面观点，加分

另外，还有一个月经问题，月月答，月月有人问，今天买入茅台后，必然又再次被触发。不如我预回答了吧。

问题就是：为什么明明没有到理想买点，你就开始买入了？

> **@大道至简**：请教老唐兄，根据您对陕煤的买入分析一文，对于心仪股票的买入，是在距离理想买点不远的位置（例如比买点高20%）即试探性买入，接下来越跌越买直到买点出现完成全部建仓，而不是等买点出现后再进行买入，对吗？
>
> @唐朝：这问题回答过很多次了。算了，不推荐你发送“有钱”提取旧文阅读了。直接说结论：
>
> 当年合理估值到理想买点之间，随意，怎么做都对，没有标准答案。依照自己的持仓结构和对波动的承受能力，怎么舒服怎么弄。
>
> 回答完毕。
>
> 2021-03-14

@唐朝：对于符合三大前提的企业，当年利润×1/无风险收益率，是其当年保守的合理估值，其实也就是相当于将其直接视为一份债券。

理想买点是三年后合理估值的50%，是考虑了未来三年的成长因素并预留了安全边际。

当年合理估值之下到理想买点之间的处理方式，见文中问答。

<即：当年合理估值到理想买点之间，随意，怎么做都对，没有标准答案。依照自己的持仓结构和对波动的承受能力，怎么舒服怎么弄。

详细论述可向书房发送"有钱"，提取2019年旧文《有钱时遇到心仪企业在合理估值区怎么办？》阅读>

@价投Daniel：感谢老唐答复，困扰好久了，感谢感谢

2021-03-18

我不仅在 2019 年 7 月 25 日的《有钱时遇到心仪企业在合理估值区怎么办？》一文讲过这问题，还在 2020 年 12 月 17 日的《老唐估值法答疑之再续》里，更直白的阐述过。我拷贝原文过来吧！

目标企业在合理估值之下，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。

而另一个问题，也是必将被问到的：

虽然当年的合理估值之下就可以买入，但你买入的 2.25 万亿，2.1 万亿，是以 2022 年预计业绩 700~750 亿为基础的，这明显不对。

按照你的体系，此时最多也只能按照 2021 年的预计业绩，然后按照过了半年上浮 10%来计算合理估值呀！

这又是为什么呢？留个小尾巴，咱们周末聊

老规矩：文章短，四点半就开始回复留言

第991篇.　　2021.07.29 - 书房拾遗第19期

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-07-29

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。
大概每凑够四五千字，就推送一期。今天是第 19 期。



@ngin：老唐，陕煤 7 月 8 日每股要分红 0.8 元，现在理想买点是 10.2 元，那分红后理想买点是不是要调整到 10.2-0.8=9.4 元？

@唐朝：我没有打算下调，分红算是我持股的阶段性奖励吧。企业价值主要是基于盈利能力而不是基于资产，所以分不分红的，理论上对长期价值影响不大。

2021 年 7 月 3 日

@隔壁家的小鲤鱼会吐泡泡：唐老师，据您所述您当时是自学的会计，那您有没有报过什么培训班课程呢？

@唐朝：没。互联网时代，资料是过剩而不是缺乏。缺乏的只有耐心和枯坐的能力。

2021 年 7 月 3 日

@丁文超：唐老师好，我想请教您个问题，一个公司在三地（比如 A 股，港股，美股）上市，那这个公司的分红，市值如何计算合适？

@唐朝：分红都一样，每股多少钱就是多少钱。市值有三个，任意一地的股价×三地合计总股本就是市值，你意图买哪种股票，就关心哪种市值。

2021 年 7 月 3 日

@吴国忠：唐老师，请教一下，港股的红利什么时间发放，哪个网站或者软件可以查啊？民生银行 h 股，6 月 16 日除权，到现在还没到账。

@唐朝：看公司的分红公告就行了，不是要看除权日，要看股息发放日。股息发放日后的一两个工作日就应该到账了。

2021 年 7 月 3 日

@Qian：手财学习中，P66 页想自己计算一下融资利率，结果不会算。下载了几个房贷计算器，不会用。

@唐朝：向书房发送’’7.66’’即可提取手把手教程。

2021 年 7 月 4 日

@Prince：老唐，保险公司和腾讯都有投资这一大块，为什么你觉得保险是黑箱而腾讯确定性强呢？

@唐朝：因为二者区别很大。

从负债层面看（即投资资金来源），腾讯的资金成本清晰、明确，保险的资金成本靠模型黑箱估，确定性差距很大。

从投资的层面看，腾讯主要投自己熟悉和了解的互联网以及移动互联网领域，且投资作价里隐含着大量冗余流量再利用，胜率较大。

保险投资主体是低收益率债类资产，以及各种很难去判断胜率的权益投资，所以估算难度比较大。

个人观点，仅供参考。

2021 年 7 月 5 日

@Jing：抄您作业分众，九连阴后反弹三天又连跌创新低，你真的没看错吗？

@唐朝：你什么时候抄我作业？分众我在 11.26 和 12.39 各减仓 1/3，你是抄买还是抄卖？

我不确定你说的“没看错”指的是什么，但我可以向你保证：“我绝对有可能看错”。

2021 年 7 月 5 日

@刘锦山：知道唐老师一直不关注市场怎么样，还是想请教一下关于互联网的看法，比如腾讯会不会有分拆的问题。

@唐朝：就目前的情况看，似乎应该不会。

据说腾讯涉及垄断的事情，主要一是虎牙斗鱼合并，目前的消息是腾讯放弃合并。

二是腾讯音乐的垄断问题，罚款和分拆即便发生，可能也就是在腾讯音乐这个子公司层面，不大可能在腾讯的主体层面。

2021 年 7 月 5 日

@每天进步一点点：问一下老唐，如果你的现金替代品恒生 ETF 处于亏损状态，比如亏 5%，当你准备买入某股票时，是否会割肉卖出恒生 ETF 呢？

@唐朝：会。我眼里没有什么亏损状态或者盈利状态。

2021 年 7 月 5 日

@刘畅：唐老师好，今天彭博社消息说腾讯受到中国监管机构在金融科技、交易方面的广泛整顿，这会影响腾讯的估值吗？最近互联网企业负面新闻较多，您怎么看？

@唐朝：我没调整对腾讯的估值。负面新闻较多的时候，才会创造合适的买价，作为投资者，这种环境是幸福的、快乐的。

2021 年 7 月 6 日

@安文强：请问老师对腾讯游戏前景怎么看，感觉竞争还是挺激烈的。

@唐朝：市场永远是在竞争中做大的。

2021 年 7 月 6 日

@Frank king：唐老师，再看第二遍手财，第 171 页的“有息负债”都具体包含哪些？我去百度查了下，有很多不同说法。

@唐朝：有息负债就是需要企业支付利息的债务，通常出现在短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券、其他非流动负债科目。金融类公司通常还会有向央行借款、吸收存款及同业存放等科目——摘自书房 2018 年 10 月 8 日文章《不谈玄之又玄的“道”，老唐一文说清估值的“术”》

2021 年 7 月 6 日

@王颖：为什么周报总结表中是按照市值来管理个股仓位，不按成本管理仓位？

@唐朝：因为按照成本管理仓位，属于连投资的大门都还没有看见的作法，是必须要摒弃的赔钱秘籍之一。

@王颖：谢谢唐师傅的回复。那假设遇到某只持仓股票(譬如企鹅给机会)不断的下跌，那么就一直补仓到没有“可用金额”为止么？

@唐朝：在对企业的判断和估值没有发生变化的情况下，我的作法是：’’是的’’。

2021 年 7 月 6 日

@LC：请教老唐，宽基指数，例如沪深 300，中证 500，历史估值区间有多大的参考价值呢？

@唐朝：我个人认为历史估值区间参考意义不大。

@LC：那大概通过什么方式来判断低估和合理呢，用无风险收益率的倒数来衡量吗？

@唐朝：对！

2021 年 7 月 6 日

@唐朝：看完冠亚翻译的《比尔·米勒投资之道》，我认为米勒是一个用价值投资理念包装的趋势投机者，当然，必须承认是一位成功的趋势投机者。

虽然其分享的买入卖出原则，基本都是格雷厄姆、巴菲特的理念，但依赖了其“灵活的、每只个股单独定制”的估值模式，比如增长率给到 70%，折现率取值 30%这样看上去近于儿戏的估值方法，其实可以随意在任何阶段得到想要支持买入或卖出的任何估值。

按照书中所列举的成功案例（感谢伟大的杀猪刀，这是一本 2002 年初出版的书），剔除那些我不知道名字的公司，仅仅耳熟能详的公司名号里，米勒有过亚马逊、微软的成功案例，但居然如此大比例的包含下面这些公司：

美国在线，买了，跌了，加仓了，涨了，跑了，后来跌的近于零了；

花旗银行，涨了，跑了，2008 年次贷危机里跌的近于零了；

柯达，涨了，跑了，后来破产了；

房利美，涨了，跑了，2008 年次贷危机里跌的退市了；

世界通信，涨了，跑了，2003 年造假暴露，破产了，

诺基亚……大家都晓得，曾经的手机霸主，今天是什么样子……

赚钱啦，赚钱啦，左手一个摩托罗拉，右手一个诺基亚，

赚钱啦，赚钱啦，究竟是运气好到爆，还是背后站着逻辑呀？ 

@yeeyoung：或许说明一个问题，在当年确实是好公司，但今天的好公司 10 年后不一定还是好公司，所以需要持续关注。

@唐朝：是的，这些领域可能都属于变化比较快，变化比较大的企业，很难真正看到“长期”。

2021 年 7 月 7 日

@阿米瑞克：有没有偶尔觉得股票市场就像一个无聊的游戏，追着所谓的业绩跑来跑去，今天医药，明天新能源，还有周期，到最后都是一地鸡毛。

@唐朝：没有。我觉着股市非常有趣，只需要看看闲书，追追弱智剧，然后就大把收钱。感觉就像在小溪里放了一个鱼篓，然后回家睡一觉，过来就是满满一筐子鱼，不仅有乐趣，还很有成就感。

2021 年 7 月 8 日

@11067452：我还剩一个点收益，瑟瑟发抖。这市场是疯了吗？

@唐朝：等你-15%的时候，你会怀念 1%的市场先生怎么就那么温柔可爱呢！

@11067452：有点扛不住了。老唐给点啥意见，股票都没问题，就是熬吗？等市场抛弃医药、新能源、半导体，来拥抱我们？

@唐朝：现在就喊扛不住啦？其实 2021 年内波动还很小（老唐实盘还有 2%呢），回想 2018 年老唐实盘最惨的年内收益是-24%。

历史如果真的重演，一样还会有很多人倒下，完美错过后面的 52%、66%和 2%的（即-24%时的 76 万，变成今天的 211 万）。

若非如此，它就不配称为“永远不变的人性”。

平时信心百倍，梳着胸毛喊你敢下来让我抄底吗？真跌下来了，就瑟瑟发抖找按摩，这不就是市场大多数人的画像吗？

2021 年 7 月 8 日

@洪古：唐师 一：深圳的房子和股票相比，未来哪个更有投资价值？二：个股仓位上限怎么设置？同一时期最多持有几只股票？

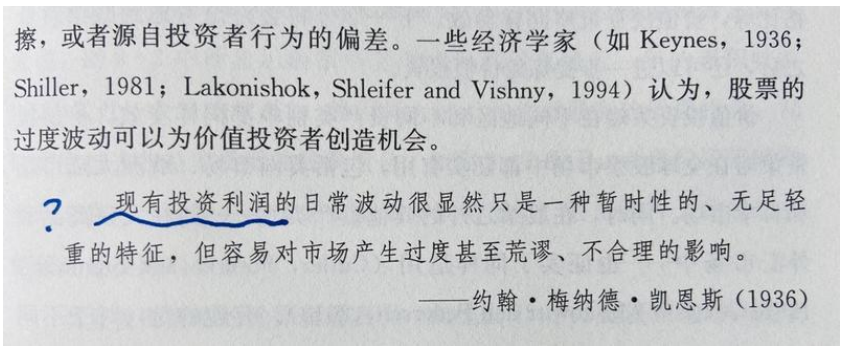
@唐朝： 一，不知。二，我是单只最高 40%。最多几只，取决于自己能理解几家企业。一般来说几个亿以内的资金，有三五个行业，七八只股票足矣。

2021 年 7 月 8 日

@唐朝：估摸着原文想表达的意思是股价波动带来的浮动盈亏。

“浮动盈亏的日常波动显然只是一种暂时的、无足轻重的现象，但它却很容易对市场人士产生过度甚至荒谬的影响——约翰.梅纳德.凯恩斯（1936）”，

这样翻译就舒服多了。而且很巧，严丝合缝地适用于今天（我指 2021 年 7 月 9 日）。


擦，或者源自投资者行为的偏差。一些经济学家（如 Keynes，1936；Shiller，1981；Lakonishok，Shleifer and Vishny，1994）认为，股票的过度波动可以为价值投资者创造机会。

现有投资利润的日常波动很显然只是一种暂时性的、无足轻重的特征，但容易对市场产生过度甚至荒谬、不合理的影响。

——约翰·梅纳德·凯恩斯（1936）

2021 年 7 月 9 日

@黄明春：在且慢小账本中记账时，分红算入金还是出金？还是不用记录这一笔？

@唐朝：不用记录。

2021 年 7 月 9 日

@Jacky：陕西煤业每股分 0.8 月，为什么除权价只少了 0.78？

@唐朝：分红公告里有计算公式。简单的说就是公司回购的股份不参与分红导致的。

但凡有库存股的企业，都存在这个问题，该公司的分红公告里一定都会有详细的除权价计算公式。

2021 年 7 月 9 日

@舒克和贝塔：为什么陕煤已经几乎到了理想买点，老师反而去加了小企鹅，反而陕煤的加仓计划还这么保守呢？

@唐朝：因为我对小企鹅研究更深入，确定性更高。对陕煤介入时间更短，研究较浅，需要更大的安全边际保护。

2021 年 7 月 10 日

@跷跷板：为啥中概股不在内陆或者香港上市非要去美股呢？

@唐朝：因为一者这些企业大部分都不符合国内或港股的上市前年度盈利标准，二者美国资本市场投资者更多，更能卖的起价。

2021 年 7 月 10 日

@Joe：请问古井贡这两年的营业外收入里面的“无需支付的应付款项”分别各有 2000 多万。这个在古井贡的过去，以及在茅五泸洋都基本没有。请问您，这是啥？怎么找不到人给钱。

@唐朝：这个好像最近十年都有，数额都不大。推测是供应商的某种质保金或者折扣什么的，满足条件不需要支付的时候，就归入这里了。

金额很小，我没太关注，只是推理，你可以上班时间问问公司证券部。

2021 年 7 月 10 日

@Bloomyearcatcher：一直以来有个疑问想问问老唐，你的恒生 ET 是视为类现金的，有没有考虑调整一部分到 A 股指数 ETF 上呢？

@唐朝：没有考虑。

@Bloomyearcatcher：谢谢老唐的回复。其实我主要是感觉未来人民币还是升值概率大于贬值的。所以更愿意持有人民币类现金，或者一半一半这样子。

@唐朝：我不信感觉，不依赖感觉做投资决策，包括你的感觉，也包括我的感觉。

2021 年 7 月 10 日

@业绩控仓：老唐你好，最近关注到一个新闻就是很多资本都在布局白酒市场。这样会不会竞争更加激烈影响到行业的生态？加上茅五泸洋的低增速，这个行业是不是要走下坡路了？

我们此时还持有洋河会不会亏大钱？

@唐朝：你当然可能会亏大钱。市场最可爱之处就是一切皆有可能，不会有人给你保证不亏钱，除了骗子。

2021 年 7 月 10 日

@Mr.赵：已经买过平安的，目前亏损。通过学习，后来发现确实这公司不好理解，这时如何处理的好？先放着不管它，还是有了更好的标的直接换好呢？

@唐朝：不是刚说了嘛，未来赚赔，全靠运气。对于看不懂的企业，不管表象如何，内核都是这。

我即看不懂保险，也没有能力预测运气，所以这问题真无法回答，只能你自己决定，见谅。

@姚队：俺来班门弄斧，沉没成本不是成本，上秤比较。

@唐朝：天平的一端是一个重量未知（可能介于0~无限大）的砝码，请你实现你的比较😝

@姚队：老唐批评的是。上秤的前提是圈内能看懂，学艺不精了🫣

2021年7月12日

@hyg007：老唐好，如果能论证出人均GDP超过1万美元、叠加老龄化后，保险必然有很大的发展前景，又确信平安是这个行业最好的公司，再从pe、pb、Pev、历史估值角度确定不贵，那不能精确推算利润的问题，是不是也可以容忍了？

@唐朝：我不懂。但以我的理解，你这一套论据下来，可以论证出平安未来有能力借到更多的钱。

但论证不出来借钱是不是划算的，或至少是不亏本的。也论证不出来平安的投资回报率是多少。中间有重要的逻辑缺环。

@hyg007：我明白老唐的顾虑了。投资收益率涉及宏观变量太多，平安、包括监管层，确实也都不敢打包票。

但这个问题全世界的寿险应该都存在，只能寄希望于政府要给大家留出路，如果真走到那一天，确实很被动，与老唐最大化追求确定性的理念是相冲突的。

@唐朝：你理解了我表达的一半。另一半是借钱的成本问题，这是个黑箱。

巴神自己说过，历史数据证明，所有的保险公司财报里的浮存金成本全部不可信，包括伯克希尔的。

它大概相当于保险公司用-3%至+30%之间的某种利率借钱。但具体是多少，没人知道，或者说要很多年以后才能知道（很多年以前的）借钱成本。

2021年7月12日

第992篇.　　2021.07.31 - 老唐实盘周记20210731

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-07-31

本周交易

本周交易详见周一文章《今天买入了茅台、腾讯、美的》，和周三文章《7月28日，清空恒生ETF和美的》。

目前持仓

腾讯40%，洋河23%，茅台15%，分众8%，古井B6%，陕西煤业5%，海康3%。另有福寿园1万股观察仓不计。

下表除“当前股价”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	40%	72000±10%	＜36000	80000	38213	479.00	-14.83%
洋河股份	23%	4200±10%	＜2100	4700	2456	162.99	-30.05%
贵州茅台	15%	26400±10%	＜13200	35000	21091	1678.99	-15.15%
分众传媒	8%	①	＜770	1980	1101	7.50	-23.13%
古井贡B	6%	920±10%	＜460	1060	461	105.00	-1.11%
陕西煤业	5%	①	＜1020	2500	1083	11.17	30.42%
海康威视	3%	5800±10%	＜2900	②	5695	61.00	27.86%
沪深300						4811.17	-7.68%
上证指数						3397.36	-2.18%
2021/7/31			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8310	

注：①采用席勒市盈率估值的企业，不估算三年后估值；

②剩余少量涨跌不卖的持股，不设一年内卖点；

③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；

④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。

附：上期数据

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	35%	72000±10%	＜36000	80000	42482	531.00	-5.58%
洋河股份	25%	4200±10%	＜2100	4700	2964	196.68	-15.59%
古井贡B	6%	920±10%	＜460	1060	480	108.94	2.60%
分众传媒	4%	①	＜770	1980	1173	7.99	-18.11%
贵州茅台	4%	26400±10%	＜13200	②	23868	1900.00	-3.98%
陕西煤业	5%	①	＜1020	2500	1126	11.26	31.47%
海康威视	3%	5800±10%	＜2900	②	6292	67.40	41.27%
美的集团	1%	8100±10%	＜4050	12000	4719	66.96	-30.88%
恒生ETF	17%	现金替代品				1.435	0.28%
沪深300						5089.23	-2.34%
上证指数						3550.40	2.23%
2021/7/24			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8338	

收益

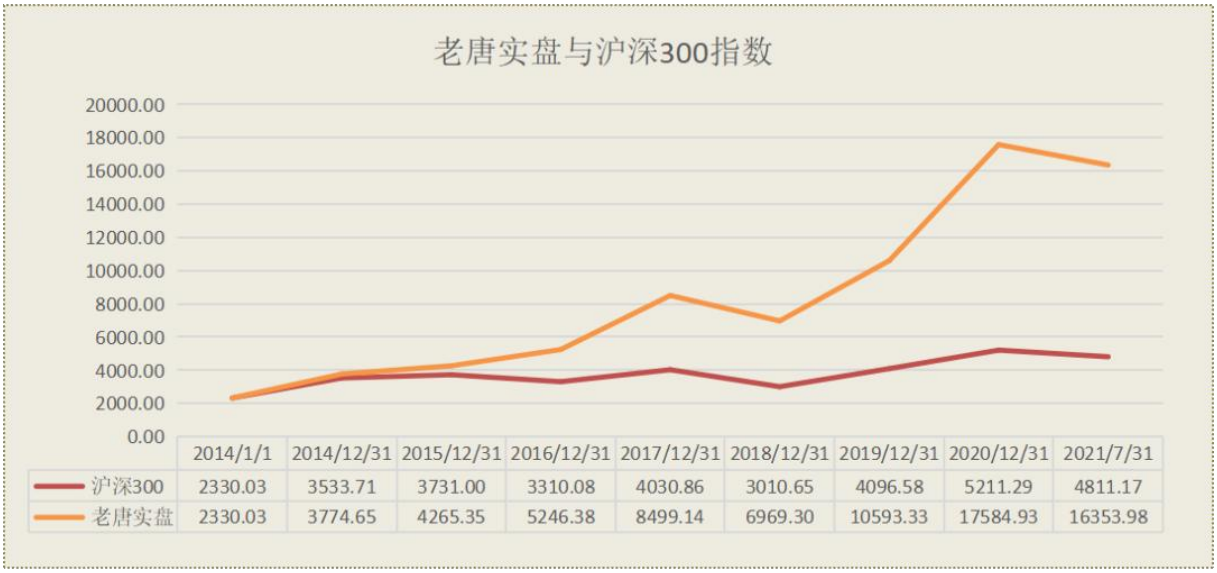
本周实盘净值大跌 10%。2021 年年内收益从上周末的 3%，缩水为本周末的**-7%**（四舍五入数据）。

老唐实盘	年度收益	期末净值	期限/年	年化收益	HS300涨幅	HS300净值	HS300年化
2014	62%	1.62	1	62%	51.66%	1.52	51.66%
2015	13%	1.83	2	35%	5.58%	1.60	26.54%
2016	23%	2.25	3	31%	-11.28%	1.42	12.40%
2017	62%	3.65	4	38%	21.78%	1.73	14.70%
2018	-18%	2.99	5	25%	-25.31%	1.30	5.22%
2019	52%	4.55	6	29%	36.07%	1.76	9.88%
2020	66%	7.55	7	34%	27.21%	2.24	12.21%
2021/7/31	-7%	7.02	7.58	29%	-7.68%	2.07	10.07%

注①：老唐实盘年度收益率，按基金净值法和实际收益率孰低取值，均不含新股收益。

注②：沪深 300 指数收益未包含每年 2%左右的分红，数据略有低估。

实盘与沪深 300 指数对比图



重要事项

本周重要事项包括：1.分众估值模式的调整；2.陕煤注销库存股；3.茅台半年报简析；4.本月阅读。

1.分众估值模式的调整。

本周老唐在 7.21 元开始买入分众，这里面包含了对分众估值方法的细微调整。

在谈这个细微调整前，请先容忍我喋瑟两段上周实盘周记的内容。

一段是关于在线教育对分众的影响。上周周记里我写到：

两天后的深交所上市公司互动易里，分众的官方回复如下：

- 四月份后受政策影响，公司几乎已没有在线教育广告的投放。
- 公司已披露的二季度业绩指引是在考虑到在线教育广告投放清零的情况下做的预估。
- 目前公司客户结构多元化，其余类型客户增长态势良好，因在线教育广告减少而空余广告位已有其他行业客户填充，目前整体业绩稳定。

另一段是关于海康半年报的分析，我就不截图了，大家可以回看《老唐实盘周记 2021/07/24》一文有关海康半年报的分析。

然后对照阅读当晚 21:11，公司披露的投资者关系活动记录表里，董秘黄方红女士所做的公司上半年经营情况说明，你会发现内容几乎一模一样😈

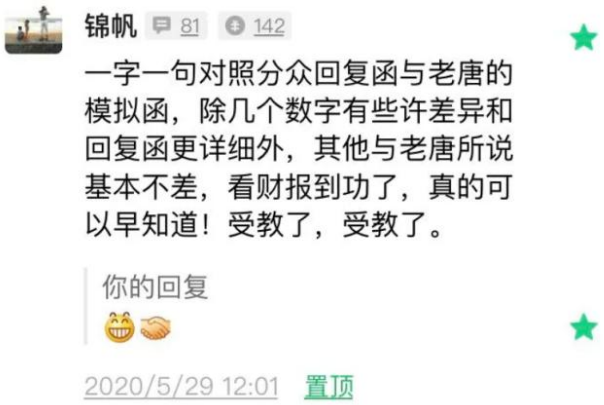


这两段嘚瑟，不是为了说明老唐多厉害，而是为了表述一个事实：投资不需要什么内幕消息，有价值的内容都明明白白写在财报和公告里。关键是持续关注、认真阅读。

类似的案例还有去年 5 月，在媒体及众多财务专家、投资人一片质疑声中（还记得吗？当时央视二套请了几位财务“专家”指责分众参与瑞幸造假），深交所对分众公司发出问询函。

2020 年 5 月 20 日，老唐在书房发表了《模拟分众传媒答深交所问询函》，代替分众公司回复了深交所质询的 12 个疑问。

2020 年 5 月 26 日晚，分众披露了对深交所问询函的回复。两项对照，除一个关于阿里巴巴成为关联方的时间疏忽之外，其他内容基本一致。当时就有朋友这样评论：



这种吻合并不稀奇，因为它们都是藏在公司财报及公告里的公开信息。

我们理解企业的过程，就是跟踪和思考公开信息的过程，没有高深莫测的秘诀，也没有可以凭借留言区里一句问答搞定的速成法。

从 2019 年 10 月，我将分众归为周期股，使用席勒市盈率估值，并做出「600 亿之下买入，1400 亿之上卖出，中间呆坐不动」的决定之后，持续的跟踪和思考并没有停止。

对于其周期股性质，其实我早就有了些新想法。

在留言区里用“周期”为关键词搜了下，至少从去年 10 月起，我就对分众周期性减弱这个特点有了部分认可：

来源内容：一个让你如虎添翼的机会！



欧鼎王靖 留言 69 精选 52

老唐晚上好，请教分众消费品行业客户比率的提升会减弱它的周期属性吗？

10-06 20:34:09

唐书房 作者

应该会。

10-06 20:34:24 赞 10

来源内容：老唐实盘周记2020/12/19



老赵 留言 50 精选 18

唐师，分众估值有个疑问请教一下。分众通过最近几年优化客户结构，其周期性是否会减弱？另外其新增点位带来的收入增加，新潮"碰瓷"偃旗息鼓和大数据带来的成本减少，在估值的时候使用十年移动平均是否也需要进行变化？是否有可能恢复到一般企业估值方式？

12-20 13:04:41

唐书房 作者

有可能。或许需要，但我目前暂时还不打算变。随着继续跟踪和观察，不排除这种可能性。

12-20 13:07:57 赞 15

来源内容：这条暗线很有搞头



留言 6 精选 2

分众的客户结构一直在调整，消费品客户占比提升，互联网下降这是不是意味着周期性的减弱？

05-10 20:33:25

唐书房 作者

有这层意思。

05-10 20:34:27 赞 20

来源内容：读史可以明智——对茅台的全面回顾和展望



Victor 留言 21 精选 5

永远支持我敬爱的恩师唐朝老师！感谢唐老师这些年的坦荡与智慧，也会继续感谢唐老师未来80年持续的坦荡与智慧！我恩情不忘！

02-15 12:01:59



Victor 留言 21 精选 5

如果，唐老师因为分众股价触达卖点而清仓，后续分众四月份一季报出炉净利润超预期增至20亿元左右（春节期间，主流消费群体被堵在一二线城市消费，电梯和影院广告需求应该是历史新高）。

那么，您仍可否分享一下对于分众最新的思考吗？

02-15 12:36:21 赞 32

唐书房 作者

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。

02-15 12:40:39 赞 157

来源内容：老唐实盘周记2021/02/20



A万力，征途，辽通，富力通！轮胎 留言 10 精选 2

老唐加仓分众传媒了吗？上一篇看到有人提问关于分众传媒的问题，从你的回答我隐约感到你对他的看法有些许改变，是这样吗？我一股没买，我觉得从它收入端客户群体的变化，消费品牌对周期的弱化，以及国货崛起各个细分领域品牌的建立，我想再看看，再等等，我还想听听你的思路

02-20 21:11:51

唐书房 作者

没有加。是。

02-20 21:30:44 赞 15

只不过，在分众股价高歌猛进的过程中，我不愿意去调整这个估值，以防止我的思考是市价波动影响的结果。

今年 1 月 8 日和 2 月 10 日，我按照计划于 11.26 和 12.39 卖出所持分众的 2/3。分众于 2 月 18 日，创下本轮高点 13.19 元后转头下跌。

经过暴跌至 9 元附近，反弹至 11 元附近，再跌破 9 元后（6 月中旬），从时间上来说，已经跌了约 4 个月，从幅度上说跌幅超过 30%。

我终于敢确认此时我对分众的乐观判断，不是受近因效应影响，而是真正的独立思考（对错先不论，留给未来评判）。

因而，我小心地将原本的席勒市盈率估值法「10 年年均净利润×无风险收益率的倒数=当年合理估值，

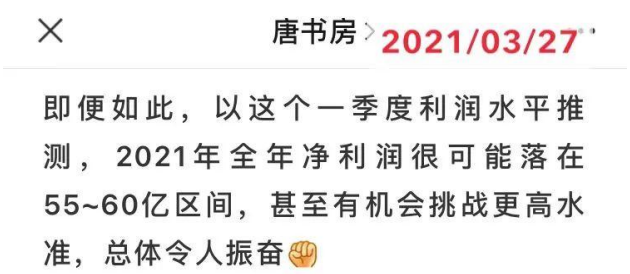
当年合理估值的 70%作为买点，当年合理估值的 150%作为卖点」调整为：

当年预计净利润×无风险收益率的倒数=当年合理估值，当年合理估值的 70%作为买点，当年合理估值的 150%作为卖点。

于是有了这样一个公式：买点=当年合理估值×70%=55×25×70%=962 亿。由于年度过半，估值上调 10%，故买点变成：

55×25×70%×110%/146.78=7.21 元

其中 55，指我对分众 2021 年业绩的预计下限：



25 是当前无风险收益率为 3%~4%之间时的市盈率取值，即 1/4%=25 倍市盈率。

146.78 亿股是分众传媒总股本，7.21 的买价就是这样计算出来的。

它代表了我对分众周期性减弱的一种判断，是对是错，还需要市场检验。我们就先丢在这里吧。

至于卖点，55×25×150%=2060，55×25×110%×150%=2260，比我当前卖点 1980 亿高出 4%~14%。

鉴于目前价格距离 1980 亿还有超过 80%的空间，调整与否短期内应该都碰不到，就偷懒留到年底统一调整时再说了。

2.陕煤股本注销。

这事儿简单，就是公司本周完成了工商变更，股本从 100 亿股变成 96.95 亿股。

3.茅台半年报。

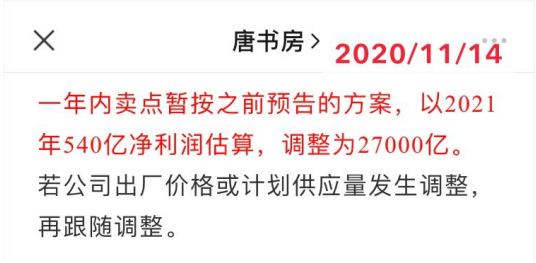
茅台是中国股市送给投资人的一个财富 BUG，其特点是只要你稍微做点儿研究，其营收和净利润基本可以提前预测，差异很小。

然后只要叠加上投资的第一课“如何面对波动”，茅台基本就是一台印钞机。

如果一辈子都不能从茅台上捡到钱，我觉着可以归为愧对人民、愧对党、愧对自己的小学数学老师

正如我早在 2020 年 1 月 4 日就给出 2020 年净利润 460 亿的预判一样（最终披露数据是 467 亿），早在 2020 年 10 月，我已经给出「2021 年年度茅台净利润 540±10 亿」的判断。

正是这个判断，支撑老唐在 2020 年 11 月将茅台一年内卖点上调为 2.7 万亿，并引发今年 1 月到 2 月 2.7~3.3 万亿之间的三次卖出。



在这个基本已知的前提下，看半年报就非常平淡了。我看在书房泡的稍微久一点的朋友，已经大量发

表对半年报的看法，而且八九不离十，基本都靠谱。

我也没有什么特别观点，简单归纳这份半年报有两喜两忧，平淡如水。

两喜：直销收入高增长；系列酒高增长。

两忧：系列酒新建产能进度落后；茅台基酒产量不理想。

喜在销售，忧在生产。

先说两喜：

其一，直销收入 95 亿，同比增长 84.5%。

直销收入在去年上半年同比增长 220%的基础上，继续高速增长。在白酒营收占比里，从去年同期的约 12%，提高到今年上半年的约 20%。这就是在不放量的前提下营收和净利润增长的秘密。

同时，受总供应量约束，增加直销的同时，上半年公司很明显地压制了批发量（经销商渠道），上半年批发渠道营收同比仅增长 2%。

考虑到年初系列酒的整体提价，以及上半年部分高价非标产品的投放，可以确定上半年渠道投放量少于去年同期。

这是公司为了压制报表营收和净利，以保持预定增长节奏的手段。但凡在此刻评价茅台“增长乏力”的投资者和媒体，基本都是缺乏常识。

一个出厂价 969，批发价超过 3000 元的产品，公司库房里堆着约 27 万吨存货，满市场抢不到货的现象明摆着，你非一本正经地说人家“增长乏力”，这是那啥欠费呢还是停机呢？只能套用郭德纲的段子“看他一眼就算你输”

其二，系列酒实现营收 60.6 亿，同比增长 30%。

目前茅台的特征依然是长短腿。

长腿产品茅台酒，不愁卖但产量增幅有限。借着茅台酒引发的酱香热潮，通过合适的产品培育中端消费者，并通过扩大中端产能，实现另一条腿的增长。这是非常清楚的战略。

系列酒 2014 年的低谷，年度销售量不足 6000 吨，严重的产大于销（年产基酒约 2 万吨），积压严重。

短短三年时间，攀升到年销售约 3 万吨（2017 年销量 2.99 万吨），连续五年销大于产，眼看着历史积压存货已经要清空，下一步要愁的是没有货卖。

这是一个巨大的飞跃，是对新市场的开发，是对茅台未来消费者的酱香口味培育。

今年上半年，公司的大方向就是控制茅台酒的投放，理顺和提升系列酒的价格体系，让系列酒建立中高端的品牌形象和价格定位，给经销商创造足够的利润空间和销售动力。

实践证明，效果相当不错，系列酒经销商数量一直在增加。在不增加投放量的情况下，系列酒营收依然高速增长，证明价格定位被市场接受——当然，微观上也有经销商货品积压或囤积。

然而，茅台半年报也有让人忧虑的地方。同样是两点：

其一是系列酒扩产进展不顺利。

2020 年 4 月，茅台集团官方微博曾经报道过「预计系列酒的产能扩张在 2020 年内完工，届时系列酒产能将达到 5.6 万吨」。

到 2021 年，茅台官网的信息修改为「确保 3 万吨酱香系列酒技改工程在 2021 年 6 月 30 日前全面完成」，且对 2021 年酱香系列酒基酒产量预计为 2.9 万吨。

这份半年报 64 页显示，截止 2021 年 6 月 30 日，3 万吨系列酒产能项目才投入预算资金的 31%，完成工程进度的 50%。

造成这种情况的原因不明。或许是反腐或许是疫情，或许是进度安排，但不管是什么原因，如果今年重阳节不能顺利投产，意味着 2022 年系列酒产能仍然只能在 3 万吨附近，5.6 万吨产量的实现时间将至少再推后一年。

其二是茅台酒基酒上半年产量也不及预期。

按照半年报披露的 3.78 万吨茅台基酒的数据，反推全年产量，估计可能会落在 5.2 万吨~5.4 万吨之间，低于公司 2021 年茅台基酒 5.53 万吨的生产计划。原因不明。

这是两个远忧。其他基本就是平平淡淡。

网上鼓噪的营收同比+12%，净利润同比增长只有 9%，不及预期云云，只是（根本没有预期的）无知群众瞎起哄。

这个原因我在茅台一季报发布后就已经写过，是 2020 年一季度疫情影响消费税缴纳基数偏低造成的。只是固定金额的消费税，放在哪个季度征收对同比指标的干扰。

没看过的朋友可以回看《老唐实盘周记 2021/04/30》。

总之，2021 年全年预计就是 540±10 亿范围内的净利润，同比增长约 15%的事儿。

最近茅台股价暴跌，市场人士对于茅台的未来又悲观起来了，网上热传的是类似《白酒股被严重高估》这样的爆款文章。

老唐本周倒是先后在预设买点 1810 和 1685 附近加仓——成交 1827.5 和 1691.67，综合均价 1746 元。

因为股价是跌的，当然少不了网络嘲笑声：你看你看，明明处于下跌趋势，老唐偏要去抄底，被套牢了吧？被打脸了吧？😗

这很正常，就和老唐春节前卖出茅台被嘲笑踏空一样正常。

很有趣的，书房里还记录了另外一件有关茅台的事情，我相信此时拷贝过来，也会很有启发意义。

截图来自《老唐实盘周记 2020/08/29》。那天，茅台的收盘价是 1786.5 元，老唐实盘净值创下历史新高。

这不是重点，重点是文中一位朋友在酒桌上的想法：干脆全仓茅台和腾讯，然后不管股价高低长期持有。

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😱？

此时回看，如果当时买入茅台持有至今亏损约 5%，买入腾讯至今亏损约 10%，顺带补充：如果持有古井 A 股至今亏损约 28%。

当然，这个亏损幅度不算夸张，需要引起我们注意的是，这种打算长期持有的思想（所谓死了都不卖），往往产生于股价一直涨一直涨之后，而这个时候一般是错的。

同样道理，一直跌一直跌以后，同样容易产生的是逃命、割肉、厌弃、避之不及、发誓再也不进股市了等想法（所谓退钱不玩了），而这，大概率“又”是错的。

我一贯认为我绝对没有能力预测股价，没有能力看出什么上涨形态、下跌形态、底部形态，否则我应该早就登上全球服不服排行榜了。

值得依赖的，是在完全不知道未来会涨会跌的情况下，还能确定性赚钱的逻辑和体系。

至于那些有能力看出“明明要涨、要跌、企稳”的人，为什么今天还穷着，我也是百思不得其解

好，到此，还有两个问题等待阐述：一是为何在 1810，1685 就开始买入？二是你的体系不是三年翻倍吗，怎么说自己不预测股价？

这两个问题都和预留的作业《类现金资产 VS 恒生 ETF》有着相当紧密的关系。为了不破坏朋友们做作业的乐趣，我们过一阵找时间和作业解密一起谈。

最后，周三卖出 3%恒生 ETF，3%美的集团（均为四舍五入），其实只买到了约 7%的茅台。只是由于当日茅台自己争气大涨，而其他个股捧场后退（分众除外），才造成比例达到近 16%。

27 号提交的医药基金赎回，让咱现在账户上又有钱啦（虽然只是渣渣钱），周一我预计会给茅台补缺，凑够 16%。

至于后面如果跌到 1560，加仓的钱从哪里来，届时再议。最坏情况就是没钱了，只能加个铲铲（四川方言，意思是没钱就不买了），启动假装不在神功即可。

4.本月阅读。

本月读书 6 本。



很遗憾，没有值得推荐的。不过，其中有两本书，还是值得聊聊。

一本是书房老朋友王冠亚翻译的《比尔.米勒投资之道》

这本书的第一个优点，是冠亚的文笔非常好，对投资著作的理解很深刻，译文错误非常少，全书流畅舒适。

读过了冠亚的两本译作，我现在甚至认为，冠亚的中英文水平、对投资的理解，叠加其本人做事的认真和较真，导致冠亚在投资书籍翻译圈里，至少可以排名全国前五（在我个人的阅读范围内）。

当然，这现状是翻译外文投资书籍这件事，回报太低的畸形因素导致的。

懂投资或懂金融+中英文俱佳，然后花费半年甚至更长时间去翻译一本书，最后到手少则几千元，多则万把元，真的很难要求别人认真对待。

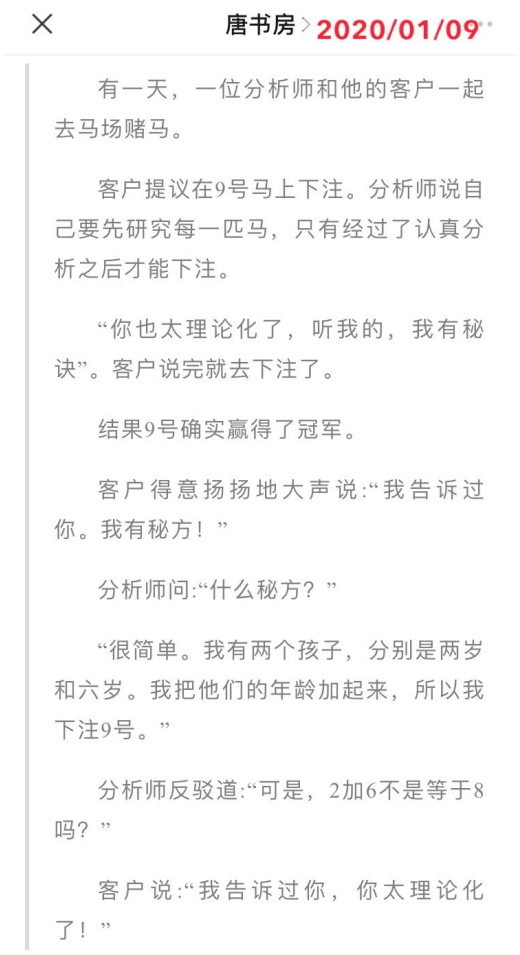
不合理的地方都充满了机会，我仿佛已经看见了冠亚的腾飞😁👍

这本书的第二个优点，它是国内唯一一本介绍比尔.米勒投资经历和投资思想的书籍。

如果想了解这位投资界传奇人士（哪怕是充满争议的），那么这本书就是不二选择。

我之所以没有将这本书作为精品推荐，是因为我认为米勒的投资之道，误导成分很大。

他的投资组合有着浓浓的风投味道，很多成功案例的投资决策，有点像这个段子：



书里作为成功案例展示的投资对象，后来许多都被时间这把杀猪刀证伪（该书原版 2002 年面世），比如美国在线、花旗银行、柯达、房利美、美国世通、诺基亚等，要么跌成近于零，要么造假爆雷。

这确实体现了比尔.米勒体系的底层逻辑。正如冠亚在序言里提到的，米勒认同的是：你 10 次中错了 9 次，没关系。只要第 10 次涨的足够高，就够了。

这种思路适合做基金，押中就名利双收，押错就哦豁对不起。

事实上，米勒后来也确实遭受了重创。

仅 2008 年次贷危机中，米勒管理的基金就因为重仓美国国际集团、贝尔斯登和房利美，让自己的投资者当年收获 58%的亏损——美国国际集团破产、贝尔斯登破产，房利美被政府接管退市。

基金从 2006 年的顶峰 228 亿美元，连亏损带赎回，到 2011 年底剩余仅约 10%。米勒“哦豁，对不起”宣布辞职，投资者却踏踏实实地损失了真金白银。

所以，从这个意义上，我无法将这本著作放入老唐荐书。

但我认为大家仍然可以抱着警惕的准备，去阅读这本书，去享受冠亚流畅的文笔。即算是一种“否定性帮助”，也算是对咱们身边腾飞起来的未来投资家、翻译家王冠亚的支持👍

另一本是《读懂保险股》。

我 7 月 14 日读完这本书的，当时发过一个读后感，我原文拷贝吧。

全书读完，实事求是的说，《读懂保险股》的作者东先生对保险的研究是下了功夫的，而且该书也是付出了心血的作品，能感受到作者的诚意。

不过很可惜，由于研究对象本身太复杂的客观原因，各种新名词新概念太多，往往解释一个概念，要用到另一个新概念。

如果连续解释，就会跑题。作者经常一脚长传“某某概念，后面再说”。“后面再说”的名词和概念太多，很容易导致读者读起来很晕，很乱。

这不是关键。以我的看法，这本书的核心内容可以用两句话概括：

①该书阐述了，如果假设保险公司财报用到的所有假设都是真实和保守的，投资者如何通过财报去理解保险公司的运营；

②同时，该书还阐述了，如果保险行业和公司未来面临的经营和竞争环境和过去差不多，我们如何去预测公司的成长和价值。

作者总体上算是完成了这一任务——不要轻视了这一点，已经很不容易了。

然而，对保险公司的研究和投资，难点恰恰在于很难确定保险公司采用的各种假设是可信的或保守的，恰恰在于无法判定未来面临的经营和竞争环境和过去差不多。

否则的话，其实财报可以不读的，用一个 pe 百分位就能大致完成投资决策。

故此，《读懂保险股》是一本有内容的书，是作者付出心血的书。但从投资者角度来说，是一本没有价值的书。我给 3 分评价吧，可读可不读。

5.本周作业。

关于恒生 ETF 和类现金资产之间的选择问题，由于不涉及资料或者数据分析，是纯理念的问题（纯理念的问题意味着任何人都可以扯几句），所以已经有很多朋友迅速地交了作业。

而且我注意到了，这次和老唐持对立观点的人是真不少

我无意鼓励故意和老唐对着干，但能够有逻辑的质疑，并提出具有说服力的观点，对你个人而言绝对是帮助大大的，甚至对我也可能有帮助。所以反对观点令人欣喜。

当然，赞成的观点只要不是盲目崇拜、不是“老唐说得都对”，能够梳理出老唐为什么这么做，背后的逻辑支撑和理念体系是什么，对你自己而言，很可能也是一次升华。

它能让你的理解更加坚定，杜绝你的逻辑缺环，大大减少未来犯错交学费的机会。

所以，无论观点正反，**作业的关键是要说出逻辑，而不是看法和判断**。

特意提醒：任何建立在要涨、要跌、涨不动、跌不动、大势悲观/乐观、我感觉、破位、技术支撑、图形阻力……等基础上的作业，都是浪费彼此时间的废品。

牢记：你在任何时候，都没有能力判断任何个股以及指数的涨跌，否则你早就应该身家亿万。

甚至，你连看错的能力都没有。如果你看错的概率能有 51%，你也会成为金融模型界的神，会有亿万量化投资者拜服在你的脚下。

你如此，老唐亦如此。

我们应该永远记住，我们大脑里那些神奇的看对经历或神奇的反指效果，都只是大脑选择性记忆给我们留下的素材。

在这个痛苦的自我认知基础上，我们才有资格谈投资

为了不干扰朋友们的作业过程，本期我不选择作业。

大家不管是已经完成的，还是下周完成的，作业都请提交到今天第三篇文章留言区。下周五，我会统

一拜读

所有入选作业，可以从以下三个奖品中任选一个：

①加老唐私人微信好友；②加入书房后院；③老唐三件套签名书，顺丰包邮+送定制版书签。

本周运动

本周连续四天发文，没跑步。

本来想着以工伤名义，将长胖的黑锅甩出去，结果今天早晨上秤，除皮净重 85.6kg，同比轻了 0.2kg。

嘿嘿，酱紫的话，就不需要找背锅侠了，老唐自我消化：绝对是本周老唐自我管理较好，吃的少造成的。不接受反驳

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。

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993篇.　　2021.07.31－走在正确道路上的投资人，富裕是必然的结果 ——巴芒演义读书笔记

浩然斯坦　唐书房　2021-07-31

一部巴芒传，百年价投史。

财富康庄路，尽在字句间。

关于投资的书籍很多，但从价值投资史的角度，从价值投资的源起与发展脉络书写，给读者呈现近百年，价值投资是如何发展和演进出来的，这是目前中文世界里唯一一本。

第一章、投资的底层逻辑

1、对美好生活的向往，要靠收获财富实现。

对美好生活的向往，是人生奋斗的动力。追求美好生活，如果落到实处，很大程度上便是对财富的追求。

巴菲特的老师、有“华尔街教父”、“证券分析之父”之称的格雷厄姆，很小的时候就知道这个道理。本是家境优越的他，8 岁丧父从此家道中落，母亲不得不频繁出入当铺，换取孩子们的一日三餐。

幼时的艰辛和屈辱，让格雷厄姆早早立下志向，要多赚些钱，要让家人过上富足的生活。

经济大萧条风暴中诞生的巴菲特，从小就是财迷，他 6 岁就挨家挨户推销可乐，在爷爷的店铺里打工，再大些，他在体育场卖爆米花、出售二手高尔夫球，凌晨四点送报纸、出租弹子游戏机、编写马经、买卖农田……所有这些都是为了挣钱。

成为有钱人的欲望，是推动财富增长的原动力。财富很重要，它像氧气，是幸福的必要条件，拥有它不见得必然幸福，但缺少它时必然不愉快，而没有它时就会给人窒息般的代价。

在 20 年初老唐在书房里分享过一篇文章，题目叫《一个重症肺炎患者的最后 12 天》，记录的是湖北

黄冈市一位刚刚怀孕的 32 岁女子，感染新冠病毒后到离世之前的最后 12 天。文中有段话我印象非常深刻，是该女子的丈夫口述的：

“1 月 21 日中午，我实在借不到钱了，妻子病情又没有任何好转，真的是灰心丧气，我跟我岳父商量后，签订了放弃治疗的同意书。一个小时后的 13 点 46 分，我妻子过世了……我后来知道，当时医院的一位老人，病情和我妻子一样严重，经治疗已经慢慢好转了，虽然还在隔离状态。我现在内心非常复杂，虽然岳父母没有怪我，但我依旧很内疚。我有时想，如果继续治疗，可能还能救得过来，但当时实在是没有办法了。我们自己花了十八九万，全都是借来的。”

面对上面这个男人的困境，我们每个人都没有资格，也不应该去搞所谓的“富有富的过法，穷有穷的过法”的自我麻醉。

金钱的作用不是让人虚荣，不是让人炫耀，不是让人觉得高人一等，而是给人选择的自由，给自己和家人以保障。我们可以对物质生活的要求不高，但是我们仍然要努力获得财富，就是为了让自己有选择如何生活的自由，让家人有安心生活的保障。

成为有钱人的愿望，无疑是推动财富增长的原动力。但很多人只是将空想和愿望混淆了。空想并不会凭空变出金山银山，美好的愿望需要找出可实现的路径，之后日积跬步。选出自己的路，这是每个人一生都无法逃避的任务。

大多数人选择的路径，通常是努力习得一技之长，出卖体力劳动或是脑力劳动，虽有所得，但这样得到温饱容易，更进一步却很难。工资收入的增长，本来就连线形增长都不见得有；如果运气不好，遇到行业崩塌、公司倒闭的战略大势，可能任谁再怎么战术拼搏，也扭转不了什么，最后连工资都没地方拿了。

商业社会的残酷真相之一，便是付出与回报不一定成正比，出卖劳动的人，比通过资本获利的人，获得更少，而付出的艰辛更多。

我们不禁要问，获得财富有没有更好的路径？

2、回报率最高的资产是股权

1918 年，此时施洛斯只有 2 岁，施洛斯妈妈一位闺蜜的丈夫，倾尽所有买入了墨西哥石油公司的股票，大赚一笔，之后在乡下买了一块大大的农场，施洛斯小时候很喜欢去这个农场玩，他非常羡慕叔叔阿姨家的生活方式，梦想着长大之后也能拥有自己的农场。

身边的故事，让他发现离资本最近的地方可能正是赚钱最多的地方，耳濡目染，施洛斯对证券市场产生了强烈的兴趣，这正是他后来成为格雷厄姆-多德超级投资部落一员的引子。

幼年时的施洛斯的直觉是对的。

大量专业系统的研究，都证明了所有投资资产中，长期回报率最高的资产就是股权。

在《股市长线法宝》一书中，沃顿商学院西格尔教授研究了美国 1802 年-2012 年的全部数据后得出结论，股票是收益率最高的资产。

在这个超过 200 年的样本里，历经多次经济危机、多次局部战争和两次世界大战，期间持有货币的，被通货膨胀吞噬了 95%的购买力，而股票的年化收益率是 6.59%，远远高于黄金、短期国债、长期国债，因为复利效应的影响，终值的差异更是大到令人惊讶。

人类科技创新的持续进步、人口的不断繁衍及其需求的不断增加、法币时代必然带来的通货膨胀，推动着 GDP 的持续增长。

亚当-斯密在 1776 年出版的《国富论》中早有结论，提高财富生产效率的关键就是劳动分工。通过深化分工、专业化协作，以及对利润的激励和对损失的惩罚，企业这种经济组织比个人、家庭创造了更多的财富。

一个国家的 GDP 通常约有 70%是由企业创造的，其中的上市公司更是所有企业中最优秀的一部分。国内有研究表明，1995-2014 年 20 年跨度，我国全部企业的净资产收益率平均近 10%，而同期上市公司的净资产收益率年平均大于 12%。

于是我们可以得出如下的结论：

全部上市公司的平均盈利能力＞全国所有企业的平均盈利能力＞名义 GDP 增长速度＞类现金资产的收益率。

统计意义上，上市公司股票是收益最高的资产，是最值得拥有的资产。

但仅仅拥有足够的收益率就足够了吗？显然不是。

3、财务自由道路上最宝贵的东西是时间，创造财富的终极奥义是复利

有一个古老的故事，说在一个国际象棋盘上，从左上角第一个格子里放 1 粒米，第二格翻倍放 2 粒，第三格再翻倍放 4 粒，以此类推，下一格都是前一格的一倍，猜猜在第 64 格，也就是最后一格的米放完后，总共是多少米粒呢？

答案是：1844 亿亿，相当于中国 1000 年的粮食产量。

这就是复利效应，爱因斯坦老人家称之为世界第八大奇迹，这是投资过程中最重要的财富魔法棒。

老唐很透彻地这样论述过：“同样以 100 万为起点，如果投资者 A 的投资史是 20 年，年化收益率 25%，财富值也就不到 9000 万。算富裕，但远远达不到世人瞩目的地步。而投资者 B 的投资史是 50 年，就算年化只有 15%，财富值也超过 10 亿，当然比不到 0.9 亿的 A 更惹人注意。

投资的复利效应，人们经常谈论但依然容易低估其威力。

以巴菲特的投资战绩为例：巴菲特从 1964 年~2020 年共计 56 年里，年化收益是 20%。这是个什么概念呢？就是 1964 年的 10 万元，到 2020 年底变成 28 亿。很厉害吧？

但是，如果巴菲特能够长命“百”岁，坚持战斗到 2030 年，即使 2020~2030 年间的年化收益率降低为 12%，2020 年底的 28 亿也将在 2030 年变成约 87 亿。

它意味着最后的十年赚取的财富是 87-28=59 亿，超过前面 56 年总和的两倍还有余。这还是在收益率从 20%大幅萎缩至 12%的情况下的数据。

这才是复利效应。财富的增值速度是越来越快的，而且快到超乎绝大多数人的想象。”

1956 年，26 岁的巴菲特已经拥有了 14 万美元的财富，但此时的他丝毫不觉得这些钱算什么，他非常清楚自己将会非常有钱，甚至害怕未来过于庞大的财富规模，可能让自己的孩子变成无所事事的纨绔子弟。

他在写给朋友的信中写到：“可能找不到一种符合逻辑的处理庞大金钱的方式……我敢肯定自己不想给孩子们留下一大堆钱……要留给他们多少钱，剩下的钱该怎么处理，这个问题真是让我大伤脑筋。”

这不是巴菲特狂妄，甚至他很小的时候就知道了。大概 10 岁时，巴菲特在图书馆里读到一本书，书名叫《赚到 1000 美元的 1000 招》，他不仅从中看到很多赚钱的方法，更重要的是他第一次知道了复利的概念。经过充满幻想的计算，10 岁的巴菲特向小伙伴们庄严宣布，自己计划在 35 岁之前成为百万富翁。

此时 26 岁的巴菲特虽还年轻，但已经彻底理解投资的巴菲特，知道复利规律必将给他带来更为巨大

的财富。

每个彻底明白投资是什么的人，都必将面临这种幸福的烦恼。就算你不想要，资本的逐利天性也会拉着把它送给你。

4、资本的逐利天性

马克思在资本论中有句话：“有适当的利润，资本就会非常胆壮起来。只要有 10%的利润，它就会到处被人使用；有 20%，就会活泼起来；有 50%，就会引起积极的冒险；有 100%，就会使人不顾一切法律；有 300%，就会使人不怕犯罪，甚至不怕绞首的危险。” 充分说明了资本的逐利性。

资本生来具有逐利天性。全球数以万亿计的资本在寻找更高回报……无论定价错误有多么细微，只要确定性够高，套利资金会如同闻到血腥味的鲨鱼，蜂拥而来。极小的偏离，只要确定性够高，也会被套利资金用庞大的杠杆抹平至小于交易费用为止——这是资本逐利天性下的必然。

资本追逐寻找潜在回报更高的资产。土地是资产，黄金是资产，美元是资产，人民币是资产，债券是资产，股票是资产，更广义上甚至美貌也是资产——一切能产生价值的都是资产。

无数资本每天在全球产生天量交易，就是为了将资本配置到能够带来更高回报的资产上去。

正是因为资本的逐利性，只要你能寻找到优秀企业，在合理或偏低的价格买入，你想不富都难。

怎样在合理或偏低的价格买入呢？市场先生这个愚蠢对手会双手奉上。

5、市场先生是投资者的理想对手

所谓“市场先生”，来自巴菲特的老师、证券分析之父格雷厄姆的寓言。

其故事说，当你在股票市场中，会遇到一个叫“市场先生”的人与你进行交易。每天“市场先生”一定会向你报出一个他乐意购买你的股票，或将他的股票卖给你。

在他认为世界末日快要降临的时候，他会不惜血本抛售一切，以换取他认为安全的现金,这时股票价格就会被压低到一个难以置信的低位。在他认为世界快要变为天堂时，他会不计代价抢购一切，以换取他认为可以快速增值的股票，这时股票价格就会被哄抬到一个难以置信的高位。

另外，“市场先生”还有一个可爱的特点，他从不介意被人冷落，如果“市场先生”所说的话被人忽略了，明天他还会回来，同时提出他新的报价。

在这种情况下，市场先生的行为越疯狂对你越有利。但是，如果你的情绪受到他左右，后果将不堪设想。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。

聪明的投资者是现实主义者，他们在市场先生极度乐观时卖出股票，在市场先生极度悲观时买入股票。

但只做到这点还不够，你还要保证所使用资金的长期性，因为市场先生是疯的，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。

巴菲特总结说，“资本市场，什么离奇的事情都有可能发生。你要做的就是处理好自己的事，力求在最离奇事件发生时，你仍然能够活着”。

最离奇事件发生时，你怎样才能够保证活着？首先就是要做到“远离杠杆”。

第二章、走什么样的投资道路

6、远离杠杆

1907 年，格雷厄姆的母亲上杠杆买入美国钢铁公司的股票，13 岁的格雷厄姆开始每天帮妈妈从报纸上查看美国钢铁股票的涨跌幅，勤奋的观察并没有带来好运，不久就遭遇了大跌，之后股价腰斩，母亲的

账户亏的分文不剩，本已是艰难谋生的一家，生活变得更加困难。

1929 年至 1932 年，格雷厄姆也栽倒在杠杆上。彼时他的杠杆率是 125%，在当时的华尔街不算高。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。

经历这次暴击，后来的格雷厄姆做了深刻反省，在他的传世名著《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。”

有过类似痛彻心扉经历的老唐，也将“远离杠杆”这四个字，写在了他每本著作的最前面，包括这本《巴芒演义》。

只要账面上有借来的钱，命运就不由自己掌握。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。

杠杆，是先贤们走过的歧路之一，而他们走过的歧路不止这一条。

7、投资中的歧路——用图表类的技术分析预测市场

巴菲特的父亲从事证券经纪工作，因为父亲的职业原因以及巴菲特对金钱的痴迷，巴菲特在 20 岁读到《聪明的投资者》一书前，已经有大约 7 年的炒股经历。

不过这段经历和今天中国股市绝大多数参与者一样，沉迷于技术分析和各种主观幻想及真真假假的热点消息，结局总是似乎马上就要大赢，却又仿佛隔着薄如蝉翼的那么一点小障碍，内心永远无法从逻辑上确定自己可以在股市里长期稳定地获利。

信息论创始人、同时也是业绩优秀投资人的香农，也曾在技术分析上耗费了大量精力，天才的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。”

彼得-林奇更是讽刺到：“在富豪排行榜上，没有一位是靠预测市场起家的。”

格雷厄姆很早就意识到图形分析是错的，他在 1934 年出版的《证券分析》一书中，旗帜鲜明地否定了华尔街一直以来流行的图表分析。

书中指出，利用市场历史价格去预测未来可能的走势，从根本上就是错误的。它“建立在错误逻辑基础和毫无根据的凭空想象上，只是患上不治之症的病人对灵丹妙药的一种渴望和依恋。”

在 1949 年首次出版的《聪明的投资者》里，格雷厄姆进一步说：“这类所谓的‘技术面方法’几乎都引用了一项原则，即某只股票或行情已经上扬，所以应该卖进。某只股票或行情已经下跌，所以应该卖出。这完全违背了商业常识，而且几乎不可能以这种方式在华尔街获得持续的成功。根据我们在股票市场超过 50 年的经验与观察，我们不曾见过任何人依照这种所谓跟踪趋势的方法获得持续的成功。”

那么，什么方法能获得持续的成功呢？格雷厄姆为世人带来了答案。

8、投资的正道——价值投资

在格雷厄姆之前，股市投资在很大程度上，就像一个为迷信、臆测、赌博和神秘巫术所左右封建行会，是格雷厄姆用他的《证券分析》及一系列论述，把这个乌烟瘴气的圈子转变成了一种现代职业。

格雷厄姆凭借非凡的智慧，敏锐的判断力，再加上丰富的经验，建立了一套价值投资的核心原则，这些原则至今仍然适用：

- 股票并非仅仅是一个交易代码，而是表明拥有一个实实在在的企业的所有权，企业的内在价值并不依赖于其股票价格。
- 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。聪明的投资者则是现实主义者，他们向乐观主义者卖出股票，并从悲观主义者手中买进股票。
- 每一笔投资的未来价值是其现在价格的函数。你付出的价格越高，你的回报就越少。
- 无论如何谨慎，每个投资者都免不了会犯错，所以投资要有“安全边际”。
- 正确面对股市的波动，不能让情绪波动左右你的投资判断。

股票投资的本质就是我们以适当的价格进入一家能够不断赚取真金白银的企业做股东，假以时日，我们的财富值就会水涨船高。我只考虑资产在未来的产出，而不是它们每天价格的波动。

投资者真正要关注的，是企业真是盈利的增长，只要它是增长的，股价的波动，只是给你送钱多少的区别。股价上涨导致你的短期回报上升，长期回报下降；股价下跌导致你的短期回报下降，长期回报上升。

这便是价值投资的本质，也是投资的正道。

9、可复制的投资正道

如同江湖中有门派之别，价值投资也有不同的流派，虽殊途同归，但外延表现各不相同。

老唐在《巴芒演义》中，总结下来，大师们演示给我们的有复制价值的投资正道可能就四条：

- 低费率指数基金模式，以博格的先锋 500 指数基金为代表。
- 确定机会的套利，以格雷厄姆、索普和早期巴菲特等人为代表。
- 一揽子烟蒂股模式，以施洛斯维代表。
- 陪伴优质企业成长模式。以费雪、芒格和中后期巴菲特为代表。

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。

如格雷厄姆所说：“投资这件事有个特点，门外汉只需少许的努力和能力，便可以达到令人敬佩的结果；若试图超越这唾手可得的成就，便需要付出无比的智慧与无数的精力。”

投资指数基金，便是这少许的努力和能力，唾手可得实现收益率从 4%到 12%跨越，如果你不懂得去跨越这步，就只能说对人生不负责、对家庭不负责、或者干脆就是太懒或者太蠢了。

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，普通人参与的机会和意义不大。

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。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，2000 年之后的巴菲特，受制于钱太多和投资方式受限，学习这阶段的巴菲特是误区。真正值得我们学习的是 1972—1999 年的巴菲特。

相比而言，这阶段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。

这阶段巴菲特投资框架的全部奥秘可以总结为：

1)一个优秀的企业，能够跑赢社会财富评论增长速度。就好比班上的前三名成绩会高过全班平均成绩一样明显。

2)如果能够以合理乃至偏低的价格参股这些优秀企业，长期看，财富增长速度也会同样超过社会平均增长速度。

3)他找到市场先生这个经常提供更好交易价格的蠢对手。

4)他很早就发现并利用了保险公司这个资金杠杆。

对我们而言，第四条可能机会很少，但懂了前三条，专心寻找优秀企业，等待合理或偏低的价格，也许你永远成不了巴菲特，但你也成不了穷鬼。

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。这也正是价投大师们普遍健康长寿的秘密之一。

一个投资者的行为，一定是由其投资体系决定的，什么样的投资体系，必然催生什么样的行为。走哪条路，由性格和价值观决定，想清楚，选定方向后不要频繁更换，之后日拱一卒，相信时间的威力。

走在正确道路上的投资人，富裕是必然的结果。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！

10、写在最后——阅读的价值

唐书房里这篇文章《财富三轮车与阅读的价值》给我的印象特别深刻，既有对老唐童年苦难的共情，也有对老唐通过阅读改变人生的敬佩。

这篇文章中我最大的收获，就是一定要阅读，要多阅读，要大量阅读。

“思考和实践的重要性，要排在阅读之后。没有大量的阅读为基础的思考和实践，很多都是重复踩踏别人踩过的陷阱，重复发明已经发明过的轮子，是对宝贵本金的浪费，也是对争胜的浪费。通过大量的阅读，了解前辈们四处碰过的壁，踩过的雷，梳理出来的逻辑，趟出来的正路，可以起到事半功倍的效果。”

查理·芒格说：“我这辈子遇到的来自各行各业的聪明人，没有一个不每天阅读的——没有，一个都没有。”

10 岁时，巴菲特看了《赚一千美元的一千种方法》这本书，从那以后便开启他的复利梦想。

小时候，他最喜欢的一件事情就是读书。即使是在几十年以后，他还能准确地说出来，书里的某些数字和细节。

他每天 6 点 45 分起床，然后花大量时间阅读。60 年如一日，从未间断。

他一次次的致富秘诀，全都来自于阅读。

读书，是最低成本的投资，也是提升自己眼界和人格的最佳途径。

你的财富自由之路，可能会在这本《巴芒演义》里，开始你的阅读吧。

第994篇.　　2021.08.03 - 书房拾遗第20期

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-07-14

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。

大概每凑够四五千字，就推送一期。今天是第 20 期。



@逍遥游：唐老师，如果全职炒股大概需要多少资金呢？从你身边的朋友来看，是不是需要特别多的资金才能启动。

@唐朝：炒股是条死路，在我看来，多少钱都没有用的，只是钱多可以多亏几年，钱少少亏几年。

而如果投资的话，本身是不需要全职。所以全职与否与资本多少无关，与理念体系有关，与是否喜欢宅在家里有关。

2021 年 7 月 12 日

@sdm：唐老师，当你决定卖出股权换成现金的时候往往是市场整体比较亢奋的时候，这时候指数基金也是水涨船高，这时候用指数基金做现金池子并没有占到便宜。比如老唐年初大量卖出股票收获现金的时候就是这种情况。请问老唐对此有何评价？

@唐朝：没有评价。

一个长期年化 10%的产品，此时该资产的收益率是 7%（14 倍 pe），另一个长期年化 3%的产品，此时该资产的收益率是 3%，前者的市价有上下波动，后者一条线向东北。你选哪个？我选前者。

选前者的时候，遇到向下波动的时候怎么办？凉拌，承认自己运气不好，两手一拍，哦豁，结束。

你看，只要不致力于成神，生活可以很简单的。

2021 年 7 月 12 日

@春华秋实：老唐，你好！请教一个问题，如何避免所选的企业成为一个不涨股价，只涨利润的。

例如，平安从 2007 年最高点到今天，后复权后，股价涨幅为 0，利润增长 8.5 倍。万科从 2007 年最高点到今天，后复权后，股价涨幅 34%，利润增长 7.5 倍。

@唐朝：无法避免。朝这个方向思考是条死路，没有解的。能努力的方向，是考虑利润的含（自由现金）金量。

如果你能选中一家自由现金流不断增长，股价却不断降低的企业，那就发大财了。

可惜市场一般不会给你这样的机会。所以你通常会发现，很遗憾，只要你买中一家自由现金流不断增长的企业，那个龟儿子股价就是非要涨，烦！

2021 年 7 月 12 日

@猛犸：唐老师，如果腾讯音乐放弃独家版权的话，对腾讯盈利会有影响吗？

@唐朝：目前的直接影响非常小，因为腾讯音乐本身盈利就很低。但对后续发展方式或许是个困扰。

2021 年 7 月 12 日

@宋晓华：唐老师您好，腾讯 2020 年报 32 页，于二零二零年十二月三十一日，本公司董事仍有尚未行使的购股权共 20,122,195 份。这些购股权的行使价是怎么确定的？股权是公司提前回购的吗？

@唐朝：每年腾讯都会发一些购股权给核心员工和管理层的，一般行权价就是发行前的市场价格——比如允许被激励对象在五年内以昨天的收盘价购买固定数量的股权。

这些股权可以是新发行的，也可以是回购的。对腾讯而言，绝大部分都是公司新发行的股票。

2021 年 7 月 12 日

@neverxp：老唐，看万科的自由现金流还不错，700+亿，为什么股价也不涨？

@唐朝：可能市场其他人士（包括我本人在内）不同意你''万科的自由现金流还不错''的看法及''700+亿''计算吧。

2021 年 7 月 12 日

@奥威尔：老唐，交易性金融负债和租赁负债属于有息负债吗？

@唐朝：属于。

2021 年 7 月 12 日

@斌：老唐能给分析一下平安的走势吗？

@唐朝：它将持续向右波动。

2021 年 7 月 14 日

@开心：老唐，请教两个问题：

1.为什么全球政府都喜欢进行职业教育（要从事什么工作，公民为了钱而工作）而不进行财商教育（如何资产管理，如何投资）哩？

2.投资对于个人的意义是增加财富、实现财富自由，对社会的意义是什么？

@唐朝：1.可能是因为职业教育比较容易设置考核标准吧！

2.我们是资源配置的指挥棒，引导社会资源配置到能够给他人创造价值的产业上去；

我们是冒险家的啦啦队，通过给他们提供高额利润退出通道，鼓励他们对新产业的探索和试错；

我们是垃圾产业的剥皮机，将投资于垃圾产业本来注定走向毁灭的财富，挽救到我们兜里，再去间接降低有贡献的产业和企业融资的代价。

2021 年 7 月 14 日

@不期而至：我在看茅台的年报时，发现茅台的存货每年都计提了在产品 1283984.83 的跌价准备，感觉比较奇怪。茅台的存货不是越来越值钱吗，为什么每年都会计提一个固定金额的跌价准备？

@唐朝：为存酒的坛子计提的。

补记：再次建议书房的朋友们，遇到问题的时候，首先使用书房的「号内搜」功能。

尝试向书房发送你关心的关键词，如果有自动回复的文章，阅读文章解决问题。

如果没有对应文章回复，后台就会给你推送「号内搜」菜单。点击「号内搜」后，输入你关心的关键

词搜索，大部分时候都可以找到答案。

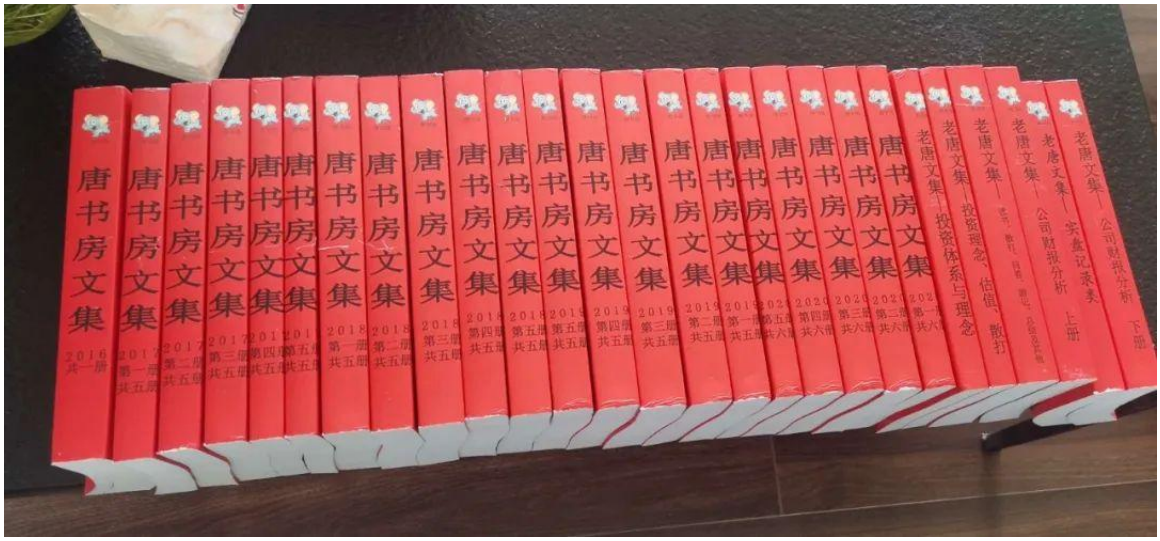
比如这个问题，用「跌价准备」作为关键词搜索，就能发现在 2019 年 8 月 23 日的《茅台 70 问》里就解释过。

书房成立近五年，写过的东西、解释过的疑问，真的是“等身（将近一人高）”。我放两位读者自行打印的书房文章给大家感受一下

双鱼
2021/7/29

唐书房文章打出来竟然这么多🙂🙂





长达五年时间里，你有疑问的内容，估计至少有 95%以上都已经有朋友提问过，或者老唐已经成文阐述过。

通过号内搜索，不仅能够快速解决你的问题，同时也可以节省了书房公共资源。谢谢大家🙏

2021 年 7 月 14 日

@何为：唐老师 海螺的合理估值是多少呢？什么价位能进？

@唐朝：但凡你还需要问别人这个问题的时候，一般都不应该进，无论是什么价位。

2021 年 7 月 14 日

@Gaigai：老唐，可以把部分资金做长期价投，部分资金做波段交易吗？参与感似乎要强一点。

@唐朝：我对浪费时间没兴趣，对糟蹋金钱也没有兴趣。有那闲工夫，看看狐狸成精或者手撕鬼子不香吗？

@Gaigai：主要是年轻人的资金量较小，想通过这种方式给价值投资输血，虽然知道有部分赌的成份在里面。想知道这种思路的错误在于急功近利吗？

@唐朝：要说急功近利，大家都急功近利，我也想快点儿赚更多。区别在于：我认为“部分资金参与波段交易”是亏钱的捷径，而你以为可以赚到钱。

2021 年 7 月 14 日

@宝马：唐老板，你给洋河的估值是 4200 亿，就算给 30 倍 pe，也是要求 2024 年净利润达到 140 亿，2021 年就算 90 亿利润，往后三年还需要年增长 16%，感觉还是难，百思不得其解。

@唐朝：说明我的“感觉”和你的“感觉”有分歧。不奇怪，股市就是一个交易分歧的地方。

2021 年 7 月 14 日

@Harmonic...：请教老唐，当市场先生疯狂的一定程度之后，往上疯狂之后还有更上，往下疯狂之后还有更下，这个时候连自己也开始怀疑自己是不是错了。如何才能平衡这种心理呢？

@唐朝：只要真的知道市场先生是癫的，就不需要去平衡。你和一个疯子较什么劲呢，对吧？

2021 年 7 月 14 日

@Jaylon：唐老师，美的 2013 年 9 月 18 日的收盘价是 2.56，2021 年 7 月 14 日的收盘价是 72，即 2013 年 9 月 18 日买入后涨了 27.13 倍，年复合增长 51%。不知这样算是否正确，请老师指点一二！

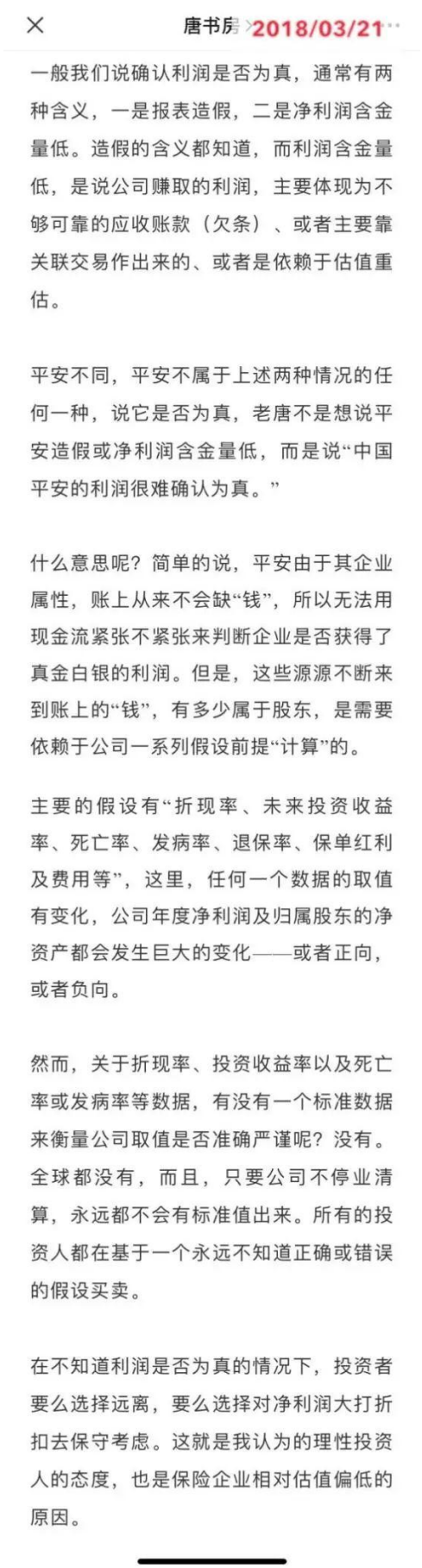
@唐朝：不对。前复权对回报有严重扭曲，基本不能用。准确的数据要自己统计，偷懒的话，可以使用 k 线后复权数据，大致准确。

2021 年 7 月 14 日

@唐朝：今年这六个半月，又是大把所谓“价投”哭喊被价值投资坑了的时刻，每天都能看到很多“回本再也不搞价投了”，“价值投资害死人”，“今年杀价投”“价投半年亏了 XX 万”……这类的言论，究其原因，大部分是因为将价值投资与买入低市盈率股票或低市净率股票，划上了等号。

比较有代表性的类型有保险、地产、水泥、银行，都是完全忽视了三大前提（利润为真否？可持续否？增长对资本的需求大不大？）导致的。特别是利润是否为真，尤其重要。

这都是“看别人吃一堑，让自己长一智”的绝佳课堂，若是只满足于传播调侃段子，忘记了深入思考，那是暴殄天物哦。



2021 年 7 月 14 日

@招财羊：老唐曾经比喻 ADR 和 A 股是代金券和现金的关系，那同一家公司的 A 股和 H 股是什么关系

呢，能否中翻中一下？貌似前者的价差一旦出现立马会被填平，后者的价差始终存在。

@唐朝：东城土豆和西城土豆的关系，东西城之间的路上有城管设卡收费。

@招财羊：这个比喻精辟！谢谢院长，再厚着脸皮追问下，如果城管是小舅子家的大侄子（沪港通、深港通），是不是可以“出城”用原本城内买土豆的钱去买城外的便宜土豆？

@唐朝：不需要亲戚关系，城管很直率，缴费就行。但受限于道路较窄，无论什么原因，单日放行总量是有限的。

由此造成两个结果：

第一，两个市场有限开放，供应和需求大体独立；

第二，价差受限于城管费率和真正的“投资需求”（即股模式需求）的大小。费率越高，维持价差越大，反之亦然。股模式需求越小（或者说投机需求越大），维持价差越大，反之亦然。

2021 年 7 月 15 日

@忘远近：唐老师，您怎么判断是用三年估值法还是用席勒估值法？

@唐朝：就是去判断企业盈利水平是不是跟随某种原因周期性波动，是，则席勒。不是，则三年。无法判定，就让它靠边稍息。

2021 年 7 月 17 日

@陈晓飞：①A 股北向资金来来回回，感觉像是割散户的韭菜，您怎么看？

②价值投资的概念已经提出几十年了，现在互联网时代，计算机的发展是否做短线波段的成功率和保障会比以前提高很多？

③价值投资是否还是初学者应该坚守的理财核心观念？

@唐朝：①好。②否。③是。

2021 年 7 月 17 日

@勇攀高峰：唐老师，陕煤在建的泾渭管道项目，今年有望转固吗？这块用掉的钱可不是一个小数目啊，迟迟不转固，以后带来的效益恐怕未见能多好。

@唐朝：不是“未见多好”，是亏钱。

@勇攀高峰：陕煤为什么要做这种费力不讨好的事情啊，花了那么多钱建设，不转固不说，还亏钱，这管理层太“睿智”了吧？

@唐朝：是人都会犯错滴。他们不是神仙，决策投入时，看到的前景可能是一篇大好，不是小好而是大好 。

2021 年 7 月 17 日

@格兰蒂斯：请问陕西煤业 2019 年资产负债表期末余额，和 2020 年资产负债的期初余额，为什么不一致呢？

@唐朝：因为会计准则切换，部分科目做了调整。财报里有明细调整披露。

2021 年 7 月 17 日

@唐朝：刚刚书房一位朋友反馈了关于茅台的两个 10 万吨。虽然我不认识提供信息的这位朋友，但我个人判断这个回复基本可信，和我掌握的信息及预想的情况吻合。

两个 10 万吨是习酒和系列酒的目标,不是网上那些鸡血大 V 鼓吹的“茅台基酒产能扩大到 10 万吨”~



2021 年 7 月 18 日

@Mr.亮：有支股票市盈率 2.48 倍，市净率 0.69，分红率 8.5%，未来两年业绩基本高增长确定，手里的地开发完能有 3000 亿利润，现在的市值只有不到 900 亿人民币。

这支股票就是融创中国，持有两年，现在股价还在狂跌，我也是看醉了。老唐对此有何看法？

@唐朝：我的看法是：这些血淋淋的案例，时刻提醒我们，要对未知的领域多一份敬畏，对自己无知程度多一点估量，对自己有限的资本多一点爱惜。

@Mr.亮：如果小散太无知的话，碧桂园的老板一直在增持自家的股票，融创的老板也一直在增持，公司在回购。这又是为什么？难道只是做做样子给市场看吗？

@唐朝：我不懂。所以我不去。

2021 年 7 月 20 日

@侯先森：唐老师好，你大概每天会用多少时间用于学习和财报分析呢？有时候，你持续一两个月甚至更长时间去完成一家企业的分析，结果市场又发生了变化，你怎么面对这种情况呢？

@唐朝：你今天的阅读学习，真正帮你赚钱的或许不是下个月，甚至不是今年，而是你的整个余生。这市场现在发不发生变化的，和自己的学习有什么关系呢？

2021 年 7 月 20 日

@播种时光的农夫：唐老师，你价值手册里提到的，运用三年简化估值法的三大前提之一“维持当前盈利需要大量资本投入否？”，是否有一个大概的量化范围？

@唐朝：你能看懂这家企业怎么赚钱，你一定能回答这个问题。同样，如果你不能回答这个问题，那就很好的证明了你还没看懂这家企业。

永远不要奢望靠一个百分比，或者一个指标去搞定理解企业的问题。

2021 年 7 月 20 日

@NaraEllen：唐老师，根据您的估值方法，估值时无风险收益率用国债利率，假如对在美国上市的中国公司估值，应该用美国的国债利率还是中国的国债利率呢？

@唐朝：不取决于投资对象在哪里上市，取决于你的资金有条件获取哪里的/以及哪个水准的无风险收益率。

@NaraEllen：醍醐灌顶了，这其实也是在比较，和自己能持有的无风险资产的收益率在比较，所以跟我的自身条件有关。

@黄明春：可否理解为视力范围内，能力范围内，认知范围内，可取得的最高无风险收益率作为自己的投资衡量标准（不限定国界与业界）。

@唐朝：对，投资是比较，是选择，投什么取决于你的次优选择。你所放弃的次优选择就是你的''成本''（机会成本）。

我们毕生所努力的事情，不过就是在不断抬高自己的机会成本——这句话的意思其实就是：我们所有的努力，就是为了让自己有更多的、更好的选择。

2021 年 7 月 21 日

@平常心与本分：最近郑州暴雨联想到，如果茅台镇出现此等雨灾，茅台基酒库存酒被泡，是不是就 over 了，至少短时间内。

@唐朝：第一，酒库是楼房，建在较高地势区域；第二，基酒存在密封的陶坛里；第三，有投保险。

@YongHua_Zhu：我还以为唐哥会答，所以这就是永远不要全仓一只个股的原因😁

@唐朝：你们想错了！——来自小学三年级语文课《清贫》🤔

@知味：一点印象都没有，语文课我干什么去了🤦

@唐朝：方志敏被抓住，国民党兵搜他的财宝，有印象没？

@金志鸿：我突然想起来有这一课了。老唐这记忆，也是神了！

@杰：那地震呢，陨石撞击呢😏

@唐朝：所以这就是永远不要全仓一只个股的原因——摘自@YongHua_Zhu

2021 年 7 月 22 日

@红大牛：有个疑问请教下，老唐说过手头永远有一到两年的家庭开支的钱，其他全部投入股市。

举个栗子：每月家庭开支 3 个，每月扣除开支能结余 5 个，如果按照 1 年开支预留，那是 30 多万，占比不小。

像这种每月有固定结余的，是否可以适当降低些家庭储备金，加大投资力度？

@唐朝：可以的。如果有可靠的收入基本能覆盖支出，只需要预留紧急事件备用金就可以了。不需要固定考虑一到两年。

2021 年 7 月 22 日

第995篇.　　2021.08.07 - 贵州茅台的两喜两忧

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-08-07

贵州茅台半年报显示，直销收入高增长；系列酒高增长。但系列酒新建产能进度落后；茅台基酒产量不理想。

本刊特约作者　　唐朝/文

简单归纳贵州茅台的半年报，有两喜两忧，平淡如水。

半年报披露，实现营业收入 490.87 亿元，同比增长 11.68%；实现净利润 246.54 亿元，同比增长 9.08%。扣非净利润为 246.49 亿元，同比增长 8.72%。

“两喜”是指，直销收入高增长；系列酒高增长。“两忧”则是指，系列酒新建产能进度落后；茅台基酒产量不理想。

简言之，喜在销售，忧在生产。

业绩有压制

先说“两喜”：其一，直销收入 95 亿元，同比增长 84.5%。

直销收入在 2020 年上半年同比增长 220%的基础上，继续高速增长。在白酒营收占比里，从上年同期的约 12%，提高到 2021 年上半年的约 20%。这就是在不放量的前提下营收和净利润增长的秘密。

同时，受总供应量约束，增加直销的同时，上半年公司很明显地压制了批发量（经销商、商超和电商渠道），上半年批发渠道营收同比仅增长 2%。

考虑到年初系列酒的整体提价，以及上半年部分高价非标产品的投放，可以确定上半年渠道投放量少于 2020 年同期。

这是公司为了压制报表营收和净利，以保持预定增长节奏的手段。但凡在此刻评价贵州茅台“增长乏力”的投资者和媒体，基本都是缺乏常识。

一个出厂价 969 元，批发价超过 3000 元的产品，公司库房里堆着约 27 万吨存货，满市场抢不到货的现象明摆着，你非一本正经地说人家“增长乏力”，只能套用郭德纲的段子“看他一眼就算你输”。

其二，系列酒实现营收 60.6 亿元，同比增长 30%。

目前茅台的特征依然是长短腿。长腿产品茅台酒，不愁卖但产量增幅有限。借着茅台酒引发的酱香热潮，通过合适的产品培育中端消费者，并通过扩大中端产能，实现另一条腿的增长。这是非常清楚的战略。

系列酒在 2014 年陷入低谷，年度销售量不足 6000 吨，严重的产大于销（年产基酒约 2 万吨），积压严重。短短三年时间，攀升到年销售约 3 万吨（2017 年销量 2.99 万吨），连续五年销大于产，眼看着历史积压存货已经要清空，下一步要愁的是没有货卖。

这是一个巨大的飞跃，是对新市场的开发，是对茅台未来消费者的酱香口味培育。

2021 年上半年，公司的大方向就是控制茅台酒的投放，理顺和提升系列酒的价格体系，让系列酒建立中高端的品牌形象和价格定位，给经销商创造足够的利润空间和销售动力。

实践证明，效果相当不错，系列酒经销商数量一直在增加。在不增加投放量的情况下，系列酒营收依然高速增长，证明价格定位被市场接受——当然，微观上也有少量经销商货品积压或囤积。

扩产仍是难

然而，贵州茅台半年报也有让人忧虑的地方。同样是两点：

其一是系列酒扩产进展不顺利。

2020 年 4 月，茅台集团官方微博曾经报道过“预计系列酒的产能扩张在 2020 年内完工，届时系列酒产能将达到 5.6 万吨”。

到 2021 年，茅台官网的信息修改为“确保 3 万吨酱香系列酒技改工程在 2021 年 6 月 30 日前全面完成”，且对 2021 年酱香系列酒基酒产量预计为 2.9 万吨。

而半年报第 64 页显示，截至 2021 年 6 月 30 日，3 万吨系列酒产能项目才投入预算资金的 31%，完成工程进度的 50%。

造成这种情况的原因不明。或许是反腐，或许是新冠疫情，或许是进度安排，但不管是什么原因，如

果 2021 年重阳节不能顺利投产，意味着 2022 年系列酒产能仍然只能在 3 万吨附近，5.6 万吨产量的实现时间将至少再推后一年。

其二是茅台酒基酒上半年产量也不及预期。

按照半年报披露的 3.78 万吨茅台基酒的数据，反推全年产量，估计可能会落在 5.2 万吨-5.4 万吨之间，低于公司 2021 年茅台基酒 5.53 万吨的生产计划。原因不明。

这是两个远忧。其他基本就是平平淡淡。

理性看预期

有观点认为，贵州茅台营收同比增长不足 12%，净利润同比增长只有 9%，不及预期云云，只是（根本没有预期的）无知者瞎起哄。

这个原因我在茅台一季报发布后就已经分析过，是 2020 年一季度疫情影响消费税缴纳基数偏低造成的。只是固定金额的消费税，放在哪个季度征收对同比指标的干扰。

贵州茅台一季报显示，营收同比增长 11.7%，净利同比 6.6%。当时各类网络媒体惊呼爆雷，这是对公司了解太少造成的。

那么，一季度这种净利润同比增速小于营收增速的情况是怎么造成的？很多投资者及研究人员说是一季度缴纳的消费税过多造成的。不能算错，半对，略浮于表面了。

这确实是被消费税所影响，但今年一季度只是正常缴纳，并无多缴。真正原因是 2020 年同期消费税不正常的低，造成的利润基数偏高。

背后的原因一戳就破：2020 年一季度防疫工作第一，茅台股份公司本部的灌装、包装工作受影响，导致一季度内交给销售公司的成品量偏少，产生的消费税偏低。税金及附加偏少，就使得 2020 年一季度净利润基数偏高。

在作为生产部门的股份公司，将商品酒移交给茅台销售公司的时候，消费税只征收一次。茅台销售公司对外销售时，不再征收。

因此，当期征收多少消费税，取决于股份公司当期包装了多少吨商品酒给销售公司——注意，不要和递延所得税混淆了。销售公司接收后没有卖出去的酒，在合并报表时，不确认相关利润及企业所得税，而是通过递延所得税资产科目记录。消费税不是企业所得税，不是这样处理的。

茅台利润表科目里的“税金及附加”，主要包含：消费税、城建税、教育费附加、地方教育费附加几个税种，其他可以忽略。

消费税是销售公司对外售价（出厂价）的 12%+1 元/升——每升 1 元的季度总量不足 2000 万元，可以忽略不计。

城建税、教育费附加、地方教育费附加的税率分别是 7%、3%和 2%，税基是增值税+消费税之和。因为增值税是 13%，消费税是 12%，所以这三项总和=营业收入×（13%+12%）×12%=营业收入×3%。

于是，税金及附加一般应该是营业收入（指酒业收入，即利润表上的营业收入科目。不是包含财务公司收入的营业总收入科目）的 12%+3%=15%左右，大部分时候在 14%-15%之间。

可以看一下最近五年这个数据的变化表，立刻就会一目了然。

	白酒营业收入	税金及附加	税金及附加占比
2017年3月	133.1	19.7	14.8%
2017年12月	582.2	84	14.4%
2018年3月	174.7	25.3	14.5%
2018年12月	736.4	112.9	15.3%
2019年3月	216.4	24.1	11.1%
2019年12月	854.3	127.3	14.9%
2020年3月	244.1	24.5	10.0%
2020年12月	949.2	138.9	14.6%
2021年3月	272.7	38.3	14.0%
2021年6月	490.9	69.6	14.2%

2021 年一季度 14%，是正常水平。

2020 年和 2019 年一季度明显偏低，即这两年的第一季度，茅台股份公司本部交给销售公司的成品酒数量相对偏少——错前错后，安排在相邻季度灌装和包装了。

如果 2020 年一季度也是 14%，那么其一季度的税金及附加就会变成 244.1×14%=34.2 亿元，税前利润就会少 34.2-24.5=9.7 亿元，归母净利润就会变成 124 亿元。

计算过程是：税前利润少 9.7 亿元，从 184.8 亿元变成 175.1 亿元；税后利润 175.1×75%=131.3 亿元；按照 2020 年一季报少数股东损益实际占比 5.5%计算，归母净利润 124 亿元。

如此一来，2021 年一季度的 139.5 亿元净利润，就会变成同比增长 12.5%。一下子就正常了。事情就这么简单。

总之，在当下市场的供需情况下，贵州茅台的业绩根本就不存在爆雷的可能。

公司已经披露 2021 年预计营收增长 10.5%。按老唐的推算，2021 年全年净利润预计就是 540±10 亿元，同比增长约 15%。

（声明：本文仅代表作者个人观点。作者声明：本人持有文中所提及的股票）

第996篇.　　2021.08.07 - 老唐实盘周记20210807

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-08-07

本周交易

周一（8 月 2 日）买入了茅台和洋河，成交均价分别为 1663.18 元和 159.96 元，资金来自 7 月 27 日提请赎回的医药基金。

27 日提请赎回的两只医药基金，一只 7 月 30 日晚到账，另一只 8 月 2 日晚到账。上周六周记里披露过：“周一我预计会给茅台补缺，凑够 16%。”

周一开盘前委托茅台时，见洋河也到了令我心动的位置，想到反正当晚就有钱到账，索性用家庭备用金过桥一起把洋河也买了

本来这算是将全部现金“清仓”了，下来就该启动假装不在大法了。

结果周二早饭时收到弹出新闻，说腾讯股价下跌超过 10%。没忍住诱惑，从家庭备用金里挤了约半个点出来，432.4 支持了小企鹅。

这下彻底踏实了，再跌全都是隔壁王麻子的菜

目前持仓

腾讯 38%，洋河 25%，茅台 16%，分众 8%，古井 B6%，陕西煤业 5%，海康 2%。另有福寿园 1 万股观察仓不计。

下表除“当前股价”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	38%	72000±10%	<36000	80000	36273	453.60	-19.35%
洋河股份	25%	4200±10%	<2100	4700	2563	170.08	-27.01%
贵州茅台	16%	26400±10%	<13200	35000	20991	1671.00	-15.55%
分众传媒	8%	①	<770	1980	1071	7.30	-25.18%
古井贡B	6%	920±10%	<460	1060	440	100.04	-5.78%
陕西煤业	5%	①	<1020	2500	1060	10.93	27.62%
海康威视	2%	5800±10%	<2900	②	5520	59.13	23.94%
沪深300						4921.56	-5.56%
上证指数						3458.23	-0.43%
2021/8/7			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8330	

注：①采用席勒市盈率估值的企业，不估算三年后估值；

②剩余少量涨跌不卖的持股，不设一年内卖点；

③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；

④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。

附：上期数据

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	40%	72000±10%	<36000	80000	38213	479.00	-14.83%
洋河股份	23%	4200±10%	<2100	4700	2456	162.99	-30.05%
贵州茅台	15%	26400±10%	<13200	35000	21091	1678.99	-15.15%
分众传媒	8%	①	<770	1980	1101	7.50	-23.13%
古井贡B	6%	920±10%	<460	1060	461	105.00	-1.11%
陕西煤业	5%	①	<1020	2500	1083	11.17	30.42%
海康威视	3%	5800±10%	<2900	②	5695	61.00	27.86%
沪深300						4811.17	-7.68%
上证指数						3397.36	-2.18%
2021/7/31			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8310	

收益

凭借第一重仓股腾讯当周下跌 5.3%的杀伤力，本周实盘净值下跌约 2%。

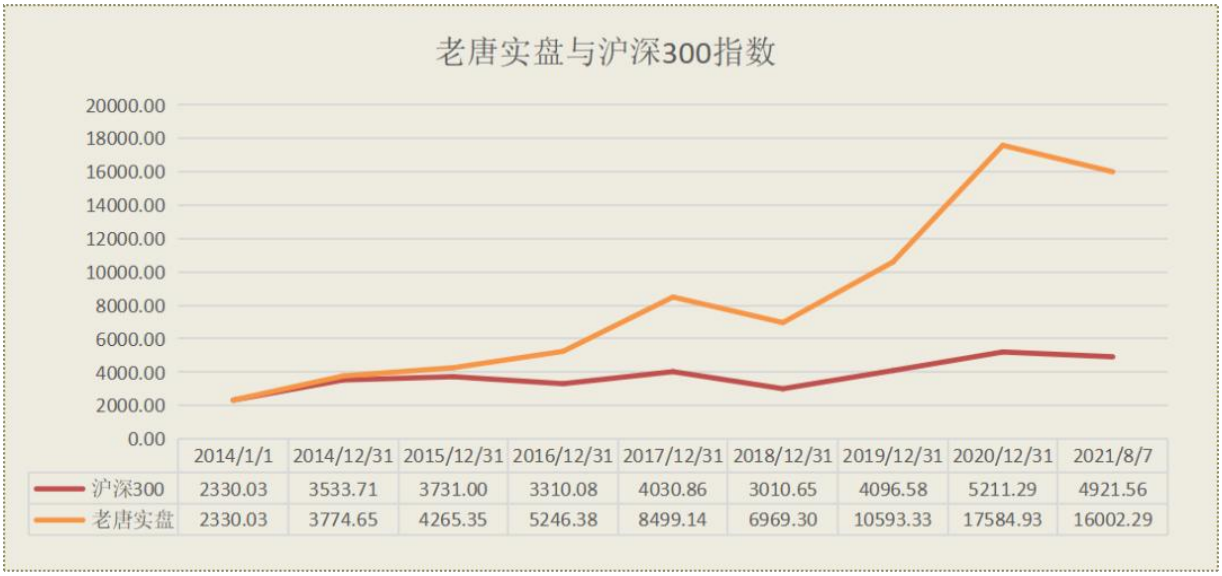
2021 年年内收益从上周末的-7%，缩水为本周末的-9%（四舍五入）。

老唐实盘	年度收益	期末净值	期限/年	年化收益	HS300涨幅	HS300净值	HS300年化
2014	62%	1.62	1	62%	51.66%	1.52	51.66%
2015	13%	1.83	2	35%	5.58%	1.60	26.54%
2016	23%	2.25	3	31%	-11.28%	1.42	12.40%
2017	62%	3.65	4	38%	21.78%	1.73	14.70%
2018	-18%	2.99	5	25%	-25.31%	1.30	5.22%
2019	52%	4.55	6	29%	36.07%	1.76	9.88%
2020	66%	7.55	7	34%	27.21%	2.24	12.21%
2021/8/7	-9%	6.87	7.6	29%	-5.56%	2.12	10.39%

注①：老唐实盘年度收益率，按基金净值法和实际收益率**孰低**取值，均不含新股收益。

注②：沪深 300 指数收益未包含每年 2%左右的分红，数据略有低估。

实盘与沪深 300 指数对比图



重要事项

本周重要事项包括：1.腾讯面临五大利空集中袭击；2.洋河 12.8 亿对外投资；3.发改委能源局允许证照不全煤矿继续生产；4.有关作业的内容。

1.腾讯面临五大利空集中袭击。

本周腾讯遭遇五大利空集中袭击，分别是：

①教培行业遭受毁灭性打击对腾讯投资收益的负面影响；

②被扣“精神鸦片”的大帽子。

③海淀区检察院征求对腾讯的民事公益诉讼。

④游戏行业取消税收优惠的传言；

⑤中美天津会谈僵局影响。

在五大利空的袭击下，腾讯股价一路下挫，成为老唐实盘最近一年来唯一一只股价下跌的股票。

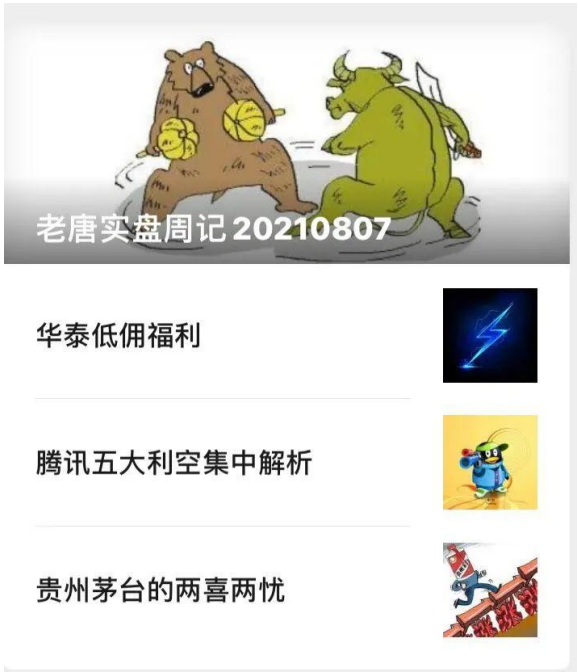
考虑到同期人民币汇率因素，整整一年腾讯股价实际跌幅高达 20%——下表是书房 2020 年 8 月 8 日的实盘周记图表记录。

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	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：2020 年 8 月 8 日至今整一年，老唐实盘净值增长为 15%。

此刻的五大利空会带来什么影响，老唐持什么看法及如何应对，不小心写长了，有 5000 字出头

为方便大家阅读，我单独成文放在今天的第三条。



感兴趣的朋友请移步阅读

2.洋河 12.8 亿接手云峰新呈基金 10%份额。

这件事比较简单。五年前民生信托投资 10 亿认购了云峰新呈基金 10%的份额。

云峰系的基金实际上就是马云和虞锋掌控的产品，取二人名字合并命名，股权比例马四虞六。

云峰基金管理规模超千亿，基金投资人主要就是来自马云和虞锋的朋友圈，基本都是福布斯中国富豪榜上的知名人物。

马云大家比较熟悉，不介绍。

虞锋几乎和江南春同时想出了电梯广告的创业项目，并于 2003 年创立了聚众传媒。

在聚众传媒的高光时刻 2005 年，根据全球最大的市场调查公司 AC 尼尔森的调查数据，电梯广告市场分众传媒拥有 49.8%的市场份额，聚众传媒市场份额为 46.7%，且在上海大本营聚众市场份额 53%，高出分众 7 个百分点。

2006 年，江南春和虞锋强强联合，聚众放弃上市计划，卖给了分众传媒。分众一举成为全国乃至全球最大的电梯媒体企业集团。

虞锋担任分众传媒联席董事长一年后，离职从事投资。

投资的业绩不一一细说了。总之，神一样的战绩，神一样的人物。

这次和我们家小洋有关的云峰新呈基金，是 2016 年 2 月成立的。

募集资金时约定的条款是：以金融、科技及企业服务、新零售与互联网、物流仓储、医疗健康等领域为投资方向。

基金规模 100 亿，云峰每年收 2%管理费。存续期限 10 年，前五年为投资期，后五年为退出期。

收益先按照复利 8%满足投资人的回报要求，剩余部分（若有）二八分账，云峰提 20%，投资人得 80%。

目前基金运行良好，已经进入退出期。基金底层资产明确清晰，投资分布在金融、科技、新零售、汽车、物流及医疗健康等领域。

其中小鹏汽车、光云科技已上市并实现了较为理想的投资回报，其余项目也有相对明确的投后管理及退出策略。

这种情况下，民生信托的 10 亿初始投资款，作价 12.8 亿转让给洋河。我认为就两种可能：

第一种可能：民生信托（或其背后的真实持有人）遇到了资金问题，不得不抛售优质资产，回笼资金。

2016 年 2 月投入至今 5.5 年，获利 28%退出，相当于实现了年化 4.6%的回报。大致刚好约等于资金成本（贷款利率），平手退出。

第二种可能：洋河在民生信托投资的信托产品出问题了。

洋河一季报披露经民生信托投资的金额合计 15.7 亿。其中有一笔 5 亿的 5 月 25 日到期，一笔 6 亿的 6 月 22 日到期。

或许这两笔或其中一笔出现了不同程度的兑付问题，按照双方之前约定的抽屉协议，民生信托通过此种方式对投资人洋河实施补偿。

具体是哪种情况，等半年报出来应该能看到。

不过，不管是哪种情况，至少本次受让行为对洋河并无不妥。若是第一种情况，有赚。若是第二种情况，没亏或少亏。总体上，无需给予太多关注。

3. 国家发改委、能源局允许部分证照不全的煤矿继续生产。

8 月 4 日，国家发改委、能源局联合印发通知，明确允许联合试运转到期煤矿延期，延长期限原则上为 1 年。

通知同时要求，地方有关部门要指导支持企业加快煤矿证照办理，对符合条件的煤矿尽快审批进入联合试运转；

对证照办理齐全的联合试运转煤矿，要及时为其办理竣工验收手续，依法依规转入正式生产。

这条政策实际上就是告诉我们目前煤炭的供不应求情况很严重，连那些手续不全的煤矿，也无法实施关停😁

4. 作业相关。

上周六大家的热情很高，交的作业可能超过 400 份（留言已经超过 500 条），这数量远超我的预期，无法由一个人去完成阅读（三分钟一篇，也要持续阅读 20 小时🤦）。

周三下午四点之前的作业，已全部导出，分交书房志愿者初选。最终大约会有一二十份优秀作业给我，我会从中选择入选作业。

所有入选作业，可以从以下三个奖品中任选一个：

①加老唐私人微信好友；②加入书房后院；③老唐三件套签名书，顺丰包邮+送定制版书签。

目前，大家关心的几个遗留问题，还有

①为什么茅台会在 1810 和 1685 位置就开始买入？

②为什么将茅台一年内卖点提升为 3.5 万亿？

③为什么三年翻倍体系不是预测股价？

④恒生 ETF 和现金之间选择的理由是什么？

因为这几个问题都和作业有关。我准备等志愿者初选完成后，再抽空码字分享我的观点。避免负责初选的朋友受我的观点影响，放掉部分持不同观点的优秀作业。所以，请大家莫急莫催🤭

另外，昨天的《证券市场周刊》刊发我的文章《贵州茅台的两喜两忧》。

文章是周刊编辑老师摘录的上周周记里的茅台半年报分析，没有新内容，可以不读。

只是为了原创收录，我将其放在今天的第四条同时推送了事。时间紧张的朋友，直接跳过就好👉

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😁☕

第997篇.　　2021.08.07 - 腾讯五大利空集中解析

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-08-07

本周腾讯面临多重利空集中袭击，股价持续下挫。相关利空信息主要有：

1. 教培行业遭受毁灭性打击对腾讯投资收益的负面影响；

2. 被扣“精神鸦片”的大帽子。

3. 海淀区检察院征求对腾讯的民事公益诉讼。

4. 游戏行业取消税收优惠的传言；

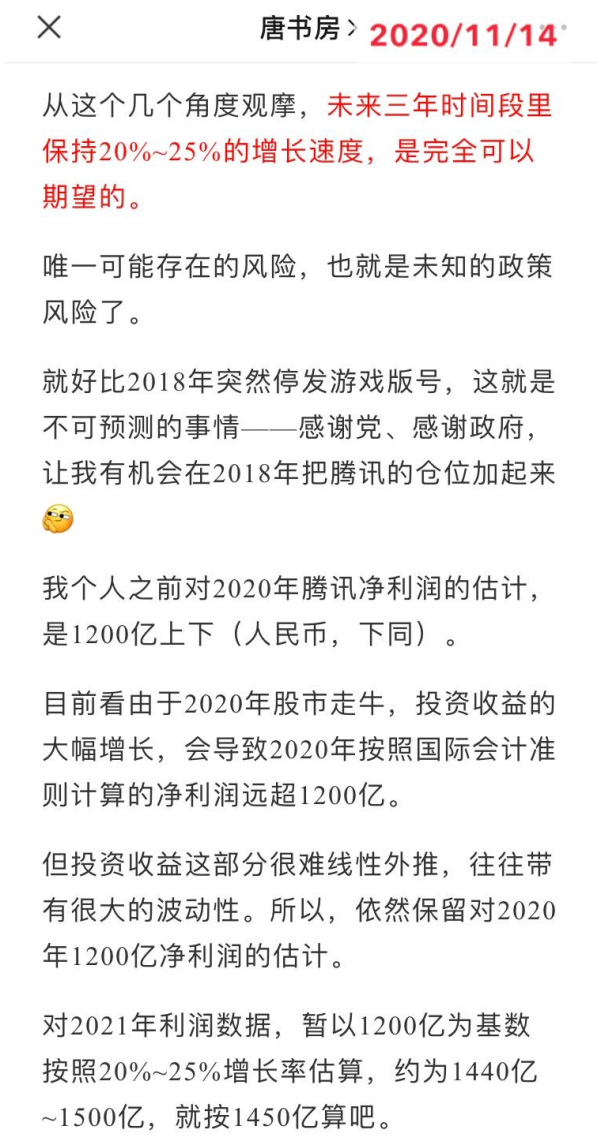
5. 中美天津会谈僵局影响。

下面逐个聊。

1. 教培行业遭受毁灭性打击对腾讯投资收益的负面影响。

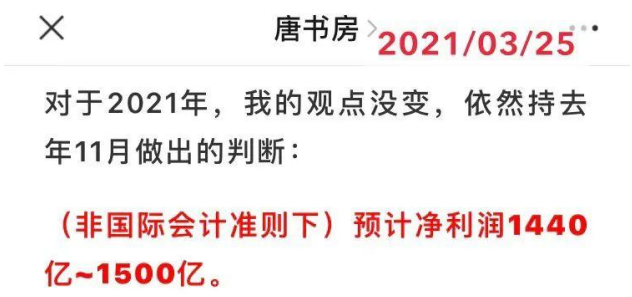
教育培训行业遭受毁灭性打击，这势必对腾讯的投资收益造成影响，毕竟腾讯几乎参与了所有上市或待上市知名教培企业的投资。

这个毫无疑问是负面影响，而且是之前没有预料到的负面影响。不过，我对腾讯做估值时，本就是将投资收益视为安全边际来考虑的。



2021 年 3 月 24 日，腾讯发布 2020 年年报，归母净利润 1598.5 亿元，其中非国际准则下归母净利润 1227 亿，符合 1200 亿预估。

次日我的文章里这样写到：



2020 年年报净利润 1598.5 亿时，我对 2021 年的净利润做 1440~1500 亿预计，并以此为基础对腾讯做出估值，本就是考虑到投资收益受影响因素太大，波动无法预计，所以直接将其保守视为安全边际对待。

我只是从逻辑上相信，资金在一群历史业绩证明懂互联网、身家事业和腾讯息息相关、坚持只聚焦互联网和移动互联网行业内投资的人手中，长期收益率确定会优于名义 GDP 的增长，仅此而已。

所以，一个行业、几十亿投资，某一段时间的波动，相对于腾讯过万亿、遍布互联网及移动互联网相

关所有领域的投资规模，我个人不认为它会有多大的影响，短期波动看看便是了。

2. 被扣“精神鸦片”的大帽子。

这篇精神鸦片的文章刚出来的时候，老唐曾顺手留言如下：

精神鸦片这个帽子，至少有武侠小说，琼瑶小说，动画片，街机，网吧，手游，抖音等多位同学戴过了。

在这些人眼里，只有每天学习数理化，从来不睡懒觉，在家抢着做家务，路上多扶老奶奶，上班拼命干活，从不乱花钱买盲盒手办，不抽烟不喝酒维持温饱到老，最后存款捐给国家，这样的人生才算没抽’’精神鸦片’’。

正巧前两天在朋友圈里，遇到一篇据说是网络爆款的文章，题目叫《假设所有游戏都关了，学生们都会学习吗？》，大致写的意思就是：

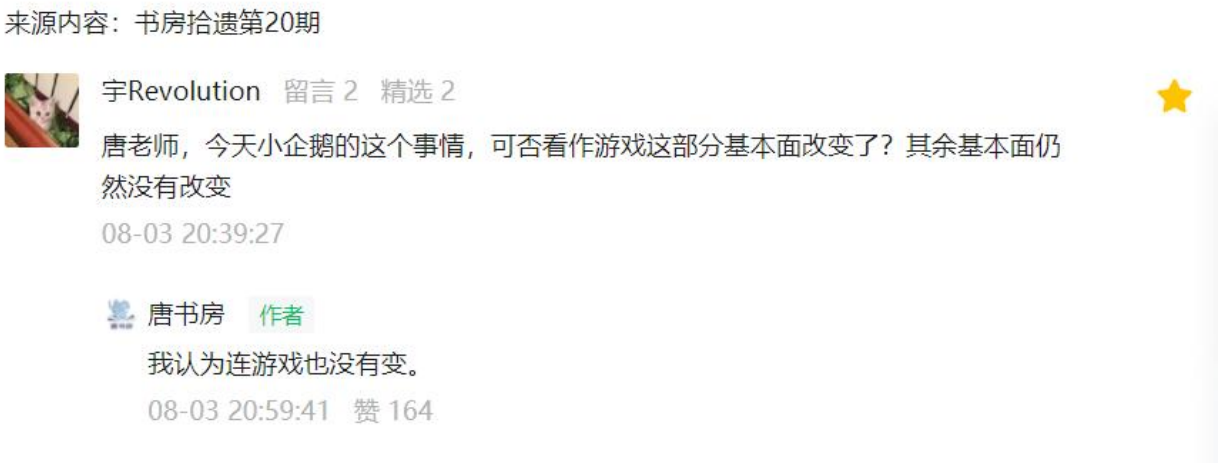
哪怕没有一切电子产品的大清国，盛行的是斗蛐蛐，泡戏园子，泡茶馆；没有蛐蛐戏园子茶馆之前，大汉朝人民倾家荡产玩斗鸡；没有斗鸡的春秋战国，大家整宿整宿地玩类似大富翁游戏的双陆棋……

原因很简单，哪怕从学会直立行走算起，人类活着从来都不是为了受苦受难的。追求快乐是人类天性，喜欢玩游戏是人类天性。

对此，我深以为然。

我也相信决策层的大脑绝不会蠢到以为关了所有游戏，大人小孩就会一心一意地打工存钱或苦啃数理化。

所以，对于所谓“游戏的逻辑变了”之说，我个人的看法是杯弓蛇影，一阵风的事情，不值得关心。



3. 海淀区检察院征求对腾讯的民事公益诉讼。

本周，北京市海淀区人民检察院发布公告称，微信产品的“青少年模式”不符合《未成年人保护法》相关规定，侵犯未成年人合法权益，涉及公共利益。请拟提起民事公益诉讼的机关和社会组织在三十日内书面反馈有关情况。

注意，不是检察院起诉腾讯，是检察院征求其他机关或社会组织针对微信青少年模式的起诉需求。

对此，腾讯公司立刻做出了回应：将认真自检自查微信青少年模式的功能，并且虚心接受用户建议以及诚恳应对民事公益诉讼。

针对腾讯的公益诉讼不是新鲜事。不知道大家是否还记得，就在两个月前，在《老唐实盘周记 20210605》一文里，就记录了北京青少年法律援助与研究中心针对“王者荣耀”提起的公益诉讼。

该篇文章里，我引用了书房读者@言东 的一段评论。今天这段评论依然可以原文引用来评论刚刚发生的检察院公告。

5.腾讯遭遇全国首例社会组织提起的未成年人保护民事公益诉讼。

2021年6月1日，新的《未成年人保护法》正式实施。

当天上午，北京青少年法律援助与研究中心针对腾讯旗下"王者荣耀"游戏，向北京市第一中级人民法院提起未成年人保护民事公益诉讼。

这是全国首例由社会组织提起的未成年人保护民事公益诉讼。

该机构起诉腾讯旗下王者荣耀游戏：衣着暴露、篡改历史、诱导沉迷。

该机构认为：王者荣耀游戏对12~18岁的未成年人开放，侵害了未成年人的健康权和监护人的财产权，践踏了民族文化遗产，对未成年人的价值观形成错误导向，导致部分未成年人荒废学业，破坏未成年人与监护人之间的家庭关系等。

对于此事，书房一位叫@言东 的朋友，评价的很全面。老唐没有什么需要补充的，直接拷贝分享：

> @言东：这事的噱头在于「全国首例社会组织提起的未成年人保护民事公益诉讼」，其余都是老生常谈。当年人民日报那么批王者荣耀都扛过来了。
>
> 三个结果：一是法院不立案；二是立案，腾讯胜诉；三是腾讯败诉。我觉得第三种的可能性很低。
>
> 法律层面上，腾讯很注重「合规」，不合规的事不做。社会道义层面，腾讯是国内所有游戏公司里保护未成年措施做得最多、走得最远的。
>
> 退一万步，即便败诉也不一定是坏事，告诉我哪里不合规，把道道划清，免得有些人动不动就挥舞道德大棒。

4.游戏行业取消税收优惠的传言。

这个传言的源头，是《证券时报》一位记者写的一篇短文。文章说：

当初政府为了鼓励产业发展，给了游戏产业税收优惠和补贴。而现在中国的游戏产业已发展壮大，一些中国的头部游戏公司已经有了全球影响力。

此时，政府就没有必要再继续给予扶持，应将资金用在民生急需方面，对游戏产业的税收应该和其他产业一视同仁。

虽然无从了解这仅仅是记者的个人观点，还是决策层放出的试探气球。

不过上面**这段说辞的逻辑是通的，道理没错**。如果决策层不打算将游戏视为产业支持方向，取消税收优惠将是顺理成章的事情。

虽然截止此刻，并没有工信部或税局总局方面的有关信息。但如果决策层真有这个打算，我个人认为最有可能的手法是：

借原本每年一审的“国家重点软件企业资格”审查，让一贯享受该资格的部分游戏企业落选，从而将其享受的所得税税率从 10%，提升为高新技术企业的 15%。

此方法无需修改任何法律法规，即可在民意的支持下毫无障碍地实现加税，且符合我朝改革开放依赖一贯的“试一试、看一看”策略：如果危害太大，一年后静悄悄地就可以恢复原样。

腾讯目前实际所得税负约 11%。从这个数据推测，绝大部分净利润应该都诞生在享受 10%税率的企业实体里。

假如真如我推测，从明年开始取消腾讯的“重点软件企业资格”，应该会导致腾讯综合税率提升至 16%~17%之间。

按照 2020 年 1800 亿税前利润的实际数据看，会净增加约 100 亿左右税收，减少净利润约 6%~7%。

至于说直接提升到 25%所得税率，我个人认为是不值一驳的恐慌之言。

征税这件事，说到底是打江山守江山的核心要素，是真正的国本。

直接取消鼓励信息产业发展的相关税收支持，一者是国家产业发展方向的重大修正，涉及到大量法律法规的修订，不是哪个部门发个文件可以搞定的；二者产生的税收冲击幅度无法预测，政府承受不起这样的波动。

任何政府收税的目的是税款金额最大化，而不是税率最大化。

税款金额=税前利润×所得税税率。意图增加税款金额可以通过提升税率实现。

但税率的提升，会从边际上会毁灭部分经营活动，从而降低税基（税前利润），又推动税款金额的减少——简单的说就是 100%的所得税率，必将导致实际征收到的税款金额变成 0。

No zuo no die，税率和税款金额之间是一个抛物线的对应关系，任何王朝任何国家在税率问题上，都是小心翼翼地尝试和寻找那个抛物线的顶点，而不是一拍脑袋就作死加税。

政府通过收税权，其实是悄悄地成为了拥有企业“干股”的股东。政府依赖企业税收运转，是企业的合伙人而不是敌人。

关于这一点，我可以用最简单透明的茅台公司，来演示一下这个特殊的“合伙人”从企业里享受的利益。

我们都知道，一瓶 53° 普茅的出厂价是 969 元。这么一瓶酒 969 元卖给经销商或商超及电商的过程里，政府从中得到了什么？数字可以告诉我们：

- ①首先是缴纳增值税，税率 13%，金额为：969-969/1.13=111.5 元；
- ②然后是报表的税金及附加，主要包括消费税、城建税及教育费附加，总体税率约在营收的 14%~15%之间。

我们按 14%计算，即 969/1.13×14%=120 元；

- ③然后茅台公司扣除对应的成本和费用（这部分主要流向了当地农民和员工手中）后获得税前利润。税务局对此征收 25%所得税。
- 按照 2020 年年报数据计算，茅台的税前利润率约为 67.5%，即一瓶 969 的茅台，给公司带来 969/1.13×67.5%=579 元税前利润。

税务局征收 579×25%=144.7 元的企业所得税。

- ④此时，茅台公司获得了 434.3 元的净利润。

然后政府全资公司茅台集团等企业，通过少数股东损益拿走大约 6%，即 434.3×6%=26 元。

- ⑤剩余 434.3-26=408.3 元就是这一瓶酒为茅台股份公司全体股东创造的净利润了。

但别忘了，茅台集团及其子公司加上贵州国有资本公司合计拥有茅台股份公司约 61%的股份，所以这 408.3×61%=249 元也是政府的。

- ⑥最后剩下 408.3-249=159.3 元，是一瓶出厂价茅台给公众股东创造的净利润。

其中大约 50%会分给公众股东，另外 50%由管理层代为管理——实际控制。

- 因此，我们看到一瓶 969 的酒出厂，政府在其中的获利至少是：

111.5+120+144.7+26+249=651.2 元，占比 67.2%，且还能实际控制法律上属于公众股东的约 80 元。

茅台这个案例的计算，想表达的是政府是企业合伙人这个概念。

当然，政府是茅台的控股股东，除了税收还通过股权分享企业成长，案例的数据冲击力比较强。类似腾讯这样的企业，政府所得并没有这么大幅度。

但即使在类似腾讯这样的企业里，政府也是重要的“合伙人”，只不过其表决权并非通过股东大会投票实现，而是依赖各类法规和政策来体现。

是否持股或 持股多少，不改变政府与企业关系的本质，那就是政府和股东一样，希望企业有稳定的、可预期的经营环境，能够给社会带来稳定的就业，给政府带来不断增长的税收，而不是要搞死谁。

真需要搞死谁的时候，一定是该企业或行业危及到政府更大的利益时的两害相权取其轻——譬如异化为旁氏骗局的 P2P 和社会稳定之间的矛盾，譬如高额的教培竞争性支出和国家“催生”大政之间矛盾……

截止目前，我还没有看到游戏行业或腾讯这间企业，达到如此天怒人怨状态的迹象😁

5.中美天津会谈僵局影响。

还有个利空是 7 月 26 日召开的中美天津会谈。内容不适合多谈，我们直接跳过。

跳过内容，我们也能注意到，国家外交部副部长公开指责谈判对手“坏事做绝，好处占尽”，并表示“我们不吃这一套”，这基本算是指着鼻子开骂。

这种强度在中美外交史上是没有见过的，对市场信心的确也有些冲击。

以上就是目前腾讯集中面临的几大利空。

也正是这些利空，诱发腾讯的股价直接触及老唐早就设好的理想买点“小于 3.6 万亿人民币”——对应约 450 港币的股价。

其实不仅腾讯，最近实盘持股还有洋河、古井 B 和陕煤，都先后触及或接近老唐很早前设好的“理想买点”。

如果将分众最新调整的 7.21 买点也算在内的话（周五最低价 7.28 元和老唐 7 月 28 日实际买入均价 7.248 元，差异也就 3 分钱），这合计总共就七只股票，其中五只在买点附近的盛况，恐怕是很少有人提前想到的事情——包括老唐自己😍

毫无疑问，出现这种情况，一定是利空满天飞的时刻。正如老唐之前写过并在多篇文章里引用过的：

没有利空，没有怀疑，没有看淡，怎么可能让你遇到划算的价格呢？难不成，我们还能想象出利好满天飞、大家都乐观，同时股价却暴跌下来给你买入机会？真要是如此，或许很多人更不敢买了，因为那好像太邪门，总有点什么地方不对！

如此说来，股价跌，吓的不敢买；股价涨，嫌贵不能买。最理想的，是股价涨了以后，让我买涨之前

那个价，可惜这样的美事，要轮也只能从正国级副国级正省级副省级一路往下排，轮到你我，初步预计在2398年2月31日。

对我而言，我的体系很简单：买点买入、卖点卖出，中间呆坐。

所以，一切都在按计划实施。在理想买点附近，也按计划清空了几乎所有的可投资现金，接下来就是开开心心呆坐等待了🤗

关于腾讯，我此时能说的是：

- 我本人从2017年1月197.3港币开始，不断追高买入，截止此刻持有八位数市值的腾讯，期间从未卖出过1股。
- 前几天有多条留言好奇老唐的持仓成本。我特意查了：老唐的持仓成本是477港币，相对于目前市价亏损5%，即四年半时间里颗粒无收，反而亏损5%。

亏损的时候，网络上免不了又产生了许多类似“腾讯将成为老唐的滑铁卢”之类的言论😍

貌似除了古井B之外，老唐的其他持股都曾经先后扮演过“滑铁卢”这个很有前途的角色：

茅台将成为老唐的滑铁卢，分众将成为老唐的滑铁卢，海康将成为老唐的滑铁卢，洋河将成为老唐的滑铁卢，陕煤将成为老唐的滑铁卢……

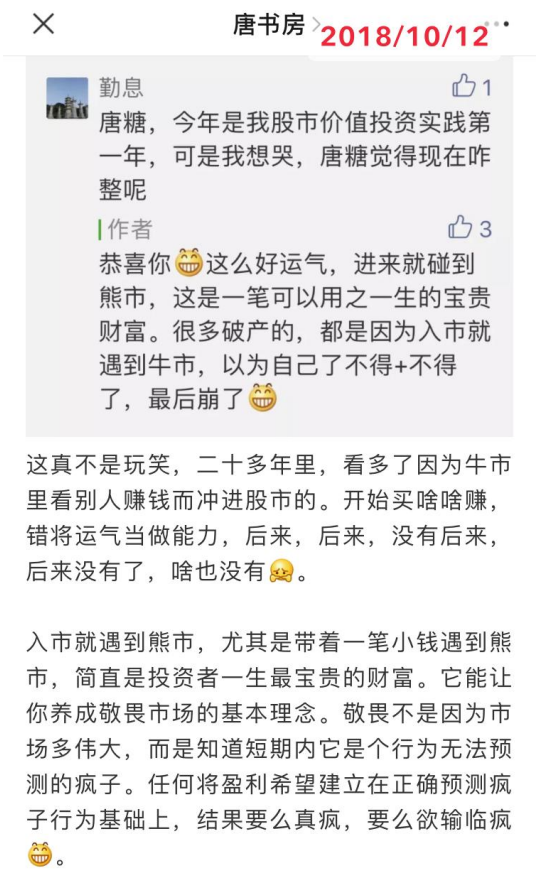
滑了这么多次，老滑不下去，也是让人着急。看看这次腾讯滑的下去不？🤦

这种下跌过程，对于很多朋友来说是宝贵的。

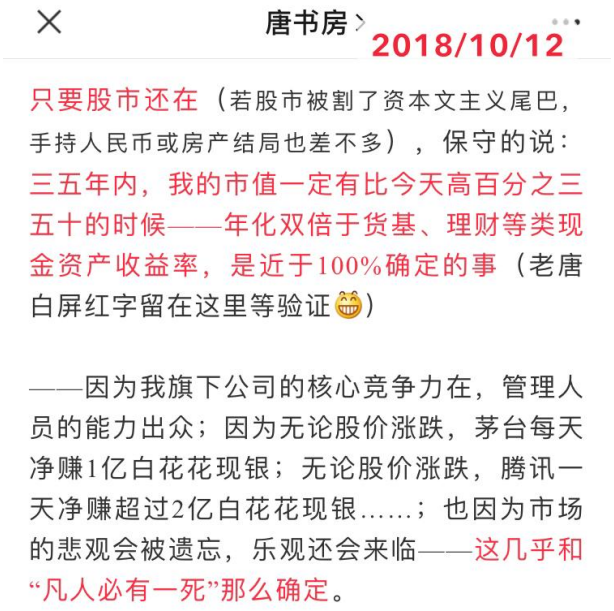
部分朋友可以用满意的价格买到更多的心仪企业股权，静静等待企业成长或市场情绪的逆转。

另外部分朋友，也可以通过围观，让自己更深刻地理解市场波动和股市盈利过程，看别人吃一堑，让自己长一智。

这类似于2018年10月，我写下的这段文字。



我不知道当时提问的这位@勤息 ，目前还在不在书房？从 2018 年 10 月至今，有没有获得满意的回报？因为就在同一篇文章里，老唐还写过这么一段话



三五年内，我的市值一定有比 2018 年 10 月 12 日高百分之三五十的时候，这是近于 100%确定的事，几乎和“凡人必有一死”那么确定。

现在差两个月满三年，2021 年 8 月 7 日老唐实盘净值是 2018 年 10 月 12 日的 222%——且，这是按照基金净值法和实际收益率孰低计算，外加不计入新股中签收益的情况。实际数据高于 222%——当然，主要是狗屎运好造成的

今天，我打算照抄一遍：**三五年内，我的市值一定有比 2021 年 8 月 7 日高百分之三五十的时候，这是近于 100%确定的事，几乎和“凡人必有一死”那么确定。**

但必须加红加粗提请注意：老唐只是分享自己思考，从来没有能力保证正确，也绝对没有鼓励任何人买入的意思。

你读书房文章时，必须时刻记住“老唐没有预测股价的能力，我所持有的任何股票都有腰斩的可能”。

你的钱你作主，千万不要因任何人的乐观观点就冲动入市——因为这乐观完全可能是因为持股而导致的。

全文完，祝朋友们周末愉快😁✌️

第998篇.　　2021.08.11 - 书房拾遗第21期

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-08-11

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。

大概每凑够四五千字，就推送一期。今天是第 21 期。



@东邪惜独：好未来腰斩，太可怕了。

@唐朝：这成了没未来、东南方、高岗，一击致命三兄弟。

@oneMore：看到这个，我觉得能更深刻的认识到，1.分散投资肯定是必要的。2.变坏不是一天两天，持续跟踪学习是必要的。3.尊重事实，错了就是错了，不要侥幸，尊重每一毛钱。看着真有点怕。

在唏嘘感叹之余，我想请问老唐的是，在您自己完全研究过的企业中，如果面对这种“变坏”的情况，是否能提前发现呢？

@唐朝：新鲜出炉，活生生的实时案例——上海机场。《上海机场研究纲要》→《对上海机场补充协议的理解和判断》→《集合竞价出逃上海机场交易记录及规则介绍》。

2021 年 7 月 23 日

@黄吉祥：新手财里面的第 1 节“财报里的小故事”，说的是哪三家公司？我想去看一下他们现在什么样子了。

@唐朝：世纪星源，东方电子，新中基。

你在股票软件里输入那几个字母，就可以找出来的。后面遇到了其他拼音简写的公司名称，如此处理就是了。

2021 年 7 月 23 日

@TM：巴菲特管理平安的话，老唐会买吗？

@唐朝：投资很简单，但还没有简单到按照董事长是谁来决策的地步。

这样简单粗暴的问题，坦率说，我的答案是不知道。

巴菲特管理平安的话，投资端的评估肯定可以提升，但投资端提升这家企业就一定值得投资吗？参看通用再保案例，巴菲特接管以后几年，按照巴菲特自己的说法，如果不是伯克希尔集团的财力担保，通用再保已经破产了。

那么巴菲特管理通用再保的话，通用再保值得投资吗？答案是不确定，还是要有针对性的分析。

所以，结论就是：巴菲特的参与，可以加分，但能否加到值得投资的地步，要分析以后才知道。

2021 年 7 月 23 日

@bp：跟谁学，年内高点 149，昨天收盘 9.5，从高点跌去了 94%，够狠吧？可以抄底吗？今天盘前又跌了 50%。

@唐朝：根据股价跌幅去抄底、赌底、逆向投资，它们其实从来都不是“投资”。

唐书房 > 2020/03/19 ···

唐书房(作者) 91

错。这个思路全错。投资的概念不是赌底，不是赌它飞得更高，而是将资产从盈利能力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。赌底'抄底'不会再跌等说法，连投资的门都没入。我从未认为此刻是底，再跌三成也丝毫不奇怪。

@Havid：100 块的股票跌去 90%，现价 10 块，此时抄底，再跌到 1 块，100 块买入的人亏了 99%，10 块买入的人亏了 90%。

上次我跟一个 985 毕业的同学说这个事，他很惊讶。

再讲一个：有一条很长的绳子把整个地球包起来，离地面 1 米，请问这条绳子的长度比地球的周长长多少？答案是 6 米多…

@唐朝：才长 6 米多？我也很惊讶🤔

@Havid：是啊，周长的计算公式是 π ×直径，地球直径是 d，那么周长是 πd ，绳子的直径比地球多 2 米，就是 π (d+2)．就是多了一个 2π= 6.28 米。

@唐朝：受教。真挺反直觉的👉

2021 年 7 月 23 日

@唐朝：刚刚看到新东方的日内跌幅截图，好吓人！这种玩意儿，如果重仓遇到一次，就有返贫可能。

所以啊，坚持远离杠杆，不懂不做，适度分散，按照确定性安排仓位……都是一辈子不能离口的碎碎念真经啊😁





@王庆永：新东方这个企业符合老唐的三前提吗？

- 业绩为真？
- 业绩可持续？
- 业绩增长不需要额外增加的新投入？

今年以来，国家政策改变了整个行业和企业未来的业绩的确定性。

@唐朝：我没研究过这个行业。但马后炮看，可能是 2 有问题，经营本身对政策的依赖太强，持续性存疑。

@吴非：太可怕了，理解了仓位管理是重点。无人能保证每次都对，只能考虑错了后能把损失降到可承受的范围，适度分散啊。

@杰：大佬说的话要记下，再背诵一次：远离杠杆，不懂不做，适当分散，按照确定性分配仓位。

@Nucky：想起来老唐再上海机场的案例，公司基本面变坏后立刻离场。在线教育股里很多人还抱着侥幸心理。

@带娃老太婆：随时提醒自己首先要“活着”，然后才能“活好”。

投资警示	
远离杠杆!!!	资本市场，什么怪事都不奇怪！
	上瘾，必定遇到跌到 0，甚至负债！
	随时瞬间回到贫穷！
仅用闲钱	难免被迫离场，尤其是在播种的时候
不懂不做	利润为真
	可持续
	维持盈利所需资金少
适度分散	行业分散
	公司分散
	港股、A 股分散
按确定性安排仓位	个股最高 40%
	行业最高 60%

@唐朝：这个表格归纳的好，直观简练。

<备注：上述讨论发生后的下一个交易日，新东方股价再次腰斩，跌至 14.2 港币。我想，它给我们的提示是：投资千万不要以”已经跌了这么多了，还能怎么样？“给自己壮胆>

2021 年 7 月 23 日

@无尽：老唐写于 2020 年 2 月 21 日的文章说到，浓香型白酒基酒变商品酒的过程，数量变化主要由加水降度带来。

请教茅台的基酒变商品酒的过程是怎么样的？

@唐朝：53° 茅台不加水。酱香基酒本就是 53° 左右，酒勾酒就可以了。

2021 年 7 月 23 日

@溜肉段：看着教育股暴跌，我是真切地感受到了股市的凶险，这种震撼远比分众从 10 元跌到 3 元、洋河在 150 到 250 之间反复横跳要强烈得多。

不加杠杆以及分散投资，只能保证遇到这种极端情况不至于血本无归。但到底怎么能避免遇到这种情况呢？

想来想去，还是要投资已经经过充分竞争的行业，至少这样能有一个相对稳定的外部环境，不至于因为一纸公文而归零。

但又如在线音乐行业，经过几年的竞争，大大小小的并购和倒闭，似乎已经充分竞争过了，但也无法躲过政策的变化。

唉，还有什么好的经验方法，能尽量避免这种政策风险吗？

@唐朝：不能完全避免。但

关注估值——躲开高估泡沫，

不懂不做——先不管真懂假懂,总之要尽可能的思考可能面临的利好利空，

按照确定性安排仓位，适度分散——可以减少踩雷的概率以及单个地雷的伤害，

宏观对冲——政策不一定都是利空，也有莫名其妙的利好政策给予意外惊喜，

长期投资——以终身视角去看待投资，将单个政策雷损失平摊在较长时间里……

上述这些策略可以帮助我们，在无法完全避免的前提下长期盈利。毕竟经济整体方向是向上的😎

@123456：唐老师，您说的宏观对冲可以再详细的解释一下吗，谢谢！

@唐朝：别想复杂了，就是字面意思。

意思是我们不要只看到政策对行业的伤害，长期而言，有时候也会遇到政策莫名其妙地提振行业的利好。长期可以将这辈子遇到的利好刺激和利空刺激，视为相互对冲。

就好像每个人一辈子都有过好运的时候，也有过背运的时候，但我们不可能因为运气，去做某事或不做某事，忽略它就好了。

2021 年 7 月 24 日

@杨杨：请问老师，既然现在茅台产量已到天花板，十四五目标的产量翻番如何实现呢？

@唐朝：十四五产量翻番是茅台集团的目标，靠习酒和茅台系列酒产量来实现。

2021 年 7 月 24 日

@跃进：唐老师，咨询个问题，非国际会计准则净利润就是在报表净利润数据基础上剔除一些非现金项目的影响，那这个和咱手财中现金流量表中提到的“将净利润调节为经营活动现金流量” 有什么区别吗？

同样是把未产生实际现金的项目加加减减，没想明白，请指教！

@唐朝：有不少细节区别，但核心区别是：

后者有会计规则要求的统一格式。

前者是公司按照自家公司经营特性单独设计，为帮助投资者更好的理解本公司业务而披露的。不同公司的非国际会计准则加加减减规则可能不一样。

2021 年 7 月 24 日

@Lcqin：非盈利机构虽然不让分红，但可以发工资奖金，能随意发吗？已经上市的培训机构咋改成非营利性机构，有点好奇。

@唐朝：理论上工资奖金是可以随便发的，但实际上可能也会被设限，或许更可能直接从产品或服务的定价上去管控，那样，可能就没有工资奖金 “随便发”的空间存在了。

2021 年 7 月 24 日

@浩然斯坦：看了书房这周的周记，我有些反思，写了下来当作对本周书房周记的学习笔记。

本周在线教育上市公司发生了小概率极端事件，土地不止是盐碱化了，简直是将土壤层全部刨干净了。

好未来的股价五个月来下跌了 90%，如今政策落地，棺材板上钉上了钉子。这个事没有直接发生在我投资的公司身上，可以让我幸运地以别人的教训来增长自己的见识。

总结下我理解到的教训：

1、资本市场上什么离奇的事都可能发生，我们要确保的是当极端事件时我们还活着，首先就是要做到不上杠杆。

2、分散投资，三五个行业，七八家公司。这样能减小踩雷的概率，降低单个雷的伤害。

3、按确定性设置投资占比。犹如《巴芒演义》中老唐说到的，赌金者想不到会遇到十西格玛事件，凯利公式也有87%输掉的缺陷，投资中最大的风险是不确定，投资中最稀缺的是确定性。

确定性越高的投资，就越值得用更多资金参与。反之，确定性越低，就只能用越少的资金参与。一旦违背这个原则，就可能在小概率事件中被消灭。

4、不要受近因效应影响。也就是说，市场情绪亢奋时要保持冷静，高估了就要及时卖出，所有的大跌，都有一个高估的前奏。

反过来说，低估时不能恐慌，要清醒地知道价值锚在哪里。

5、要有长期投资的意识。无论是从中国股市二三十年的发展，还是《股市长线法宝》一书所揭示的事实，都证明股票是长期收益率最高的资产 ，期间经历的无论多大的波折，事后看也是终将平复的一朵浪花而已。

股市投资中，长期看运气总体是平衡的，短期的坏运气给你带来了损失，但长期的好运气又会补给你。决定我们长期投资回报的，是运气以外的其他因素。

6、股市投资的底层逻辑之一，就是企业是创造社会财富的主体，上市公司是一国全部企业的优秀代表，其中的好公司更是全体上市公司的佼佼者，在估值合理和不高的时候买入，长期看必然获得高于社会平均财富增长的回报。

即使遇到小概率极端事件，也影响不到这个长期逻辑。我国经济长期向好，未来看不到经济停滞的可能，持有优秀公司股权就是在分享经济增长，这是近于100%确定的事。所以长期看，没什么可怕的。

7、谨慎看待投资。老唐选择投资对象的标准时，要求所投资企业上市大于五年，roe大于15%，处于盈利状态，未来的利润可持续。

对利润可持续这条，我理解为这已经要求企业要有足够的确定性，不能有很大的行业风险。

按照这几条的要求，已经足够排除好未来这类财务上亏损，行业政策已经不断收紧的公司了。

作为一个价值投资者，可选择的企业只能是“现在已经很赚钱的企业”。然后，就是尝试去认识和理解这家企业在可见的未来，盈利能力是会维持不变、会越来越强、还是可能越来越弱？

如果行业有风险，公司有危机，没有十足的确定性，我们就避开。巴神说过：我们不挑战恶龙，我们只是躲开它们。

我们投资，不是为了体现自己的能干或与众不同，而是为了最大化获取确定性的利润。难度太高的行业，留给具备专业知识的人或者困难挑战爱好者。

8、估值保守些，甚至可以悲观些，要留有“足够”的安全边际。

我曾以为老唐对分众低估了。我曾做过分析，论证分众是一家周期波动向上的企业，认为老唐的席勒估值法太保守了，严重低估了分众，认为2018年分众遇到经济周期又叠加投入增加的情况以后不会出现。

我当时的结论是分众今年利润60亿，23年利润80亿，理想买点是1200亿，买入起点是1500亿。现在对在线教育的打压影响了分众的预期利润，市值上也跌破了我预设的理想买点。

我也曾认为，老唐对腾讯也存在低估，老唐把腾讯的投资收益作为黑箱，作为经营利润的安全边际，

而我试着将腾讯的投资收益考虑进去，得出腾讯的理想买点是 4.2 万亿，买入起点是 5.16 万亿。

现在看是啪啪打我脸。不是老唐低估了分众、腾讯，是我还没准确认识所投企业，被近因效应影响了判断。让一段时间内的高估，误导了自己的大脑以为是必然的。

心理学上有一个达克效应，具体是指，能力欠缺的人在自己欠考虑的决定的基础上得出错误结论，无法正确认识到自身的不足，不能辨别错误行为。

这些能力欠缺者沉浸在自我营造的虚幻中，常常高估自己。通俗些说就是——越无知，越自信。

在有足够能力、足够自信前，我还是专注于努力做好一个老唐的中级抄手！

@唐朝：最后一自然段删掉的话，这篇文章完全值得加精。文章虽短，但很好很深刻😂👍

@维克多了：咱俩犯了一样的错误，我当初也是把腾讯投资收益算进去了，还好分散投资损失不大。

@浩然斯坦：只有犯错才能让人更透彻地领悟🤝

2021 年 7 月 25 日

@Kevin：身家 200 万全仓单一支股票海螺水泥，均价 56.60，已经亏了 35%。

以前看你文章，说 2100 亿市值的海螺三年翻倍，现在 1900 亿市值了，请你讲几句？

@唐朝：讲了有什么用呢？无外乎是顶着背锅侠、顶缸侠的帽子被重新骂一次。我还是省点儿口水养牙齿吧😬

2021 年 7 月 26 日

@雷四文：老唐，忍不住问一句洋河同样大跌为什么您没有加仓呢？我的理解是茅台和腾讯业绩确定性更高吧？

@唐朝：因为老唐从来不是（仅仅）因为大跌就去加仓。

2021 年 7 月 26 日

@扣舷而歌：老唐这是不看好医药基金了？

@唐朝：不是不看好，主要是不懂医药，投指数求平均。如果心仪企业价格比较理想的话，我一贯还是愿意拿企业而不是指数的。

2021 年 7 月 26 日

@LC：老唐的最大回撤好像不是 2015 年的 28%？

2018.1.28 年内总收益+10%，2018.10.30 年内总收益-26%，2018 年内这一段的回撤相当于回撤了 32.7%。

@唐朝：你说的应该是对的。主要是我对所谓回撤没啥印象，之所以记得这个 28%，还是因为有次写文章的时候，截图过雪球组合的回撤数据。谢谢你🙏

@LC：我能知道这个数据，也是因为曾经好奇老唐在 2018 年的至暗时刻中是如何挺过的，所以翻看了 2018 市场最悲观时期老唐的文章，对 10 月 30 日文章中的这一段话印象深刻：

今年老唐的市值回撤超过 2015 年股灾熔断，成为过去 10 年里最大回撤。而假如目前-26%的成绩保持到年底的话，老唐今年将迎来自 2008 年之后最大幅度的年度亏损。

牛市中的风光其实不重要，因为牛市里人人都是股神，不翻 10 倍都被人瞧不起，而在大熊市中的心态变化和操作不变形，才是更加宝贵的经验。在至暗时刻能控制恐慌情绪，坚定执行计划，更加考验投资

人的真实水平。

但其实也很好奇，假设老唐重仓的腾讯和洋河看错了，未来会怎么办呢？例如出现类似近期教育股的情况，会砍仓离场吗？

似乎这么多年来老唐还没有经历过重仓股看错的情况，未来如果小概率事件不幸发生，要怎么处理呢？

@唐朝：人生很长，不必慌张。未来几十年，我相信自己一定会遇到重仓看错的情况。

届时你就可以淡定围观，看老唐吃一堑，让 LC 长一智

2021 年 7 月 26 日

第999篇.　　2021.08.12 - 书房拾遗第22期

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-08-12

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。

大概每凑够四五千字，就推送一期。今天是第 22 期。



@一指天元：巴菲特老年后收益率没能跟上以前，当然受管理资金规模的扩大也有影响，但投资上也出现过认识偏差，也算是跟不上时代认识偏差导致。

我们投资者如何跟上时代脚步，可以在年老时依然可以在正确的投资道路上走的更远呢？

@唐朝：我们不需要跟上时代，我们只需要每天晚上上床的时候，都比早上起床的时候更智慧一点点就可以了。

一点点就行，不需要去追“时代”，因为“时代永远在变”，你追一个不停在变的她，只会让自己无所适从。

2021 年 7 月 27 日

@马锐：请问老唐，一直对一个公司在多地上市这个问题没有搞得很清楚，是一家公司会相当于卖了两次呢，还是在用不同的资产上市？

最近医美茅爱美客准备在港股上市，那么肯定可以募集更多的资金，对原有市场的股东如何去判断这个行为的利弊呢？

@唐朝：最近古井贡酒定向增发，能理解吗？就是向一部分投资者新发行一些股份。

全体老股东所拥有的公司，获得的是新投资者投入的现金，付出的是“新投资者投入现金后的”公司的一部分股权。

如果能理解这个，那就简单了。香港上市也好，美国上市也罢，从股权意义上和这个是一回事。

只不过新投资者是来自香港市场或美国市场的投资者，且这部分新发股票将在香港市场或美国市场交易，而不是像古井贡刚刚发生的增发，增发股票在 A 股市场交易。就这么个区别。

至于利弊，都一样，看发行价、当前市价及公司内在价值之间的关系。离开价格没有办法讨论利弊。

@Roger.lee：那不同地区上市的企业总股本，就是加总得来的呗。

@唐朝：对。但部分存托凭证例外。

存托凭证是以部分老股或增发新股抵押在某投行处，然后由投行发行一种代金券（或称为兑换券也行）在其他国家或地区的资本市场流通。

以增发新股为抵押的存托凭证，会增加公司总股本。但以老股为抵押的存托凭证不增加公司总股本。

@马锐：那在选择新市场上市还是老市场增发，主要是看募集资金的成本还是有其他考量因素呢？

@唐朝：本来就和卖土豆一样，应该取决于哪里的买家多，哪里的买家出得起价。

但因为我国有外汇管制的存在，有些企业会附加考虑企业对外汇的需求因素，去考虑上市地。

还有部分企业也会有所谓“引入先进管理思想，引入国际标准董事会结构“之类的考虑。

2021 年 7 月 27 日

@sam：老唐，按照昨天您提醒：茅台跌到 2.1 万亿市值即 1672 元/股就买入。今天上午它到 1682.12，我一直在等，没想到后来转涨了，今天没买成。

我的问题是：您为什么把买入点设置在 1685，而不是 1672、1675 或者 1680？

@唐朝：这个其实没啥原因，就是个经验吧——而且还不一定灵😂。比如昨天我设的 1810 就吃亏了，明明可以 1792 的，对吧？

可以忽略它，长期看不重要。重要的是，要有个价，且必须是提前很久设好的，不是被近期的市场波动干扰出来的。

2021 年 7 月 28 日

@宝马：唐老板，最近交易好频繁，把接下来两年的指标都花光了吧？

@唐朝：没有指标，只有价格、比较、选择。没有时间限制，没有次数限制。

2021 年 7 月 28 日

@卡朋：想请教下唐总是怎么看待成长股与价值股的？

@唐朝：成长是价值的安全边际。

2021 年 7 月 28 日

@玄空一墨：唐老师， 我有一个疑惑，你一直说比较，你的美的是亏损卖出的，而如果选择卖陕煤就不会亏损。

这是因为美的确定性不如陕煤呢？还是卖陕煤的钱不够买茅台，才选择卖美的？

@唐朝：我买卖时，从来不会考虑是盈利状态还是亏损状态。

2021 年 7 月 28 日

@木子：唐叔，您的投资基本逻辑是企业股票价格最终会回归到企业价值，请问股价最终要回归价值，这个逻辑有什么具体依据吗？

@唐朝：因为资本的逐利天性。

2021 年 7 月 28 日

@小叔叔：茅台现在的价格，书房很多人买一手可能就超过 40%的策略限制，就买成重仓甚至是单吊了。请问老唐能否对这个问题给出解决办法。

@唐朝：钱少这问题，我也没有解决方案😁。个人建议不单吊。

2021 年 7 月 28 日

@王华：如果自己重仓持有的个股，除了研讨财报，平时面对各种利空利好，怎么样去分辨哪些是会影响公司生意需要特别关注的，哪些只是短期的晴天阴天可以置之不理的？

抱歉，这个问题有点可能有点空泛。

@唐朝：答案也有点空泛：熟悉你的公司，你自然就知道了。

2021 年 7 月 28 日

@耕读在我心：巴菲特总是留着大量现金，而我们都在谈论如何满仓操作，想不通这是什么原因？

@唐朝：关于巴菲特预留现金的问题，请阅读书房 3 月 4 日的文章《巴神 2020 年度致股东信精要及老唐解读（上）》。

2021 年 7 月 28 日

@岑志松：如果两个标的都到买点，资金总量受限，老唐如何定份额？是否会出现干脆牺牲一个、全买另一个的情况，老唐是如何决策的？

@唐朝：乱来，乱来就好，阿弥陀佛🙏😁

2021 年 7 月 28 日

@容及愚：卖出支付宝基金，相当于增量现金进入投资组合，后面应该如何计算组合的年化收益率呢？

@唐朝：按照基金净值法计算即可，资金出入永远不会影响收益率的计算。不会的话，可以向书房发送“收益率”，有手把手文章。

2021 年 7 月 28 日

@香水百合：老唐昨天加仓企鹅今天就大涨，确实厉害！

@唐朝：这一点也不厉害。悄悄告诉你，我 2021 年内腾讯的平均加仓价格是 555 港币，目前还巨亏中……

你是不是瞬间就发现老唐也就那样，老韭菜一根儿🤦

2021 年 7 月 29 日

@柠檬：我是刚开始使用港股通的小白，这两天也买了腾讯。

因为不方便时刻看手机，就按心目中价位提交了买单，但发现好些都变成了废单。这是什么原因呢？

@唐朝：港股通规则要求最低在 24 个报价单位内报价。

股价在 500 港币以下时，报价单位是 0.2 港币，也就是说，你的买单必须是 0.2 的整倍数，且不能低于市价 4.8（24×0.2=4.8）港币，否则就是废单。

等股价在 500 港币以上时，报价单位变成 0.5 港币，你的买入委托必须是 0.5 的整倍数，且不能低于市价 12（24×0.5=12）港币，否则就是废单。

卖单同理，卖出委托必须是报价单位的整倍数，且不能高出 24 个报价单位。

2021 年 7 月 29 日

@石劲力：老唐，记得你说过你的腾讯持仓成本接近 400，那在腾讯上你收益并不太丰厚，有没有反思过为啥没能早点介入啊？

@唐朝：是啊，为什么没有早点介入呢？主要还是笨，知识欠缺。能力就这么大，也就只能赚这滴点儿钱。

〈补记：这位朋友说到的接近 400，估计是老唐较早之前分享的。经查询，通过 2021 年内的大量增持，目前持仓成本是 477 港币〉

2021 年 7 月 29 日

@王颖：您本周调仓的零头选择加分众传媒，思路是分众比陕煤或美的更具吸引力呢，还是对分众更有感情？

@唐朝：没有思路。一点零碎，随便买什么都没有区别。非要找理由的话，可能是分众股价最低，可以导致账面剩余现金最少吧。

2021 年 7 月 29 日

@春来草自青：唐老师是真的看不懂保险，还是不看好但不愿意说出来，怕别人喷？

@唐朝：真的不懂。喷倒不怕，早就习惯了。

2017 年我就写过一个对保险股的思考系列，一共五篇文章，你随时向书房发送“保险”就可以提取。想喷的话，那几篇文章下面可以有针对性地喷😁

2021 年 7 月 29 日

@锦帆：老唐，以前你说过单支股票最高仓位是 40%，如果涨的超过 40%也不会调整。

我想问如果跌的低于 40%了，在公司正常的情况下：

1. 没有新钱时，会不会卖出持仓中确定性低的来补足 40%？

2. 在有新钱时会不会补足 40%。

我认为：1 不会，2 会。请老唐打分。

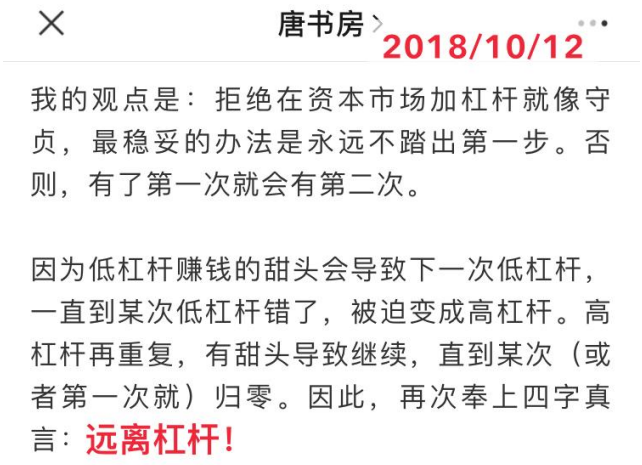
@唐朝：基本正确，标准答案不绝对，它们是：1. 一般不会，2. 应该会。

2021 年 7 月 29 日

@元直：老唐，如何看杠杆，买股票杠杆能不能用少量杠杆？

我以为腾讯跌不了这么多的，用了一点杠杆，结果心惊肉跳的，暗暗告诉自己，以后不用杠杆了。

@唐朝：我的观点在每一本书里都写过，在无数篇文章里强调过：珍爱生命、远离杠杆。



2021 年 7 月 29 日

@Carmelo：记得几年前唐叔卖出成都叠拼的时候，手上拿的是现金，现在完全用指数来做类现金，这

是不是也算是唐叔投资理念的进化呢？

@唐朝：这个提问本身有误导。2018 年卖房后，我也没拿现金，只不过钱是在 5~9 月间分四次收到的（定金、首付、过户、银行放按揭款），基本都是拿到钱后很快就变成股票了。理念并无变化。

2021 年 7 月 29 日

@唐朝：为什么骗子的借口常常非常弱智，显而易见的可识破，而上当的人却偏偏很多？

为什么淘宝上自动生成交割单的软件，销量最大的反而是便宜货？按说骗子不会缺 100 元本钱的。



这背后究竟隐藏着什么规律呢？

老唐捞一篇自己 2015 年发表在雪球的旧帖，相信你看过后会拈花微笑，以后就不会再为此困惑了

以下是旧帖，一字未改：

唐朝 2015-04-27 11:46 • 来自雪球

（本是一个随手的回复，有朋友要求单独发帖，以便于收藏转发。这种提升虚荣心的要求，没理由不

从）

骗术发展到今天，早已经脱离了比高明的阶段，进化到比弱智的新高度了。由于信息手段的发展，骗子的受众几何倍数扩大，时间也变得更加宝贵了。

为了追求骗子本人付出时间的性价比，一定要用一眼就可以看穿的谎言，迅速筛选出那些连最弱智的谎言也会信的傻蛋：只有他们才是值得花时间的“优质客户”。

但凡有一点点怀疑精神的人，都需要在骗术设计的第一关筛掉。骗子没有那多么时间，浪费在对无效客户的维护上。

这也是为何我们会奇怪骗子为何老是发“你的信用卡在某某处消费 1200 元，若有疑问请拨打 xxxxx”、“你在 XX 被抽中为幸运观众，奖品为 68000 元，领奖事宜请致电 xxxx”、“你有一张法院传票，请致电 XXX”、“账号变了，请将款项打进这个账号 XXXX”，甚至连文本或是数字都千年不变的原因。

雪球某些人物，手段同样弱智。例如直接展示数以亿计的账户交割单、展示跟随者的账户明细、夸耀大 v 追着乞讨牛骨等。

稍微有点理性思想的人，都会觉得匪夷所思。但就是有那么一大堆人，沉迷其中（其实更多的是被自己的贪欲蒙蔽）。哪怕骗子被揭露出来，傻蛋还要自动脑补，帮骗子寻找合理解释。

佛云：一切股神，如梦幻泡影、如露亦如电，应作如是观。放弃对他人的依赖，寻找适合自己的投资系统，才是生存之道。

再补一段给老毛的回复：

欲练神功，挥刀自宫，要做股神，先要癫疯。

一个靠逻辑和数据说服他人的人，吸引的观众永远都是理性思考的群体。

这就注定了你老毛就是对一万次，也不会被相信到迷信的地步，无法实施收费。

只有完全无逻辑的点将，最后还恰好被无理由的市场波动证明为对。这样的人，才可能成为股神，才有资格有能力收费。

因为他吸引的首先是无脑族。

无脑族的思维就是“能推荐牛股的人就是牛人，我来股市就是来跟着牛人轻松赚钱的”。然后嘛，呵呵，股神就可以无理由收费了。

对应关系如下：

逻辑数据证明→错了，需要反思；

逻辑数据证明→对了，值得关注；

癫狂无理推荐→错了，闭口消失；

癫狂无理推荐→对了，股神收费。

所以，成神的第一步，是首先要选完全没理由的烂公司推荐，否则，连机会都没有。

@梁毅：现在牛逼的交割单可以同步手机时间电量，几乎感觉跟真的一模一样。

@二小姐：天啦噜！！终于知道杀猪盘的余额收益都哪来的了🤬

@瞅地的傻子：我是真第一次知道交割单可以在淘宝买软件生成。所以，就算是抄作业，也需要不停的思考。

@果果：佩服国人，没有想不到的。世界未来肯定是我们的🤫

@唐朝：有关注者留言骂老唐“装价值投资者”🤦



人倒是顺手拉黑了，但我还很有点儿好奇，这些人心目中的所谓“价值投资者”到底有些什么特征？我猜想是不是酱紫的才算“正宗”价投？

- 只买低 pe、低 pb 个股；
- 上一条的加强版，只买低 pe、低 pb 行业龙头；
- 买入后从不卖出，或至少保证持有不低于 10 年；
- 股债搭配，动态平衡，保持低回撤幅度；
- 绝对不买任何和科技沾边的个股；
- 实在想不出来了，大家补充……

留言区多位朋友的留言合并收录：

6.1）始终坚持越跌越买，绝不亏损卖出的；

6.2）必须拥有银行和保险股；

6.3）认为只有现金分红才是投资回报的可靠来源，只购买高股息率个股；

6.4）生活一定要极度抠门，近于自虐，节省下来的钱都用于投资。

@林世迎：大部分对价值投资一知半解的人心里，可能价值投资者就是只买知名大白马，不管涨跌都不会抛售，一直傻傻持有的吧

@Dushu：这些所谓“正宗”价投特征，不正是巴菲特通过长期学习实践摒弃的东东吗😂

@跷跷板：以前认为价值投资是大资金才能搞的🤦。在唐师的敦敦教导下才明白，价值投资与资金量无关，是基于企业创造价值获利的站在大概率面的投资，不是互摸腰包获利的行为。

@牛松林：1 至 4 条，在没认识老唐之前，真的就是我眼中的标准夹头🤦。认识老唐之后，感觉之前好幼稚……

@回归常识：主要是你的茅台、分众高估后卖出，现在低估又买回来，这个行为太像看 K 线高抛低吸的技术派了，所以这些人认为你不是价值投资。

@唐朝：以留言时间推测，更像是被老唐卖美的+买茅台的行为触发的

2021 年 7 月 29 日

第1000篇.　　2021.08.15 - 不可复制的人生 可复制的投资 ——读《巴芒演义》的思考

山中十年　唐书房　2021-08-15

唐朝老师所著《巴芒演义——可复制的价值投资》甫一出版就购买了，但因为在公众号已经阅读过，也就一直束之高阁。

虽然唐朝老师多次对有缘人以输出倒逼输入给予引导鼓励，但无奈一个“懒”字、一个“拖”字当真是毁人不倦。

最近工作之余，稍有闲暇，读《曾国藩传》，以往也看过相关评述，多言曾国藩其人中上之资，屡被自号“今亮”的左宗棠“鄙视”，但细细读来，发现曾国藩之所以能成事，且实被左宗棠心中敬佩，有两大优点，一是勤，二是省。

自省自己，二者皆有缺。虽无意于居庙堂之高，但于己于家人皆应有所思有所为，也曾记得，唐老师曾言，《巴芒演义》乃价值投资者第一推荐书目，遂再次细细读之，比前次更有收获，记于下，常省之。

一、大神非神，实乃善于反思总结

从知道巴菲特，就是神一般的存在。

高居于讲坛之上，无数真假信徒顶礼膜拜，每过一段时间，市场中也总会出现一股风潮，使巴菲特为旗帜的价值投资成为时髦，然诸多人或行投机之实也未可知。

看巴神视频访谈节目，白发苍颜下，镜框之后双眼澄明深邃，智慧箴言层出，睿智对答如流，敬仰之情不禁如滔滔江水。

读了《巴芒演义》才知道，这位大神，也是人，也有过着迷于赚钱而差点成了“问题少年”的经历，也有初入上流社会而坐立不宁、局促不安，也有乐极生悲陷入再保险的泥潭，也有因好友凯撒琳夫人过世而悲伤至极、痛哭流涕。

唐朝老师给我们展示了一个有血有肉、有智慧有头脑、会犯错会认输、曾受挫折萌退意的巴菲特，从一次一次的交易和谈话中，抽丝剥茧详述了一代投资大师的成长之路。

这样一个真正的人的经历与成长，而非神的与生俱来的伟大，更使人敬佩不已，也使我们鼓起模仿学习的勇气和信心。

在巴菲特的成长成功之路上，我们经常看到巴菲特对自己毫不留情的反思和认错，这一点，与曾国藩何其相似。正是这种反思精神，才使得巴菲特的投资理念不断进化，继而成就现今的庞大伯克希尔帝国。

巴菲特说，是芒格促使他以不可思议的速度从猿进化成了人。然而，倘若巴菲特自己不反思、不琢磨，即使芒格天天在耳边念叨，又有何用？外因终归要通过内因才能真正发挥作用。

正如巴菲特经常引用的凯恩斯名言：“困难不在于想出新主意，而在于摆脱旧观念”。而这，归根结底，需要对自己始终保持诚实。

对于许多普通人而言，首先需要摆脱的旧观念，我觉得就是投资股票是风险极大的。

事实上，在《长线投资法宝》里，包括唐朝老师的《巴芒演义》《价值投资实战手册》中都多次提及，股票持有的期限与风险成反比，炒股票才是高风险，当你手中持有的不是股，而是权证，特别是长期稳定创造现金流的权证时，风险何在？

除非你把市场的波动作为风险。但那其实不是风险，而是市场先生给你的机会，当然所投资企业的价值发生了剧烈变化另说。下面再具体讲。

二、大道同归，价值才是大厦基石

在价值投资这棵参天大树下，有不少分叉分支，有的粗（名声大），有的细（闷声发财），但并不妨碍他们都郁郁葱葱，这些分叉分支共同构成了这棵大树的茂密枝叶。

如施洛斯的捡烟蒂投资、如费雪的成长股投资，甚至如现代宏观经济学开派祖师爷凯恩斯也在屡次失败后，最终皈依价值投资大道之下。

无论是捡烟蒂，等待价值回归，还是伴随伟大企业成长，其长期获利的实质，都是企业价值的增长。

也许之前也有智者行此道，但格雷厄姆第一次用系统化的理论和实证，阐述了价格波动背后不变的真理。

何为价值？那一张张纸片背后，代表的究竟是什么？我们常说，要探寻复杂事物背后的本质。大道至简，万法归宗，这张纸片其实质就是代表了对该企业所拥有的部分所有权。

价格围绕价值波动，价值就像地心引力一样，无论价格怎么跳，终究是要被拽回来的。投资，企业价值是基石，是大树之根。基石稳，大厦稳如山；树根深，哪怕风雨飘摇。

企业正常开工，车间灯火通明，工人步履匆匆，日复一日，年复一年，创造价值，但价格却上蹿下跳，每时每刻都在变，你是关注价值还是关注价格呢？

也有对价格变化高度敏感者、聪慧者，如一代传奇利弗莫尔，几次暴富，几次破产，终究绝望自戕。

学习，要向成功者学习，向有结果者学习。看谁如扫地僧一般，身怀绝世武功，却飘飘然淡然入境、超然物外？看谁潇洒行走于红尘，子孙满堂，承欢膝下，受世人尊崇，内心安稳年年？答案显而易见。

所以，你选择了什么投资方式，其实就是选择了怎么样的人生，背后，其实是你的价值观、人生观。

三、卖或不卖，即在人心更是比较

卖还是不卖，对许多投资者，包括我在内，都曾是个困惑的话题。

看了《巴芒演义》，才知道，巴老爷子也曾为此深深苦恼。卖飞的时候有，贵了没卖后悔的时候也有。

在伯克希尔 2003 年致股东信中，巴菲特写到：“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，我自己也觉得非常奇怪”。

在 2006 年的股东大会交流环节，巴老爷子答复股东时曾说道，“你们可以责备我，因为我们没有在 50 倍的市盈率时卖掉它”。

我也卖飞过自己的持股，也因没有在过高估值卖出而捶胸后悔，并反问自己，究竟该卖不该卖？

有一天恍然大悟，格雷厄姆老先生早就说过啊，市场先生的出价毫无理性可言，它给你便宜你不占白不占，这是格雷厄姆《证券分析》《聪明的投资者》的灵魂之一啊。

1987 年，10 月 12 日前后，巴菲特指示经纪公司将他持有的普通股，除了三只“死了都不卖”的股票，其余全部清仓。这就是最好的例证。

但市场先生的疯狂有时候会让人超乎想象，你觉得很贵的股票，卖掉以后还可能继续上涨，从心理上或者金融行为学上讲，这种痛苦甚至比实质性损失还难受。

其实，这就是投资之难，难在克服人性的贪婪和恐惧。克服这种贪婪，一是纪律，二是科学。纪律不再展开，关注唐朝老师的每周交易情况的同学都很清楚。

科学指的是什么？其实唐朝老师也多次强调到，“all cash is equal”。当你持有公司股票未来三年的预期收益率已经为负的情况下，你持有的逻辑何在呢？

卖飞持股的结果不外乎两种，一种是以更高的价格买回来，一种是以更低的价格买回来。以更低的价格无需赘言，以更高的价格买回来，必然是价格与价值基本匹配的情况下，而在此期间，你的资金在预期回报率更高的资产上实现了增值保值，不是还是占了市场先生的便宜么。当然，前提是预期回报率更高。

四、不断精进，须与智者为伍同行

纵观巴菲特的成功之路，格雷厄姆、芒格、华盛顿日报的凯撒琳夫人、古瑞恩、戴维斯以及施洛斯等等，都在其中发挥了或多或少、或重或轻的积极作用，越向前行走，朋友越多。

与之相反的华尔街中国人蔡，则在人生的路上越走越窄，最后临死之前还在打官司。

芒格说，获得一样东西最好的办法是，使你配得上它。中国人讲究因果，曾国藩喜欢相面，其背后的原因也不外乎，大家其实都喜欢和真诚、正直和善良的人打交道，一个人的行为做事最终都会一点一滴积累成为一种果。

声誉即是其中一种果，想要积累它需要日复一日、年复一年，打碎它比打碎瓷器还容易。你的口碑声誉好，大家都愿意帮助你，你的口碑声誉差，大家都争先恐后远离你。

巴菲特之所以能几次化险为夷，若不是这些贵人朋友相助，现在的伯克希尔帝国恐怕规模会缩小不少。这种意义上讲，《巴芒演义》不仅是在说投资，更是在讲做人的道理。

另一方面，股票投资市场在欧美国家也有 200 多年历史了，可谓风云变幻、大师辈出，即便在我国，证券市场也成立 30 余年了，不少有真知、有见地的前辈们，或著书立说成一家之言，或在雪球、微信公众号、微博等移动互联网平台，将真知灼见分享。

他们的成功及经历过的失败，都是我们做好投资的真实教材、有益经验。正所谓，站在巨人的肩膀上才能看的更远，投资收益最终是认知的变现。

想要在投资这条道路上走得更稳更长远，就应该爱读书、善读书、读好书，不断提高自己的世界、对企业、对投资的认知水平，在探索寻找真知的道路上不断前行，那么致富只不过是迟早的事而已。

感谢这个时代，感谢腾讯、雪球等，这么近距离的、高频率的让我等凡夫俗子也能有机会近距离接触那么多聪明智慧的脑袋。如果这都不珍惜，那还能怪谁呢？

第1001篇.　　2021.08.15－老唐实盘周记20210814

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-08-15

本周交易

无

目前持仓

腾讯 39%，洋河 25%，茅台 16%，分众 8%，古井 B6%，陕西煤业 5%，海康 2%。另有福寿园 1 万股观察仓不计。

下表除“当前股价”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	39%	72000±10%	＜36000	80000	37578	470.20	-16.39%
洋河股份	25%	4200±10%	＜2100	4700	2602	172.64	-25.91%
贵州茅台	16%	26400±10%	＜13200	35000	21356	1700.04	-14.08%
分众传媒	8%	①	＜770	1980	1114	7.59	-22.21%
古井贡B	6%	920±10%	＜460	1060	446	101.32	-4.58%
陕西煤业	5%	①	＜1020	2500	1085	11.19	30.66%
海康威视	2%	5800±10%	＜2900	②	5289	56.65	18.74%
沪深300						4945.98	-5.09%
上证指数						3516.30	1.24%
2021/8/14			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8325	

注：①采用席勒市盈率估值的企业，不估算三年后估值；

②剩余少量涨跌不卖的持股，不设一年内卖点；

③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；

④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。

附：上期数据

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	38%	72000±10%	＜36000	80000	36273	453.60	-19.35%
洋河股份	25%	4200±10%	＜2100	4700	2563	170.08	-27.01%
贵州茅台	16%	26400±10%	＜13200	35000	20991	1671.00	-15.55%
分众传媒	8%	①	＜770	1980	1071	7.30	-25.18%
古井贡B	6%	920±10%	＜460	1060	440	100.04	-5.78%
陕西煤业	5%	①	＜1020	2500	1060	10.93	27.62%
海康威视	2%	5800±10%	＜2900	②	5520	59.13	23.94%
沪深300						4921.56	-5.56%
上证指数						3458.23	-0.43%
2021/8/7			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8330	

收益

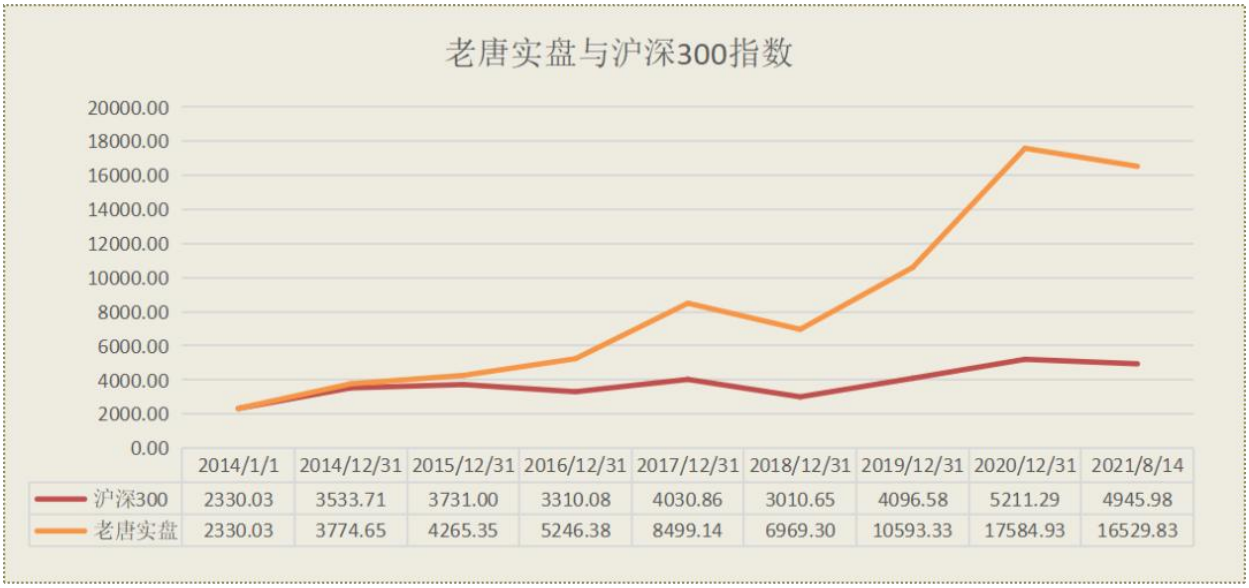
本周实盘净值上涨约 3%。2021 年年内收益从上周末的-9%，上涨为本周末的-6%（四舍五入）

老唐实盘	年度收益	期末净值	期限/年	年化收益	HS300涨幅	HS300净值	HS300年化
2014	62%	1.62	1	62%	51.66%	1.52	51.66%
2015	13%	1.83	2	35%	5.58%	1.60	26.54%
2016	23%	2.25	3	31%	-11.28%	1.42	12.40%
2017	62%	3.65	4	38%	21.78%	1.73	14.70%
2018	-18%	2.99	5	25%	-25.31%	1.30	5.22%
2019	52%	4.55	6	29%	36.07%	1.76	9.88%
2020	66%	7.55	7	34%	27.21%	2.24	12.21%
2021/8/14	-6%	7.09	7.62	29%	-5.09%	2.13	10.50%

注①：老唐实盘年度收益率，按基金净值法和实际收益率**孰低**取值，均不含新股收益。

注②：沪深 300 指数收益未包含每年 2%左右的分红，数据略有低估。

实盘与沪深 300 指数对比图



重要事项

本周重要事项包括：

- 监管部门有意提升腾讯阿里税负。
- 软银停止对中国的投资；
- 国务院发布《法治政府建设实施纲要》；
- 洋河接盘民生信托 5.95%股份，
- 陕煤小保当煤矿暂停生产；
- 永煤 861 亿货币资金造假警示。

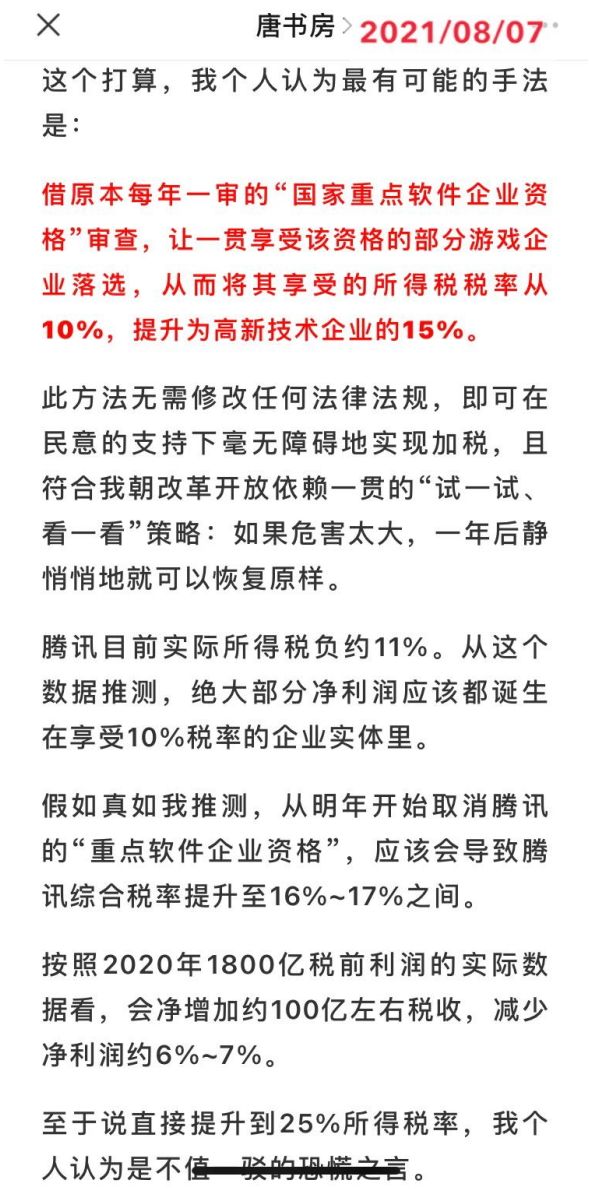
1.监管部门有意提升互联网公司税负。

本周，多家媒体以《阿里巴巴和腾讯将不再享受减税政策!》为标题，报道了市场一则传言。

看报道的用词，源头应该是财新网，内容是：中国监管机构正在考虑收紧“重点软件企业”的资格标准，对互联网公司享受的减税优惠提出更严格的要求。

财新网报道原文我没找到，而且该消息目前也没有官方的正式报道。

但这信息和我上周六写的《腾讯五大利空集中解析》一文的推测完全吻合，我个人认为最终落实的概率很大。



10%的优惠税率，本就是政府的一种特殊扶持。目前企业已然成长为巨无霸，扶持的必要性丧失。

加上当下地主家也没有余粮——国际环境恶劣，经济不景气，持续的减税降费，叠加新冠疫情、救灾扶贫，民生兜底……，财政也是捉襟见肘。

通过收紧重点软件认定资格，减少巨头享受的税务优惠，增加国家税收。即有舆论支持，又有实施条件，还无需做法律修改，简直看不出来不实施的理由。

正如上周文内所预计，该政策若真的实施，大致会导致腾讯年度纳税额多 100 亿左右，对冲约 6%~7% 的利润增速。

这事儿没什么好说的，就是企业的义务和社会责任。它不影响优质企业强大的竞争力，不改变腾讯各项业务蒸蒸日上的事实。

至于说加至 25%，我上周六的文章里已经写了“不值一驳”的理由，感兴趣的朋友回看即可，这里不重复了。

这个消息，会不会导致腾讯股票价格继续下跌呢？

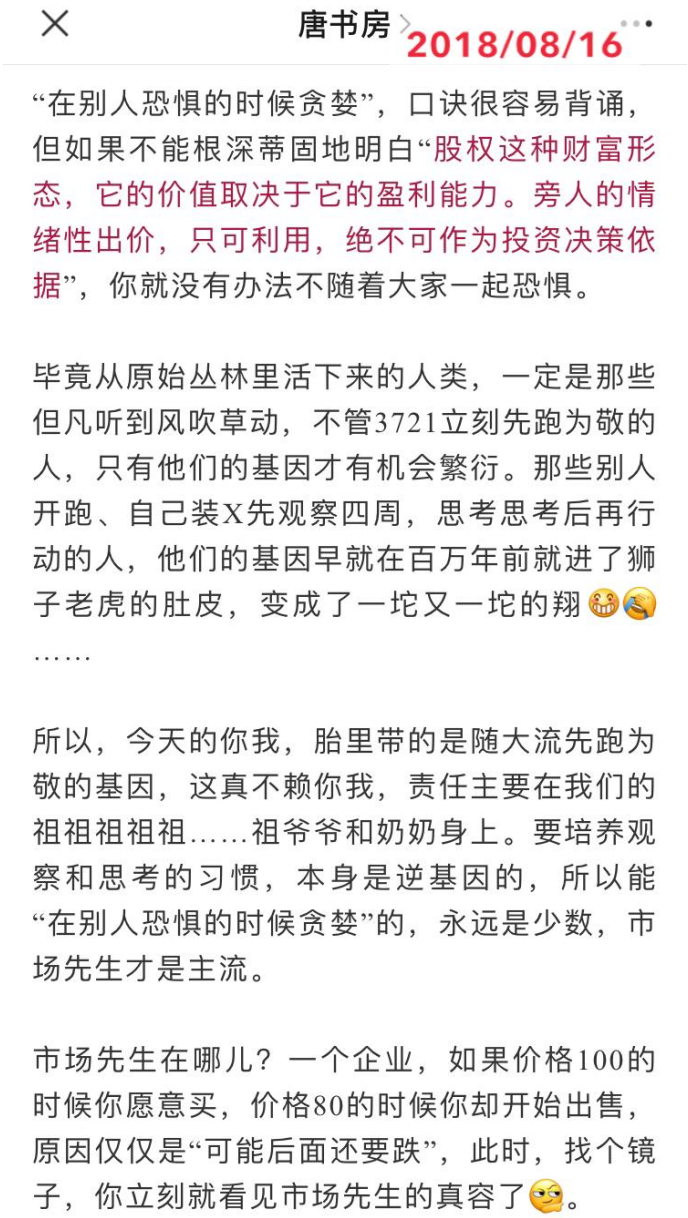
我的答案当然还是“不知道”。老唐从来没有判断股价走势的能力，我的投资选择永远不是看涨看跌，

而是比较哪个更划算。

此刻我认为 3.7 万亿人民币市值的腾讯（4.5 万亿港币），比 3.7 万亿人民币在手更划算，不代表我认为 470 港币的腾讯不会下跌，切记切记

在利空不断涌现的时刻，大量的朋友因为担心股价进一步下跌而选择卖出或远离，这种思维完全能够理解。

在 2018 年的一篇文章里，我就曾这样写过：



随大流是我们基因里自带的天性，在别人恐惧的时候贪婪，本身是逆基因的。

所以口诀背诵起来容易，实践永远都是那么难。也正因为如此，股市里永远都是少数人赚钱。

该消息不会影响我对腾讯的估值，我本人没有卖出打算。

但请注意，这只是老唐个人观点，既不能保证观点正确，也不能保证动机纯正——说不定老唐是马化腾或腾讯某“庄家”雇佣的小吹鼓手呢？

2. 软银暂停投资中国。

在上周的软银半年报业绩发布会上，软银掌门人孙正义声称软银将削减对中国新创企业的投资，直至国内对科技产业的监管范围变得明确为止。他说，希望该局面在一至两年内明朗，在此之前，软银将采取观望立场。

软银是 1994 年在日本上市的一家世界知名风险投资公司，主要侧重于 IT 产业投资，在全球数百家大型知名 IT 企业里拥有股份。

在中国比较知名的代表案例有阿里巴巴、淘宝网、分众传媒、迪安诊断、华大基因等——目前依然持有数百家中国科技企业股份。

这个事情其实影响挺大的。

我们都知道，中国的经济腾飞过程中有两个关键词是躲不开的：引进外资、招商引资。过去四十年中国经济增长的奇迹，就是以我国自然资源、劳动力资源+外来资本、技术、管理衍生出来的。

时至今日，即便中国已经成长为一个庞大的消费市场、资本市场，但对外开放、吸纳和融合国际资本及先进理念，依然是中国经济发展不可或缺的动力之一。

近期由于计划生育政策的急转弯，以及由此引发的对教培行业的毁灭性袭击、对游戏产业的口诛笔伐，叠加针对互联网平台的反垄断行动，政策波动之剧烈，势必让国内外资本杯弓蛇影、草木皆兵。

软银暂停对中国投资的决策，就是在这样的环境下做出的。

或许是巧合，或许是高层也发现了近期政策的激进，本周中共中央、国务院印发了《法治政府建设实施纲要（2021－2025 年）》。

纲要里提出的以下内容，或许都可以理解为对当前过于激烈的执法行为的纠偏，是对资本的安慰：

- “及时跟进研究数字经济、互联网金融、人工智能、大数据、云计算等相关法律制度，抓紧补齐短板，以良法善治保障新业态新模式健康发展。”
- “依法平等保护各种所有制企业产权和自主经营权，切实防止滥用行政权力排除、限制竞争行为。”
- “加强和改进反垄断与反不正当竞争执法。”
- “除有法定依据外，严禁地方政府采取要求特定区域或者行业、领域的市场主体普遍停产停业的措施。
- “行政机关内部会议纪要不得作为行政执法依据。”
- ……

这事情，太详细的也不方便聊。只能说理性的投资人，既要看到政府的力量，也要看到政府的无奈。

政府不是万能的，否则那史上最强大的计划经济也不至于走到“国民经济濒临崩溃”的境地。

很多产业政策其实也是在政府和资本的博弈中不断修正的，刚好近期就有个典型的例子：集中供地。

今年，政府在 22 个主要城市推出集中供地新政策。

第一轮（4 月下旬到 6 月中旬）过后，开发商发现按照这个搞法，房地产开发根本无利可图，于是许多开发商宣布暂停拿地，甚至有部分开发商宁愿损失保证金，直接放弃竞拍到手的土地。

结果是什么呢？

本月许多大城市（北京、广州、重庆、沈阳、长沙、天津、深圳、青岛等）宣布推迟甚至中止第二批集中供地，调整土地拍卖政策，意图给房地产企业留下适当的利润空间。

有媒体报道，8 月 10 日自然资源部召开内部会议，传达国务院精神，提出对集中供地政策的修改要求：“单宗地溢价率不得超过 15%；且在溢价率达到 15%上限时，不得以竞配建等方式变相增加实际地价。”受此影响，8 月 11 日房地产企业股价集体大涨。

用这个刚刚发生的现实案例，是想再次阐述上周文章里写过的“政府是企业合伙人”的理念。

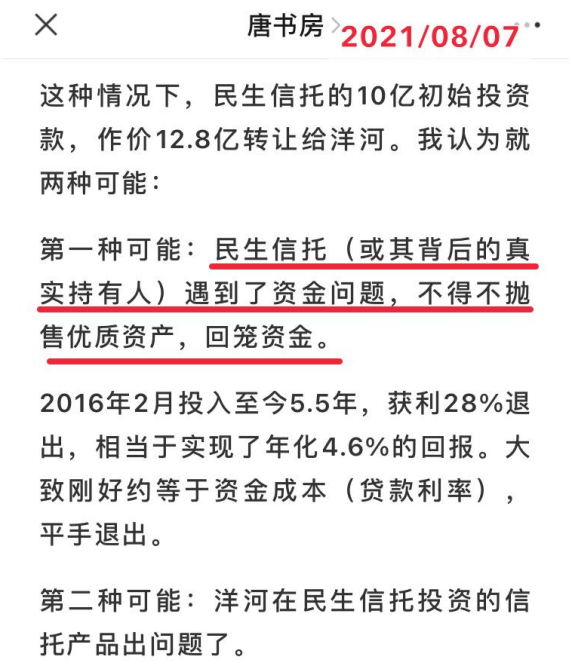
政府的存在和运转很大程度上依赖于企业税收，企业的发展壮大才能扩大政府的税源，大可不必看到不利调整就畅想政府要搞死谁谁。房地产企业如此，腾讯阿里亦如此

3.洋河接盘民生信托 5.95%股份。

8 月 10 日，北京银保监局公示的一份行政批复显示，同意民生信托控股股东转让民生信托 5.9455%的股权给洋河。

由于这只是行政批复，是交易达成的前置条件，所以交易价格还没有披露。

不过，这个批复结合上周民生信托转让云峰新呈基金 10%份额的事情看，基本确认是我推测的第一种可能：民生信托的实际控制人泛海系遇到了资金问题，不得不抛售优质资产回笼资金。



信托是业务范围覆盖最广的金融行业，几乎无所不包，比如信托贷款、投行业务、证券业务、基金业务、租赁业务、保管业务等都是信托公司可从事的业务。

所以信托牌照一直是我国最为稀缺的金融牌照，全国仅 68 张——与之对应的，截止 2019 年底我国 131 家券商，240 家保险，4088 家银行。

洋河接手民生信托不足 6%的股份，位列第四大股东，对民生信托不具有决策权。

泛海控股及其子公司作为第一和第二大股东，合计仍持有约 87.5%的股份，对民生信托拥有绝对控股权——第三大股东是北京市政府全资子公司首都旅游集团，持股 6.45%。

而且民生信托 2021 年上半年是亏损状态，净利润为-0.04 亿（2020 年上半年净利润 2.47 亿）。

所以，我相信持有百亿规模信托产品的洋河（2020 年末 121 亿），此时接手民生信托的股权，不是冲着财务收益去的。

更主要的目的，可能是希望通过入股后介入信托公司决策流程，更深入的了解信托投资领域，发现信

托投资机会，为酒业产生的庞大现金流寻找更好的出路。

就我个人看法，此事影响很小，可以忽略。

如果一定要评价个利空利好的话，从一个资金链紧张、急着四处筹款的人手中收购资产，我个人偏向于会是轻度利好。

顺带分享一下洋河的百日攻坚行动。

目前时间过半，从以下表彰信息窥探，整体效果应该不错。受表扬的几处地方，已经超额完成全年任务（目前才八月）。



4. 陕煤小保当煤矿暂停生产。

8 月 10 日，陕西省应急管理厅暂扣了七处煤矿的安全生产许可证，要求这七处煤矿实施安全整改。

整改完成后，经当地能源局、煤监分局、县政府验收合格，报省应急管理厅同意，发还安全生产许可证。

七处煤矿里包括陕西煤业下属的小保当一号煤矿（产能 1500 万吨）和二号煤矿（1300 万吨）。

刚巧本周中央电视台财经频道报道了煤炭供应不足，煤价暴涨导致火电厂严重亏损的事情。



报道说：近期，动力煤价格再次进入上行通道，进入 8 月份，陕西省 6300 大卡动力煤坑口价格已达到每吨 870 元，较七月初涨幅超 10%；港口 5500 大卡动力煤价格每吨接近 1000 元。

即便是少数长期协议煤低于市场平均价格，约 720 元每吨，也比去年同期水平高了接近一倍。

煤炭企业尽最大能力满负荷生产，仍然无法满足下游实际需求，即使集团内部的电厂也难以保障其煤炭供应。动力煤供不应求，不少电厂在煤炭竞拍过程中经常有加价抢煤的现象。

目前当地多数煤炭公司都处在即产即销的零库存状态，尽管全力保生产，但仍然跟不上运输需求，矿区门口经常能排起几公里长的卡车队伍等待运煤。

上述信息其实已经非常清晰地告诉我们：煤企目前是尽最大可能生产（量增）+单价同比暴涨（价增）状态，结论是 2021 年陕西煤业的经营业绩必然会十分靓丽。

至于小保当停产整改的事情，大致相当于将 8 月的计划产量，分摊在后几个月里生产销售吧，个人认为影响可以忽略。

5.一个造假案例的提醒。

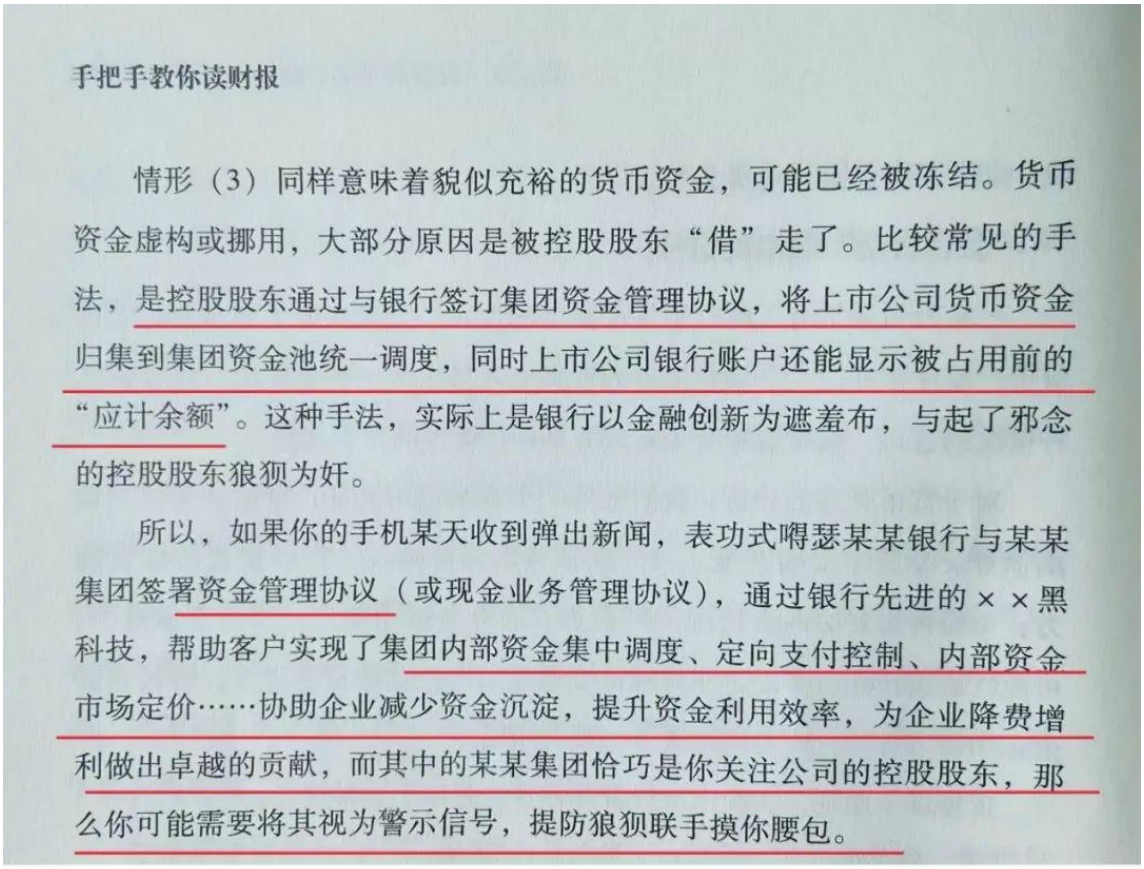
本周证监会发布《行政处罚决定书》，披露永煤控股控股股东通过“资金归集”方式大量长期占用子公司资金。

2017 年~2020 年 9 月底，永煤控股财报分别虚增 112.74 亿元、235.64 亿元、241.07 亿元、271.74 亿元，累计虚增 861 亿元货币资金，上述资金已经被控股股东用于其他项目，无法追回。

这是中国资本市场这是继康美、康得新之后的又一巨额财务造假事件。

上次康得新虚增 100 多亿货币资金，用的就是这种“资金归集”大法。

我在《手把手教你读财报：新准则升级版》74 页特意用了两个自然段分享过：



手把手教你读财报

情形（3）同样意味着貌似充裕的货币资金，可能已经被冻结。货币资金虚构或挪用，大部分原因是被控股股东“借”走了。比较常见的手法，是控股股东通过与银行签订集团资金管理协议，将上市公司货币资金归集到集团资金池统一调度，同时上市公司银行账户还能显示被占用前的“应计余额”。这种手法，实际上是银行以金融创新为遮羞布，与起了邪念的控股股东狼狈为奸。

所以，如果你的手机某天收到弹出新闻，表功式嘚瑟某某银行与某某集团签署资金管理协议（或现金业务管理协议），通过银行先进的××黑科技，帮助客户实现了集团内部资金集中调度、定向支付控制、内部资金市场定价……协助企业减少资金沉淀，提升资金利用效率，为企业降费增利做出卓越的贡献，而其中的某某集团恰巧是你关注公司的控股股东，那么你可能需要将其视为警示信号，提防狼狈联手摸你腰包。

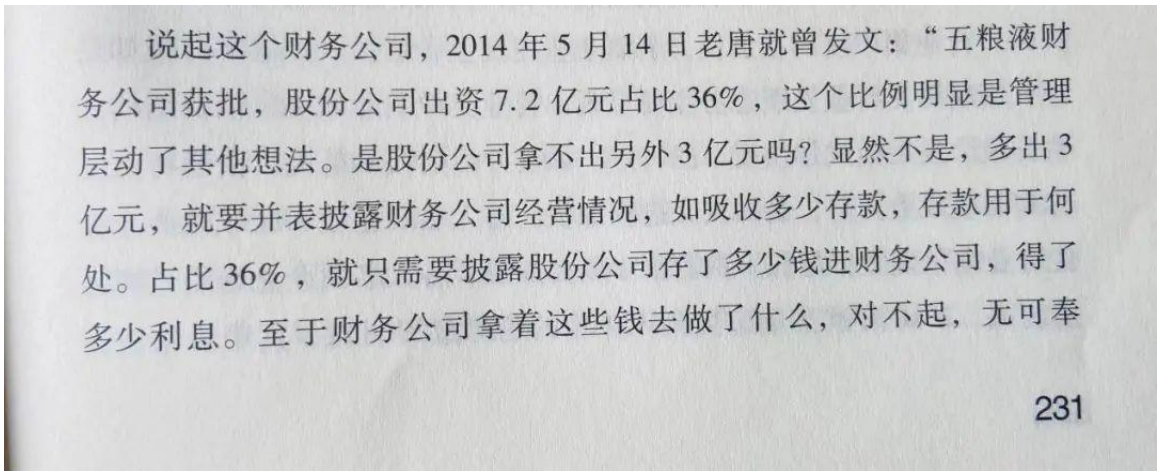
不过，康得新集团是通过北京某银行的《现金管理业务合作协议》盗窃上市公司的货币资金。这次永煤控股的控股股东干的更隐蔽。

控股股东自己办的有财务公司，上市公司将自有资金存进财务公司，不需要其他银行配合——上市公司凭财务公司的存单记录货币资金。

至于钱是否还在财务公司账上，以什么资产形态存在？由于财务公司不是上市公司并表子公司，不需要披露财务公司信息，所以投资者无从得知。

理论上说，但凡集团内部有财务公司，且财务公司不属于上市公司并表子公司的，都存在有这种可能。

七年前五粮液成立财务公司的时候，我就谈过这种担忧。



说起这个财务公司，2014 年 5 月 14 日老唐就曾发文：“五粮液财务公司获批，股份公司出资 7.2 亿元占比 36%，这个比例明显是管理层动了其他想法。是股份公司拿不出另外 3 亿元吗？显然不是，多出 3 亿元，就要并表披露财务公司经营情况，如吸收多少存款，存款用于何处。占比 36%，就只需要披露股份公司存了多少钱进财务公司，得了多少利息。至于财务公司拿着这些钱去做了什么，对不起，无可奉

231

截图来自《价值投资实战手册》231 页——注意，我是谈自己的担忧，可没指责人家五粮液公司财务造假！千万不要以讹传讹，给老唐扣个造谣的帽子，我怕跨省😈

这本是与我的投资无关的事儿，只是碰巧看见了，顺手作为知识点提醒朋友们。

6. 有关作业。

本次交作业的朋友可真不少，截止 8 月 4 日下午四点，提交的作业超过 400 份。

热心的书房志愿者分成 5 个初审小组负责初审，每个小组由组长 1 名和成员 4 名构成。

经过 5 个小组的初步筛选，共计有 56 份作业通过初审。然后由 5 名组长对 56 份作业逐一按照 5 分制打分，最后加总，按得分从高到低排序，通过复审的作业是以下 20 篇。

序号	作者	初选评委	王冠亚	观霖	白开水	食兔君	鲤鱼	总分
1	朱继	王冠亚						24
2	Mayi	王冠亚						23
3	Havid	王冠亚						23
4	Mona	白开水						23
5	胡健军	食兔君						23
6	曹月恬	鲤鱼						23
7	静噬乱若	LL						23
8	Leon	舍得						22
9	奋进的罗辑	罗恺文						22
10	可持续发展对象	LL						22
11	姚队	李健屏						21
12	无语	观霖						21
13	龘龘	北京-姚队						21
14	崔勇	小雅						21
15	海东望	食兔君						21
16	冰冻273k	鲤鱼						21
17	罗江兰	汤加华						21
18	大愚若智	王冠亚						20
19	流小卜	吴楠、食兔君						20
20	cold	王颢						20

我还没来得及一一拜读，但我相信书房志愿者的集体智慧。这 20 份作业全部算为入选作业，20 位作者均可以从以下三种奖品中任选一种：

①加老唐私人微信好友；②加入书房后院；③老唐三件套签名书，顺丰包邮+送定制版书签。

〈**备注：**中奖人数较多，请中奖作者周一再留言选择奖项。刚推出文章时，留言会有数百条甚至过千条，略过去就不容易回头找了👉〉

大家的作业审完，我可以准备填我的坑了。

尽量下周内抽空完成，回答大家关心热点问题，比如为什么在 1810 和 1685 位置启动茅台的买入？为什么将茅台卖点上调到 3.5 万亿？为什么选恒生 ETF 而不是现金等。

不过，尽量≠保证。请大家不要催更，有时间我自然会写的，谢谢😁🙏

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🤝☕

第1002篇.　　2021.08.19－投资的底层逻辑及其运用（可复制打印版本）

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-08-19

重要提示：本文会大量使用截图，力图提醒所有这些观点都是书房旧文谈过的，今日只是一个串烧而已。

第一部分 投资的底层逻辑

投资的底层逻辑，说破其实简单的难以想象。

为了更清楚的说明这个问题，我们先假设一个简单到弱智的问题：假设工商银行发行了两种面值百元的一年期债券，各项条件都一模一样，只是甲债券利率是5%，乙债券利率是8%。此时，你恰好有100万闲钱来二选一，你会买哪种？这当然是个蠢问题，毫无疑问你会买乙债券。

那么，继续想，如果在自由交易的情况下，且交易税费为0，若甲债券市价是100元，你认为乙债券的价格会是多少？不难计算吧，因为乙债券一年期满后工行还你108元。所以，就是求出付出多少本金，按照5%的收益率，一年后连本带利收到108元即可。105%x=108，x=102.86元。

也就说，乙债券的市价必将以迅雷不及掩耳盗铃之势，拉升至102.86元左右。否则，一定有资本抛出甲债券，买入乙债券，获取更高回报。同样，假设乙债券价格超过102.86，就可能引发资本抛出乙债券，转而买入甲债券，从而使两者的市价比例钉死在100:102.86上（或者说是105:108）。

这就是传说中的资本永不眠。在你工作的时候，全球数以万亿计的资本在寻找更高回报；在你开黑的时候，全球数以万亿计的资本在寻找更高回报；在你吃饭睡觉蹲坐马桶的时候，全球数以万亿计的资本在寻找更高回报……无论定价错误有多么细微，只要确定性够高，就会被资本利用足够高的杠杆抹平。还记得《赌金者》里的长期资本吗？他们就干这个。

资本追逐的究竟是什么？你我在股市买卖的究竟又是什么？全球无数企业每天的并购活动交易的是什么？全世界数以亿计的投资者，买进卖出不同投资对象，是什么驱动他们行动的？追根到底就一句话：**寻找潜在回报更高的资产。**

工厂是资产，土地是资产，黄金是资产，美元是资产，日元是资产，人民币是资产，债券是资产，股票是资产……无数资本每天在全球产生天量交易，就是为了将资本配置到能够带来更高回报的资产上去——当然，决策一定有对有错，所有人的意图都是寻找潜在回报更高的资产，但经过时间剥皮，总有部分人最终事与愿违。

就这么简单。全球资本分分秒秒都在不停地做着同一个动作：买入更高回报的资产、卖出更低回报的资产。

由此导致了**具备完全相同盈利能力的资产会获得相同的市价**。

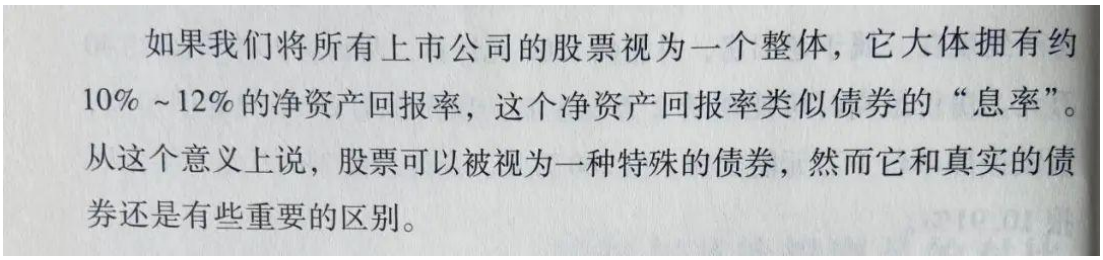
因此，投资者通过不断比较，将财富放置在收益率更高的资产上，就一定会收获更高的市值。永远重复，永不终结。

正如截图里所说的，如果工商银行发行两种一年期债券，一个利率 5%，一个利率 8%，其他条件完全一致。资本的逐利性必然导致 8%利率的债券涨价，或 5%利率的债券跌价。

而且他们的价格比会固定在 105:108（考虑到交易费用，会有极小的误差），否则就会有套利资本蜂拥而入抹平它。

不要笑，老唐不厌其烦地讲这个简单到弱智的例子，是因为它是一切投资的底层逻辑。

格雷厄姆和巴菲特投资体系的大厦就是建立在“股票也是一种特殊的债券”基础上的。这一点，很容易被人们遗忘。


如果我们将所有上市公司的股票视为一个整体，它大体拥有约10%～12%的净资产回报率，这个净资产回报率类似债券的“息率”。从这个意义上说，股票可以被视为一种特殊的债券，然而它和真实的债券还是有些重要的区别。

截图来自《价值投资实战手册》46 页。

上面例子里说的工商银行的债券，且除利率外的其他条件完全一致，所以他们之间的比价关系可以很容易地精确计算。

但如果用股票这种特殊的债券去参与比较，马上就会遇到三个难题，其中有两个是工行债券的优点、一个是工行债券的缺陷：

优点一是工行债券的本金和利息确保能如数按时收到，这个确定性近于 100%；

优点二是工行债券的利息全部可以由投资人自由处置——为避免产生关于工商银行是否安全、是否会破产的无谓歪楼，这里的工行债券也可以替换为国债，道理不变。

缺陷是：工行债券收益率固定，债券利率不会随着生产力进步和通货膨胀提升。

法币时代，货币的购买力是不断被通胀侵蚀的，所以看上去债券的本金和利息如数收回，“钱”增加了，但实际购买力往往是严重亏损。

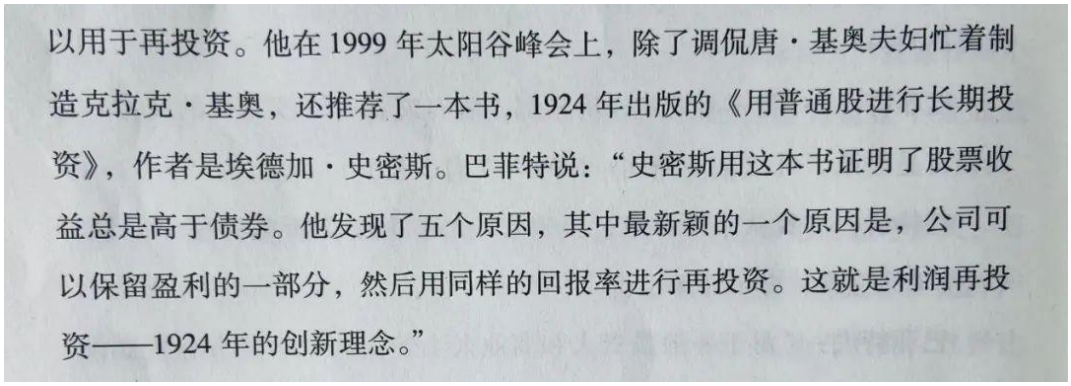
这个我相信在座的所有朋友都能理解，无需展开阐述。

这也是我喜欢说的：投资是追求实际购买力的增加，而不是账面数字的增加。从这个意义上说**现金及类现金资产，是法币时代少有的 100%确定亏损的资产**。

上面的两大优点一个缺陷，站在股权的角度去看，就成了股权这种特殊的债券相比国债（或工行债券）的三大显著区别：

①确定性，②利润留存（净利润不一定会全部给投资者），③成长。

利润留存是很多朋友下意识认为的缺点，但其实它是股票的优点。《巴芒演义》346 页引用过巴菲特的关于利润留存的简单阐述


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。"

更详细的介绍，可以参看《价值投资实战手册》的46~48页，该特点与本文要阐述的问题关系不大，此处跳过。需要了解的朋友翻《价值投资实战手册》。

这里谈论另外两个区别：确定性和成长。

企业是否能够持续赚钱，可能受到无数因素的影响，而且没有任何机构提供担保。

股权这个特殊债券在你需要"收回本金"时，可能高于你的购买价，也可能等于或低于你的购买价。

这两部分就是它的不确定性。

有不确定性是不是就必须规避呢？当然不是，如果那样，我们就永远只能投资国债、定期存款等类现金资产，付出的代价是无法享受钱赚钱的乐趣，只能靠劳动积攒，结果大概率是"一生忙，忙一生。一生穷，穷一生"。

只要有足够的补偿，投资者是愿意承担不确定性的。

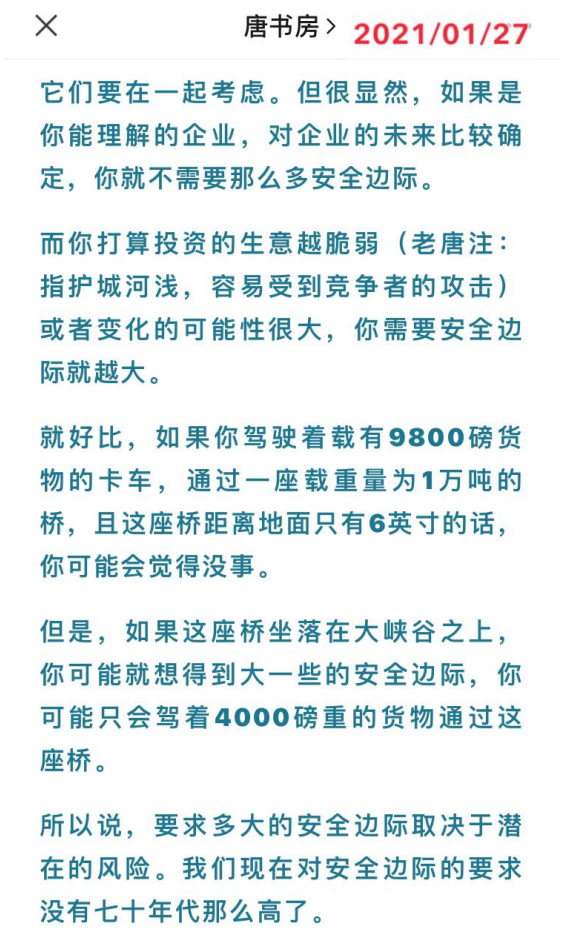
补偿从哪里来：一是价格折扣，二是成长。

早期的巴菲特，一直是重视折扣的，也就是我们经常说的安全边际这个词汇。

强调买的便宜，期望通过买的便宜达到哪怕遇到最坏情况也能保证收回本金的效果。这就是价值投资的一个重要流派：烟蒂股。

后来，在外部环境变化的推动下，在费雪及芒格等人的影响下，在巴菲特自己的深刻思考下，巴菲特从侧重考虑资产折扣，蜕变为侧重考虑企业未来的成长、未来的现金流折现价值。

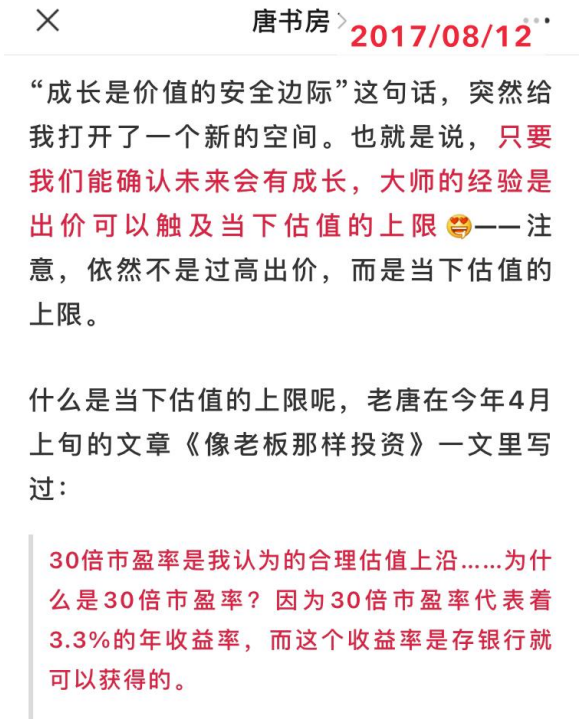
他说：



如果是你能够理解的企业，对企业的未来比较确定，你就不需要那么多安全边际。

这句话在另外一次访谈里，被巴菲特精简为：**成长是价值的安全边际。**

这句话很重要，它给价值投资（或至少给我）打开了一个全新的领域。



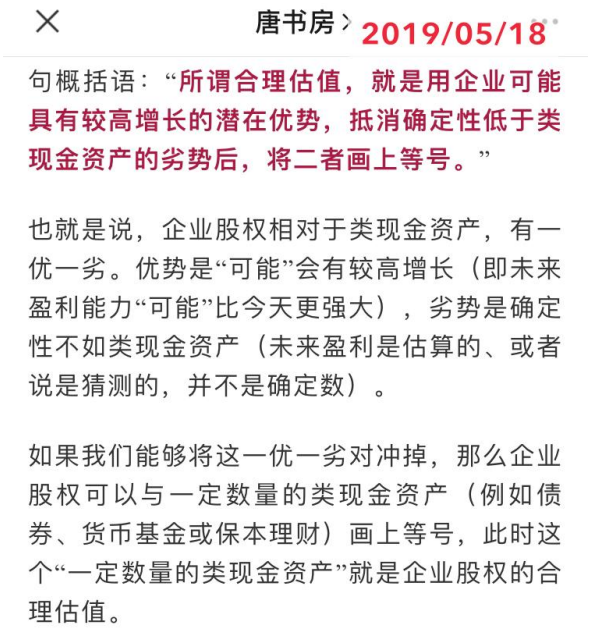
也就是说的股权与债券的两个差异“确定性和成长”里，成长这个优点可以拿来部分（甚至全部）对

冲确定性不足这个缺点。

极端情况下，**对企业的出价可以达到合理估值的上限**，即接受回报率等于无风险收益率的情况，或者换句话说：接受合理市盈率=1/无风险收益率的情况。

〈这句话不知道会不会有人卡壳？“收益率=4%”和“市盈率=25 倍”是同一意思的不同表达，因为收益率=利润/本金，市盈率=本金/利润〉

于是我们就得到了企业股权的“合理估值”数据，它就是我们投资过程中“高抛低吸”的“锚”。



心中有了估值锚，红也逍遥，绿也逍遥，耐心等待创新高

心中若无估值锚，红也惊心，绿也惊心，再多道理也飘零

第二部分：如何认定企业的确定性及计算其成长

剩下的问题就变成了：

怎么认定企业的确定性？如何去计算企业的成长？

确定性的内涵主要包括：①利润为真否？②利润可持续否？③维持当前盈利水平是否需要大量资本支出？

这就是老唐经常说的“三大前提”。

符合三大前提的企业，我们可以用报表净利润去模糊的替代企业自由现金流，从而利用自由现金流的简化估值法“老唐估值法”去做出估值。

当其中某项略有可以接受的瑕疵时，我们将报表净利润适度打折，然后乘以 1/无风险收益率，去获得它的合理估值。

至于不符合这三大前提的企业，不是老唐估值法的菜，无法使用老唐估值法实施估值。

成长则包括：①成长的幅度会有多大？②成长是否需要依赖于大量的再投资？

上述五个问题的答案是什么呢？

很遗憾，这五个问题，除了第一个“利润为真否？”比较简单，只要是读过《手把手教你读财报》的朋友，基本都有能力做出判断（如果不能，就读第二遍）。

后面四个问题，都只有一个玄学答案：去理解你关注的企业，去阅读和企业有关的一切信息，去各种角度去思考这些信息。然后你就能「大致地」回答出来了，没有捷径。

——这是一位投资者终身的事业，是永远达不到 100 分的工作，是投资获利方程式里唯一的未知数，也是你成为亿万富翁所必须学习的知识。

理解、关注、思考什么呢？

老唐这么多年在书房发表的所有企业分析文章，看着切入点各自不同，各种分析角度眼花缭乱，但其实始终围绕的核心就四个问题：

- ①这家公司靠销售什么商品和服务获取利润？
- ②它的客户为何从它这里采购，而不选其他机构的商品或者服务？
- ③资本的天性是逐利。眼看这家公司坐享丰厚利润，为什么其他资本没有提供更高性价比的商品或服务，抢占了它的市场份额，或逼迫它降低利润空间呢？

（更高性价比，即可以是同样质量/数量+更低价格，也可以是同样价格+更高质量/数量）

- ④假设同行挟巨资，或者其他产业巨头挟巨资参与竞争，该公司能否保住乃至继续扩张自己的市场份额？

——摘自 2017 年 5 月 8 日书房文章《看不懂与看得懂》

当我们理解企业，有胆拿它的成长优势，模糊地抵消确定性不足 100%的劣势后，我们就估出了这家企业当前的合理价值。

由于是估出来的模糊值，所以一般称为“合理估值”。

这里面隐藏着一个结论，是需要特意提出的：无论如何，当下的合理估值对应的市盈率都不能＞1/无风险收益率。

也就是说当无风险收益率在 3%时，当下的合理估值极限就是 33 倍市盈率（我一般不纠结这么细，3%~4%的无风险收益率，就取值 25~30 倍市盈率）。

这是老唐估值法所能承受的极限。

至于用去年的净利润×33，还是用今年的预计净利润×33，倒是艺术部分，根据自己的把握怎么处理都可以，不是很重要。

那么，无风险收益率为 1%的时候，合理估值对应的市盈率是不是＝100 倍，零利率时代合理估值市盈率对应的市盈率是不是无限大呢？

当然不是。这个问题我在去年 12 月专门阐述过，感兴趣的请点击《老唐估值法答疑（续）》阅读文中第四部分《零利率地区，合理估值市盈率是否无限大》。

上面说的是当年的合理估值，那么实战中的三年后合理估值又是什么东东呢？

也不难理解，它就是“三年后的预计净利润×1/无风险收益率=三年后的合理估值”。

其原理和上面说的当年合理估值一样，只不过额外考虑了随后三年企业的成长。然后以三年后合理估值为锚，打五折作为自己的买点。

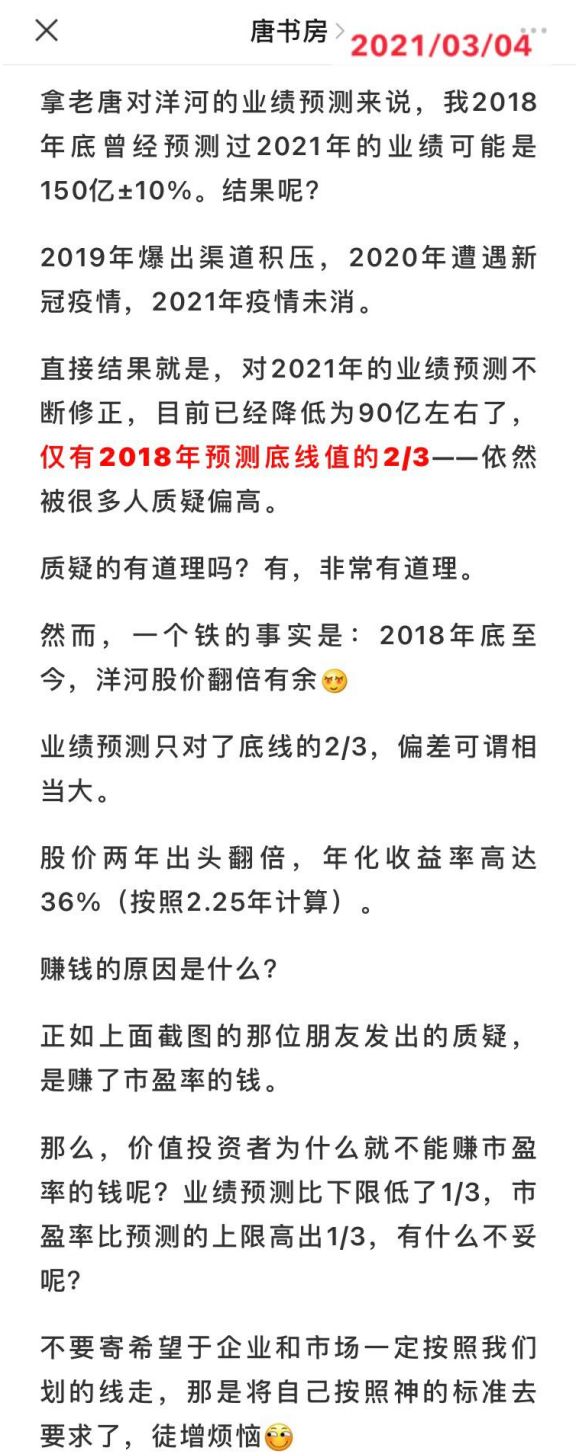
之所以用三年后合理估值为锚，而不是一年或五年、十年，是因为：

①股市常常三五年一个起落周期，我们在相对不是很贵的情况下买入（即大致保证不是起落周期里的顶），三年内有较大机会达到合理估值水平。

②预测未来太难了，我们往往一不小心就线性外推了乐观。时间跨度一长，些许乐观，就会被复利公式放大到无法接受的程度。

只预测三年，可以让市盈率的提升，去弥补我们或许有的估值乐观。

比如就发生在身边的案例：



也就是说，其实市场对投资者是非常友好的，我们有很大概率东方不亮西方亮：

即便三年后的净利润预计有误差，也能够被市场情绪波动所对冲部分甚至全部，从而导致我们依然获得满意的回报。

③有研究表明超过三年的预测，正确率低于 50%。

问题就在于如何从现有的增长型股票中挑选出长远的赢家——即便不是不可能，也的确很难。纽约的伯恩斯坦研究公司就公司持续成长的可能性做了一份调查，令人心寒的结论显示在表6-1中。在过去半个世纪，如要挑选出可以持有20年的增长型股票，成功概率只有4%，可以持有10年的也只有15%。即使是只想持有3年，挑对的概率也只略高于50%。健康企业（也就是大型制药企业）和消费品企业似乎更稳妥一些。而研究报告没有提及的是，当一只增长型股票下跌时，往往不仅仅是硬着陆，而是摔得粉身碎骨。然而，法耶兹创造了自己的奇迹。他为富人们经营的投资组合赎回率极低，而他的5年增长型股票持久性比率保持在60%左右，真是太出色了！

表6-1

一家公司保持股价涨势的可能性

		主要成长性行业				
	所有行业	科技	健康	家用纺织品	快速消费品	金融
1955~2003						
3年	58%	55%	57%	69%	61%	46%
5年	37	36	38	48	44	24
10年	15	14	23	24	18	8
15年	7	7	13	16	7	4
20年	4	3	9	9	3	2
1980~2003						
3年	51%	55%	57%	57%	55%	41%
5年	31	35	37	45	39	23
10年	12	10	19	27	16	8
15年	5	4	7	18	4	2
20年	2	2	4	5	1	1

来源：Sanford C. Bernstein, Inc., Strategic and Quantitative Research Group

这个其实不难理解。就算连续三个 80%正确率的乘积，就只是 80%×80%×80%=51.2%了，略高于 50%而已。

更长的时间，更多的变数，要求更高的单项正确率。

老唐自认凡人一枚，没有那么远的洞察力，不敢这么乐观，所以就采用三年。滚动三年往前看，不断根据情况修正预测。

〈备注：不敢或没有能力预测三年业绩的、带有周期性质的企业，其实我就是用的当年合理估值为锚〉

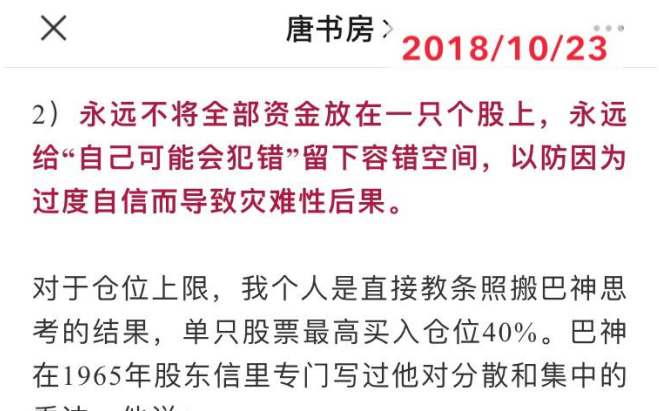
这个预测的难题怎么解决呢？其实也不难：

第一就是尽可能选择简单的企业。所谓简单就是靠什么产品或服务挣钱、如何挣钱普通人能够理解；

第二就是尽可能在过去和现在一直很赚钱的企业里选择投资对象，不要试图在亏损或艰难赚钱的企业里去寻找反转；

第三就是除非有确定的证据，否则不要采信 30%以上的增速去计算三年后利润；

第四就是适度分散，单只股票持仓不超过 40%。



有这几大法宝随身，预测偏离也不是啥大问题，不影响赚钱

第三部分：买点和卖点的设定

那么，为什么买点采用三年后合理估值的 50%，而不是 68%，32%呢？

三年后合理估值的 50%，相当于假设三年后若能回归合理估值，投资者能够获取 26%的年化回报率，50×126%×126%×126%=100。

由于世界级投资大师长期回报率大部分介于 15%~20%间，所以我们这个 26%，实际预留了足够的安全边际，保证部分投资对象出现较大偏差时，仍然能够获得超过市场平均的回报水平（我通常视为 10%~12%，即长期投资指数应该获得的收益率）。

这个 26%的目标类似于努力的目标 100 分。即便情况不理想，实际得分 80，也蛮好。

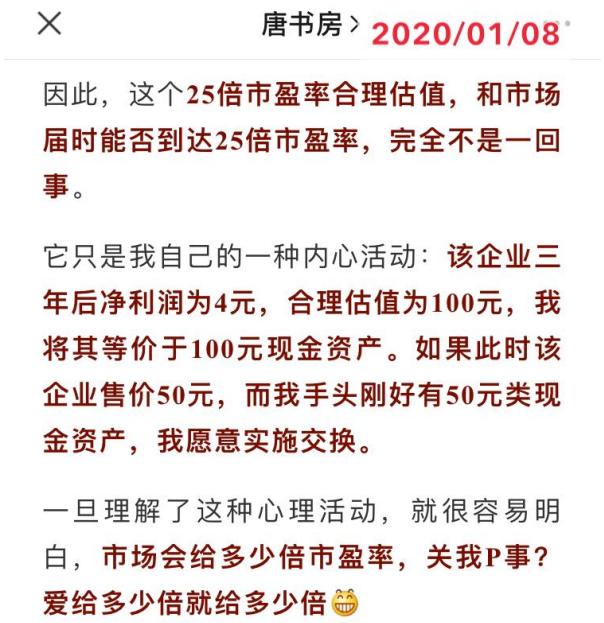
当然，偶尔也有情况和我们预计的差不多，甚至干脆比我们预计的还好，年化收益率高于 26%的时间段，那就笑纳即可。

比如老唐实盘最近 7.6 年年化收益率就是 29%。我就很厚道，从未责怪过市场先生为啥非要塞这么多钱给我

下一个问题就是三年后，股价依然低于合理估值怎么办？

这仍然是之前多次阐述过的问题：三年后合理估值的一半买入，并不代表预测三年后股价一定会回到合理估值。

这只是一种比较，一种不知道未来的情况下的选择。



没有到，说明股权依然低于合理估值，值得继续持有，继续等待资本永不眠的本性来发现它，推动它回归合理甚至变成高估。

同时，三年后合理估值的 50%买入，也不意味着预测此处是底，不会再跌。

市场先生是疯的，低估之后照样可能暴跌。正如我的文章末尾永远有提醒：可能会腰斩！

这种情况怎么应对呢？

2018 年 8 月 8 日，暴跌的腥风血雨中，我特意写过一篇文章阐述这个问题，题目就叫《低估之后的暴跌是怎么回事，应该如何应对？》，点击标题既可阅读。

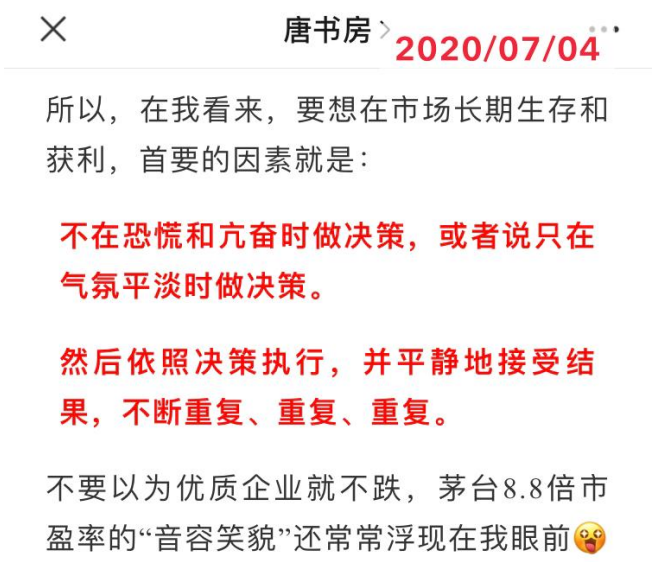
至于超过合理估值之后怎么处理，倒是可以按照性格习惯安排的个性化事件，没有一刀切的标准答案。反正只是占市场先生便宜多与少的问题。

只要保证自己坦然面对以下两种情况，不会患得患失给自己找不自在就是了：①卖点定低了，卖出后可能继续飙升，以及②卖点定高了，没有及时卖出就跌回合理估值区，只能继续陪伴企业成长并等待下一次高估。

我个人是当年预计净利润的 50 倍、55 倍、60 倍市盈率，分三次清空。

这个清楚简单，而且也不是唯一正确的答案，没啥可特别阐述的。

朋友们完全可以根据自己的承受力，去确定自己的卖出规则，唯一需要注意的就是：



市场相对平静时期提前做好决策，届时机械执行，不要在接近卖出价格的时候，去凭感觉修正——哪怕事后证明感觉是对的。

第四部分 恒生 ETF 和类现金资产的选择

明白了上述底层逻辑之后，我们再来看关于年初高点卖出茅台、分众、海康之后，我为什么选择恒生 ETF，而不是选择持有现金的问题。

答案清晰简单：因为当时的恒生 ETF 市盈率 15.3 倍，意味着收益率大于 6.5%，而类现金资产收益率约 3%。

只要我能 100%确定自己没有判断恒生指数未来涨跌的能力，我一定是选收益率高的那个，而不是因为“判断”可能跌，而去选择类现金资产。

至于收益率高的资产，在某个期间市价跌了，那是非常正常的事情，平静地接受就好了。

大部分朋友比较纠结的有三个问题：

一是既然卖出，说明持股估值高了，大概率会跌，而指数和个股同步，也可能跌，所以应该持有类现金资产等待；

二是恒生指数成分股包含大量老唐承认不看好或者看不懂的金融地产股，不是优秀的选择；

三是为什么选恒生指数，而不是沪深 300 或标普 500 指数基金。

这三个问题，都不难回答：

第一、卖出茅台、分众、海康不是判断他们会跌（后面真跌了，只是巧合而已，并非老唐的判断），获得的这笔现金也不是为了要等哪只股下跌。

——再次提醒：任何决策都不该掺杂对短期价格的涨跌判断（我说的短期，至少指一到两年），因为你的钱包 7×24 小时向你证明，你真的没有这个能力，过去没有，现在没有，未来也不会有，否则你早就应该是首富了。市场的参与者常常忘记这个常识。

卖出，拿到钱，没有目标企业，能力圈内兜底的就是指数基金和类现金资产。

忘掉其他一切杂念，在二者之间比较收益率，然后买定离手接受后果，这就是我的作法。

我所有的钱都是这么赚来的，不会为任何一次决策开后门，搞例外。否则，下一次其他决策要不要例

外呢？

第二、因为宽基指数包含有看不懂的或者不看好的企业，就去怀疑宽基指数，要去主观剔除某些个股，这是假设了自己的看法是对的。

而投资指数基金的核心要点，就是假设自己没有能力判断，无从知道对错。所以才投资整个市场，接受很多行业、很多个股之间此起彼伏之后的平均结果。

其实现实的例子也摆在这里，比如最近一个月我所看好的互联网、白酒，跌幅就大过我不看好或者看不懂的金融和地产

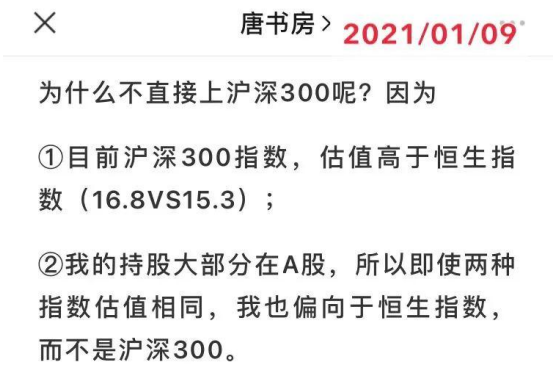
第三、为什么不是沪深 300 指数或其他指数？

我所关注的宽基指数就三个：A 股市场沪深 300 指数，港股市场恒生指数，美股市场 sp500 指数，其他的没关注。

当时，美股历史新高，市盈率高企，所以首先排除——然而，其实人家最近半年还是上涨的，远远优于沪深 300 和恒生指数，这恰恰证明市场先生出价的不可预测性。

在不知道未来的情况下，毫无疑问剔除收益率低的投资对象，这没有任何值得反思的，重来一次还是这么做。

而沪深 300 和恒生指数之间的选择， 1 月 9 日的文章里我直接写了：



要说当时的决策，有错的还真不是恒生 ETF，而是博时转债基金。

恒生 ETF 的资金是计划长期投资的资金（注意，不是说计划长期投资于恒生 ETF，而是说这笔钱就是专用于投资的），可以照搬投资体系。

而博时转债基金，当时是为短期需求准备的钱（虽然最后实际几乎没有动用），计划找一个不那么颠簸的血包。

然而受限于老唐个人能力，以及过于随意地出圈，寻找的对象其实并不符合“不那么颠簸”的要求。

所以这笔投资亏损 8.2%，造成总市值的 8%×8.2%≈0.66%的巨额亏损。这是不应该的，无疑是个错误，是付出了巨额代价的错误。

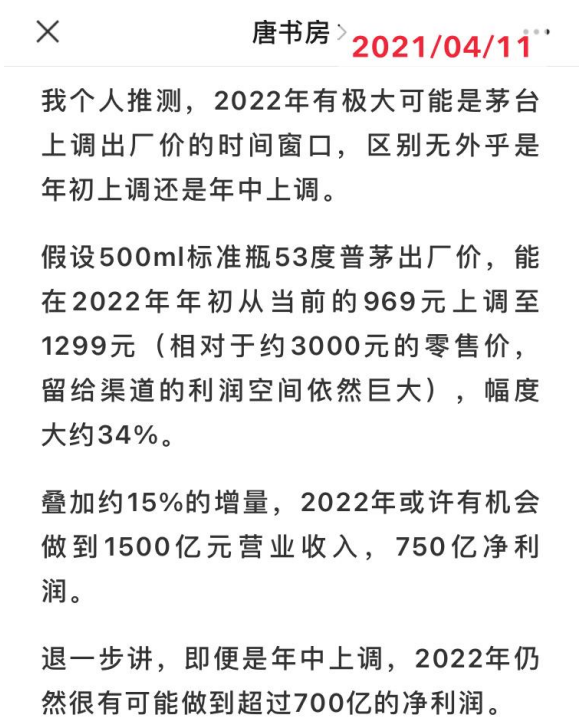
第五部分 茅台提前买入的计算

最后，再谈谈我为什么会在 1810 和 1685 设定提醒开始买入茅台，以及为什么一年内卖点会调整成 3.5 万亿。

首先，这个价格提醒本来是为 2022 年初准备的。

我在 4 月 9 日曾在《证券市场周刊》发表文章谈过自己的看法：2022 年茅台公司有极大可能会提升出

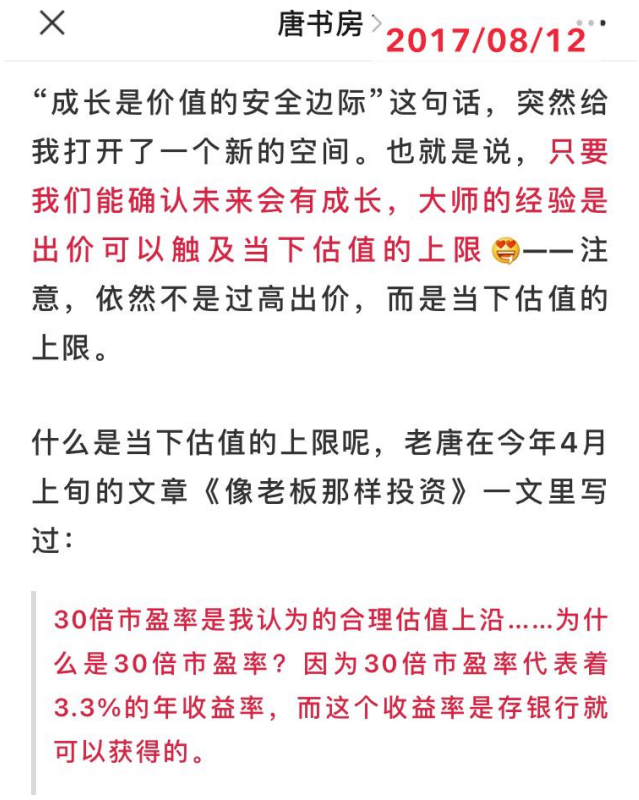
厂价，差异无外乎是年初提还是年中提。



分析过程可以看《贵州茅台 2022 年再跃进》和《茅台 2020 年年报简评》，此处略过。

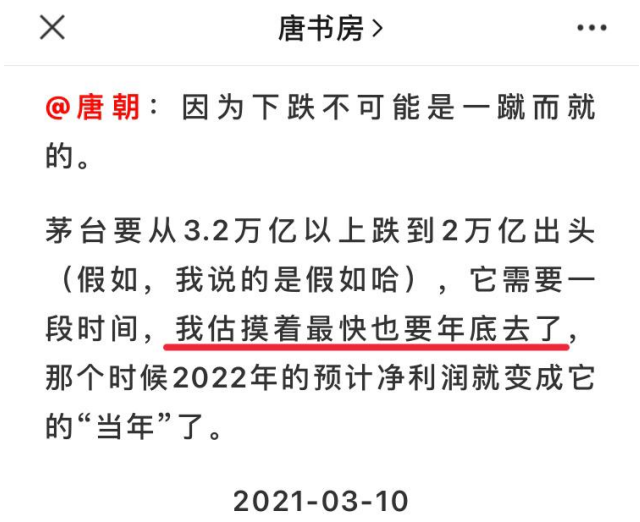
面对 700~750 亿净利润的预估，我 2022 年初的第一买入位置就选择了 750×30=22500 亿，即按照 2022 年贵州茅台“合理估值的上限”出价，未来能够获取的利润就是贵州茅台企业本身的增长。

这是我对确定性非常高的企业，按照合理估值的上限出价。也就是这张截图里所谈到的逻辑：



第二个买点就按照 2022 年 700 亿净利润考虑，700×30=21000 亿。

然而，从 3.3 万亿跌到 2.25 万亿，我原本认为最快也要到年底去。



在 3 月份初，敢白纸黑字预测茅台跌到 2 万亿出头，老唐算够大胆了。但我考虑的仍然是“估摸着最快也要年底去了”。

现实的市场先生远比我们想象的疯狂更疯狂。谁能想到四个月之后，它就真的得到 2.25 万亿来了。

当 2.25 万亿的提醒响起来的时候（即股价 1810 元）我所面对的数学题是：

如果现在就开始买入 4%仓位。所得：如果从 2.25 万亿就扭头上涨，我勉强拥有 8%的茅台仓位（之前有 4%）。

可能的付出有二：其一是可能多承受半年的波动，即 7 月~12 月——因为我明年年初这个价，依然是要买的。所以只有这半年是现在买入所付出的代价。

其二是 2.25 万亿~1.8 万亿之间 20%的损失，合计带来相当于总市值 4%×20%=0.8%的损失。

这个 1.8 万亿，是以 2021 年净利润 540±10 亿为基数，考虑半年时间的上调后的买点，即 550×30×110%=18150 亿。

它代表我 22500 亿不买，18150 亿也一定会启动购买。所以，18150 亿之下的部分（如果有），是反正都要承受的，与本次决策无关。

最终，选择就摆在这儿了：预计 2022 年会提价，额外承受总市值 0.8%的损失（注意，买高是真实损失，不是浮动盈亏）以及半年时间，换取如果在 2.25 万亿~2.1 万亿之间止跌回升的 4%仓位。

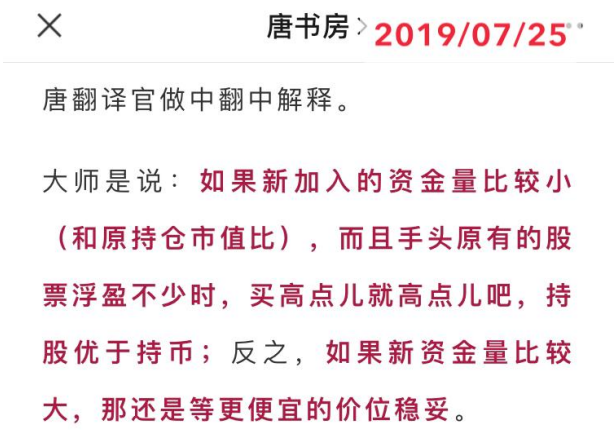
斟酌了几分钟，觉得持有我所喜爱的茅台半年，并多承受总市值 0.8%的损失，对我而言是一件很容易接受的事情。

而冒着失去茅台的风险，持有指数基金半年，是容易导致我产生患得患失心态的半年，影响日常生活。

因此，算了，就 2.25 万亿下手吧（成交均价 1827.5 元）。

2.25 万亿下手了，2.1 万亿也就顺利成章了，因为它是一样的数学题。2.1 万亿即 1672 元——实际在 1691.67 和 1663.18 两次买入，成交均价 1685.97 元。

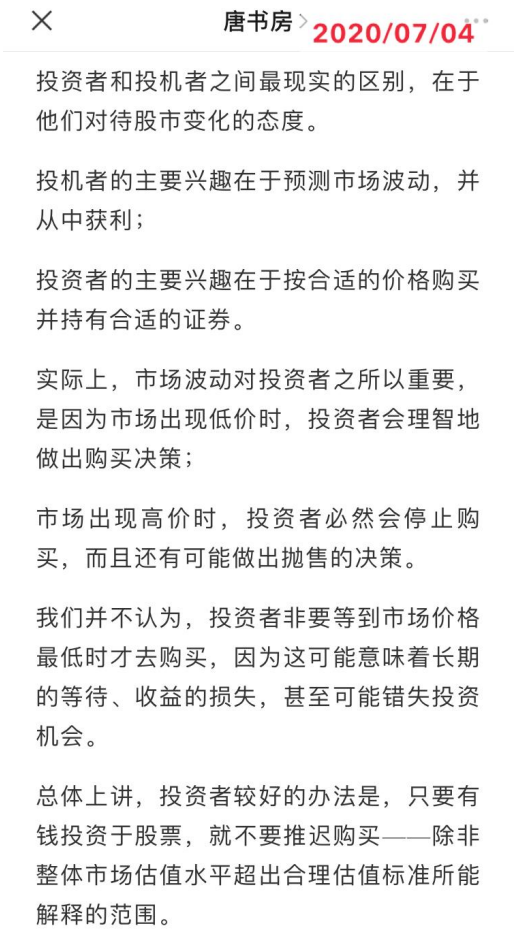
这就是提前半年于 2.25 亿启动买入茅台的心理活动，说破了也不稀奇吧？毕竟费雪大师也这样和过稀泥：



这个稀泥，不仅费雪大师和过，连一贯对买入原则坚持的很严格的祖师爷格雷厄姆，也和过。

格雷厄姆在传世巨著《聪明的投资者》里这样写到：

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。



很多人纠结点，主要在于期望买到最低。最好买到手之后，再也没有跌到自己的买价以下。

然后无情的事实是，这种情况可遇而不可求。追求它只会让你苦恼+赚不到钱。

高于合理估值当然不买，但从合理估值到理想买点之间的处理方式，我在书房多次写过：

没有一刀切的方法，怎么做都可以赚到钱，但具体操作需要考虑自身性格特点。见截图吧！

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。

最后一个问题，为什么一年内卖点会上调到 3.5 万亿，答案是什么？

答案估计会让你哑然失笑：因为从今天算一年后就是 2022 年了，我采用了 2022 年预计的 700 亿净利润×50 倍作为一年内卖点。

完毕。有收获吗？

〈注：今天眼睛有点不舒服，就不开留言和大家聊天了〉

第1003篇.　　2021.08.20－今日交易及其他

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-08-20

今天市场大跌，借着收盘后记录当日交易的机会，和大家简短聊几句吧

先说交易。

早晨开盘就收到茅台 1560 到价提醒，实在眼馋，可惜口袋空空。

心一横，将原本阔绰时准备涨跌不卖的 2%仓位海康，留下 1000 股观察仓，其他全部卖出，成交均价 54.21 元。

所得钱款买入茅台，最低成交 1559.9 元，最高成交 1584 元，均价 1573.48 元，剩余款项在 7.33 给了分众。

还有点不解恨，顺手在 7.42 把福寿园卖掉 6000 股，421.8 买入 100 股小企鹅。终于进入无限舒适状态 ing……

目前持仓：腾讯 37%，洋河 26%，茅台 18%，分众 8%，古井贡 B6%，陕西煤业 5%，另外观察仓海康威视 1000 股，福寿园 4000 股。

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	37%	72000±10%	＜36000	80000	34055	425.40	-24.36%
洋河股份	26%	4200±10%	＜2100	4700	2395	158.92	-31.80%
贵州茅台	18%	26400±10%	＜13200	35000	19446	1548.00	-21.77%
分众传媒	8%	①	＜770	1980	1042	7.10	-27.23%
古井贡B	6%	920±10%	＜460	1060	418	94.90	-10.62%
陕西煤业	5%	①	＜1020	2500	1015	10.47	22.25%
沪深300						4769.27	-8.48%
上证指数						3427.33	-1.32%
2021/8/20			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8339	

2021 年内收益下跌至-14%。从年内高点+21%，到此时-14%，年内高点回撤已高达 29%（86/121-1=-29%）。

谈完交易记录，来说说此刻的市场。

此时其实最合适回看春节前的市场气氛了，我直接发几张截图吧：

唐朝 圈主

有人告知我昨天的文章被但斌先生转发了。我去微博看了看，留言区最热评论挺有意思，或许可以作为未来回顾时的有用材料，截图保存之……



185天前 2409人看过

按热度 | 按时间

鲁博棵教练 铁粉：100倍动态pe我也不卖 我要发挥散户的优势 就是要在泡沫里享受生活
2月15日 22:24 回复 9

秦戈-qinge 铁粉：深表赞同！我就是小散一个，我留着养老
2月15日 22:44 回复 赞

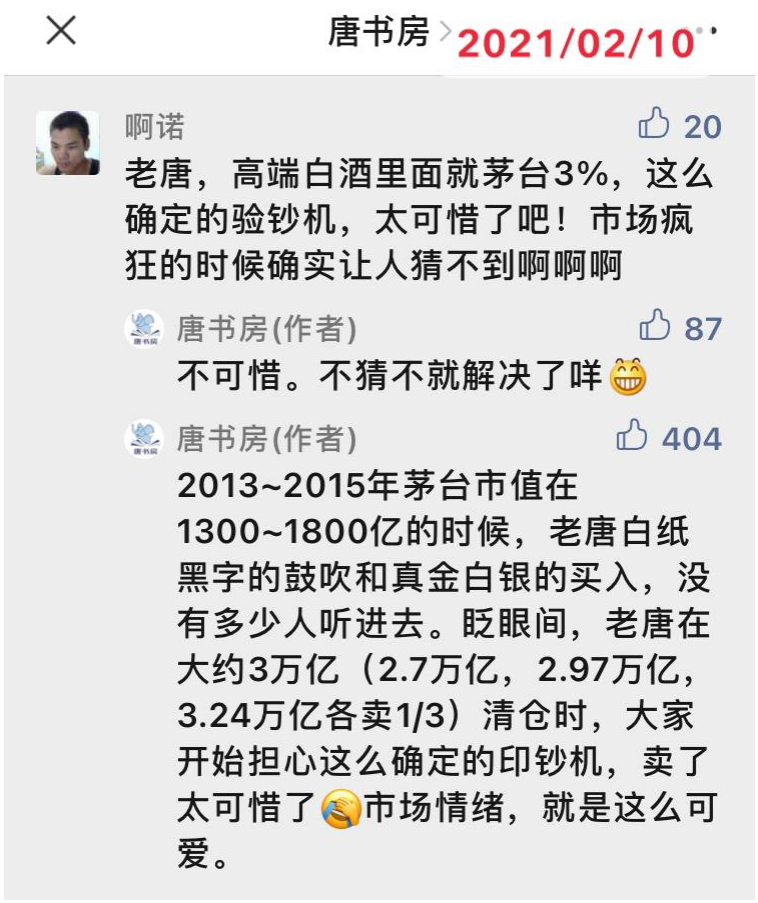
Ljc昌哥 铁粉：20倍呢
今天 00:32 回复 赞

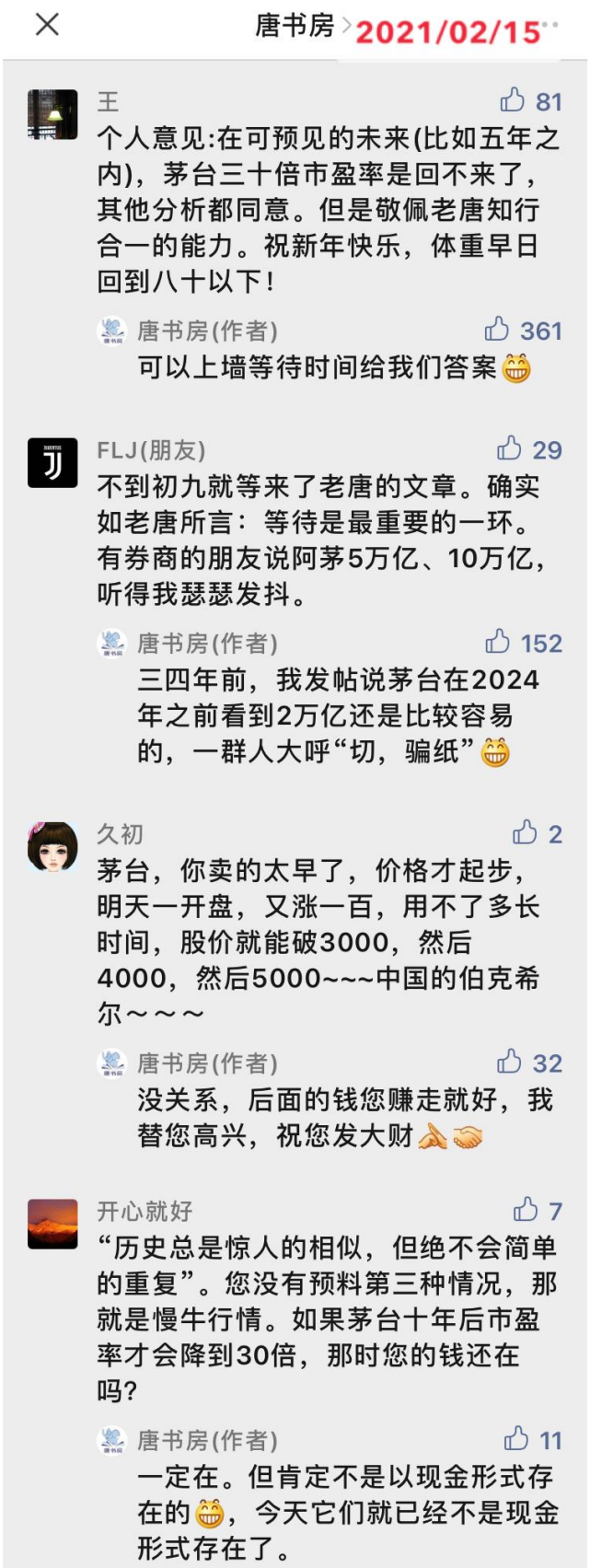
追梦-格林：写的真的不错，对后面的暴涨和回调都有应对的准备，但是好像还少一个准备，如果是慢牛市呢，老唐的如意算盘恐怕就要落空了，那3%的底仓可能就是从今以后最大的仓位了
今天 02:43 回复 3

太白鸭舌茅台酒 铁粉：就算跌没了 我也不卖 就要一口气，当初的一口气。
2月15日 22:24 回复 3

alexhdong 铁粉：叨叨写那么长文章，看了开头就懒得看了，长期投资只需关注白酒行业和公司经营的风险，因市场情绪而造成的股价高低可忽视。我只相信，在白酒行业和公司不出大的黑天鹅情况下，15～20年内，茅台达到1万元每股是可以看到的。
2月15日 23:08 回复 5

茅台5000元真不算高 铁粉：这些年送走一批又一批数学太好的"资深茅粉"，就像茅台送走董事长一样
今天 07:52 回复 1


唐书房 2021/02/10
啊诺
20
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(作者)
87
不可惜。不猜不就解决了咩
唐书房(作者)
404
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。



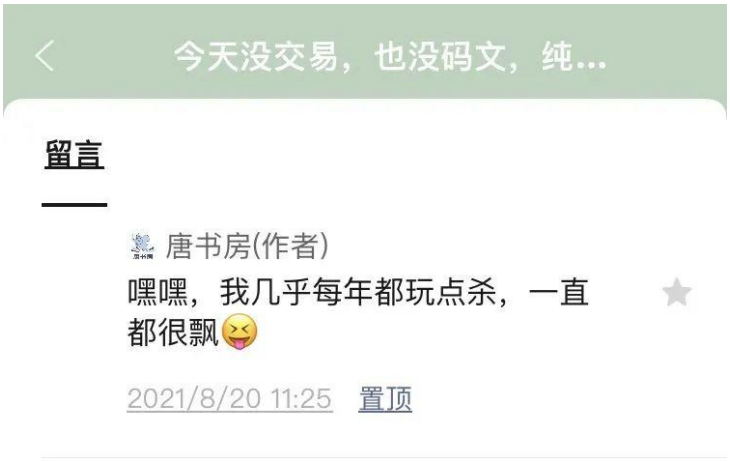
发这些截图，绝不是要嘲笑这些朋友，更不是所谓的“打脸”（我也经常错，有些错的或许比他们更离谱），而是想说，这就是千年不变的人性，是股价引导下贪婪与恐惧的转换。

你有、我有、大家都有。能不能克服它们，是远比会不会分析企业更重要的投资第一关。

今天上午，市场情绪另一面的体现，是又有人跑来书房嘲笑老唐的滑铁卢

大致意思是说前段时间老唐飘了，点杀这个点杀那个，一旦出现这种情况，基本上就离滑铁卢不远了。

发言者的图就不截了，既不想打人脸，也不想“奖励”某些人来凑热闹嘲笑老唐。我笑笑回复说：



此时的恐怖气氛和当时的乐观气氛，就是我们经常说的那个钟摆。春节前向右摆的高高，此时向左摆的高高。

无数市场参与者，热衷的是猜中（或踩中）钟摆的极点位置，为此或狂热呐喊或瑟瑟发抖，却也乐此不疲。

但很遗憾，无论是理性还是历史，都告诉过我们，极点只有上帝和（有意无意的）骗子才知道。

——所谓有意的骗子，就是那些不断预测，寻找其中正确的出来大肆吹嘘，达到某种阴暗目的的人。所谓无意的骗子指自己被自己的大脑欺骗，选择性记住自己猜中的时刻，忘记自己猜错的时刻。

我从来没有能力猜中钟摆的极点，也从未打算去猜。我只需要知道它一定会重新摆过中点，这就足够让我在市场轻松愉快地赚钱了。

投资，致富，就这么简单，哦耶

此刻，钟摆会摆向何方？我不知道。

我只知道：我手握每天都在真金白银赚钱的企业，没有杠杆，没有短期卖出压力，而市场的钟摆一定会摆回中点，甚至会摆向另一面，那时我手头这些股票，会有很多人加价一倍甚至 N 倍来求购的

这就是投资。

投资从来不是买中铁底。

如果你按照“买了以后不会再跌”去要求自己，那是神仙标准。因为你必然做不到，所以留下的只有无尽的痛苦、悲伤和郁闷

举个刚刚发生的实际案例，查理.芒格，大家都晓得是牛人，已经牛了一辈子的人，这个没有争议吧？

芒格大神今年一季度介入阿里巴巴，且在每日新闻集团股东大会上分享过他介入阿里的理由。

虽然我们不知道他介入的准确价格，但目前阿里巴巴股价相对于一季度最低价也跌掉 20%。

也就是说芒格的这笔投资虽然是在阿里股价跌掉了 1/3 之后的“抄底”之作，但依然在四个多月时间里产生了至少 20%以上的“亏损”。

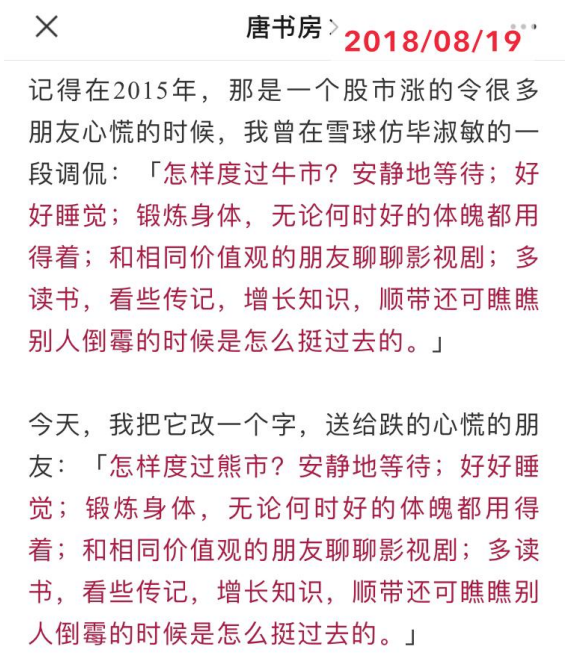
这是全球无可争议的大神，实时所做的投资。

他也“不过如此”，你非要苛求自己买中铁底，岂不是只能高歌一曲“女人何苦为难女人”、“男人

何苦为难男人”？

坦然接受你买中大底和买中五百万彩票概率差不多的事实，也就坦然接受了浮亏是必然发生的，是投资赚钱过程中必须承受的考验。

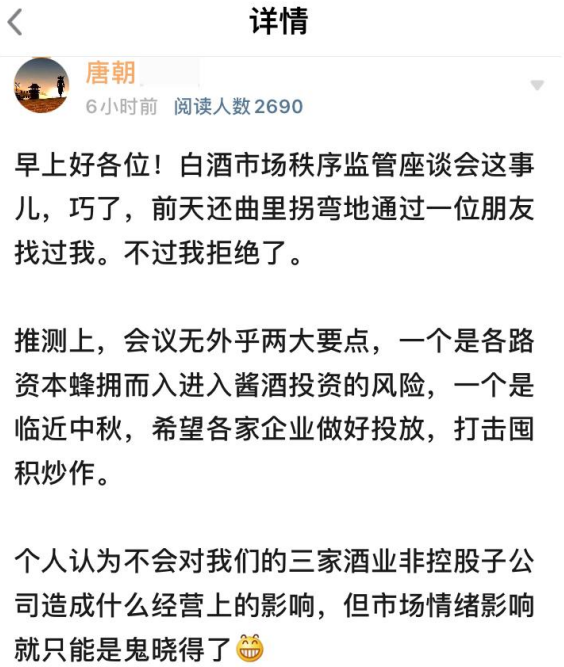
此时此刻，最合适的礼物估计还是这个截图



最后简单聊两句今天引发白酒大跌的信息：市监总局的白酒市场监管座谈会。

巧了，这事儿前天还曲里拐弯地找到过我，问我愿不愿意以民间专家的角色参会，我谢绝了。

我对会议的看法，在早上开盘前小范围闲聊过两句。



后来的新闻报道和我的推测一样：会议内容并不是打压白酒企业，而是征集业内人士看法，主要针对的是资本围猎酱酒，以及茅台酒价高涨如何控制的问题。

所以我的看法还是截图里说的：对我持有三家非控股白酒子公司的经营，不构成影响。但市场情绪只

有天晓得，也不去操那心。

今天的小短文，大致就这样。

知道大家关心腾讯半年报，今天时间紧张来不及，明晚周记再谈。今天的留言区里就不要忙着问了

第1004篇.　　2021.08.21 - 拆解市场对腾讯的主要担忧

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-08-21

两周前，我写过一篇《腾讯的五大利空集中解析》，今天我想延续这篇利空解析，借着腾讯半年报谈谈市场对腾讯的一些主要担忧。

本周三盘后，腾讯披露半年报。上半年实现收入 2736 亿（四舍五入，下同），同比增长 23%；实现归母净利 904 亿，同比增长 46%；按照非国际财务报告标准调整后的归母净利 672 亿，同比增长 17%。

由于腾讯在香港上市，依照的会计准则和 A 股市场有所不同。所以经常会遇到很多朋友提问，我们该看哪个？非国际财务报告标准调整是什么意思？

干脆今天借这个机会，详细的做个科普，方便做成自动回复。

全球绝大多数国家，都是要求企业按照《国际财务报告准则》做账的。但也有少数国家，出于各种各样的原因，有一套自己的会计准则。这少数国家就包括中国和美国（还包括哪些其他国家，没关心）。

于是我们就面临三种会计准则：中国的《企业会计准则》，美国的《美国通用会计准则》，以及国际通用的《国际财务报告准则》。

三套准则目前仍然有细小差异，但总体趋势是向《国际财务报告准则》靠拢——据说《美国通用会计准则》现在已经完全趋同国际准则了，我没跟踪，不太确定。

在 A 股市场上市的企业，当然都是依照《企业会计准则》披露财报，老唐的《手把手教你读财报》就是建立在这套准则基础上的。

在香港上市的企业，按照《国际会计准则》披露财务报告；但同时在内地和香港上市的公司，2010 年后直接采用 A 股的《企业会计准则》报表，若有和国际准则不同的地方，在附注里披露。

在美国上市的企业，以前采用《美国通用会计准则》，目前已经全面使用《国际会计准则》——貌似是从 2019 年转换的。我没怎么关注美国市场，不是很确定这个准确时间

许多采用《美国通用会计准则》或《国际会计准则》披露财报的企业，为了更好的帮助报表使用者了解企业的经营情况，会主动选择披露一个“非通用准则调整数据”或“非国际准则调整数据”。

注意：这个“非通用”或“非国际”数据，不是法定披露义务，是企业主动披露的额外信息。

通常是按照行业惯例结合自家企业经营特点，去掉一些管理层认为的非现金收入和非现金支出，以帮助股东及其他报表使用者更好的理解企业。

因为是按照“自家企业经营特点”，所以不同企业披露的“非通用”或“非国际”可能会有差异。但通常同行业的企业，会遵循行业惯例，采用的大体差不多的规则。

以腾讯的“本公司权益持有人应占盈利”为例——备注：港股报表的“本公司权益持有人应占盈利”，

就是 A 股报表的“归属上市公司股东的净利润”或“归属母公司股东所有的净利润”，一般简称为“归母净利”。我们平时谈论的上市公司净利润，就是指的这个“归母净利”，它=净利润-少数股东损益。

非国际财务报告准则调整后的“本公司权益持有人应占盈利”数据，是按照如下过程调整出来的：

国际准则下的报表本公司权益持有人应占盈利

+股权激励当期支出①

-投资净收益②

+因收购活动及联合营公司的收购活动，导致的无形资产摊销和商誉减值③

-上述①②③合计结果对所得税的影响④

=非国际财务报告准则本公司权益持有人应占盈利。

为什么这样调整呢？因为

①股权激励当期支出，是作为费用从当期收入里扣过的，但管理层认为当期公司并没有支出现金，所以加回来。

为啥加回来？没有为啥，就是给股东演示一下加回来会怎么样😂

②投资净收益，这部分专指那些“算出来的”收益，不包括实际卖出上市公司股票或非上市公司股权产生的收益。

算出来的收益，主要指视同处置收益，公允价值变动收益以及相关费用。

它们要从报表“权益持有人应占盈利”里减去。如果净收益是负值，照样减去负值就行。

公允价值变动收益大家应该都理解，但视同处置收益或许不太好理解。

简单的说，比如腾讯持有公司 A 引进新的投资者，新投资者按照较高的估值水平参股公司 A。这个行为会导致腾讯持有的股权比例降低，但同时对应的 A 公司净资产值份额增加。

这个增加值与出让的比例之间的差额，就是视同处置收益——具体计算，可以参看 2018 年 3 月 24 日书房文章《希望与绝望（下）》里的演示例子。

此处我们知道两点即可：一是这笔视同处置收益，本期腾讯并没有收到现金或资产，是持股公司的净资产增加导致的对应比例股权增值。

二是这种视同处置收益在《国际会计准则》里算净利润，在 A 股上市公司里，只允许增加净资产，不允许计入净利润。

③因收购活动及联合营公司的收购活动，导致的无形资产摊销和商誉减值，同样是管理层认为的本期并没有支出现金的活动，所以加回来。

④由于剔除了上述（①-②+③）合计造成的净利润影响，那么原报表数据里与（①-②+③）对应的企业所得税也需要一起减去。

如果是（①-②+③）合计是个负值，意味着去掉它们后，剩余部分对应的企业所得税应该比现有报表数据大，照样减去一个负的所得税（负负得正，相当于增加所得税金额）即可。

这个结果就是这样出来的。

总结：净利润的法定数据是“本公司权益持有人应占盈利”。

非国际财务报告准则本公司权益持有人应占盈利，是一家公司根据自身经营特点和行业惯例，单独披露的辅助数据，意图帮助投资者及其他报表使用人更好的理解公司业务。

希望大家一次看明白了，以后不再困惑于应该读哪个数据。

科普过后，我们来说腾讯半年报。

本期半年报数据无惊无喜，很平淡。

针对经营数据的分析文章已经很多，而且更关键的是，目前市场恐惧的，根本不是腾讯业绩好或者不好，而是监管导致的巨大不确定性。

所以，我就不去阐述被市场分析人士说烂的经营数据，只重点谈论当前市场的几个主要担忧。

第一个担忧：中概股暴跌，会导致腾讯年报数据难看。

这个问题，我在去年半年报出来的时候，专门写过。原文较长，我截图放在下面。如果你不想看呢，直接跳过截图，看截图之后的结论即可。



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。

结论就是：**股价波动对腾讯利润表的影响，微乎其微，几乎可以忽略。**

去年半年报，腾讯大约持有 1 万亿左右的上市公司股票。

其中持有的并表子公司股票，股价波动不影响腾讯报表。主要有阅文集团、腾讯音乐、supercell，以及不确定今年还会不会合并报表的虎牙和斗鱼等。

剩余的其他上市公司股票，有接近 98%分为联合营公司股权和粽子，股价波动不影响腾讯的利润表。

只有另外 2.3%的上市公司股票，分类为笋子——这 2.3%的、合计市值 166 亿的上市公司股票，股价波动会影响腾讯利润表。

今年半年报，同样剔除并表子公司股票（这部分只要不卖——腾讯也基本没有卖出计划——无论如何波动，都和腾讯利润表无关，有关的只是经营利润），剩余的上市公司股票 6 月 30 日市值 14460 亿元。

这市值 14460 亿元的上市公司股票，按照 5350 亿元记录在腾讯资产负债表里。

套用大家习惯的“炒股”说法，腾讯作为一名投资者，花了 5350 亿“成本”买入的股票，带来了约 9110 亿浮动盈利——注意，指截止 6 月 30 日。

这 9110 亿元没有记录在腾讯利润表里。但如果腾讯有变现需要的话，是随时可以卖出换回现金。

或者举个夸张的例子帮助理解：如果 6 月 30 日那天，腾讯把这 14460 亿元的上市公司股票按照当日收盘价全部卖出，上半年税前净利润会增加 9110 亿。

当然，这只是为了说明问题的演示。

公司可没那么傻，拿宝贵的股权换一堆没用的现金，还要被税务局割一刀。同时，也没有可能在收盘价一瞬间成功抛出万亿股票，那会把股市当场砸崩掉😂

这 14460 亿的上市公司股票，仅有 225 亿记录为笋子，占比 1.6%。

只有这 225 亿市值的股票，6 月 30 日以后的股价波动会对 2021 年腾讯利润表造成影响。

另外，除非上市的并表子公司之外，腾讯还持有 2810 亿账面成本的非上市公司。

这部分有 1222 亿是联合营公司股权，经营利润影响腾讯利润表——目前这些企业的盈亏总计是很小的数字，几乎可以忽略；

有 1455 亿是笋子，每一轮融资（指上市前风险投资的入股）的公允价值都会影响腾讯利润表，它基本确定总体是只涨不跌；另有 134 亿是粽子，涨跌都不影响利润表。

因此，担心中概股暴跌，或者股市转熊，会对腾讯利润表造成压力的，纯粹是杞人忧天，没有必要。

第二个担忧：腾讯的游戏业务会不会遭受灭顶之灾。

腾讯的游戏业务是市场担心的要点。毕竟游戏还是腾讯的主要收入来源（上半年营业收入 2736 亿，游戏相关收入 984 亿，占比 36%），且由于游戏毛利率高居所有业务之首，利润含金量高于 100%，目前依然是腾讯的第一大利润来源和现金流来源。

说利润含金量高于 100%，指的是游戏业务会产生大量预收款，主要是玩家在游戏里充值款项，在腾讯报表里叫递延收入。

半年报递延收入规模超过 1000 亿。他们代表腾讯已经到手了现金，但暂时还没有计入营业收入，需要后续分摊在游戏生命周期里，陆续计算为腾讯的报表营收。

对于游戏，市场主要担心的点是出于对于未成年人的保护，国内会不会禁止或变相禁止游戏，导致游戏业务收入暴跌或者干脆归零。

对此，我的看法简单粗暴：

①喜欢游戏是人类的天性。要求人类永远学习、永远工作，是不可能的事情，也是愚不可及的想法。

因此，禁止游戏向上想到极限，顶多也就是全面禁止未成年人玩游戏——当然，真要这么做，我认为他们大概率是去学山鸡陈浩南抽烟打架砍人混社会，而不是省下时间学习数理化、背英语单词😬

腾讯对待未成年人的问题，一直走在全行业最前面——走在前面，并不意味着全面符合监管要求，只是比其他同行更接近监管要求。

按照半年报披露，监管部门现在要求未成年人法定节假日最多可以玩 3 小时游戏，非节假日做多 1.5 小时。腾讯现在的限制是节假日 2 小时，非节假日 1.5 小时。

目前未满 12 岁的玩家禁止在游戏里充值，同时利用一切技术手段打击未成年人购买或冒用成年人账号。

因此，目前 16 岁以下的国内玩家，给腾讯带来的流水仅为全部游戏流水的 2.6%，其中 12 岁以下玩家带来的流水仅占 0.3%。

真正未成年人的游戏权利彻底被剥夺了，也就这么大个事儿。

当然，冒用账号仍然会永远存在，即包括技术漏洞的冒用，也包括家长主动充值并帮助孩子冒用。

这是无法避免的，但不会是主流，也不会对腾讯的游戏收入产生根本性的影响。

②同时，腾讯的游戏目前正在大力出海，游戏海外收入正在不断增加。

面对国内越来越严的监管政策，我相信游戏的国际市场，会是未来腾讯主要推动方向及不断扩大的利润来源。

如果游戏真的有害，出去嚯嚯外国人，给我国创造就业、收入和税收，相信政府无论如何也不会禁止吧？😝

因此，这个市场热炒话题，我个人不是很关心。我相信腾讯的团队有能力拥抱监管，并持续将这个产业做大。

第三个担忧：关于互联网平台的监管。

对这个问题的担心包括，反垄断、拆分、国有化等。

我直接引用腾讯业绩说明会上腾讯总裁刘炽平的回复吧，我不可能阐述的比他更清楚。以下翻译文本来自书房读者@杨文理 🌹 谢谢杨文理🙏

提问：最近监管动作频频，有哪些监管动作是你们几个月或者几个季度前没有预料到的，这些监管会如何影响腾讯的战略和经营？

刘炽平：你提到的监管动作，我猜具体是指对教培行业的监管。

教培企业是非常重要的广告商，我们这个季度，以及下个季度都会明显感受到教培监管对广告行业的影响。

教培企业是我们平台重要的广告投放商，失去了他们，我们的广告位出现空缺，需要时间寻找其他的投放企业，开始肯定会有影响。

我想今天可能有很多问题关于监管，所以在此一并说明下。

首先，互联网的监管是一个国际性的趋势，不止在中国，而且也在美国和欧洲发生。

中国正在建立一个更加体系化的监管框架，这也应该是能被预期到的。考虑到互联网行业的体量和重

要性，中国对于行业的监管历史上非常松。

其次，监管部门的重点在于识别并力图纠正于行业乱象，同时也通过发布制度，强调企业合规、社会责任和行为端正。

我们预见，在非常近的将来，更多的监管规定会发布。

从我的理解上，政府实际上是希望培育一个可持续发展的互联网行业。政府认可互联网行业在经济方面，以及社会方面的重要性，以及互联网行业在国际竞争中做出的贡献。

所以政府希望培育长期的健康的行业环境。

我们的态度是希望拥抱这个新的环境。我们希望我们完全合规，这对我们好，长期角度看对行业也好。相比于行业其他企业，我们将自己放在一个非常好的位置，拥抱监管环境。

我们一直致力于经营合规，这也是我们的经营哲学。

我们的策略是为用户创造价值，对商业化一直相当克制，并通过开放系统支持小企业。我们一直以来重视社会责任，强调科技向善。

考虑到所有这些因素，监管政策短期来说有不确定性，但是我们相当有信心符合监管要求，长期来说和行业一起健康发展，并受益于此。

至于这两天刚刚报道的政府全资子公司持有抖音 1%股份，引发的对所谓国有化的恐慌，我认为是完全的误解。

是否入股，完全不改变政府是所有公司的“干股合伙人”的事实。参看 8 月 7 日书房文章《腾讯的五大利空集中解析》。

但通过象征性的持股成为公司股东，以股东权利去主张对公司经营方向的知情权，以及向公司管理层表达股东（政府）的意见和建议，相比监管部门直接出法规和政策去要求企业，这本身就是法治化的进步。

不要将最高层想的那么蠢。

这些人基本都出生于上世纪五十年代，亲身体验过国有经济的低效率，见证过改革开放后民营经济高速发展产生的税收和社会福祉，尤其是在国有经济从无成功先例的互联网及移动互联网行业内，绝对不会蠢到杀鸡取卵自断生路的。

~~坦率说，就算谁想逆社会发展潮流回归 Guoyou 体制，我也不认为他有能力实施下去。~~

第四个担忧：关于税收优惠政策问题。

这个问题，我在之前的《腾讯五大利空集中解析》里谈过，观点没有变化。这里直接引用最新的管理层回复即可。

腾讯 CFO 罗硕瀚：税收返还肯定是逐步降低的。腾讯之前有 4 到 5 个企业符合重点软件企业税收优惠，但是去年符合要求的企业数目降低了很多。

2020 年腾讯的有效利率是 11%，2021 年的上半年也是 11%。我们预期 2021 全年的有效税率维持在类似水平。

由于视同处置等产生的利润不需要交税，这使得我们的税率看起来偏低。

如果扣除那些不需交税科目的影响，2020 年的有效税率大约在 10%-20%的左端位置，2021 年的有效税率在 10%-20%的中段位置，两年税率差异大约是 3 个百分点。

第五个担忧：关于共同富裕、三次分配以及 500 亿有关投资。

这事很简单：共同富裕一直是中国特色社会主义理论的主要内容。共同富裕即不是贫富两极分化，也不是平均主义大锅饭。

共同富裕，无外乎分三层：

一是大力发展市场经济，促进社会财富的总体增加；

二是通过税收、转移支付、财政政策、福利政策等多种手段，提升在市场经济竞争中受益相对偏低的社会底层人民收入水平；

三是建立激励政策，鼓励高净值、高收入人群通过公益、慈善等手段反哺社会。

这对应的也就是三次分配：市场竞争中按照各自的能力和竞争优势，分享新增财富，这是一次分配。一次分配是所有分配的基础，是做大蛋糕的过程；

税收财政福利政策及转移支付，构成社会的二次分配；利用各种政策鼓励公益慈善行为，就是三次分配。二次分配和三次分配，是建立在良好的一次分配基础上的分蛋糕行为。

当前阶段强调的共同富裕和三次分配，简单粗暴一点说，就是：

未来会更多地针对资产征税（比较容易预料的就是房产税），更多地针对高收入或灰色收入征税。

同时会利用税收优惠、舆论引导等手段鼓励企业和企业家更多的参与到公益事业及慈善事业中去。

我认为就这么简单，如果很容易就联想到更可怕的内容，通常就是因为“股价跌的时候，一切因素都自动成为利空”造成的😁不多评价了。

另外，关于腾讯宣布再次增加 500 亿，启动“共同富裕专项计划”的事情，似乎很多人理解为腾讯要捐出去 500 亿，或者要拿 500 亿打水漂，并顺带担心这会不会影响腾讯的净利润。

这依然是误解。和 4 月份宣布的首期 500 亿元投入“可持续社会价值创新”项目一样，这 500 亿是规划未来公司的投资侧重方向的。

腾讯每年都有大量的对外投资，这两个 500 亿，相当于是界定部分资金的投资方向，就好比腾讯宣布准备投 500 亿在游戏行业，投 500 亿在新能源行业一样（注意，腾讯没宣布这两个，我是随口举例🤔），是一种对未来投资方向的规划。

且这些领域的投资，并不意味着钱丢出去就没了。它当然有响应国家号召，造福人民的成分在内，但这些领域的投资成果，同样可能会有部分产生商业化的结果，给公司带来利润。

比如可持续社会价值创新计划，是侧重基础科学、教育创新、碳中和、食物、能源与水、养老科技和公益数字化等领域。

共同富裕计划，是如何带动低收入人群增收、帮助和完善医疗救助系统、促进乡村经济发展、资助普惠教育共享等。

这些领域一样都是被人需要的领域，被需要就可能会有商业机会，就可能会产生利润，只不过或许不是短期立竿见影的利润罢了。

我始终相信：给别人创造了价值的人，不可能两手空空。同样，给别人创造了价值的企业，也不会没有回报。

以上就是老唐对腾讯目前面临的一些问题的观点。观点无疑都是乐观的，否则我也不可能坚定持有腾讯。

但我希望我的看法仅仅是你的参考，请你理性思考，千万不要因为老唐的乐观做出任何交易决策。

因为：**腾讯是老唐第一重仓股，老唐的乐观完全可能是因为持股导致的屁股指挥大脑，甚至可能是不怀好意的“吹票”**。切记切记

唐朝 2021-08-23 12:58:47

文内有几处错误汇总做个提醒： ①第二个担忧里“上半年游戏收入 986 亿，占比 36%。”应是“上半年游戏收入 1052 亿，占比 38.5%”。 ②第二个担忧里，“非节假日做多 1.5 小时。腾讯现在的限制是节假日 2 小时，非节假日 1.5 小时。”其中，“做多”应是“最多”，后一个“1.5 小时”应是“1 小时”。③第四个担忧里，引用 CFO 的发言，其中“2020 年腾讯的有效利率是 11%”，“有效利率”应是“有效税率”。 抱歉，顺带谢谢发现错误的朋友们，谢谢大家的细心[抱拳][玫瑰]赞 30

“另外，如果是（①-②+③）合计是个负值……即可。”这段的表达似乎有歧义，大家跳过这段吧，画蛇添足了。其实想说的就是：剔除掉上述三项的同时，也剔除上述三项对应的所得税影响。

第1005篇. 2021.08.21 - 老唐实盘周记20210821

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2021-08-21

本周交易

周五开盘收到茅台 1560 到价提醒，实在眼馋，可惜口袋空空。

心一横，将原本阔绰时准备涨跌不卖的 2%仓位海康，留下 1000 股观察仓，其他全部卖出，成交均价 54.21 元。

所得钱款买入茅台，最低成交 1559.9 元，最高成交 1584 元，均价 1573.48 元，剩余款项在 7.33 给了分众。

还有点不解恨，顺手在 7.42 把福寿园卖掉 6000 股，421.8 买入 100 股小企鹅。终于进入无限舒适状态……

目前持仓

目前持仓：腾讯 37%，洋河 26%，茅台 18%，分众 8%，古井贡 B6%，陕西煤业 5%，另外观察仓海康威视 1000 股，福寿园 4000 股。

下表除“当前股价”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	37%	72000±10%	＜36000	80000	34063	425.40	-24.36%
洋河股份	26%	4200±10%	＜2100	4700	2395	158.92	-31.80%
贵州茅台	18%	26400±10%	＜13200	35000	19446	1548.00	-21.77%
分众传媒	8%	①	＜770	1980	1042	7.10	-27.23%
古井贡B	6%	920±10%	＜460	1060	418	94.90	-10.62%
陕西煤业	5%	①	＜1020	2500	1015	10.47	22.25%
沪深300						4769.27	-8.48%
上证指数						3427.33	-1.32%
2021/8/21			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8341	

注：①采用席勒市盈率估值的企业，不估算三年后估值；

②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；

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。

附：上期数据

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	39%	72000±10%	<36000	80000	37578	470.20	-16.39%
洋河股份	25%	4200±10%	<2100	4700	2602	172.64	-25.91%
贵州茅台	16%	26400±10%	<13200	35000	21356	1700.04	-14.08%
分众传媒	8%	①	<770	1980	1114	7.59	-22.21%
古井贡B	6%	920±10%	<460	1060	446	101.32	-4.58%
陕西煤业	5%	①	<1020	2500	1085	11.19	30.66%
海康威视	2%	5800±10%	<2900	②	5289	56.65	18.74%
沪深300						4945.98	-5.09%
上证指数						3516.30	1.24%
2021/8/14			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8325	

收益

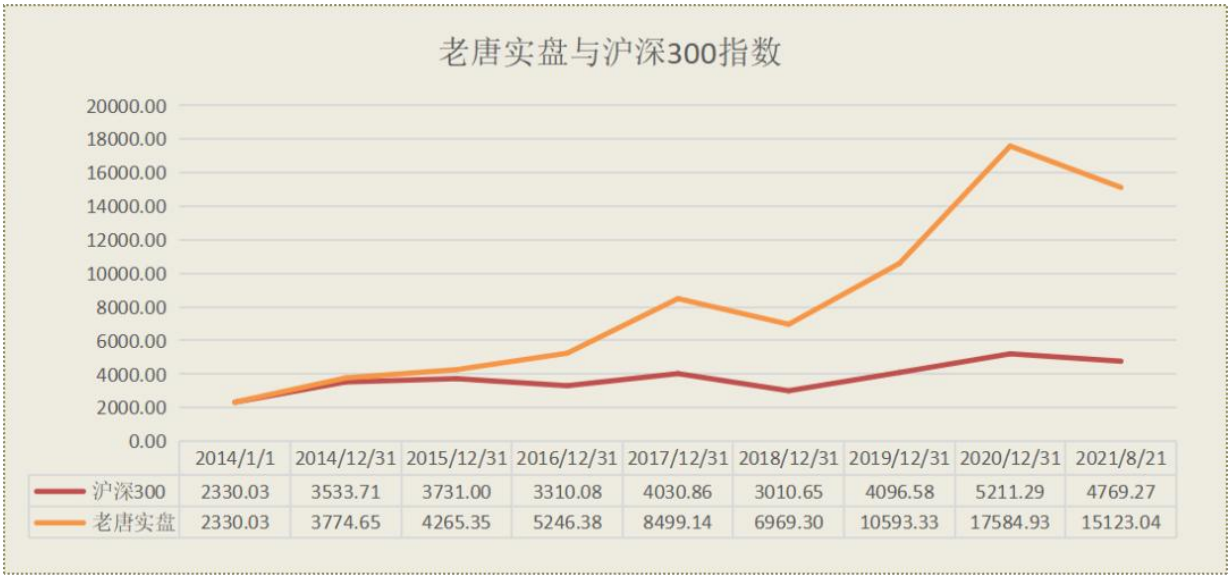
本周实盘净值大跌近 9%。2021 年年内收益从上周末的-6%，下跌至本周末的-14%（四舍五入）

老唐实盘	年度收益	期末净值	期限/年	年化收益	HS300涨幅	HS300净值	HS300年化
2014	62%	1.62	1	62%	51.66%	1.52	51.66%
2015	13%	1.83	2	35%	5.58%	1.60	26.54%
2016	23%	2.25	3	31%	-11.28%	1.42	12.40%
2017	62%	3.65	4	38%	21.78%	1.73	14.70%
2018	-18%	2.99	5	25%	-25.31%	1.30	5.22%
2019	52%	4.55	6	29%	36.07%	1.76	9.88%
2020	66%	7.55	7	34%	27.21%	2.24	12.21%
2021/8/21	-14%	6.49	7.64	28%	-8.48%	2.05	9.85%

注①：老唐实盘年度收益率，按基金净值法和实际收益率孰低取值，均不含新股收益。

注②：沪深 300 指数收益未包含每年 2%左右的分红，数据略有低估。

实盘与沪深 300 指数对比图



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/8/21
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	5211.29	4769.27
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	17584.93	15123.04

重要事项

本周重要事项包括：1.腾讯发布半年报；2.市监总局召开白酒市场监管座谈会；3.洋河时间过半任务过半；4.其他。

1.腾讯发布半年报。

本周三盘后，腾讯披露半年报。

上半年实现收入 2736 亿（四舍五入，下同），同比增长 23%；实现归母净利 904 亿，同比增长 46%；按照非国际财务报告标准调整后的归母净利 672 亿，同比增长 17%。

老唐借着这份半年报，科普了一下“非国际财务报告准则”数据的含义及计算方式。

然后延续 8 月 7 日文章《腾讯的五大利空集中解析》，阐述了市场目前对腾讯的五个担忧，包括

第一个担忧：中概股暴跌，会导致腾讯年报数据难看；

第二个担忧：腾讯的游戏业务会不会遭受教培行业一样的毁灭性打击；

第三个担忧：关于互联网平台的监管，包括反垄断、拆分、国有化等；

第四个担忧：税收优惠减少的影响；

第五个担忧：关于共同富裕、三次分配以及 500 亿共同富裕专项投资对腾讯的影响。

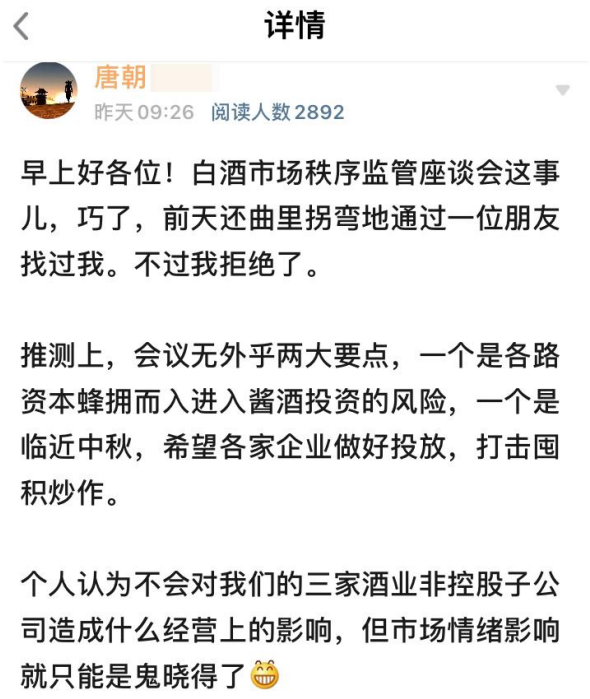
不小心又写长了🤔，大约 7000 字，只能单独成文放在第三条推送。



不感兴趣的朋友可以直接跳过

2. 市场监管总局召开白酒市场监管座谈会。

这事情，昨天早晚都说过，没有新观点，我直接拷贝记录吧。



最近，关于老唐茅台买点设高了的讨论比较多。

我**强烈建议**各位回看一次 2021 年 2 月 15 日的**《读史可以明智——对茅台的全面回顾和展望》**一文。

绝大部分朋友应该都看过，但我相信你**今日回看，不仅和半年前的阅读感受有大不同，甚至对投资体系的帮助，会比阅读很多本理念类书籍更有效。**

我借机再次简单阐述一下我的体系里，股市的钱分哪几部分，哪些钱是必须要赚的。

①一家符合老唐估值体系三大前提的企业，其当下的合理估值就是当年自由现金的 25~30 倍（我看中的大部分企业，我都直接用报表归母净利模拟自由现金，少部分企业会对报表归母净利打折模拟自由现金）；

②根据我对企业的确定性程度理解，我的买入价格最高可以出到合理估值的上限，即当年自由现金的25~30倍。

目标利润就是企业的成长。它=多年以后仍然以25~30倍市盈率卖出去，所获的差价。这个差价主要是由于企业净利润（自由现金）增长带来的。

用茅台举例就是：2013年151亿净利润，如果当时以30倍市盈率买入，到今年按照550亿净利润的30倍卖出去，1元变3.64元。

这部分利润就是巴菲特和芒格所说的“用合理价格购买优质企业”的回报，这是我必须要赚到的。错过了是耻辱，是不可饶恕的错误。

③买入时，还可以利用市场先生的悲观和愚蠢，获取安全边际。

因为我们不敢保证自己对企业成长的判断会100%对，所以我们在买入的时候，会要求一定幅度的安全边际。

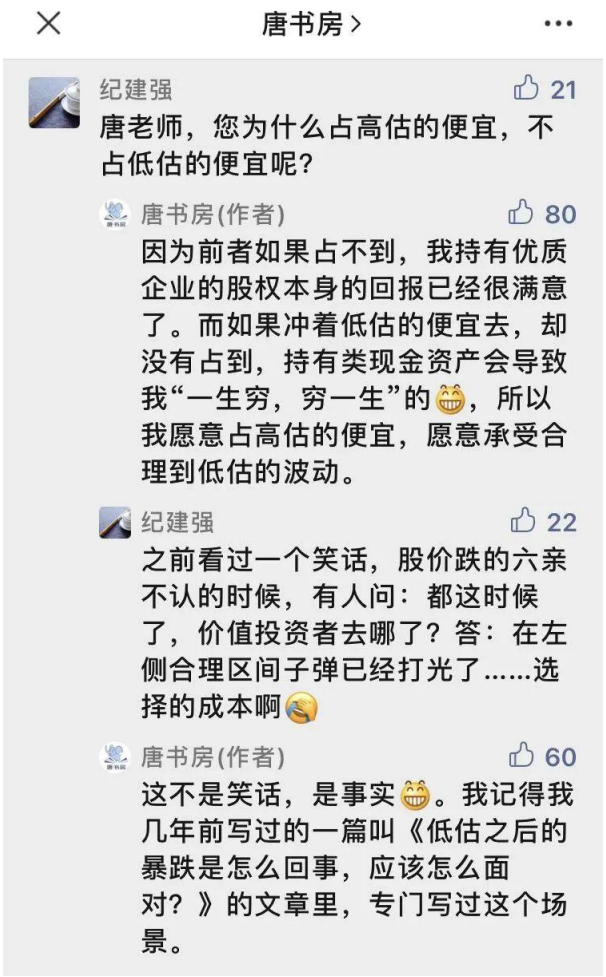
这个幅度按照自己对企业理解程度和确定性的把握去掌握，没有一定之规。但只要不是100%确定，建议一定要有，即选择市值低于合理价值的时候买入。

这幅度要求永远有利弊两面。

你设置买价越低，你可能占到更多市场先生的便宜，承受更少的价格波动。但同时也更可能错过目标企业，让资本以低收益的类现金资产形态存在。

所以，这部分是相对艺术的成分，也是患得患失的主要来源。

昨天文章下面有位朋友，提了一个很好的问题：



这个部分能捡多少，完全取决于你对企业确定性的判断。你越确定，需要的安全边际越少。反之必须越大。

同时也取决于你对波动的承受能力，对波动的承受能力越大，需要的安全边际越小。反之越大。

它很个性。

落在我头上，我对波动的承受能力很强，所以我个人对安全边际的要求一直不高。

举个简化例子：此时我有一笔钱放在银行，利率 3%。

现在工商银行突然发行一种债券，流动性和活期存款一样，利率 8%，假设没有其他投资选项，我个人一定是第一时间就将全部存款换成这个 8%的债券。

但有的人说，那万一工行后面又发行一种 12%的债券呢？

那我就只有干看着。或者卖出 8%债券去认购 12%债券（此时 8%债券市价完全有可能下跌了）。这是我的弊端。

然而你如果用一半现金买 8%利率债券，后面如果再也没有比 8%更高利率的债券发行。你就只能手持一半 8%债券，一半 3%存款，收益落后于我。

后面会不会有 12%债券出来呢？它就和下周股票价格会不会继续下跌一样，我的答案是不知道，不考虑。

我永远只在两种资产之间比较，并选择将财富放在收益率更高的资产上。仅此而已。

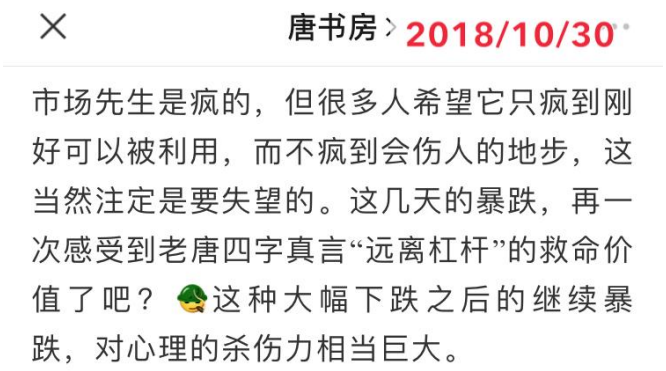
我面对的是现实已经存在的收益率比较，不是对市场未来股价涨跌的预测。不知道我说清楚没有？

这部分合理估值之下的便宜，能占尽量占。但只要能够弥补确定性的不足，占多占少不是很重要。

能占到市场先生多少便宜，即取决于市场先生不可预料的疯狂程度，也取决于你届时有没有更多钞票，有很大的运气成分在内。

从合理估值到严重低估的股价变动过程，是市场绝大多数人无法承受的，也是造成亏损的主要环节之一。

很多人猜底、猜还跌不跌的动，就是不想去承受这个波动。他们始终梦想市场先生疯的刚刚好：刚好送钱，送完钱掉头就上行，刚刚好不会伤人。



这是不可能的。你家宝宝都不一定有这么听话，更何况一个疯的市场先生。对吧？

举个例子：



从 186 到 118，跌幅 37%，下跌时间近一年，幅度不小，时间也不短。

但此时回头看，都是占市场先生便宜，只是占多占少的问题。多占了就多高兴点儿，少占了就少高兴点儿，无所谓的事情。

它和绝不允许自己错过目标企业成长带来的利润，要求是不一样的。

很巧，我记得段永平就是当时在 180 元附近开始介入茅台的，大神也一样承受了 180 到 118 的大跌。

注意，我没说人家是看了我的分析哈，段永平根本就不知道我这号小喽啰的存在😂

这只能是老唐之前说过的一句话：追着同一只兔子的鹰，即便素不相识，看上去也像是比翼双飞。

180 会不会跌到 118，2013 年我不知道。1800 会不会跌到 1180，2021 年我还是不知道。

但它丝毫不妨碍我享受过去八年茅台的成长，我也相信它仍然不会妨碍我享受未来八年茅台的成长😍

④然后是高估的利润。

高估的利润，也就是《读史可以明智》里写的 30~50/60 倍市盈率之间的利润，这部分对我而言是 windfall，是意外惊喜，是狗屎运。

强行送上门就收着，没有遇到就拉倒。大不了就是 49 倍市盈率掉头跌下去，重新跌至没有高估、合理估值甚至低估领域呗！

这种过山车是很多人患得患失难以接受的。但对我的体系而言，这是法定待遇，不仅要接受，更要去享受😁

茅台 200 亿利润的时候，没有涨到 50 倍市盈率，也就是 1 万亿市值没卖呗，继续等他 300 亿利润后涨到 50 倍市盈率再说；

300 亿利润的时候，没有涨到 50 倍市盈率，也就是 1.5 万亿市值没卖呗，那就等他 400 亿净利润后涨到 50 倍市盈率再说；

X 亿利润的时候，没有涨到……那就等它 1000 亿净利润后涨到 50 倍市盈率再说。

永远没有涨到 50 倍市盈率，那就永远持有、永远等，永远只享受企业本身的成长，不占市场一分钱便宜

⑤最后是高估到极度高估的利润。

比如从 60 倍市盈率（春节前的 3.3 万亿）继续上涨到 6.6 万亿，9.9 万亿……50 万亿。

这部分利润和我一毛钱关系都没有，看它一眼我就浪费了一眼。完毕。

投资就这么简单。

唯一的难题，唯一的未知数，是去理解企业的确定性，是去大致不离谱地预测企业的经营情况，即《巴芒演义》里说的“瞅地”。

这是需要投资者一生学习和努力的，就算是 90 岁的巴菲特，今天依然在学习。这个学习过程，会从市场先生手中领到数千万、数亿乃至数十亿奖学金。

这么高额的奖学金，当然是千万人争抢，当然不简单，不容易。就是学校几千块的奖学金，也不是那么好拿的，对吧？

3.洋河时间过半、任务过半。

8 月 17 日，宿迁市委书记和市长带队到洋河调研。

市委书记讲话原文：“去年以来，洋河股份积极克服发展中遇到的困难和问题，稳定恢复、持续向好，特别是今年上半年较好完成了‘时间过半、指标过半’的生产经营目标，交出了一份不错的成绩单。”

从“较好”“不错”的用词观察，推测洋河下周五晚上披露的半年报营业收入，估计在 150~160 亿之间，甚至不排除很小地超越 160 亿的可能。

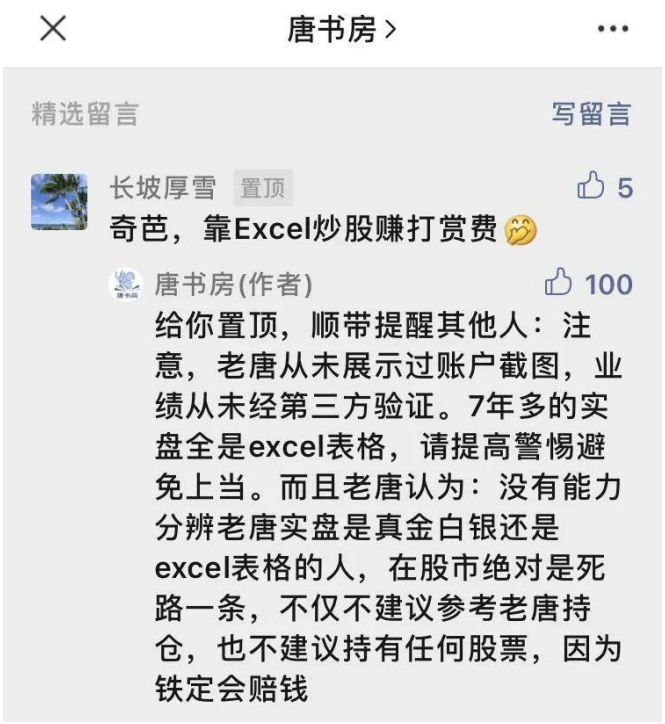
不过，由于信托理财的收益难以预计，加上中银证券股价的下跌，不敢预测半年报净利润

近期笼罩在洋河头上的乌云，应该就是从南京机场为源头扩散出去的新冠德尔塔疫情。江苏作为洋河的大本营，七八月份或多或少的受了一些影响。

目前看新闻除了扬州的情况还稍微严重，江苏其他城市以及国内其他省份基本都已恢复正常，推测不会对即将到来的中秋旺季消费有多大影响。

4.其他事项。

昨天的留言区，又有人过来鄙视老唐 excel 炒股。我索性满足这类人，直接给他置顶



之所以说“又”，是因为近期这种言论不少。

8 月 17 号我还因此拉黑了一位传话的信使，他/她“好心地”从别处搬来一段骂老唐的言论给我看。

我在书房多次说过，别处有人骂我，你怎么理解或面对，都无所谓。我不在意，也不感兴趣，但一定**不要传递给我**。当“好心的信使”有被拉黑的风险



这类“股价一涨就永远的神，股价一跌就狗日的唐朝”言论，我在 2012~2015 年茅台强行送钱的几年里，遇到过很多，已经基本免疫。

至于说老唐靠打赏、广告+出书，年入千万的。我努力，力争早日达到这个标准💪

如果有一天，我靠着唐书房能够年入千万，那种成就感和满足感，绝对比股市里年赚 10 亿更大。我会为此自豪、开心和嘚瑟的。

因为那可能代表着我影响和感动了许多人，给很多很多家庭带来了财富，同时也是给身边人树立了“**走正路、简简单单坦坦荡荡一样可以发财、发大财**”的榜样——这可能正好是这个世界最缺乏的正能量！

在这些人眼里，真正的牛人或许都是月月挖掘新牛股，步步踩中股市热点，随时高抛低吸，赚钱犹如探囊取物般的容易。

这个老唐确实做不到，也没敢吹自己牛。

老唐的能力就是那几张老面孔，既不识大体也不识大势，更不喜欢实地调研，而且还确实就在 550 加仓腾讯了，纯正低手一枚😎

老唐既没有发行私募的念头，也没有身处聚光灯下成名成家的兴趣。

我没有任何动力说服任何人相信我的分享，我不会给任何人展示自己的账户截图，除非某一天唐书房的影响力惊动了监管部门😎。

监管部门要调查老唐及家人的股票账户，易如反掌。届时如果发现有违法行为，钞票没收，老唐人设崩塌，吃瓜群众鼓掌看戏就好

信或者不信，都是自己的选择，是自己的判断力和思考能力的展示，和我没有什么关系。

我的实盘全部是 excel 表格，所有的买卖点位都是几个月、半年甚至几年前就写在那儿的。日常披露的交易，更是经常是成功抄“顶”——水平就这么烂

这样的情况，还有人认为老唐的 excel 是嘴炮盘、假的、骗粉丝的，他们的脑袋里是怎么想的呢？

要么，老唐自己的实盘收益其实比 excel 差多了。也就是说老唐辛辛苦苦研究企业，长期年化 28%收益率的账户，是负责帮别人赚钱的，自己的账户实际上已经亏出翔了？

要么，老唐自己的实盘其实比 excel 厉害多了，真实年化收益可能是 58%、88%。但秘籍绝对不会拿出来分享，只是随便搞个 28%年化收益的 excel 模拟账户，打发打发关注者？

哈哈，坦率说，面对书房数百万字的历史记录，能得出以上两种看法的人，这智商基本已经告别自行车了，赶紧离开股市才是唯一的活路。而且真心建议存银行都要找爹妈陪着，万一存进假银行呢？

以上，周末开心一乐。谢谢鼓励，我努力奋斗，力争早日能靠公众号年入千万，创造一个新的传奇

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

别忘了第三条还有篇 7000 字长文哦

第1006篇.　　2021.08.24 - 书房拾遗第23期

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-08-24

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。

大概每凑够四五千字，就推送一期。今天是第 23 期。

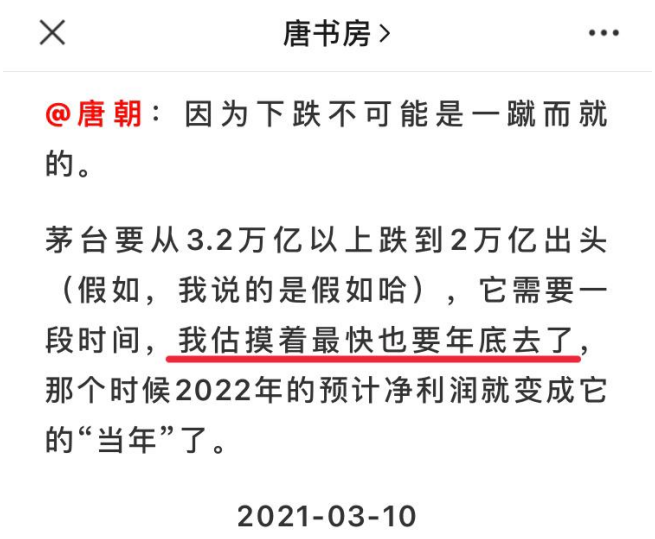


@风中一叶：腾讯自选股里港股价格是港元，那么和 A 股持仓一起之后，全部的股票仓位百分比计算的还准吗？会很智能地换算嘛？

@唐朝：APP 自动折算过了，比例是对的。

2021 年 7 月 30 日

@唐朝：半年时间，每股下跌近千元。春节前谁想到了？没有。没听见过任何人说过这种可能，包括因卖出茅台而被开除出价投圈的某胖😍



它再次提醒我们：投资对象千万条，预测股价不可靠。

任何建立在对股价预测基础上的投资体系，都是靠不住的，包括且不限于：我感觉跌不下去了，我认为要涨，势头很糟糕，目前的环境不支持大涨/大跌，这个板块大有前途/没有希望……

一定要相信自己“绝对没有这个能力”，否则你早就应该在服不服排行榜上了😝

一定要在每次决策之前默念一次。看看自己的决策依据里，有没有包括看涨看跌的因素。

只有想清楚自己完全没有能力预判涨跌，还确定能赚到钱，你的内心才会真的踏实。

@财务自由的核心是灵魂的自由：还是习惯性地会去判断行情究竟是反弹还是反转，怎么办？

@唐朝：每次判断的时候，对着镜子大声质问自己三遍：你个蠢货，你有能力判断反弹和反转吗？如果有，你为什么现在没有上福布斯呢？为什么还这么穷呢？

三次一个疗程，基本保证可以治愈。别问我为啥知道，因为我自己就是这么治好的😁

2021 年 7 月 30 日

@唐朝：投资最怕的，也是我们终生需要克服的，就是先有结论（或行为），然后选择性地给自己找证据。认同不？

需要论证“不必惊慌”时说：黄忠 60 岁跟刘备混，德川家康 70 岁打天下，姜子牙 80 岁为丞相，佘太君 100 岁挂帅，孙悟空 500 岁西天取经，白素贞 1000 多岁才下山谈恋爱，你着急个啥！

需要论证“时不我待”时说：盖茨 39 岁成世界首富，陈天桥 31 岁成中国首富，孙中山 28 岁创办兴中会，孙权 19 岁占据江东，丁俊晖 14 岁拿世界冠军，康熙 8 岁登基，邓波儿 7 岁拿奥斯卡，贝多芬 4 岁作曲，葫芦娃刚出生就打妖怪，你说该不该着急？

真的假的呢？例子全对，没假话。有价值没有呢？不是没有毛线的价值，是价值为负。

@周明芃：先射箭在墙上，再画靶子。那么如何去克服这种行为呢？

是不是可以这么理解：我先找好靶子（寻找符合三大前提的公司）在进入射击范围（安全边际）把箭射出去就行了，然后要特别重视和自己预设结论相反的观点？

@唐朝：你总结的真好，比我说的更简洁透彻，给你点赞👍😁

2021 年 7 月 30 日

@古山：中国股市真不是价值投资，说投机一点都不过分。要在这个股市赚到钱要有自己的交易系统，k 线、消息都只是参考，系统越简单越好，就是高卖低买。可惜没几个人能做到，大部分人追涨杀跌，做成高买低卖。我感觉自己就差点火候，所以现在还在亏损。

@唐朝：任何股市都是投机占大部分，所以任何股市都是赔钱的人占大部分。古今中外概莫能外。

2021 年 7 月 31 日

@Jin：老唐，您怎么看投资跟着政策走？

十三五规划就是促进了大消费的增长，十四五确实是加大力度在创新和碳中和领域上，因此能火的行业和公司肯定是不同的。

@唐朝：我自走我路，有时候跟上政策，有时候没有跟上政策，变化的是政策，不是我。

2021 年 7 月 31 日

@天下无冬：唐长老，投资的成功除了需要努力和水平，是否还需要一点运气？

我在想，如果老唐没有被动在二千六左右卖出茅台前，它就掉头一路向下，投资收益会有巨大差异。

所以我想您在一千七左右买入的逻辑，除了和类现金比较优势之外，是不是也有少许这方面的因素？同时也再次说明不能简单抄作业。

@唐朝：需要。但如果你以长期心态看的话，运气会对冲掉，一生总会遇到一些好运气，也总会遇到一些坏运气，每个人都不例外。这种情况下，运气以外的因素就成为了决定性因素。

2021 年 7 月 31 日

@唐朝：刚刚那位朋友分享的文章里有张鸡汤图，挺有意思的。



它引发我想起一个问题：说有两位投资者，一位第一年赚 80%，第二年回撤 30%。另一位第一年赚 15%，第二年还赚 15%。两年结束，谁的钱多？

直觉上应该是前者，但数学可以证明：

100×180%×70%=126

100×115%×115%=132.25

这当然是个简化模型。但它实际上就是题材股、热门股投资者和基于企业真实盈利能力的投资者之间

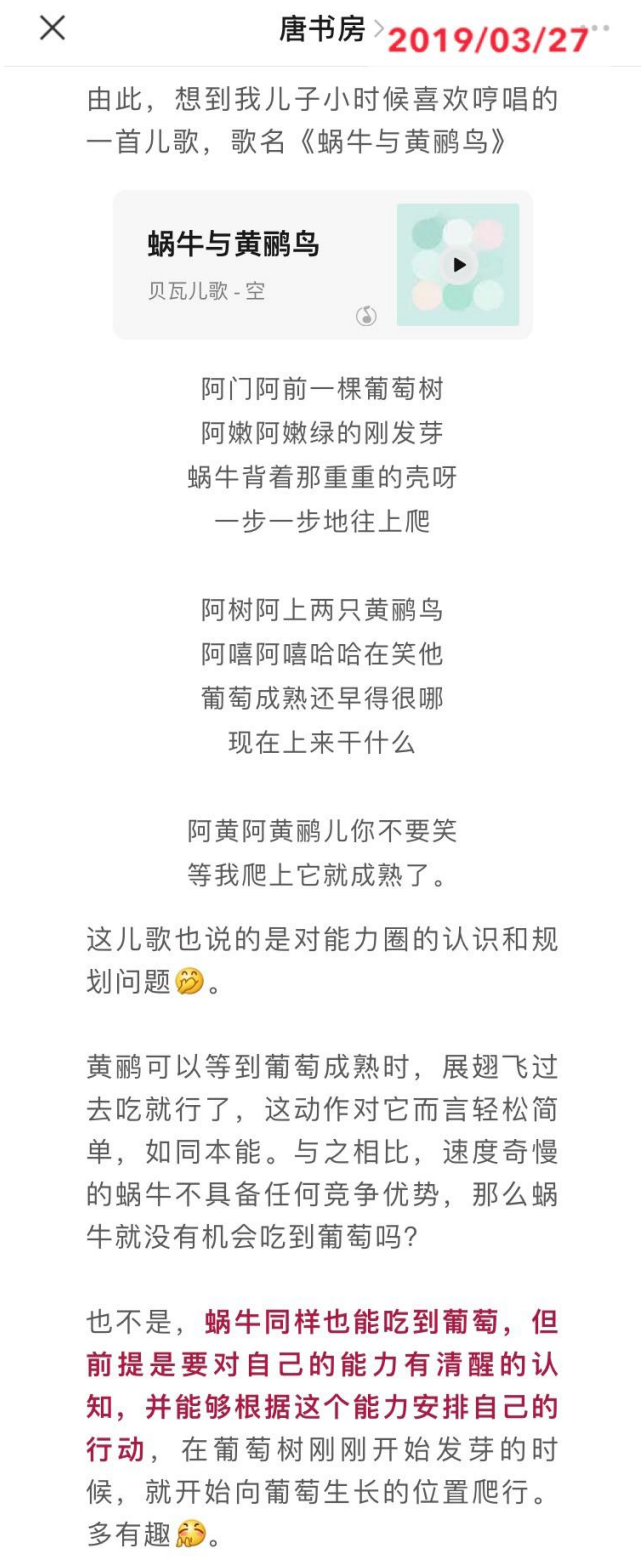
思考方式的差别，也是两种投资者财富增长的代表形态。

毫无疑问，能年赚 80%的投资者一定耀眼的多，哪怕其逻辑背后埋着回撤 30%的危机，但它满足了站在聚光灯下轰轰烈烈的需求。

@云竹禅语：看到这，就想到乌龟和兔子赛跑的故事。

@滚雪球：我想到的是蜗牛与黄鹂鸟。

@唐朝：儿歌“蜗牛与黄鹂鸟”的核心要点，是知道自己的能力边界并根据它去安排自己的行动✊



@东邪惜独：请问茅台酒和系列产品基酒的生产量，在前些年年报没有分开披露时，数据是从哪儿获取的呢？

@唐朝：茅台基酒一直都有披露。没在年报披露以前，通常在经销商大会前后（12 月 18 日）的新闻里可以看到。

有年报披露的基酒总产量，有经销商大会前后披露的茅台基酒产量，于是等于系列酒基酒产量数据也就有了。

2021 年 8 月 3 日

@邵明：请教下唐师，茅台需要销售吗？茅台供不应求是否还需要经销商出力，或者说全部给电商 1499 是否可以？

茅台的优秀是自身素质硬还是销售给力呢？

@唐朝：需要。不要高估了电商，白酒在电商的销售占比其实微不足道。

目前的大好形势是公司和经销商共同努力的结果。过河拆桥、卸磨杀驴是极其短视的作法，在可见的未来，经销商都仍将是公司不可或缺的合作伙伴，是股东利润的重要来源。

2021 年 8 月 3 日

@Mayi：老唐，芒格在 1973 年-1974 年受到沉重打击，连续两年收益率-30%以上。

长期投资迟早也会遇到这样的灾年，我想的是即便留有两年开支的钱，但真要遇到这样的打击还是挺痛苦。请问，您会怎么应对呢？

@唐朝：为什么会痛苦呢？我知道遇到这种情况这是必然的，而且一旦遇到后未来会赚很多很多钱，所以我不会痛苦，任何应对也不需要做。

2021 年 8 月 3 日

@静听山海：理念比什么都重要，价投理念没错，但不能结合趋势操作，就只能一味的守株待兔，资金长时间被套或坐过山车，岂不是浪费时间和金钱？

投入股市至今，长期的价值投资让我深刻的认识到，价投的难度远远大于技术、趋势等波段型操作。二者最大的区别在于，前者看似易学，实际上操作最难！后者，看似门槛很高，而一旦理念和技术、纪律体系等历练形成，成功就是必然！

@唐朝：理念比什么都重要，价投理念没错，但如果结合趋势操作，就是假背口诀，不懂装懂。

价投就是守株待兔，资金长时间被套或坐过山车的时候，“株”日夜生长，财富日积月累，一不小心有兔子撞死在上面了，哈哈一乐，加餐卤兔头、勾魂兔腿、香烤兔肉。简直是享受生活的同时赚取金钱，岂不美哉，乐哉！

可惜世人多喜好杀进杀出，以为练出所谓纪律和技术，便可在博弈当中探囊取物，只能哀叹，可悲、可悲，浪费时间和金钱尔……😈

2021 年 8 月 3 日

@古腾树：唐老师，腾讯还有下跌的空间吗？

@唐朝：有。任何个股都有下跌空间，一般不超过 100%🤪

@張東志：老唐，你的企鹅成本现在多少？

@唐朝：我告诉你成本 3000、800、400 或者 0 元，是会对未来走势产生影响呢？还是可以改变你的赚

赔？

@谷雨轩：老唐腾讯的成本应该在 460 左右了吧？

@唐朝：没算，但你估计的可能八九不离十。这个，对你赚钱有帮助吗？

2021 年 8 月 3 日

@唐朝：昨晚好几位朋友追问老唐腾讯的成本，好奇心驱使，今天早上真统计了一下：持仓成本 477 港币。

也就是说从 2017 年 1 月 197.3 港币开始介入腾讯至今，通过不断的“追高买入”，目前是整体处于亏损状态中。

唯一的成就，也就是给自己配置了八位数的小企鹅，静静等待小鹅长大中……

2021 年 8 月 4 日

@小石头：工作中领导和同事多次说我不能抓住谈话的重点，提的问题别人不知道我想问啥，思维比较跳跃，想问下您如何破解这种状况，如何提高锻炼深度思考的能力？

@唐朝：这种类型，我在书房也经常遇到。

经常有人写好长一串文字，读完后不知道他/她究竟想问啥。又或者同时涌出的问题太多，被询问者不知道应该如何应对和交流。

我个人觉得可能首先要锻炼问“一个”“问题”。

当自己有疑问的时候，别急着全抛出来，尝试着只问“一个”问题，并同时审视一下自己提出来的是“问题”吗？——大部分人会误将情绪或观点的表达，当作“问题”抛出。

有条件的话，还可以尝试写下来。推敲一下，强制要求自己第一遍写出来后，只能删，不能加。看能不能最大限度的精简问题。

这样锻炼一段时间，可能就会大有改观——无论是生活、工作还是投资，这种思维方式挺重要的，甚至可能比知识还要重要。

@永远好奇的儒子：是的，会提问题才会很好的思考。形容一个人很有知识往往说这个人很有学问，人们重视”学“，却容易忽略这个“问”字。

@寒玉：我第一次在书房提问就是这样的，估计一大堆问题把唐老师弄晕了！然后唐老师的答案把我也弄晕了！我也要把这毛病改了，一次问“一个”“问题” 

2021 年 8 月 4 日

@17.w：《金融炼金术》这本书怎么理解，我才看了十几页就有点懵逼了。

@唐朝：别怕。俺也一样 

@唐嘉序：搭车请问老唐《美国货币史》值得看吗？看了十几页一头雾水。

@唐朝：经典名著，在我书架上摆了十几年，硬是没看完 

2021 年 8 月 4 日

@时：段永平又开始买腾讯了。

@bp：其实呢，给自己背书的不是老唐老段老李老王，而是真知。没有真知，老唐老段老李老王买了还是心惶惶。

@唐朝：居高声自远，非是藉秋风。看到很多关于段永平“抄底”腾讯的报道和帖子，突然想起我在

《巴芒演义》里引用过的芒格的一个比喻：

“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。”

财富值足够大的时候，说服力自然就起来了。

甚至可能已经被引申到“管理别人财富值足够大的人”说服力也会更强的程度。同样的言论，同样的行为，从百亿基金经理口中说出，就是比从草根投资者口中说出，更有说服力。

这或许也是推动人努力赚钱的动力之一吧！居高声自远，非是藉秋风💪

2021 年 8 月 4 日

@曼谷的小象：腾讯游戏业务取消税收优惠会影响多少盈利？

1）2020 年，腾讯总收入 4821 亿，其中，游戏收入 1912 亿，占比 40%。2020 年，“除税前盈利”1800 亿，非通用准则总盈利 1227 亿，游戏盈利不知。

如果按照收入占比 40%、税前盈利 1800 亿毛估，游戏“除税前盈利”720 亿，考虑到游戏毛利水平高，按照 1000 亿估算。

2）腾讯多数纳税主体是按高新技术企业的 15%缴纳，部分子公司是按照重点软件企业 10%缴纳。推测游戏子公司属于后者。

3）2020 年，公司缴纳所得税 199 亿元，综合税率 11.06%。

4）如果不享受重点软件企业优惠，游戏部分税率从 10%上调至 15%，税收增加 50 亿；如果直接按 25%纳税，税收增加 150 亿。

中间值 100 亿，最悲观估计 150 亿，大概对盈利的影响是这么多。

5）上述估算有两点未知，一是游戏业务“除税前盈利”按 1000 亿估算是拍的，二是所得税优惠最终会怎么调整。

@唐朝：估算的很清晰。最后一点里，我补一句偏乐观的因素：

5）上述估算有三点未知，一是……，二是……，三是取消游戏公司的软件企业税收优惠，不知道会死掉多少小游戏企业，让出多少市场份额，导致腾讯营收和净利润提升幅度有多大。

2021 年 8 月 5 日

@唐朝：媒体真会总结造词，旧有“煤飞色舞”，今有“稀锂湖土”，还有前阵子特别流行的“xx 茅”。

直觉上一般有这种词出来的时候，相关热点基本就是尾声，如同××茅指数出台之后，连茅台本茅都沦落为“茅坑”了😁



@唐**：被‘茅坑’笑岔气了

@杨振宇：老唐说投资不能靠“直觉”耶！

@唐朝：对，投资不能靠直觉，当吃瓜群众围观时可以

@好奇求真：媒体就是市场先生的代言人。

@逆流而上：没关注老唐之前，经常被被这帮人忽悠，印象最深刻的是 15 年左右的国企改革

2021 年 8 月 6 日

第1007篇.　　2021.08.26 - 书房拾遗第24期

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-08-26

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。

大概每凑够四五千字，就推送一期。今天是第 24 期。

@安波：老唐有没有想过“人算不如天算”，盈或者亏有一部分天意的作用。

@唐朝：天意，有时起正面作用，有时起负面作用，长期来看=0。

而且，即便它不等于零，真的有用，难道你我还有本事努力去改变天意——抓住有利天意或者躲过不利天意？

如果能承认你我没有这个本事，那么关注它就毫无意义。在自己能够改变的地方努力，然后承受自己不能改变的东西即可。

2021 年 8 月 7 日

@唐华：少数股东损益，看了新手财 155 页最后一段，我还是有点理解不到位：少数股东并没有持上市公司的股份，在合并报表中何来损益？

@唐朝：譬如茅台集团持有茅台销售公司 5%的股权，那么销售公司的净利润里就有茅台集团的 5%。

上市公司持有销售公司 95%股权，所以销售公司的全部收入和利润会计入合并利润表里。此时上市公司合并利润表，就用少数股东损益这个科目，来放置属于茅台集团 5%股份所对应的净利润。

从合并利润表净利润里，减去所有非全资控股子公司里属于少数股东的净利润，剩下的才是属于上市股东的净利润，简称为“归母净利”。

平时各种计算里谈到的上市公司净利润，都指的是这个“归母净利”——归属上市公司股东拥有的净利润。

2021 年 8 月 7 日

@雷老虎：文中消费税的计算写的是按茅台出厂价的 12%加 1 元/升，但报表里，它≠营业收入×12%+销售吨数×1000，差异什么原因造成的？

@唐朝：主要是给公司创造营业收入的产品，并不全部是按照出厂价销售的 53 度飞天普茅。

即有出厂价销售的飞天普茅，也有以其他价格销售的飞天普茅，还有陈年茅台、非标茅台、低度茅台、系列酒等多种价格带产品。

2021 年 8 月 7 日

@唐朝：这次是妥妥滴被小美调戏了🤦

以后再有人问老唐的赔钱案例，2021 年美的集团巨亏 8%出头，底部割肉（62 元）后立刻反转的无间隔打脸案例，必须榜上有名🦉🧐



@姚队：成功逃底🤦🤦

@梁毅：精准卖在最低点，我以前经常干这种事，现在偶尔也干点儿。

从了老唐之后，现在倒是觉着接“飞刀”很享受，不再像以前恐慌割肉那样害怕了

2021 年 8 月 9 日

@Leo：今天老唐之前 ETF 的“亏损”全涨回来了！

@唐朝：算这些，累死。手里所有的钱，都是从市场赚的，不用去计较短期的你来我往，专注于比较和放置就好了！

2021 年 8 月 10 日

@蔡紫潼：怎么克服每次股价下跌的时候，总是想着可能还会继续跌，过几天再买。然后过几天涨了，就想早知道前几天就买了

比如洋河 160 的时候，想着唐老师理想买点是 140，因为腾讯就来到了理想买点，所以总幻想着洋河也会来。

@唐朝：说明你还是觉着自己有能力猜出涨跌噻。

等你啥时候真的接受自己没那么聪明，笨的和老唐差不多，那时候你就不会再抱这种幻想，自然也就没有了这种烦恼

2021 年 8 月 10 日

@贾新宝：去年底关注了你的文章，你的茅台（以及其他的减仓）一出一进操作太完美了，学习到了不少东西。

@唐朝：运气而已。别太关注“时机”，那是书房最不值钱的东西。

2021 年 8 月 10 日

@项颖吉：茅台减剩一手以后目前浮亏达到 50%，也就是成本 2600。此时我该加仓吗？

@唐朝：这个问题本身是错误的。该不该加仓和你的浮亏浮盈、成本 2600 还是 260 一分钱关系都没有。

2021 年 8 月 11 日

@华星昊：唐师，在学习的路上我仍有一个疑惑，就是：怎么看待自己投资股票和投资主动性基金？

既然个人投资者收获 12%的年化是一件很难的事情，而优秀的基金经理可以达到 15%以上，那是不是对大多数个人投资者而言，还不如投资主动性基金？

@唐朝：选一个优秀的基金经理，难度或许不低于选股。但如果你有能力选中的话， 那当然投他/她比自己干轻松多了。

另外，对于绝大多数个人投资者而言，其实更好的、更简单的选择是：定时、定额、定投宽基指数基金。

2021 年 8 月 11 日

@LCAMUS：教培股团灭以来，我一直思考一个问题——中国股市是政策市吗？如果是，怎么践行价值投资？

@唐朝：严格的说，任何国家的股市都会受政策影响，程度大小不同，但这不妨碍价值投资的践行。

因为价值投资就是投企业，企业赚钱所以你赚钱。并不是说一个地方是政策市，企业就不赚钱了。对吧？

@LCAMUS：这是不是说，做价值投资也要关心一点宏观经济、国家的政策走向？

@唐朝：关心关心也无妨。反正省下来的时间你也是用来刷抖音追剧看小说了不是？

2021 年 8 月 11 日

@微光：当下约 750 亿市值的上海机场，您怎么看？

@唐朝：仅就浦东机场而言，当下的估值水平，我认为已经体现出市场的悲观预期了。

但因为有个悬而未决的收购，不知道虹桥机场的详细情况，也不知道会把虹桥机场作价多少注入上市公司，所以目前还不好下判断。

@闻鸡起舞：即便排除未知的并购干扰，在“上有封顶、下不保底”的情况下，看好上海机场的逻辑是什么？

@唐朝：疫情总会过去，封顶总会消失，足够便宜的价格可以弥补时间的欠缺。

2021 年 8 月 11 日

@Daniel：8 月 11 日， “民生信托-至信 1071 号信托计划”爆雷，民生信托已告知投资者延期兑付。“至信 1071”总存续规模高达 13.5 亿元。这属于无法兑付了所以卖给洋河了吧？

@唐朝：①洋河并没有投资“至信 1071”这款产品；

②洋河最近买的是民生信托公司投资的一款基金的份额，以及民生信托公司自身的股权，和你说的这个不搭界。

2021 年 8 月 11 日

@XYLIU：想请教一下怎么看茅台系列酒？管理层似乎认为通过系列酒可以让更多人认识白酒、认识酱香，来增大有效市场空间。

但普茅本身需求端是已经足够的，现在系列酒这么多如此混乱，加上集团和技开的产品，会不会造成当年皮尔卡丹/拉尔夫劳伦那样的结局——过于混杂的低端产品线，最终侵蚀了高端产品的心智定位和定价空间？

@唐朝：系列酒和茅台之间不构成竞争关系，而且品牌很清晰的，不混乱。

至于集团和技开的产品，以茅台公司近几年的作法看，管理的还不错，至少商标和股份公司产品有明显的区别。

2021 年 8 月 11 日

@Liu Happy：按照趋势理论老是能赚点，唐老师怎么看趋势的？

@唐朝：我不懂。如果老是能赚，那就继续赚着呗，不用担心钱太多不好处理

2021 年 8 月 11 日

@张鹏程：想问一下怎么判断股东之间的矛盾是否会影响公司经营？

我最近关注了中炬高新，宝能大股东和国资二股东有分歧，而且市面上老担心宝能缺钱会对中炬高新有什么影响。

但我看财报也没看出来大股东对公司有什么坏心思，财报很干净，相反宝能在控费用，请老唐指点。

@唐朝：指点不了。这要建立在对具体公司的了解，对具体情况的了解上才能判断，并没有什么一刀切的万能指标

2021 年 8 月 11 日

@邓聪：刚看了一下萤石的上市预案，目前萤石 40%的股份是私募股权性质的，他们是不是因为未来几年有退出的诉求才推动上市的？

@唐朝：理解错误。萤石股权结构是 60%海康+40%员工。

@邓聪：萤石 40%的股份是杭州阡陌青荷股权投资合伙企业(有限合伙)持有，背后的 LP 是中建投信托股份，这个 LP 应该有所求吧。是我理解的有问题吗？

@唐朝：是的，你的理解有误。这个合伙企业其实就是员工持股平台，海康威视及萤石网络的核心员工持有阡陌的 99.9983%股份，信托只是通道。

@邓聪：明白了，太感谢了，仔细看了一下，海康微影、机器人、消防等，都是一样的股权架构，受教受教。

2021 年 8 月 11 日

@Wacb：唐老师如何看孙正义暂停投资中国？

@唐朝：是一件影响非常大的事情，也是国际资本对我国近期监管负面变化的茫然无措下的应对，相信会给我国引进和利用外资带来很大的冲击。

不过，似乎我党已经意识到最近搞的有点过头了，昨天推出的《法治政府建设实施纲要（2021－2025 年)》，里面特意强调了“以良法善治保障新业态新模式健康发展”。

@Wacb：那这会影响唐老师对腾讯的信心吗？

@唐朝：不会。

2021 年 8 月 12 日

@翁敏杰：你对几只股票都设置有最高持股比例，如茅台和腾讯 40%，洋河 25%，分众 15%，陕煤 15%，古井 B15%等，请问你是依据什么做上述设定？

@唐朝：对企业确定性的理解。

2021 年 8 月 12 日

@城南五棵松：股市游荡多年，今年算是真正的投资元年。

唐师的夹头理论有着严谨的逻辑闭环，深为折服。别瞅傻子，瞅地，更是时刻挂在心间，始终小心翼翼。

但于对自己眼界、经验、分析能力的怀疑，至今未满仓(目前 50%仓位)，深知此为心魔，盼唐师教我如何破此心魔。

@唐朝：不用破。

@城南五棵松：唐师，不破我都要精神分裂了呀，脑子里面好像一直有两个小人在打架，一个说：你守着一堆注定贬值的法币干啥，另一个说：万一看错了怎么办。

@唐朝：正常，这说明你目前并不确定目标投资对象比那堆钱更有价值，你强行破它干嘛？

加深对企业的研究和理解，等你内心真的确定目标比那堆法币有价值的时候，你自然就不纠结了，做出决策也就易如反掌了。

2021 年 8 月 12 日

@巴扎黑：关于房地产企业，你曾说不知道最后企业剩下一堆地还是钱，所以不敢投。

但地是资产，钱也是资产，某种意义上是等价的，其实所有资产都可以换算成等价的概念吧？

对于房企，若拿地大部分是一二线城市的优质地块，那便不用太担心变现问题吧？只是现金的另一种存在方式而已。

@唐朝：我恰恰是没有你那么肯定：“一二线城市的优质地块，不担心变现问题”。

2021 年 8 月 12 日

@Gps：茅台 2020 年以后就不扩产基酒了，最后一批扩产的 2024 年可以销售 2024 年以后可咋整啊？

茅台 5 年后会不会丧失前进动力，投资不是看当下啊，要看 10 年吧！

@唐朝：提价，系列酒+食言扩产（找到适合的地方或方法继续扩产茅台基酒）。

2021 年 8 月 15 日

@Wenjie ZHU：腾讯税收比例上调，预期利润增速降低，那么估值是否也应该要相应的调低？

@唐朝：可以忽略的比例，包含在那个“约”字里面即可。投资之所以要预留安全边际，就是为这些事情准备的。

2021 年 8 月 15 日

@。。。。：洋河为什么不把闲钱买指数基金呢？

@唐朝：不是自己私人口袋里的钱， 都要考虑一个决策者责任问题。

2021 年 8 月 15 日

@Andy：在《老唐实盘周记 2021/07/03》中，您提到由于古井贡的定增完成且募得 50 亿现金，所以您将古井贡 B 的买点上调了 35 亿（当年增加的 50 亿现金打了七折）。

我想问一下为何要打七折呢，是现金含金量不够吗，还是为保守起见？

@唐朝：我们从来不干用一元买一元的所谓等价交换（无效劳动），总要占点儿便宜才交易。占多大的便宜呢？大师们的经验是 4~7 折。

这段话面熟不？面熟就对了，书房写过多次😜

2021 年 8 月 15 日

@王颖：老唐，如果您的证券资产是目前的 1%，你的配置是否还会是这样？是否会更加的激进一点或有其他方面的改变？

@唐朝：这个问题很难回答，历史很难假设。

不过我认为，如果我选择更激进的策略，或者做一些其他方面的改变，你假设的属于我的 1%资产，大概率永远也到不了今天的规模。

2021 年 8 月 15 日

@风**：上周周记中关于永煤控股大股东大额占用上市公司资金的事，突然让我想起以前唐书房文章里描述过的一个问题。

我不记得唐老师准确、专业的原文描述了，大概意思是：

公司选择把现金留在哪个子公司不重要，比如巴菲特的伯克希尔，集团公司可以在内部调整现金流的使用，比如多余现金可以给巴老拿来进行投资！

那这和上市公司大股东任意、低效占用上市公司资金的行为如何区别？

@唐朝：放在任何子公司，金钱依然属于上市公司自己控制，就像你把钱放在自己左口袋或者右口袋里一样，随时需要随时可以摸出来。

而被大股东占用，就像把钱交给妈妈保管。你需要的时候，能否实际使用这笔钱，既要取决于妈妈的心情，还要取决于妈妈届时的支付能力。

所以这两种方式是有区别的。

2021 年 8 月 16 日

@刘浩萌：股市是零和博弈吗？虽然我们挣的是企业经营增长的钱，但毕竟企业股价抬高也是被别人买上去的。

@唐朝：股市不是零和博弈。

@刘浩萌：那如何反驳零和博弈的说法呢？

@唐朝：作为股权的部分，是产生正收益的。

就如同一家经营的不错的非上市企业，没有谁抬高“股价”甚至根本就没有股票交易，该企业股东仍然会持续赚到钱。这是一个简单的常识，任何人身边都可以看到。

而作为票据交易的部分，也不是零和交易，是负和交易。输家输的=赢家赢的+佣金税费。

2021 年 8 月 16 日

@悠见南：关于永煤财务报表作假的事，我想问一下正确的记账是不是应该计入其他应收款？

@唐朝：不是，是披露该笔资金属于受限资金。未经控股股东允许，上市公司无法调动该笔资金。

2021 年 8 月 16 日

@曹冬：怎么看待洋河在山西和贵州这两个市场做不起来？

@唐朝：可能主要是这两个地方的消费者，长期习惯了清香和酱香，浓香酒的培育相对困难一些吧。

2021 年 8 月 16 日

@滕：您估值的时候用三年净利润，是考虑准备三年后卖出么？还是年数再长了，估不准呢？

@唐朝：后者吧。

2021 年 8 月 16 日

@Someday：老唐，请教一下您的价值投资实战手册，为啥把正确面对股价波动放在第一章，而把企业估值放在第二章。

我理解价投的逻辑应是先估出企业价值，确定是否买入，然后才轮到如何面对股价波动。不知老唐是怎么考虑的？

@唐朝：正确面对波动的能力，决定着投资者在市场里能否赚到钱。企业估值能力，决定投资者能赚多少。很显然前者更重要，所以放第一章。

2021 年 8 月 17 日

第1008篇.　　2021.08.27 - 老唐实盘周记20210828

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-08-27

注：本周六和周日都有事，实盘周记提前推送。

本周交易

无

目前持仓

目前持仓：腾讯 39%，洋河 25%，茅台 17%，分众 8%，古井贡 B5%，陕西煤业 5%，另有占比可忽略的观察仓海康威视和福寿园。

下表除“当前股价”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	39%	72000±10%	<36000	80000	37252	466.40	-17.07%
洋河股份	25%	4200±10%	<2100	4700	2548	169.10	-27.43%
贵州茅台	17%	26400±10%	<13200	35000	20049	1596.03	-19.34%
分众传媒	8%	①	<770	1980	1088	7.41	-24.05%
古井贡B	5%	920±10%	<460	1060	423	96.28	-9.32%
陕西煤业	5%	①	<1020	2500	1138	11.74	37.08%
沪深300						4827.04	-7.37%
上证指数						3522.16	1.41%
2021/8/28			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8320	

注：①采用席勒市盈率估值的企业，不估算三年后估值；

②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；

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。

附：上期数据

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	37%	72000±10%	<36000	80000	34063	425.40	-24.36%
洋河股份	26%	4200±10%	<2100	4700	2395	158.92	-31.80%
贵州茅台	18%	26400±10%	<13200	35000	19446	1548.00	-21.77%
分众传媒	8%	①	<770	1980	1042	7.10	-27.23%
古井贡B	6%	920±10%	<460	1060	418	94.90	-10.62%
陕西煤业	5%	①	<1020	2500	1015	10.47	22.25%
沪深300						4769.27	-8.48%
上证指数						3427.33	-1.32%
2021/8/21			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8341	

收益

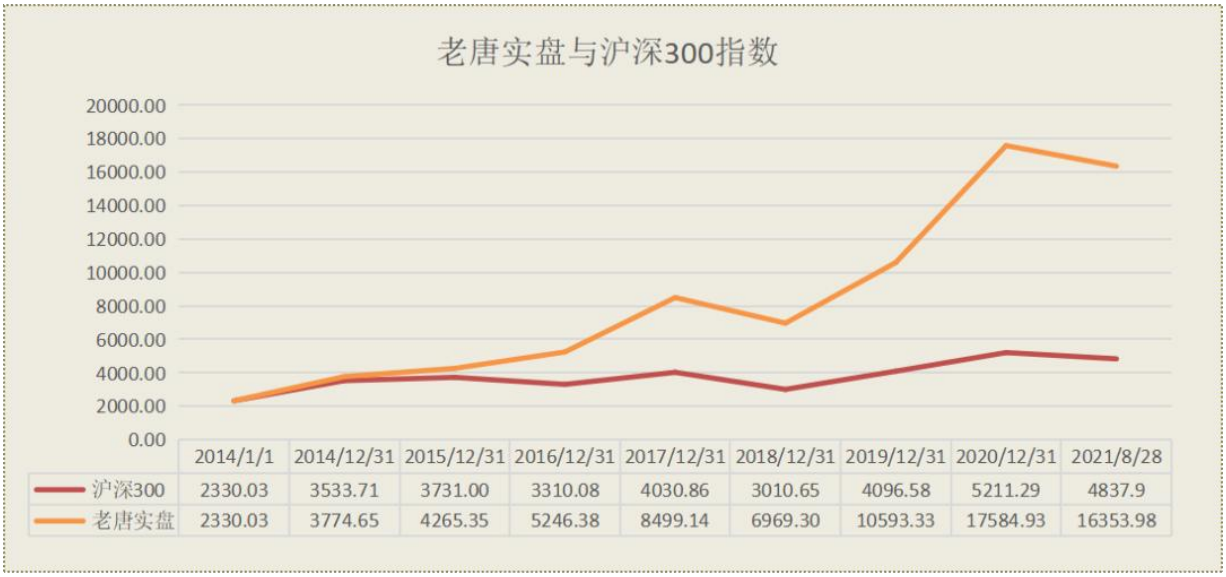
本周实盘净值大涨约 7%。2021 年年内收益从上周末的-14%，变成本周末的-8%（四舍五入）

老唐实盘	年度收益	期末净值	期限/年	年化收益	HS300涨幅	HS300净值	HS300年化
2014	62%	1.62	1	62%	51.66%	1.52	51.66%
2015	13%	1.83	2	35%	5.58%	1.60	26.54%
2016	23%	2.25	3	31%	-11.28%	1.42	12.40%
2017	62%	3.65	4	38%	21.78%	1.73	14.70%
2018	-18%	2.99	5	25%	-25.31%	1.30	5.22%
2019	52%	4.55	6	29%	36.07%	1.76	9.88%
2020	66%	7.55	7	34%	27.21%	2.24	12.21%
2021/8/28	-8%	6.94	7.66	29%	-7.37%	2.08	10.03%

注①：老唐实盘年度收益率，按基金净值法和实际收益率孰低取值，均不含新股收益。

注②：沪深 300 指数收益未包含每年 2%左右的分红，数据略有低估。

实盘与沪深 300 指数对比图



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/8/28
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	5211.29	4837.9
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	17584.93	16353.98

重要事项

本周重要事项包括：1.腾讯启动回购；2.分众发布半年报；3.本月阅读分享。

1.腾讯启动回购。

自腾讯中报披露次日开始，腾讯就启动了买买买程序，开始回购本公司股票。但总额并不大，更多的是一种象征和表态吧。

8 月 19 日至 24 日，合计买入 67.26 万股，耗资也就不到 3 亿港币。

有朋友说，回购在 24 日仅实现了 2.26 万股，就停止了。是因为港交所对企业回购股票的价格有规定，不允许超过最近五个交易日平均价格的 5%。

而 8 月 24 日对应的“最近 5 个交易日平均价格×1.05”就是 451.8 港币，所以价格达到 451.8 港币之后，腾讯的回购就停止了。

我没怎么关心过回购规则。但看腾讯的操作，估计这些朋友分享的规则应该是没错的。

在我看来，腾讯此时此价的回购，意义不大。也就是向市场释放一种信号，表明企业物超所值而已。

总体来说，回购是哄抬短期股价，降低持有者的长期回报😈。有钱还是拿去投资更多的准独角兽，更有利于小企鹅的成长。

因此，这是一件没啥关心价值的事儿，知道即可。

2.分众发布半年报。

分众的半年报业绩在 4 月份已经预告过。

4 月 22 日发布的一季报里，预告半年报净利润范围为 28.3~29.8 亿之间。

本周披露的半年报，上半年归母净利 29 亿，落在 28.3~29.8 亿的中点。

虽然本期财报主要数据都在预料之中，但依然有让人惊喜的地方：中期分红、注销剩余库存股，以及期待中的三季报业绩预告。

这次中期分红，是分众回归 A 股以来第一次实施中期分红，挺意外的。

每股分红 0.208 元，分红总额 30 亿，大致是把今年上半年的净利润全部分给股东了。

这太值得点赞了，分众目前手头现金一大把（6 月底货币资金 55 亿），而电梯媒体业务暂时没有大规模扩张的需求。

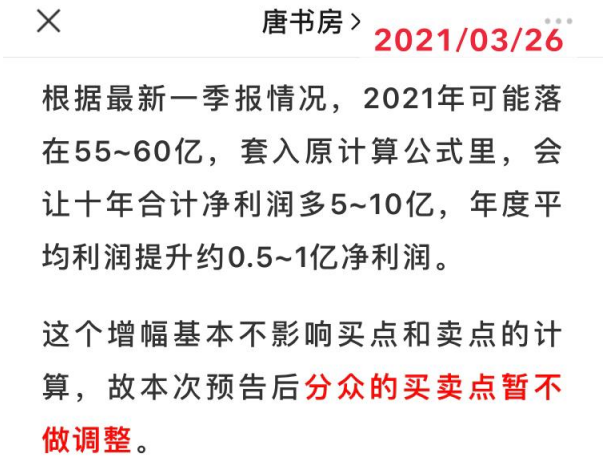
没有好的投资项目时，大胆地将净利润分配给股东，是务实、靠谱、值得表扬的回馈思维👍

30 亿现金，加上本期计划将以前均价 6.29 元回购的 235680554 股注销，相当于又将额外的约 14.8 亿现金分给了股东——按今日约 7.41 元的收盘价，也可以视为是额外分了约 17 亿出头的现金给股东们😁

这累计约 45 亿的回馈，是投资人持有优质企业过程中令人舒适的享受。

同时，半年报里预计三季报归母净利为 43.8 亿~45.3 亿之间。同样以中值估算，大概就是 44.5 亿左右。

没有什么意外的话，全年业绩应该会落在我之前预计的 55~60 亿净利润的上沿，甚至不排除突破上限，达到 63 亿左右。



另外几处亮点还有：

①现金流愈发良性。

上半年实现营收 73 亿，当期收到现金 81 亿，应收账款从 36 亿下降到 33 亿，大致可以视为 73×1.06+36-33=80.4 亿≈81 亿（6%指广告行业的增值税率）。

整个业务流程良性循环，回款状况良好。

②客户结构更加合理。

目前分众的客户大致是日用消费品、互联网及其他类三分天下，结构更加合理。

按照公司电话会上的披露，公司内部统计过，在分众投过 1 亿元以上广告费的企业，第二年的续签率约 95%；投过 5000 万以上的企业，第二年续签率 84%~85%。

客户的稳定性挺强的。现在的分众可预期性和确定性都在不断增加，周期属性呈现越来越弱的趋势。

其实背后的原因非常“常识”：我们回忆自己最近一个月内有印象的广告品牌，有几个来自手机，几个来自电梯，几个来自电视？

大部分朋友会发现，能记得起来的品牌，基本都来自电梯广告。这就是分众的确定性。

目前国内广告市场大约 8000 亿/年，其中约 6000 亿是效果广告（或者叫流量广告），2000 亿是品牌广告（其中分众大约吃到 150 亿）。

但这两年效果广告成本不断提升（也就是流量越来越贵），越来越多客户逐步理解了效果广告和品牌广告解决的不是一个问题。

按照江南春的说法，效果广告解决的问题是“买它、买它、更低价买它”，而品牌广告解决的问题是“爱它、爱它、为什么爱它”，这两个问题无法互相替代。

如果企业没有品牌美誉度的提升，单纯依赖打折促销、渠道拉客，伴随着流量成本不断上升，企业的利润必然会不断被压缩。

所以企业真正需要的还是消费者的指名购买，不打价格战、促销战、流量战下的指名购买。

这需要品牌不断给消费者植入爱它、爱它、为什么爱它的心智。因此品效合一，互为配合才是合理的广告模式，二者不是有你没我的竞争方式。

按照公司管理层的设想，伴随着企业逐步发现流量广告和品牌广告具有相互依存的特征，最终广告市场应该是品效各半，五五开才合理。

所以分众未来的成长，一是伴随经济增长，广告行业本身的增长，比如从 8000 亿成长为 1 万亿或更多；

二是想办法从现有 2000 亿品牌广告的蛋糕上，切到更大的份额；

三是享受品牌广告需求相对于效果广告更快的增长，比如从占比 25%成长为占比 40%甚至 50%。

③海外扩张初见成效。

目前分众在韩国和新加坡已实现盈利，印尼泰国也达到盈亏平衡。

韩国是分众海外扩张的第一站，是 2017 年设立的子公司。目前韩国子公司拥有约 7 万块屏幕，主要集中在首尔等大城市内。

上半年韩国子公司盈利 2046 万（分众持股 50.4%），公司预测今年年底的收入可以达到 3 亿元左右，明年可以达到 4 亿元左右（注意，是营业收入，不是盈利）。大致相当于我国一到两个大城市的规模吧。

新加坡是分众出海第二站，2018 年分众和新加坡报业公司合作成立的。公司持小股（27%）但拥有 59%投票权。

新加坡是一个 600 万人口的国家，大致相当于我国的一个二线城市吧。

公司的目标是在新加坡铺设 3 万块屏幕。目前已经拥有大约 1.6 万块屏幕，今年上半年盈利 1529 万。

之后接着去的印尼和泰国。目前印尼和泰国的疫情都还比较严重，公司铺设的屏幕还不多，基本都在两三千块左右，但依然吸引了很多当地客户的投放，上半年已经实现盈亏平衡。

上述国家的收入及利润金额都还很小，但它证明了分众模式在海外市场（至少是亚洲国家市场）没有水土不服，具备良好的可复制性。这将推动分众加速布局其他亚洲国家市场。

目前公司正在加大对上述国家以及中国香港的投资，并开始考察和研究印度和越南市场。

印度（13 亿人）、印尼（2.7 亿人）、越南（1 亿人）、韩国（0.5 亿人），分别属于全球排名第 2、第 4、第 15 和第 27 的人口大国。

公司的长远目标是在除中国以外的其他亚洲国家市场，再实现 5 亿主流人口的覆盖。这愿景，我看行

④数禾科技发展情况喜人。

分众持股 35.88%的数禾科技公司，上半年创下历史最高营收和净利润，展示了良好的发展势头。

发展良好，手头也宽松了，把欠分众的最后一笔借款 3.165 亿也归还了。

数禾科技的发展势头，可以直接看最近五年的半年报营收和净利数据（单位亿元）。

数禾科技	2017H	2018H	2019H	2020H	2021H
营业收入	0.63	3.72	12.50	6.44	22.95
净利润	-0.38	-0.41	0.46	-0.61	6.22

即使剔除受疫情影响的去年同期，直接用今年上半年对比 2019 年上半年数据，依然是营收接近翻倍，利润增长十几倍。

这笔投资，看来咱们董事长是要给咱们大赚一笔回来的

按全年 12 亿净利润畅想，如果 20 倍市盈率上市，那也是 240 亿市值，35.88%股权价值 240×35.88%=86 亿。

毕竟这笔投资，按照炒股人士的习惯说法，那是“成本为负”的，回报率已经脱离了计算器屏幕的容纳范围。

× 唐书房 2020/05/16

分众对数禾科技的投资，简单捋捋大致如下（小细节省略）：

第一步：2016年3月，分众投资1亿元人民币占数禾科技70%股份；

第二步：分众陆续按照约4.2%的年利率，合计借给数禾科技5.6亿人民币用于扩张；

第三步：2017年11月，分众将不到13%的股权卖给VC，收回现金1.2亿；

第四步：同时，分众将2017年7月成立的全资子公司分众小贷，以略高于投入成本卖给数禾科技（收到全额现金5000万美元）；

第五步：VC向数禾科技投入3.5亿人民币，占比近20%。分众持股数降低为约42%，从控股子公司变成联营企业，按照会计准则确认投资收益5.6亿人民币；

第六步：2019年三月，新浪向数禾科技注资3000万美元，获得约15%的股权。分众持股摊薄至35.88%。

投了 1 亿，收回 1.2 亿，成本-0.2 亿。而借给数禾的资金已经全部连本带利收回，这就算妥妥地“净赚”数禾科技 35.88%的股份了。

如果美方不捣蛋，数禾顺利上市（目前正在推动境外上市）后，估计江南春也要收到“春春勇敢飞，ichun 永相随”的背景音乐

以上谈的都是亮点。至于问题，本期报表里我还真没看出什么值得担心的问题。咱们有一说一，就不去鸡蛋里面挑骨头，为示公正强说愁啦

注意，还是要特别强调：我谈论的是企业经营情况，可不是预测什么利好利空，股价涨跌。

老唐从来没有能力预测股价涨跌，也从不依赖涨跌预测做决策。

请千万不要将上述对企业的分析，自动替换为“老唐看涨”，然后信心满满地质问老唐：那为什么中报之后股价连跌两天呢？

如果你问，我只能告诉你“因为所以、科学道理”。

市场先生的出价只能利用，无法预测。股价涨跌没有为什么或者至少有一万个为什么。

没有任何部门规定过企业业绩好，股价就不可以下跌。别忘了市场有一阵子的流行语就是：这股有业绩，跌停，抬走

3.本月阅读。

本月读纸质书五本。



其中有两本值得推荐：

①《财务报表分析与股票估值》第 2 版 作者 郭永清。

这本书是郭教授以自己在长期的财务教学工作中，使用的课堂讲义为基础整理概括的。

全书特色可以概括为名门正派、四平八稳、架构清晰、理念正统。既有财务入门、也有估值方法，还有实战举例。

特别是在三大表之间的联系方面，表述的比较清晰。既有助于读者迅速建立对三大表的整体印象，也有助于理解财报这门通用的商业语言，也能让读者建立基础正确的估值理念。

不过，全面即是该书的优点，也是该书的缺点。

毕竟一本 428 页的书，分为财务报表分析、股票估值和实战案例三大部分（其中财务报表分析部分 240 页，股票估值部分 70 页，实战案例部分 118 页），难免每一部分都不够深入——可以想象将《手把手教你读财报》和《价值投资实战手册》精简为一本书的模样。

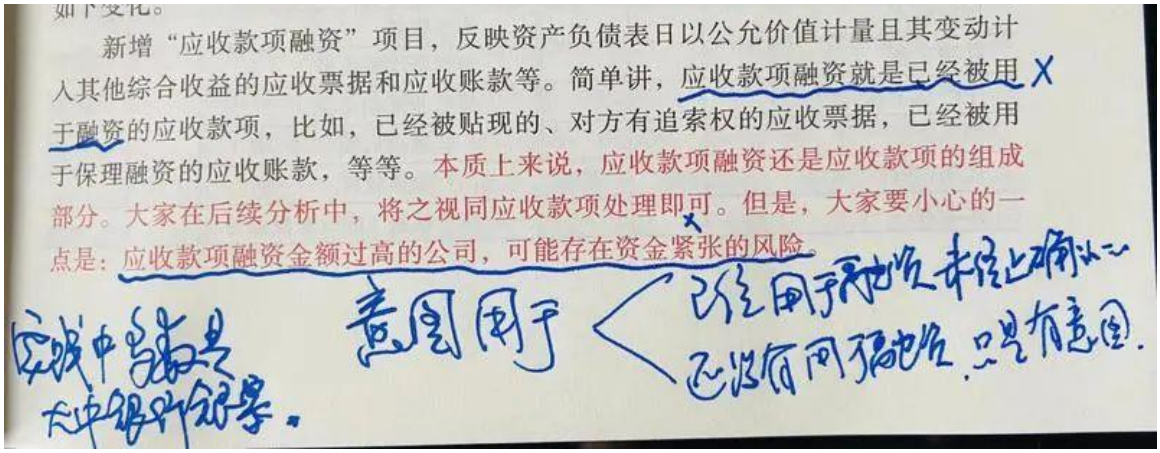
它的主要作用，是帮助我们迅速建立对公司财报及股票估值的总体印象，是帮我们起个头，画好框架，然后你可以自己往里面填细节。

我个人印象，大学财务教授写的书，一般都比较偏这类特点。毕竟你没有必要给大学生讲太多太细的细节，而是着力给他们勾画一个正确的轮廓，让他们知道下一步向哪个方向去摸索就够了。

所以，这本书的地位和我之前推荐过的清华大学肖星教授的《肖星的财务思维课》类似，是可以放在我的《手把手教你读财报》之前阅读的书籍。战略框架比手财清晰，细节和经验不如手财。

不过，该书有一处知识错误，我已经通过华章的编辑朋友反馈给郭教授。郭教授说下次加印时会修改。

这处错误是关于应收款项融资的，在书的 23 页。



郭教授书中说“应收款项融资就是已经被用于融资的……”、“该项金额过高的企业，可能存在资金紧张的风险”——这种表述是不正确的。

应收款项融资，是企业“意图”在一个营业周期内用于融资的应收票据和应收账款，其中既包括已经背书、贴现但无法达到终止确认条件的部分，也包含并没有用于融资，只是企业“意图”通过贴现、转让或背书支付等手段去融资的应收票据和应收账款。

而且，实践中，大部分企业该项科目里，是以大中型银行开出的承兑汇票为主，很少有应收账款。

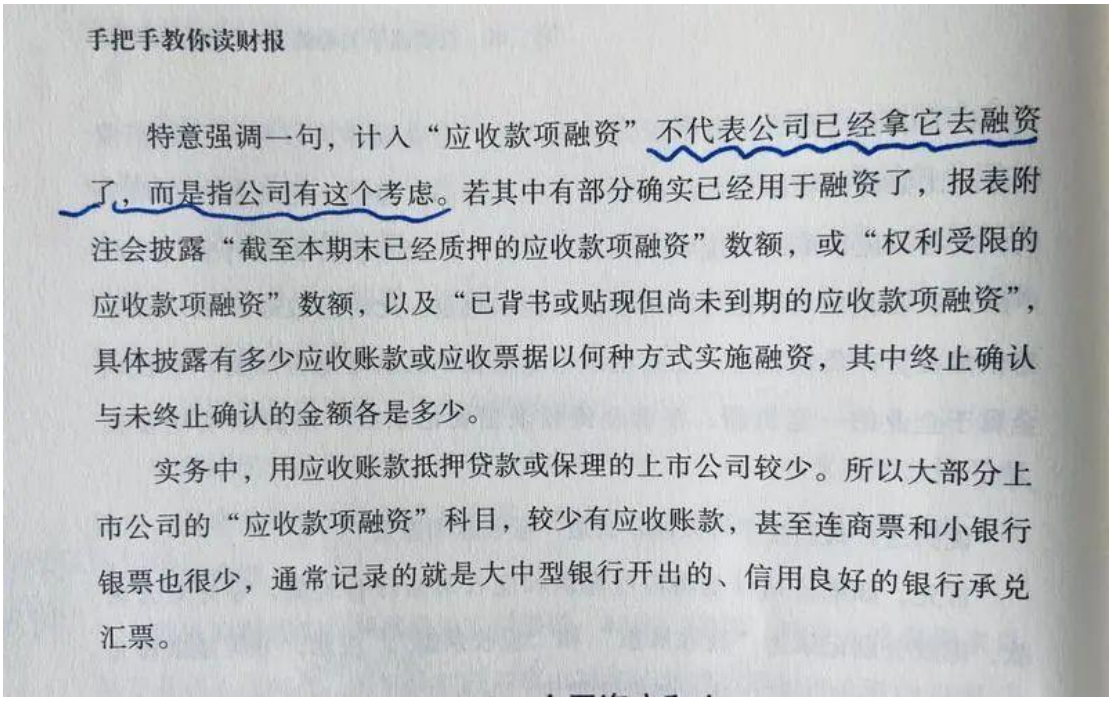
大中型银行开出的承兑汇票，其实基本可以视为现金看待的，所以该科目数据大小和企业资金是否紧张并不存在对应关系。

这种错误挺常见的，很多专业人士都犯过。

记得去年初，有过某位专业财务人士写文章发表在媒体上，说某知名龙头企业报表有大量“应收款项

融资”，所以证明已经出现了资金周转困难。当时，我在书房的某篇文章里，不点名地提过这个错误。

由于这个错误在专业人士中也是多发，所以去年 10 月我定稿《手把手教你读财报：新准则升级版》的时候，特意在 98 页加了这么一段提醒。


手把手教你读财报

特意强调一句，计入“应收款项融资”不代表公司已经拿它去融资了，而是指公司有这个考虑。若其中有部分确实已经用于融资了，报表附注会披露“截至本期末已经质押的应收款项融资”数额，或“权利受限的应收款项融资”数额，以及“已背书或贴现但尚未到期的应收款项融资”，具体披露有多少应收账款或应收票据以何种方式实施融资，其中终止确认与未终止确认的金额各是多少。

实务中，用应收账款抵押贷款或保理的上市公司较少。所以大部分上市公司的“应收款项融资”科目，较少有应收账款，甚至连商票和小银行银票也很少，通常记录的就是大中型银行开出的、信用良好的银行承兑汇票。

虽然有一处错误，但其实你读过本文以后，就算是买到没有修正的版本也问题不大。遇到了，知道这个知识点就行。修正与否不妨碍想读的朋友们购买。

我读完只发现了这一处错误——仅针对我读的 2021 年 4 月第 2 版第 3 印次版本而言。

据说之前的两个印次，有不少表格数据错误，但在目前在售的第 3 印次及更新的印次里，已经纠正了。

②《中国 1945》作者【美】理查德.伯恩斯坦

这本书的写作手法有点像黄仁宇的畅销书《万历十五年》。

作者从 1945 年切入，用大量笔墨记录了日本投降前后，国共美苏四方千丝万缕的政治和军事博弈。

总体立场客观，历史资料详实，而且有很多非常珍贵的碎片资料。

令人惊奇的是，书中对我党的用词和评价，尺度非常大。不知道是怎么能够在当下出版面世的

对这段历史感兴趣的朋友，建议将这本书收入囊中。不过，阅读过程中，也需要提防作者无处不在的事后诸葛。

作者认为 1945 年发生的那些事，不仅彻底地改变了中美之间的关系，也永远地改变了东西方世界关系的走向。

他试图去假设当时如果不是什么什么，中国以及美国乃至整个世界是不是会变的远比现在更好。

这当然是徒劳的。历史无法假设，它本就是由大量必然和大量偶然混杂而后相互影响形成的。

事后诸葛亮式的总结，除了让我们哀叹那些今日我们还在努力追求的东西，曾经那么地唾手可得之外，其它意义不大。

别的太多内容，不太方便在这里写。总之一句话，推荐。

而且，额外加一句：这书的翻译水平不错，读起来顺畅舒适，很有快感。

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 

第1009篇.　　2021.09.04 - 分众传媒的小惊喜

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-09-04

本刊特约作者　唐朝/文

分众传媒（002027.SZ）披露的 2021 年半年报显示，上半年归属于母公司的净利润 29 亿元，在之前一季报时的预期范围中点。

虽然本期财报主要数据都在预料之中，但依然有让人惊喜的地方：中期分红、注销剩余库存股，以及期待中的三季报业绩预告。

这次中期分红，是分众回归 A 股以来第一次实施中期分红，挺意外的。每股分红 0.208 元，分红总额 30 亿元，大致是把上半年的净利润全部分给股东了。

太值得点赞了！分众目前现金一大把（6 月底货币资金 55 亿元），而电梯媒体业务暂时没有大规模扩张的需求。没有好的投资项目时，大胆地将净利润分配给股东，是务实、靠谱、值得表扬的回馈思维。

30 亿元现金，加上本期计划将以前均价 6.29 元回购的 235680554 股注销，相当于又将额外的约 14.8 亿元现金分给了股东。这些回馈，是投资人持有优质企业过程中令人舒适的享受。

同时，半年报里预计三季报归母净利为 43.8 亿-45.3 亿元。同样以中值估算，大概就是 44.5 亿元左右。

没有什么意外的话，全年业绩应该会落在我之前预计的 55 亿-60 亿元净利润的上沿，甚至不排除突破上限，达到 63 亿元左右。

另外几处亮点还有：

首先，现金流愈发良性。上半年实现营收 73 亿元，当期收到现金 81 亿元，应收账款从 36 亿元下降到 33 亿元，大致可以视为 73×1.06+36-33=80.4 亿元（6%指广告行业的增值税率），约等于 81 亿元。整个业务流程良性循环，回款状况良好。

其次，客户结构更加合理。目前分众的客户大致是日用消费品、互联网及其他类三分天下，结构更加合理。

按照公司电话会上的披露，内部统计显示，在分众投过 1 亿元以上广告费的企业，第二年的续签率约 95%；投过 5000 万元以上的企业，第二年续签率 84%-85%。

客户的稳定性挺强的。现在的分众可预期性和确定性都在不断增加，周期属性呈现越来越弱的趋势。

其实背后的原因非常“常识”：回忆自己最近一个月内有印象的广告品牌，有几个来自手机、几个来自电梯、几个来自电视？大部分朋友会发现，能记得起来的品牌，基本都来自电梯广告。这就是分众的确定性。

目前国内广告市场大约 8000 亿元/年，其中约 6000 亿元是效果广告（或者叫流量广告），2000 亿元是

品牌广告（其中分众大约分食 150 亿元）。

但这两年效果广告成本不断提升（也就是流量越来越贵），越来越多客户逐步理解了效果广告和品牌广告解决的不是一个问题。

按照分众传媒董事长江南春的说法，效果广告解决的问题是“买它、买它、更低价买它”，而品牌广告解决的问题是“爱它、爱它、为什么爱它”，这两个问题无法互相替代。

如果企业没有品牌美誉度的提升，单纯依赖打折促销、渠道拉客，伴随着流量成本不断上升，企业的利润必然会不断被压缩。所以企业真正需要的还是消费者的指名购买，不打价格战、促销战、流量战下的指名购买。这需要品牌不断给消费者植入“爱它、爱它、为什么爱它”的心智。因此品效合一，互为配合才是合理的广告模式，二者不是有你没我的竞争方式。

按照公司管理层的设想，伴随着企业逐步发现流量广告和品牌广告具有相互依存的特征，最终广告市场应该是品效各半，五五开才合理。

所以分众未来的成长，一是伴随经济增长，广告行业本身的增长，比如从 8000 亿元成长为 1 万亿元或更多；二是想办法从现有 2000 亿元品牌广告的蛋糕上，切到更大的份额；三是享受品牌广告需求相对于效果广告更快的增长，比如从占比 25%成长为占比 40%甚至 50%。

其三，海外扩张初见成效。

目前分众在韩国和新加坡已实现盈利，印尼、泰国也达到盈亏平衡。

韩国是分众海外扩张的第一站，是 2017 年设立的子公司。目前韩国子公司拥有约 7 万块屏幕，主要集中在首尔等大城市内。上半年韩国子公司盈利 2046 万元（分众持股 50.4%），公司预测 2021 年年底的营业收入可以达到 3 亿元左右，2022 年可以达到 4 亿元左右。大致相当于中国一到两个大城市的规模。

新加坡是分众出海第二站，2018 年由分众和新加坡报业公司合作成立。分众持小股（27%）但拥有 59%投票权。公司的目标是在新加坡铺设 3 万块屏幕，目前已经拥有大约 1.6 万块屏幕，上半年盈利 1529 万元。

之后开拓的是印尼和泰国。目前这两国的疫情都还比较严重，公司铺设的屏幕还不多，基本都在两三千块左右，但依然吸引了很多当地客户的投放，上半年已经实现盈亏平衡。

上述国家的收入及利润金额都还很小，但它证明了分众模式在海外市场（至少是亚洲国家市场）没有水土不服，具备良好的可复制性。这将推动分众加速布局其他亚洲国家市场。

目前公司正在加大对上述国家以及中国香港地区的投资，并开始考察和研究印度和越南市场。

分众的长远目标是在除中国以外的其他亚洲国家市场，再实现 5 亿主流人口的覆盖。印度、印尼都是人口大国，越南、韩国也人口众多。公司这一愿景，我看行。

最后，分众持股 35.88%的数禾科技发展情况喜人，上半年创下历史最高营收和净利润，展示了良好的发展势头。

即使剔除受疫情影响的上年同期，直接用 2021 年上半年对比 2019 年上半年数据，依然是营收接近翻倍，利润增长十几倍。且将欠分众的最后一笔借款 3.165 亿元也归还了。

表：数禾科技近五年半年报业绩　（单位：亿元）

	营业收入	净利润
2017 年半年报	0.63	-0.38
2018 年半年报	3.72	-0.41
2019 年半年报	12.50	0.46
2020 年半年报	6.44	-0.61
2021 年半年报	22.95	6.22

数据来源：分众传媒公司财报

按数禾科技全年 12 亿元净利润畅想，如果以 20 倍市盈率上市，那也是 240 亿元市值，35.88%股权价值为 240×35.88%=86 亿元。

投入 1 亿元，收回 1.2 亿元，成本-0.2 亿元。而借给数禾科技的资金已经全部连本带利收回，这就算妥妥地“净赚”数禾科技 35.88%的股份了。

数禾科技目前正在推动境外上市，如果顺利，估计江南春也要收到“春春勇敢飞，ichun 永相随”的背景音乐。

（声明：本文仅代表作者个人观点；作者声明：本人持有文中所提及的股票）

第1010篇.　　2021.09.04 - 老唐实盘周记20210904

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-09-04

本周交易

无

目前持仓

目前持仓：腾讯 40%，洋河 24%，茅台 17%，分众 8%，古井贡 B5%，陕西煤业 6%，另外观察仓海康威视和福寿园不计。

下表除“当前股价”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	40%	72000±10%	＜36000	80000	38879	488.00	-13.23%
洋河股份	24%	4200±10%	＜2100	4700	2506	166.32	-28.62%
贵州茅台	17%	26400±10%	＜13200	35000	20831	1658.22	-16.20%
分众传媒	8%	①	＜770	1980	1057	7.20	-26.21%
古井贡B	5%	920±10%	＜460	1060	433	98.65	-7.09%
陕西煤业	6%	①	＜1020	2500	1355	13.98	63.23%
沪深300						4843.06	-7.07%
上证指数						3581.73	3.13%
2021/9/4			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8299	

注：①采用席勒市盈率估值的企业，不估算三年后估值；

②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；

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。

附：上期数据

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	39%	72000±10%	<36000	80000	37948	475.00	-15.54%
洋河股份	25%	4200±10%	<2100	4700	2590	171.84	-26.25%
贵州茅台	17%	26400±10%	<13200	35000	20124	1602.00	-19.04%
分众传媒	8%	①	<770	1980	1098	7.48	-23.34%
古井贡B	5%	920±10%	<460	1060	423	96.17	-9.43%
陕西煤业	5%	①	<1020	2500	1143	11.79	37.66%
沪深300						4837.90	-7.17%
上证指数						3518.83	1.32%
2021/8/28			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8322	

收益

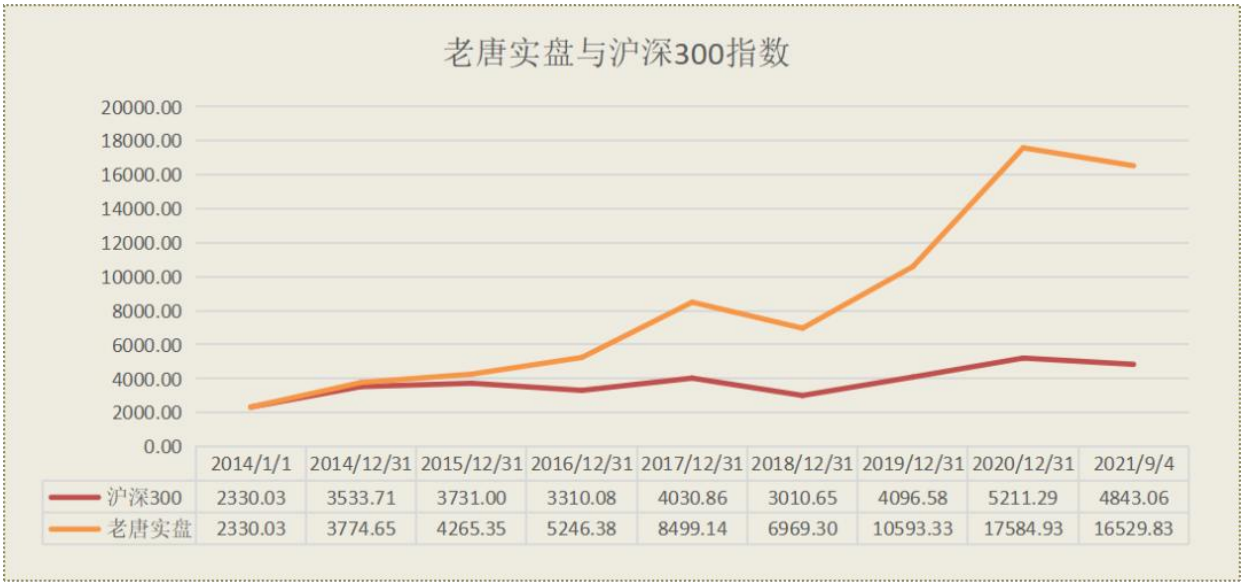
本周实盘净值小幅上涨约 3%。2021 年年内收益从上周末的-8%，变成本周末的**-6%**（四舍五入）。

老唐实盘	年度收益	期末净值	期限/年	年化收益	HS300涨幅	HS300净值	HS300年化
2014	62%	1.62	1	62%	51.66%	1.52	51.66%
2015	13%	1.83	2	35%	5.58%	1.60	26.54%
2016	23%	2.25	3	31%	-11.28%	1.42	12.40%
2017	62%	3.65	4	38%	21.78%	1.73	14.70%
2018	-18%	2.99	5	25%	-25.31%	1.30	5.22%
2019	52%	4.55	6	29%	36.07%	1.76	9.88%
2020	66%	7.55	7	34%	27.21%	2.24	12.21%
2021/9/4	-6%	7.09	7.68	29%	-7.07%	2.08	10.00%

注①：老唐实盘年度收益率，按基金净值法和实际收益率**孰低**取值，均不含新股收益。

注②：沪深 300 指数收益未包含每年 2%左右的分红，数据略有低估。

实盘与沪深 300 指数对比图



重要事项

本周重要事项包括：1.搬家；2.唐书房五岁生日；3.《新手财》索引版即将面世；4.其他。

1.搬家。

去年底，我曾和书房的朋友们分享：预计今年年初会有一笔 500~1000 万的现金需求。

这笔资金的投向，最终在《老唐实盘周记 2021/05/08》里揭秘：在苏州买了套二手精装湖景平层，准备举家搬迁至苏州生活。

相关详情在 5 月 8 日周记有记录，这里就不重复了。

六月下旬，我家领导就去苏州办理相关手续收房，安排改造事宜，主要重心就是给我改造出一间书房。

按照改造进程安排，我预计八月底前往苏州。

过去两周，我将家中近两千册图书分包 44 箱，另有衣服杂物等 3 箱，合计总重量约 1 吨，通过物流发送至苏州。

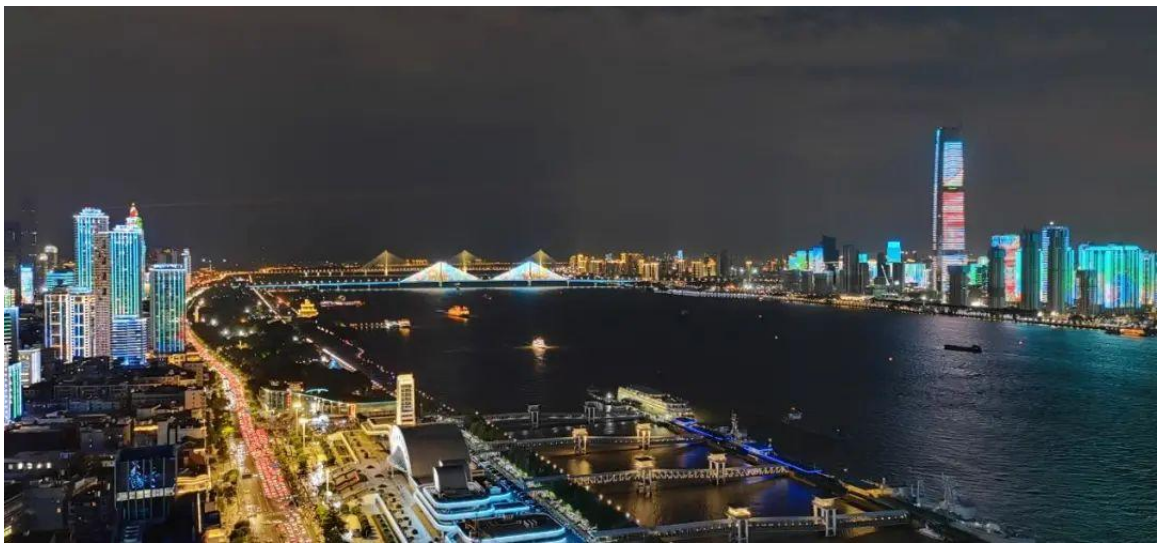
上周五提前推送了实盘周记，周六周日和朋友们聚会告别。本周一上午注销了成都家里的宽带、电话和电视，下午去做了核酸检测。

周二大清早驱车携带部分易碎品和贵重物品，奔向苏州。全程约 2000 公里，分别在巫山、武汉、池州各休息一晚。

其中周三晚上，感谢武汉@不期而至 @伯涵 @阿迪唐 三位朋友的盛情款待。

四个人喝掉了@不期而至 带来的两瓶 2009 年茅台，品尝了位于江边 44 楼的恩施私房菜顶级美食，在无障碍江滩夜景陪伴下，从晚七点一直聊到半夜一点。

万千话语说不完，若非私房菜老板多次策略加水的暗示，这话头绝对是刹不住的🤦。痛快、畅快、愉快🤙



（照片盗自@伯涵 微信朋友圈）

周四一早，又在三位朋友的陪同下，到武汉著名的百年老店“三镇民生甜食馆总店”，体验了最有烟火气的武汉“过早”（吃早饭）气氛😤



谢谢@不期而至 谢谢@伯涵 谢谢@阿迪唐🤝

周五下午两点抵达苏州，与分别 74 天的领导会师，顺利完成本次大迁徙——这也是本世纪，我们夫妻分别时间最长的一次。

老唐的人生里，一共有三次重大迁徙：第一次是从农村搬迁至当地小县城；第二次是从小县城搬迁至成都；以及本次从成都搬迁至苏州。

感谢党，感谢国家，感谢我们出生在一个有权自由创造财富，有权自由迁徙的时代。每一次迁徙都有对美好记忆的无限怀念，但更多的是未来幸福生活的崭新憧憬。

老唐的苏州生活正式开始了，我相信更美好的未来在等着我，也在等着朋友们，让我们继续携手，一起前行😁🤝

2.唐书房五岁啦。

2016 年 9 月 3 日，唐书房推送了第一篇文章《股票的本质》，标志着书房的成立。

股票的本质

唐朝 唐书房 2016-09-03



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

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

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

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

尤其是，越是所谓不适合价值投资、赌徒众多、追逐概念、忽略企业价值的市场，越是增加了股权投资的赢面。代价呢，就

很巧，周三晚上书房老友@不期而至 在酒桌上分享了一段与此文有关的个人经验。

他说自己在生活中和朋友们聊投资，开篇一定是从股票由股和票两个字组成，股代表什么，票代表什么，股模式如何包赢，票模式如何博弈等等。

如果朋友听过后，有醍醐灌顶之感，代表着可以聊下去。反之，听过之后还是关注庄家博弈，内幕消

息，主力韭菜，抄底逃顶……，那就及时刹住话头，即避免鸡同鸭讲、浪费精力，也避免话不投机伤感情

书房产生的缘由，我之前分享过。借着五周年之际，再次记录：

这个公众号是 2016 年 2 月份注册的，当时没想过写投资类文章。

最早起名是“云起时”，微信号“clouds70”，取自“行到水穷处，坐看云起时”的意境，准备记录自己出去玩的游记，然后小范围分享给亲戚朋友邻居们看的。

后来发现公众号作为游记类文章，有诸多限制，不方便，就丢在那儿没有用。

到 2016 年八九月份，因为雪球针对部分所谓的大 V 推出收费问答的变现通道，满屏你给钱、我和你说话的帖子，让老唐这种一贯免费聊天的苦力，看着像傻子一样。

但要我也设置收费聊天，我又感觉似乎有种高人一等的味道，很不舒服。所以我当时就没打开这个功能。

后来，雪球强制给每个人都打开收费问答，默认收费 1 元。

作为不愿意开设收费问答的人，我只好按照雪球设定的收费上限 1 万元，开设拒绝性门槛——当然，确实没人出过一万元提问，倒是真有人来骂老唐想钱想疯了

这种情况下，我想起这个闲置的公众号，于是在 2016 年 8 月底将其改名为“唐书房”，作为自己放置思考的地方，并于 2016 年 9 月 3 号推送了第一篇文章《股票的本质》。

书房设立当天，我在雪球吼过一嗓子，当日有大约 2000 位朋友过来关注，这是书房最早的成员。

之后从未在任何地方做过推广，从未搞过任何导流活动，至今关注者超过了 46 万人，后台显示常读用户约 21 万。



不太清楚微信公众号系统，对这个“常读用户”是如何定义的。

按照我的观察，书房文章单篇最高阅读量大约 17 万，通常和交易有关的文章阅读量，会是 10w+；广告商哗众取宠的标题党文案，阅读量会是 10w+；

其他和交易无关的原创文章（其实大部分是更有价值的文章），阅读量通常在 6 万到 10 万之间，估摸着书房真正的“常读用户”大概也就 6 万人出头吧。

五年时间，从 2000 到 6 万出头，五年三十倍，年化自然增长率大致是 100%，每年翻一倍——神耶，要是我的股票账户能达到这个速度，那该多好！哈哈

每年翻倍的背后，是五年来书房共计发表带有原创标识的文章 712 篇，折合大约每两天半一篇原创。

唐书房 2016 年原创合集

唐书房 2017 年原创合集

唐书房 2018 年原创合集

唐书房 2019 年原创合集

唐书房 2020 年原创合集

唐书房 2021 年原创合集

书房的热心志愿者早已将相关文集分类整理为可下载格式，随时向书房发送“下载”即可免费提取——目前的整理后文档截至 2021 年一季度末。

考虑到老唐的文章一贯比较长，很少有单篇四千字以内的，大部分介于 4000~10000 字之间。

因此，这五年里老唐至少写了三四百万字，反复阐述价值投资的整套理念和逻辑，企业估值的方法、技巧及实际企业分析运用，同时附带自己的实盘操作分享，作为价值投资的长期验证。

令老唐自豪的是，书房这数百万字，日复一日每天都有人刨旧文阅读，甚至有人反复阅读、反复赞赏。

还有很大一批人愿意花费数百元的打印费，打印成纸质版细读精读，并持续在网络上分享阅读感悟。



以至于淘宝某家打印店已经诞生了专业的对口客服，只需要报“唐书房”和需要打印的文件名，她们手头已经备好文档，无需你发送文件即可打印——商人就是这样急人所急、想人所想，顺带舒舒服服把钱赚了👍

避个嫌哈：该店不是我发现的，我从未在任何地方给她们做过宣传，我在里面没有一分钱利益，迄今

为止我甚至从未在该店打印过一份东西，从未和该店任何员工有过联系🤭

作为个人投资和思考记录，老唐从来不会删除掉任何一篇文章——多少存在着一点妄想，或许这些完整的记录有机会传世😈

书房开设五年来，712 篇原创文章仅有两次删除重发记录：一是 2017 年 11 月 14 日的一篇有关可转债套利的文章，写错一个知识点，删掉后修正重发。二是 2021 年 4 月 17 日的实盘周记，不小心按错键删除了，次日一字不改原文重发。

其他你遇到的“该文已删除”，均为书房推送的广告。广告通常保留五天，期满后会删除。这些文章，无论标题叫什么，都没有阅读价值。

说起广告。广告这东西，永远都是反人性的，是招人讨厌的——我以前的文章里写过，这个特点是分众的核心竞争力之一。

书房的广告，我自认是非常克制的，从头至尾控制在每周一次头条的频率（目前每周六多加了一条次条，主要是券商低佣开户），且广告一贯坚持在能力所及的范围内，尽最大可能选择对部分朋友有用的产品或服务，拒接明显有欺诈或其他风险的产品或服务。

就拿刚刚结束的八月为例，老唐就拒绝过十几个广告的邀约



拒绝的类型主要集中在：炒股公号、中医养生、财商培训、医疗美容、性爱产品等。

其中炒股荐股类公众号和中医养生这两大类，属于和老唐的个人价值观有冲突，从书房开设的第一天

起就是拒接的；

财商培训类广告书房曾经推送过，毕竟对于很多朋友而言，学一些理财入门知识不是坏事。但今年 3 月的某次推广后，有读者反映培训课里会直接推荐股票交易，并以此为诱惑，引导学员缴纳数千元加入所谓高级班。于是从三月中旬后，书房不再接受和发布财商培训类课程广告；

医疗美容类，主要是不清楚这些东西是否会对用户产生伤害，所以避开了事；

至于性爱产品、情趣用品，其实我本人是能接受的。但考虑到书房的关注者里有一千多位十八岁以下的人士，同时也有部分成年人，由于传统性观念的差异，不一定能淡定对待某些令人面红耳赤的触及私密行为的文案，所以也拒绝了。

这种一路筛选下，能够在书房推送的广告，基本集中在保险、编程技术培训、英语培训、旅游产品、播音培训、职场培训、财务知识培训、投资工具类 APP 推广、企业分析类公众号推广、券商开户推广等。

但不管老唐怎么做，广告毕竟是广告，人家花钱投广告，即希望更多的人阅读，也希望有更多的用户产生需求，所以标题和文案有时候难免夹杂一些夸大其词。

老唐已经尽最大努力去控制和筛选，但依然无法尽如人意，还望朋友们能够体谅🥵🙏

书房发布的所有广告，文案都不是我写的，作者位置都注明是“特约发布”，与原创文章作者“永远好奇的唐朝”构成显著区别。

除几家券商低佣开户福利通道之外，广告文章都会在开始或末尾位置，标明“特约发布，不代表书房观点”。

它们代表的含义是，书房只是提供了一个展示位置，就像电视剧插播广告、报纸刊登广告、高速路展示广告、电梯内发布的广告一样，目的是吸引你注意它，但其宣传内容是否真实，是否靠谱，你需要自己独立判断。

我确实做过筛选，但我依然没有能力、也没有义务为你和对方的交易行为做担保。请一定注意这一点🙏

对于建议书房做收费阅读替代广告的，老唐十动然拒——十分感动然后拒绝😁。谢谢，我不打算走这条路，原因阐述过多次，此处不再重复。

也有少数人希望老唐不要做任何广告。很抱歉，鲁迅自谦“吃下去的草，挤出来的是奶”，他也没敢说“我啥也不吃，光给大家挤奶”🤤

虽然我的生活要求不高，坦率说也不缺钱，但我还是喜欢付出能够有回报，喜欢在此有收获的人也愿意付出。

老唐的境界还没有高到“只谈付出、不求回报”的高度。需要寻找这种至善无私之人，请出门左拐右拐上拐下拐随便拐，反正老唐还不是😝

对于在分享投资的同时，还能赚到广告费和读者赞赏的事儿，老唐不仅开心，而且为之自豪💪

如果广告恰好是你需要的产品或服务，你支持一下金主，也是边际上给老唐增加对广告商的吸引力，给老唐创造更多挑选余地。

你不需要，关掉离开就是，前后也就浪费你几分钟时间。相比老唐数以百万字的分享，我认为书房担得起你每周浪费几分钟。

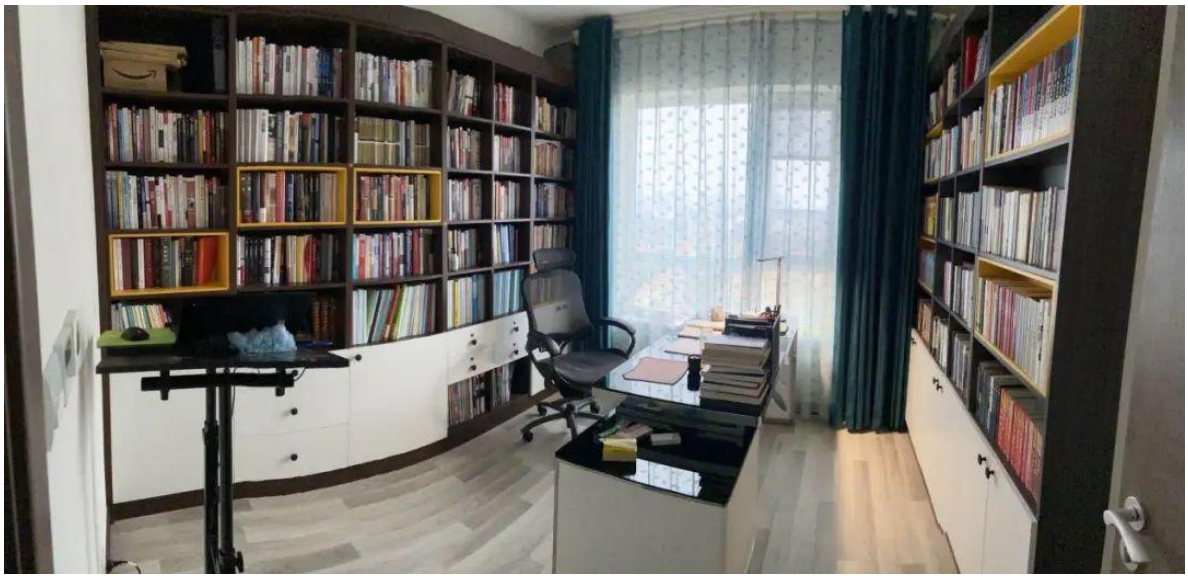
万一你认为书房有广告是对你的冒犯，无论是默默取关还是自己在家大骂几声老唐吃相难看，我能理解，也不在意。

但如果你非要留言骂老唐，老唐就只能默默拉黑，然后就可以从此不相见，避免两生厌。每篇广告下面都有这种人，而且几乎无一例外是零赞赏记录的道德君子。

借着五周年，分享一下过去几年里陪伴大家的唐书房实景，标志着这段美好的记忆就此定格👌

下图就是老唐在成都的书房，目前已腾空闲置。

书房里数百万字文章以及每篇文章下面的留言问答，都是老唐站在图左的笔记本电脑面前，一字一字敲出来的。没有助理，没有秘书😁



〈全景视角造成弯曲，实际是标准长方形〉

苏州的新书房，大约是这间书房的两倍有余大小，三面书架，一面是临湖的全落地窗。不过还没收拾好，不仅所有的书尚未拆包，而且连书桌和椅子还没进场呢！

8 月 23 日，打包书籍时一时兴起，小范围和部分朋友分享了我读过的白酒类书籍和财务类书籍（并非全部），如图。

中国白酒品评宝典
中国酒业经济观察
茅台为什么这么牛
旨酒长源
白酒祖庭
清香风骨
中国酒业20年 1992-2012
中国白酒产业发展报告（2017－2018）
苏酒流韵
汾酒生产365问
中国白酒史
茅台是怎样酿成的
中国汾酒史
白酒行业蓝皮书
白酒理化分析检测
汤沟酒志
洋河酒志
双沟酒志
高沟酒志
口子酒志



我想，它们就是书房座右铭“日拱一卒、不期而至”的最好阐释，也是“老唐的职业是阅读”的最好注脚。

作为一个没读过大学，没从事过任何和财务有关工作的人，我对财报（或白酒）的全部理解，都来自日复一日读过的这一本本书，没有任何神奇的秘诀

它们回报我的，是数以千万计的财富和平静淡定的投资生涯。

我可以，我认为你也可以，而且因为互联网的存在，因为有唐书房的存在，你的速度可能比老唐更快——毕竟老唐肉身趟雷帮你淘汰了大部分不值得一读的书，比如上面这两摞里，很多都不值得读

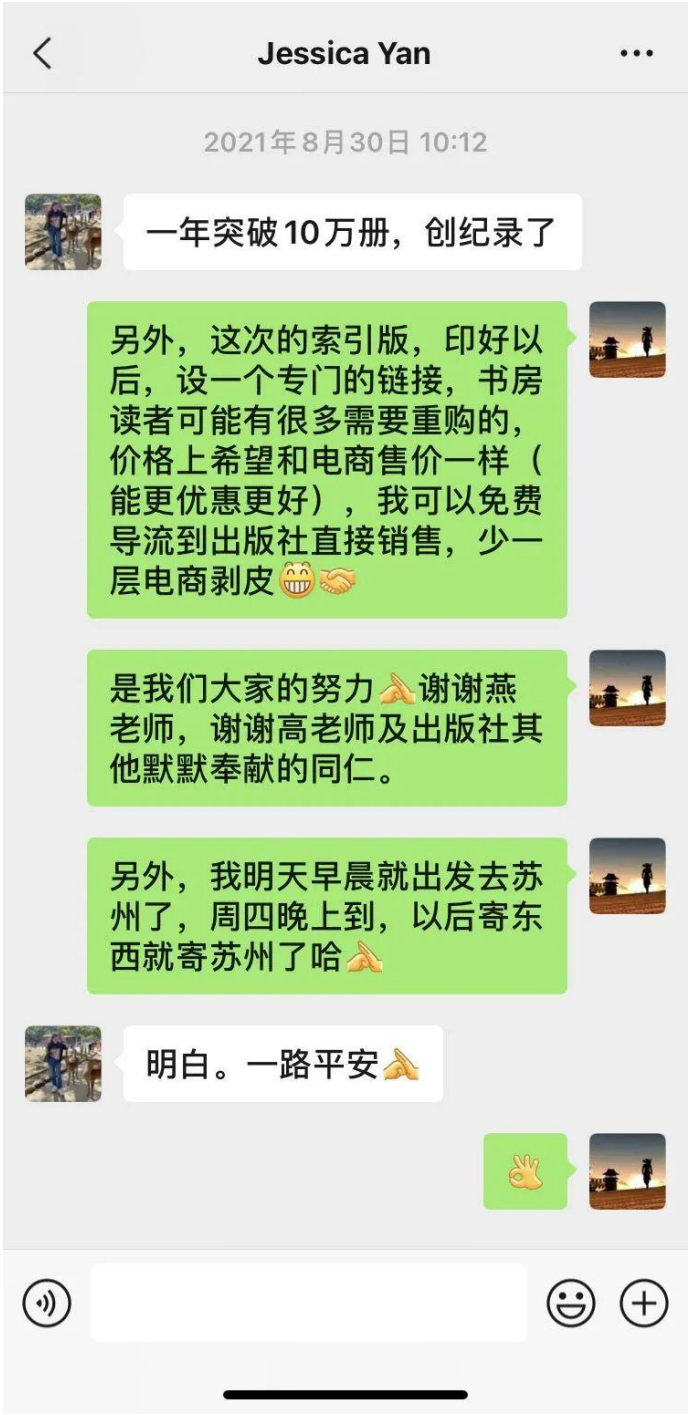
3.《新手财》索引版即将面世。

很多朋友呼吁《新手财》出带索引的版本，因为作为工具书，在阅读企业财报的过程中，经常需要翻阅查找对应概念、定义及潜在雷区。

有些着急的朋友，甚至已经自制索引使用了。从五月份开始，我就在关注索引版的事情，这次终于就要面世了。



<截图使用已获当事人同意，下同>



我已经向出版社燕老师提出要求，索引版印出来后，给书房读者设立一个专门的索引版链接，避免朋友们在电商处买到不带索引的版本。

据说本周末就能面世，届时，我会将购买链接推送给大家的

提示：书籍内容是一样的，索引版只是在书末添加了具体的名词、概念和内容所对应的页码，方便大家查找。

4. 其他。

本周有洋河、古井、陕煤发半年报，有茅台更换董事长以及传出意图变相提价的消息，有小企鹅放弃独家音乐版权，实施最严未成年人游戏管控等多项信息……

但很遗憾，我这周全在路上，所有财报都没读，相关内容也没关注。没有研究就没有发言权，本周就暂时不聊他们了。

等下周陆续安顿好之后，再慢慢阅读相关资料，有想法我会和朋友们分享的

另，今天第三条推送的文章《分众传媒的小惊喜》，是《证券市场周刊》编辑老师摘录整理自上周的实盘周记，发表在 9 月 3 日出版的杂志上。

文章无新内容，书房只是为了原创保护而推送。看过上周周记的朋友，可以直接跳过。

补记：结果还是晚了一步，推送时发现已经被其他公号原文摘抄发表，导致我无法以原创形式发表。向系统申诉，提示要 1 到 2 个工作日以后才有结果

5.运动。

本周无运动，离开成都时同口径除皮净重 86.1 公斤，预计从明日开始恢复跑步。

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

第1011篇.　　2021.09.08 - 回购注销和股权激励那些事儿

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-09-08

在《老唐实盘周记 20210828》一文里，老唐谈及分众计划将已回购的 2.36 亿股注销时，写过这么一句话：

“（分众）本期计划将以前均价 6.29 元回购的 235680554 股注销，相当于又将额外的约 14.8 亿现金分给了股东”。

部分朋友表示看不懂这个因果关系，给老唐发来不少问题。合并同类，这些问题大体可以归集为五个：

①为什么回购注销就相当于现金分红？

②回购不注销，就是公司“耍流氓”吗？

③企业对员工实施股权激励，回购和增发哪种对股东更有利？

④股权激励，为什么会产生费用，这笔费用是如何计算的？

⑤巴菲特讨厌用期权或限制性股票实施管理层及员工激励。老唐你怎么看待你所持公司实施股权激励的行为？

因为忙着搬家，对这些问题也没顾上回复，答应几位朋友有空会码文聊聊这事儿。今天就填这五个坑。

①为什么回购注销就相当于现金分红？

很多朋友不能理解回购注销为什么相当于现金分红，这往往是因为潜意识里认为“货币”才是财富，非货币形式都不是财富。

我们将回购注销这件事拆成三步来看，就比较容易懂了。

第一步：假设某公司总股本 1000 万股，每股内在价值为 10 元，假设此时市场股价正好反应了内在价值，也是 10 元，即企业的内在价值和市值都恰好是 1 亿元。

——注意，股价并不经常正好等于价值，反而是经常低于或高于价值。

此处先假设股价刚好等于内在价值，因为后面老唐还要借这个假设谈回购对股东的利弊。

此时，假设公司现金富裕，也找不到什么合适的投资渠道，于是按照每股 10 元的股价，从股市里回购了 200 万股，共计支出现金 2000 万元。

——再注意，这 2000 万现金被卖掉这 200 万股的股东带走了。

第二步，公司将买回来的 200 万股，按照每 4 股分 1 股的比例，全部分给剩下的股东。

假如你原本持有 8 万股，拥有公司 0.8%的所有权，现在变成持有了 10 万股，拥有公司 1%的所有权

——又要提醒注意，这里有个坑。你原本持有公司 0.8%的所有权，但当时公司价值是 1 亿，你的持股价值是 80 万。

分掉 2000 万现金之后，公司价值变成了 8000 万，你的持股比例虽然提升至 1%了，但持股价值依然是 80 万。资产并没有增值。

现金分红这个行为，本身不产生任何增值。

重复一次：现金分红不产生资产增值。

现金分红，只是将股东间接控制的企业资产，转化为直接控制的现金资产。

它只是财富从左口袋转移到右口袋，本身不创造价值——这一点，市场很多投资者，包括很多资深投资者都是糊涂着的

反而很多新入市的投资者会很直观的发现：分红要除权，每股分 1 毛，股价跌 1 毛，身家并没有增加 1 毛。甚至如果是因为持股期短于 1 年，税务局还要扣税，导致身家缩水一两分钱。

既然这样，分红究竟有什么用处呢？

分红的作用，一是佐证了公司账上有真金白银，净利润不只是个账面数字；

二是在公司寻找不到更好的投资渠道时，将经营所获利润反馈给股东自由处理；

三可能会对部分股东产生心理安慰作用。有可预期的金钱流入，那种掌控感会让很多人内心特别踏实

其他其实也没啥作用。

对于能够确信其利润没造假的企业，股息率高低一贯不是我选股要考虑的指标。

对于类似茅台这种，钱堆在账上只能获取银行存款的，不分红的确是扣分项。

但对于能够找到高回报率投资方向的企业，不分红才是最有利于股东的行为。

接着说第三步，第三步稍微有点绕。

一间公司的股票等比例扩大和缩小，公司价值不会发生变化，股东持股比例也不会发生变化。

今天腾讯的总股本 96 亿股，公司无论将其一拆十，变成 960 亿股，或是十合一变成 9.6 亿股，腾讯公司的总价值不会增加也不会减少，每位股东所持公司的比例、所对应的价值，也都没有任何变化。

如果能理解等比例扩大或缩小，企业总价值和股东持股价值没有发生变化，那么我们也就可以理解注销行为了：

上述案例中持有 1000 万股的全体股东，同时拿出来 20%股份注销掉，缩减公司股本至 800 万股，此时公司价值和股东持股价值，与注销前相比，没有发生任何变化。

这就是回购注销相当于现金分红的过程及逻辑。

既然回购注销=现金分红，那为什么企业不直接现金分红，反而要绕这么大个圈子呢？

这通常有三个理由。

第一个理由：现金分红方式要纳税，回购注销可以省下这笔税款。

目前 A 股市场，个人股东持股期低于一年，需要缴纳 5%~20%不等的红利税——或者叫股息税，也就是对个人股东因分红所得而被征收的个人所得税；

港股市场则根据股份公司注册地不同，有 10%~28%不等的红利税。

回购注销这种方式，效果等同于现金分红，但所有股东均不需要再缴纳这笔税收。

西方发达国家股市里，除了常规的利用回购避分红税之外，还经常有举债回购，通过债务利息税前扣除的规则，减少公司应纳税所得额的操作技巧。

当然，这种为了股东利益，亮出利爪薅税务局羊毛的事儿，国内还相对少见。理由你懂的

第二个理由，也是最关键的理由：公司在市值低于企业内在价值时回购并注销，带给股东的回报比同等金额的现金分红高。

还是拿前面的例子说，如果公司的内在价值是 10 元/股，但公司的回购成交价是 6 元，同样的回购 200 万股，只消耗公司现金 1200 万。

由此造成，回购注销前你持有 8 万股，占比 0.8%，价值=10000×0.8%=80 万。

回购注销后你依然持有 8 万股，但占比提升为 1%，价值=（10000-1200）×1%=88 万，提升幅度达到 10%。

它反过来也成立。如果企业内在价值为 10 元，但公司以 12 元的价格回购，那就是瞎搞，是损害股东利益的行为。

这个数学计算过程，应该都能做吧？我就不列了。

所以，回购注销=现金分红，但是否优于同等金额的现金分红，却需要我们对企业的内在价值有个大概的认识之后，才能做出判断。

只有显著低于企业内在价值的回购和注销，对于留下的公司股东来说，才是优于现金分红的行为。

拿正在回购的腾讯以及即将注销的分众来说，腾讯本轮自 8 月 19 日起至 9 月 7 日累计回购 223.18 万股，耗资约 10.4 亿，回购均价约 466.3 港币。

请注意，老唐实盘表格里很早就给出了腾讯的理想买点：3.6 万亿人民币市值，对应 450 港币（450 港币×港币兑人民币汇率 0.83×总股本 96 亿≈3.6 万亿）。

所以，这个回购价格在我看来，是在明显低估时实施的回购，优于对股东实施 10.4 亿港币的现金分红。

同样，分众是计划将均价 6.29 元回购的约 2.36 亿股注销。对于分众，老唐已经在 7.21 元位置买入（实际成交均价 7.248），目前股价也远高于 6.29 元。所以，这个注销计划，在我看来同样优于拿 14.8 亿现金出来分给股东。

但是，因为企业内在价值是个估计值（所以才叫估值），是一个主观认识，并没有一个法定的标尺，因此，也会有企业决策层浑水摸鱼，在股价没有低估甚至处于高估状态时，动用公司资金实施回购。

其行为相当于举着喇叭喊：本公司目前股价严重低估，走过路过、千万不要错过啊，大家快来买快来买，手快有、手慢无哦

同时，回购资金是直接增加了市场买入力量，会从边际上推动股价向上（所以市场炒家喜欢一切回购，无论是高估还是低估时的回购），从而实现某些不可告人的目的。

这是普遍存在的回购第三条理由。只不过没有哪家公司愿意承认自己是基于这条理由实施的回购

最终，归纳这个问题的答案是：

回购注销=现金分红；

回购行为是推动股价向上的新增力量（注意，不是保证上涨）；

回购一定有利于市场炒家。

回购是否有利于公司股东，要看回购市值是否显著低于企业内在价值。

②回购不注销，就是公司“耍流氓”吗？

这个答案可以简单粗暴：不是。

回购注销=现金分红，那么不注销就相当于不实施现金分红。

前面说过了，现金分红并不增加企业价值，所以不分红也不会减少价值。

它只是企业资产从现金形态变换成股权形态，是个中性的行为。

回购不注销，通常是公司计划将回购的股票用于股权激励。我们可以直接理解为给员工发工资或奖金——就和企业花钱买手机、买房子来奖励员工是差不多的事情。

拿现金直接发，还是买成东西转个弯再发，对于股东来说，没区别，都是出钱钱

那么，给员工发工资奖金这件事，究竟是有利于股东还是有损于股东呢？

你所在的公司发工资给你，对公司股东是有利的还是有害的呢？

大部分人都能回答，肯定是有利的。如果你创造的价值超不过你领的工资，公司分分钟就请你吃江湖名菜爆炒鱿鱼了

所以，股权激励究竟是有利还是有害，要看激励对象是否有必要激励？激励约定的增长目标和公司支付的股权价值是否配比？

物超所值就有利于股东利益，反之就有害于股东利益。也就是说，**股权激励本身的利弊，要取决于激励方案**，并不是给钱（或股票）出去就是对股东不利。

另外，据管理学家们的研究成果说，给股权比直接给现金的激励作用更长效，因为股权可以帮助员工和股东成为利益共同体，更好地刺激员工的主人翁精神。

我个人不是很相信这种说法，姑且一听吧

接下来的问题是：③企业对员工实施股权激励，回购和增发哪种对股东更有利？

我的答案是：没区别。直接用回购股做股权激励=注销回购股票，然后激励时再增发新股。

涉及到工商变更及董事会权限约束的，一般习惯用回购股做股权激励，简单快捷。

不涉及工商变更手续或者工商变更手续很简单，且股东大会给董事会授有某数量范围内酌情增发权的（港股市场叫批股），一般习惯回购后就注销，需要激励时再批股。

比如分众和洋河就是前者，而腾讯就是后者。

这两种方式对于股东利益而言，没区别。都取决于股权激励对象、激励的必要性以及回购价格/增发价格，与股票来源于回购还是增发无关。

④股权激励为什么会产生利润表的费用，这笔费用又是如何计算的？

这个问题，举个比较极端的例子就容易理解了。比如你去腾讯上班，公司和你约定，没有工资，每月就给 100 股腾讯股票，无锁定期。

你是否从公司获取了报酬？显而易见的，获取了。

公司为了换取你的劳动，一定是付出了某种费用（要不，哪个龟儿子才愿意去坐班，对吧？😝）。这种费用就需要记录在利润表里。

如果这种报酬不需要计入费用，我们可以想象一种极端情况：所有腾讯的员工均采用这种薪酬方案，公司利润表里没有一分钱员工工资支出，净利润大幅飙升。

甚至可以所有的对外采购，都通过发行股票去换。整张利润表里，只有收入，没有成本。收入减去税收就是净利润——如果税务局愿意收股票折抵税款，营业收入就是净利润🤦

这种报表数据，还能看吗？不同公司之间的报表，还能比吗？😁

很多朋友的真正困难，主要想不通这笔钱从哪里来的：白给 100 股股票，公司明明一分钱没出（市价打折增发新股给员工，公司甚至还会额外收到一笔钱），为什么要记录费用支出？

换个角度就容易理解了：白给 100 股，实际上是公司按照市价增发 100 股股票——公司银行账户上增加了一笔存款，同时资产负债表的股东权益部分，增加了股本和资本公积。

然后公司再将银行账户的那笔钱取出来，当做工资支付给你。

这笔工资就是利润表上实打实的费用——根据岗位的不同，可能记录在成本、销售及市场推广费用或一般及行政开支里，分别对应 A 股财报的营业成本、销售费用及管理费用。

只不过，现实世界里的员工激励方案，往往没有当日结算，当日可出售这么简单透明。

它们通常都有股权的锁定期要求，所以并不能直接将股价（或差价）计入工资，而是要用历史波动率、锁定时间等多种因素，套用模型去估算相当于给了员工多少钱，再折算成相当于今天多少钱，最后分摊到整个锁定期内里。

——这部分，朋友们可参看《手把手教你读财报：新准则升级版》157~161 页，知道原理就足够了，不需要你会算✌

⑤巴菲特讨厌用期权或限制性股票实施管理层及员工激励。老唐你怎么看待你所持公司实施股权激励的行为？

这个问题我在 2019 年 3 月 29 日就回复过（见《老唐问答之如何评估企业价值之 03》。答案如下：

说巴菲特不赞成使用期权或限制性股票（后文合称期权）实施管理层激励或员工激励，其实是个误传。

巴菲特只是不赞成不加分辨的滥用期权。

他对此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，没有什么需要补充的。

以上就是最近十天里很多朋友追问的问题，填坑完毕

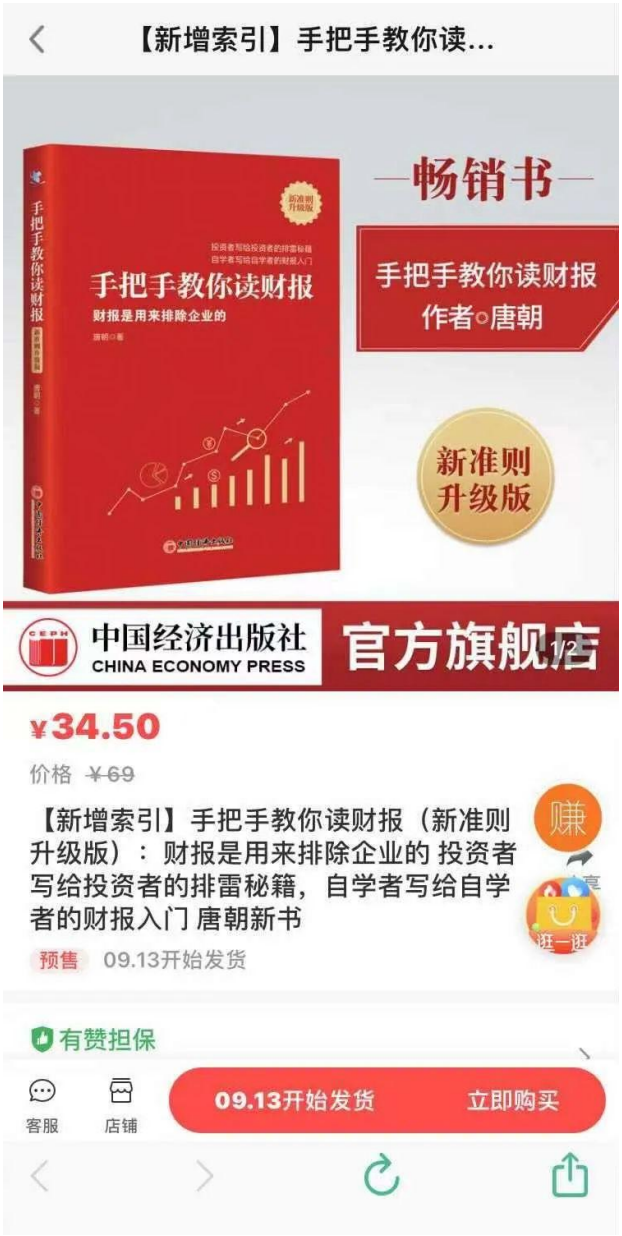
第1012篇.　　2021.09.10－通知:《手把手教你读财报：新准则升级版》索引版面世啦，立刻点击享受5折……

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-09-10

通知：《手把手教你读财报：新准则升级版》带索引的版本印出来啦！

出版社直售，5 折价格，周一发货

下单请点击左下角“阅读原文”。



注意：内容没有变化。只是增加了知识点索引，适合作为工具书查询使用，请确定自己需要再下单

下单请点击左下角“阅读原文”。

第1013篇.　　2021.09.11 - 老唐实盘周记20210911

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-09-11

本周交易

无

目前持仓

目前持仓：腾讯 39%，洋河 24%，茅台 17%，分众 8%，古井贡 B6%，陕西煤业 7%，另有观察仓海康威视和福寿园不计。

下表除“当前股价”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	39%	72000±10%	<36000	80000	38959	490.00	-12.87%
洋河股份	24%	4200±10%	<2100	4700	2578	171.06	-26.59%
贵州茅台	17%	26400±10%	<13200	35000	20885	1662.58	-15.98%
分众传媒	8%	①	<770	1980	1102	7.51	-23.03%
古井贡B	6%	920±10%	<460	1060	458	104.68	-1.41%
陕西煤业	7%	①	<1020	2500	1445	14.90	73.98%
沪深300						5013.52	-3.80%
上证指数						3703.11	6.62%
2021/9/11			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8282	

注：①采用席勒市盈率估值的企业，不估算三年后估值；

②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；

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。

附：上期数据

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	40%	72000±10%	<36000	80000	38879	488.00	-13.23%
洋河股份	24%	4200±10%	<2100	4700	2506	166.32	-28.62%
贵州茅台	17%	26400±10%	<13200	35000	20831	1658.22	-16.20%
分众传媒	8%	①	<770	1980	1057	7.20	-26.21%
古井贡B	5%	920±10%	<460	1060	433	98.65	-7.09%
陕西煤业	6%	①	<1020	2500	1355	13.98	63.23%
沪深300						4843.06	-7.07%
上证指数						3581.73	3.13%
2021/9/4			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8299	

收益

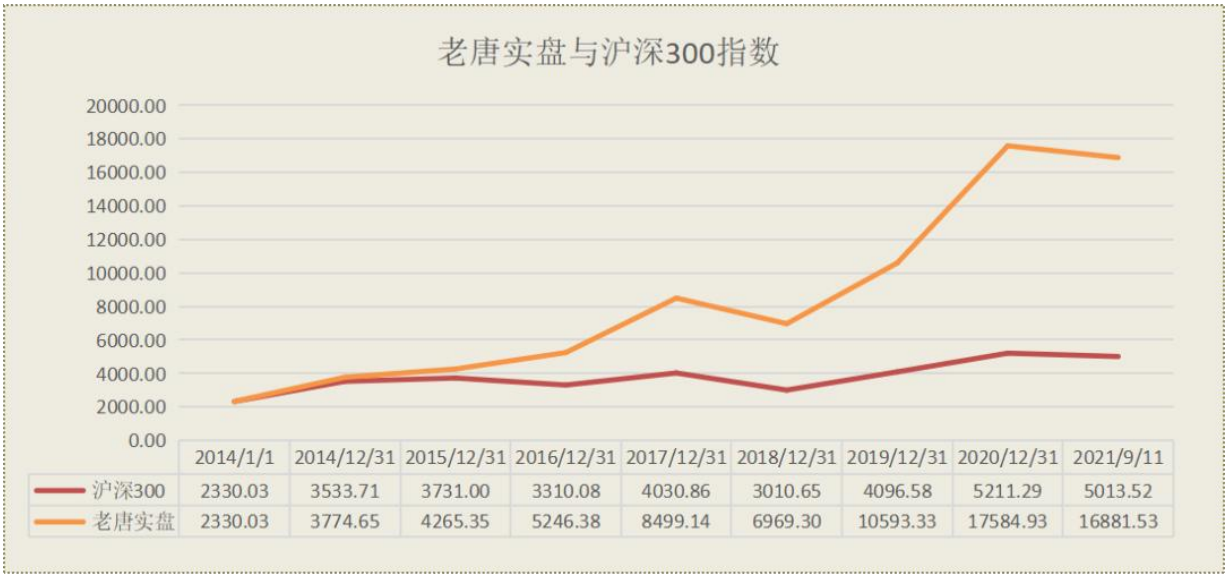
本周实盘净值小幅上涨约 2%。2021 年年内收益从上周末的-6%，变成本周末的**-4%**（四舍五入）。

老唐实盘	年度收益	期末净值	期限/年	年化收益	HS300涨幅	HS300净值	HS300年化
2014	62%	1.62	1	62%	51.66%	1.52	51.66%
2015	13%	1.83	2	35%	5.58%	1.60	26.54%
2016	23%	2.25	3	31%	-11.28%	1.42	12.40%
2017	62%	3.65	4	38%	21.78%	1.73	14.70%
2018	-18%	2.99	5	25%	-25.31%	1.30	5.22%
2019	52%	4.55	6	29%	36.07%	1.76	9.88%
2020	66%	7.55	7	34%	27.21%	2.24	12.21%
2021/9/11	-4%	7.25	7.7	29%	-3.80%	2.16	10.39%

注①：老唐实盘年度收益率，按基金净值法和实际收益率**孰低**取值，均不含新股收益。

注②：沪深 300 指数收益未包含每年 2%左右的分红，数据略有低估。

实盘与沪深 300 指数对比图



重要事项

本周一边忙碌着各种采购，一边把 44 箱书从临时堆积的房间，搬进新书房，并一一拆包分类放上书架。就这么点儿事儿，居然忙到周五中午才完，总算踏实了。

过去两周被搬家耽误的重要事项，除了洋河和古井的中报还没顾上看之外，其他事情今天一起汇总聊聊。

主要包括：1.腾讯的回购和利空；2.茅台更换董事长并修改公司章程；3.恒大信用危机对洋河的威胁；4.中美元首通话；5.《新手财》索引版事宜。

1.腾讯的回购及利空。

自 8 月 19 日起，腾讯启动股份回购，至今累计回购约 265 万股，平均回购价格约 470 港币，投入总资金约 12.5 亿港币。

基本上除了联交所禁止回购的情况（回购价格不得高于最近 5 天平均收市价的 105%），其他时间手是没停的。

这回购，自然是在向市场释放公司股价严重低估的信号。但市场人士是否认同该信号，那就要取决于各自对企业的理解了。

我很早就分享过 450 港币以下是我心目中的理想买点，所以自然是认同这信号的。而不认同的投资者，

或许是对最新的利空信息有不同的看法。

过去两周腾讯最大的利空，是史上最严未成年人游戏时间管控新措施出台。

未成年人的游戏时间上限，从过去规定的节假日 3 小时、非节假日 1.5 小时，大幅缩水为仅有周五、周六、周日以及法定节假日可以玩 1 小时，且只能在晚八点到九点之间运行。

腾讯对未成年人游戏时间管控标准，是节假日 2 小时，非节假日 1 小时，比监管部门规定的更严。这次新标准出来，没什么讨价还价的余地和必要，就是四个字：严格执行。

关于游戏管控的问题，我在 8 月 21 日的《拆解市场对腾讯的主要担忧》一文里，已经详细谈过我的看法。目前观点没有变化，即

①政府没有可能一刀切禁止成年人玩游戏；

②未成年人给腾讯游戏带来的收入并不高，即使全部禁止影响也不大。严格的未成年人游戏管控，可以减少社会对游戏企业的污名化，有利于企业长远发展；

③游戏海外市场依然大有可为。

周四（9 月 9 号），又有传言说监管部门在 9 月 8 日对腾讯和网易等网络游戏企业及平台的约谈会议中，告知将暂停国产游戏版号审批和发放。9 日下午网易 CEO 丁磊辟谣说那是假消息。

无论传言真假，迄今为止 8 月份的游戏版号还没发放，这是事实——以往都是当月披露。

至于没发放的原因，有消息如上述传言，说是主管部门将暂停所有的游戏版号审批；

也有消息说是因为 8 月底颁布的《关于进一步严格管理切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》，导致企业的游戏需要修改并重走流程。

具体是什么原因，我也不知。

个人判断防沉迷系统新要求导致企业需要修改并重新提交申请的说法比较合理，可信度较高。但其实即便是暂停，也没有什么了不起，又不是没停过。

相信朋友们还记得 2018 年 3 月至 12 月，所有游戏版号一概冻结停发，腾讯股价最低跌至 250 港币出头。结果如何呢？企业照样正常走过来了！

不仅经营业绩持续增长，就算是股价，站在今年年初的 770 高点回看 2018 年最惨烈的那个 250 深坑，不也是市场先生强行送钱的时间吗？

所以，我个人对这个传言无感。无论是真是假，都不影响腾讯日复一日地给我赚取更多财富。

这种股价下跌中的恐惧放大，就和市场上涨中的乐观放大一样，是市场常态。

年初我给腾讯设置 450 理想买点的时候，相信没有几个人敢相信今年能跌到 450（甚至包括我本人在内）。

然而等股价跌破 450 后，那几天我记得看 200、100 股价的不少，甚至有担心收归国有的、担心腾讯破产的

甚至还惊动了刘鹤副总理出来安抚人心（9 月 6 日），副总理强调：

必须大力支持民营经济发展，使其在稳增长、稳就业、调结构、促创新中发挥更大作用。民营经济为我国贡献了 50%以上的税收、60%以上的 GDP、70%以上的技术创新、80%以上的城镇就业、90%以上的市场主体数量。

必须坚持社会主义市场经济改革方向，坚持推进高水平对外开放，坚持社会主义初级阶段基本经济制

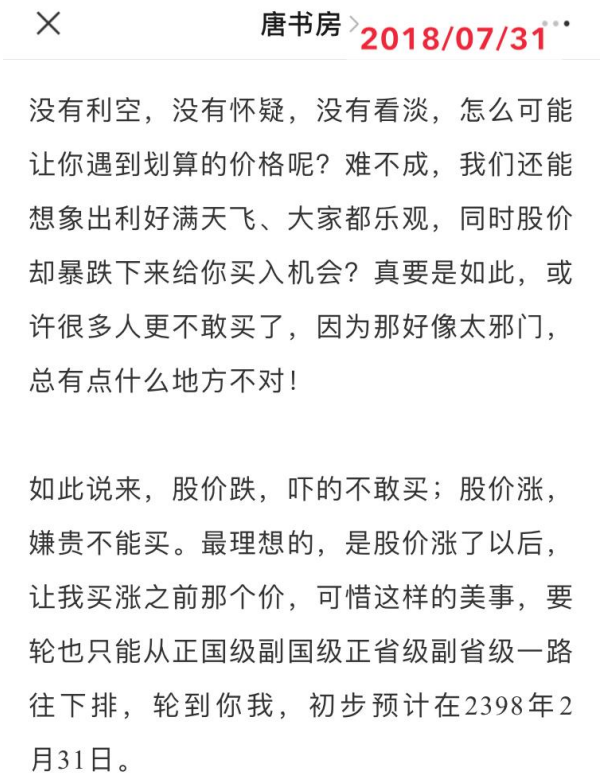
度，坚持“两个毫不动摇”，坚决保护产权和知识产权。**支持民营经济发展的方针政策没有变，现在没有改变，将来也不会改变！**

“腾讯将成为老唐的滑铁卢！”言犹在耳。

短短三周，腾讯股价从最低 412.2 反弹至周三高点 529，涨幅超过 28%。

按今日收盘价 490 计算，相对三周前低点的涨幅也接近 20%，好像老唐又有点滑不下去了😊

短短三周经历过大起大落的心路历程后，或许有助于我们更深刻地理解这段话：



另外周末报道的有关工信部召开会议，限期各大互联网平台解除网址链接屏蔽，尽快互联互通。这事儿对于腾讯而言，我认为总体利大于弊，连利空也算不上。

平台互联互通，主要指的其实就是阿里巴巴和腾讯之间，核心就是微信里屏蔽分享购物链接，淘宝天猫里不能用微信支付。

真要互联互通，我个人认为用户会更习惯将微信作为购物入口，更习惯让微信支付成为主要支付手段，不仅不会损害微信的用户黏性，反而可能提升黏性。

所丧失的，无外乎是原本导流给京东拼多多等腾系电商的流量，转而倒给淘宝天猫。给谁不是给啊，反正原本就是冗余流量的再利用。

综合而言，我个人认为真正的互联互通，腾讯得＞失，而阿里是失＞得。所以，互联互通的主要障碍可能不在腾讯在阿里——正如二者之间最早的屏蔽战本是阿里先挑起的。

2.茅台更换董事长并修改公司章程。

去年 3 月初，高卫东替代李保芳上任茅台董事长，当时老唐写下文章：《聊聊李保芳的功过及对新帅的期望》。

在这篇文章里，老唐高度评价了李保芳先生在茅台 55 个月付出的努力和创造的成果。

同时，也提出了对高卫东接任后的四大期望：提高出厂价，提高分红率，收购习酒，推动茅台核心员

工股权激励。

很遗憾，期望的四件事，高卫东一件也没触及，就成了茅台的匆匆过客。

在茅台未来的公司志里，任职 18 个月的高卫东，可能会成为茅台历任董事长里最轻如鸿毛的一位

这些期望也只能移交给丁董了，看看他的任期内有没有机会。

借着换董事长的东风，上市公司一并提出了修改公司章程和董事会议事规则等企业规章制度的议案。

我粗略地看了遍相关议案，绝大部分内容都是按照交易所《章程指引》所做的完善性修改。

但其中**新增董事会对外捐赠权**，勾起了一段回忆。

不知道还有没有朋友记得，去年 11 月底，有茅台小股东针对茅台董事会未经股东大会授权对外捐赠 8.3 亿的事情，向证监会实名举报并联系律师向法院起诉。

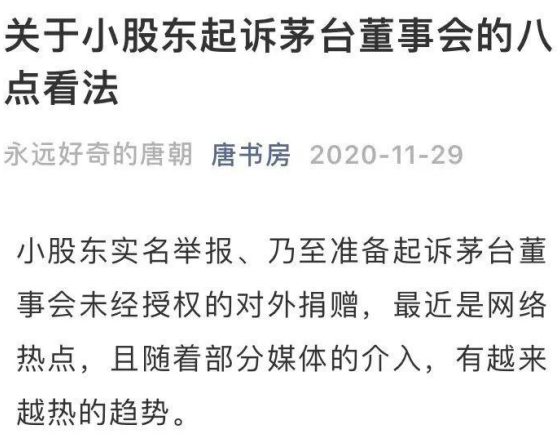
当时很多人询问老唐对此事的看法，老唐一律回避，没有回答。

其实老唐当时回答了。只不过我是同意捐赠，并对起诉一事持负面观点的，文章如果公开发表有说风凉话或给热心人泼冷水之嫌。

因此我没有将其公开发表，而是选择在 2020 年 11 月 29 日发表的《老唐实盘周记 2020/11/28》一文后面，以赞赏彩蛋的形式向赞赏该文的朋友弹出。

——11 月 28 日是周六，当天我有个朋友聚会，所以周记推迟至 29 日推送的。

文章题目为《关于小股东起诉茅台董事会的八点看法》，当日有 349 位朋友读过



时过境迁，我今天公开这个彩蛋。任何感兴趣的朋友，**向书房发送“捐款”**就可以提取 2020 年 11 月 29 日发布的该文。

文章里，我谈了自己的八点看法。其中最后两点的原文如下：

这家年营收千亿、净利润四五百亿的企业，唯一可能的应对就是召开股东大会，补授权。

甚至提请修改章程，要求股东大会给予常规授权。

届时，在“履行茅台对本地的社会责任，先富带后富的扶贫义务”道德制高点大旗下，

如果这个董事会自主决定的捐赠比例，固定为每年不超过净利润的1%，哪个小股东好意思站出来说一句“老子就是不同意！”

每年1%，现在是约5亿，以后可能是十亿甚至数十亿🤤

第八、因此，起诉这件事，从法理、道德及公司内部治理角度，都是对的，也是网络舆论及媒体最喜欢的吸睛题材。

任何反对的人，都很容易被骂做没骨气、跪太久了不懂站着的滋味，眼中只有钱、漠视股东权利……等等。

然而，对于茅台的发展、股东的利益，我认为弊大于利。

基本上可以说两败俱伤，没有赢家——当然，媒体和律师是赢家。

所以我佩服花费金钱和精力去要说法的人，但我本人不参与，不公开表态。

若董事会提出追认授权的议案，我愿意在股东大会上投赞成票。

以上八点，就是我对这件事的观点。

今日回看，除了“不可能把捐给习水县的 8 亿讨回来”这个判断错了，其他的基本和我考虑的一样——举报发生后，公司披露捐款还未付款，鉴于舆论影响取消掉了，所以这 8 亿最终是收回来了。

即使是收回 8 亿的事情，基于商业常识猜测，茅台也不可能亏了企业所在地的习水县政府。

8 亿捐赠没了，还会从其他地方找补的，只不过没有捐赠那么易于发现。

譬如某些公共设施由当地政府承担的多与少，某些土地及配套的作价，某些招商优惠政策尺度等，稍微有点弹性差额就出来了。

用一条通往厂区的公路来举例说明吧：当地政府是负责修到厂区门口，还是修到岔路口？是改性沥青标准，还是普通沥青标准，甚至是路基压平、铺上碎石子的标准？这些往往是有弹性的。

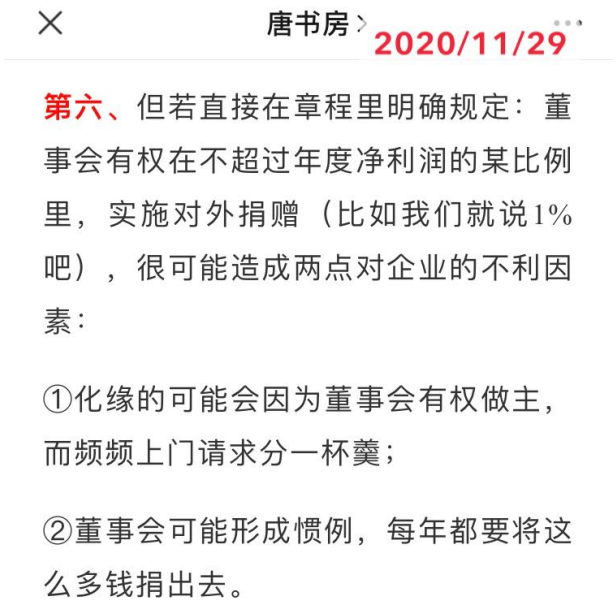
谈判桌上稍微一弹，可能就是上亿的差异——注意，这仅仅是举例，并不是指具体修路的事

正是因为这些，企业利用慈善、捐款或其他公益投入建立良好的企业形象与政商关系，才是商界常见的作法。

每一笔都算的干干净净，每一笔都分清楚你我，分清楚用途，在商业实践中是很难做到的。

本次章程修改给董事会增加了捐赠决策权：**“单笔捐赠不超过 1.5 亿，且单一会计年度内捐赠金额累计不超过公司最近一期经审计归属于公司股东净利润 1%”。**

这就是我文中的担心：每年 1%，现在是 5 亿，以后可能就是 10 亿甚至数十亿，而且可能会形成对股东不利的惯例。



老唐绝不是/也无权去/指责热心网友不该这么做。而是想说，无论是日常生活还是投资，“做对的事情”和“把事情做对”中间往往存在一段需要冷静思考的距离。

套用经济学的一个概念：“经济学是一门研究事与愿违的科学”。很多时候，良好的出发点不一定能得到想要的结果，甚至可能得到相反的结果。

希望此时公开这稍微有点冷酷的观点，只会引发朋友们思考，而不是招来鄙视和谩骂

好在 1%也不是很痛。先说断、后不乱，就当是公司寻求治理制度的代价吧。

昨天有朋友分享了一份最新的茅台调研纪要，据说是茅台市场部某领导的分享，大致意思是：

①高层关心的是市场终端成交价，不是出厂价，目前集中要打击的是原箱和散瓶茅台的价差。

②暗示可能通过非标、提升直营比例及价格、以及其他手段（市场有传言说要增收一笔经销商服务费），提升实际出厂均价；

③新董事长提高了高卫东任期制定的增长目标；

④2024 年前计划将老厂区办公区域腾空，再给茅台增加 8000 吨基酒产能。

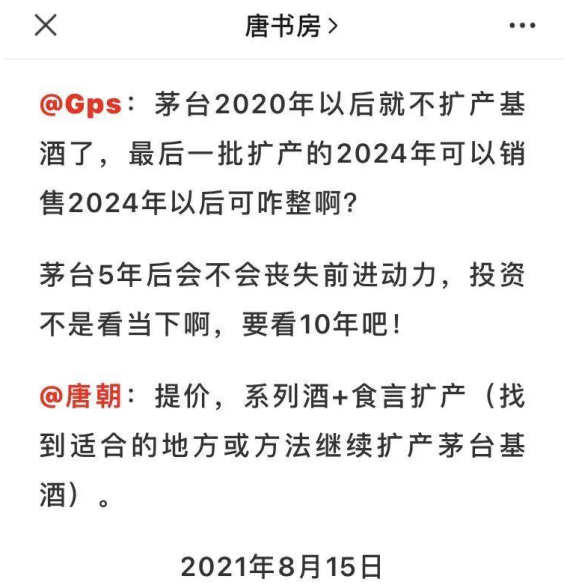
如果调研是真的，这些基本都是正确的事，利好茅台的事。不仅该做，而且迟早要做，这是不以任何人意志为转移的经济规律。

提升非标占比、提升直营比例、提升直营价格（据说设想是零售指导价从 1499 提升至 1799），都不难。

增收经销商服务费 500 元/瓶——这个措施可能需要配合增量甜头。给经销商增加部分年度茅台配额，条件是新老配额均需加收一笔服务费或代理费什么的，其实就是给上调出厂价套个糊弄人的外壳。

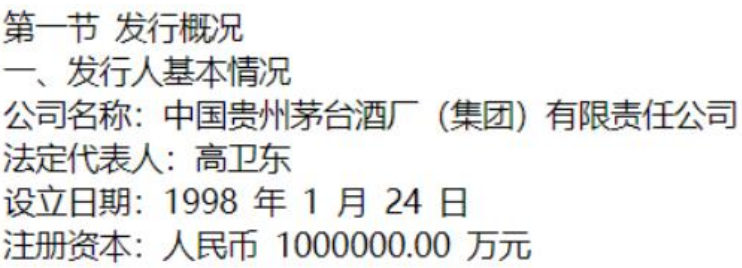
若是不增量，直接在原合同量上加收服务费或代理费，法理不通，容易引起渠道抵触。

至于扩产计划，如果可以落实，这当然是茅台最大的利好。



另外，这两天媒体热炒茅台集团注册资本从 50 亿到 100 亿，从国有独资变成国有控股的事情。这两件事，其实都没有关注价值。

增加注册资本金是陈年旧事，只是刚刚被记者翻出来。早在去年茅台集团发行债券的时候，披露的文件里注册资本就已经是 100 亿。


第一节 发行概况
一、发行人基本情况
公司名称：中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司
法定代表人：高卫东
设立日期：1998 年 1 月 24 日
注册资本：人民币 1000000.00 万元

以前是贵州省国资委持有 100%股权，叫国有独资。

现在划转 10%股权给省财政厅全资金控公司——注意，和上市公司无关，划转的是茅台集团公司的 10%股权，所以改为国有控股（表明不是省国资委持有 100%股权），不是卖给民营企业了。

划转是按照省财政厅《关于划转部分国有资本充实社保基金有关事项的通知》（黔财工〔2020〕286 号）和省国资委《关于做好我委所持有关企业部分股权划转金控集团公司持有有关事项的通知》（黔国资通产权〔2021〕3 号）规则实施的常规动作。

3. 恒大信用危机对洋河的威胁。

最近，曾经的地产龙头中国恒大利空不断，股价也跌跌不休，从去年七月高点至今已经历经腰斩、腰

斩、再腰斩。

很巧，前天在网上闲逛，偶遇万达老板王健林在 2019 年 1 月 12 日的万达公司年会上的讲话视频。视频里王健林非常坚定的说：

“万达要剥离所有的房地产业务，一平方米的房地产开发业务也不留。为什么我们要否定自己已经搞成熟的商业模式呢？原因很简单，**房地产这个行业，它的现金流不长远**。”



当时我感叹道：现在看恒大，必须说姜还是老王的辣。很多年前，我就一直困惑房地产企业的最终现金流问题，刚刚偶遇王健林这段视频，瞬间舒坦了。不是我没搞明白，是行业的确如此，至少业内顶尖大佬，也有一样的困惑。

我没投地产股，但其实我关注过这个行业和其中优秀的企业（主要是万科），乱七八糟地也读过一些关于地产（尤其是关于王石）的书和财报。



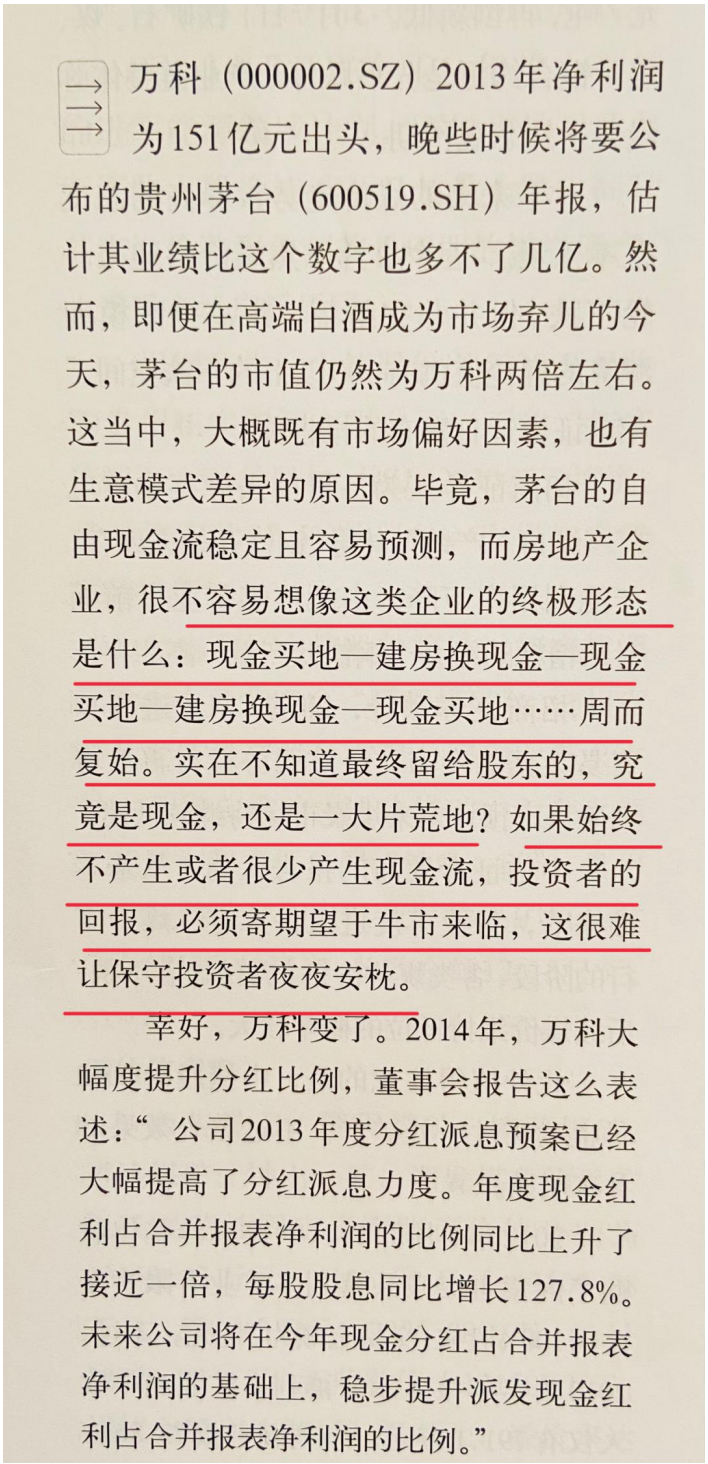
但我始终解释不了我观察到的一个难题。这难题以前多次分享过：

我认识一位小开发商，多年前房地产正火爆的时候，听他聊天时发牢骚说自己买了一块地，各种求爷爷告奶奶的手续和资金、殚精竭虑地十个缸八个盖，终于趁市场热捧的时候把建好的房子卖得七七八八。去了费用、还了借款，回收到手的钱，想买隔壁一块同样大小的地，还有缺口。

于是我就产生了一个困惑。

2014 年万科宣布加大分红比例时，我有点心动。读过财报后写了篇文章发表在 2014 年 3 月 14 日出版的《证券市场周刊》上，题目叫《该不该买万科？》，里面提到这个困惑。

我刚刚从书架上翻出这期杂志，拍下文章的开头。



万科（000002.SZ）2013年净利润为151亿元出头，晚些时候将要公布的贵州茅台（600519.SH）年报，估计其业绩比这个数字也多不了几亿。然而，即便在高端白酒成为市场弃儿的今天，茅台的市值仍然为万科两倍左右。这当中，大概既有市场偏好因素，也有生意模式差异的原因。毕竟，茅台的自由现金流稳定且容易预测，而房地产企业，很不容易想像这类企业的终极形态是什么：现金买地—建房换现金—现金买地—建房换现金—现金买地……周而复始。实在不知道最终留给股东的，究竟是现金，还是一大片荒地？如果始终不产生或者很少产生现金流，投资者的回报，必须寄期望于牛市来临，这很难让保守投资者夜夜安枕。

幸好，万科变了。2014年，万科大幅度提升分红比例，董事会报告这么表述：“公司2013年度分红派息预案已经大幅提高了分红派息力度。年度现金红利占合并报表净利润的比例同比上升了接近一倍，每股股息同比增长127.8%。未来公司将在今年现金分红占合并报表净利润的基础上，稳步提升派发现金红利占合并报表净利润的比例。”

我想这就是王健林说的“现金流不长远”吧

觉得这段思考过程或许对朋友们有点用，所以不小心扯远了——注意：我无意贬低房地产，也没有喟瑟自己看“对”的意思，请勿将上面这段分享理解为看空。

我只是不懂房地产，所以没去碰，谈不上看好看空、看对看错。而且从文章发表到今天，万科市值也是涨了不少的。

我今天说恒大信用危机的话题，不是想谈地产，而是想谈恒大爆雷对我家小洋的影响。

本周三爆出消息，说恒大通知了两家银行，暂停支付 9 月 21 日到期的贷款利息。同时，内部人士爆料说恒大自 9 月 8 日起暂停所有理财产品的支付。

昨天，恒大集团召开恒大财富专题会议，许家印在会上表示“很多员工和业主都拿着辛苦钱、血汗钱

和养老钱来买了恒大财富的产品，我代表集团明确承诺一定要全部兑付，一分钱不能少。”

这些消息很难不牵动小洋股东的心。

我特意看了半年报里洋河披露的信托产品。截止 6 月 30 日和恒大有关的信托产品共计 9 笔，分别借给贵阳、徐州、南京、昆明、太原、北京六城恒大公司项目，最小单笔金额 0.6 亿，最大单笔金额 2 亿，合计 10.432 亿。

其中 2021 年 11 月 20 日和 29 日各到期一笔 0.95 亿的（贵州恒大、昆明恒大），其他的均于 2022 年到期。

迄今为止，没有未收回信托产品披露，证明之前的信托都是如期收回本利的。

目前的 10 亿多产品，暂时还不涉及到期，无法了解是否有违约嫌疑及是否有足够抵押。

就我个人的观点看，第一，金额不大；第二，分散在较多城市和项目；第三，即便恒大真的垮了，信托风控相关资产多少还是能回笼一些资金。

因此，总体风险敞口不大，就算按亏一半计算，也就五亿而已，不是太大的影响——我个人认为亏不了一半，但没有数据和逻辑支持，只是一个“观点”😜

4. 中美元首通话。

事情重大，但内容没告诉我🤔，无法评价。

只能说有两位元首有沟通欲望，能通个话，至少说明双方有意向好的方向发展，比相看两生厌好点儿。完毕。

5. 《新手财》索引版

昨天《手把手教你读财报：新准则升级版》增加索引的版本印出来了。

我特意让出版社做了一个直售链接给书房的朋友们，避免大家在各大电商买到不带索引的存货。

注意：带不带索引，内容是一样的。

索引版只是在文末新增了知识点或概念所对应的页码，便于大家当工具书使用。没有这个需求的就不需要再买。

电商手头不带索引的版本卖完后，以后出售的会都是增加了索引的版本，所以这个供应量理论上是无限的，没有必要着急抢👉



但手头只有以前白色封面《手把手教你读财报》的朋友，无论是否读完，都强烈建议你放下白色封面版，直接买这个版本阅读。

红色封皮的《新手财》包含并优化了原白色封面《手财》的内容，另外还增加了大量有关新会计准则的内容，更清晰易读，更有时效性和实战性，更节省学习时间。

链接我放在文末的阅读原文上了，34.5 元包邮。

老唐自信地说：《新手财》是投资必需品，其价值数千倍、数万倍甚至可能数百万倍于书籍定价！至于信不信，那就只能随你啦~😁🙏

本周运动

到苏州之后，第一项重大改变居然是作息时间🤧

苏州比成都更偏东，天黑的早，基本六七点之间就全黑了。天亮的也早，大概早上五六点之间就大亮了。

我家领导在这里待了两个多月，生物钟已经习惯了早睡早起，连带我现在也是晚上九点就上床侍寝，早上六点自己就会醒来😁

一直吆喝、一直没有做到的早睡早起，居然不经意间通过这种方式做到了。以后尽量就保持这个作息规律了，书房不推文的日子就晚九早六，早上六点起床跑步！

本周跑步 4 次，单次 10 公里。散步 2 次，合计 7.2 公里。



周六同口径除皮净重 84.6 公斤，环比上周下降 1.5 公斤——175cm

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

第1014篇.　　2021.09.13 - 书房拾遗第25期

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-09-13

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。

大概每凑够四五千字，就推送一期。今天是第 25 期。



@Asunin：想问唐老师，为什么你要设置一个卖点，而不是学巴菲特老人家那样，买一支股票然后长期持有？

@唐朝：因为巴菲特他老人家并不是买一支股票然后长期持有。

@Asunin：我记错了吗？我记得他说过，如果你不想持有 1 只股票 10 年，那你就不要持有它一分钟。

@唐朝：这句话他是说过。但如果你将这句话理解为买了以后永远不卖，那是给自己挖了一个深坑，足够活埋八次的深坑。

@Asunin：他持有可口可乐，苹果，富国银行等等这些股票不都很多年么？还是说他中间有调仓？

@唐朝：可口可乐 1998 年不卖是个错误，他已认错反省。苹果去年减仓了。富国银行清仓了，而且持股多年没有赚到什么钱……卖过的还有很多。

这每一只股票，在他买入的时候，的确是想持有十年甚至终生的。但企业会变，估值会变，合适的时候老人家卖起股票来，下刀比老唐还快。

2021 年 8 月 17 日

@卢惜今：唐老师，您的当年 50 倍和三年后合理估值的 150%“孰低”卖出原则，是否和你一贯坚持的“长期看，股权优于现金，尽可能不做卖出”的思维有些许矛盾？

@唐朝：没有矛盾，这两个数据中的较低者已经属于高估。

尽可能不卖≠无论如何都不卖；长期看，股权优于现金≠任何估值条件下，股权都优于现金。我的体系里显而易见的高估会导致我卖出的。

2021 年 8 月 18 日

@适言：有同事和央视广告部的人吃饭说，以后不让酒类企业做广告了，就像烟一样。老唐对此怎么看？

@唐朝：若真如此，意味着建立新品牌更加困难，那啥逆袭更不容易了，利于品牌知名度和美誉度比较好的现有知名酒企。

2021 年 8 月 20 日

@Bailing：前一篇文章里的，其他的都大概明白，但是还有一个觉得老唐没有澄清，也可能是我漏了：老唐的买点是合理估值的 50%，为什么这次远高于买点就买入了。仅仅是因为历史上在茅台上赚了很多，“高点儿就高点儿”的原因吗？

@唐朝：看来说那么多次，还是不够清楚。

理想买点=三年后合理估值的 50%。

三年后合理估值=三年后自由现金（符合三大前提的企业可以用净利润替代，有可接受瑕疵的企业可以将净利润打折模拟）×25~30。

当年合理估值=当年自由现金（符合三大前提的企业可以用净利润替代，有可接受瑕疵的企业可以将净利润打折模拟）×25~30。

这里的 25~30 指的是无风险收益率的倒数，是无风险收益率在 3%~4%时的取值。

如果无风险收益率发生变化（通常一两年内变化很缓慢或幅度很小），该数值也会发生变化。

当年合理估值之下到理想买点之间，根据对企业的认识和自己对波动的承受能力，个性处理，没有对错。

我个人偏向于合理估值之下开始买入，理想买点清空所有现金。

完毕。这次能看懂吧？

2021 年 8 月 20 日

@jin：老唐，如果你持有的企业继续腰斩，你会如何？

@唐朝：这要看企业这块地的产出水平有没有改变。

如果没有，那就持续接受送钱，不断买入，坐等发财。

如果有，那就及时斩仓，无论是腰斩，翻倍，还是脚踝斩。参看前不久跌停板 71.1 元卖出上海机场

的实战案例。

@jin：还有不断买入的资金呀？子弹不是打光了么？

@唐朝：没有钱那肯定只能傻看了噻。但第一，会有分红；第二，还可以考虑其他股票调仓；第三，好歹我们都是活人，大部人都还在股市之外持续挣钱。

2021 年 8 月 20 日

@LEO028：唐师，您好，我最近在三刷您的《价值投资实战手册》，真是常读常新，同时还不时在书房找一些您以前的文章来读，真的是受益良多。

另外，我发现一个有趣的现象，就是你手绘的那张在合理估值区间内安静的享受生活，超过合理估值区才动手的理念，特别适合教育小孩。

我是一个二胎爸爸，发现在教育小孩子的时候也是这样，除非是动了一些原则性的问题，其他时间就是陪伴，少动嘴，别老想着教育小孩子。

这样小朋友也好，大人也好。发现真的是有异曲同工之妙。

@唐朝：这个感悟真好。我去墙上摘一条下来，也要给你腾个位置。

2021 年 8 月 20 日

@高伟锋：老唐，港股通当天卖出的资金当天就可以用吗？

@唐朝：港股通卖出港股后，马上就可以买入其他港股通港股标的，但当天不能用来买 A 股。

2021 年 8 月 20 日

@Nanxing：分众腰斩了怎么看？

@唐朝：应该，安逸。我春节前分两次出了 2/3，现在正是捡回来的好时机，真诚感谢市场先生。

2021 年 8 月 20 日

@张小勇：为什么不等茅台真的提价之后再去买？这样也可以防止万一茅台没有提价的风险。

@唐朝：如果届时股价 2900 呢？

2021 年 8 月 20 日

@宸霄：分众既然是梯媒龙头企业，为何不能先收款呢，反而后收款产生大量应收？

@唐朝：因为它并没有你想象的那么强大。梯媒龙头在整个广告行业里，只是一只小虾米。

2021 年 8 月 20 日

@纪建强：您为什么占高估的便宜，不占低估的便宜呢？

@唐朝：高估的便宜如果占不到，我持有优质企业的股权本身的回报已经很满意了。

而如果冲着低估的便宜去，却没有占到，持有类现金资产会导致我“一生穷，穷一生”的。

所以我愿意占高估的便宜，愿意承受合理到低估的波动。

@纪建强：之前看过一个笑话，股价跌的六亲不认的时候，有人问：都这时候了，价值投资者去哪了？答：在左侧合理区间子弹已经打光了……选择的成本啊。

@唐朝：这不是笑话，是事实。2018 年我写过的一篇叫《低估之后的暴跌是怎么回事，应该怎么面对？》的文章，专门写过这个场景。

2021 年 8 月 20 日

@透明人間：唐老师，现在买入茅台的理由是：1.假设不提高出厂价，仍然值得买入；2.出厂价提高

只是时间的问题。这其中哪一个呢？

@唐朝：都是。

2021 年 8 月 20 日

@石头：感觉茅台继续提高在线直销的供货比例可以一举两得：1:给老百姓更多机会买到 1499 的便宜酒。

2: 茅台不全面提高出厂价，保持 zz 正确，但却变相提高了出厂价。多的利润还能多纳税实现共同富裕，除了中间商吐点利，这不是皆大欢喜吗？

@唐朝：是，公司也确实在这么干。但这不是不提价的理由，经销商 969 拿走，转手就卖 3000~3800，无论怎么解释都不合理。

2021 年 8 月 20 日

@mingzinanqu：老唐说“2022 年茅台公司有极大可能会提升出厂价，差异无外乎是年初提还是年中提。”，“能在 2022 年初从当前的 969 元上调至 1299 元，幅度大约 34%”，

你在预计净利润的时候考虑了茅台涨价的问题，但如果茅台不涨价，那这个净利润岂不是估计错了，也就是估值也出问题了？

@唐朝：是，完全有可能。

2021 年 8 月 20 日

@凉：老唐，投资的底层逻辑里有一点没想明白，为什么工行债券的例子在 AH 溢价上就失效了呢 ？资本不是应该卖出回报率低的买入高的吗？可是 AH 折溢价还是长期存在并没有被抹平。

@唐朝：因为 AH 之间有城管拦路收费（外汇管制），导致两个市场不连通，资本无法实施套利或实施套利成本很高，所以能长期存在折溢价现象。

2021 年 8 月 20 日

@唐朝：茅台大跌的恐怖时刻，最合适回看春节前的市场气氛。

此时的恐怖和当时的乐观，就是我们经常说的那个钟摆，春节前摆右边高高，此时摆左边高高。极点在哪里？只有上帝和骗子知道。

我没打算去猜中极点，也没有这个能力猜中极点，我只需要知道它终究会重新摆过中点，这就足够让我们赚钱了。

投资赚钱，就这么简单，哦耶 

唐朝 圈主

有人告知我昨天的文章被但斌先生转发了。我去微博看了看，留言区最热评论挺有意思，或许可以作为未来回顾时的有用材料，截图保存之……



185天前　　2409人看过

按热度 | 按时间

鲁博棵教练 铁粉：100倍动态pe我也不卖 我要发挥散户的优势 就是要在泡沫里享受生活😂😂😂
2月15日 22:24　　回复 | 赞 9

秦戈-qinge 铁粉：深表赞同！我就是小散一个，我留着养老😁
2月15日 22:44　　回复 | 赞

Ljc昌哥 铁粉：20倍呢😂
今天 00:32　　回复 | 赞

追梦-格林：写的真的不错，对后面的暴涨和回调都有应对的准备，但是好像还少一个准备，如果是慢牛市呢，老唐的如意算盘恐怕就要落空了，那3%的底仓可能就是从今以后最大的仓位了😂
今天 02:43　　回复 | 赞 3

太白鸭舌茅台酒 铁粉：就算跌没了 我也不卖 就要一口气，当初的一口气。
2月15日 22:24　　回复 | 赞 3

alexhdong 铁粉：叨叨写那么长文章，看了开头就懒得看了，长期投资只需关注白酒行业和公司经营的风险，因市场情绪而造成的股价高低可忽视。我只相信，在白酒行业和公司不出大的黑天鹅情况下，15～20年内，茅台达到1万元每股是可以看到的。
2月15日 23:08　　回复 | 赞 5

茅台5000元真不算高 铁粉：这些年送走一批又一批数学太好的"资深茅粉"，就像茅台送走董事长一样😂
今天 07:52　　回复 | 赞 1



@TB：重读了[《读史可以明智——对茅台的全面回顾和展望》]一文，理解了老唐之所以庄严宣誓不杀价不等底，30pe 大方买入，原因在于，就算不赚市盈率的钱，只看净利润的增长，如果 2024 年净利润过千亿，年化增长也达到 22%，这是个令人满意的预期收益率了。

还有一点，不占低估的便宜，不设置过低的买点，是因为有风险，一直拿着类货币资产的享受低收益的风险，而持有优质企业的回报已经足够令人满意。关于高估的便宜就是风落之财了，有死兔子就捡走。

@悠见南：经历这次熊市的体会和总结：价值投资人在股价下跌到合理区间后开始买入，越跌越买是正确操作。

没有人知道什么地方是底，市场什么时候会开始走出低谷。与其实持币观望，不如设立一个建仓计划，在自己心里承受范围内，一步一步建仓。

市场先生癫狂的持续时间和深度都很有可能会超过预期，所以最后买到没钱是完全正常的。

没钱以后市场继续下跌时，就要克服懊悔自己买得太高，而出现浮亏的心理。这是一个重要的心理建设。

这一关不过，就无法成为一个价值投资者。要过这一关，关键在于对自己买入的企业了解，从骨髓里认为股东的真正回报是企业每年产生的真金白银，而不是上蹿下跳的股价。

今年是我作为价值投资人入市的第一年。能遇到这样一个熊市，经历这样一段学习，感觉非常幸运。

下一个更加严峻的考验，是在牛市能够保持理性和逻辑，执行自己事先确立的卖出计划。

希望牛市来的晚一点，让自己能有更多时间修炼内功，也就是加深对企业的了解，提高自己的机会成本。也希望那时仍然有老唐在前面领路。

2021 年 8 月 21 日

@伏地魔：老唐好！腾讯每年增加大量的现金流 。

处理方式：一，投资大量的互联网、消费、高科技等等新兴产业（腾讯目前正在做的）；二，回购自家股票；三：大量分红。请问你倾向哪个？

@唐朝：一。

2021 年 8 月 21 日

@知行合一：我一直有个认知盲点。高端白酒这个价格国家会管控吗？会指定价格销售吗？

历史上好像有指定价格。如果再有是不是对白酒未来的增长有比较大的打击？特别是茅台在茅台酒在舆论压力下也不敢提出厂价。

如果茅台限定价格销售，可能其未来增长潜力和估值可能会下沉。比较迷茫这些，希望老师能指点迷津。

@唐朝：国家管控白酒价格的可能性很小，因为白酒价格 1988 年之前就是管控的，结果我们大家都知道：

整个行业发展缓慢，企业亏损，国有资本得不到增值，政府收不到税，还得被迫给职工兜底，因为你既然干涉人家的生产和销售，那职工的相关支出你也得担着，比如说医疗啊保险啊养老金啊什么的，政府也要承担一部分。

而且最关键的是老百姓也没得到什么好处，那种情况下大家那个酒干脆就买不到，所以最终才被迫放开了白酒的价格管控，这些白酒企业基本上也都是从 1989 年后，开始获得高速发展的。

不过呢，虽然管控价格可能性很小，但是对于高档白酒加收消费税的可能性，我认为是非常大的，甚至接近于 100%。

一定会加，不确定的只不过是什么时间加和加多重的税率的问题，大致就是这样。

@无语：加税，也最终转加到消费者头上吧？

@唐朝：正如上面@千与千寻 说的，要看供需关系博弈，无论政府向谁征税，税负究竟最终由哪个环节实际承担，主要还是看供需关系，任何人都没有能力去规定。

@啊吐血：下次加税又是一个捡钱的机会。

@唐朝：税收的名目不一定就叫“消费税”，也或许其他名目，但道理一样，就是对于高档商品的高额价差征税。

@好亮：高级香烟控价，最多 100 元一包，为什么烟厂还是赚的盆满钵满的？是因为烟厂的利润很高？他们不怕？

@唐朝：因为 100 元的烟，也是暴利，成本与之相比微不足道。而且是专营，成瘾品的垄断销售，想不暴利也做不到。

@呵呵：消费税：20%*60%=12%，加征的可能几种比例：20%*80%=16%、20%*90%=18%、20%*100%=20%、25%*60%=15%。

@唐朝：目前探索的主要方向是按照零售价征税，最终我估计是向增值税一样，分段征收，分段抵扣。

将税收分段切给生产厂属地、批发环节、零售环节，全产链所有的参与地税务部门各吃一段，逻辑上公平，推广也容易。

生产属地税收不减少，批发和零售所在地税务局获得增量，大家排排坐吃果果，从上到下都会响应改革。剩下的就是技术手段问题了。

@呵呵：想想确实有道理！茅台的经销商利润这么高，现在是不是只交了一个企业所得税？

@唐朝：经销商现在主要是增值税和企业所得税。

2021 年 8 月 23 日

第1015篇.　　2021.09.16 - 书房拾遗第26期

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-09-16

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。

大概每凑够四五千字，就推送一期。今天是第 26 期。



@lols：唐朝老师你好，上周读了《投资的底层逻辑及其运用》那篇文章，我心中一直有个疑问挥之不去。你说一切的投资逻辑都建立在资本那永不眠的逐利天性上。

可是资本没有生命，让他逐利的是人性的贪婪。可人性除了贪婪还有好奇，还有雄心，还有良知。

那如果资本不逐利，或者说把逐利放在第二位、第三位、第四位。你的投资体系不就坍塌了吗，也就意味着没有投资价值吗？

现实有很多知名企业他们根本就不是为了更高利润，甚至有些利润像纸一样薄也无所谓，但是直觉告诉我他们明明很有价值，那是不是意味着不再适用以利润或自由现金流去衡量了呢？如果是，那有其他的方法去衡量吗？

@唐朝：如果部分资本不逐利，部分资本逐利，那么不逐利的资本在竞争中被逐利的资本吞掉，最后还是剩下逐利的资本。

如果按你的说法，所有资本都不逐利了，体系确实就坍塌了。但坍塌了好啊，反正你的资本不逐利，我的资本不逐利，咱反正又不想赚钱，要体系干啥呢！

那时候，这世界没人想赚钱，我们聚在一起主要忙着琢磨怎么才能把手头的本钱都糟践了，怎么才能少占用一点世界的资源，怎么才能少吃一口，少喘一次，多留点资源粮食和氧气给他人，然后很快后院就安静了，书房就安静了，世界就安静了

@TB：我来尝试一下回答这个问题，资本逐利是表现的结果，把世界上所以资本看成一个整体，它的行为就是逐利的，这是资本市场整体的表现结果，原因应该是大部分人追求财富的欲望。

可以类比我们的文明，文明最主要的任务是延续下去，但组成文明的个体情况各有不同，每天有很多人在尝试结束生命，还有战争（大规模结束生命），但我们的文明还在延续下去。看待某些问题需要使用整体的视角，单看个体千差万别。

2021 年 8 月 24 日

@Robbie：越来越觉得老唐特幽默！怎么样才能拥有这种幽默感呢？

@唐朝：始终尽量善意地去看待这个世界，幽默感会找上你的。

2021 年 8 月 24 日

@隐形人：老唐所说的切莫先有结论再找证据，另一位朋友提出的心中有靶子等时机到位再放箭。是不是说找到正确的靶子更重要，靶子具体指什么呢？

@唐朝：找到能力圈以内的企业，做好估值，等待其进入射击范围，开枪。圈外任何惊涛骇浪、钞票滚滚，都和你一分钱关系都没有，视而不见听而不闻。

2021 年 8 月 24 日

@普世智慧：在给企业估值中，关于自由现金流含金量是高还是低，应该通过什么判断呢？

@唐朝：利润含金量高，就是利润不是靠应收账款，不是靠处理家当，不是靠公允价值波动，不是靠说不清道不明的关联交易，挣来的。这几点判断，对读过《手把手教你读财报》的人，都不是难事——摘自 2020 年 3 月 21 日书房文章《我的第一难和你的第一难》。

2021 年 8 月 24 日

@唐朝：有人在书房刨旧文，捞起 2019 年 10 月的一篇文章，里面有当时的持仓股截图



我顺手把这几只股票今天的股价也截下来。



你看，涨涨跌跌的那么热闹，各种利空、恐慌、政策杀没停过。结果是啥呢？

啥也不干傻坐的，最差的茅台有 45%涨幅，最好的海康有 71%涨幅，还全部没有算分红。

按照最差的茅台算，1.88 年赚 45%，年化 21.85%，比世界顶级股神巴菲特的长期年化水平高那么一滴

点儿

关键是，啥也没干，没逃顶没抄底，没算分红和分红再买入。投资，难吗？真的难吗？

@凡星：腾讯股价 2018 年 1 月底市值约 4.4 万亿港币，几天前（21 年 8 月 20 日）市值约 4 万亿港币，将近四年时间不但不赚钱，还亏大约 10%。所以说，我认为呆坐也没想象中的容易

@唐朝：所以第一要组合，第二不要追求完美。

完美是优秀的敌人，投资者无法苛求自己随时都踩中市场先生的步伐，所以必然有某些投资品种在某些时段内表现不好，淡定接受就是了。

只要组合表现不错，就可以给自己一个满分了

@平常心：茅台居然是收益率最低的？！

@唐朝：是啊，下次再遇到说''老唐也就是压对个茅台''，我们是不是可以一起''呸''他？

2021 年 8 月 25 日

@子涵：茅台为什么不像洋河一样，和集团公司签一个《避免同业竞争的承诺》？现在算不算后患无穷？

@唐朝：1.要别人放弃某项业务或资产，总是需要给别人补偿的。市场当时不愿意出那笔钱。哪怕到今天，市场（包括我本人在内）依然不愿意出这笔钱。2.不算。

@鲤鱼：老唐是觉得股份公司不值得收购集团这些其他酱酒业务？但是记得之前文章写过希望能将习酒收过来，因为习酒的品牌价值吗？

@唐朝：合适的价格，习酒值得。品牌，产能，定位都不错，盈利能力也好。

其他技开公司、白金酒等不值得。产能规模也不值一提，品牌小而杂，买来也是关小屋子封杀，不值得糟蹋钱。

2021 年 8 月 26 日

@静儿：目前女儿四岁半，我的想法是可以考虑二胎，两个孩子可以做个伴，两个孩子年龄差距太大也不太好。

由于先生是独生子女，他不太想要二孩，觉着孩子一个就够了，这样我们可以过得很轻松，以后老了是我们两个人过，又不跟孩子过日子。

想请教，我该如何劝说先生呢？家庭状况：年龄 34/35，一般工薪，无车贷房贷，坐标：成都。

@唐朝：告诉先生：第一，老话说，独儿难教，独柴难烧。

一个孩子，是父母随时小心翼翼讨好孩子，生怕孩子不爽。两个三个孩子是引进竞争机制，日常家庭模式将转换为孩子们争相恐后讨好你，教育难度大幅降低；

第二，不要让孩子活在一个没有兄弟姐妹的世界、一个无人倾诉、帮衬和商量的世界里，尤其是我们离开这个世界以后，她会孤独。

爱她，就给她一两个兄弟姐妹，那是陪伴，是温情，是牵挂。

2021 年 8 月 26 日

@行者无疆：唐长老，请教一下，最近双汇董事长被亲儿子举报转移资产到境外、利益输送等等，股价暴跌。我很早就重仓双汇，现在跌了 30%。

双汇尚且这样伤害股民，以你的经验来看，A 股市场造假、利益输送等违规操作的企业大概占多少比例？A 股造假如此猖獗，真的适合价值投资吗？

@唐朝：占比不低。非常适合——顺告，双汇有转移利润到境外的风险，这是我在 2017 年 4 月 5 日的《蛰伏者双汇》下篇里白纸黑字写过的担忧。

2021 年 8 月 26 日

@FREEDOM：唐师，这一年，我看着新能源锂电池疯涨，相关自选股翻倍有余，周边跟买的人也都挣钱，大资金到了可以无视基本面价值主导股价，媒体宣传着为 zz 正确买单，拿着茅台该怎么调整心态呢？

@唐朝：你每天上班挣薪水，澳门赌场天天有人发大财，福利彩票天天有人中大奖，你怎么调整自己的心态的？拿着茅台同样调整即可。

2021 年 8 月 26 日

@阿诺德：唐老师，段永平说他很少看财报，只是努力去想一家企业未来十年的样子。是不是说财报在投资决策中占比很小，主要是战略眼光。在你的投资决策中，财务数据占比多大？

@唐朝：财报是用来排除企业的，阅读财报是理解企业的起点。

2021 年 8 月 26 日

@豆包：唐叔，初中毕业能看出一个教授专业书籍的错误，您平时都是怎么更新会计知识的，直接学习财政部公布的准则和案例吗？

@唐朝：老唐不是初中毕业，不要以讹传讹。是中专  。不过看出错误，和什么学历无关，只能说世上事就怕认真二字。



（老唐跌跌撞撞地啃过的部分财务类书籍）

2021 年 8 月 27 日

@Henry：煤飞色舞，有锂走遍天下。其余全部熊市。这是什么鬼市场？！

@唐朝：感谢鬼市场。这是最适合价值投资的市场，赚钱最轻松的市场，简直不能更满意了。

2021 年 8 月 27 日

@星辰：如果洋河的高速成长来源于其合理的股权结构，其他白酒企业为何不去模仿，难点在哪呢？

@唐朝：难点在于利益重分配是世界上最难的事情之一。

2021 年 8 月 27 日

@洪古：今天朋友晒出他的账户，一个 st 股赚 50%了，一个垃圾股赚 30%。

再看看自己的账户，茅台和其他微赚，腾讯和现金等价物浮亏。为啥作为夹头总有万箭穿心的待遇？

@唐朝：说明你内心或多或少地，依然在用市场先生癫狂的行为，作为检验自己思考结果的标尺吧。

2021 年 8 月 27 日

@锟锟：现在都不知道茅台近期两个新闻是真的呢，还是媒体恶意标题党做空…负面新闻都是突然集中推送的。

@唐朝：别把媒体想的那么坏，他们只不过是为了眼球而已。他们其实不在意什么利好利空，只要能耸人听闻就行。下次他们集中推利好的时候，你记住那也是夸大其词的

2021 年 8 月 27 日

@gps：老师我想退出 a 股投资美股了。

a 股的基金经理也是高材生，啥理论也都懂，为什么宁愿去投资高增速不确定性高，而且还是重资产，技术变革块的行业，估值也不看就是追高买推高泡沫。

他们完全不来投资稳定增长，高 Roe，现金流也高，轻资产，永续增长有护城河的企业？像茅台这么好的企业，居然给出三傻里该给银行的估值，难道价值投资这一套过时了吗？

@唐朝：这就是最适合价值投资的模式。茅台这么好的企业，如果不是按照银行作价，而是能作价 1 元，那才是全球最棒的市场。爱死它了

2021 年 8 月 27 日

@康国亮：老唐，确定性高的企业，成长性不足，是好的投资标的吗？为什么？

@唐朝：要看价格。

2021 年 8 月 27 日

@龟兔赛跑：1.当年时间过半后，合理估值为什么是上调 10%，是根据利润增速来计算的吗？

2.当年市盈率 50 倍卖出指的是动态市盈率还是滚动（ttm）市盈率啊？

3.看了你写的三本书，受益良多，但财务分析这本书还是很多地方不明白，结合公司年报看会不会更好点？如果想结合年报看，那贵州茅台的年报是不是更适合初学者呢？还望老唐解惑，谢谢！

@唐朝：1.年化增长能达到 21%的就算是优秀企业了，折合半年 10%，所以毛估估上调 10%足够了。2.我一般用估算当年净利润×50，算动态吧。没把握的企业，用静态也不是不行。3.当然，是。

2021 年 8 月 27 日

@三木老人：茅台系列酒里面，哪一款口味最佳？

@唐朝：个人偏好汉酱。

2021 年 8 月 27 日

@卜小平：财报里有句：“公司本期将楼宇业务以及办公场所和仓库等租赁费对现金流产生的影响体现在筹资活动中”不理解。租赁费怎么算筹资呢？

@唐朝：简单粗暴的说，就是旧准则下你租用别人一间工厂，只需要记录每年的租金支出就行了。

新准则为了更全面的监控企业表外风险，需要你将租别人的资产，记录为自己的资产，名叫使用权资产，同时把应付租金折现后记录为负债，两边同时增加资产和负债。

相当于你和别人借了一笔钱买的工厂，每年支付的不再是租金，而是融资费用（利息）。所以，归为筹资活动。详细阐述参看《新手财》62~63 页。

2021 年 8 月 27 日

@将军令：老唐，你对这两年的白酒公司的预收款项急剧收缩怎么看？

@唐朝：各家公司的情况还是不一样，举例说茅台就不是收不到，而是不想收，但其他公司就不一定了。所以无法用“白酒公司”如何如何来界定。

@将军令：但我看了茅台五粮液洋河酒鬼，这两年预收款项都是急剧收缩啊！

@唐朝：我高度怀疑你是没读新手财（红皮手财），不知道预收账款科目现在已经切换为合同负债了。

@将军令：确实，我读的是你旧版的白皮手财。

@唐朝：2019 年修改会计准则啦，你关注的科目是错误的。

2021 年 8 月 27 日

@刘汉超：茅台账上的货币资金 1:用来回购茅台的股票注销 。2:用来分红。3:维持现状。这三种情况哪种好一点？

@唐朝：2。

2021 年 8 月 27 日

@浮生：记得好像是去年吧看老唐对一位同学的问答，如茅台般的优秀企业卖出之后怎么确保能再次买到呢？老唐调侃了句，好像是:还总是能再次买到。

最近对这句调侃印象深刻，对应老唐手绘的企业估值摆动曲线也算是理解更深了！

@唐朝：我记得回复大概应该是：“因为我对人性有信心”。

2021 年 8 月 27 日

@浅蓝：《巴芒演义》里面有讲到宏观预测是废纸，这会不会跟那个年代的时代背景有关？

那个年代美国经济欣欣向荣，野蛮生长，市场缺乏监管，大股东甚至可以挪用上市公司的钱(浮存金)去炒股，这种情况下自然是专注寻找能够持续产生现金流的公司(瞅地)。

可这个时代监管加剧，行业竞争激烈，尤其是在特色的市场经济制度下，政策面对市场的影响力很强，是否应该也要关注一下宏观面呢？

新《手财》里也讲到，投资者应该要对行业和企业有深刻理解，而对行业的深刻理解，算不算也是一种宏观面的学习和预测？

@唐朝：宏观预测今天也是废纸。

2021 年 8 月 27 日

@朱延云：回购哄抬了短期股价，降低持有者的长期回报，这句话没有理解？

@唐朝：看《价值投资实战手册》泸州老窖那个示例表格即可。

2021 年 8 月 27 日

@大道至简：请教老唐，最近星星科技因为财务造假被 st。我翻看星星的财报发现审计意见都是标准

无保留，是不是说审计机构的意见不可信呢？

@唐朝：我在手财里反复强调过：没有''标准无保留''应视为不可信，财报不用看了，直接丢掉。有''标准无保留''只是意味着可以拿来看，可信不可信还是要靠自己去进一步识别和排除。

2021 年 8 月 27 日

@无形：营收和利润均比上年同期增长情况下，总资产反而减少了，这种情况怎么解释？

@唐朝：非常常见的现象。归还债务、现金分红或持有的粽子资产公允价值下跌等多种情况均能导致这种情况。比较常见的是现金分红造成的。

2021 年 8 月 27 日

@长胖以前：请教老唐一个问题，你一直说看财报是用来排除企业的。那么选择企业用什么方法呢？我理解看财报不但可以排除企业，也能选择企业呀。

@唐朝：排除不掉的，就是你的选择。

@天天向上：老唐说第一看 Roe，最好是连续 5 到 10 年每年大于 15%，然后就是上市满 5 年，这两项算下来，估计 A 股只有几十家了。然后再看财报，一个个的排除，排不掉的就是你的目标对象！老唐有没有需要补充的？

@唐朝：我没有需要补充的。

2021 年 8 月 27 日

第1016篇.　　2021.09.17 - 《手把手教你读财报：新准则升级版》索引文件免费下载

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-09-17

《手把手教你读财报：新准则升级版》增加了一份索引，加在书的 353~359 页。

其他内容没有变化，定价也没有变化，主要是为了便利朋友们迅速查找书中内容。

部分因为书中已经做过大量笔记以及其他多种原因，不打算再买一本新书的朋友，可以单独下载打印这几页索引。

不管是作为单独的小册子，还是粘在书中，都可以正常使用。

百度网盘链接：

https://pan.baidu.com/s/19-p4yAr0_Xq0g5zlsXJ9Rg

提取码： vn75

<复制链接，粘贴在浏览器地址栏里打开>

网盘内容有两份文件：



索引之外的另一份表格文件，是书房热心读者@Mrwangrj 刚刚制作的唐书房书评汇总，内含老唐在书房文章及留言区曾提过的 271 本书、给出的评价结论及结论所在的文章链接。

——这工作量可真不小，@Mrwangrj 辛苦了🙏☕

另外，有些朋友说老唐原来分享的雪球旧帖打不开，我本来准备今天合并分享的，没想到居然是禁止分享的内容🤦，估计压缩包打不开也和这个有关系。

不让做的，咱就别尝试了，听话活得久😁。这个就不分享了，朋友们也就别追着我要了。

坦率说，书房几百万字能看完就不赖了，雪球旧文看不看的关系不大😍



网盘里的其他内容，都是以前分享过的，点击书房底部菜单“文集下载”就有链接和提取码。



新增索引内容如截图。

索　引

B

巴菲特　47，58

白酒生产　20

白酒消费税　24

C

财务费用　212，225，337

操纵费用　336

操纵收入　333

操纵现金流　338

超额准备金　72

成本法　113－115

成本模式　102－104

承兑汇票　77

持续经营净利润　190

持有待售负债　59－61

持有待售资产　59－61

持有至到期投资　104－107，135－136

筹资活动现金流量　236，256

筹资活动现金流中的利息支出　347

存货　89－92，275，348－349

存货平均余额　275

存货周转率　274－275，348－349

长期待摊费用　58－59，349

长期股权投资　110－117，176

长期应付款　63，88，95

长期应收款　88，95

D

戴维斯双击　180

递延收益 164
递延所得税负债 124－127，216－217
递延所得税资产 124－127，216－217
杜邦分析体系 276－278

F
法定准备金 72
非同一控制 119－120
费用率 225－227
费用资本化 50－51
分配性负债 149
风险敞口 196
佛龛市场 224
附注 293－301

G
个别计价法 90
工程物资 48－49，62
工作量法 45
公允价值 55－56
公允价值变动收益 103，108，213
公允价值变动损益 104，126
公允价值模式 102－104
股本溢价 156
股份支付 298
股票期权 159－161
股权激励 157－161，166－167
股权投资 110－124
股市价值法 279，282－283
固定成本 91
固定资产 43－67
固定资产减值测试 46
固定资产清理 48，62
固定资产折旧 44－45
固定资产周转率 275
管理费用 211，225－226，345
关联方 298
关联交易 298
归属于母公司所有者净利润 13
归属于母公司所有者权益 13，289－291

H
合并财务报表 186，295
合并利润表 183－186
合并现金流量表 70，233－234
合同负债 98－100
合同资产 98－99
合营公司 112－113

红股 33－36
坏账准备 81－85，350
汇兑收益 199，213
回购 157－161
货币资金 68－74，94－95
或有事项 299

J
基本每股收益 183
加权平均法 90－91
价外税 79
间接法 239－242
减少经营活动现金流出 339
将本期费用推至未来 336
交易性金融资产 107－110，130－135，148
借助一次性行为夸大收入 333－334
金融负债 147－148，165，194－195，292
金融资产 130－141，148
金融资产重分类 135－137
经济商誉 58，272－273
经营活动现金流量 234，238－239，255－256
经营活动现金流量净额 243，255－256，346
经营性负债 149
经营租赁 62
净利率 271
净利润 11－13，189－190，214－219
净资产负债率 270
净资产收益率 123，271－272，276
净资产现金回收率 273
净资产增长率 274

K
开发支出 49，51
可变成本 91
可辨认净资产 55
可供出售金融资产 109－110，132－136
可收回金额 137
库存股 157，159，166
库存现金 71
会计错配 148

L
利得 157，287－288
利润表 11－13，179－199
利息保障倍数 270

联合营企业　59，116
联营公司　112－113
流动比率　269
流转税　79，210

M

毛利率　205，224－225
毛利润　204－206，224
每股净资产　13，130
每股收益　13，130，179－183
母公司报表　8，48，176
母公司利润表　183
母公司现金流量表　256

N

内部资产收益率　273
内含利率　64
年数总和法　44－46
年限平均法　44－45

P

平均应收账款　274

Q

其他非流动金融资产　131，134
其他非流动资产　88
其他金融负债　147－148
其他流动资产　88，132－133
其他权益工具　164－166
其他权益工具持有者投入资本　292
其他权益工具投资　132－135，192－194，292
其他收益　188
其他业务收入　204－205，344－345
其他应付款　88，93
其他应收款　87－88，93，144－145，347
其他债权投资　132－133，195－196
其他综合收益　184－185，190－199
其他综合收益结转留存收益　292
企业合并　295
清算价值估值法　282
轻资产公司　172－173
权益法　115－118，122
权责发生制　11－12，200－201

R

ROE（净资产回报率）　123，

272 – 273，276
融资性负债 149
融资租赁 66 – 67

S

SWOT 分析法（优劣势分析法） 313
商誉 54 – 58，349 – 350
少数股东权益 13，155 – 156
少数股东损益 13
生物资产 52 – 53
实际利率 105 – 107
实收资本 156
使用权资产 62 – 64
市净率 13
市盈率 14，179 – 182
收到其他与经营活动有关的现金 346
收付实现制 200 – 201
双倍余额递减法 44 – 46
税会差异 124
税金及附加 187 – 188
速动比率 269 – 270
损失 157，287 – 288
所得税费用 215 – 218
所有者权益 155

T

摊销 50
摊余成本 105 – 107
套期 196 – 198
提前确认收入 335 – 336
贴现 76 – 78
贴现率 76 – 77
同业存放 151 – 153
投资活动现金流出 236，346
投资活动现金流量 235
投资收益 105 – 107
投资性房地产 102 – 104

W

完工百分比法 204
未分配利润 162 – 163
未确认融资费用 64 – 66
未实现融资收益 66
无形资产 49 – 52
无重大影响 110 – 111

X

“洗大澡” 226，336 – 337
稀释每股收益 183
吸收存款 151 – 153
息税前利润率 273

先进先出法　90
现金及现金等价物　70－72
现金净流量与到期债务比　270
现金净流量与流动负债比　270
现金净流量与债务总额比　270
现金流量表　14－15，233－259
现金流折现法　279
限制性股票　159－161
向中央银行借款　151
销售费用　210－211
销售费用率　273
信用减值损失　189
行权　159
行权价格　159－160
虚构收入　333

Y

研发费用　188，227
掩盖成本或亏损　337
衍生金融资产　136
一般风险准备　34，161
一次性费用　345
一次性行为美化经营活动现金流净额　340
一年内到期的非流动资产　132－133
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债　147－148
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产　131，148
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产　131
以摊余成本计量的金融资产　131
以摊余成本计量的金融资产终止确认收益　189
银行存款　10
应付票据　348
应付账款　348
应付职工薪酬　350
应收股利　87
应收款项融资　95－98
应收利息　87
应收票据　75－78
应收融资租赁款　66
应收账款　78，80－86
应收账款周转率　274－275
盈余公积　161－163
营改增　79
营业成本　209
营业成本率　273
营业费用　210
营业利润　213

营业利润率 227－228，271
营业利润增长率 274
营业收入 223－224
营业收入增长率 274
营业税金及附加 187－188，209
营业外收入 214
营业外支出 214
永续价值 280－281
油气资产 49
油气资产清理 49
有息负债率 171
有形资产账面净值 282
预付账款 86－87，348
预计负债 154
预期信用损失 141－142，144
预收款项 99－100
约定价格 159

Z

在建工程 48－49
增加经营活动现金流入 339
增值税 79－80
债权类投资 104
折扣价格 159
折现 63，280
折现率 63
直接法 238
终止经营净利润 190
重大影响 110－112
重资产公司 172－173
专项储备 161
专项应付款 154
资本公积 156－157
资产处置收益 189
资产负债表 9－11，43－176
资产负债率 270
资产减值 137
资产减值损失 212，345
资产增长率 274
子公司 112－113
自由现金流 246，280－282
总资产收益率 271，273
总资产周转率 275－276
租赁负债 62－65
租赁准则 62－63

另：明天我有事，实盘周记推迟至周日晚上 20:21 推出🙏

第1017篇. 2021.09.19－老唐实盘周记20210919——朋友们，中秋快乐！

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2021-09-19

本周交易

无

目前持仓

目前持仓：腾讯 38%，洋河 25%，茅台 17%，分众 8%，古井贡 B5%，陕西煤业 7%，另有观察仓海康威视和福寿园不计。

下表除“当前股价”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	38%	72000±10%	＜36000	80000	36814	461.80	-17.89%
洋河股份	25%	4200±10%	＜2100	4700	2667	177.00	-24.04%
贵州茅台	17%	26400±10%	＜13200	35000	21179	1686.00	-14.79%
分众传媒	8%	①	＜770	1980	1073	7.31	-25.08%
古井贡B	5%	920±10%	＜460	1060	436	99.36	-6.42%
陕西煤业	7%	①	＜1020	2500	1447	14.93	74.33%
沪深300						4855.94	-6.82%
上证指数						3613.97	4.06%
2021/9/19			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8304	

注：①采用席勒市盈率估值的企业，不估算三年后估值；

②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；

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。

附：上期数据

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	39%	72000±10%	＜36000	80000	38959	490.00	-12.87%
洋河股份	24%	4200±10%	＜2100	4700	2578	171.06	-26.59%
贵州茅台	17%	26400±10%	＜13200	35000	20885	1662.58	-15.98%
分众传媒	8%	①	＜770	1980	1102	7.51	-23.03%
古井贡B	6%	920±10%	＜460	1060	458	104.68	-1.41%
陕西煤业	7%	①	＜1020	2500	1445	14.90	73.98%
沪深300						5013.52	-3.80%
上证指数						3703.11	6.62%
2021/9/11			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8282	

收益

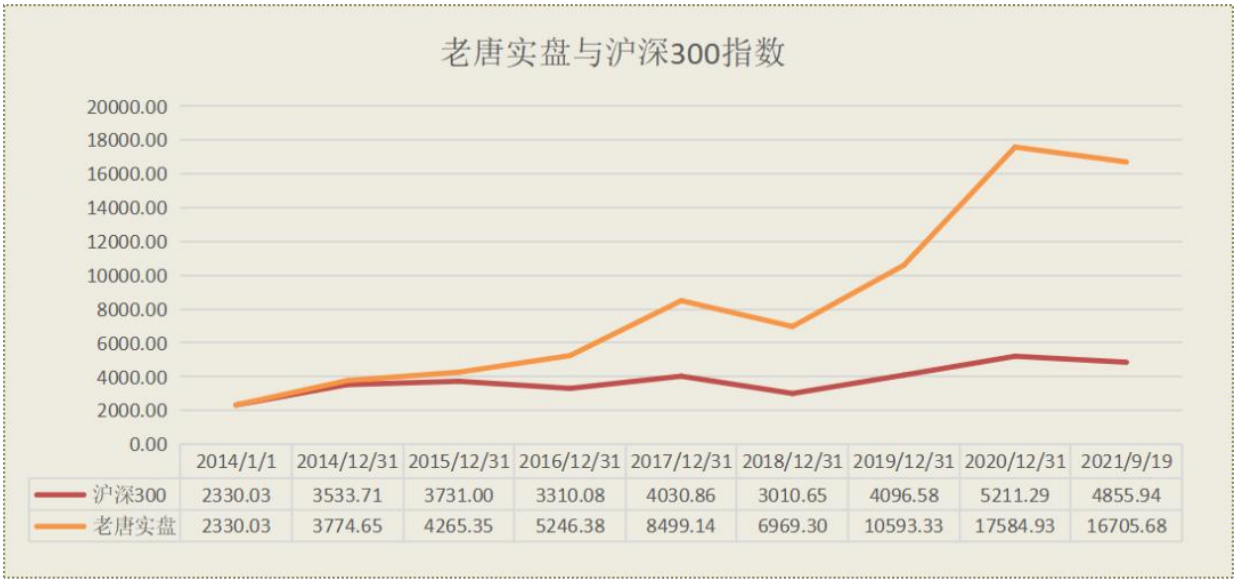
本周实盘净值小幅下跌约 1%。2021 年年内收益从上周末的-4%，变成本周末的-5%（四舍五入）。

老唐实盘	年度收益	期末净值	期限/年	年化收益	HS300涨幅	HS300净值	HS300年化
2014	62%	1.62	1	62%	51.66%	1.52	51.66%
2015	13%	1.83	2	35%	5.58%	1.60	26.54%
2016	23%	2.25	3	31%	-11.28%	1.42	12.40%
2017	62%	3.65	4	38%	21.78%	1.73	14.70%
2018	-18%	2.99	5	25%	-25.31%	1.30	5.22%
2019	52%	4.55	6	29%	36.07%	1.76	9.88%
2020	66%	7.55	7	34%	27.21%	2.24	12.21%
2021/9/19	-5%	7.17	7.72	29%	-6.82%	2.09	9.88%

注①：老唐实盘年度收益率，按基金净值法和实际收益率**孰低**取值，均不含新股收益。

注②：沪深 300 指数收益未包含每年 2%左右的分红，数据略有低估。

实盘与沪深 300 指数对比图



中秋快乐🥹

本周最重要的事情，当然是庆祝仅次于春节的第二大节日——中秋节。

在这个特别的日子里，无论你我身处何方，无论家人是否聚在身边，都希望我们心中有明月，天涯共此时。

今夜，让我们举起手中的酒杯，祝福这个国家更强大，社会更美好，股市更健康，书房更欢乐。

朋友们，节日快乐！✌

这几天，和股市有关的新闻报道，和当下逐渐转凉的天气一样，充斥着一种悲凉的气息。

老唐这种几乎只靠订阅少量微信公众号关注市场的人，最近也收到了不少投资者因为在恒大上杠杆爆仓的，因为在融创上杠杆爆仓的，因为在格力上杠杆爆仓的，因为在……上杠杆爆仓的信息。

这让我想起四年前的中秋。

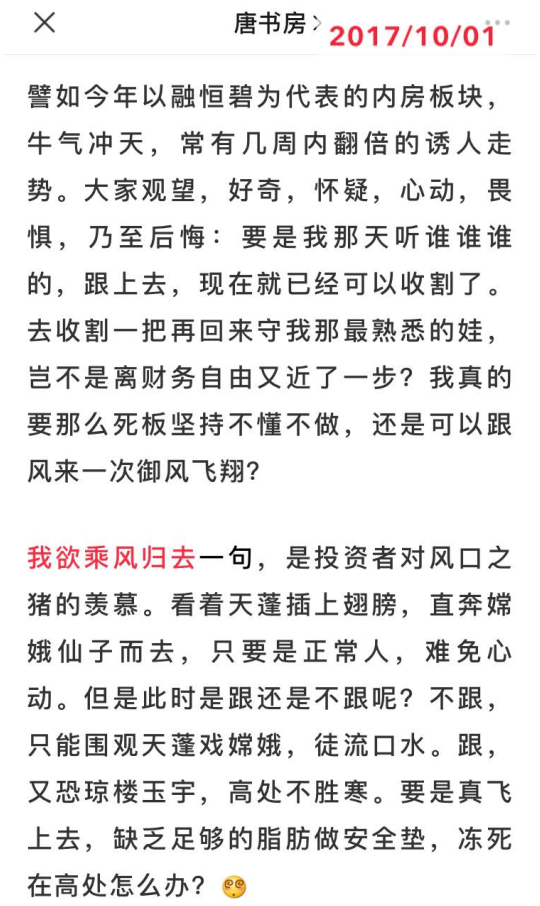
2017 年中秋，那是一个充满欢乐气氛的中秋，大部分朋友都赚的盆满钵溢。

要说遗憾，唯一的遗憾可能就来自对比，相比那些投资融恒碧（融创、恒大、碧桂园）等内房股赚到数倍甚至更多的赢家，2017 年中秋时大部分人当年百分之三五十的收益率显得黯然失色。

当时，老唐蹭中华文化里当之无愧排第一的中秋词——东坡先生的《水调歌头.丙辰中秋》——热度，

将其阐述为东坡先生说投资，写成《散打投资 12--戏说东坡投资之道》一文。

虽是戏说，但道理经得起时间考验，搬来今天一样是价值万金的救命法宝。我截几段过来。



今天只需要将“融恒碧”随意替换成“赛道股、周期股、新能源……”，其余一字不动，依然可以毫不违和地表达出今日许多投资者内心的患得患失。

我相信，几年后依然会引发一部分朋友回来留言感叹：“要是我 2021 年看到这段话，我或许就不会 XXX 了”。

正所谓：后人哀之而不鉴之，亦使后人复哀后人也！

今年中秋，对于身陷地产股泥潭的投资者而言，内心可能只能用千年以来公认排名第二好的中秋词来描述，恰好它也来自东坡先生。

《西江月.中秋和子由》

世事一场大梦，人生几度秋凉？夜来风叶已鸣廊。看取眉头鬓上。

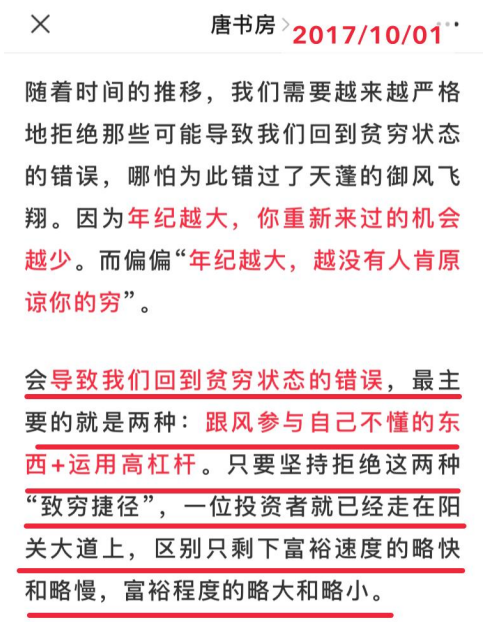
酒贱常愁客少，月明多被云妨。中秋谁与共孤光。把盏凄然北望。

这首词很直白，不用做任何解释，读者也能直接感受到那种苦闷、消沉、惨淡、灰暗的情绪。

而这一切的苦闷消沉、惨淡灰暗，其实并非源于股市不公道、市场不理性。

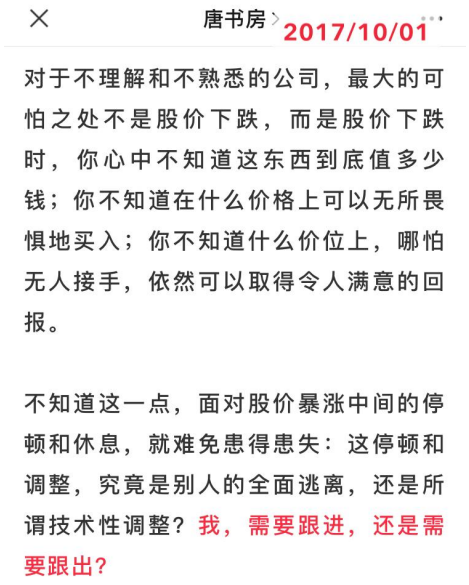
如果投资者亏损的时候，反省的是自己运气不好或者受到了不公平的待遇，那几乎可以肯定的是，人生还会重复感叹“世事一场大梦，人生几度秋凉？”

真正导致投资者步入这种境地的，是投资者自己挑选了一条“致穷捷径”。

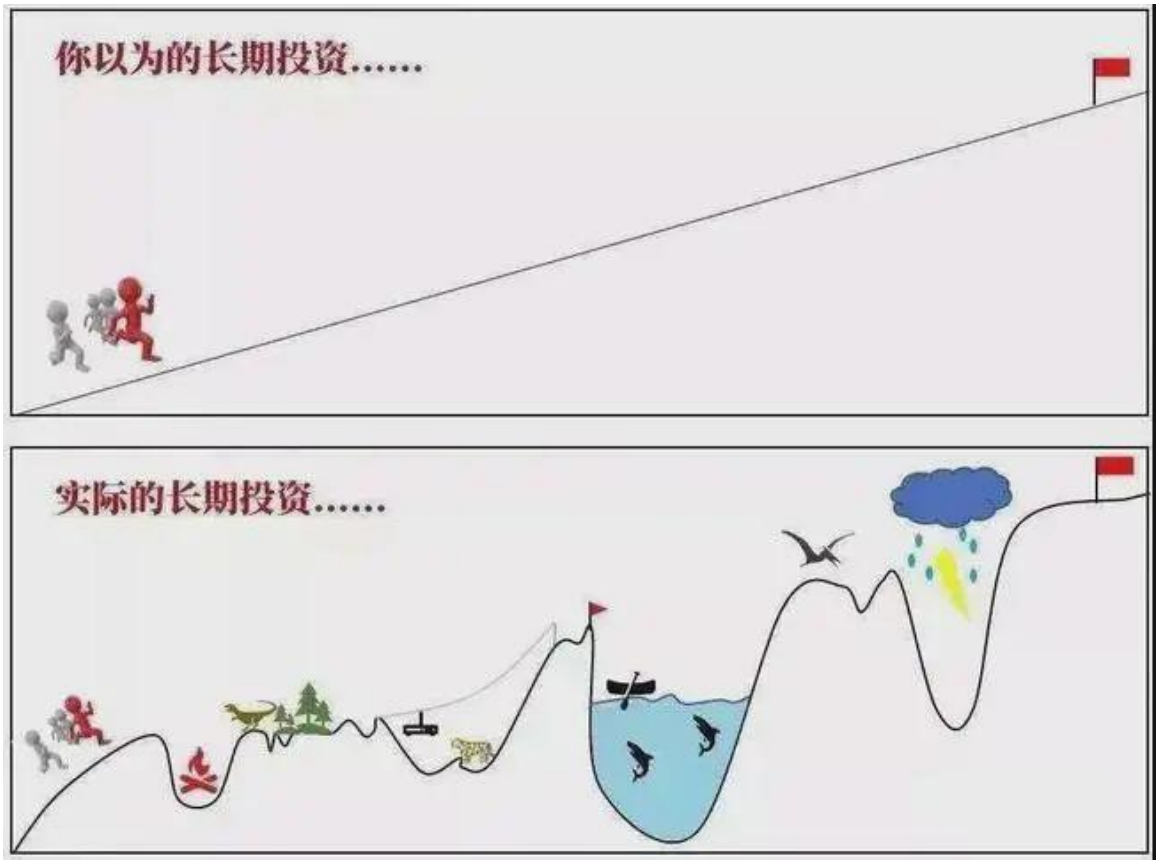


一旦选择“致穷捷径”，基本就可以定义为“越努力越悲伤”了。这是古今中外投机史里，无数前辈用血泪、财富甚至是身家性命证明过的。

跟风参与自己不懂的东西，最大的问题其实不是股价下跌，而是



毕竟哪怕是后来被证明是大牛股的股票，其走势也不可能是一条直线拉向东北，而是下图模样：



〈图片来自网络〉

你不知道你买入的企业大概值多少钱，你不知道什么价格可以让你不需要依赖牛市就可以取得满意的回报，你心中当然无法平静。

你无法确定你的买入是坦然捡钱，还是自寻死路。

暴涨中的每一次短暂回调，和下跌中的每一次逃命良机，在你眼中无法区分。这种状态下，看错自然是深陷泥潭。而即便是看对，往往也赚不到什么大钱。

至于杠杆的坏处，老唐不仅在自己的五本书封面折页醒目位置都写有“远离杠杆”四字真言，而且最近十年在网络上念叨的次数，估计已经让书房许多朋友们耳朵听出茧子了。有时候连我自己也有变身祥林嫂的感觉

可惜再多的道理，再多鲜血淋漓的案例，依然有些扑火飞蛾，觉着自己和别人不一样，能够玩弄杠杆而不被其所伤。

只能再次哀叹一声：后人哀之而不鉴之，亦使后人复哀后人也！

或许亲自付出学费的教训，感受会更深刻一些吧。

但我还是迫切地希望咱们书房的朋友，都不要去“吃一堑，长一智”，而是选择“看别人吃一堑，让自己长一智”。

毕竟资本或许可以重新积累，但宝贵的投资生命浪费了就无法重来。

说了这些有些悲凉的回顾，今年中秋，老唐再分享一首有趣的中秋词，给大家的中秋夜宴填加一点乐趣吧

词名《木兰花慢》，作者是与东坡先生并称“苏辛”的辛弃疾。

这首词令人景仰之处，一是它属于即兴之作，是中秋夜一群朋友聚在一起喝酒。喝到天快亮时，席间

有人说自古以来的中秋诗词，只有迎接月亮的和欣赏月亮的，却没有谈论送走月亮的。

此时，上马能带五十余亲兵杀入数万人马大营取上将首级全身而退，下马能握如椽巨笔写下千古名句“醉里挑灯看剑，梦回吹角连营”的不世天才辛弃疾诗兴大发，即席挥毫，写出这首词。

二是作者角度清奇，全文从头到尾全是疑问句，堪称天下无敌之好奇宝宝。这在流传至今将近 2 万首宋词里，好像是独一份。

木兰花慢　　辛弃疾

可怜今夕月，向何处，去悠悠？是别有人间，那边才见，光影东头？是天外空汗漫，但长风浩浩送中秋？飞镜无根谁系？嫦娥不嫁谁留？

谓经海底问无由，恍惚使人愁。怕万里长鲸，纵横触破玉殿琼楼。蛤蟆故堪浴水，问云何玉兔解沉浮？若道都齐无恙，云何渐渐如钩？



〈图片来自网络〉

好奇宝宝开篇就问：**可怜今夕月，向何处，去悠悠？**

今晚这让人怜爱的月亮啊，你降落到什么遥远的地方去了？

是别有人间，那边才见，光影东头？

是不是另外还有一个人间，我们这里月亮落下时，那里的人们刚刚才看见月亮从东方升起？

是天外空汗漫，但长风浩浩送中秋？

还是说天外只是空荡荡的，啥也没有，只有浩浩长风把月亮吹跑了？

飞镜无根谁系？

月亮像一面镜子一样悬在空中，是谁把它拴住的？

嫦娥不嫁谁留？

月宫的嫦娥也不嫁人，是谁把她留住了？

谓经海底问无由，恍惚使人愁。

听说月亮是从海底升起来了，这很没有道理呀？想不明白这事儿真是很让我发愁！

今天小朋友也懂的天文知识，古人并不知。他们只是通过直观的观察，看见月亮从海面或地平线上一点点冒出来，以为月亮是从海底升起来的。

就比如大唐开元盛世期间的名相张九龄，留下的名句“海上生明月，天涯共此时”。

好奇宝宝辛弃疾，就很想不通月亮从海底升起这个说法。他继续追问

怕万里长鲸，纵横触破玉殿琼楼。

月亮真要在海底，那大海里的鲸鱼来回冲撞，就不会碰倒月亮上的玉殿琼楼吗？

蛤蟆故堪浴水，问云何玉兔解沉浮？

古人通过观察月亮上的阴影，认为月亮上有一只蛤蟆和一只玉兔。蛤蟆也叫蟾蜍，所以月亮也被称为“蟾宫”，还有成语叫蟾宫折桂，形容科举考试榜上有名。

古人为什么会认为月亮上面有蛤蟆，这个联想过程不好描述，直接看图吧。



古人基于这种直观的观察，然后加上天马行空的联想和胡诌，就搞出一些今天看来如同笑话一样的理论，比如：“月，阴也；蟾蜍，阳也，而与兔并明，阴系于阳也。”

这里好奇宝宝辛弃疾一脑门的疑问。月亮如果在海里，那这蛤蟆会水都知道，但兔子是怎么在水里活下来的呢？

若道都齐无恙，云何渐渐如钩？

你要说他们都好好的，没事儿。可这月亮为啥慢慢地大半都没了，只剩下一个月牙儿了呢？

你看，好奇宝宝从头问到尾，对世界充满了好奇心，对既有理论充满了疑问。一首千古好词就在这样的疑问中诞生了！

投资需要的也是这种精神。对世界充满好奇，对任何既有理论或观点，都要经过自己反复思考，只有确认其符合逻辑和事实，才可以采信为投资的依据。

这样，我们才可能长期快乐地行走在财富自由的光辉大道上，你说对不对？

这就是今年的中秋词，作者好奇宝宝辛弃疾，解说永远好奇的唐朝。

祝朋友们赏花赏月赏诗词，赚股赚钱赚快乐！中秋快乐

中秋节快乐

本周其实还有其他事项也该谈的，比如古井和陕煤的半年报，比如洋河半年报里有一处财务疑点，比如腾讯有限度地打开互联互通的影响，比如证监会扩大红筹股国内上市的试点企业范围等等。

但在这中秋佳节之际，我们就暂时将烧脑的东西先抛在一边吧！反正也不急，下周再说。

今天，让我们享受假日，享受中秋，享受团圆，享受爱！

朋友们，和你所爱的人，一起举杯，一起赏月，一起享受生活吧！

本周运动

本周跑步 2 次，单次 10 公里，陪我家领导散步一次 6.6 公里。

本周前半周台风过境，无法出门运动。

为应对以后可能常有的风雨天，老唐买了辆动感单车，摸索摸索室内运动，骑了十几分钟，可能是方法不对，累的腰膝酸软四肢无力😂

一直不太喜欢室内运动，以前家里的跑步机纯吃灰，希望这次的单车不会变衣架。



结果，本周还胖了，找谁说理去？🤰

今日同口径除皮净重 85.5 公斤，环比上升 0.9 公斤——175cm。

另外，很多朋友因最近的大面积网络封杀，建议老唐准备一个备用号。

本来我自认文章尺度不可能被封杀，或者我这个尺度也被封杀的话，这网络也就没有继续待的价值了。

但架不住许多好朋友的劝说，算了，听人劝，吃饱饭，就分享一个备用号吧。

这个备用公众号是 2019 年 6 月注册的，当时好像也是网络风紧。通知书房的朋友们后，有两万多人关注了。

但其实我只实验性质地发过一两篇文章，因为没有留言功能，不能和朋友们沟通，无趣的很，就一直没有再用。

现在分享给大家，当做一个有备无患的告示板吧。

公众号名叫：书房后院。

注意：老唐除了「唐书房」和「书房后院」之外，没有其他账号。

所有和唐书房三个字沾边的近似账号，或者其他平台的同名账号，都是碰瓷的骗子，请自己擦亮眼睛，保护自己的财产安全。

我已经听过有人上当而不自知，还四处大骂唐书房天天推荐短线股票，天天推股评群害人……🥵😤

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。

祝朋友们中秋快乐😀

第1018篇.　　2021.09.25－老唐实盘周记20210925

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-09-25

本周交易

无

目前持仓

目前持仓：腾讯 38%，洋河 24%，茅台 18%，分众 8%，古井贡 B5%，陕西煤业 7%，另有观察仓海康威视和福寿园不计。

下表除“当前股价”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	38%	72000±10%	＜36000	80000	36678	460.20	-18.17%
洋河股份	24%	4200±10%	＜2100	4700	2472	164.01	-29.61%
贵州茅台	18%	26400±10%	＜13200	35000	21280	1694.00	-14.39%
分众传媒	8%	①	＜770	1980	1067	7.27	-25.49%
古井贡B	5%	920±10%	＜460	1060	430	98.00	-7.70%
陕西煤业	7%	①	＜1020	2500	1419	14.64	70.94%
沪深300						4849.43	-6.94%
上证指数						3613.07	4.03%
2021/9/25			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8302	

注：①采用席勒市盈率估值的企业，不估算三年后估值；

②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；

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。

附：上期数据

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	38%	72000±10%	<36000	80000	36814	461.80	-17.89%
洋河股份	25%	4200±10%	<2100	4700	2667	177.00	-24.04%
贵州茅台	17%	26400±10%	<13200	35000	21179	1686.00	-14.79%
分众传媒	8%	①	<770	1980	1073	7.31	-25.08%
古井贡B	5%	920±10%	<460	1060	436	99.36	-6.42%
陕西煤业	7%	①	<1020	2500	1447	14.93	74.33%
沪深300						4855.94	-6.82%
上证指数						3613.97	4.06%
2021/9/19			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8304	

收益

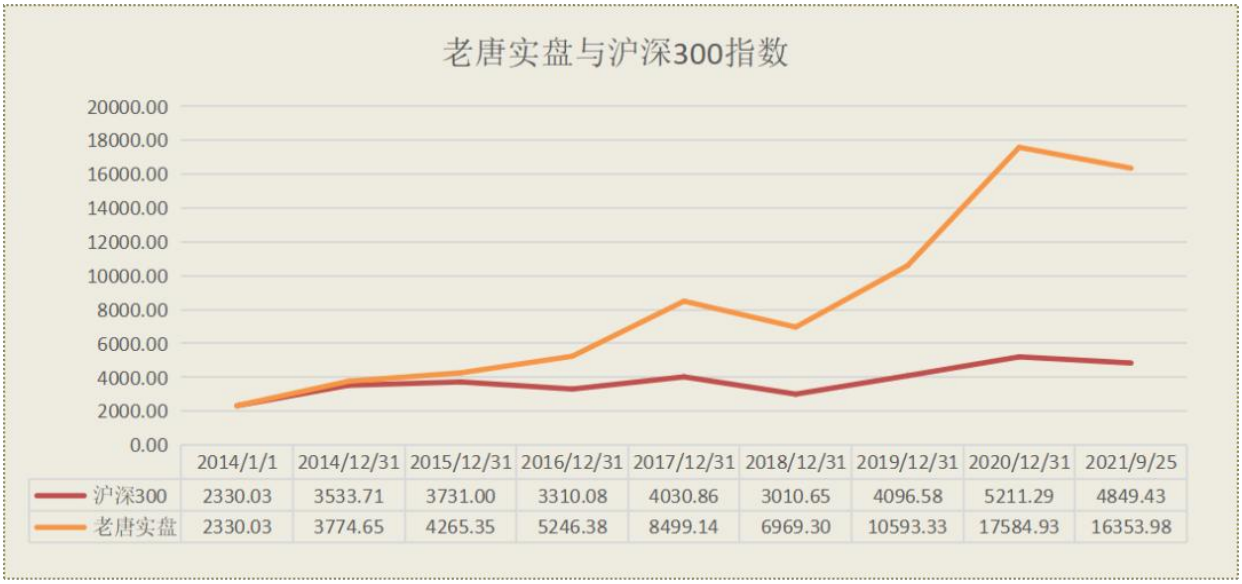
本周实盘净值下跌约 2%。2021 年年内收益从上周末的-5%，变成本周末的**-7%**（四舍五入）。

老唐实盘	年度收益	期末净值	期限/年	年化收益	HS300涨幅	HS300净值	HS300年化
2014	62%	1.62	1	62%	51.66%	1.52	51.66%
2015	13%	1.83	2	35%	5.58%	1.60	26.54%
2016	23%	2.25	3	31%	-11.28%	1.42	12.40%
2017	62%	3.65	4	38%	21.78%	1.73	14.70%
2018	-18%	2.99	5	25%	-25.31%	1.30	5.22%
2019	52%	4.55	6	29%	36.07%	1.76	9.88%
2020	66%	7.55	7	34%	27.21%	2.24	12.21%
2021/9/25	-7%	7.02	7.74	29%	-6.94%	2.09	9.99%

注①：老唐实盘年度收益率，按基金净值法和实际收益率**孰低**取值，均不含新股收益。

注②：沪深 300 指数收益未包含每年 2%左右的分红，数据略有低估。

实盘与沪深 300 指数对比图



重要事项

本周的重要事项包括：

1. 茅台前董事长袁仁国被判无期徒刑；

2. 茅台召开股东大会，丁雄军当选董事长；

3.洋河半年报的一个数据疑点；

4.洋河信托投资的信息披露；

5.陕煤跌停相关事宜；6.其他。

1.茅台前董事长袁仁国被判无期徒刑，并处没收全部财产。

9 月 23 日上午，原茅台董事长袁仁国受贿案宣判。

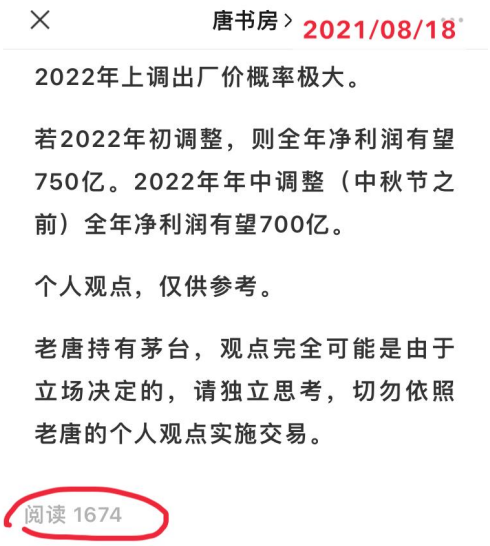
袁仁国在 1994 年~2018 年期间，累计受贿 1.13 亿——另有袁仁国的妻儿违规经营茅台酒，非法牟利 2.3 亿。

鉴于受贿赃款全部追回，且袁仁国认罪态度较好，法院从轻处罚：判处袁仁国无期徒刑，剥夺政治权利终身，并处没收个人全部财产。

25 年 1.13 亿，折合每年约 450 万元。加上妻儿经销茅台酒非法牟利 2.3 亿，共计 3.43 亿，折合每年约 1370 万，付出的代价是无期徒刑。

关于王三运、王晓光、袁仁国这条线的腐败窝案，此前不太方便公开聊。我曾在今年 8 月 18 日成文《关于茅台提价问题的补充解释》，以赞赏彩蛋的形式分享给部分朋友👉

截止此刻，我看已经有 1674 位朋友读过。



今天咱们不讨论案情是与非，我想借机和大家聊一个可能会让你震惊的、事关投资理念的重要数据。

贵州茅台是 2001 年上市的。新股发行价是 31.39 元，2001 年 8 月 27 日上市当日收盘 36.86 元。2001 年全年最高价 39.3 元，全年最低价 32.7 元，年底收盘价 38.55 元。

如果袁仁国在 2001 年，投入三十多万元，以任意价格买下 1 万股茅台，对于当时年薪 13.4 万元的茅台董事长袁仁国，应该难度不大。

或者我们另外假设一个人，2001 年以全年最高价格 39.3 元买入 1 万股，投入不到 40 万元。

然后什么也不做，呆坐至今整整 20 年，每年收到分红就全部花掉。结局是什么呢？

时间	期末持股数	10股送转股	10股派现金	现金分红	总股本（万股）
2001	10000	1	6	6000	25000
2002	11000	1	2	2200	27500
2003	12100	3	3	3630	30250
2004	15730	2	5	7865	39325
2005	18876	0	3	5663	47190
2006年5月*	18876	10	0	0	47190
2006*	37752	2.46	7	26426	94380
2007	47039	0	8.36	39325	94380
2008	47039	0	11.56	54377	94380
2009	47039	0	11.85	55741	94380
2010	47039	1	23	108190	94380
2011	51743	0	39.97	206816	103818
2012	51743	0	64.19	332138	103818
2013	51743	1	43.74	226323	103818
2014	56917	1	43.74	248956	114199.8
2015	62609	0	61.71	386360	125619.78
2016	62609	0	67.87	424927	125619.78
2017	62609	0	109.99	688635	125619.78
2018	62609	0	145.39	910271	125619.78
2019	62609	0	170.25	1065916	125619.78
2020	62609	0	192.93	1207913	125619.78
				6007672	

结局是过去 20 年里累计收到分红 600.7 万元，税后到手红利大约 574 万。

——2015 年后持股红利税为 0。2015 年以前累计分红 132.4 万，当时有红利税，此处全部按照 20%顶格扣 26.5 万。600.7-26.5≈574 万。

574 万，全部花掉

目前持有 62609 股茅台，以今天收盘价 1694 元计算价值 1.06 亿，加上花掉的 574 万现金，总计 1.12 亿，很神奇地和袁仁国 25 年受贿总额 1.13 亿几乎无差别

让我们再看另一种情况：每年收到现金分红后，不看价格随手买入茅台股票。

茅台分红一般在第二年的六七月份里完成。为了数据录入简单，我偷懒一律为以次年 6 月最后一个交易日股价（不复权的原始真实价格）买入，最终得出下表。

时间	期末持股数	10股送转股	10股派现金	现金分红	次年6月底股价	分红可买股数
2001	10000	1	6	6000	37	162
2002	11162	1	2	2232	25	89
2003	12368	3	3	3710	34	110
2004	16188	2	5	8094	54	151
2005	19576	0	3	5873	47	124
2006年5月*	19700	10	0	0	47	0
2006*	39400	2.46	7	27580	120	230
2007	49322	0	8.36	41233	139	298
2008	49620	0	11.56	57360	148	388
2009	50007	0	11.85	59259	127	465
2010	50473	1	23	116087	213	546
2011	56066	0	39.97	224095	239	937
2012	57003	0	64.19	365902	192	1902
2013	58905	1	43.74	257650	142	1815
2014	66610	1	43.74	291353	258	1131
2015	74402	0	61.71	459135	292	1573
2016	75975	0	67.87	515641	472	1093
2017	77068	0	109.99	847666	731	1159
2018	78226	0	145.39	1137334	984	1156
2019	79382	0	170.25	1351483	1463	924
2020	80306	0	192.93	1549346	2057	753
2021/9/25	81059			0		
				7327034		

截止今天拥有茅台股票 81059 股，期间收到红利合计 732.7 万元。

注意：年份后面所列的现金收益，指的是次年六七月份收到的现金分红。就比如 2020 年对应的 1549346 元，指的是 2021 年 6 月 30 日收到股息，同时按照当日收盘价 2057 元买入 753 股。

2001~2020 年累计现金分红 732.7 万元，其中 2015 年之前所获红利的 144.6 万，保守一律按照 20%扣税计 29 万。2015 年之后的红利免税。

再将全部扣税后所得约 704 万的买入，一律按照千一印花税+千三佣金计算交易费用，合计扣费 2.9 万元。

29+2.9=31.9，直接扣掉 259 股（259×1694≈43.8 万）对冲。

这里有三项可能导致计算误差的细节：实际红利到账不一定恰好是 6 月底（比如 2021 年就是 6 月 25 日），会导致少许误差；零股照常计算，实际需要凑整 100 股才能买入，会导致少许误差；收到股息当年扣税，和最后算总账扣税费，也会产生少许差异。

这三项误差，我认为影响不大，最多也就是百万级的，可以忽略。较真的朋友也可自行用精确数据模拟

最终结果是：2001 年内以全年最高价格买入，总投入不到 40 万。分红所得不看价格，随手买入。至今日持有 80800 股茅台（81059-259）。

按照今天 1694 元的股价计算，市值约 1.36 亿，比袁仁国董事长从 1994 年~2018 年 25 年累计受贿额 1.13 亿，高出约 2300 万。

面对这两组数据，你有何感想？欢迎联想、欢迎思考，立场不论

***注：2006 年股权分置改革，首先是 5 月将 2005 年分配预案由原 10 转增 2 股修改为 10 转增 10 股，然后**

①全体股东 10 派 5.91 元。②非流通股股东应得分红，免费让渡给流通股股东，导致流通股实际现金分红为 10 派 20.66 元；

③流通股股东按照 10 股得 1.2 股的比例，从非流通股股东手中免费获赠股票；④茅台集团作为大股东单独额外赠送认沽权证。

支付上述对价后，原非流通股全部转换为流通股。

按照 2006 年 5 月 22 日贵州茅台公司发布的《股权分置改革实施方案》披露，四项对价总和按照当日收盘价计算，相当于 5 月 23 日在册的流通股股东，每 10 股获得 2.46 股。

此处我站在流通股股东立场上，直接简化处理成 10 送 2.46 股——注意，部分不改变公司总股本，是股东之间的划转。

2.茅台召开股东大会，丁雄军就任茅台董事长。

就在袁仁国宣判次日，茅台召开临时股东大会，选举丁雄军担任新一届的茅台股份公司董事长。

看媒体报道，这次大会反响比较好。丁董给股东们的印象远比上一任高董好得多。

而且丁董的讲话里，显示了关于茅台出厂价上调的一些有利信息。

丁董的发言里有这么一段：

“从市场角度看，茅台酒终归是商品，价格形成遵循市场规律，受供求关系等多重因素影响，脱离价值规律本身是不科学的，茅台会遵循市场规律，呼应市场信号，反映合理价值。”

这段话里面的态度，我个人理解应该是提价预期越来越强了。

其他没有什么新意，跳过

3.洋河半年报的一个数据疑点

9 月 12 日，星期天，我读过洋河半年报后，给公司董秘和证代发了封邮件，全文内容如下。

尊敬的董秘陆红珍女士、证代孙大力先生，二位好：

我是洋河的一名小股东，同时也是投资类公众号的运营者。今天翻看洋河 2021 年半年报，发现一个财务数据明显对不上帐，希望公司能予以解答，谢谢。

疑点是关于 2020 年下半年公司普通酒出厂单价的。我将推理过程分步写下来，请二位赐教。已知：

1）2020 年年报披露，2020 年全年中高档酒营收 176.48 亿（四舍五入，下同），普通酒营收 26.87 亿；

2）2021 年中报披露，2021 年上半年中高档酒营收 125.53 亿，同比增长 16.48%，故可以算出 2020 年上半年中高档酒营收=125.53/116.48%=107.77 亿；

2021 年中报披露，2021 年上半年普通酒营收 26 亿，同比增长 19.18%，同理可得 2020 年上半年普通酒营收=21.82 亿；

3）用 2020 年全年数据减去 2020 年上半年数据，可知 2020 年下半年数据为：中高档白酒营收=176.48-107.77=68.71 亿；普通酒营收=26.87-21.82=5.05 亿；

4)2020 年年报披露全年销售白酒总量 15.58 万吨,2021 年中报披露 2020 年上半年销售白酒总量 7.03 万吨，故可知 2020 年下半年白酒销售量=15.58-7.03=8.55 万吨；

5）由于公司中高档白酒的口径是出厂价≥100 元/500ml，我假设所有的中高档白酒均为最低吨价 20 万元/吨（即价格=100 元/500ml，且每吨只灌装 2000 瓶），意味着 2020 年下半年中高档白酒营收 68.71 亿元，对应的最大销售量不会超过 3.44 万吨。

6）因此，2020 年下半年至少销售了 8.55-3.44=5.11 万吨以上的普通酒；

7）5.11 万吨以上的销售量，创造了 5.05 亿元的营收，对应单瓶出厂价格不超过 5 元。

疑问就在这里，常识告诉我，包括洋河大曲、双沟大曲在内的洋河普通白酒，口径为单瓶出厂价＜100元，平均出厂价不可能低至5元以下。

即使将全年不到两亿的红酒收入，全部分别假设为中高档酒或普通酒并剔除相关营收，2020年下半年普通酒的出厂均价仍然低的不敢相信。

想请教，是哪一步计算有误，还是疏忽了什么，或者是公司财报数据披露有问题？谢谢。

一名持有洋河超过6年的小股东

2021年9月12日

接下来两天里没有收到回复，我又通过书房读者里一位在洋河公司工作的朋友敦促了一次，反馈给我的原话是：

“公司很重视您的疑问。证券部和财务部要碰头开个会，然后给您书面回复。”

9月17日证券部和财务部开会讨论，18日我收到书面回复，全文如下。

下半年普通酒的吨酒售价较低，主要有两个方面原因：

一是普通酒产品结构。2020年下半年，深受广大老百姓欢迎的洋河普曲、双沟普曲等低档酒销售量非常大，导致下半年普通酒的吨酒售价较低。

我们已经关注到了这个问题，目前正在积极进行产品改造升级，进一步顺应消费升级的发展趋势。

二是折扣分摊的原因。为进一步降低疫情影响，推动产品的市场销售，公司开展了一系列促销活动，2020年下半年折扣力度较大，导致分摊折扣费用后的普通酒实际结算价比较低。

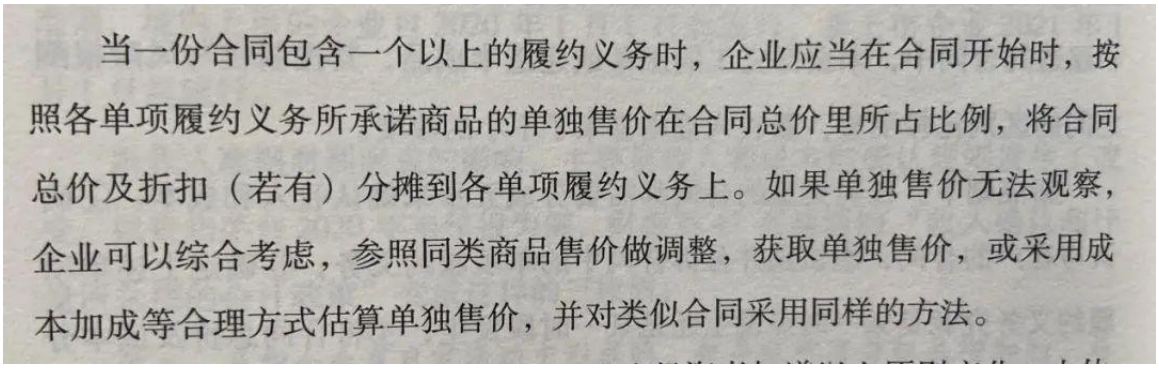
这个回复的解释力很勉强。

其中原因一可以解释普通酒均价偏低，但解释不了在中高档酒全部以100元出厂的极端保守假设下（中高档酒实际出厂均价应该远高于100元），普通酒出厂均价仍然不足5元/瓶（实际数据更低），看上去就仿佛是直接出售了低端基酒一样。

如果财务数据确定为真，那也只有在原因二里找原因。

我个人思考和推测的结果是：2020年下半年折扣力度大是正常的，但公司对折扣分摊的会计处理手法不够合理。

在新手财（红皮手财）222页，有这么一段话谈过折扣分摊：


当一份合同包含一个以上的履约义务时，企业应当在合同开始时，按照各单项履约义务所承诺商品的单独售价在合同总价里所占比例，将合同总价及折扣（若有）分摊到各单项履约义务上。如果单独售价无法观察，企业可以综合考虑，参照同类商品售价做调整，获取单独售价，或采用成本加成等合理方式估算单独售价，并对类似合同采用同样的方法。

按照会计准则原文，这里的“成本加成等合理方式”实际上应该是“成本加成、余值法等合理方式”。

在手财里我不想扯出“余值法”这个并不重要的新概念，然后再写一长段文字去解释新概念，所以用“等”字跳过了。

依照洋河这个回复，我个人推测，洋河的财务是将两项明明可以观察单独售价的产品，按照无法观察

单独售价产品对待，使用余值法将更多折扣分摊在普通酒头上了。

什么是余值法处理？不说拗口的概念，我直接举个简化例子。注意，数据是我随意假设的：

假设洋河 M6+名义出厂价是 500 元，惯例是返点 4%，也就是相当于 480 元/瓶卖给经销商并计入营收——方便说事儿，我们直接理解为当场返现就好，实际是下次进货时可以使用这 20 元。

疫情冲击下，2020 年下半年市场不景气。为推动销售，公司增加促销政策：加 10 元送 10 瓶。

即每瓶 M6+，只要经销商愿意再加 10 元，就可以获得原本进货价 6 元/瓶的普曲 10 瓶。

此时选择加 10 元送 10 瓶的经销商，相当于 490 元拿到了原本 500+6×10=560 元的产品，折扣从原本的 4%，扩大为（560-490）/560=12.5%。

按照正常理解，这两种产品的价格都是可观察的，合理的记账手法应该是一瓶中高档酒 M6+创造营收 500×（1-12.5%）=437.5 元，同时 10 瓶洋河普曲创造营收 60×（1-12.5%）=52.5 元，折合单瓶普曲出厂价 5.25 元/瓶。

这样，折扣就被公平地分摊给 M6+和普曲。

但洋河财务可能是用余值法分摊折扣的，记账方式为：首先记录 M6+营收 480 元，然后将剩余 10 元记录为 10 瓶洋河普曲创造的营收。于是洋河普曲的出厂价就成了 1 元/瓶。

这样的记账方式，总体的营收、成本和净利润没有改变，但可以理解为是**将部分普通酒创造的营收，拨给了公司和投资人更在意的中高档酒**——普通酒出厂均价被整体拉低，营收缩水，毛利率降低；中高档酒的名义出厂价不变，夸大了中高档酒的年度销售额和毛利率。

注意，以上过程为老唐个人推测，不一定正确，仅供参考，欢迎行业内专业人士指正，谢谢🫵

由于去年年报和今年中报是洋河首次分别披露中高档酒、普通酒统计口径、销售额和销售总量的两份报表，所以，从这两份报表里对比和观察出来的数据，还需要在后续财报中持续验证。

这个问题的提出，要感谢书房读者@Soleil 。

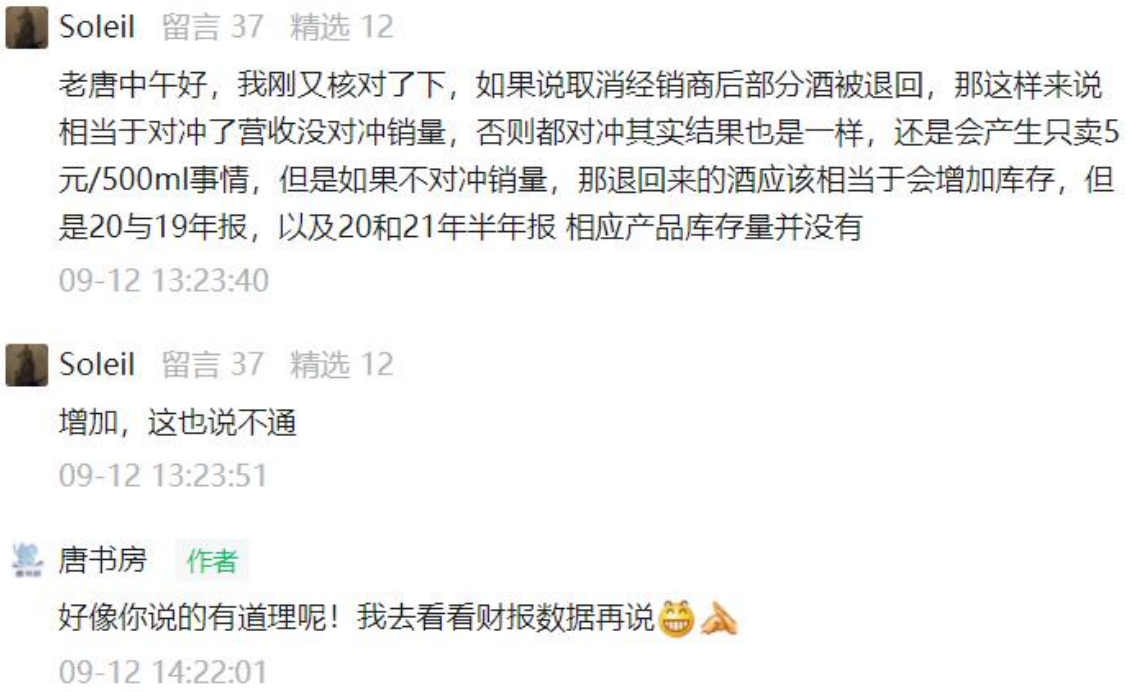
洋河的中报是 8 月 27 日晚上发布的。朋友们都知道，老唐从那天开始忙着和成都的朋友们告别，然后操作千里大搬家（从成都搬至苏州），到 9 月 10 日才算安顿停当。

所以，直到 9 月 11 日发布《老唐实盘周记 20210911》时，我还没看过洋河中报。

该问题是@Soleil 在 9 月 11 日周记留言区提出的。当时@Soleil 问我 2020 年下半年普通酒出厂价怎么这么低，我第一反应是不是 2020 年清理经销商导致的退货造成的？

但@Soleil 12 日中午接着来问，如果是退货影响的话，营收和销量应该一起降低，均价应该不受影响啊！

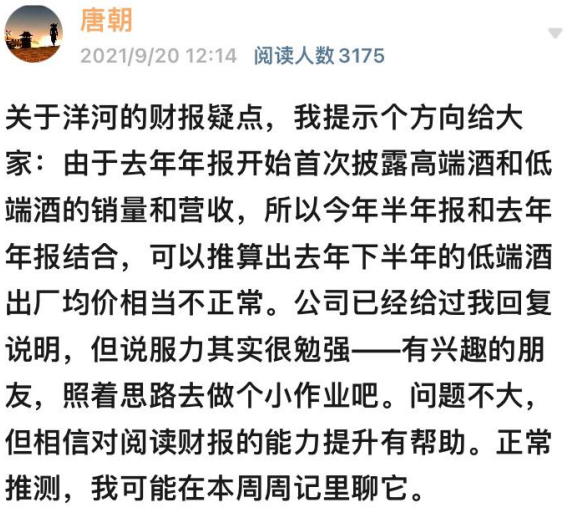
我听过后认为@Soleil 说的有道理，于是就回复说等我看过财报再说。



当天下午，读过财报后，发现@Soleil 所提问题的确存在，而且找不到有说服力的解释，这才发了邮件给董秘和证代。

谢谢@Soleil 的敏锐。咱们书房的很多朋友，读财报的水平及认真程度已经渐渐直逼甚至超越某些券商行业研究员了，非常值得庆贺

不仅是@Soleil ，书房很多朋友都具备了发现疑点的能力。9 月 20 日我小范围地提示了一下方向



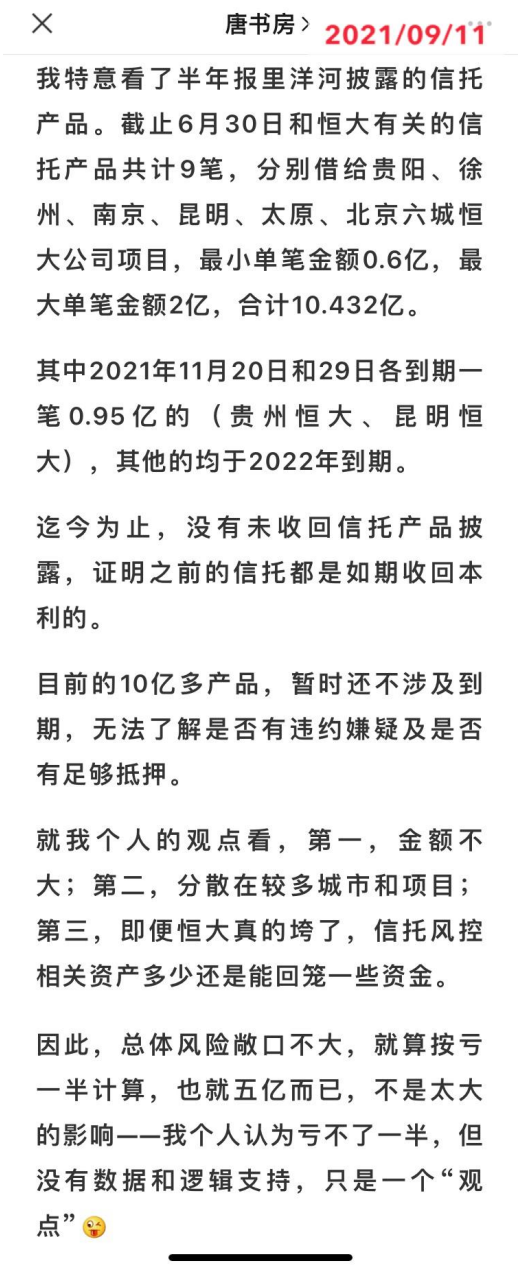
很快就有@王子明 等多位朋友完全正确地寻找到了计算思路。

这是令人开心的群体进步。恭喜这些做过作业的朋友，恭喜大家阅读财报能力的进步、质疑能力的进步和思考能力的进步

4. 洋河关于持有恒大等房地产信托产品的信息披露。

最近恒大地产的事情持续发酵，波及面不断扩大。由于洋河持有不少资金投向恒大的信托产品，所以也受到市场不少质疑，带来很大压力。

这件事我在两周前写过，原文如下：



本周洋河公司对此的回复，综合起来原文如下：

2020 年报列示但 2021 年半年报未列示的相关信托产品已完成兑付。

公司购买的信托理财产品均有足额的抵押和担保，底层资产明确和清晰，发行机构也是具有较强管理能力的信托公司，截止目前所有到期产品均已足额兑付，未到期产品按照协议约定正常付息。

公司将会和信托公司保持沟通，密切关注产品运作情况，若后续发生相关风险，公司也将根据监管要求及时履行相应的信息披露义务。

这段话里的要点是这么两句：

A. 2020 年年报里披露了，但半年报里已经不在的高风险房地产信托，无论是否到期，都已经兑付了；

B. 所有未到期信托均有足额抵押和担保，底层资产明确清晰。

这回复，侧面表明洋河之前买入民生信托股权，并不是信托爆雷之后的抵债交易（而是泛海系本身缺钱导致的变现），也解答了我前面截图里担心的“暂时不能确定未到期信托是否有足够抵押”的问题。

不过，我们依然要知道：有足额抵押和担保，并不意味着一定能足额收回全部款项。

现在看起来足额的抵押，一旦恒大真的破产，处置价格、处置成本和处置时间都是未知数，仍然可能会造成损失的。

所以，我两周前做的判断是：**10.432 亿针对恒大的信托，可能会造成损失，但损失应该不会超过一半。**目前观点不变

那么这个事情，是否意味着洋河投资部门的失职呢？需不需要质疑洋河投资部门的能力呢？

我不这样认为。几天前，我和 bp 兄聊过这件事。



至于对其他房地产公司的信托，我持偏乐观态度：

如果恒大真走到破产的地步，针对房地产市场的某些管控必然会有微调，向利好幸存房地产企业的方向微调，以防止事态进一步扩大。这是必然的。

5.陕西煤业的跌停。

陕西煤业是我持股公司里，唯一一只 2021 年内新增对象。算狗屎运附体吧，买入后涨幅比较好。即便本周五吃到一个跌停，相对我的买入均价依然还有约 40%的涨幅。

跌停本来不是事儿，不需要聊的。但询问的人太多，随便扯几句吧。

问我的基本都是问为啥跌停的？很遗憾，我也不知道为啥。我只知道一个多月暴涨 60%以上，跌跌太正常了

按跌停后的价格计算，依然是一个多月上涨超过 1/3。这样的大牛股，还是能让很多人亏钱。这些人难道还能期望下次选中熊股来获利吗？

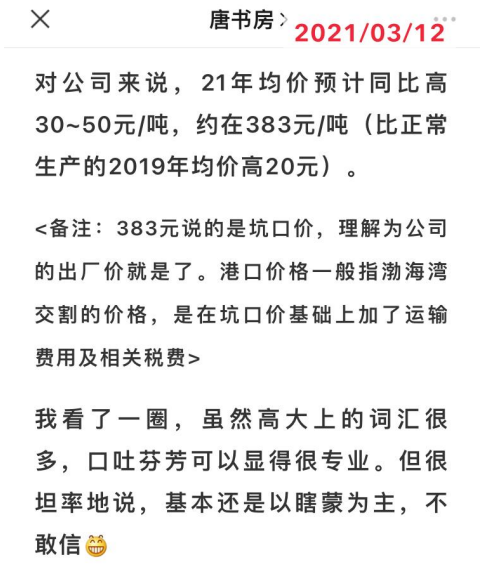
所以呀，今年能在陕煤上亏钱的人，根本和选股能力无关，是读《我的第一难和你的第一难》次数太少造成的

执着于找更牛的股，药方已经错了，那是治不好亏钱病的

陕煤是一家非常简单的企业，企业情况和业绩预测基本都是明牌。所有逻辑都在 3 月 12 日的《陕西煤业的思考过程》一文里，至今依然没有发生丝毫变化，就是一句话：价涨+量增。

而且，煤价这个变量，比公司当初的乐观估计还要乐观很多。

2021 年 3 月 12 日我的文章里记录的，当时公司交流会上分享的预计 2021 年坑口煤价约在 383 元/吨。实际呢？



半年报 12 页披露的“上半年自产煤坑口价 453.19 元/吨，同比增幅 44.94%”，偏的离谱——再次证明那些估算煤价的专业人士，一堆高大上的专业模型背后其实就俩字：瞎蒙

至于产销量，目前从上到下的要求都是七个大字：努力生产保供应。

价涨量增，业绩一定好。剩下的问题，就是你相不相信业绩会反应在股价上了！

我从第一笔买入至今，一股没卖过，也不怎么关心涨停板跌停板。因为我始终只会一套太祖长拳：“买点买，卖点卖，中间波动视而不见、呆坐不动”

至于你要不要考虑拉闸限电、强制减排、碳中和、碳达峰、发改委、环保部等各项因素，要不要逃顶抄底、高抛低吸……你需要自己决定，没有其他人能为你的钱包负责，老唐也不能

⑤其他

不知不觉，文章又超 7000 字了。为避免很多朋友抱怨太长，看的头痛，其他事情我简单提一句了事，有疑问咱们留言区里聊吧

古井中报：平淡、正常。

腾讯向其他平台有限开放：目前看影响很小，几乎可以忽略。后续开放措施和影响，等措施出来再说吧。

证监会扩大红筹股回国上市范围：有限度地利好风投退出，利好腾讯的投资业务，但利好程度非常有限，基本没有什么关注价值。

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 11 公里。



周六同口径除皮净重 84.3 公斤，环比下降 1.2 公斤🤐——175cm。

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😁✌️

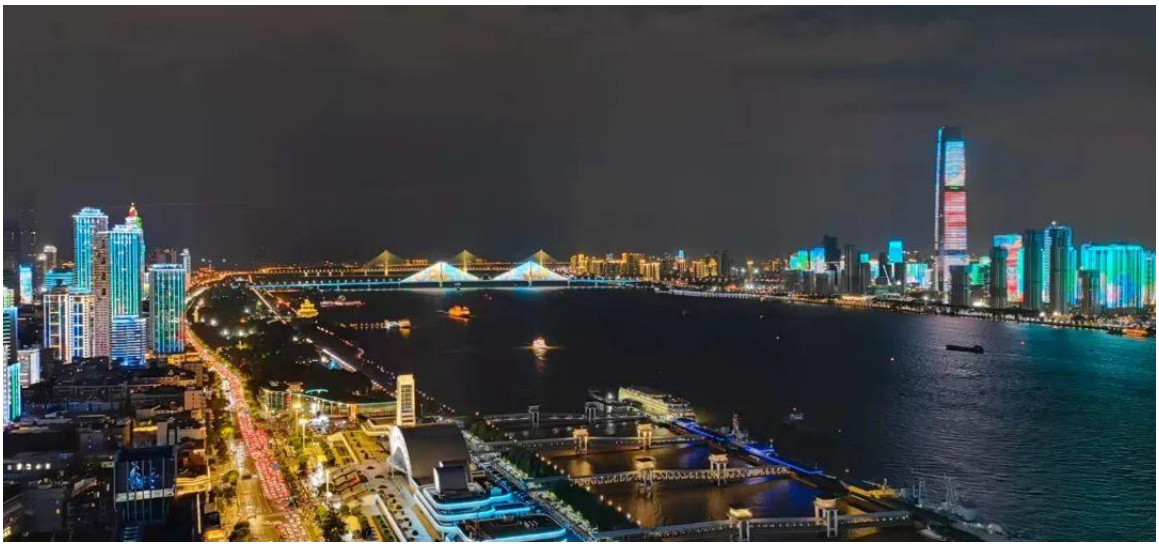
第1019篇.　　2021.09.29 - 唐朝老师初见记

王冠亚　唐书房　2021-09-29

以下文章来源于王冠亚 ，作者王冠亚

王冠亚 .

译有《巴菲特的嘉年华》《比尔·米勒投资之道》。



这是我的第 214 篇原创文章

九月，是秋意绵绵的季节，也是适合相逢的季节。每逢九月，我总是会想起王勃《滕王阁序》里的句子：

十旬休假，胜友如云；千里逢迎，高朋满座。腾蛟起凤，孟学士之词宗；紫电青霜，王将军之武库。

家君作宰，路出名区；童子何知，躬逢胜饯。

王勃描绘的盛况，一直让我艳羡不已。在秋高气爽、晚风宜人的时节里，与志同道合、意气相投的朋友相聚，纵谈古今，小酌两盏，人生快意，莫过于此。

机会终于来了！唐朝老师自蜀地迁居苏州，途径江城，于是我们愉快地约定了 9 月 1 日晚上见面。我预订了江滩的恩施私房菜，@不期而至 翻箱倒柜找出了两瓶 2009 年的“过期”茅台，@阿迪唐 从江西景德镇远赴而来。一切准备就绪，只等唐朝老师大驾光临。

1 **预期管理**

初见唐朝老师，比预想中的还要惊喜。因为唐朝老师一直说，自己是个平淡无奇的胖子。如此一来，我们的心理预期就是——胖、胖、胖，实际上，唐朝老师身材魁梧壮实，声音洪亮，中气十足，完全颠覆了之前我的心理画像。

这让我想起了早年的巴菲特，一直跟合伙人强调，“每年超越道琼斯指数 10 个百分点，已是我们长期能取得的最好成绩。因此，各位合伙人有必要适当调低对合伙基金未来业绩的预期”。巴菲特一边这样说着，一边继续创造着远超合伙人预期的惊人业绩。

很多时候，人们关注的都不是绝对值，而是和预期比较的相对值。这也就解释了，为什么购买高估值的成长股是极其危险的做法。成长股的高估值，是建立在业绩高速增长的预期之上的。但凡业绩稍有滑落（而这通常是大概率事件），股票将不可避免地遭遇“戴维斯双杀”。

说到预期管理，窃以为，首先是管理好对自我的预期。比如年化 20%的长期收益率，已经是世界顶级投资家的水平，那么我们能达到 15%或以上，就已经是非常不错的成绩；其次是管理好对他人的预期，万勿对他人抱有过高期望，是避免失望和痛苦之本。

2 **一见如故**

我和@不期而至 因为都在武汉，他还经常到我办公室来坐一坐，所以跟他比较熟。但我跟唐朝老师、@阿迪唐 都是第一次见面，却没有丝毫的生疏感，因为彼此三观相合，一见如故，很快大家的话匣子就纷纷打开了。

我非常喜欢这种交流的状态。我们大概是从晚上 6 点见面，一直聊到凌晨，前前后后六个半小时，中间一分钟的停顿都没有。考虑到不便叨扰店家太晚，同时唐朝老师舟车劳顿要早休息，我们才强行止住话题。

我们身边有两类人，一类虽然素未谋面，但神交已久，一见如故；另一类虽然长期相处，但话不投机，形同路人。所谓“白头如新，倾盖如故”，说的就是这个道理。我感到非常幸运的就是，能够通过网络结识唐朝老师，而且成功“奔现”哈哈哈。

3 **读书真趣**

话题从唐朝老师这次搬家开始聊起。唐朝老师在自驾去苏州以前，已经打包邮寄了 44 箱书到新家。我问，大概有多少本？唐朝老师答，大约 1800 本。

44 箱，1800 本，对于大多数人而言，无疑是个天文数字。古人讲“学富五车”，就是指读的书可以满载五辆车，考虑到以前读的书都是写在竹简上，内容换算到纸质书上的话，其实并没有多少。唐朝老师的阅读量，远远超过了“学富五车”的水平。

所以我调侃唐朝老师是“学富五十车”，我自己也暗暗算了一下，要在唐朝老师的年纪，达到他的阅

读量，我从今年起，起码每年要读 100 本书。我觉得我很难做到，不过“高山仰止，景行行止。虽不能至，然心向往之”。

唐朝老师讲，他自幼就很喜欢读书。我看过唐朝老师之前写的一篇文章，说小时候没有书看的时候，连商品的说明书都看。这种对文字、对书籍的热爱，是发自内心的，也是最能持久的，用一个时髦的词儿叫——自驱力。

关于读书，唐朝老师给我最大的启发是，要顺其自然，“好读书，不求甚解”。就是读得懂的就读，读不懂的就放过。为什么呢？因为读不懂的，说明以现在的功力，还不能够理解，那就不要强求。等到功力够了，自然也就懂了。

我以前读书慢，很大程度上是因为有点点“强迫症”，就是读不懂的，非要在上面磨时间不可，这样读书的效率相对就不高。最后发现，有些内容即便是弄懂了，记得也不牢，过段时间又忘了。反倒是那些从来没有刻意去记的内容，单纯是因为喜欢，反而很多年以后都不会忘却。

读书要顺其自然，由此我联想到其他的事儿，似乎也是同样的道理：

比如长文和短文。唐朝老师的文章都很长，而且很多都是“烧脑”的干货。于是就有人问，能不能写短一点？唐朝老师的观点是，如果没有阅读长文的能力，本身就不具备投资分析的潜质，又何必勉强自己呢？想通了这一点之后，我的每篇文章基本也有 8000-10000 字，我不会为了刻意迎合读者而去对篇幅设限。

再比如关注和取关。因为我也有公众号等平台账号，以前总是会比较介意读者取关。后来也想清楚了，“我手写我口”、“我手写我心”、“我手写我行”，这是我的原则。我怎么想的，就会怎么说；我怎么说的，就会怎么做；我怎么做的，就会怎么写。如果我写的内容，不是你所喜欢的，那么取关也好，这样两不相厌、各自安好。

还比如熟人和陌生人。我的微信好友，从来都没有设置工作单位等备注信息。也许有人会问，那时间久了，加的好友多了，你知道谁是谁么？我的想法也是顺其自然，如果你跟我很熟，我不用备注，我自然知道是谁；反之，如果我因为没有给你添加备注，都忘了你是干嘛的，所以咱们本来就彼此不重要嘛，也就没有备注的必要。

4 **顺应人性**

大家一边品尝着@不期而至 带来的“过期”茅台，一边顺着话题聊到了茅台的人事话题。彼时，茅台刚刚换帅，高董事长任职一年半便黯然离开。高董事长在任职茅台以前，职务是贵州省交通厅厅长，此番调岗至贵州省煤炭局局长。

虽然同为正厅级，但交通厅是政府组成部门，而煤炭局是政府直属事业单位，两者的地位不可同日而语。从厅长到董事长再到局长，这种调整轨迹并不多见。高层对高董事长任职期间表现的评价，基本上从这次人事调整，就可以窥见一二。

唐朝老师提到，袁仁国任董事长的那一届领导层，除了两名女性高管以外，几乎全部因为涉嫌严重违纪违法而被“一网打尽”。这背后的原因，令人深思。其中最核心的一点就是，不要试图去考验人性。

由于茅台的出厂价和零售价之间，存在着巨大的套利空间，那么对于茅台的经销商而言，只要能拿到指标，能提货多少就可以赚多少。所以经销商想尽一切办法讨好那些掌握话语权的人，类似于绞尽脑汁炮制出“酒冠黔仁国”大金鼎之类的事儿，也就不足为奇了。

设身处地去想，如果你作为茅台高管，你该如何自处？两家经销商，同样的条件，只不过，经销商甲是你多年的朋友，在你父母生病入院时常去探望、悉心照料，经销商乙跟你素不相识。这种情况下，你会把指标和名额给谁？

人都是讲感情的动物。换做你我，都很难不做出向感情倾斜的决策。不过很多事情，情有可原，但法理难容。手握重要资源的茅台高管群体，就时时面临着人性的考验，偏偏人性是经不起考验的。我想到了《资治通鉴》里的一个小故事：

唐太宗为了检验官员是否廉洁，派人去给官员行贿。结果，有一个刑部司门令史接受一匹绢的贿赂，唐太宗要杀他。

民部尚书裴矩提出：“作为官吏，受贿当死。然而陛下派人送给他，他却接受了，这就是陷害别人，恐怕不符合以德教化、以礼规范行为的准则吧！”

唐太宗搞“钓鱼执法”，本来就是不道德的。以不道德的行为去考验别人的道德，天下哪有这样的道理？所幸的是，唐太宗善于纳谏，果断改变了原来的主意，并对裴矩大加赞赏。

更有意思的是，裴矩原来在隋炀帝手下也当过官，是个不折不扣的阿谀奉承之人。可是，到了唐太宗这里，却变成了一个直言敢谏的忠臣。

能说裴矩天生就是个佞臣么？不能。隋炀帝荒淫，唐太宗贤明，身处不同的环境之下，裴矩的“人性”也发生了巨大的转变。

在我看来，人是最复杂的动物，人性既有向善的一面，也有作恶的一面。如果去考验人性，看到的就是阴暗、自私、贪赃枉法，得出的结论就是“人性本恶”；如果去顺应人性，看到的就是阳光、善良、克己奉公，得出的结论就是“人性本善”。

真正的管理高手，会去制定和利用一系列合理的规则，去引导和顺应人性，而不是考验和挑战人性。巴菲特就是管理大师，他知道人人都希望得到肯定，所以他在致股东的信里，从来对他旗下的高管们都不吝赞美之词。换来的结果是，没有任何高管想让巴菲特失望，大家都在努力去配得上巴菲特的评价。

5 **无冕之王**

唐朝老师自述早年经历，除了读中专和学木匠之外，没有别的出路。他从公司基层做起，一路奋斗到总经理，然后自办企业，后来在 2006 年毅然决然转型成为“宅男”，主动选择“失业”在家，尽享琴书之乐。尽管在投资界名震江湖，但唐朝老师却坚持不抛头、不露面，谢绝了包括央视在内的二十多家知名媒体的采访……

于是，在唐朝老师身上，我们可以看到一系列强烈的反差：虽然只有中专学历，却可以指出清华大学会计学主任书里的若干谬误；虽然早已闻名遐迩，却根本没有多少人见过他的真容；虽然“失业”在家多年，却给无数在投资大海里迷航的朋友们点亮了一盏航灯；虽然可以发起私募，却坚定地选择了做一名个人投资者……

曾经有人问唐朝老师，是否有 CPA、CFA 等证书，唐朝老师的回答是，考那些证干啥呢？又不去找工作。我觉得，唐朝老师真正活到了一种极致，就是不需要再靠任何头衔或身份去证明自己。常人追求的总经理职位、分析师证书、光鲜亮丽的简历，在唐朝老师眼里，只不过是可有可无的名缰利锁罢了。

虽然没有这些所谓的正式头衔，但由于唐朝老师勤于写作和分享，已经出版了 4 本畅销书，因此被冠以“知名财经作家”的称号。在我看来，“知名财经作家”远远不足以概括唐朝老师，因为他更以投资见

长。唐朝老师读过的财务、银行类书籍各有一米多高，深厚的知识积淀，也让他以及众多的追随者们，成功地避开了银行、保险、地产等“价值陷阱”。在我心里，唐朝老师如同金庸小说《天龙八部》里的扫地僧一样，是真正的“无冕之王”。

6 **邓公千古**

席间，我们谈到最近的宏观政策导向，比如“双减”对课外辅导行业上市公司的毁灭性打击，有朋友比较担心，政策会不会长期向着不利于投资的方向发展。唐朝老师认为，大可不必担心。因为我们的执政党，完完全全是秉承着“全心全意为人民服务”的实用主义原则，所有政策的出发点，都是为了让老百姓过得更好。

我非常赞同唐朝老师的观点。因为我在体制内工作过，我深知体制内，哪怕一个刚出校门、新进机关的刀笔小吏，综合素质都是非常过硬的。虽然我已经身处江湖之远，但我依然认为，身居庙堂之高的决策者们，都是国家的精英。他们非常务实，从来不会去机械、教条地照搬规则，而是审慎地试错、推行、再扩大，直至全面铺开……

执政党这种“实事求是”的工作作风，是自邓小平时代就一以贯之的。邓公是唐朝老师最景仰的政治家和改革家，他最伟大的地方在于，到了晚年可以把原教旨主义暂且放在一旁，提出“实践是检验真理的唯一标准”，提出“黑猫白猫论”，这需要大刀阔斧的魄力，以及勇于自我革新的勇气。

我曾经读过《邓小平时代》，对其中的一些片段记忆犹新：

有一段讲，邓小平认为，发展经济可以加强党的权威和他个人的地位。当 1983 年-1984 年经济迅速平稳发展时，邓小平的权威几乎不可撼动。当经济问题严重时，例如 1980 年代中国通货膨胀严重的时候，邓小平的地位也因之受损。所以，邓小平非常务实，他暂且不去争论“姓资姓社”的问题，而是选择了埋头苦干，争取让老百姓过上好日子。

现在看，邓公提出“以经济建设为中心”，这种判断无疑是正确的。中国韬光养晦四十多年，综合国力终于来到了世界第二的位置。当全球疫情泛滥唯有中国独善其身的时候，当孟晚舟女士被无理羁押三年却最终回到祖国母亲怀抱的时候，我相信每一名中国人，都有理由为自己的国家感到自豪，都有理由为我们的政府点赞比心。

说到新冠疫情，我多说几句。因为我生活工作在武汉，2020 年疫情爆发之初，武汉封城、小区封锁、道路封闭，我是全程的亲历者和见证者。与满天飞的谣言以及污蔑完全相反，我没有看到物价飞涨、打砸抢烧的混乱局面，一切都是井然有序。

封城的那段时间，除了限制人身自由活动以外，基本的粮棉油水等生活物资一应俱全，小区的志愿者穿着红马褂，上面写着“是党派我来工作的”，不禁让人心头一暖。作为一名普通的武汉市民，我亲眼看到了执政党强大高效的组织动员能力，也真正体会到了社会主义中国“人民利益至上”的大国担当。

还有一段讲，邓小平一生，经历过无数变故，他领导的国家有两千多年的历史，他自然会对国力的盛衰持一种长远眼光。邓小平上台后，不必面对短期选举，因此他能着眼于五年规划、一国两制之类的长远目标。我们不难看出，与西方国家“一朝天子一朝臣”、政策朝令夕改相比，我们党的政策保持了相当好的连贯性和一致性，历届领导人一棒接着一棒干，为中国的腾飞营造了宝贵的稳定发展环境。

或者说，这是一种政治层面的“长期主义”，它与投资层面的“长期主义”精神内核是一致的。如果一名基金经理，必须面对短期的业绩考核，那么他就只会做出最有利于短期利益最大化的决策。俗话说，

甘蔗不能两头甜。短期利益和长期利益，两者之间只能“二选一”。当面临选择的时候，我们是拥有制度优势的。

我一直认为，无论是政治还是商业层面，都不存在天然的“合法性”。腾讯不是天然的移动互联网时代的社交霸主，茅台不是天然的白酒行业第一品牌，小米不是天然的最年轻的全球 500 强企业……所有的光荣与梦想背后，都有着无数艰辛的拼搏与奋斗。政治的“合法性”来自于全心全意为人民服务，商业的“合法性”来自于全心全意为客户创造价值。

7 变与不变

唐朝老师跟我们谈的很多话题，我已经能猜到答案。主要是因为，唐朝老师的观点和见解，早已经清清楚楚地写在了 300 多万字的唐书房文章里。就像是每年伯克希尔股东大会上，巴菲特和芒格的问答，唐朝老师也总能知道会说什么、会怎么说一样。我极少在书房留言提问，也是因为大多数问题，别人早就问过，我稍加留心都能搜到答案。

在我看来，投资有很多变化，也有很多不变——变的是人心，不变的是人性；变的是情绪，不变的是价值；变的是风格，不变的是业绩……所以，投资需要的品质，从来不是标新领异的观点，而是历久弥新的常识。正因为如此，巴菲特才会评价说——格雷厄姆的思想，从现在起直到 100 年后，将会永远成为理性投资的基石。

想到前不久，唐朝老师刚刚引用的苏轼《前赤壁赋》里的一段话：“盖将自其变者而观之，则天地曾不能以一瞬；自其不变者而观之，则物与我皆无尽也，而又何羡乎！”人生有限，而变化无限，以有限的精力去追逐无限的变化，最后的结果必然是镜花水月一场空。

所以，我们还是要多关注“不变”的常识。我们现在回看证券史，很容易发现当下正在发生的场景，在历史上都多次出现过。“太阳底下无新事”，这正是“不变”的法则。巴菲特也说，那些寻求改变世界的公司固然伟大，但是能够不被世界改变的企业，又何尝不是“时间的朋友”呢？

8 生活理想

唐朝老师说，生活的理想就是理想的生活。这让我突然想起一句很流行的话——你是年少的欢喜。反过来说，喜欢的少年是你。这种文字游戏，放在古代就叫作“回文诗”，苏轼就写过一首《题金山寺》：

潮随暗浪雪山倾，远浦渔舟钓月明。

桥对寺门松径小，槛当泉眼石波清。

迢迢绿树江天晓，霭霭红霞海日晴。

遥望四边云接水，碧峰千点数鸿轻。

轻鸿数点千峰碧，水接云边四望遥。

晴日海霞红霭霭，晓天江树绿迢迢。

清波石眼泉当槛，小径松门寺对桥。

明月钓舟渔浦远，倾山雪浪暗随潮。

正着念，反着念，都行，都是一等一的好诗！这真是太有才华了！说起来，唐朝老师和我，都是苏轼的“粉丝”。我记得有读者问唐朝老师，如果能穿越回去，你愿意生活在哪个年代？唐朝老师的回答是，回到北宋仁宗时代，因为那是苏轼生活的时代。

有一句话说，喜欢一个人，始于颜值，陷于才华，忠于人品。我不知道苏轼的颜值如何，但一开始，

我确实是被苏轼的才华所吸引。苏轼的才华不是某一方面的，而是在多个领域，同时达到了中国文学艺术的最高成就：

论词，苏轼之于宋词，犹如陈子昂、李白之于唐诗，破“词为艳科”之藩篱而自成一家，以诗为词，“于是花间为皂隶，而柳氏为舆台矣”。因其词风豪放，后世多以“苏辛”并称。

论诗，苏轼是宋诗风格的塑造者，世人常以“苏黄”并称。苏诗气象阔大，如长江大河，风起涛涌；黄诗气象森严，如危峰千尺，拔地而起。

论文，苏轼对散文、四六、辞赋无一不精，兼有儒家的温柔敦厚、道家的清虚自然、佛家的性灵超脱、纵横家的浑厚雄放，入“唐宋八大家”之列。

论书法，苏轼位列“宋四家”之首。《黄州寒食诗帖》“兼颜鲁公，杨少师，李西台笔意”，被誉为“天下第三行书”。连黄庭坚都不得不叹服，本朝善书，自当推（苏）为第一。

后来了解到苏轼的平生，也深深为他的人品所折服。苏轼性行耿直，天真烂漫，“一肚皮不合时宜”。终其一生，苏轼都在新旧党争的政治漩涡中被反复倾轧。但无论在怎样的艰难困苦里，苏轼总能找到让自己感到舒服的方式，继续高贵地昂首活着。

我一直认为，苏轼身上，闪耀着中国传统士人的人性光芒，是中国人非常理想的生活范式。这也不难理解，中国历代文人的吟咏诗文里，失意时总离不开“屈原投江、史迁受刑、苏轼被贬” 的三件套。大家都是在苏轼这里，寻找到一剂慰藉的良药，见天地，见众生，见自己。

当然，文学家并不足以定义苏轼的全部。林语堂先生讲得太好，我这里直接引用：

苏东坡是一个无可救药的乐天派、一个伟大的人道主义者、一个百姓的朋友、一个大文豪、大书法家、创新的画家、造酒试验家、一个工程师、一个憎恨清教徒主义的人、一位瑜伽修行者佛教徒、巨儒政治家、一个皇帝的秘书、酒仙、厚道的法官、一位在政治上专唱反调的人。一个月夜徘徊者、一个诗人、一个小丑……

如果非要只用一个词来形容苏轼不可，我觉得是——生活家。苏轼是一个热爱生活的人，所以沙湖遇雨，“众人皆狼狈，余独不觉”；所以即便黯然失意也不负美景，“月色入户，欣然起行”；所以哪怕被贬岭南等瘴疠之地，依旧可以“日啖荔枝三百颗”。生活很苦，但苏轼总是可以找到属于自己的一抹“甜”。

写到这里，我想到唐朝老师《财富的三轮车与阅读的价值》里的原话：

不管是过去的历史，还是今天的世界，比我承受的压力更大，比我拥有资源更差，比我遇到的惨事更多，比我遭受的打击更重……的人，简直可以用不计其数来形容。

当我哀叹自己没有书读的时候，或许有很多人正在失去双眼；

当我惧怕被老鼠啃掉手指时，或许很多人正在炮火中捆绑自己的半截大腿；

当我烦恼于蚊帐入口无法完全封闭时，或许很多人正在房倒屋塌天崩地裂中挣扎……

但是，同样的灾难里，同样的困境中，不同的人却可能做出不同的选择，最终得到完全不同的结果。

这些旁人的人生经历，不仅让我能暂时放弃关注自己的苦难，畅想未来的美好，也激励着自己在一次次不幸（或坏运气）中，努力做出更好、更理性的选择，去争取那略好一点点的结果。

这是我每次读到，都会忍不住泪目的一段话。这与苏东坡达观的人生态度，简直一模一样。我很欣赏巴菲特在投资上的专业能力，也很欣赏苏东坡在生活上的审美能力，这都是人性里非常极致的美。直到我结识唐朝老师，我才终于知道，世界上原来有人，是可以把这两种极致，完美地融合到一起的。

9 **人格魅力**

前段时间，某知名网红富二代因为一段“舔狗语录”，在网上遭到了群嘲。我以为，这是一种人格上的极度失败。就是你家里都已经身家千亿了，你还是这么不受待见，可见是没有丝毫的人格魅力可言。

真正的人格魅力，只有一部分会体现在财富上，也就是“赚得多”；但是绝大部分是体现在，你对他人的贡献和价值上——只有你为他人创造了价值，你才有价值，也就是“众人爱”。如何获得“众人爱”呢？孟子说，爱人者，人恒爱之。

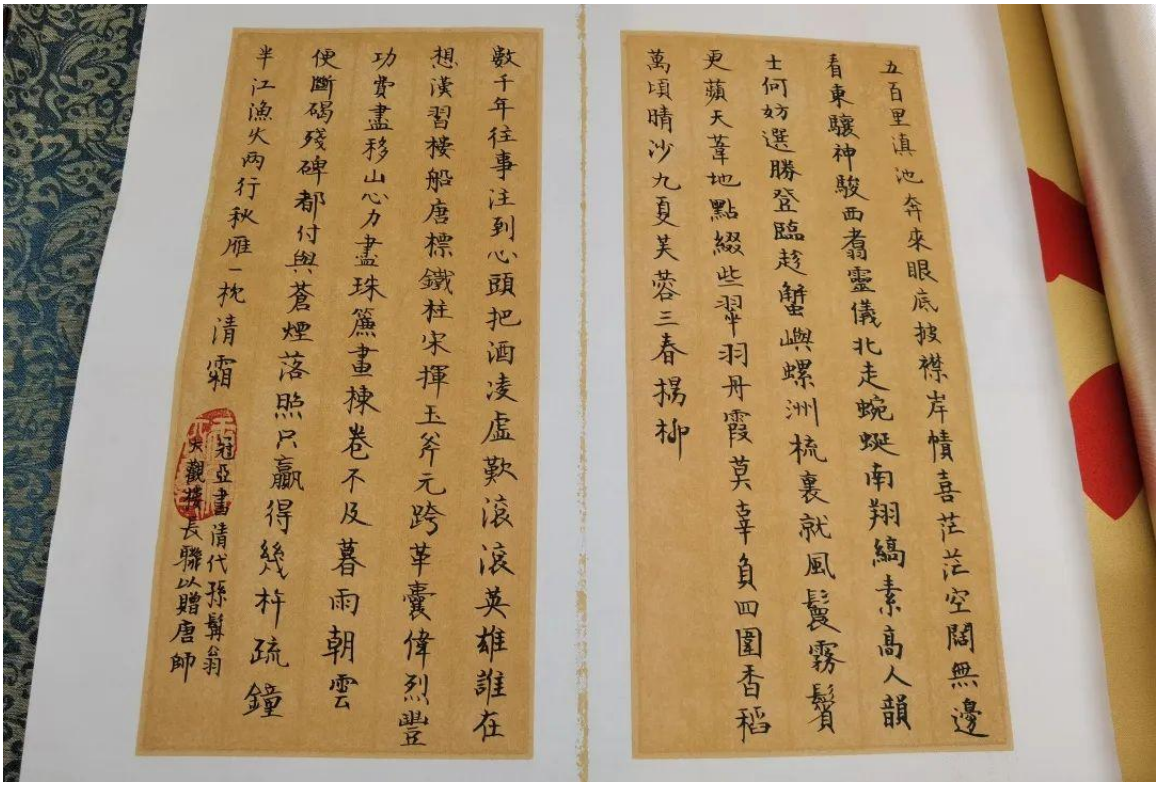
唐朝老师的人格魅力就在于此：他无私分享了很多真知灼见，让很多投资者避免“踩雷”，转而走向了通往财富的康庄大道；他从来没有把自己塑造成“民间股神”的形象，而是始终强调自己只是一个普通人；他没有供职于任何机构，坦言帮助普通人成长就是一种快乐；他会分享自己的吃喝玩乐，就像是你身边的大哥或邻居一样……

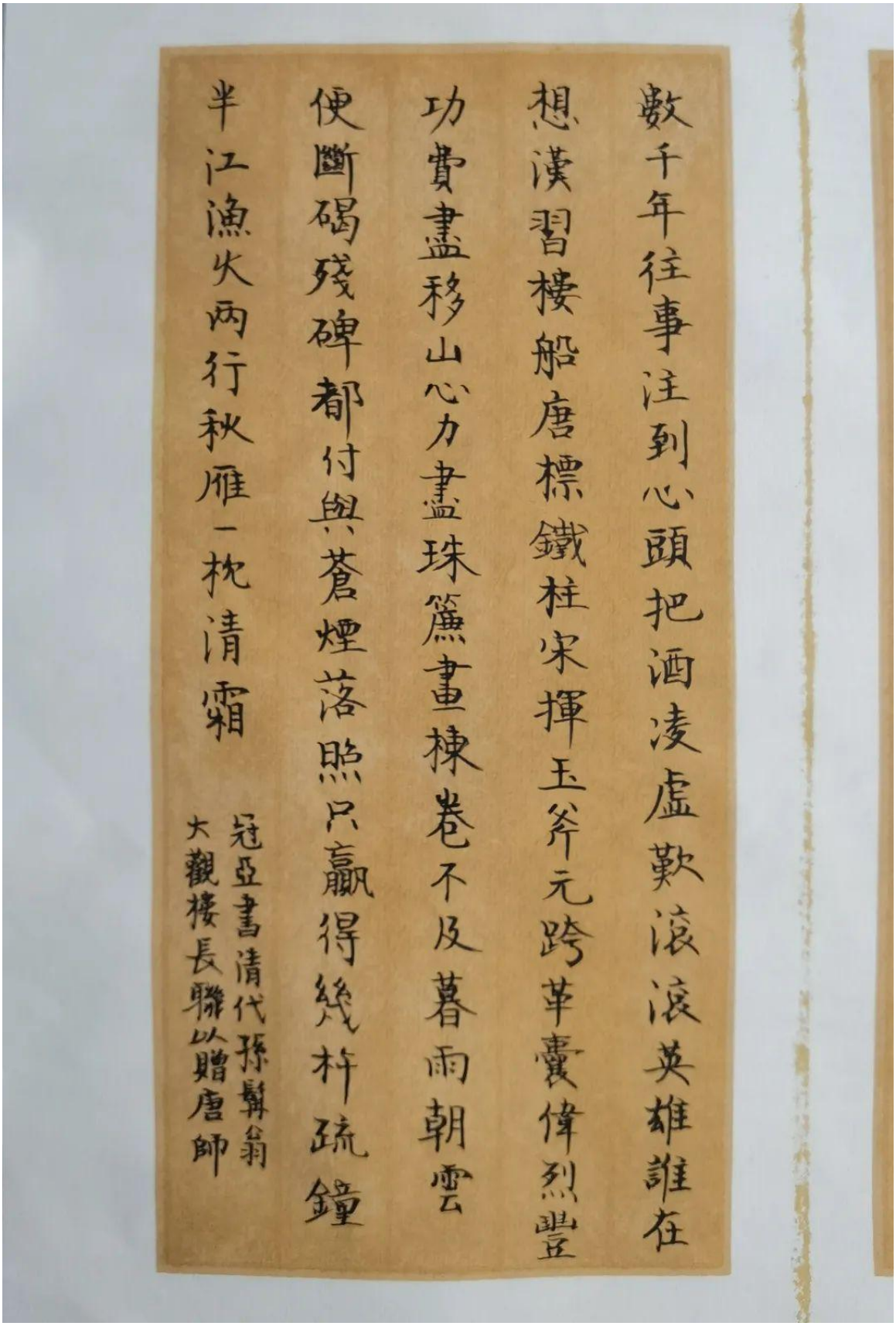
席间，唐朝老师还谈到了雪球某知名大 V，水平、名气可能跟他处于差不多的咖位。这位大 V，据说募集管理的资金已经达到 20 亿元。我们算了一笔账，如果按照 15%的年化收益率，1%的管理费，6%的业绩比较基准，20%的业绩分成比例，每年的进账至少在 5600 万元左右，即使除掉所有开支，平均每年的收入也会超过 3000 万元。

也就是说，唐朝老师若是有心，以他现在的影响力和专业度，每年多赚上千万元的财富，几乎没有难度。但唐朝老师主动选择了放弃。在我看来，每年至少八位数的新增财富，这是非常考验心性的，常人通常很难抗拒这种诱惑。我问了唐朝老师，为什么能做出如此坦然的选择，唐朝老师给我分享了一段清代孙髯翁写的《大观楼长联》：

五百里滇池奔来眼底，披襟岸帻，喜茫茫空阔无边。看：东骧神骏，西翥灵仪，北走蜿蜒，南翔缟素。高人韵士何妨选胜登临。趁蟹屿螺洲，梳裹就风鬟雾鬓；更苹天苇地，点缀些翠羽丹霞，莫辜负：四围香稻，万顷晴沙，九夏芙蓉，三春杨柳。

数千年往事注到心头，把酒凌虚，叹滚滚英雄谁在？想：汉习楼船，唐标铁柱，宋挥玉斧，元跨革囊。伟烈丰功费尽移山心力。尽珠帘画栋，卷不及暮雨朝云；便断碣残碑，都付与苍烟落照。只赢得：几杵疏钟，半江渔火，两行秋雁，一枕清霜。


五百里滇池奔來眼底披襟岸幘喜茫茫空闊無邊
看東驤神駿西翥靈儀北走蜿蜒南翔縞素高人韻
士何妨選勝登臨趁蟹嶼螺洲梳裹就風鬟霧鬢
更蘸天葬地點綴些翠羽丹霞莫辜負四圍香稻
萬頃晴沙九夏芙蓉三春楊柳
數千年往事注到心頭把酒凌虛歎滾滾英雄誰在
想漢習樓船唐標鐵柱宋揮玉斧元跨革囊偉烈豐
功費盡移山心力盡珠簾畫棟卷不及暮雨朝雲
便斷碣殘碑都付與蒼煙落照只贏得幾杵疏鐘
半江漁火兩行秋雁一枕清霜
冠亞書 清代孫髯翁 大觀樓長聯以贈唐卿



△手写长联，书赠唐师

唐朝老师解释说，上联写的是闲情逸致，下联写的是丰功伟业。丰功伟业固然激动人心，但却要“费尽移山心力”，最后得到了什么呢？也只不过是青史留名而已，但这都是身后事，不是眼前的快乐。眼前的快乐就是四围香稻，万顷晴沙，这是我们活着就能感知到的幸福与美好。而唐朝老师想要的，就是不辜负眼前的美好。

人生奋斗到某种程度，只有两种道路可以选择：要么选择建功立业，享受扬名立万的膜拜；要么选择功成身退，享受闲云野鹤的惬意。没有哪一种生活是正确的，这只是价值观的不同，每个人选择适合自己的道路就好。“浪淘尽千古风流人物”的豪放是一种美，“杨柳岸晓风残月”的婉约也是一种美。努力的意义在于，自己拥有在两种生活中做出选择的权利。

后来，我跟唐朝老师微信聊天时，又提到了这副对联。唐朝老师说，他 21 岁时就看到了这段话，一直就很喜欢，可以很熟稔地全文背诵。我想，这是不是跟巴菲特 19 岁时看到《聪明的投资者》同样的感觉，因为一本书、一段话，很早就想清楚了，该拥有怎样的人生。然后花上一辈子的时间，去经营，去坚守。

突然想到了《庄子》里的一段话：

“吾闻楚有神龟，死已三千岁矣，王以巾笥而藏之庙堂之上。此龟者，宁其死为留骨而贵乎？宁其生而曳尾于涂中乎？”

是追求万年的功名，还是尘世的快乐？朋友们，你们想要的是什么呢？

10 **亦师亦友**

我读高中时，语文老师跟我说过一个观点：老师要做让学生欣赏的老师，学生要做让老师欣赏的学生。只有师生相互欣赏，才能教学相长，这也是最舒适、最融洽的关系。

我的语文成绩一直很好。那时我们有月考，每月都要写一篇大作文。我写了两年的大作文，每一篇都入选了范文，被打印出来然后念给全班同学听。我想，我能坚持写作，很大程度上是因为语文老师对我的鼓励，对我的欣赏，给我前行路上注入了不竭的动力。

现在的情况也是一样，我人生何其有幸，能结识唐朝老师和天南老师，两位老师对我的帮助和鼓励，都是我进步的源泉。我跟唐朝老师说，因为时间精力有限，我关注的公众号很少，常看的只有“唐书房”和“杨天南健康财务谈”。

为什么没有关注更多投资类的公众号呢？我引用了芒格的一段话作为解释：

有了李录的先例，我还会挑选别人吗？顺便说一句，这是一种很好的决策方式，我们在工作中也是如此。如果我们找到一样东西，能让我们大有所为，那我们对那些比不上它的东西就不必再看了。这样可以大大简化生活，因为比李录更出色的人寥寥无几。

现在我找到了李录，我不会再去找别人了。找到比李录更出色的人的概率有多少呢？所以对我来说，做这个决定非常容易。回到你的问题——你需要的是李录，但我不知道去哪里再给你找一个。

芒格是找到了杰出的学生，而我是找到了卓越的老师。在我看来，唐朝老师讲的投资理念和实践，已经包括了投资所需要掌握的所有知识和技能。书房的宝藏就已经够我挖掘的了，我又何必再去东找西找呢？那些进了书房还在问如何看大盘走势的人，无异于面对满汉全席视而不见，还在问这里有没有榨菜可以吃。

曾经有位企业家朋友问我，如果你人生只能下注三个人，你选择下注谁？我回答说，唐朝老师、天南老师，和我自己。他又问，你给老唐投钱了吗？投钱才是下注的最大诚意。我回答说，第一，唐朝老师不做私募；第二，我并不认为投钱才是下注的最大诚意。我选择了向唐朝老师和天南老师学习，意味着我以后的人生路径就设定好了，人生无法改写重来，难道这不是比投钱更大的诚意么？

冠亚说

9 月 1 日跟唐朝老师聚会之后，就一直有朋友催更，想要围观我们到底聊了什么。我这不知不觉已经写了 10000 字，就像当时聊了六个半小时一样，仍然刹不住车，即便是洋洋洒洒上万言，也只是挂一漏万。这种“心流”般的畅快感，是我非常理想和惬意的生活状态。

我想起了那天晚上，聊到半夜，尽兴归家，伴着习习凉风，我发了一条朋友圈，引用的是杜甫的诗：“人生不相见，动如参与商。今夕复何夕，共此灯烛光。”有朋友留言说，你写得太伤感了，不如写王勃的诗：“海内存知己，天涯若比邻。无为在歧路，儿女共沾巾。”

都是好诗。唯独遗憾的是，我酒量不行。我们预想的局面是，扶着唐朝老师进酒店的门。结果，唐朝老师千杯不醉，我只喝了二两就直接倒下了。若不然，我也可以吟一句李白的“飞蓬各自远，且尽手中杯”，或者“岑夫子，丹丘生。将进酒，杯莫停”，然后一饮而尽。

中秋刚过，想起了唐朝老师分享的苏轼、辛弃疾写中秋的词，真美好。古人常常以明月寄托情思，苏州、武汉两地虽然相隔千里，但共此一月。此时此刻，你道我想到了什么：

唯愿当歌对酒时，月光长照金樽里。

第1020篇.　　2021.09.29 - 长跑与投资

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-09-29

上周周记留言区里，提到我曾在某球发过一篇小短文，题目叫《长跑与投资》，只是现在找不到了。



结果书房读者@林中农人 还真就帮我找出来了，谢谢@林中农人

我在书房也发一次，当做存档。以下是老唐 2015 年发表的小短文《长跑与投资》，一字未改。

长跑与投资

长跑和投资有颇多相似之处。

首先，它们都很简单。

长跑就是穿上跑鞋迈开双腿。投资就是以划算的价格参与分享优质的生意。都属于一听就懂一学就会

的类型，毫无门槛可言；

其次，它们都不容易。

各种各样的原因和诱惑，会让我们莫名其妙地窝坐于沙发，沉迷于屏幕花花绿绿的画面和文字而忘记跑步；

各种各样的原因和诱惑，也会使我们端坐于电脑前，沉迷于屏幕里红红绿绿的数字波动而忘却投资的本质；

再次，它们都很容易领先。

只要你穿上跑鞋出门，坚持慢慢跑，最多两三年的时间，就足够你领先这个世界八成以上的人了。

同样的，只要坚持以划算的价格参与分享优质的生意，最多两三年时间，就足够你领先这个市场八成以上的参与者了；

最后，精益求精对它们而言都是困难的。

当你跑上几年以后，你会发现有很多高手，他们总是比你跑的更远，跑的更快。你奋起直追时，才发现配速在现有基础上，每提高一秒钟，都需要你付出艰难的努力，而且越来越难。

从 5 分配速提高到 4 分配速，需要的努力可能是你从 6 分配速提高到 5 分配速的十倍乃至百倍。

而且，由于天赋和起点的原因，你可能无论怎么努力，也成不了特盖特（20 公里 56 分钟，全程马拉松 2 小时 4 分）了；

同样，你也会发现很多投资高手，他们总是比你了解更多行业，比你复利回报更高。你奋起直追的时候，才发现回报率在现有基础上，每提高一个点，都需要你付出大量的思考和学习，而且越来越难。

从年复利 20%提高到 25%，需要的努力可能是你从 15%提高到 20%的十倍乃至百倍，甚至还需要额外的运气帮忙。

而且，由于天赋和起点的原因，你可能无论怎么努力，也成不了巴菲特了；

最终你可能发现，你可以很轻松地穿上跑鞋，脚踏实地，慢慢跑起来，忘记那些千奇百怪地理由，轻轻松松领先这个世界八成以上的人。

然后不要强求自己成为特盖特，只要和自己比，天天跑的爽，过几年一回顾，发现大有提高，就 ok 啦。

同样，你也可以坚持投资理念，轻松领先这个市场八成以上参与者，并时不时地笑纳他们的额外供奉。

然后不要强求自己成为巴菲特，只要天天安心、开心，每过几年一回顾，发现市值又有增长，就 ok 啦！

————全文完————

另：书房老朋友@王冠亚　发表了一篇万字长文，记录了 9 月 1 日我路过武汉时，四个人的一场小聚会。

冠亚的文笔大家可能都是领略过的。毫无夸张的说，伴随着干货内容，满屏的诗情画意扑面而来👍

我转载分享给朋友们。不过，大家阅读的时候，请忽略文中对老唐明显夸张的表扬内容，那只是冠亚鼓励我加油码字的策略😝🙏

请**点击屏幕上方“唐书房”**三个字，移步今日次条《初见唐朝》。优美好文，走过路过不要错过哦

第1021篇.　　2021.09.30－老唐实盘周记20210930

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-09-30

预祝朋友们国庆大假开心快乐

本周交易

无

目前持仓

目前持仓：腾讯 38%，洋河 23%，茅台 19%，分众 8%，古井贡 B6%，陕西煤业 7%，另有观察仓海康威视和福寿园不计。

下表除“当前股价”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	38%	72000±10%	＜36000	80000	36742	461.40	-17.96%
洋河股份	23%	4200±10%	＜2100	4700	2503	166.08	-28.72%
贵州茅台	19%	26400±10%	＜13200	35000	22988	1830.00	-7.52%
分众传媒	8%	①	＜770	1980	1057	7.32	-24.98%
古井贡B	6%	920±10%	＜460	1060	445	101.39	-4.51%
陕西煤业	7%	①	＜1020	2500	1435	14.80	72.81%
沪深300						4866.38	-6.62%
上证指数						3568.17	2.74%
2021/9/30			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8295	

注：①采用席勒市盈率估值的企业，不估算三年后估值；

②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；

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。

附：上期数据

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	38%	72000±10%	＜36000	80000	36678	460.20	-18.17%
洋河股份	24%	4200±10%	＜2100	4700	2472	164.01	-29.61%
贵州茅台	18%	26400±10%	＜13200	35000	21280	1694.00	-14.39%
分众传媒	8%	①	＜770	1980	1067	7.27	-25.49%
古井贡B	5%	920±10%	＜460	1060	430	98.00	-7.70%
陕西煤业	7%	①	＜1020	2500	1419	14.64	70.94%
沪深300						4849.43	-6.94%
上证指数						3613.07	4.03%
2021/9/25			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8302	

收益

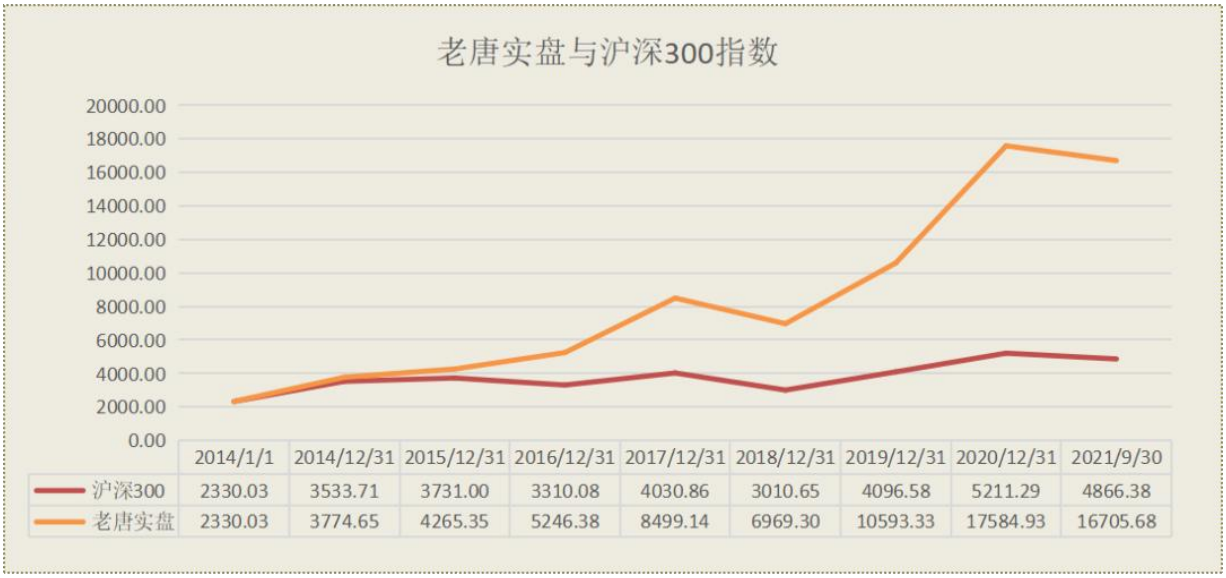
本周实盘净值上涨约 2%。2021 年年内收益从上周末的-7%，变成本周末的-5%（四舍五入）。

老唐实盘	年度收益	期末净值	期限/年	年化收益	HS300涨幅	HS300净值	HS300年化
2014	62%	1.62	1	62%	51.66%	1.52	51.66%
2015	13%	1.83	2	35%	5.58%	1.60	26.54%
2016	23%	2.25	3	31%	-11.28%	1.42	12.40%
2017	62%	3.65	4	38%	21.78%	1.73	14.70%
2018	-18%	2.99	5	25%	-25.31%	1.30	5.22%
2019	52%	4.55	6	29%	36.07%	1.76	9.88%
2020	66%	7.55	7	34%	27.21%	2.24	12.21%
2021/9/30	-5%	7.17	7.75	29%	-6.62%	2.09	9.98%

注①：老唐实盘年度收益率，按基金净值法和实际收益率**孰低**取值，均不含新股收益。

注②：沪深 300 指数收益未包含每年 2%左右的分红，数据略有低估。

实盘与沪深 300 指数对比图



重要事项

本周的重要事项包括：1.分众完成库存股注销；2.互联网平台互联互通新进展；3.电价定价机制松动，煤炭供应全面落实长协；4.本月阅读；5.其他。

1.分众完成库存股注销。

9 月 27 日，分众完成对回购账户里剩余股份 235680554 的注销。注销完成后，公司总股本从之前的约 146.78 亿股，降低为 144.42 亿股。

从本周开始，实盘周记持股表格里，分众的市值计算已经采用 144.42 亿股的股本数据。

2.互联网平台互联互通新进展。

本周，互联网平台之间的互联互通又发布重大进展。

首先是阿里旗下的多个 App 接入微信支付，包括饿了么、优酷等。同时，淘宝特价版、闲鱼、盒马也已经提交接入申请，正在等待微信审核。

其次是微信支付与银联云闪付之间的合作，取得多项重要进展，其中包括微信小程序支持银联云闪付，实现线下条码的互认互扫，用户可于全国省会城市通过云闪付 App 扫描微信收款码完成支付。

这是监管部门要求互联互通后，互联网平台之间的拆墙活动的重大进步。

具体影响还需要观察开放程度，我暂时还没有啥观点可谈

3.电价定价机制松动，煤炭供应全面落实长协

全面通胀环境下，石油、天然气、煤价持续飙升，火电厂无法承受亏损，多省出现大面积的拉闸停电现象。

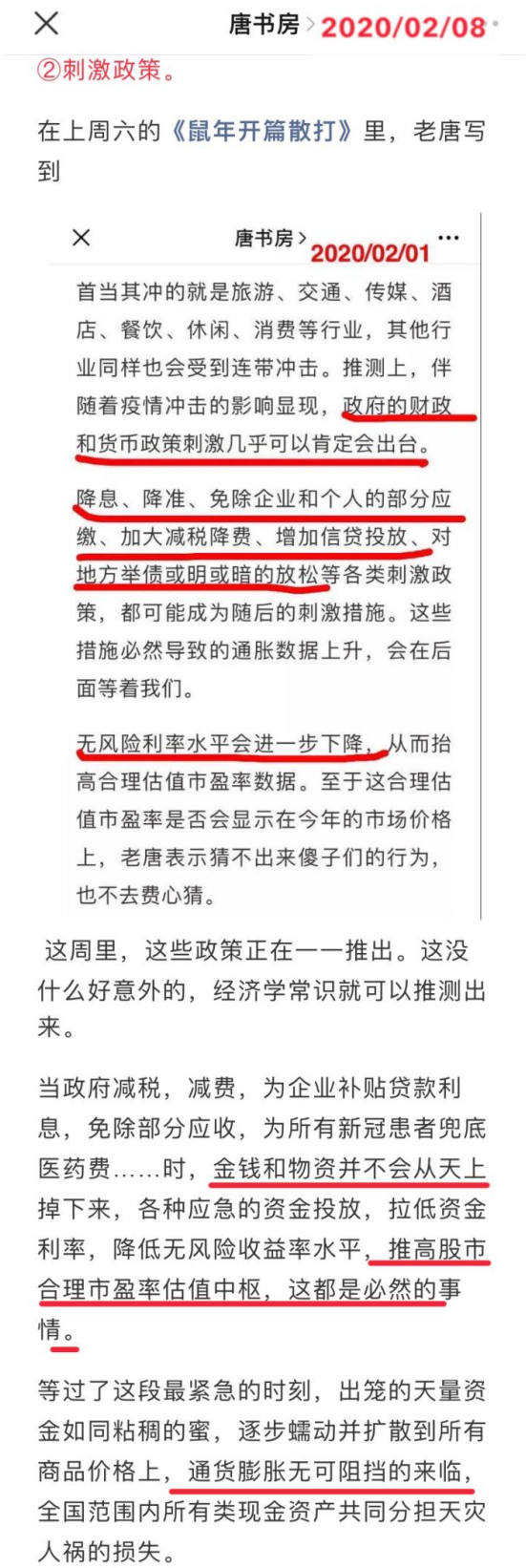
一时企业停工、居民停水停电，民怨纷纷，甚至惊动中纪委官网发文质问**《拉闸限电凸显了什么问题？》**。

压力之下，国家发改委也不得不面对现实。

9 月 29 日，国家发改委发出通知：各地**不得**对电力市场价格在合理范围内的正常浮动进行**不当干预**，要让价格合理反映电力供需和成本变化。

自此，各地陆续启动从工业用电开始的电价上浮，目前已知内蒙古、宁夏、上海、广东等地区已经宣布上调电价。

这种全面通胀，是可以预测出来的。在去年 2 月 8 日的实盘周记里，老唐曾这样写过：



我们现在回顾，今年除了猪肉，还有什么没涨价？还真没几样。

全国主流市场、主流商品，基本都是涨声一片。不仅国内涨，国外也一样，背后的原因就是上面这段话所述——这话题点到为止，说下去容易招螃蟹

一旦电价可以上浮，电厂就有了动力出力发电，有了资本补库存，自然而然地，对煤炭的需求增加了。

虽然发改委已经紧急批准一些煤矿复工或调增核定产能，同时也在考虑扩大煤炭进口，但

一者由于终端低库存下的补库需求，二者马上进入取暖季，三者疫情之下跨国运输船舶利用率大幅下降，导致运费飙升，

所以我个人估计煤炭供不应求的局面，短期内依然很难化解。煤炭价格出现大幅下滑的可能性非常小。

由于当前煤价是历史新高，加上这种供求环境预期，此时签订的长协合同，虽然基准价肯定会低于当前市场价，但可以确定依然是能让煤矿企业赚的盆满钵溢的价格.

〈注：陕煤的长协价是在约定基准价的基础上，按照每月最后一周环渤海动力煤价格指数和陕西动力煤价格指数，加权调整后得出下个月的长协执行价〉

目前我对陕煤的估值和判断没有变化。

虽然自买入后已经上涨超过 40%，但 3 月 12 日发表的《陕西煤业的思考过程》一文逻辑依然成立，所以，我将继续无视市场暴涨暴跌，呆坐不动

4.本月阅读

本月读纸质书 6 本。



其中推荐两本：《我在碧桂园的 1000 天》和《置身事内》。

《我在碧桂园的 1000 天》是 2017 年 11 月出版的一本书，作者是碧桂园从中海外高薪挖来的财务总监吴建斌——2017 年 1 月从碧桂园辞职。完成此书的出版后，去了阳光城（SZ.000671）任副总裁。

吴建斌记录了他在碧桂园 1000 天时间里，经历和观察到的碧桂园战略变化、企业文化以及一些具体和琐碎的事务。

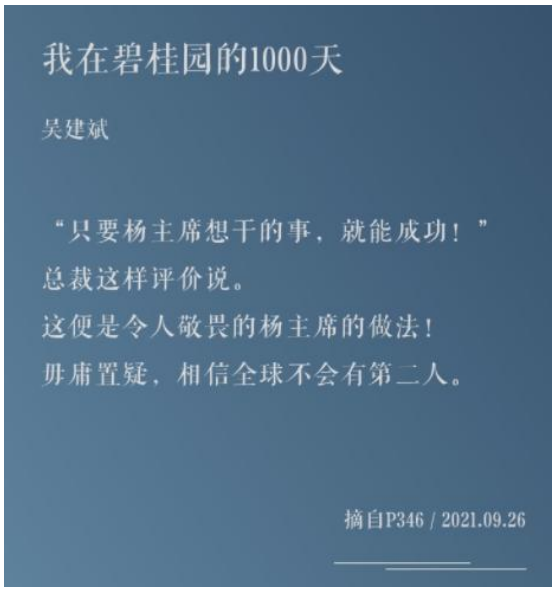
据说该书出版后，碧桂园董事局主席杨国强非常愤怒，不仅安排人手从市面上全部回收和销毁成品书，而且还成功地让这本书无法再版。

所以，各位现在想看的话，要么就是网上下载免费的 PDF 文件，要么就是某宝购买影印版——不是老唐鼓励盗版哈，实在没有正版可支持🥹

不太明白杨主席为何愤怒，其实这本书里面到处都是让人需要捏着鼻子往下读的舔屏语录——杨主席是当仁不让的被舔对象。

很多吹捧用语，实在佩服吴建斌博士不仅能说出来，还能白纸黑字写下来，完全刷新了我对高素质精英人士的浅薄想象🤦

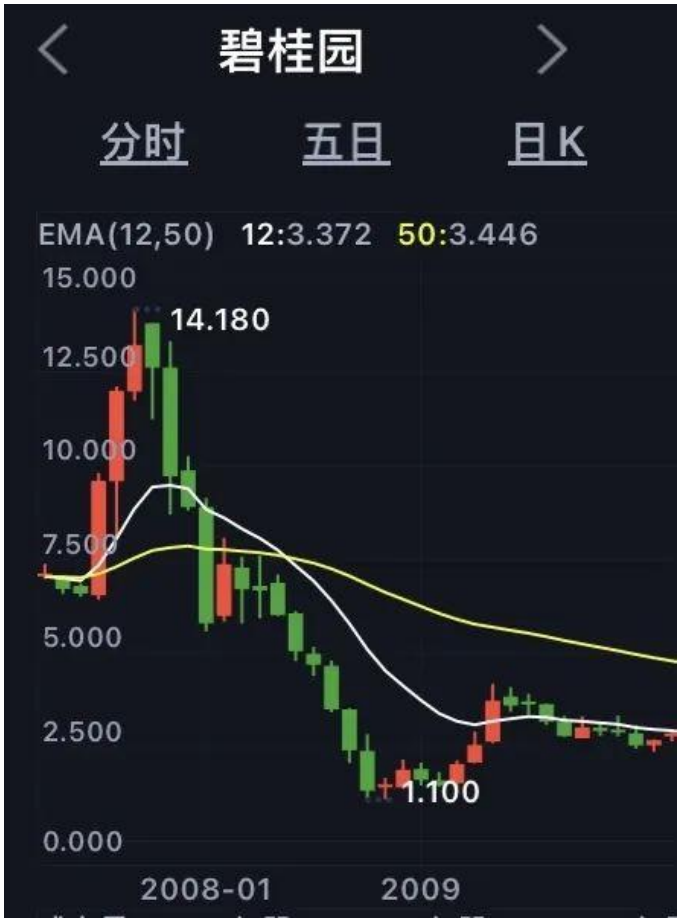
比如，酱紫的表述：



你说，你要是作者，有没有胆子写出来、印出来？我反正是下不了笔。

抛开这些，这本书还是有很多干货的。地产股投资者或潜在投资者、地产行业的从业者、乃至纯猎奇性质的吃瓜群众，都可以从里面汲取到营养。

例如：你可以发现今天恒大面临一年跌 90%的困局，其实 12 年前碧桂园已经完美演示过一次，甚至连面对的看空理由都差不多，台词都不用改。

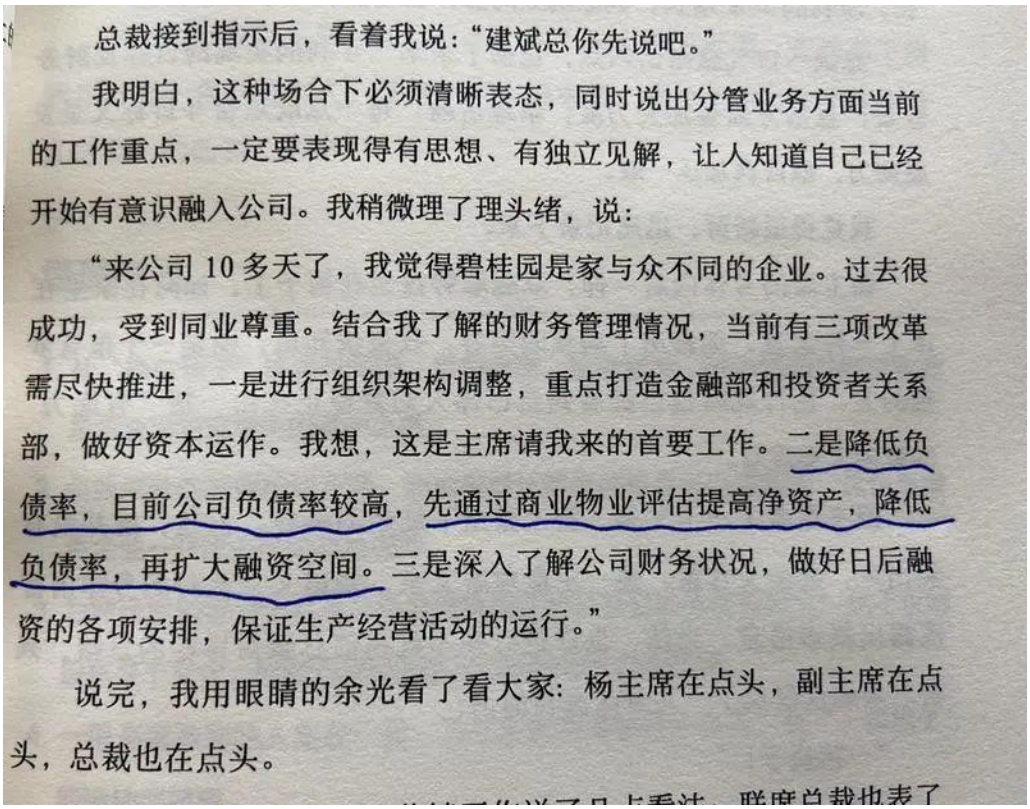


8月13日，碧桂园公布了上半年业绩，净利润大幅下滑29%，遭到包括摩根士丹利、麦格理证券、法国巴黎银行等国际大行的一致看空。看空理由认为，尽管碧桂园拥有大量土地储备，但大都处在三四线城市，面对金融海啸的变现能力差。一时间，市场出现羊群效应，不约而同狠踩股价，使碧桂园股价在短短的8个月内直线下跌达90%左右。



比如当你看到碧桂园新任财务总监，在内部核心会议上说，工作重点是首先评估商业物业，做高净资产，降低负债率，扩大融资空间。

然后主席点头，副主席点头，总裁点头。内房股的小股东们，如果稍微思考一分钟，不说那啥一紧嘛，起码也应该对内房股的净资产数据多一份警惕吧？😬



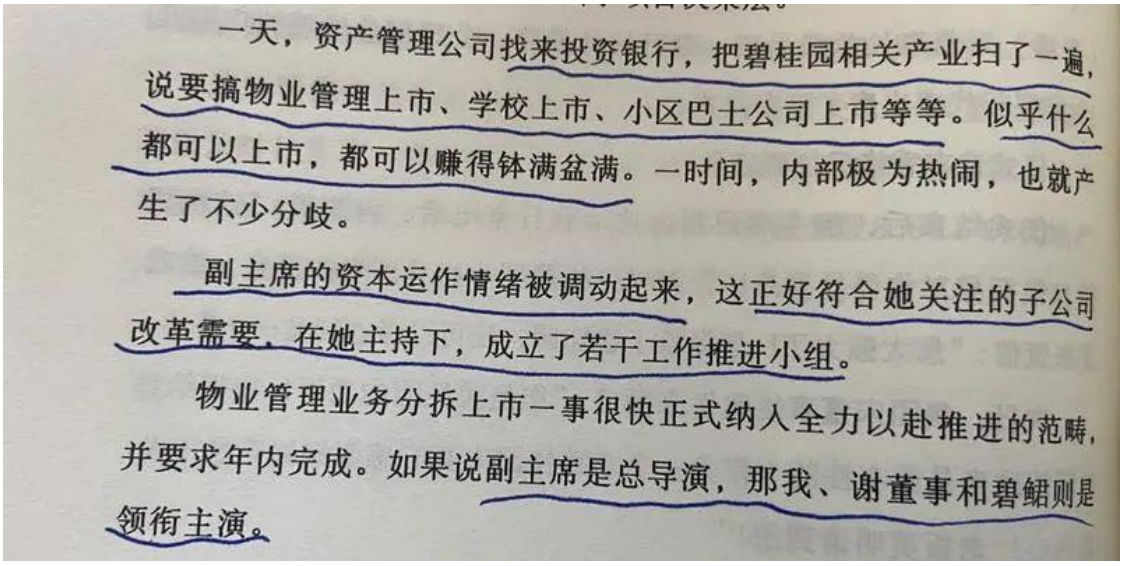
总裁接到指示后，看着我说："建斌总你先说吧。"

我明白，这种场合下必须清晰表态，同时说出分管业务方面当前的工作重点，一定要表现得有思想、有独立见解，让人知道自己已经开始有意识融入公司。我稍微理了理头绪，说：

"来公司 10 多天了，我觉得碧桂园是家与众不同的企业。过去很成功，受到同业尊重。结合我了解的财务管理情况，当前有三项改革需尽快推进，一是进行组织架构调整，重点打造金融部和投资者关系部，做好资本运作。我想，这是主席请我来的首要工作。二是降低负债率，目前公司负债率较高，先通过商业物业评估提高净资产，降低负债率，再扩大融资空间。三是深入了解公司财务状况，做好日后融资的各项安排，保证生产经营活动的运行。"

说完，我用眼睛的余光看了看大家：杨主席在点头，副主席在点头，总裁也在点头。

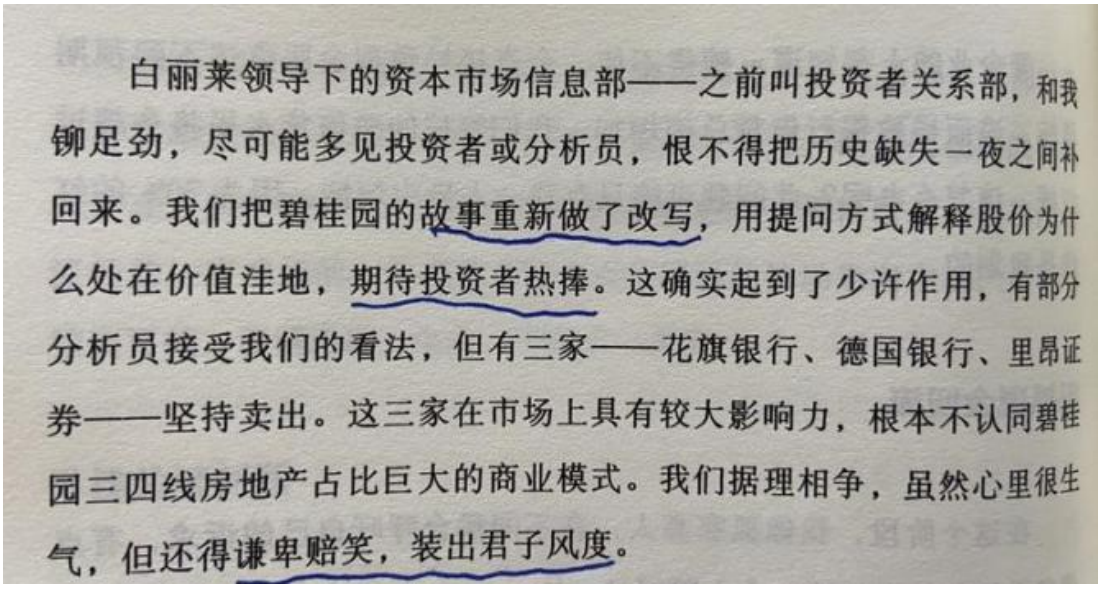
再比如：你看到这些导演和演员如此敬业地编故事，不说捂紧口袋，起码要对故事内容多打点儿折扣才能接受吧？



一天，资产管理公司找来投资银行，把碧桂园相关产业扫了一遍，说要搞物业管理上市、学校上市、小区巴士公司上市等等。似乎什么都可以上市，都可以赚得钵满盆满。一时间，内部极为热闹，也就产生了不少分歧。

副主席的资本运作情绪被调动起来，这正好符合她关注的子公司改革需要，在她主持下，成立了若干工作推进小组。

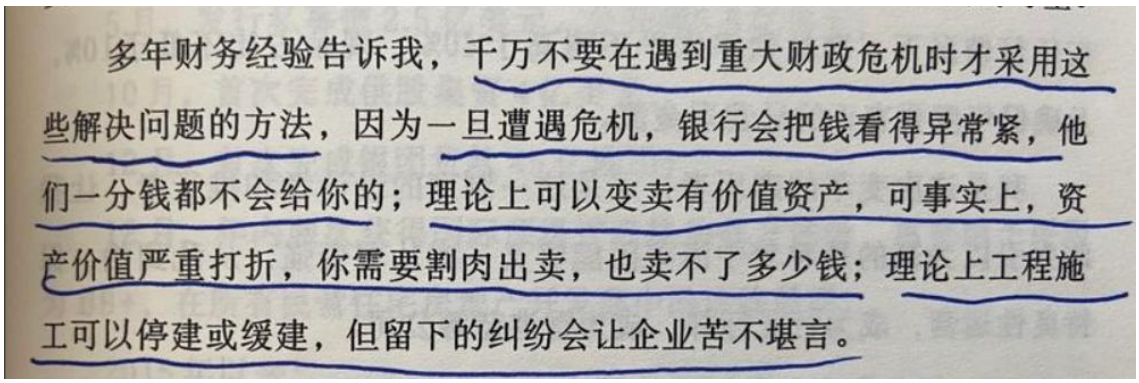
物业管理业务分拆上市一事很快正式纳入全力以赴推进的范畴，并要求年内完成。如果说副主席是总导演，那我、谢董事和碧鲲则是领衔主演。



白丽莱领导下的资本市场信息部——之前叫投资者关系部，和我铆足劲，尽可能多见投资者或分析员，恨不得把历史缺失一夜之间补回来。我们把碧桂园的故事重新做了改写，用提问方式解释股价为什么处在价值洼地，期待投资者热捧。这确实起到了少许作用，有部分分析员接受我们的看法，但有三家——花旗银行、德国银行、里昂证券——坚持卖出。这三家在市场上具有较大影响力，根本不认同碧桂园三四线房地产占比巨大的商业模式。我们据理相争，虽然心里很生气，但还得谦卑赔笑，装出君子风度。

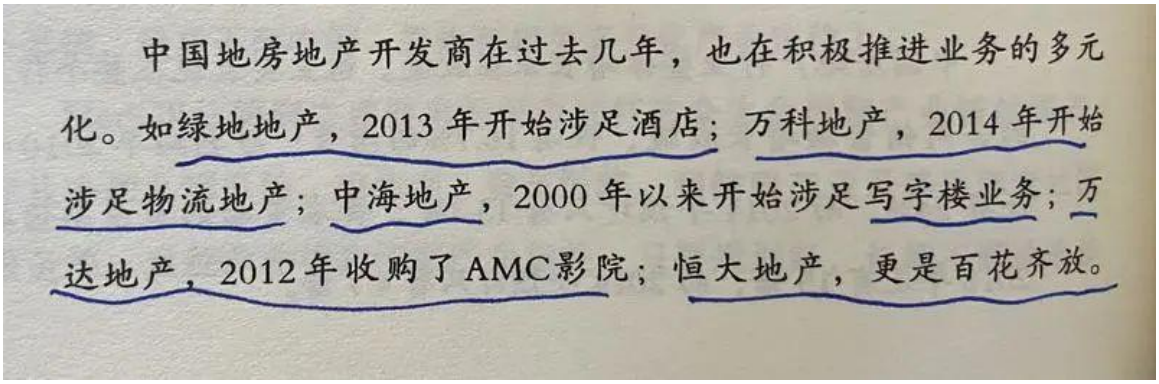
再比如：看到财务总监分享的下面这些经验，起码我们需要知道地产公司一旦遇到困境，账面资产变现会很困难，需要打很大的折扣才能出手。

知道这个，至少不会在恒大面对困境时做乐观的“呆会计”，傻呵呵地以为只要随便卖几块地出去，就足够恒大还债了😁



多年财务经验告诉我，千万不要在遇到重大财政危机时才采用这些解决问题的方法，因为一旦遭遇危机，银行会把钱看得异常紧，他们一分钱都不会给你的；理论上可以变卖有价值资产，可事实上，资产价值严重打折，你需要割肉出卖，也卖不了多少钱；理论上工程施工可以停建或缓建，但留下的纠纷会让企业苦不堪言。

再比如：看到五年前，高盛拿来作为多元化样本，希望碧桂园学习和模仿的对象



至今：绿地的酒店资产正在全面剁手止损；万达的影院已经血淋淋割肉；恒大更不消说，百花齐放百花衰，连带整个企业已经苟延残喘生死一线；中海的写字楼不知道做得怎么样；也就万科的物流地产发展的勉强还可以。

至少能让我们警惕：企业多元化难度真挺高的，多元恶化的概率远大于成功创造新的盈利增长点。

……

这类精品段落很多，限于篇幅，就不一一列举了。感兴趣的朋友自己去发掘。

另外，文中也披露了很多碧桂园拿地卖楼的战略和营销诀窍，杨主席是不是就是因为担心这些被其他地产公司有样学样，所以才生气回购的？

推荐的第二本书是《置身事内：中国政府与经济发展》

十三年前读张五常的《中国的经济制度》，十年前读周其仁的《中国做对了什么》，他们都曾问过一个问题：

中国政府不完美，大家不满，很正常。批评中国政府这里做的不好，那里做的不好，批评的对不对？大部分都是对的，政府所为的确有很多不尽人意的地方。

但是，一个无可否认的事实是，过去几十年里，**中国政府一定是做对了什么**，否则不可能引领着中国人民创造出人类历史上从来没有过的经济增长奇迹。

中国政府究竟做对了什么呢？研究人士的成果很多。但是上述两本书可能依然是最好的读物，至少是最好的读物之二。

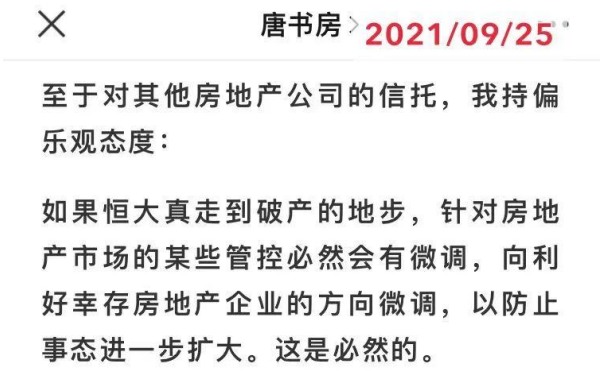
今天说的这本《置身事内》，脱胎于作者面对大学生讲课的讲义。

作者是复旦大学经济学院一位年轻的副教授（1980年生人），他不是去解释中国做对了什么，而是向他的学生阐述，政府是怎么运转的，为什么政府会有那样的行为，引导和约束政府采用这种手段而不是那种手段的局限条件是什么。

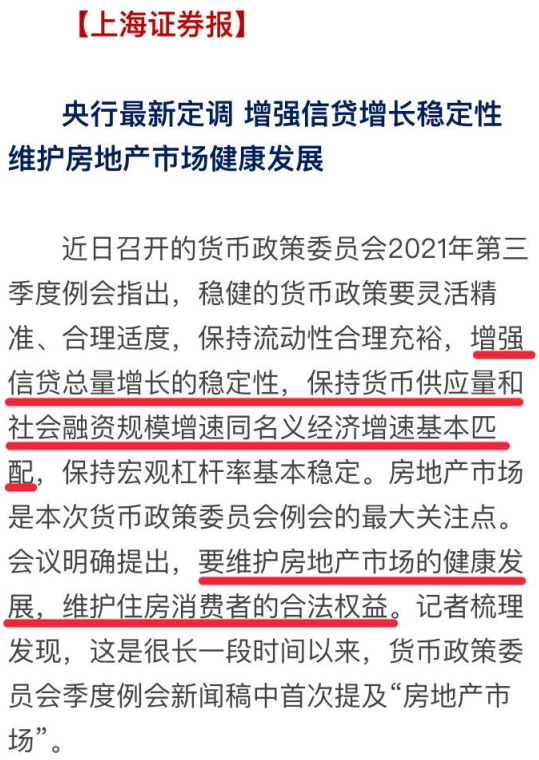
作为一名经济学者，作者兰小欢完全摒弃了政治意识形态的内容，纯粹从财政收入的角度去分拆中央政府和地方政府之间的关系，去理解地方政府在经济活动中的角色，以及由此导致的房价问题、地方债务问题、地方政府的招商引资模式、地方政府直接参与企业投资等多方面的问题，给出了有逻辑有说服力的解释。

阅读此书，往大了说，可以帮助我们理解和预测政府的某些行为，这对投资是有帮助的。

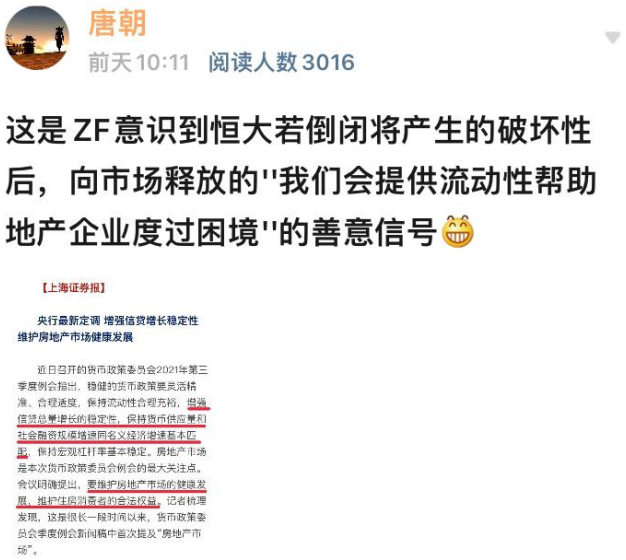
譬如就拿五天前，老唐刚发过的一段预测来说：



多巧，两天后，9 月 27 日央行就召开会议，要求金融机构“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者合法权益。”



这就属于可以预测到的“必然”行为。



<仅仅隔了一天，9 月 29 日，央行罕见地再次联合银保监会、住建部、证监会相关部门负责人及全国 24 家主要银行负责人一起召开了房地产金融工作座谈会。

会议强调：金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标……按照法治化、市场化原则，配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益>

如何能够提升自己对政府行为的预测能力呢？阅读《置身事内》这本书或许是有帮助的。

即便不是出于预测目的，阅读这本书后至少可以让我们在遇到政府出台某些政策后，后知后觉地反应过来“为什么”，而不会因为无知而愤怒于阴谋或陶醉于一盘大棋……

更难能可贵的是，这本书架构清楚，表述直接。没有什么玄之又玄的高深理论，也没有一看就头痛的数学公式，无论有没有经济学基础，基本都可以无障碍阅读。强烈推荐。

另外还有一本书，略犹豫是否推荐：《鲜衣怒马少年时 2》。

去年 5 月我曾推荐过这位作者的《鲜衣怒马少年时》。当时我用一句话评价了这本书：它是唐诗宋词界的《巴芒演义》——见《2020 年 5 月阅读回顾及好书分享》。

这次，作者出了 2，整体水平略低于 1，但依然给我带来了阅读乐趣。

遗憾的是，书中名为《元白往事》的章节让人不太舒服（约有 20 页内容）。

作者将元稹和白居易之间的往来，写的很腻很黏很难受。没有说破，但利用证据的选择和拼接，近于明说他俩有断袖之癖、龙阳之好。

倒不是对同性情感有什么偏见，情感不因对象是男是女就分出了高下对错。但正如毛片床戏，也有导演拍出唯美和艺术，让人心猿意马，看见情与爱、灵与肉的交融。

同样有导演处理的肮脏龌龊，观后让人反胃恶心。这区别，重点不在于演员做了什么，而在于导演强调和展现的是什么，引导观众以什么心态和视觉去关注。

总之，这一章读后让我很不舒服。不知道有多少朋友会有同感？

当然，也或许是老唐有点过敏，或许你能接受。点击左边书名号里的文章名，可以免费阅读作者公开发表的《元白往事》章节全文，你不妨看看自己能否接受，然后再考虑是否购买和阅读这本书。

——即使你买了，也不建议给家里的小孩阅读

其他几本一般般，跳过。

5.其他。

国庆小长假开始了。辛苦大半年了，借此机会好好放松，祝朋友们吃好、玩好、休息好。

大假里面，老唐就不骚扰大家了！从 1 号到 8 号，书房没原创，没广告。咱们直接 9 号见

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 11 公里。



同口径除皮净重 84.2 公斤，环比下降 0.1 公斤——175cm。

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。

祝朋友们大假吃好玩好

国庆节快乐！

第1022篇.　　2021.10.09 - 老唐实盘周记20211009

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-10-09

本周交易

大假期间新增一笔大约相当于实盘总值 1%的资金，计划开盘后买入腾讯。

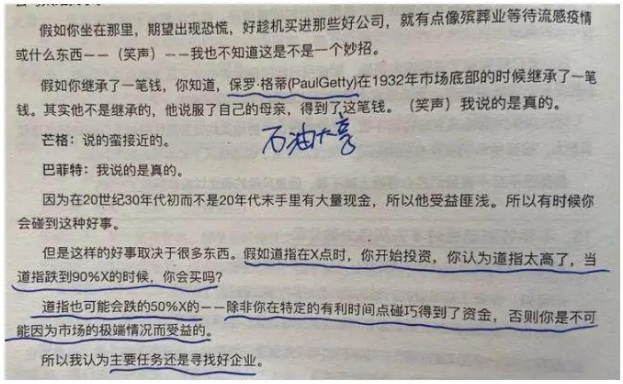
详情

唐朝

2021/10/5 15:34 阅读人数2531

等待极端价格才买，会有一种非常得意的成就感，但其实拉长看，错过的机会往往会＞等到的机会。只不过我们的大脑善于遗忘失败，善于记住成功，所以许多人才乐此不疲。

顺带说一声，节后我会有约占实盘市值1%的新增资金入场，预计会买入腾讯忘记了港股通是8号可交易还是11号？懒得翻，知道的帖下说一声



假如你坐在那里，期望出现恐慌，好趁机买进那些好公司，就有点像殡葬业等待流感疫情或什么东西——（笑声）——我也不知道这是不是一个妙招。

假如你继承了一笔钱，你知道，保罗·格蒂(Paul Getty)在1932年市场底部的时候继承了一笔钱。其实他不是继承的，他说服了自己的母亲，得到了这笔钱。（笑声）我说的是真的。

芒格：说的蛮接近的。

巴菲特：我说的是真的。

因为在20世纪30年代初而不是20年代末手里有大量现金，所以他受益匪浅。所以有时候你会碰到这种好事。

但是这样的好事取决于很多东西。假如道指在X点时，你开始投资，你认为道指太高了，当道指跌到90%X的时候，你会买吗？

道指也可能会跌的50%X的——除非你在特定的有利时间点碰巧得到了资金，否则你是不可能因为市场的极端情况而受益的。

所以我认为主要任务还是寻找好企业。

分享至

运气不好，港股通 8 号才能交易，但腾讯 7 号暴涨近 6%

8 号开盘老唐再次成功抄顶，均价 489.3 元增持 1%腾讯，几乎是全天最高价



剩余不足 1 手腾讯的钱，7.36 元加了分众。

目前持仓

目前持仓：腾讯 39%，洋河 24%，茅台 18%，分众 8%，古井贡 B5%，陕西煤业 6%，另有观察仓海康威视和福寿园不计。

下表除“当前股价”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	39%	72000±10%	<36000	80000	38274	481.80	-14.33%
洋河股份	24%	4200±10%	<2100	4700	2686	178.23	-23.51%
贵州茅台	18%	26400±10%	<13200	35000	23109	1839.60	-7.03%
分众传媒	8%	①	<770	1980	1102	7.63	-21.80%
古井贡B	5%	920±10%	<460	1060	448	102.36	-3.60%
陕西煤业	6%	①	<1020	2500	1397	14.41	68.25%
沪深300						4929.94	-5.40%
上证指数						3592.94	3.45%
2021/10/9			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8275	

注：①采用席勒市盈率估值的企业，不估算三年后估值；

②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；

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。

附：上期数据

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	38%	72000±10%	<36000	80000	36742	461.40	-17.96%
洋河股份	23%	4200±10%	<2100	4700	2503	166.08	-28.72%
贵州茅台	19%	26400±10%	<13200	35000	22988	1830.00	-7.52%
分众传媒	8%	①	<770	1980	1057	7.32	-24.98%
古井贡B	6%	920±10%	<460	1060	445	101.39	-4.51%
陕西煤业	7%	①	<1020	2500	1435	14.80	72.81%
沪深300						4866.38	-6.62%
上证指数						3568.17	2.74%
2021/9/30			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8295	

收益

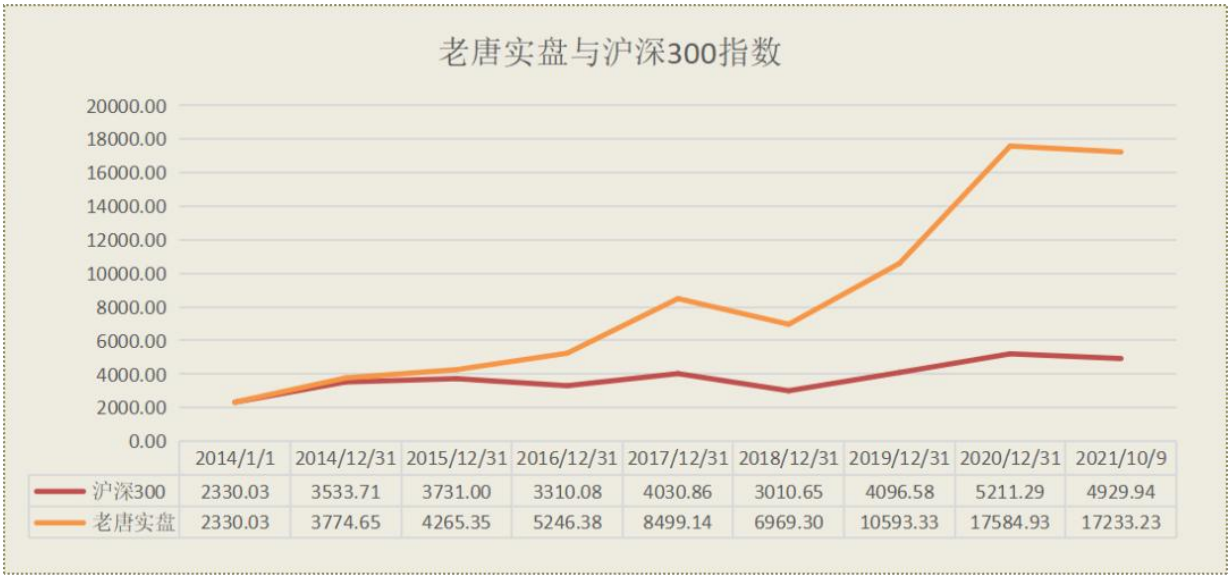
本周实盘净值上涨约 3%。2021 年年内收益从上周末的-5%，变成本周末的**-2%**（四舍五入）。

老唐实盘	年度收益	期末净值	期限/年	年化收益	HS300涨幅	HS300净值	HS300年化
2014	62%	1.62	1	62%	51.66%	1.52	51.66%
2015	13%	1.83	2	35%	5.58%	1.60	26.54%
2016	23%	2.25	3	31%	-11.28%	1.42	12.40%
2017	62%	3.65	4	38%	21.78%	1.73	14.70%
2018	-18%	2.99	5	25%	-25.31%	1.30	5.22%
2019	52%	4.55	6	29%	36.07%	1.76	9.88%
2020	66%	7.55	7	34%	27.21%	2.24	12.21%
2021/10/9	-2%	7.40	7.77	29%	-5.40%	2.12	10.15%

注①：老唐实盘年度收益率，按基金净值法和实际收益率**孰低**取值，均不含新股收益。

注②：沪深 300 指数收益未包含每年 2%左右的分红，数据略有低估。

实盘与沪深 300 指数对比图



重要事项

本周的重要事项包括：1.国务院上调电价；2.茅台人事突变及捐款 1 亿；3.英雄联盟手游上线；4.美团被罚 34.42 亿；5.负面清单 2021 版征求意见稿。

1.国务院上调电价。

昨天（8 号），国务院召开常务会议宣布了电价的上调。

本次电价上调不包括城乡居民生活用电，其核心内容主要是两点：

①将市场交易电价上下浮动范围由分别不超过 10%、15%，调整为原则上不超过 20%。

目前状态下，这其实就是将价格上限，从以前的“基准价×110%”上调为“基准价×120%”，且特殊情况下还可以突破——因为使用了“原则上”一词。

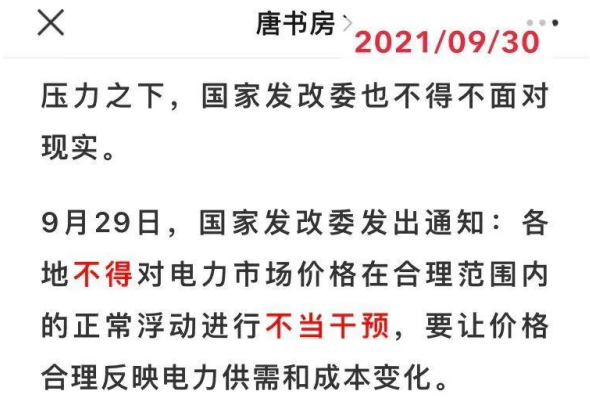
②高耗能行业用电价格，由市场交易形成，不受 20%上调幅度限制——高耗能行业电价没有天花板，供需双方自己洽谈。

其中，最重要的是②，对发电厂和电网来说，工业用电是重头戏，以今年上半年为例，农林渔牧业、服务业加城乡居民生活用电合计用电量不到 1/3，第二产业（工业）用电量高达全国用电总量约 68%。

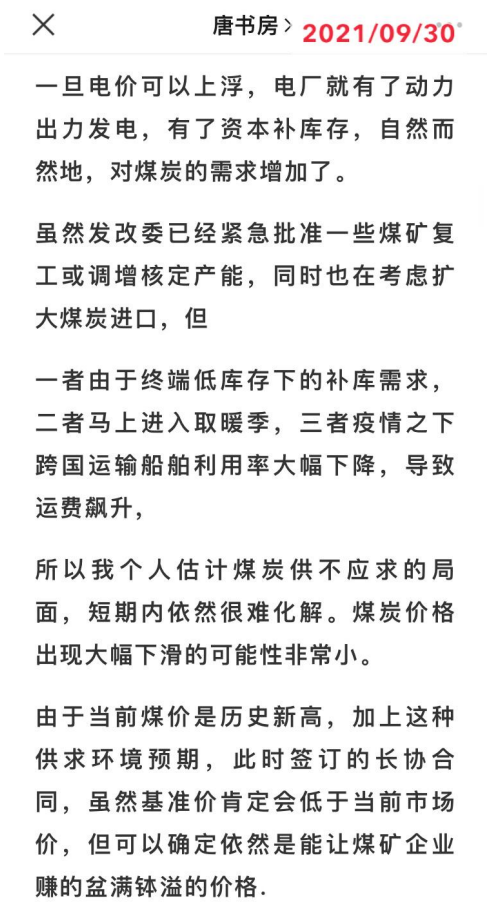
由于几大高耗能行业是工业用电的绝对主力（大客户）。取消高耗能行业电价的价格上限，基本上就打开了燃煤电厂的生产空间。

对于高耗能行业相关企业，虽然面临成本的上升（是的，一定会面临成本的上升，具体行业和企业就不谈了，避免又有人跳起来骂老唐黑某某公司），但依然还是比直接拉闸要好得多。

这事情，我在上周周记里谈过。



电价上涨之后的相关影响，同样写过



另外，10 月 7 日晚上，内蒙古能源局的一份文件刷屏。

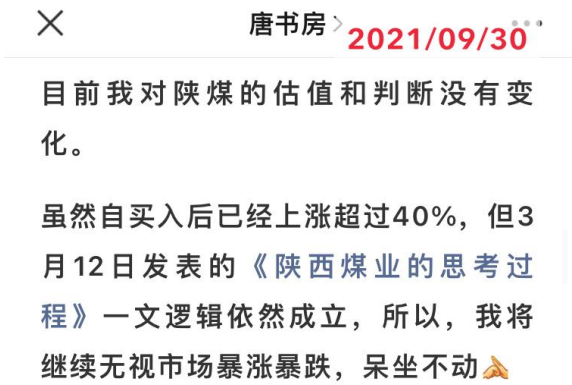
文件通知内蒙古自治区内已经列入国家具备核增潜力名单的 72 处煤矿，在确保安全的前提下，从即日起，可临时按照拟核增后的产能组织生产。

——据研究人士统计，涉及核增产能 9835 万吨。目前可立即开始生产，手续后补。

瞎猜一下，这可能是 8 号煤炭股大跌的诱发因素吧！

但这其实就是我上周周记里写过的“发改委紧急批准一些煤矿复工或调增核定产能”的范围，不是什么新鲜事。

因此，我的观点还是上周周记里写过的那些，直接截图吧。



整个煤矿市场的供需情况及陕煤的投资逻辑，依然没有跳出 3 月 12 日《陕西煤业的思考过程》一文范围，就不再细说了。

2. 茅台人事变动及对外捐赠。

昨日，茅台发布公告称刘刚不再担任公司副总经理、财务总监、董秘。

这个人事变动很突然。其董秘职位由公司总经理李静仁暂代，说明截止目前并没有选中董秘人选。而财务总监一职直接空缺，更加显得匆忙。

往好处想，或许是新董事长上任，对于财务总监这个关键位置，要安排自己的人——经典港片《喋血双雄》里警察李修贤的台词："Sir，你根本不了解我！" Sir："是啊，所以我撤了你的职，换一个我了解的人喽！"

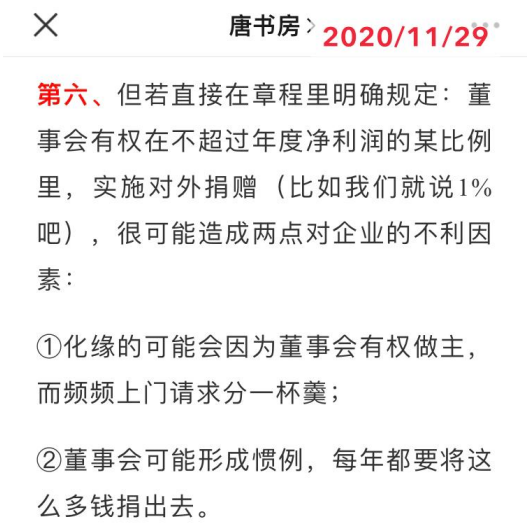
往坏处想，或许是又一个身披黄马褂、标配银手镯的价格双轨制牺牲品。

幸好，我们家阿茅不挑高管。只要质量至上这根弦没有被斩断，谁坐在那几把交椅上，都不影响我们阿茅供不应求、日进斗金

昨天的公告，同时披露了对青少年发展基金会捐款 1 亿的信息。

这个钱多年来一直都有捐，只不过以前一般是以茅台集团名义捐的——但钱其实一直都是股份公司出的。这次以股份公司的名义披露了，算一个小小的进步吧。

不过，让人担心的是上次的章程修改，赋予了股份公司董事会在净利润 1%的范围内对外捐赠的权利，不知道上限会否成为股份公司对外捐赠的惯例



上面截图是老唐去年 11 月的《关于小股东起诉茅台董事会的八点看法》一文里担心的不利结果。

不过，此事就不多评价了，哪个方向说深了都不合适

倒是和该文有关的一个数字很让我惊奇：

这篇《关于小股东起诉茅台董事会的八点看法》，原本以彩蛋形式分享的，所以当天只有 349 位朋友读过。

一个月前，我将这篇文章的提取码公开了：



但截止此刻，依然仅有 3016 人读过。

9 月 11 日实盘周记的阅读量是 10 万+，其中只有 3016 位朋友有一探究竟的好奇心和提取文章的动手能力吗？

这数据挺让人感叹的：多加一点点麻烦，就可以隔离 97%以上的朋友。即让人困惑为什么，也让人感叹股市对投资人而言，实在是太友好了

3. 英雄联盟手游上线。

或许是对小企鹅积极配合监管部门各项要求的回报吧，一直跳票的重磅游戏《英雄联盟手游》终于在收假后的第一个工作日，面向所有安卓和苹果手机用户开始了不删档测试。

对于玩家来说，这意味着开心和快乐。对于投资者来说，意味小企鹅的另一台印钞机上岗工作了。

昨天正好是《王者荣耀》累计收入突破 100 亿美元、创下手游全球最高纪录的好日子。

希望《英雄联盟手游》学习王者好榜样，给玩家带来更多快乐，给股东带来更高回报

4. 美团被罚 34.42 亿。

因为滥用支配地位、强制使用二选一等手段，妨碍市场竞争，损害商家及消费者利益，昨日市监总局宣布对美团罚款 34.42 亿。

罚款额度是按照 2020 年全年中国境内销售额的 3%计算的，略低于阿里的 4%比例。

因为这反垄断调查是很久以前就开始的。这算是尘埃落定吧？

罚款的金额对于美团来说，不是太大的事情。

主要影响应该是对公司习惯的竞争模式所做的强制改变。

这对美团乃至对美团股东腾讯，会产生多大影响？很遗憾，我对美团没有什么研究，暂时没有什么有价值的观点可以分享🙏

5.发改委发布《负面清单 2021 版》征求意见稿。

10 月 8 日，发改委网站发布《负面清单 2021 版》征求意见稿。

负面清单是我国 2015 年推出的一项改革措施，用明确的清单形式列出在我国境内禁止和限制投资经营的行业、领域、业务等，对市场准入负面清单以外的行业、领域、业务等，各类市场主体皆可依法平等进入——法无明令禁止，即为可行。

负面清单制度，是对行政权力的透明化和制度性约束，是法治化社会的进步。全国统一的第一份负面清单是 2018 年发布的。

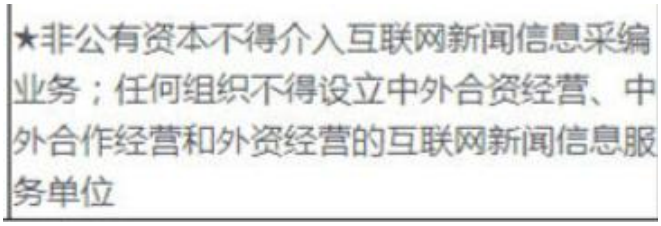
今年披露的负面清单征求意见稿，列有禁止准入事 项 6 项，许可准入事项 111 项，共计 117 项，相比《市场准入负面清单（2020 版）》减少了 6 项。

虽然负面清单涉及到多个行业，本次修订草案涉及医药、金融等方面的内容相对较多，但真正引发引发社会强烈关注的，也是被标题党们渲染的比较吓人的，主要是下列事项：

禁止或许可准入措施描述
非公有资本不得从事新闻采编播发业务
非公有资本不得投资设立和经营新闻机构，包括但不限于通讯社、报刊出版单位、广播电视播出机构、广播电视站以及互联网新闻信息采编发布服务机构等
非公有资本不得经营新闻机构的版面、频率、频道、栏目、公众账号等
非公有资本不得从事涉及政治、经济、军事、外交，重大社会、文化、科技、卫生、教育、体育以及其他关系政治方向、舆论导向和价值取向等活动、事件的实况直播业务
非公有资本不得引进境外主体发布的新闻
非公有资本不得举办新闻舆论领域论坛峰会和评奖评选活动

这几条内容，大部分是过去几年一直事实实施的准则，本次负面清单是重申强调，是更清楚地列举。

2020 版负面清单关于这部分是这样表述的



本次重申了非公有资本不得介入新闻采编播发业务（只能转载官媒新闻，且转载亦需要获得审批许可），细化了 2020 版的第二条内容，新增了不允许转发境外主体发布的业务（也就是网媒常见的“据外媒报道”内容），并对涉及到意识形态的相关直播、评选等活动做了明确规定。

其中可能对小企鹅业务构成不利影响的，我认为是“不得从事重大体育活动实况直播业务”。这里面涉及到对“重大”二字的解释和界定，或许会产生一些新的限制。

其他部分，都是本就不允许做的，或者小企鹅没有涉及的。

总而言之苦心一片：企业就好好赚钱。涉及到意识形态的事情，交给公有资本做——这背后当然有一些不便讨论的问题，让我们跳过吧😍

本周运动

本周跑步 3 次，单次 10 公里，陪我家领导散步三次合计 15 公里。



同口径除皮净重 84.3 公斤，环比微升 0.1 公斤——175cm。

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😁🙏

第1023篇.　　2021.10.09 - 书房拾遗特别版——《巴菲特历年演讲》精要专辑

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-10-09

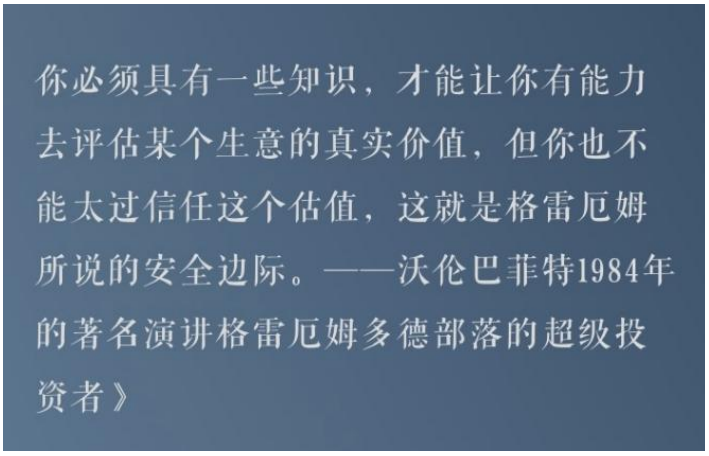
节前，书房一位叫@唐嘉序 的朋友，推荐了一本《巴菲特历年演讲》打印资料集。

虽然基本都看过，但难得有纸质合订本，花了三天时间重温了一次。

感谢不知名的译者，感谢资料整理者。借着重温这些资料的机会，顺手把一些有感触的内容分享给朋友们。

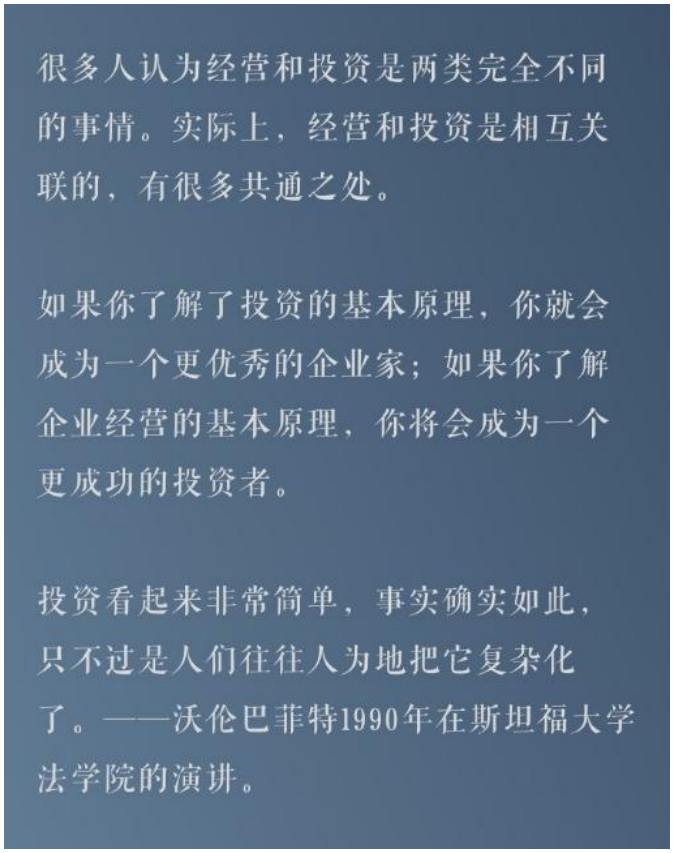
感谢书房老朋友王冠亚（@伯涵 ）的精心整理。阅读本文有收获的朋友，都应该对冠亚的辛苦劳作报以感激之情🙏谢谢冠亚🌹

@唐朝：投资需要我们尽力去评估企业价值，但是又不能太过依赖（坚信）这个评估结果，需要假定自己可能会错。这就是安全边际的思想。



2021 年 10 月 1 日

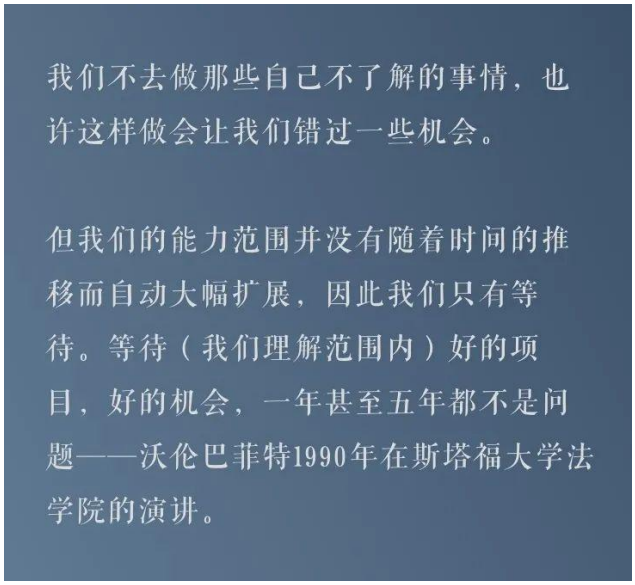
@唐朝：投资看起来非常简单，实际上——它就是非常简单。



@唐朝：当然，简单并不意味着容易。

2021 年 10 月 1 日

@唐朝：只做能理解的事，遇不到理解范围内的机会，宁愿等五年也不是问题。



2021 年 10 月 1 日

@唐朝：''我不是天才，但我在某些领域是聪明的，而我就待在这些领域里''，这就是做企业、做投资的全部内涵。——巴菲特 1991 年在圣母大学的演讲。

2021 年 10 月 1 日

@唐朝：当我看到能让自己动心的机会，我能对此产生极大的兴趣，并愿意抓住机会。如果我看不到有什么让我动心的，我就什么也不做。

到目前为止，投资最重要的素质，并不是你的智商有多高，智商并不是一个稀缺因素，你只需要一般的智商就可以投资了，但性格的重要性占到了百分之九十。

你可能不知道可口可乐公司或者其他公司，但这并不影响你赚钱，让你赚钱的是你对股市波动的态度。——沃伦巴菲特 1991 年在圣母大学的演讲。

2021 年 10 月 1 日

@唐朝：如果你能告诉我一家企业从现在到结束经营时的现金流入和现金支出将是多少，假设我知道适合的利率，我就能告诉你这家企业的价值。这并不取决于这家企业是卖悠悠球、呼啦圈还是电脑。

因为从现在到结束经营的这段时间内会有现金流入，而现金就是现金，不管这些现金来自于哪里。

作为一名投资分析师，或者是一名企业分析师，我现在的工作就是搞清楚自己知道些什么，一段时期内的现金流会是多少，以及哪些是自己不知道的——沃伦.巴菲特 1991 年在圣母大学的演讲。

2021 年 10 月 1 日

@唐朝：你们可能会发现，对多数的企业和个人来说，生活往往会攻击你最薄弱的环节。这一点非常有意思，但人们没有对此给出足够的思考。

在我眼中两项最严重的薄弱环节就是：酗酒和杠杆，我已经看到许多人因为这两个因素而遭遇了失败。

唐纳德·特朗普之所以失败，是因为他使用了杠杆。他完全沉溺于自己能借到多少钱，但却没有对自己能还得出多少钱给予充分的思考。

在这个世界中，你确实不需要使用太多的杠杆。如果你聪明，你不借钱也能赚到钱——沃伦巴菲特 1991 年在圣母大学的演讲。

2021 年 10 月 1 日

@唐朝：1991 年巴神解释’’估值’’。

如果我们能够洞悉任何企业的未来——比方说——100年或者企业灭亡时在企业和股东之间的现金流入以及现金流出，然后以适当的利率将其折现到现在，我们就会得到内在价值的数值。

这和计算一张贴着许多息票、100年后到期的债券的价值很相似。如果你知道息票有多少，就能通过以适当的风险利率折现来计算它的内在价值，或者你可以将息票率为5%的债券与息票率为7%的债券进行比较。

每张债券的价值都不一样，因为它们的息票率不同。其实企业也有息票，这些息票未来会发生变化，只不过没有印在股票上。因此，企业未来的息票要由投资者自己来估计。

内在价值完全与未来的现金流有关，投资者的工作就是弄明白未来的现金流是什么样的。

就像我们以前所说的那样，像高科技企业这样的公司，我们一点都不知道其未来的息票是多少。但是当我们找到一家我们认为自己相当懂的企业时，我们就会努力考察它的未来，并计算它未来的息票是多少。

事实上，我们可以说是试图现在就把这些未来的息票打印出来，这就是我们判断一家企业10年或20年后的价值所采取的方法。——1991年股东大会问答环节巴菲特谈估值。

2021 年 10 月 1 日

@唐朝：巴菲特：我们并不持续追踪所有的企业。

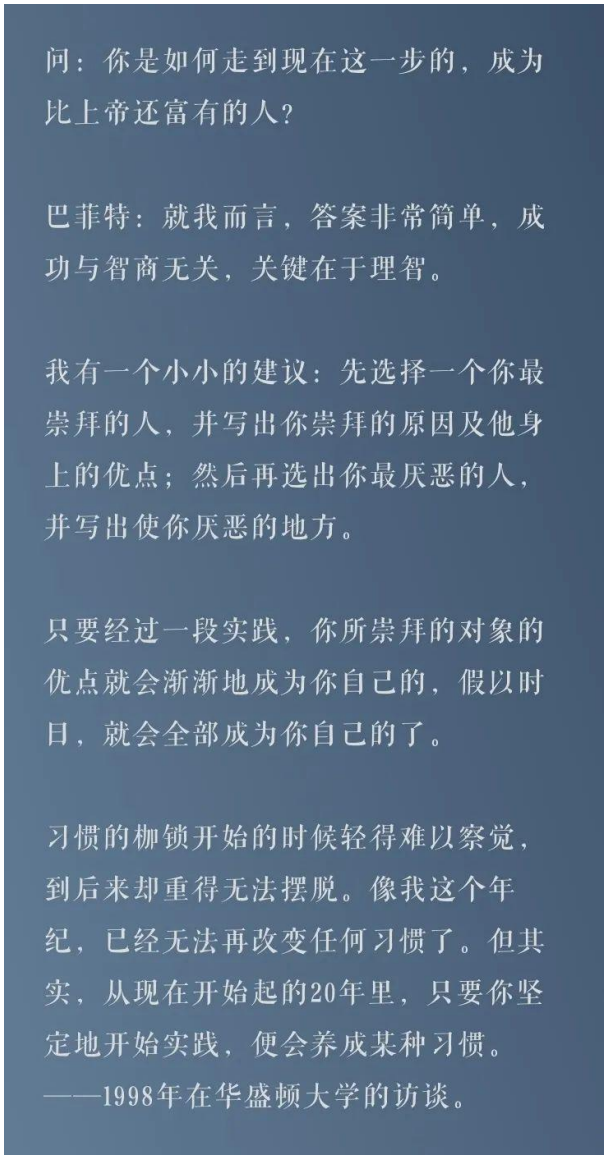
不过，从某种程度上说，评估企业特别是大企业——价值的美妙之处是它是累积性的。如果你 40 多年前就开始评估各大企业的价值，现在你就积累了许多企业的估值知识。

开始的时候你不需要掌握很多行业的估值知识，可以从了解一些重要的行业开始入手。总共大概也就只有 75 个重要行业，你可以逐步了解这些行业是如何运作的。你不必每天都重新开始，不用咨询电脑，你什么都不用咨询。

评估企业价值可以享受知识日积月累的优势，你掌握的企业估值知识会随着时间的进展而一点一点地增加。这是我们喜欢不发生变化的企业的原因之一。——1991 年股东大会答股东问。

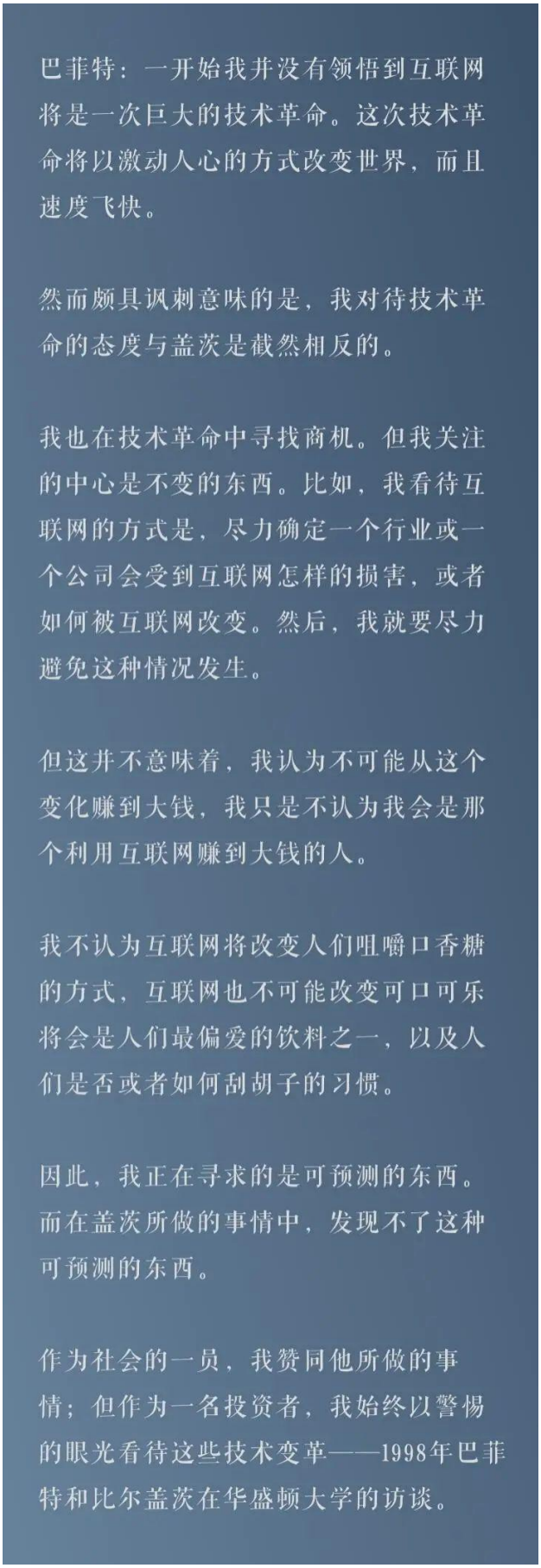
2021 年 10 月 1 日

@唐朝：巴神的成功建议：给自己选一个学习的榜样和一个讨厌的样板。



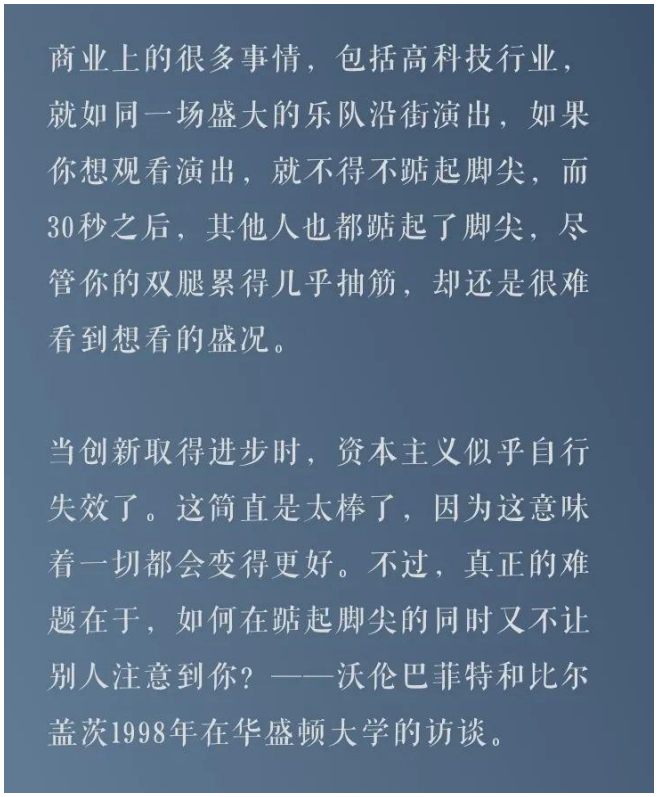
2021 年 10 月 1 日

@唐朝：巴神谈错过互联网。



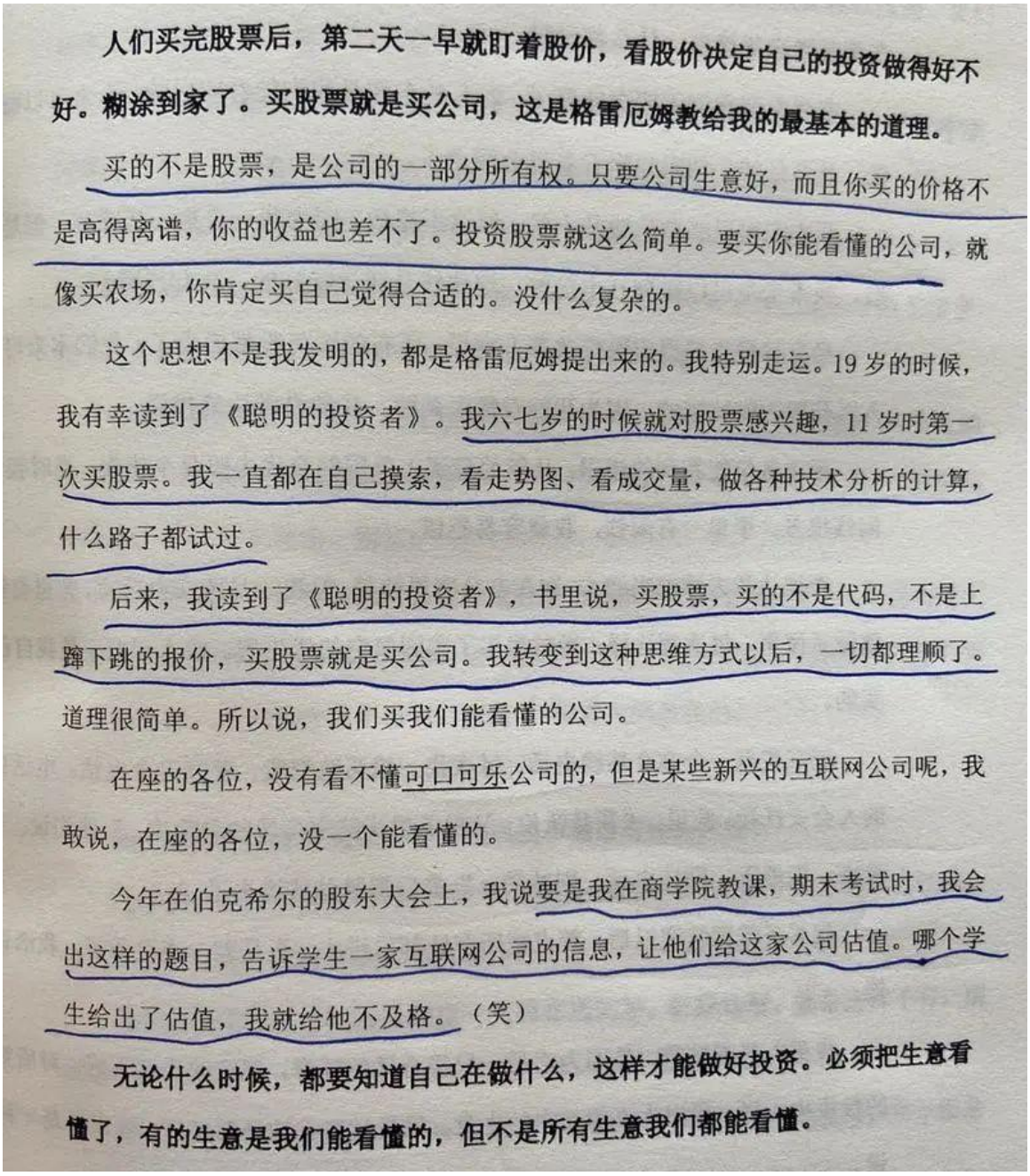
2021 年 10 月 1 日

@唐朝：寻找那些能抵抗竞争，不会导致’’内卷’’的产品和服务，这就是超额收益的来源。



2021 年 10 月 1 日

@唐朝：宰相出于州牧，将军发于行伍，股神来自韭菜。巴神也是走势图，成交量，技术分析出身，没啥神秘的。



人们买完股票后，第二天一早就盯着股价，看股价决定自己的投资做得好不好。糊涂到家了。买股票就是买公司，这是格雷厄姆教给我的最基本的道理。

买的不是股票，是公司的一部分所有权。只要公司生意好，而且你买的价格不是高得离谱，你的收益也差不了。投资股票就这么简单。要买你能看懂的公司，就像买农场，你肯定买自己觉得合适的。没什么复杂的。

这个思想不是我发明的，都是格雷厄姆提出来的。我特别走运。19 岁的时候，我有幸读到了《聪明的投资者》。我六七岁的时候就对股票感兴趣，11 岁时第一次买股票。我一直都在自己摸索，看走势图、看成交量，做各种技术分析的计算，什么路子都试过。

后来，我读到了《聪明的投资者》，书里说，买股票，买的不是代码，不是上蹿下跳的报价，买股票就是买公司。我转变到这种思维方式以后，一切都理顺了。道理很简单。所以说，我们买我们能看懂的公司。

在座的各位，没有看不懂可口可乐公司的，但是某些新兴的互联网公司呢，我敢说，在座的各位，没一个能看懂的。

今年在伯克希尔的股东大会上，我说要是我在商学院教课，期末考试时，我会出这样的题目，告诉学生一家互联网公司的信息，让他们给这家公司估值。哪个学生给出了估值，我就给他不及格。（笑）

无论什么时候，都要知道自己在做什么，这样才能做好投资。必须把生意看懂了，有的生意是我们能看懂的，但不是所有生意我们都能看懂。

@汉字：在阅读格雷厄姆的书以前，我在投资的世界四处游荡，尝试每一种投资方法。很多我读到的方式曾吸引我：我试着自己画图，用市场标记预测股价走势。也曾坐在交易大厅里盯着交易带，听评论员的评论。这些都很有趣，但是我始终被找不到归宿的感觉困扰。——巴菲特 2013 致股东的信

@健锋：老唐给企鹅估值，小心老师给不及格🤔

@唐朝：这是不同的。巴神说的是当时，1998 年。那时互联网公司只是一个击鼓传花的概念，根本没有盈利能力和盈利模式，和今天稳定盈利、具备强大护城河的小企鹅完全是两码事。

@汉字：收到。第一次看到巴神这句话就担心给老唐不及格。谢谢老唐，云开雾散。

2021 年 10 月 1 日

@唐朝：华尔街靠折腾赚钱，你靠不折腾赚钱。任何刺激你瞎折腾的环境都要远离——沃伦巴菲特 1998 年在佛罗里达大学商学院的演讲。

2021 年 10 月 1 日

@唐朝：巴神谈分散与集中。

问：请讲讲您对分散投资的看法？

巴菲特：这个要看情况了。如果不是职业投资者，不追求通过管理资金实现超额收益率的目标，我觉得应该高度分散——我认为98%到99%的投资者应该高度分散但不能频繁交易，他们的投资应该和成本极低的指数型基金差不多。

但如果你想积极参与投资活动，研究公司并主动做投资决策，那就不一样了。既然走上研究公司这条路，既然决定投入时间和精力把投资做好，那分散投资就是大错特错的。

那天我在SunTrust的时候，说到过这个问题。要是你真能看懂生意，你拥有的生意不应该超过六个。要是你能找到六个好生意，就已经足够分散了，用不着再分散了，而且你能赚很多钱。

我敢保证，你不把钱投到你最看好的那个生意，而是再去做第七个生意，肯定会掉到沟里。靠第七个好主意发家的人很少，靠最好的主意发家的人很多。

所以，我说任何人，在资金量一般的情况下要是对自己要投资的生意确实了解，六个就很多了，换了是我的话，我可能就选三个我最看好的。

我本人不搞分散。我认识的投资比较成功的人，都不搞分散。沃尔特·施洛斯是唯一的例外，沃尔特的投资非常分散，他什么东西都买一点，我说他是诺亚，什么东西都来一对儿。——沃伦巴菲特1998年在佛罗里达大学商学院的演讲。

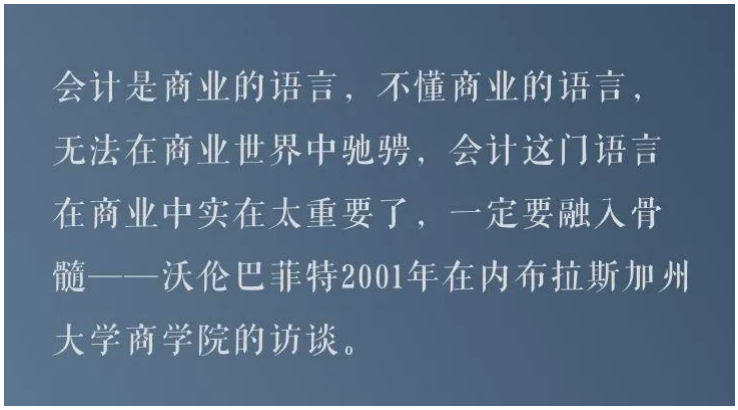
2021 年 10 月 1 日

@唐朝：推销成熟的产品非常艰难，相比之下推销没什么人懂的产品要容易的多，即便是亏损的产品。

因为不存在量化和比较的标准——1999 年太阳谷演讲，巴神挖苦那些新概念分析师。

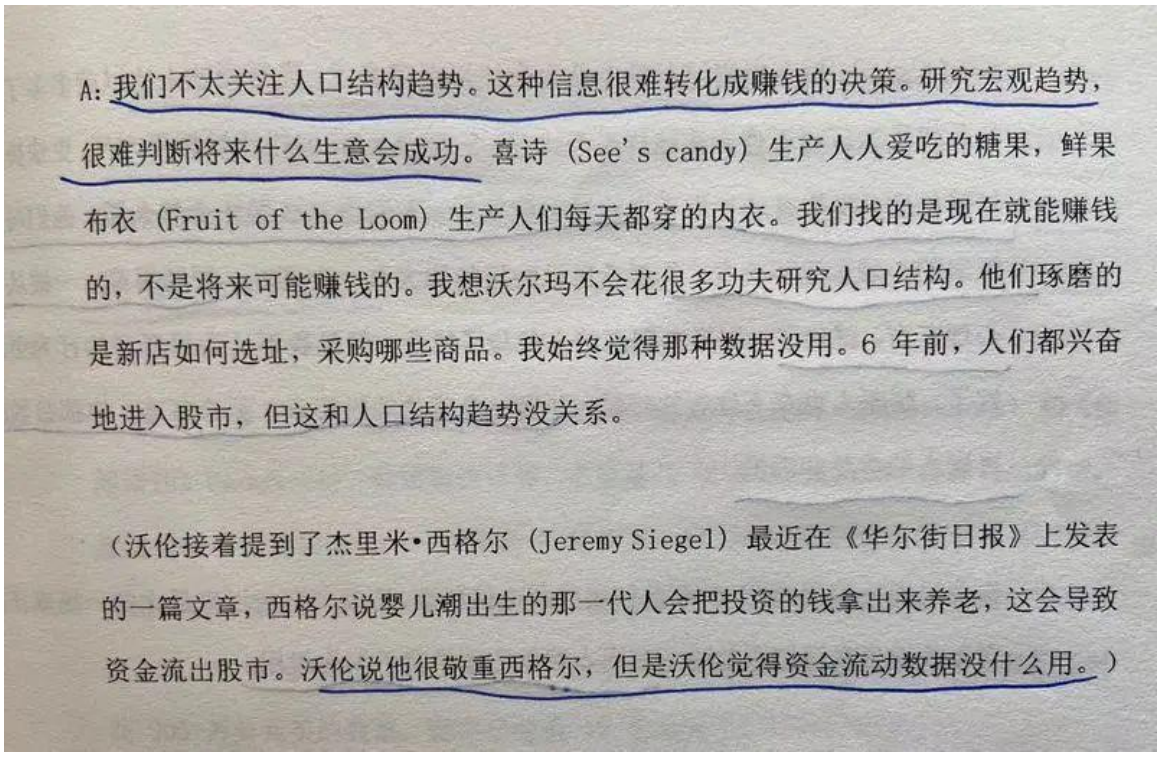
2021 年 10 月 1 日

@唐朝：巴神站台给《手把手教你读财报》打广告，免收代言费



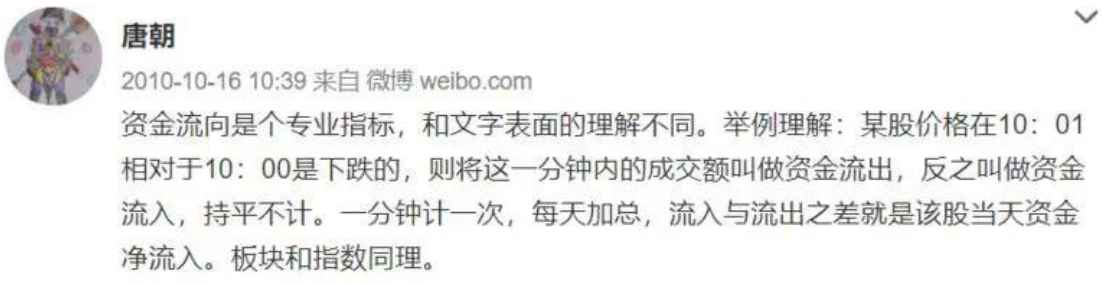
2021 年 10 月 1 日

@唐朝：关心资金流入流出没用。西格尔教授好歹还看的是真正的资金流入或离开股市，而今天还有很多人沉迷着一个错误的所谓指标，这就偏的更远了。



A：我们不太关注人口结构趋势。这种信息很难转化成赚钱的决策。研究宏观趋势，很难判断将来什么生意会成功。喜诗（See's candy）生产人人爱吃的糖果，鲜果布衣（Fruit of the Loom）生产人们每天都穿的内衣。我们找的是现在就能赚钱的，不是将来可能赚钱的。我想沃尔玛不会花很多功夫研究人口结构。他们琢磨的是新店如何选址，采购哪些商品。我始终觉得那种数据没用。6 年前，人们都兴奋地进入股市，但这和人口结构趋势没关系。

（沃伦接着提到了杰里米•西格尔（Jeremy Siegel）最近在《华尔街日报》上发表的一篇文章，西格尔说婴儿潮出生的那一代人会把投资的钱拿出来养老，这会导致资金流出股市。沃伦说他很敬重西格尔，但是沃伦觉得资金流动数据没什么用。）



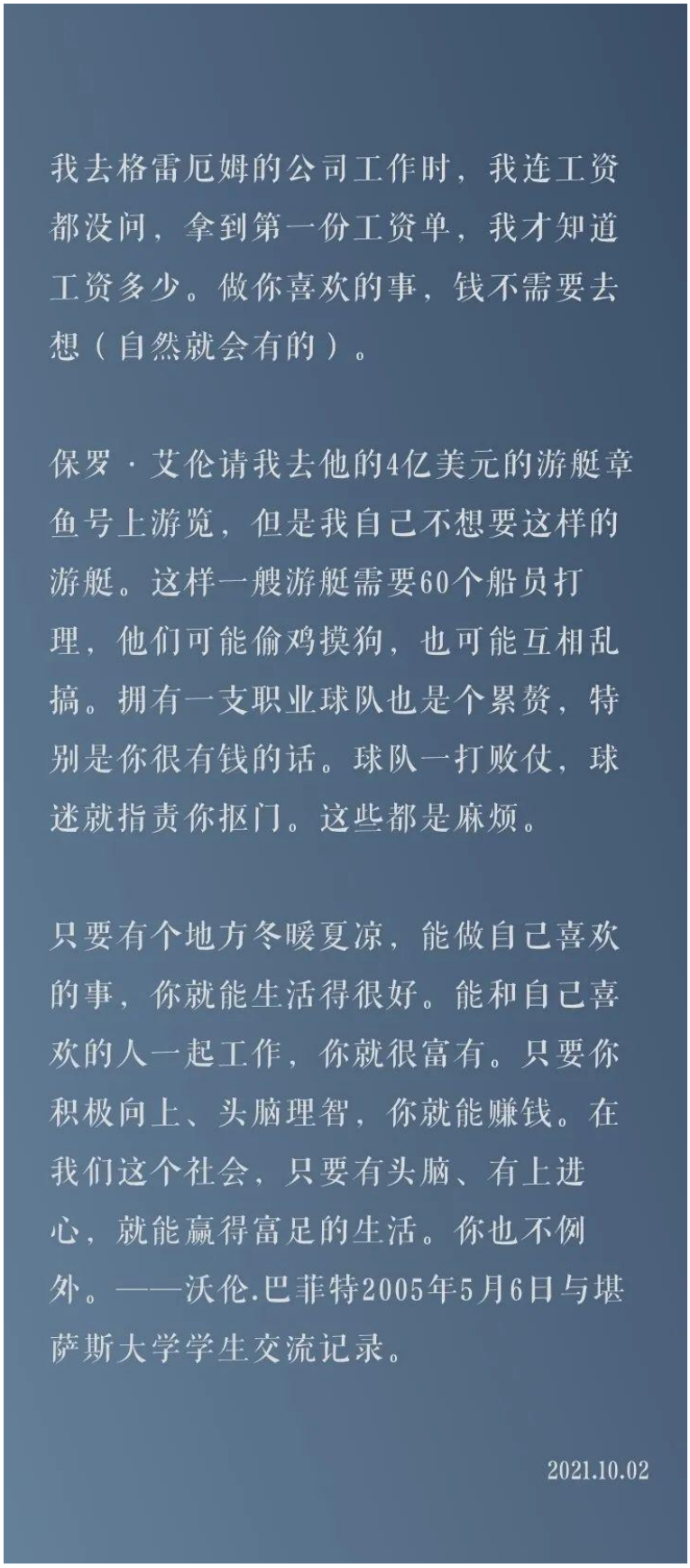
唐朝

2010-10-16 10:39 来自 微博 weibo.com

资金流向是个专业指标，和文字表面的理解不同。举例理解：某股价格在10：01相对于10：00是下跌的，则将这一分钟内的成交额叫做资金流出，反之叫做资金流入，持平不计。一分钟计一次，每天加总，流入与流出之差就是该股当天资金净流入。板块和指数同理。

2021 年 10 月 1 日

@唐朝：只要有个地方冬暖夏凉，能做自己喜欢的事，你就能生活的很好。

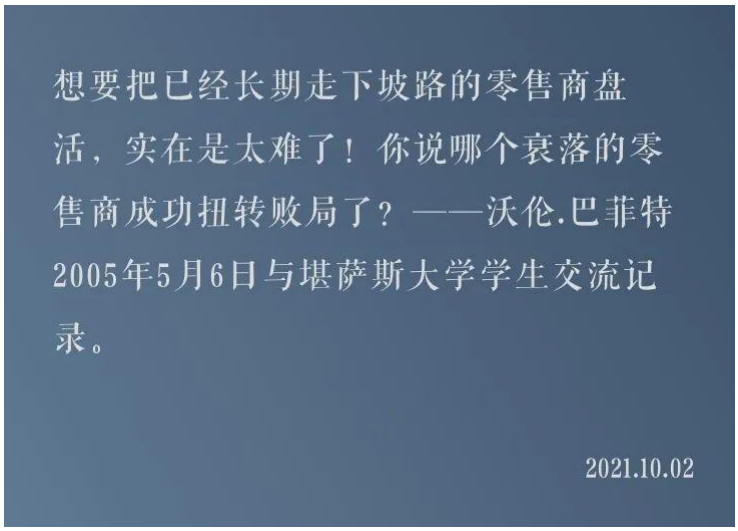


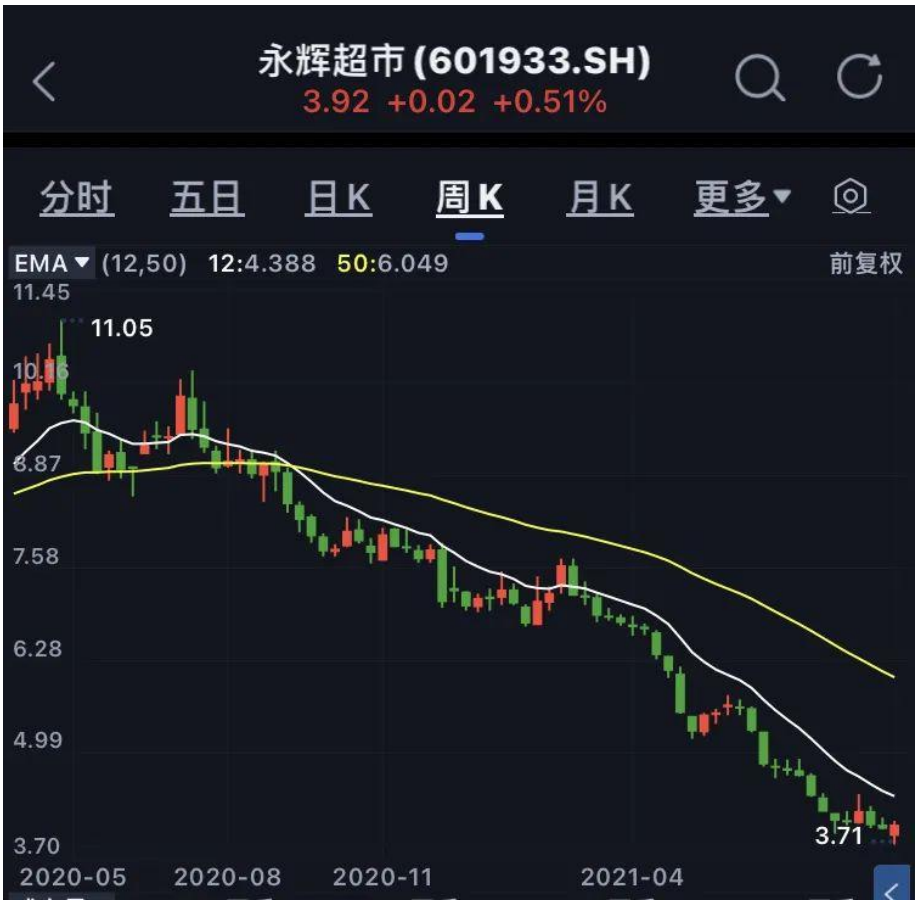
@伯涵：春有百花秋有月 ，夏有凉风冬有雪 ，若无闲事挂心头，便是人间好时节。

2021 年 10 月 2 日

@唐朝：2011 年投苏宁电器亏损的某蠢唐，和最近几年身陷永辉超市的朋友，都应该算是为读书读少了或读的不认真支付的罚款

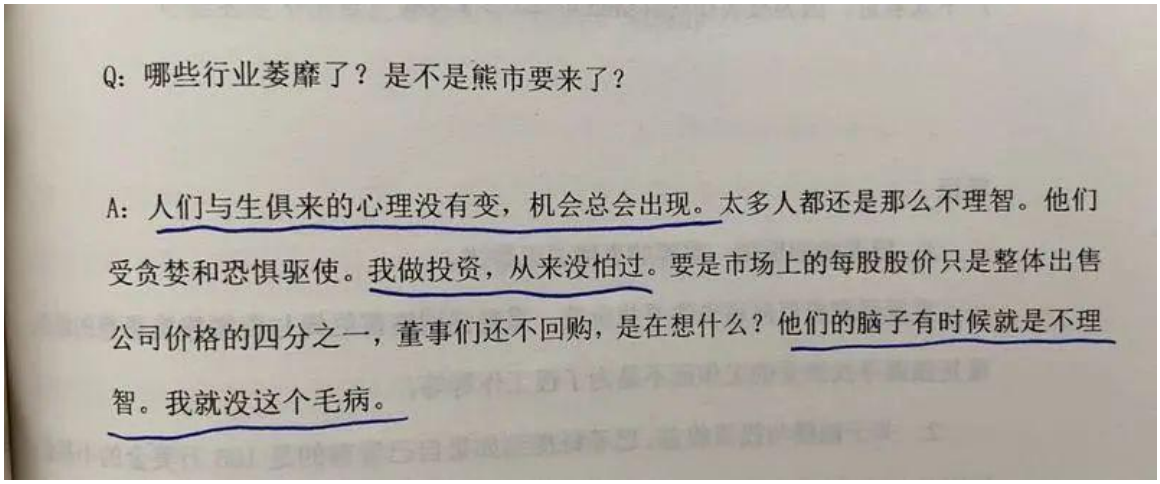
如果注意老人家 2005 年这段话，至少会多一点警惕，多要求一点安全边际。





2021 年 10 月 2 日

@唐朝：我就没这毛病——沃伦. 凡尔赛. 巴菲特。



Q：哪些行业萎靡了？是不是熊市要来了？

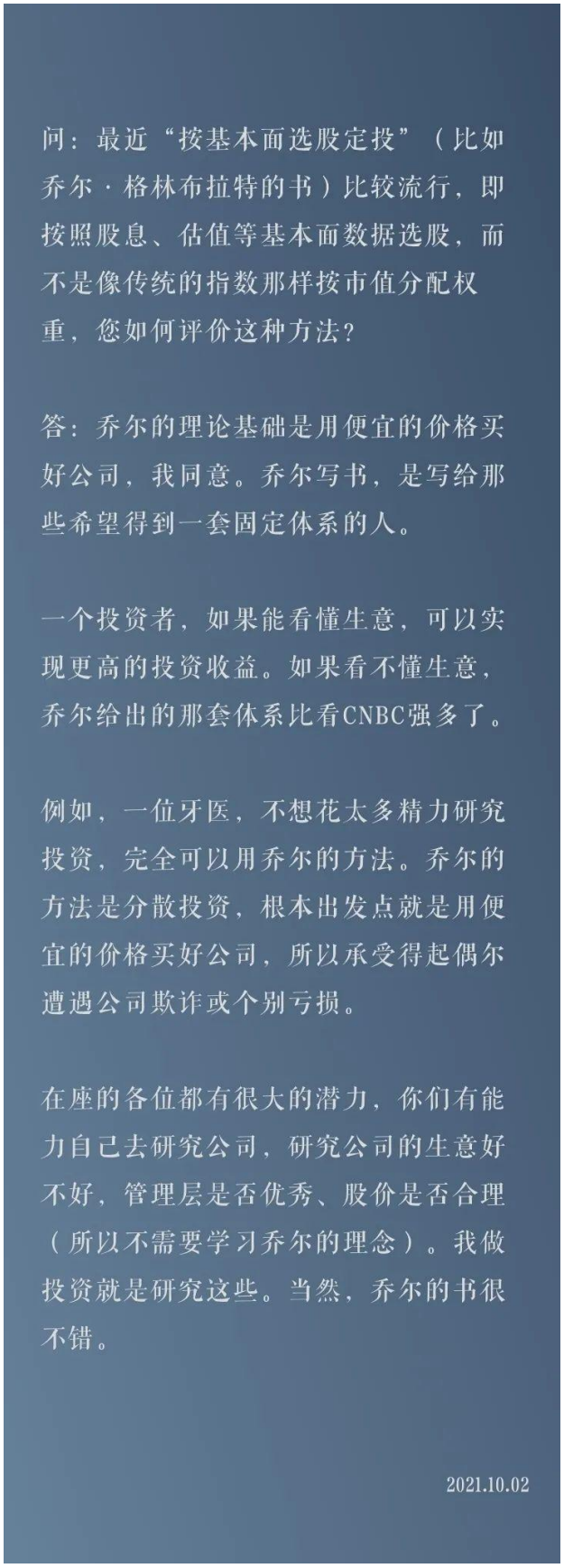
A：人们与生俱来的心理没有变，机会总会出现。太多人都还是那么不理智。他们受贪婪和恐惧驱使。我做投资，从来没怕过。要是市场上的每股股价只是整体出售公司价格的四分之一，董事们还不回购，是在想什么？他们的脑子有时候就是不理智。我就没这个毛病。

@戳锅漏 BearG：巴菲特的全名叫“沃伦.爱德华.巴菲特”。爱德华在英文寓意中有财富守护者的意思。也不晓得这算不算天注定？

2021 年 10 月 2 日

@唐朝：奇怪，我之前对巴菲特直接评价乔尔这段话毫无印象。

不过，幸好在《巴芒演义》里我对乔尔和神奇公式的观点，和巴神这段表述几乎是一样的。

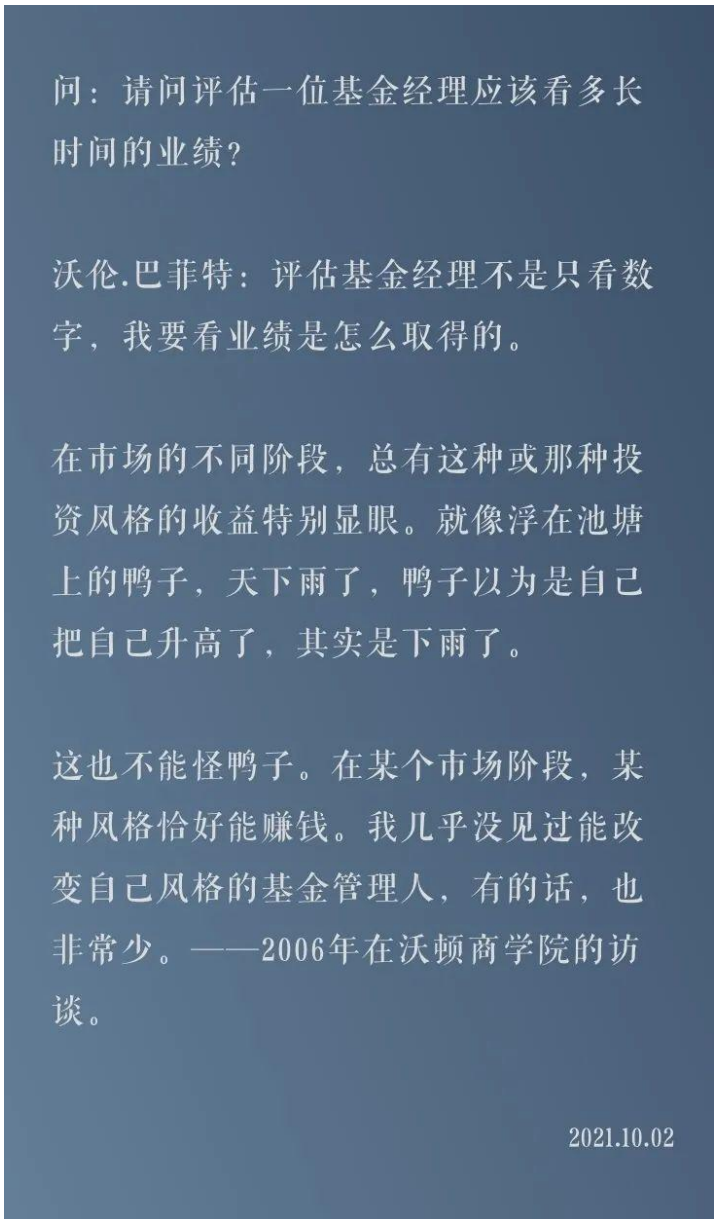


@回归常识：低估、分散、不深研？

@唐朝：加两个字：相对低估，分散，不深研。乔尔最大的贡献就是把格老的低估，修改成了相对低估，保证投资者永远有的买，永远在场。

2021 年 10 月 2 日

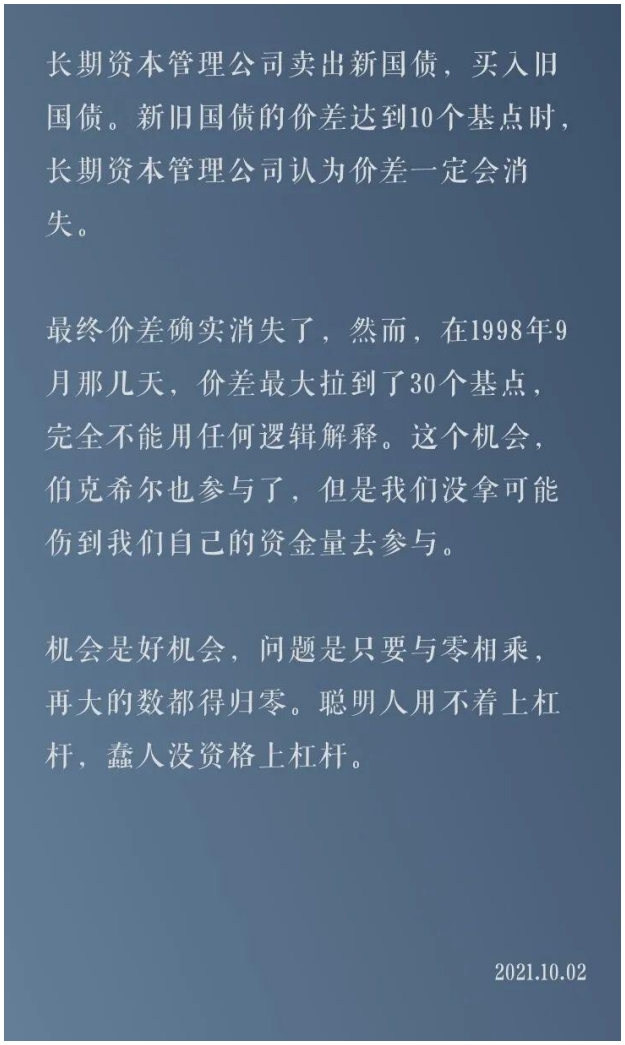
@唐朝：这个应该有助于大家选基，或者安抚自己骚动的心。



2021 年 10 月 2 日

@唐朝：巴神这段话，最适合配上我 2017 发表的这篇文章阅读→**《惊心动魄赌金者（发表版）》**

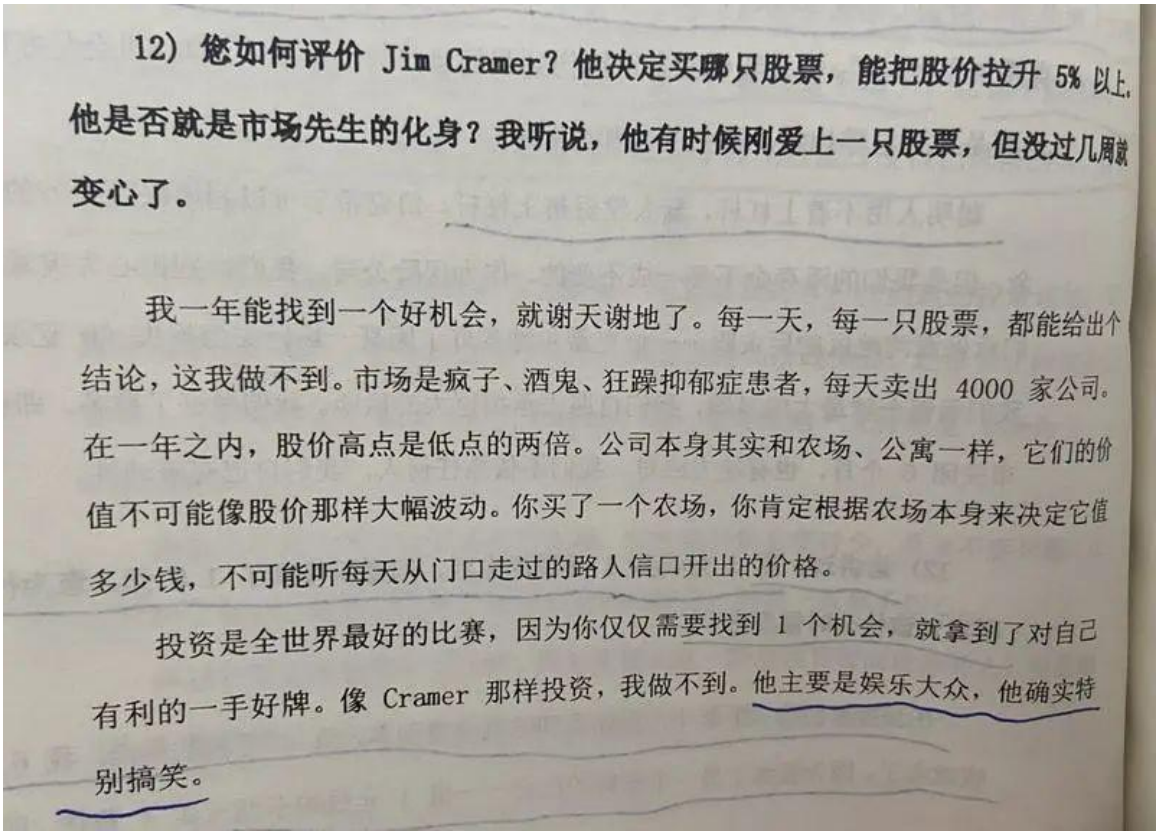
我在这篇文章里提出的价值投资者也是''赌收敛''，以及这种赌收敛和长期资本赌收敛的异同，可能有很多朋友没有注意到重要性。



2021 年 10 月 2 日

@唐朝：很少见巴神在公开场合这样评价其他''活的''基金管理人，不知道 Jim 的心理阴影有多少平米。

坦率说，我也知道很多 A 股市场的基金经理或所谓经济学家，也主要是依靠搞笑、依靠娱乐大众收费的。不过，我不会说出名字的😜



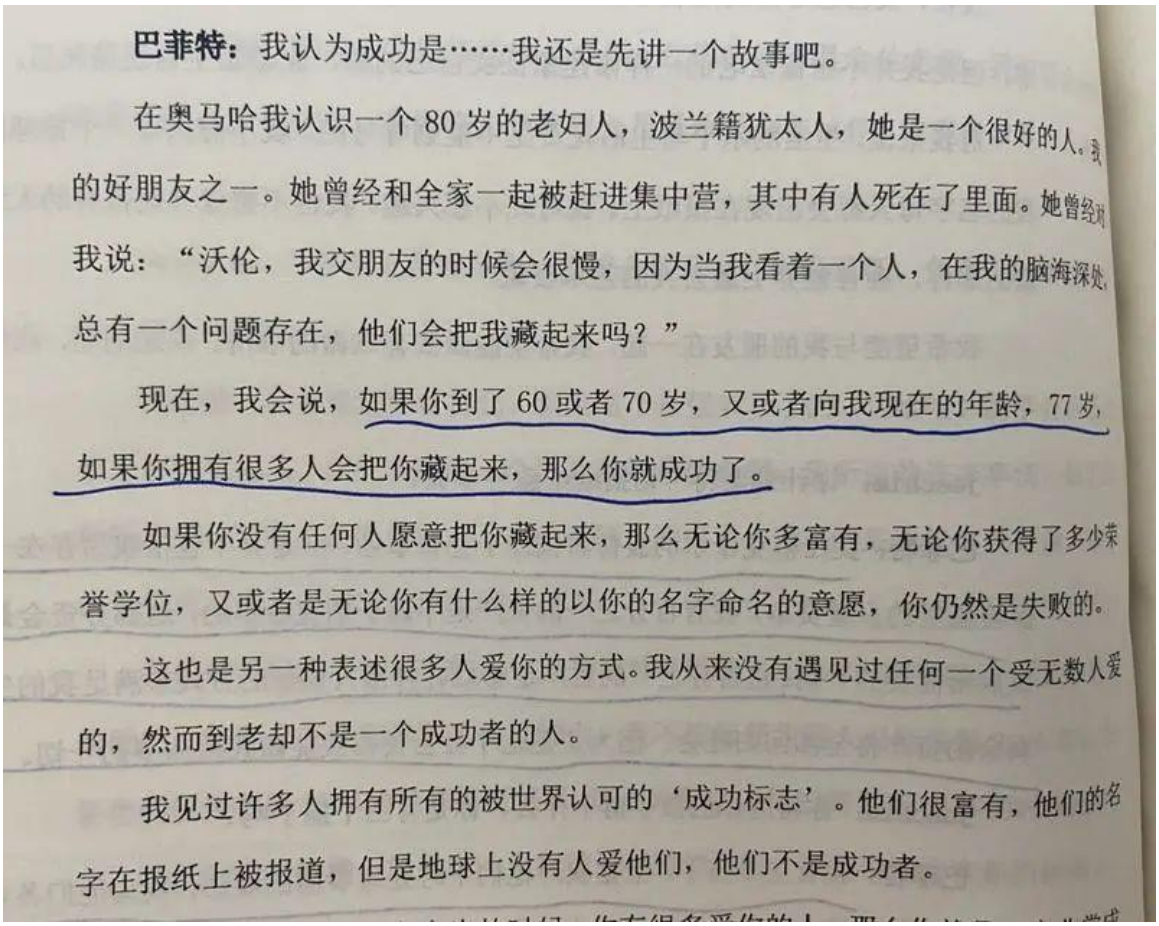
12）您如何评价 Jim Cramer？他决定买哪只股票，能把股价拉升 5% 以上，他是否就是市场先生的化身？我听说，他有时候刚爱上一只股票，但没过几周就变心了。

我一年能找到一个好机会，就谢天谢地了。每一天，每一只股票，都能给出个结论，这我做不到。市场是疯子、酒鬼、狂躁抑郁症患者，每天卖出 4000 家公司。在一年之内，股价高点是低点的两倍。公司本身其实和农场、公寓一样，它们的价值不可能像股价那样大幅波动。你买了一个农场，你肯定根据农场本身来决定它值多少钱，不可能听每天从门口走过的路人信口开出的价格。

投资是全世界最好的比赛，因为你仅仅需要找到 1 个机会，就拿到了对自己有利的一手好牌。像 Cramer 那样投资，我做不到。他主要是娱乐大众，他确实特别搞笑。

2021 年 10 月 2 日

@唐朝：等你六七十岁的时候，还有很多人愿意冒着风险把你藏起来，你的人生就是成功的。



巴菲特：我认为成功是……我还是先讲一个故事吧。

在奥马哈我认识一个 80 岁的老妇人，波兰籍犹太人，她是一个很好的人。我的好朋友之一。她曾经和全家一起被赶进集中营，其中有人死在了里面。她曾经对我说："沃伦，我交朋友的时候会很慢，因为当我看着一个人，在我的脑海深处，总有一个问题存在，他们会把我藏起来吗？"

现在，我会说，如果你到了 60 或者 70 岁，又或者向我现在的年龄，77 岁，如果你拥有很多人会把你藏起来，那么你就成功了。

如果你没有任何人愿意把你藏起来，那么无论你多富有，无论你获得了多少荣誉学位，又或者是无论你有什么样的以你的名字命名的意愿，你仍然是失败的。

这也是另一种表述很多人爱你的方式。我从来没有遇见过任何一个受无数人爱的，然而到老却不是一个成功者的人。

我见过许多人拥有所有的被世界认可的'成功标志'。他们很富有，他们的名字在报纸上被报道，但是地球上没有人爱他们，他们不是成功者。

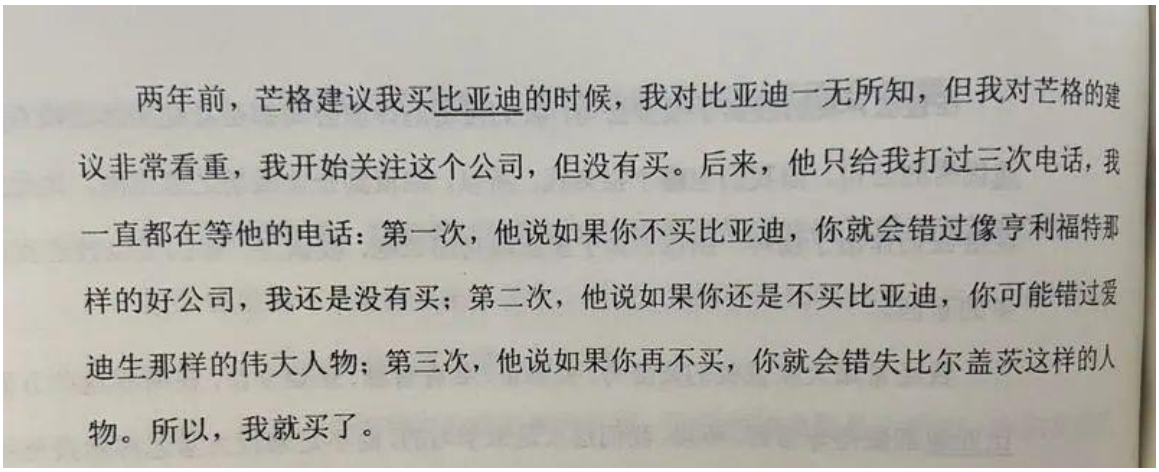
@bp：如果有需要，我会把您一家人都藏起来的。虽然最好不要发生。

@好奇的部落酋长：前几天好多财经公号被封的时候，我们还在群里讨论，如果唐书房被封了，我们

就都去申诉。

2021 年 10 月 2 日

@唐朝：巴神编个段子，不动声色地就奉上一记彩虹屁，一鸡三吃，同时吹捧了现场的三个人，高，实在是高😁👍



两年前，芒格建议我买比亚迪的时候，我对比亚迪一无所知，但我对芒格的建议非常看重，我开始关注这个公司，但没有买。后来，他只给我打过三次电话，我一直都在等他的电话：第一次，他说如果你不买比亚迪，你就会错过像亨利福特那样的好公司，我还是没有买；第二次，他说如果你还是不买比亚迪，你可能错过爱迪生那样的伟大人物；第三次，他说如果你再不买，你就会错失比尔盖茨这样的人物。所以，我就买了。

@伯涵：王熙凤夸林黛玉：“况且这通身的气派，竟不像老祖宗的外孙女儿，竟是个嫡亲的孙女。”一句话把贾母、黛玉和元、迎、探、惜 6 个人全给夸了。

@无名：错过微软，巴神应该还是挺痛的。

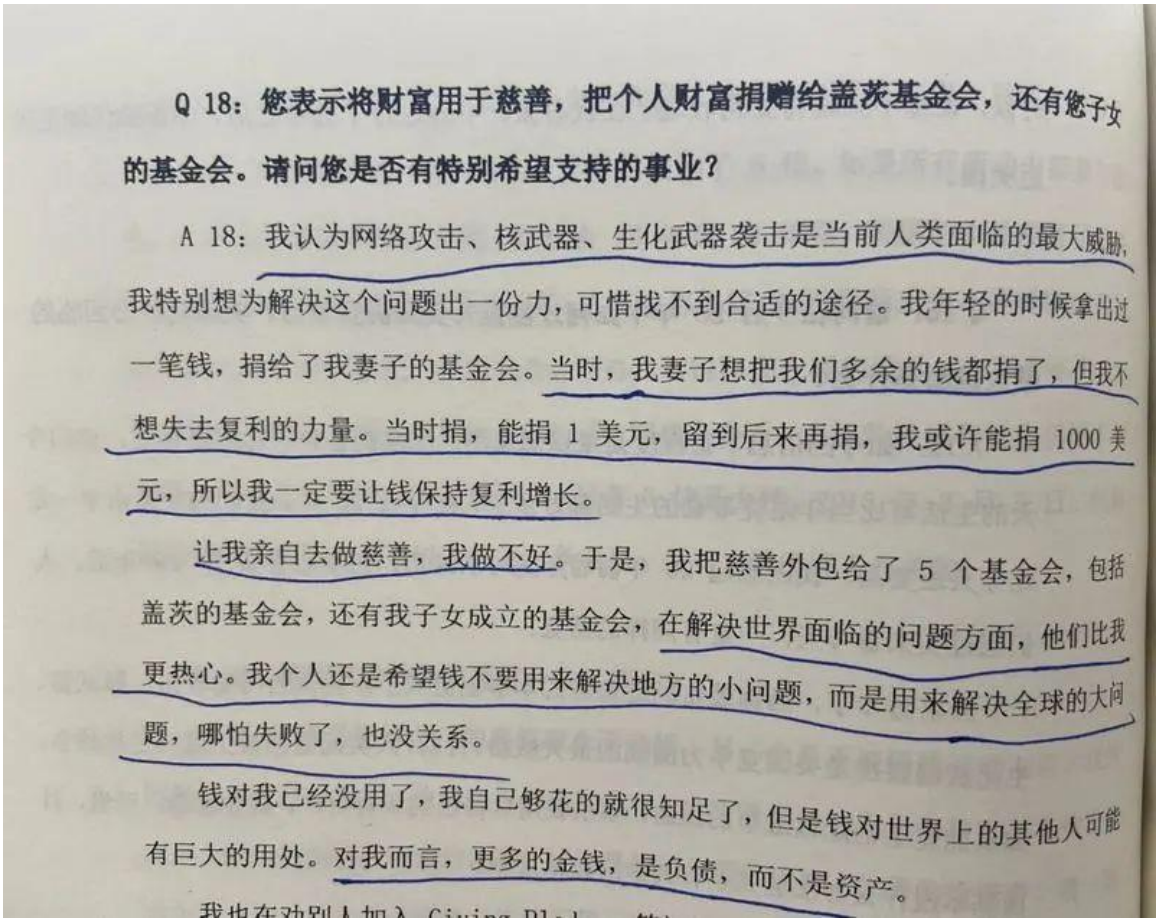
@唐朝：不痛。这个真不痛，这本就不属于巴神的菜。

@无名：您这么说我就放心啦！那巴神不买微软却买了苹果，是巴神进步了？还是微软和苹果完全不同呢？

@唐朝：完全不同。

2021 年 10 月 2 日

@唐朝：巴神的慈善观。



Q 18：您表示将财富用于慈善，把个人财富捐赠给盖茨基金会，还有您子女的基金会。请问您是否有特别希望支持的事业？

A 18：我认为网络攻击、核武器、生化武器袭击是当前人类面临的最大威胁，我特别想为解决这个问题出一份力，可惜找不到合适的途径。我年轻的时候拿出过一笔钱，捐给了我妻子的基金会。当时，我妻子想把我们多余的钱都捐了，但我不想失去复利的力量。当时捐，能捐 1 美元，留到后来再捐，我或许能捐 1000 美元，所以我一定要让钱保持复利增长。

让我亲自去做慈善，我做不好。于是，我把慈善外包给了 5 个基金会，包括盖茨的基金会，还有我子女成立的基金会，在解决世界面临的问题方面，他们比我更热心。我个人还是希望钱不要用来解决地方的小问题，而是用来解决全球的大问题，哪怕失败了，也没关系。

钱对我已经没用了，我自己够花的就很知足了，但是钱对世界上的其他人可能有巨大的用处。对我而言，更多的金钱，是负债，而不是资产。

我也在动员人加入 Giving Pledge 等

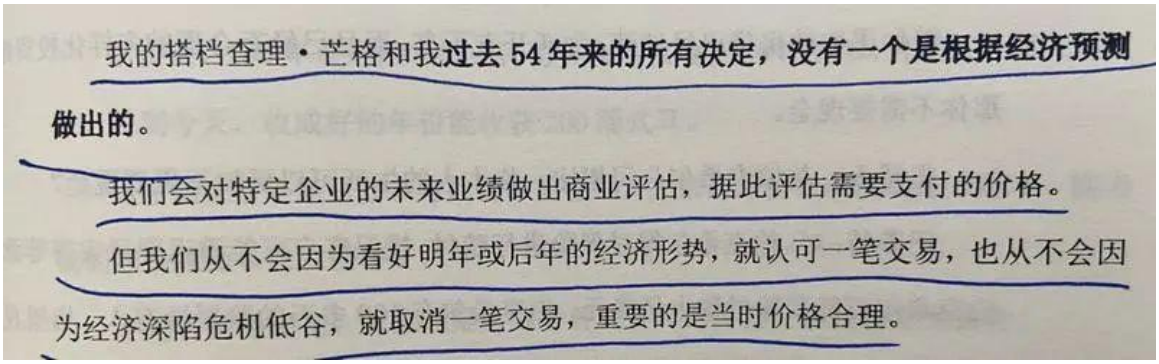
@人文艺术白日梦：对我而言，更多的钱是负债——沃伦.凡尔赛·巴菲特。

@唐朝：这个还真不是凡。不需要多，你现在想想如果你有 100 亿人民币，你打算怎么用？你很容易就能理解为什么（太多的）金钱是负债（累赘）了。

@伯涵：至人无己，神人无功，圣人无名。巴菲特捐了最多的钱，却不以自己名字命名，这是最高境界。

2021 年 10 月 2 日

@唐朝：54 年里没有一个决定是根据经济预测做出的。



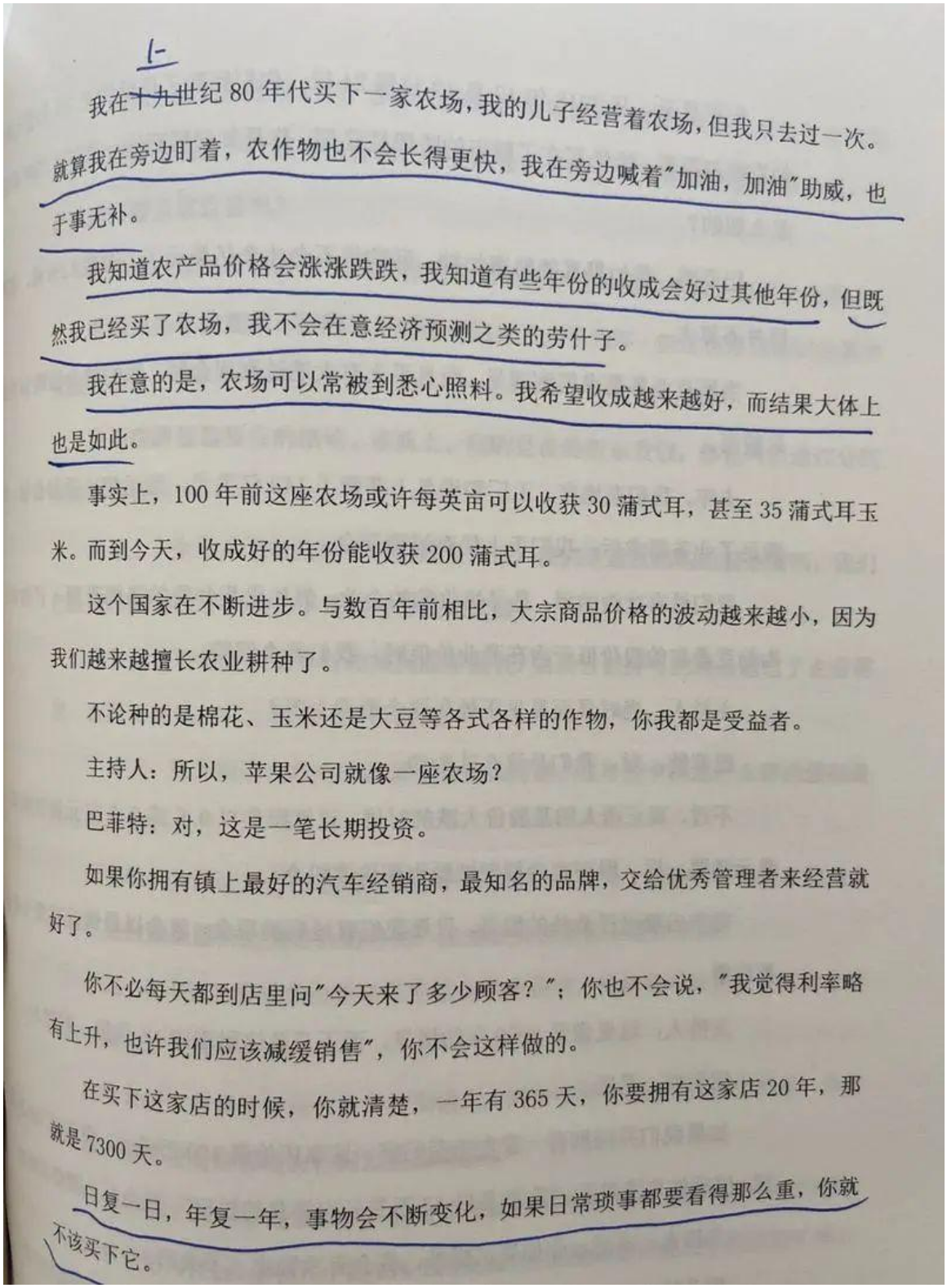
我的搭档查理·芒格和我**过去 54 年来的所有决定，没有一个是根据经济预测做出的。**

我们会对特定企业的未来业绩做出商业评估，据此评估需要支付的价格。

但我们从不会因为看好明年或后年的经济形势，就认可一笔交易，也从不会因为经济深陷危机低谷，就取消一笔交易，重要的是当时价格合理。

2021 年 10 月 2 日

@唐朝：巴神给日常细节控的忠告：盯着，农作物不会长的更快，在旁边喊加油也于事无补。如果把日常琐事看的那么重，你就不该买下它。



1-

我在~~十九~~世纪80年代买下一家农场，我的儿子经营着农场，但我只去过一次。就算我在旁边盯着，农作物也不会长得更快，我在旁边喊着"加油，加油"助威，也于事无补。

我知道农产品价格会涨涨跌跌，我知道有些年份的收成会好过其他年份，但既然我已经买了农场，我不会在意经济预测之类的劳什子。

我在意的是，农场可以常被到悉心照料。我希望收成越来越好，而结果大体上也是如此。

事实上，100年前这座农场或许每英亩可以收获30蒲式耳，甚至35蒲式耳玉米。而到今天，收成好的年份能收获200蒲式耳。

这个国家在不断进步。与数百年前相比，大宗商品价格的波动越来越小，因为我们越来越擅长农业耕种了。

不论种的是棉花、玉米还是大豆等各式各样的作物，你我都是受益者。

主持人：所以，苹果公司就像一座农场？

巴菲特：对，这是一笔长期投资。

如果你拥有镇上最好的汽车经销商，最知名的品牌，交给优秀管理者来经营就好了。

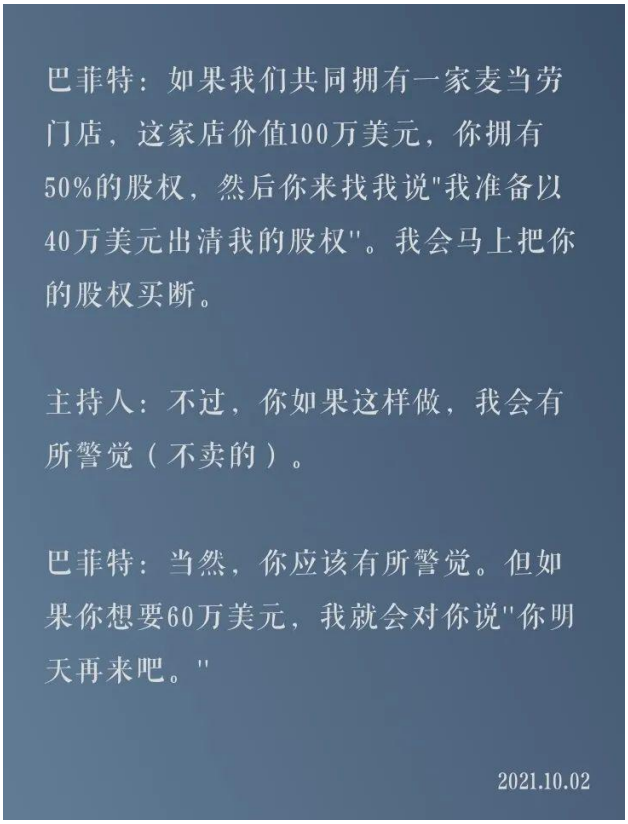
你不必每天都到店里问"今天来了多少顾客？"；你也不会说，"我觉得利率略有上升，也许我们应该减缓销售"，你不会这样做的。

在买下这家店的时候，你就清楚，一年有365天，你要拥有这家店20年，那就是7300天。

日复一日，年复一年，事物会不断变化，如果日常琐事都要看得那么重，你就不该买下它。

2021年10月2日

@唐朝：价值50万，要价40万，巴神说会马上买——合理之下就买，不等大安全边际的理想买点。



@传世之宝 510310：难点在评估“价值”。

@唐朝：也不难。核心还是在于对波动和市场先生的理解上，估值不是要点。

格雷厄姆曾经写过这么一段话：我可以对一家企业做出价值 30~110 美元的估值，这个巨大范围的估值似乎没有什么用处。是的，大多数时候没有什么用处，但如果股价在 30 以下或者 110 以上的时候，它就有用了——大意，原话可能不是这么表述的。

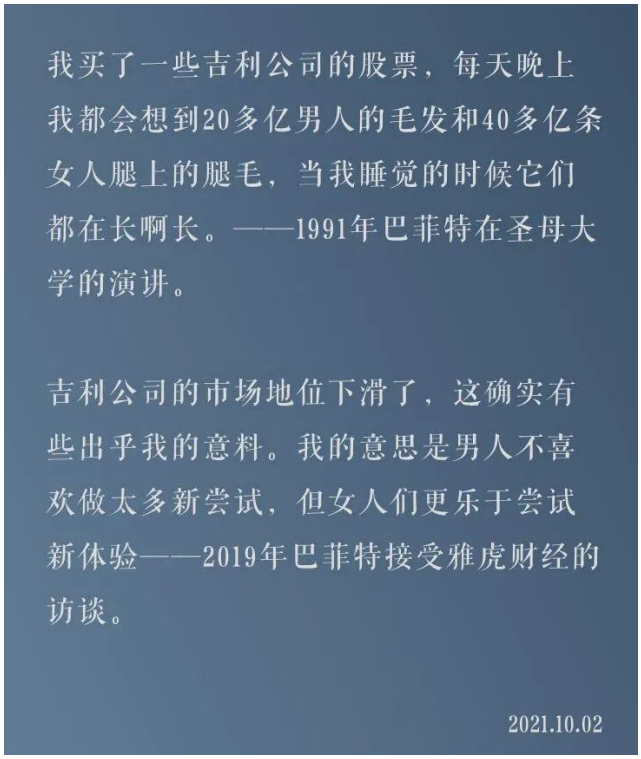
所以，我认为投资的关键点并不是估出来它值 75.38 元或者 109.2 元，而是有一个大致的范围，并坚持不出范围不和市场先生交易（无论是买或者卖），这一点其实对估值能力要求并不高。

@胡希贤：大致的范围也估不准，比如看错企业的情况。

@唐朝：配以适当分散就是了，巴菲特也经常估错。你又不要年化 100000%，非要对自己那么高要求干嘛？

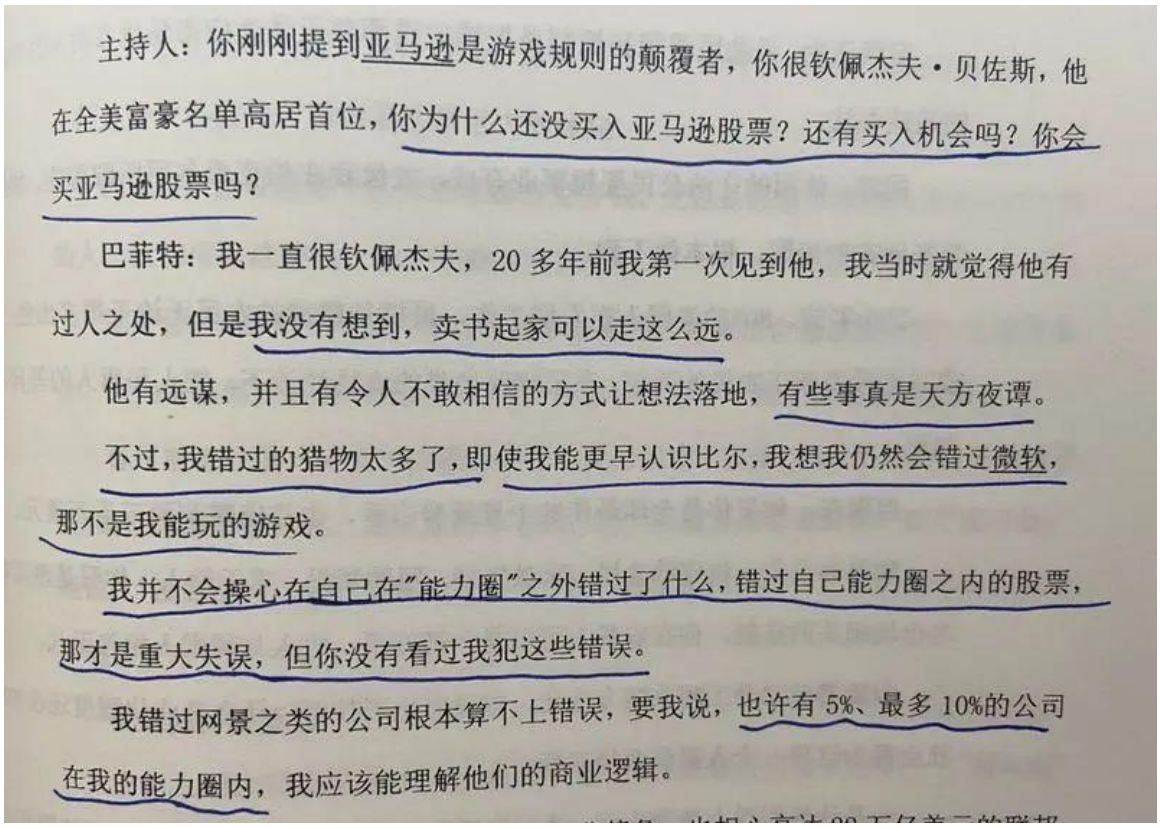
2021 年 10 月 2 日

@唐朝：刚说完巴菲特也会估错，马上就遇到巴神在自己得意和吹嘘多年的投资品种上认错。



2021 年 10 月 2 日

@唐朝：我并不操心我在能力圈外错过了什么。也许有 5%，最多 10%的公司在我的能力圈内。



主持人：你刚刚提到亚马逊是游戏规则的颠覆者，你很钦佩杰夫·贝佐斯，他在全美富豪名单高居首位，你为什么还没买入亚马逊股票？还有买入机会吗？你会买亚马逊股票吗？

巴菲特：我一直很钦佩杰夫，20 多年前我第一次见到他，我当时就觉得他有过人之处，但是我没有想到，卖书起家可以走这么远。

他有远谋，并且有令人不敢相信的方式让想法落地，有些事真是天方夜谭。

不过，我错过的猎物太多了，即使我能更早认识比尔，我想我仍然会错过微软，那不是我能玩的游戏。

我并不会操心在自己在"能力圈"之外错过了什么，错过自己能力圈之内的股票，那才是重大失误，但你没有看过我犯这些错误。

我错过网景之类的公司根本算不上错误，要我说，也许有 5%、最多 10%的公司在我的能力圈内，我应该能理解他们的商业逻辑。

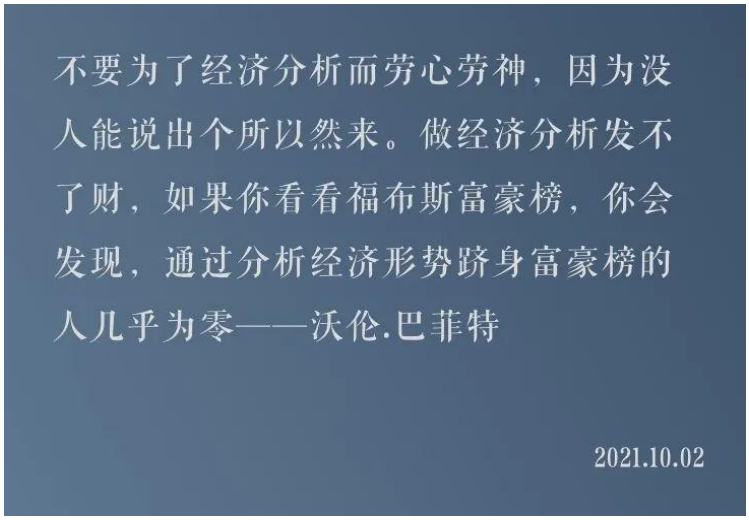
@伯涵：哎呀怎么每句话都在唐书房看过呢！

@Colin Papa：感同身受，最近在学习老巴相关的资料，好像大部分都在书房里看过。

@伯涵：学而时习之，不亦说乎。

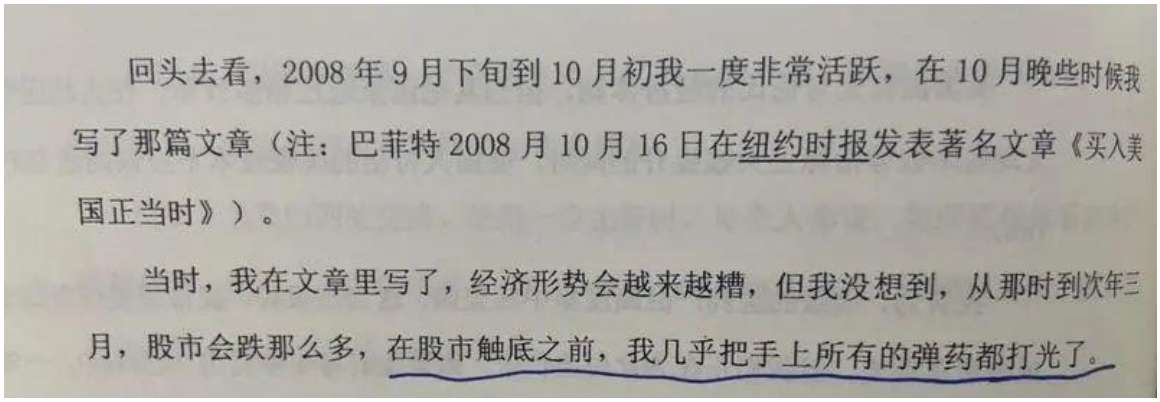
2021 年 10 月 2 日

@唐朝：在福布斯 400 富豪排行榜上，没有一位是靠预测市场起家的——彼得.林奇。



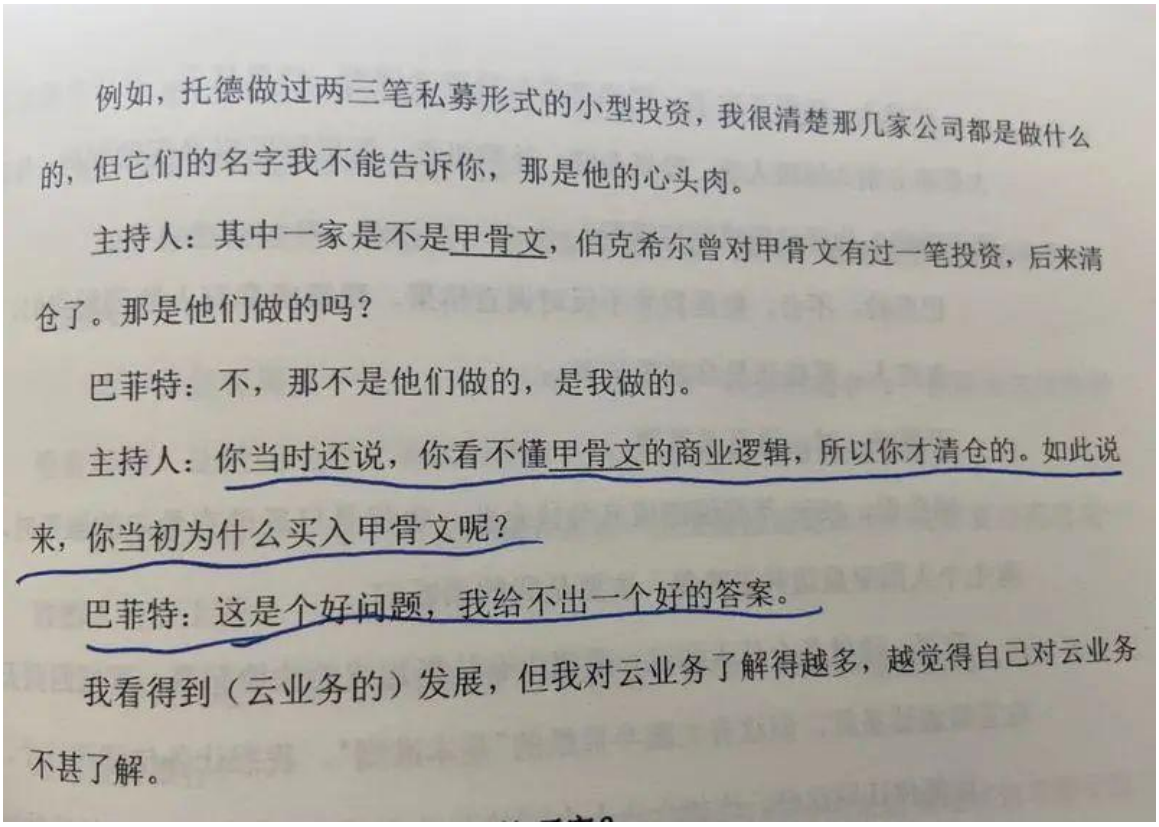
2021 年 10 月 2 日

@唐朝：你看，神人也是酱紫的，和你我差不多



2021 年 10 月 2 日

@唐朝：哈哈，难得看到能言善辩的巴神被主持人的问题噎住。当时巴神可能心口一痛，心中默诵：’’偶顶累个肺呀’’！



例如，托德做过两三笔私募形式的小型投资，我很清楚那几家公司都是做什么的，但它们的名字我不能告诉你，那是他的心头肉。

主持人：其中一家是不是甲骨文，伯克希尔曾对甲骨文有过一笔投资，后来清仓了。那是他们做的吗？

巴菲特：不，那不是他们做的，是我做的。

主持人：你当时还说，你看不懂甲骨文的商业逻辑，所以你才清仓的。如此说来，你当初为什么买入甲骨文呢？

巴菲特：这是个好问题，我给不出一个好的答案。

我看得到（云业务的）发展，但我对云业务了解得越多，越觉得自己对云业务不甚了解。

@不落的太阳：老唐遇到被噎住的问题，怎么回复的？

@bp：抬出十八般兵器，与别人口头大战一场，且大胜

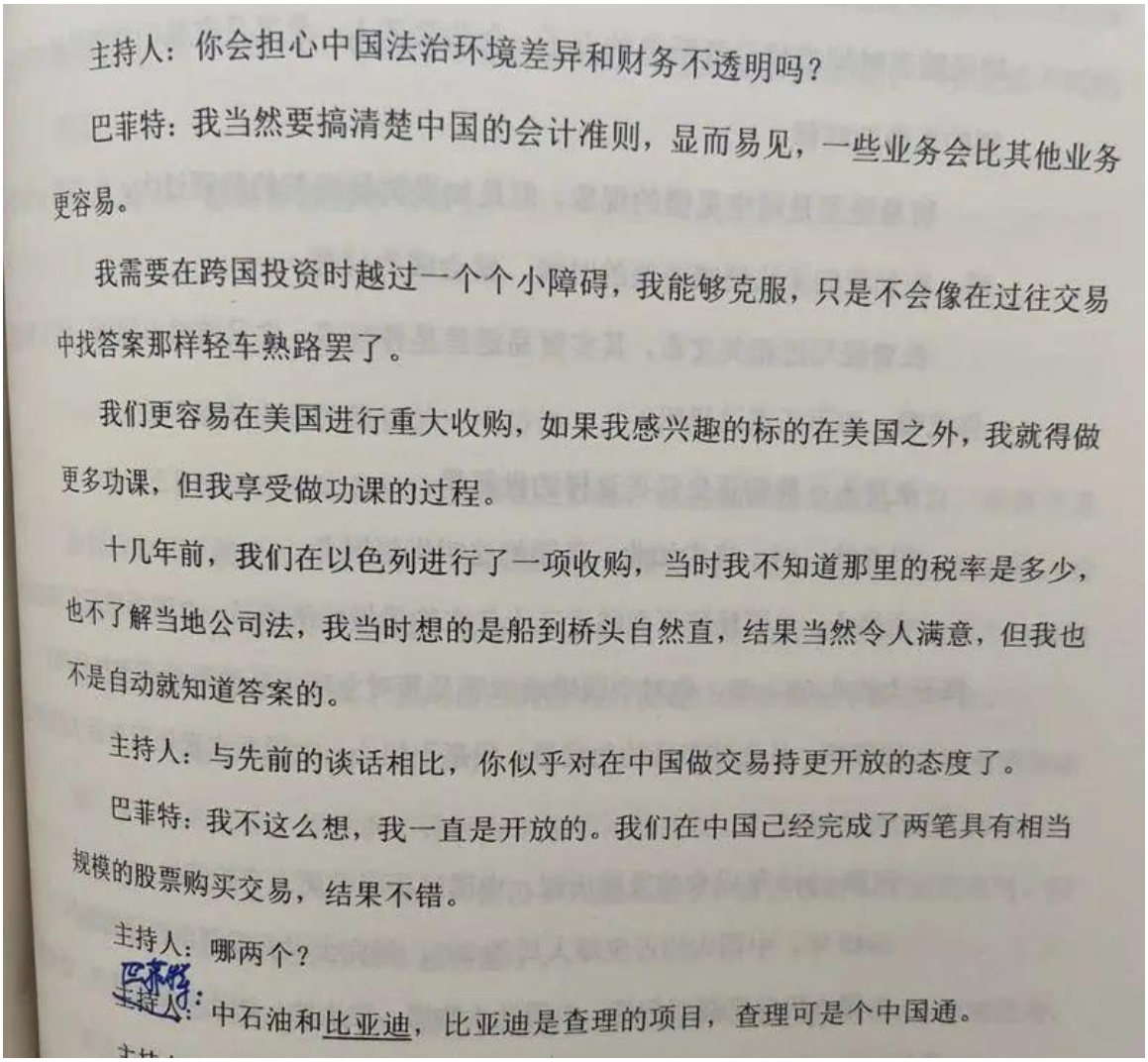
@唐朝：左右，抬出我的单柄红缨方天戟、双云鎏金如意环、三股烈焰飞天叉、四方镔铁破甲锏、五爪玄铁追魂钩、六合心意断魂枪、七星连环白猿剑、八棱梅花亮银锤、九环金背大砍刀，我要和这位叫@bp的高手决一死战

2021 年 10 月 2 日

@唐朝：巴神太极拳划拉了一大圈，就是不说要点——当然，也是主持人不够了解巴神的原因，才会被他绕开。

巴神不在中国大陆做投资，哪怕是中石油和比亚迪，也都是通过港股市场投资的。主要原因是他某些法律体系缺乏信心。

上世纪五十年代，他曾买过一家古巴公司的股票，从财务分析、未来展望，公司都是倍儿棒，很有价值。后来……古巴政府将该公司收归 Guo 有，巴菲特的股票成了纪念邮票，现在还有两百股在纪念封里装着。



主持人：你会担心中国法治环境差异和财务不透明吗？

巴菲特：我当然要搞清楚中国的会计准则，显而易见，一些业务会比其他业务更容易。

我需要在跨国投资时越过一个个小障碍，我能够克服，只是不会像在过往交易中找答案那样轻车熟路罢了。

我们更容易在美国进行重大收购，如果我感兴趣的标的在美国之外，我就得做更多功课，但我享受做功课的过程。

十几年前，我们在以色列进行了一项收购，当时我不知道那里的税率是多少，也不了解当地公司法，我当时想的是船到桥头自然直，结果当然令人满意，但我也不是自动就知道答案的。

主持人：与先前的谈话相比，你似乎对在中国做交易持更开放的态度了。

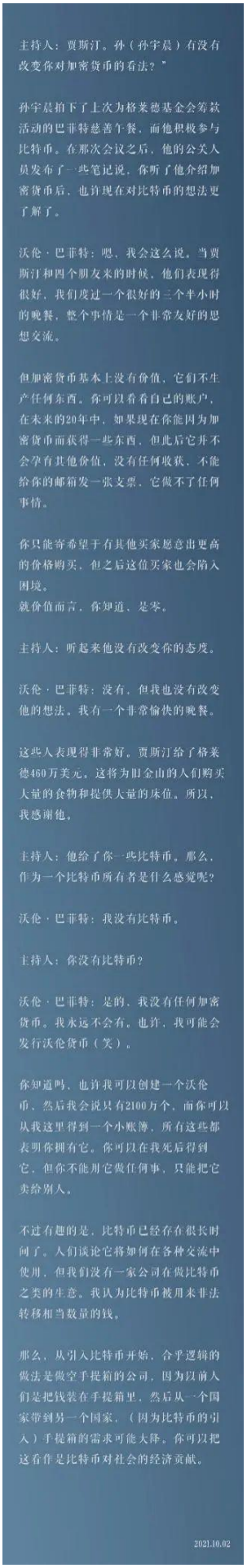
巴菲特：我不这么想，我一直是开放的。我们在中国已经完成了两笔具有相当规模的股票购买交易，结果不错。

主持人：哪两个？

巴菲特：中石油和比亚迪，比亚迪是查理的项目，查理可是个中国通。

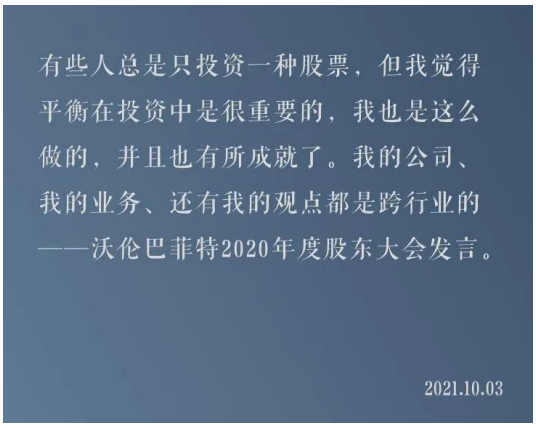
2021 年 10 月 2 日

@唐朝：2020 年 2 月巴菲特公开谈论加密货币。


主持人：贾斯汀。孙（孙宇晨）有没有改变你对加密货币的看法？”
孙宇晨拍下了上次为格莱德基金会筹款活动的巴菲特慈善午餐，而他积极参与比特币。在那次会议之后，他的公关人员发布了一些笔记说，你听了他介绍加密货币后，也许现在对比特币的想法更了解了。
沃伦·巴菲特：嗯，我会这么说。当贾斯汀和四个朋友来的时候，他们表现得很好，我们度过一个很好的三个半小时的晚餐，整个事情是一个非常友好的思想交流。
但加密货币基本上没有价值，它们不生产任何东西。你可以看看自己的账户，在未来的20年中，如果现在你能因为加密货币而获得一些东西，但此后它并不会孕育其他价值，没有任何收获，不能给你的邮箱发一张支票，它做不了任何事情。
你只能寄希望于有其他买家愿意出更高的价格购买，但之后这位买家也会陷入困境。
就价值而言，你知道，是零。
主持人：听起来他没有改变你的态度。
沃伦·巴菲特：没有，但我也没有改变他的想法。我有一个非常愉快的晚餐。
这些人表现得非常好。贾斯汀给了格莱德460万美元。这将为旧金山的人们购买大量的食物和提供大量的床位。所以，我感谢他。
主持人：他给了你一些比特币。那么，作为一个比特币所有者是什么感觉呢？
沃伦·巴菲特：我没有比特币。
主持人：你没有比特币？
沃伦·巴菲特：是的，我没有任何加密货币。我永远不会有。也许，我可能会发行沃伦货币（笑）。
你知道吗，也许我可以创建一个沃伦币，然后我会说只有2100万个，而你可以从我这里得到一个小账簿，所有这些都表明你拥有它。你可以在我死后得到它，但你不能用它做任何事，只能把它卖给别人。
不过有趣的是，比特币已经存在很长时间了。人们谈论它将如何在各种交流中使用，但我们没有一家公司在做比特币之类的生意。我认为比特币被用来非法转移相当数量的钱。
那么，从引入比特币开始，合乎逻辑的做法是做空手提箱的公司，因为以前人们是把钱装在手提箱里，然后从一个国家带到另一个国家，（因为比特币的引入）手提箱的需求可能大降。你可以把这看作是比特币对社会的经济贡献。
2021.10.02

2021 年 10 月 2 日

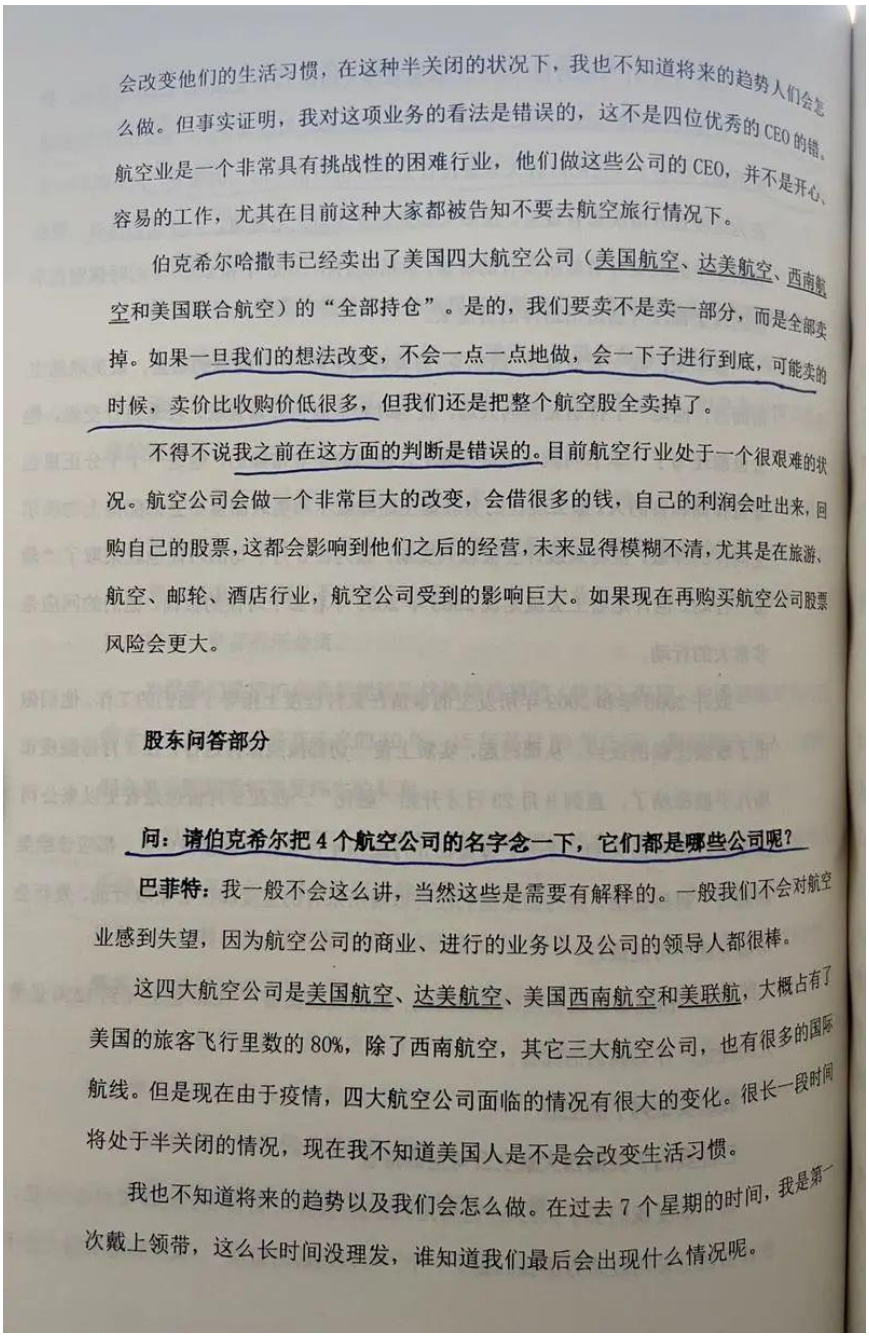
@唐朝：巴神谈梭哈单只个股。



2021 年 10 月 3 日

@唐朝：这个提问的股东，日常可能就是个性格残忍的人。

台上那是位 90 岁的老大爷啊！已经认错了还让人家报一下买错割肉的四家公司名字，折腾你大爷！



会改变他们的生活习惯，在这种半关闭的状况下，我也不知道将来的趋势人们会怎么做。但事实证明，我对这项业务的看法是错误的，这不是四位优秀的 CEO 的错。航空业是一个非常具有挑战性的困难行业，他们做这些公司的 CEO，并不是开心、容易的工作，尤其在目前这种大家都被告知不要去航空旅行情况下。

伯克希尔哈撒韦已经卖出了美国四大航空公司（美国航空、达美航空、西南航空和美国联合航空）的“全部持仓”。是的，我们要卖不是卖一部分，而是全部卖掉。如果一旦我们的想法改变，不会一点一点地做，会一下子进行到底，可能卖的时候，卖价比收购价低很多，但我们还是把整个航空股全卖掉了。

不得不说我之前在这方面的判断是错误的。目前航空行业处于一个很艰难的状况。航空公司会做一个非常巨大的改变，会借很多的钱，自己的利润会吐出来，回购自己的股票，这都会影响到他们之后的经营，未来显得模糊不清，尤其是在旅游、航空、邮轮、酒店行业，航空公司受到的影响巨大。如果现在再购买航空公司股票风险会更大。

股东问答部分

问：请伯克希尔把 4 个航空公司的名字念一下，它们都是哪些公司呢？

巴菲特：我一般不会这么讲，当然这些是需要有解释的。一般我们不会对航空业感到失望，因为航空公司的商业、进行的业务以及公司的领导人都很棒。

这四大航空公司是美国航空、达美航空、美国西南航空和美联航，大概占有了美国的旅客飞行里数的 80%，除了西南航空，其它三大航空公司，也有很多的国际航线。但是现在由于疫情，四大航空公司面临的情况有很大的变化。很长一段时间将处于半关闭的情况，现在我不知道美国人是不是会改变生活习惯。

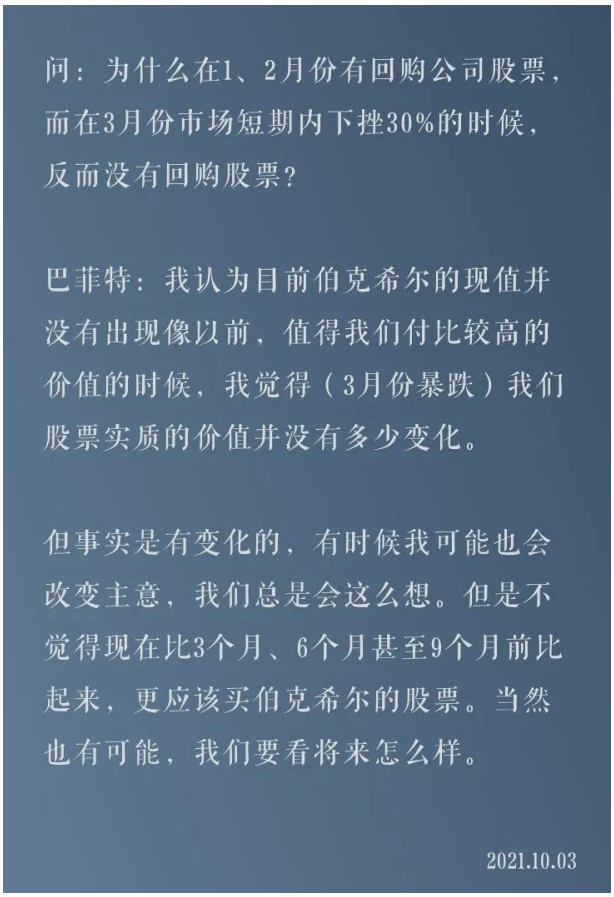
我也不知道将来的趋势以及我们会怎么做。在过去 7 个星期的时间，我是第一次戴上领带，这么长时间没理发，谁知道我们最后会出现什么情况呢。

@唐朝：格雷格补充，在四大航空公司上，我们投了七八十亿美元，现在我们认赔出场。

2021 年 10 月 3 日

@唐朝：这段，不知道是翻译水平不行，还是巴神有意打太极表述的这么绕？

我理解巴神想表达的意思就是：虽然股价是暴跌了，但疫情影响下我对伯克希尔内在价值的估算也下降了（下属企业获利能力受到了疫情打击），所以股价下跌也没增加啥便宜，我就没搞回购。



@海东望：根据@yanq 提供的英文原文，我尝试翻译一下。

“是这样的。首先，股价下跌超过 30%的情况只维持了很短很短的时间。而且，即使按照现在的低价格，我觉得跟之前回购时的折价情况相比，也没有特别明显的不同。

我的意思是，就像 Clan，或者是其他的谁说的，我不确定叫什么名字了。情况变了，想法也就变了。你知道吗？我们也一直在思考这个问题，我觉得与 3 个月、6 个月、9 个月之前比，虽然最近股价跌了很多，但并没有让我觉得很有吸引力。至于我判断的对不对，就让我们拭目以待吧！”

@唐朝：海东望这个翻译比截图里的翻译要好懂的多嘛👍。看来，确实主要是翻译的问题。

@海东望：是的，之后一段说的和唐师理解的一致，就是旗下公司经营情况恶化+投资航空股的亏损，导致了价值的下降。

2021 年 10 月 3 日

@唐朝：这是祖师爷本杰明.格雷厄姆 1963 年的一篇演讲，这里的“格雷厄姆估值法”就算是老唐估值法的最早原型吧！

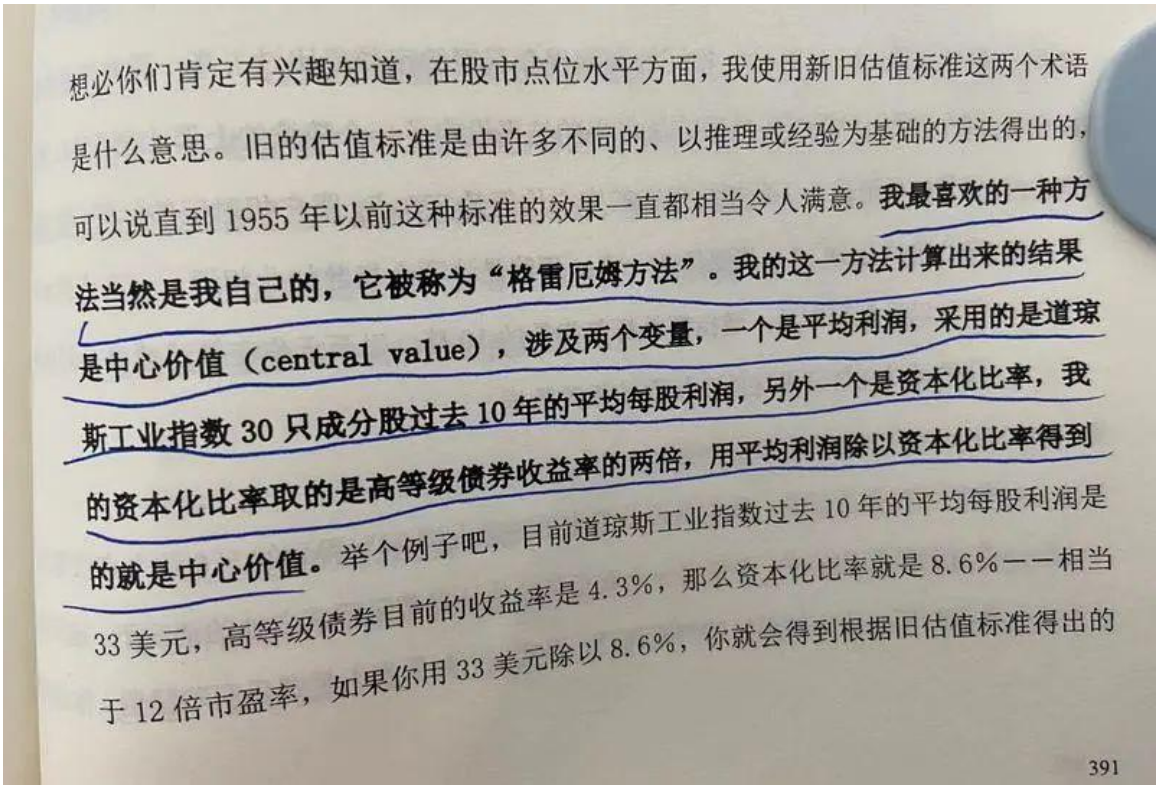
格老这段表述=过去十年历史净利润的平均值/（无风险收益率×2）=过去十年历史净利润的平均值×1/无风险收益率÷2=核心价值（格老认为值得买的位置）。

老唐估值法实际上就是将其拆成了两部分：

①看未来的成长股采用“三年后自由现金流×1/无风险收益率÷2=理想买点”——用三年后自由现金流替代了“过去十年平均净利润”，跳出了单纯的统计范畴，加入了对企业的理解和预测因素。当然，难度也就提升了；

②周期股采用“过去十年历史净利润的平均值×1/无风险收益率×70%=理想买点”——将格老的对折，提升为七折，略微乐观了一些。

其他貌似也没啥区别。



想必你们肯定有兴趣知道，在股市点位水平方面，我使用新旧估值标准这两个术语是什么意思。旧的估值标准是由许多不同的、以推理或经验为基础的方法得出的，可以说直到1955年以前这种标准的效果一直都相当令人满意。**我最喜欢的一种方法当然是我自己的，它被称为“格雷厄姆方法”。我的这一方法计算出来的结果是中心价值（central value），涉及两个变量，一个是平均利润，采用的是道琼斯工业指数30只成分股过去10年的平均每股利润，另外一个是资本化比率，我的资本化比率取的是高等级债券收益率的两倍，用平均利润除以资本化比率得到的就是中心价值。**举个例子吧，目前道琼斯工业指数过去10年的平均每股利润是33美元，高等级债券目前的收益率是4.3%，那么资本化比率就是8.6%——相当于12倍市盈率，如果你用33美元除以8.6%，你就会得到根据旧估值标准得出的

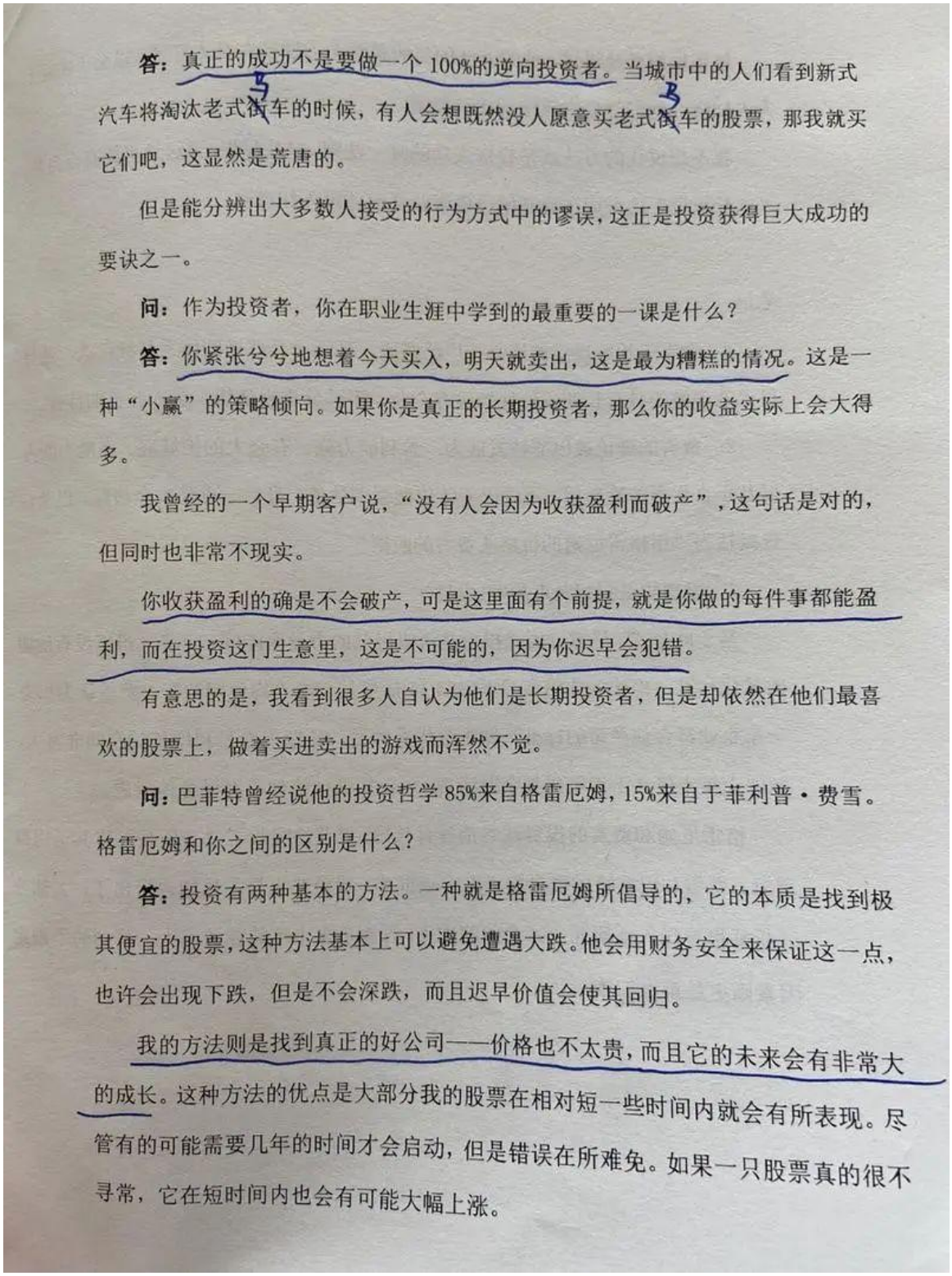
391

@唐朝：顺带补一句：格老后来实际使用的就是②。

他自己也是直接按照原方法估出来以后，然后拍脑袋提升50%（格老特意说明，没有任何依据，就是根据市场情况纯拍脑袋的），50A%×150%=75%A，和我的70%取值几乎一样。

2021年10月3日

@唐朝：最后一页，本书收工！所谓经典，就是你愿意借着各种机会重读，且每次重读都还能有收获的文字👍



答：真正的成功不是要做一个100%的逆向投资者。当城市中的人们看到新式汽车将淘汰老式汽车的时候，有人会想既然没人愿意买老式汽车的股票，那我就买它们吧，这显然是荒唐的。

但是能分辨出大多数人接受的行为方式中的谬误，这正是投资获得巨大成功的要诀之一。

问：作为投资者，你在职业生涯中学到的最重要的一课是什么？

答：你紧张兮兮地想着今天买入，明天就卖出，这是最为糟糕的情况。这是一种“小赢”的策略倾向。如果你是真正的长期投资者，那么你的收益实际上会大得多。

我曾经的一个早期客户说，“没有人会因为收获盈利而破产”，这句话是对的，但同时也非常不现实。

你收获盈利的确是不会破产，可是这里面有个前提，就是你做的每件事都能盈利，而在投资这门生意里，这是不可能的，因为你迟早会犯错。

有意思的是，我看到很多人自认为他们是长期投资者，但是却依然在他们最喜欢的股票上，做着买进卖出的游戏而浑然不觉。

问：巴菲特曾经说他的投资哲学85%来自格雷厄姆，15%来自于菲利普·费雪。格雷厄姆和你之间的区别是什么？

答：投资有两种基本的方法。一种就是格雷厄姆所倡导的，它的本质是找到极其便宜的股票，这种方法基本上可以避免遭遇大跌。他会用财务安全来保证这一点，也许会出现下跌，但是不会深跌，而且迟早价值会使其回归。

我的方法则是找到真正的好公司——价格也不太贵，而且它的未来会有非常大的成长。这种方法的优点是大部分我的股票在相对短一些时间内就会有所表现。尽管有的可能需要几年的时间才会启动，但是错误在所难免。如果一只股票真的很不寻常，它在短时间内也会有可能大幅上涨。

2021年10月3日

第1024篇.　　2021.10.10 - 【邂逅蟹后精简补发】老唐实盘周记20210522

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-10-10

【西江月.明月别枝惊蟹】作者.辛有疾

明月别枝惊蟹，清风半夜和谐。伟大时代写实盘，偶遇蟹脚一钳。七八行字违规，两三句话敏感。书

房里面扯咸淡，五月文章忽不见

昨晚收到系统通知，说书房文章《老唐实盘周记 20210522》因内容违规被删除。



因为涉及交易记录，自觉挺重要的。于是尝试将可能违规的文字删除后，重发一次

以下保留文字，均为 2021 年 5 月 22 日原文，一字未改。

本周交易

周三上午，11.78 买入 2%陕西煤业，资金来自 1.47 卖出等额恒生 ETF。

这个买入位置，只要做过 3 月 12 日《陕西煤业的思考过程》一文末尾作业的朋友，应该都是提前知道的：

用年报数据替换文中的估计数据，得出十年年均净利润及十年年均扣非净利润，然后套文内公式一通乘除即可。

书房有不少朋友都自己动了手，很赞。

我借花献佛，把@赵小闲 的表送给其他没动手的懒蛋儿。

陕煤估值

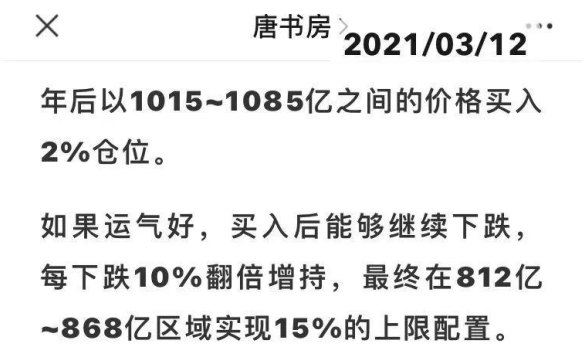
年份	净利润	扣非净利润	采用席勒市盈率法计算(采用净利润)：				采用扣非净利润计算结果：			
2011	90.74	92.21	合理PE	25						
2012	64.17	65.01	总股本	100						
2013	34.86	34.91	买点	11.84	保守打八折	9.47	买点	10.86	保守打八折	8.69
2014	9.51	9.88	卖点	25.37	保守打八折	20.30	卖点	23.27	保守打八折	18.61
2015	-29.89	-25.56								
2016	27.55	26.23	保守打八折可视为自由现金流：							
2017	104.49	104.31	1、每年需要维持性资本开支10亿左右——大部分应该由专项储备承担							
2018	109.93	110.75	2、公司还有个迟迟不能完工转固、有烂尾嫌疑的神渭管道工程——目前口径说2022年会转固。							
2019	116.40	111.53								
2020	148.83	91.17								
10年平均	67.66	62.04								
保守八折	54.13	49.64								20210520

目前我的计划是：陕煤仓位上限 15%，计划在 11.8~8.7 之间完成投入。一年内卖点上调为 23 元。

若看了小闲的表，还是不知道这些价格怎么来的，那就实在是懒过头了。有疑也就别问啦，老唐一样

懒，可以递饭碗但不能帮着嚼。

关于仓位，之前我的安排是 10.15~10.8 区域买入 2%仓位，然后每下跌 10%翻倍增持，直至 8.1~8.7 之间打满 15%上限。



目前已经完成 11.78 和 10.8 各 2%仓位，且年报数据后对陕煤的估值和卖点均有轻微上调，故后续仓位微调为 10、9.2、8.7 分别安排 3%，3%，5%仓位。

当然，前提是市场给机会，且届时自己还有钱的情况下。

话说老唐周三早晨买入，晚上就被偷袭了一脚。

当晚七点新闻联播报道：

5 月 19 日，李克强主持召开国务院常务会议，部署做好**大宗商品保供稳价**工作，保持经济平稳运行。

会议指出，今年以来，受主要是国际传导等多重因素影响，部分大宗商品价格持续上涨。**要高度重视价格攀升带来的不利影响**，贯彻党中央、国务院部署，突出重点综合施策，保障大宗商品供给，**遏制其价格不合理上涨**，努力防止向居民消费价格传导。

……着力调结构，**抑制高耗能项目**。发挥我国煤炭资源丰富优势，督促企业在确保安全前提下增产增供，做好迎峰度夏能源保障。

周四早晨，陕西煤业大跌，最低跌至 11.20 元，相比周三早晨老唐的买价足足下跌了 5%。市场应该是将会议精神理解为打压煤价了。

因为老唐刚刚买入，然后就出现了股价大幅低于老唐买价的机会，有不少朋友趁机“抄了老唐的底”。

对于抄作业这种事，老唐秉持不鼓励、不反对、不负责的三不主义。

在 2019 年 8 月的《抄作业的三种疾病和四种境界》一文里，老唐曾将“抄手”分为“优良中劣”四种境界。

说句可能被批评为狂妄的话：对于很大一部分朋友来说，利用老唐的思考和研究结论，做“优、良、中”三种境界的抄手，可能是比自己乱来更靠谱的路——当然，专业向市场输送资金的“劣”级抄手除外。

但是，可是，但可是，**抄作业的朋友，请一定要记得“市场先生无法预测”的口诀，要明白老唐完全可能是错的，要掌握老唐持有某某股票的仓位和后续安排，并确认自己也有同等承受能力。**

——千万不要忘了老唐 10.38 开始介入的分众，最惨时曾跌到过 3.85。那并不遥远，就发生在最近三年的时间段里🥲

当前持仓

目前持仓腾讯 29%，洋河 25%，古井 B5%，分众 5%，茅台 4%，海康 2%，陕西煤业 4%，恒生 ETF 26%。

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	29%	66000±10%	<33000	72500	46772	588.50	4.34%
洋河股份	25%	3850±10%	<1925	4700	2970	197.11	-16.48%
古井贡B	5%	770±10%	<385	900	441	105.70	-2.12%
分众传媒	5%	①	<700	1980	1518	10.34	4.76%
贵州茅台	4%	24000±10%	<12000	②	25653	2042.10	2.21%
海康威视	2%	5300±10%	<2650	②	5980	64.00	31.93%
陕西煤业	4%	①	<930	**2300**	1149	11.49	23.02%
恒生ETF	26%	现金替代品				1.472	2.87%
沪深300						5134.15	-1.48%
上证指数						3486.56	0.39%
2021/5/22			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8284	

注：①采用席勒市盈率估值的企业，不估算三年后估值；

②剩余少量涨跌不卖的持股，不设卖点；

③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；

④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。

附：上周数据

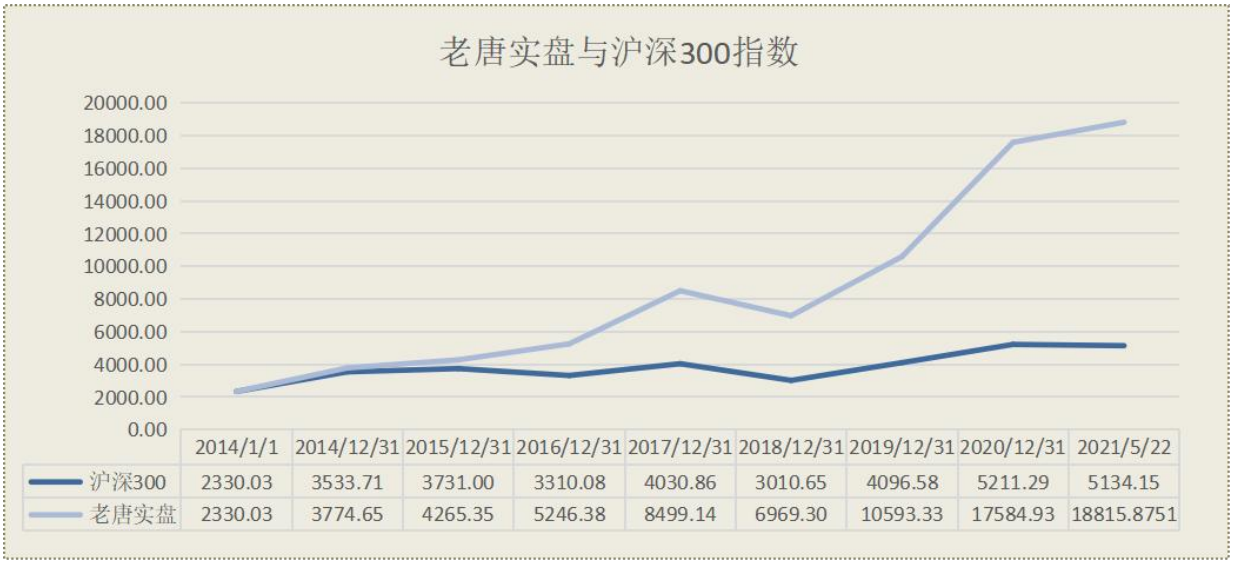
持股公司	持股比例	三年后估值	理想买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
腾讯控股	29%	66000±10%	<33000	72500	46335	583.00	3.37%
洋河股份	24%	3850±10%	<1925	4700	2799	185.72	-21.30%
古井贡B	5%	770±10%	<385	900	434	104.04	-3.66%
分众传媒	5%	……	<700	1980	1453	9.90	0.30%
贵州茅台	4%	24000±10%	<12000	……	25248	2009.85	0.59%
海康威视	2%	5300±10%	<2650	……	5670	60.69	25.11%
陕西煤业	2%	……	<930	2000	1188	11.88	27.19%
恒生ETF	28%	现金替代品				1.453	1.54%
沪深300						5110.59	-1.93%
上证指数						3490.38	0.50%
2021/5/15			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8284	

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 7.4 年折算，年化收益率约 32.6%。



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/5/22
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	5211.29	5134.15
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.茅台业绩说明会。

5 月 19 日，茅台召开业绩说明会。对我而言，有价值的信息有两个。

第一：确认今年不会提价。

高卫东回复有关提价的提问时强调：截至目前，公司没有上调飞天茅台出厂价的计划。

这不是新信息，只是对年报里暗示过的信息所做的确认。

在今年 4 月 1 日的文章里，老唐就写过“2021 年主打产品 53 度普茅，不会上调出厂价。”

同一篇文章里，我给出的预测是 2022 年大概率上调出厂价。目前仍然持这个预判。

对预判理由感兴趣的朋友，请重读旧文《贵州茅台 2022 年再跃进》。

第二：公司正在论证扩产的事情。

在 2017 年 12 月 28 日的茅台经销商大会上，当时的茅台董事长李保芳说过：

到 2019 年年底，茅台将形成 5.6 万吨基酒生产能力。结合茅台核心区的生态环境承载能力考虑，至少十年内不会再扩产了。

——①实际建设进度比保芳总预计的晚了一年，到 2020 年底才形成 5.6 万吨基酒产能；

——②此处的 10 年，不确定保芳总指 2027 年还是 2029 年。

本次说明会上，高董回复扩产问题时说：

扩产能需要参考市场前景，结合茅台技术人才储备、土地资源、生产性物资供给、生态承载能力等因素进行综合考量，公司正结合“十四五”规划的编制开展相关论证工作。

这个口径其实和 4 年前李董的表态差不多。

即使产品严重供不应求，但茅台依然需要考虑生态承载能力，谨慎对待扩产问题。

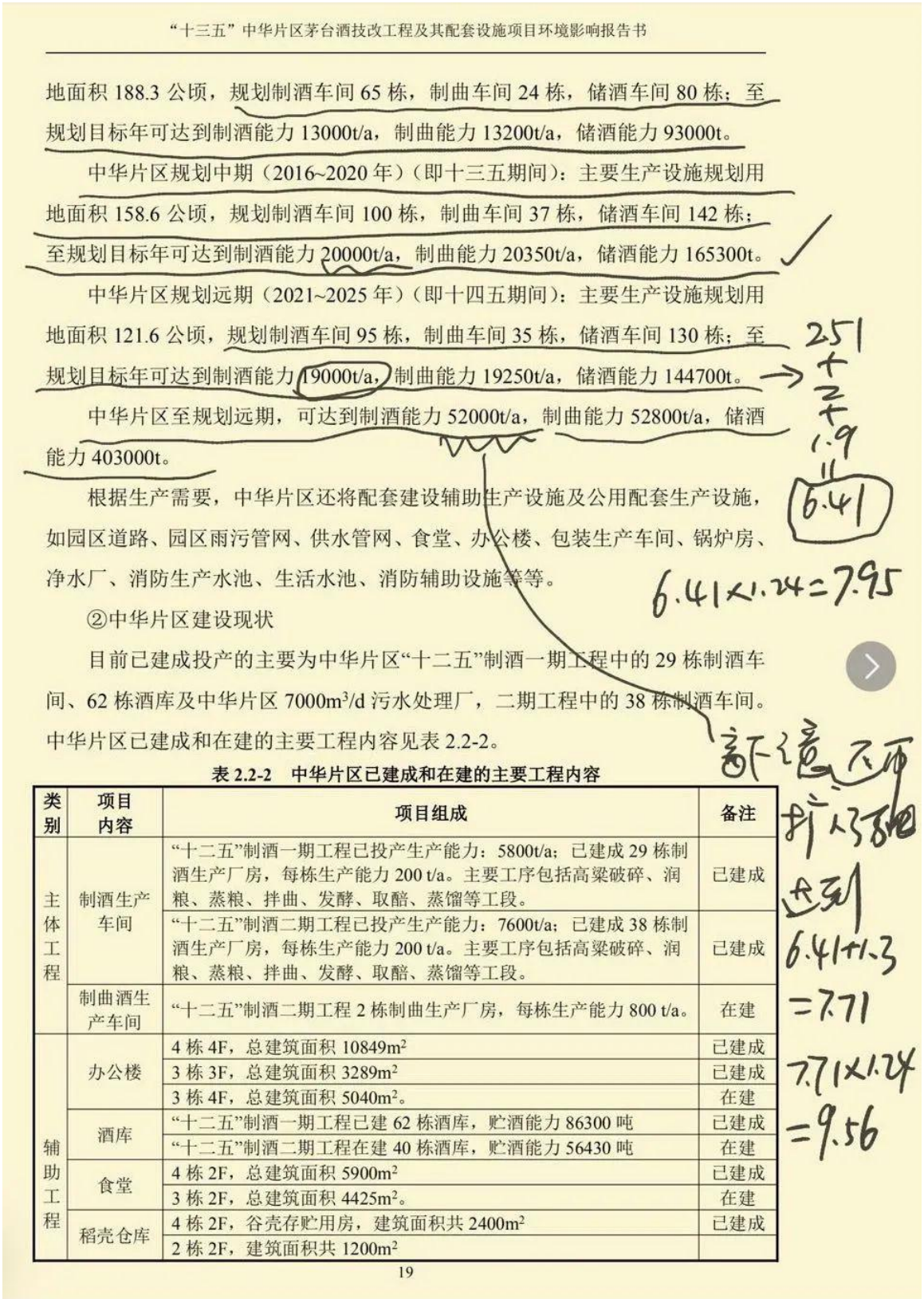
在我看来，目前制约茅台扩产的主要因素，一是土地，二是有机高粱种植面积。

论证、报批、启动、建设、投产，这个流程走下来，就算土地和高粱供应跟得上，估计茅台基酒产能的实际性增加，也不会早于保芳总说的 2027~2029 年；实际商品酒供应量的增加，不会早于 2031 年。

聊这个，是因为有部分朋友看到“论证扩产”的信息后，立刻乐观起来，类似“再造一个茅台”之类的憧憬已经在市场流传开来。

老唐要说的是，这不是新信息，很早以前就在做论证。

所谓十万吨之类的计算，几年前老唐就做过。给大家看一份笔记截图吧（鬼画桃符，将就看哈）



“十三五”中华片区茅台酒技改工程及其配套设施项目环境影响报告书

地面积 188.3 公顷，规划制酒车间 65 栋，制曲车间 24 栋，储酒车间 80 栋；至规划目标年可达到制酒能力 13000t/a，制曲能力 13200t/a，储酒能力 93000t。

中华片区规划中期（2016~2020 年）（即十三五期间）：主要生产设施规划用地面积 158.6 公顷，规划制酒车间 100 栋，制曲车间 37 栋，储酒车间 142 栋；至规划目标年可达到制酒能力 20000t/a，制曲能力 20350t/a，储酒能力 165300t。

中华片区规划远期（2021~2025 年）（即十四五期间）：主要生产设施规划用地面积 121.6 公顷，规划制酒车间 95 栋，制曲车间 35 栋，储酒车间 130 栋；至规划目标年可达到制酒能力 19000t/a，制曲能力 19250t/a，储酒能力 144700t。

中华片区至规划远期，可达到制酒能力 52000t/a，制曲能力 52800t/a，储酒能力 403000t。

根据生产需要，中华片区还将配套建设辅助生产设施及公用配套生产设施，如园区道路、园区雨污管网、供水管网、食堂、办公楼、包装生产车间、锅炉房、净水厂、消防生产水池、生活水池、消防辅助设施等等。

②中华片区建设现状

目前已建成投产的主要为中华片区“十二五”制酒一期工程中的 29 栋制酒车间、62 栋酒库及中华片区 7000m³/d 污水处理厂，二期工程中的 38 栋制酒车间。中华片区已建成和在建的主要工程内容见表 2.2-2。

表 2.2-2 中华片区已建成和在建的主要工程内容

类别	项目内容	项目组成	备注
主体工程	制酒生产车间	“十二五”制酒一期工程已投产生产能力：5800t/a；已建成 29 栋制酒生产厂房，每栋生产能力 200 t/a。主要工序包括高粱破碎、润粮、蒸粮、拌曲、发酵、取酯、蒸馏等工段。	已建成
		“十二五”制酒二期工程已投产生产能力：7600t/a；已建成 38 栋制酒生产厂房，每栋生产能力 200 t/a。主要工序包括高粱破碎、润粮、蒸粮、拌曲、发酵、取酯、蒸馏等工段。	已建成
	制曲酒生产车间	“十二五”制酒二期工程 2 栋制曲生产厂房，每栋生产能力 800 t/a。	在建
辅助工程	办公楼	4 栋 4F，总建筑面积 10849m²	已建成
		3 栋 3F，总建筑面积 3289m²	已建成
		3 栋 4F，总建筑面积 5040m²。	在建
	酒库	“十二五”制酒一期工程已建 62 栋酒库，贮酒能力 86300 吨	已建成
		“十二五”制酒二期工程在建 40 栋酒库，贮酒能力 56430 吨	在建
	食堂	4 栋 2F，总建筑面积 5900m²	已建成
		3 栋 2F，总建筑面积 4425m²。	在建
	稻壳仓库	4 栋 2F，谷壳存贮用房，建筑面积共 2400m²	已建成
		2 栋 2F，建筑面积共 1200m²	

19

说明会上高董的回答，我个人理解只是一种被逼到墙角的太极而已，并不意味着茅台马上要扩产。

投资者应保持冷静，不要被市场 PPT 专员慷慨激昂的故事打动。老老实实等扩建项目动工后，再去预测“几年后投产、再几年后供应增加”也不会晚。

2.洋河业绩说明会

5 月 21 日，洋河也召开了业绩说明会。

对我而言，这次说明会上有三个有价值的信息。

第一个新信息是关于经销商保证金减少的解释。

问：为什么 20 年经销商保证金大幅从 26.68 亿减至 2.79 亿元？

副董事长、总裁钟雨答：2020 年春节距离元旦较近，2019 年末收取了经销商备货保证金。2021 年春节距离元旦较远，2020 年末收取的备货保证金相对较少。

这个时间因素影响，我之前没有考虑到。

第二个新信息是公司首次披露库存水平处于历史最低。

问：公司经销商去库存情况如何？与历史相比，现在经销商库存水平是处于什么位置？

董事、执行总裁刘化霜答：**目前公司库存水平处于往年历史最低**，呈良性合理水平。

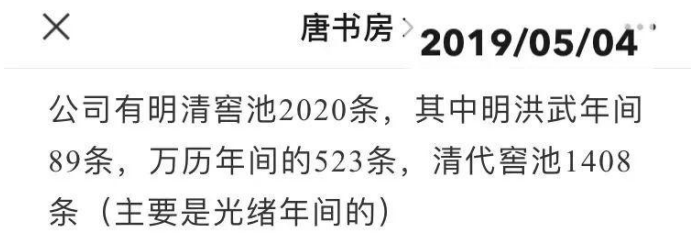
估计市场人士也是看到这四个字以后乐观起来，推动周五洋河股价大涨的。

第三个新信息是关于百年以上老窖池的数据。

问：公司百年以上老窖池的数量及产量情况？

副董事长、总裁钟雨答：百年以上窖池数量占总窖池数量的 3.4%，产量占 2.8%。

以前，老唐手头的老窖池数据是 2020 条（来自公司宣传资料）。



按照钟总披露的这个 3.4%，那至少有 70000×3.4%=2380 条以上。

逻辑上推测，和 2020 条的数据差异可能有两种来源：

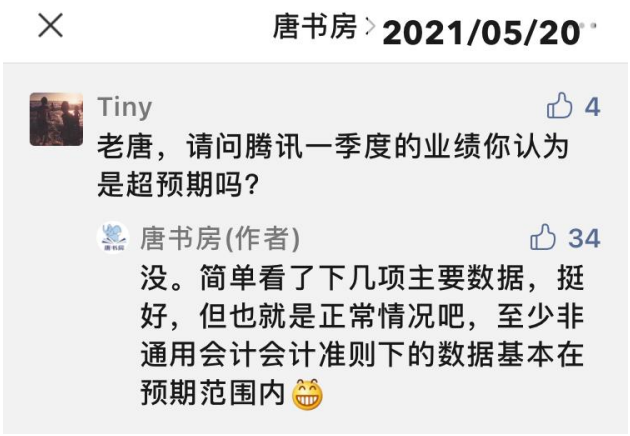
①1911~1921 年间挖的；②以前的 2020 条数据，不含双沟旗下的老窖池，本次 3.4%是将双沟老窖纳入了统计口径——推测是后者的可能性大。

3.腾讯一季报

5 月 20 日晚，腾讯发布一季报。

2021 年一季度营收 1353 亿，同比增长 25%；归母净利 478 亿，同比增长 65%；非通用会计准则下归母净利 331 亿，同比增长 22%。

当晚文章下面有朋友问我，腾讯业绩超预期吗？我回复说“没”。



去掉非现金项目的影响，一季度增值业务增速较低，同比增长仅 16%。这是预料之中的数据，主要是去年一季度普遍居家隔离，游戏收入基数很高造成的；

网络广告同比增长 23%，凑凑合合吧——媒体形态不同，基数不同，不能和分众一季度同比增长 3511%去比；

金融科技和企业服务同比增长 47%，单看这个数据当然不错，但主要是这个市场本身增长非常快，而不是小企鹅能干——实际上，华为云的市场份额今年已经超过腾讯云，跻身世界前五。

所以，我当时回复说“在预期范围内”。

就目前的小企鹅而言，短期业绩增速下降不是什么大问题，首期投资 500 亿推动“可持续社会价值创新”战略也不是什么大事儿。

真正称得上乌云的主要有两块，一内一外。

内部问题是反垄断利剑高悬。上月底市场传的有鼻子有眼的罚款 100 亿，至今也没见落下来。

反垄断，究竟是敲山震虎、点到为止，还是全面整治、定位逆转？阿里的 182 亿罚款，是结束的开始，还是开始的结束？……

这些事情大家都没答案，只能等待上面出招。

外部问题是

（此处删除 365 字）

这些话题背后的信息，我所知不多，不深谈。

不过，我相信优秀的企业、优秀的大脑自会去寻找解决方案。我相信小马哥和他的团队，不会辜负老唐支付给他们的工资💪

在我看来，目前价格的腾讯，依然在合理估值范围以内，成长路径依然清晰可见。如果市场先生恐慌出逃，我不介意继续笑纳馈赠。

4. 本周有 1 篇读书笔记入选。

入选笔记是：如何用四张清单来操作六字真谛——by@化石的平方

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

本周跑步两次，单次 10 公里，散步两次合计 14 公里。



周六同口径除皮净重 83.3kg（175cm），环比降低 0.5kg。

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🙏

第1025篇.　　2021.10.14 - 书房拾遗第28期

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-10-14

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。

大概每凑够四五千字，就推送一期。今天是第 28 期。



@Valen：唐老师，想请问一下持仓一个股票在买入当下是刚好是 40%的上限持仓，如果后续波动使得持仓占比超过 40%甚至 50%，是否会进行部分卖出？

如果波动使得持仓占比减少到 30%，是否会触发你继续买入？这种平衡持仓的方式是否正确？望指教，谢谢！

@唐朝：①一般不会。②价格合适有钱会买。③我不会去刻意平衡持仓。

@笑熬浆糊：请问唐师，茅台给地方带来的利益里面，哪些给了中央，哪些留在遵义？留在遵义的部分，仁怀本地可以获取多少？

@唐朝：茅台给国家创造的收益，核心是增值税、企业所得税和消费税（其他税种数额比较小）。

增值税中央和地方各 50%，企业所得税中央拿 60%，地方拿 40%；消费税全部归中央。

地方所得部分，省市分账。企业所得税是省上拿 15%，遵义拿 25%，至于遵义给仁怀分多少，不清楚。

增值税改革之前，归地方的部分大概是省上拿 1/3 左右，2/3 归遵义，增值税改革之后划分比例是多少，我现在不知道。

2021 年 9 月 4 日

@告别与怀念：请教老唐，如果分众传媒不再被视为周期股，买卖点是否需要上调？

@唐朝：如果不再视为周期股，需要上调。目前还暂时还不确定这个如果，所以暂不调整。

@Daniel：在分众当前 1000 亿市值情况下，老唐，请问分众分红还是回购股票注销更有利于投资者？

@唐朝：都差不多。

2021 年 9 月 4 日

@marobot：看彼得林奇的书，市盈率合理值与收益增长率相等，比如 6%的收益增长率对应 6 倍的市盈率。这说法合理吗？他和你的估值法什么区别呢？

@唐朝：向书房发送''peg''提取 2020 年 1 月的两篇文章，专门写了彼得.林奇估值方法的相关问题，以及和我的估值方法的区别。

2021 年 9 月 5 日

@冬天：老唐是怎么控制自己不盯盘的那？

@唐朝：不用控制。有其他事情做，自然就不盯了。实在闲得无聊，看看也没啥，反正看一眼又不会怀孕。

2021 年 9 月 6 日

@华星昊：请教唐师 在“all cash is equal”的指导思想下，假设我的能力圈内有 2-3 家公司（假设确定性差不多），且我每月有固定增量资金，那我可不可以在每月增量资金到账时，比较这 2-3 家公司哪个更“便宜”（都在合理价值内），更“便宜”的那个，我就买入，每家公司不设仓位。

@唐朝：个人建议还是给单只个股设个上限较好，保持对未知世界的敬畏。

2021 年 9 月 6 日

@有有：唐老师，请问您是如何初步判断一家公司是否有研究价值的？

@唐朝：历史记录比较赚钱，然后足够简单到我能看懂，大致预期可见的未来也能持续赚钱，然后就可以考虑深入研究了。

@有有：您说的足够简单是指企业主营业务吗？

@唐朝：足够简单就是你能明白他靠卖啥赚钱，让你去卖你也能知道怎么卖的那种。

2021 年 9 月 6 日

@天街小雨：今年的股市走的够跌宕起伏的，想知道老唐的心情真的不受股市涨跌影响吗？

@唐朝：真的。

@天街小雨：只是老唐想过没有:如果有关方面真的想让游戏产业像课外培训机构一样，腾讯是不是也

会像新东方一样，跌的爹妈不认？

@唐朝：想过。我的判断是不会，所以就很淡然了噻。

@天街小雨：我的腾讯仓位占比超过了 50%，主要是伴随着股价下行，不断加仓，最后一次加仓是 440 元，以为不会再跌了，可还是眼睁睁的看着它跌到了 412 元！

这件事给我的教训是：永远也不要满仓，因为总会有惊喜（惊吓）等着你！

@唐朝：这是因为你对股价还抱有“以为不会再跌了”的观点，所以才会有惊吓。像我这种对股价波动从来没有观点的人，涨跌都不是惊吓。

2021 年 9 月 6 日

@左军平：唐老师，你给茅台和洋河的买入和卖出标准为什么都差不多？茅台护城河更强，不应该设置更宽松一些吗？

@唐朝：茅台的买点要稍微宽松一点，大致也算对这一点的体现吧。另外，护城河强弱，其实在增长率预估、净利润预估上也都能体现，无需为所谓的“强”这个特点，单独去定一个尺度。

2021 年 9 月 6 日

@物语星空：唐老师，腾讯最近不太平。游戏受到了防沉迷影响，游戏很多未成年选择退款，其他的业务受到反垄断影响。老师您怎么看呢？

@唐朝：感谢这些不太平，否则怎么可能让我捡到那么多股权呢？

2021 年 9 月 6 日

@星辰：老唐，今天看了一篇文章，说山西汾酒可能要回归三甲，您觉得这种可能性大吗，对洋河会不会形成某种压力？

@唐朝：形成压力是好事儿，有竞争才有更好的发展。不过很可惜它俩不是一类产品，实际上形成不了什么竞争。洋河真正的对手是类似于剑南春这样的企业。

2021 年 9 月 6 日

@王林：老巴持有比亚迪，为啥现在比亚迪市盈率这么高了也不卖呢？为什么这时候他们反而不考虑市场先生的疯狂呢？

@唐朝：这个他没详细分享过，我对比亚迪又没有研究，所以不好去猜不卖的原因。

但这笔投资可能不算是巴菲特自己做的，因为他原话说过：“我对手机或电池行业一无所知，汽车原理我也不懂。但芒格和索科尔都是聪明人，他们懂这些。”，这事儿拿主意的应该是芒格。

2021 年 9 月 6 日

@邓聪：最近看到有观点认为，虽然未成年人的营收贡献在游戏中极低，但是

1、丧失这些不掏钱的客群后，游戏的客群基数下降，愿意掏钱的成年人也会下降。

2、对电竞行业影响非常大，因为电竞选手都是从十几岁的孩子开始培养的，到二十岁基本就快退役了。电竞受影响，一款游戏的生命周期会下降不少。

这两个观点您同意吗？

@唐朝：同意。但不觉得是个多大的事儿。

2021 年 9 月 6 日

@Johnson：唐老师，保险年金类产品有 3.5-4.5%的复利，还可以保持这部分钱的长期纪律性，想请教

值得投吗？谢谢！

@唐朝：所有的年金类保险产品，对于具备基础知识的投资者来说，价值均为负。因为投资者兜底回报要求也应该考虑不低于 8%，即指数基金长期回报 10%±2%的底线水平。

2021 年 9 月 6 日

@泉：花属于全体股东的钱去回购并不注销然后给部分人，听上去股东利益是受损的呀，还是说假设这部分人拿到激励会创造更多的利润所以打平了？

@唐朝：一间公司花钱出去，并不意味着公司或股东就受损，关键要看买回来的东西是否物有所值。超值受益，等值白干，不值受损。

买房如此，买地如此，买厂如此，买员工的劳动亦是如此。

2021 年 9 月 8 日

@大爱清城：增发，其实是稀释了大股东的权益，比如总股本 1 亿股，大股东占比 60%为 0.6 亿股，增发 20%，总股本变成 1.2 亿股，大股东占比变成了 0.6/1.2=50%,所以对大股东是不利的。

但回购注销往往能推高股价，这个对股东又是有利的。

@唐朝：增发并不只是稀释大股东权益，是同比例稀释所有股东的权益。

2021 年 9 月 8 日

@吕向阳 1990：请教唐师一个问题：分红后的资金接着买入这家公司股权，那不就是本金没有增加但是股权增加了，理论上说长期来看是可以私有化这家公司的，是这样子吗？

@唐朝：如果企业一直赚真金白银，一直分红，而股价又一直不变或一直跌，你的确可以。

但很遗憾，资本不会给你这样的机会的。能持续赚回真金白银的企业，其股价根本就没有机会一直跌，甚至很难有机会一直不涨——其实这也是在股市确保赚钱的秘笈。

2021 年 9 月 8 日

@陈果：如果好的公司分红再投资，应该还是比现金在公司账上低效率的待着，要好得多吧？

@唐朝：这要看再投资的股价。答案并不一定。

2021 年 9 月 8 日

@飞翔：原有持仓股票分红后，一段时间又买入一部分然后卖出同等部分，会扣原持股的红利税吗？

@唐朝：当天完成的等量换手，系统不算你有过买入卖出。不是当天或不是等量的部分，就按照先进先出计算持股期，并计算是否需要补税以及按什么税率补税。

2021 年 9 月 8 日

@如风：老唐您好，我仔细看了分众的半年报，非常惭愧硬是没看出来哪里写了分众要把回购的股份注销，麻烦老唐指点，到底是那一块提供了注销股份的明确信息。谢谢。

@唐朝：不在半年报里。是发半年报的时候，公司同时发布了一篇公告，题目叫《分众传媒信息技术股份有限公司关于变更注册资本并修订公司章程的公告》，这篇公告就是写拟注销回购股份事宜的。

2021 年 9 月 8 日

@起风了：一只股票财报不好，但是想象力和以后的确定性非常好，这个时候财报还重要吗？

@唐朝：这要看你的想象力和确定性从哪里得出的，可靠性到底有多大。如果有足够的证据证明未来赚钱的确定性非常高，那当下财报好不好确实不重要。

2021 年 9 月 8 日

@胶王：内在价值低于市价，公司就增发；内在价值高于市价，公司就拼命回购注销。

我们是不是有这样一种方法：专门研究老板和管理层，如果是一群让人很满意的老板和管理层，那我们就完全可以根据他们的回购或者增发来进行买出和卖入啊！

@唐朝：理论上没错。但如果一家公司的老板和管理层，拼命琢磨怎么从股东的口袋里赚钱，恐怕很难评价为“让人很满意”，你不会有与虎谋皮的感觉吗？

2021 年 9 月 8 日

@王兆欣：回购还未注销的情况下，回购部分的股票参与分红吗？

@唐朝：不。

2021 年 9 月 8 日

@Captain：我认为回购不注销损害了股东利益，除非他创造了激励的价值。

@唐朝：回购不注销，其实就是公司拿钱买了股票，只不过的买的不是腾讯的股票，不是茅台的股票，是自己公司的股票，仅此而已。

资产从钞票形态变成股票形态，只是一个中性行为，不能直接说有利或有损。如果买的股票低估，就有利于股东利益。高估就损害股东利益。

激励是另一码事。激励的利弊要点在激励方案，和股票来自回购还是来自增发无关。

2021 年 9 月 8 日

@观潮听涛：看您的《巴芒演义》里写的，巴菲特为了多买点股份还张贴广告。当时的美股市场属于一个什么样的市场呢？

@唐朝：有点像最近二十多年前中国各地广泛存在的一级半市场，缺乏电子及时报价和买卖委托手段，依靠经纪人联络买卖。

或者你可以参照二手房市场，差不多的，买卖双方可以自行寻找交易方，也可以依靠经纪人牵线，最终在股份公司证券部或专业股权托管登记机构办理过户。

2021 年 9 月 8 日

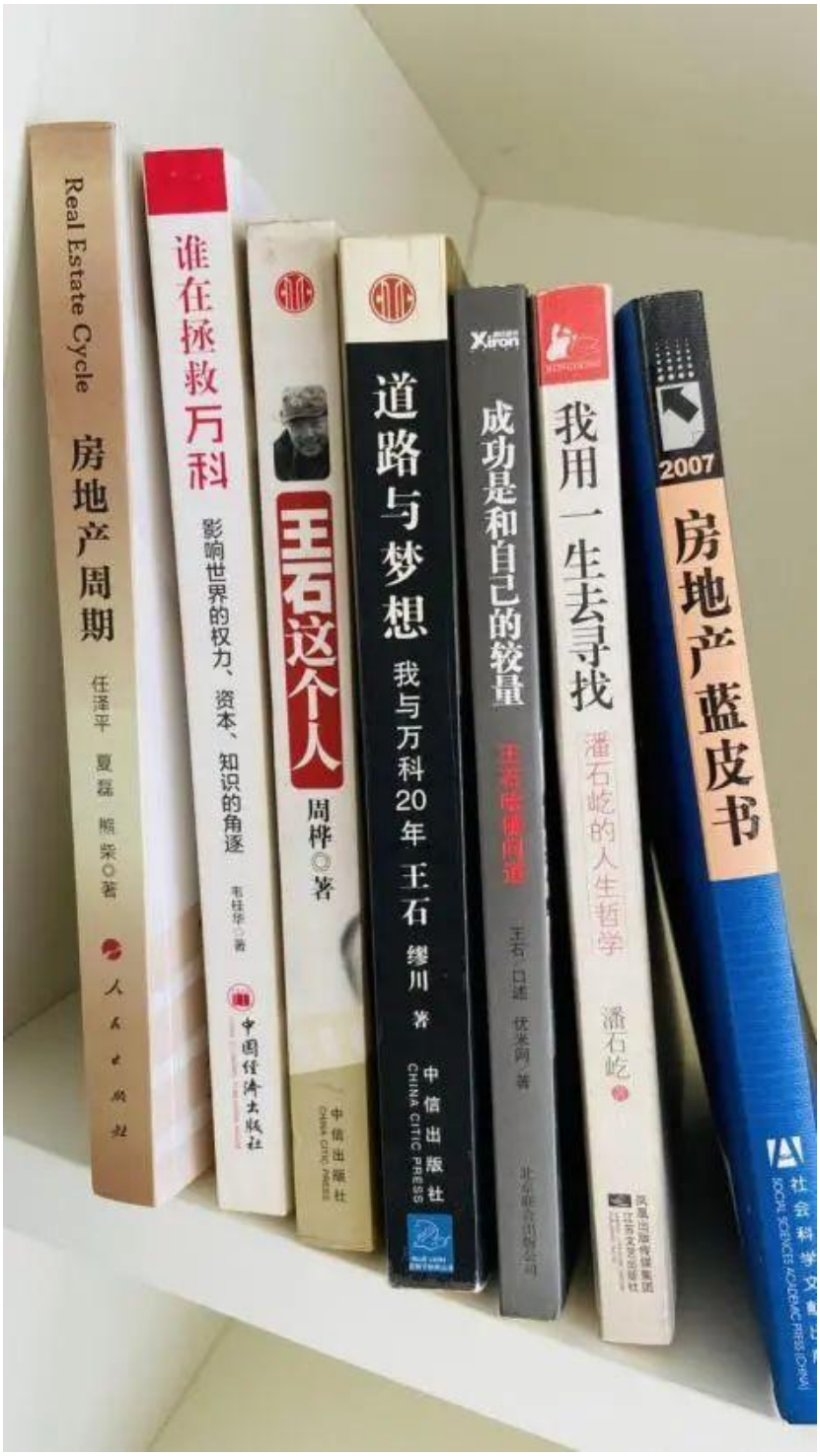
@Mintyson：茅台从国有独资变成国有控股，代表着什么呢？

@唐朝：没什么关注价值，是茅台集团的变动，与股份公司无关。简单的说就是茅台集团原来由国资委独家掌控，现在将部分股份划拨给财政厅下属全资子公司持有。估计是为了便利财政厅利用茅台集团的股权做一些债权担保。

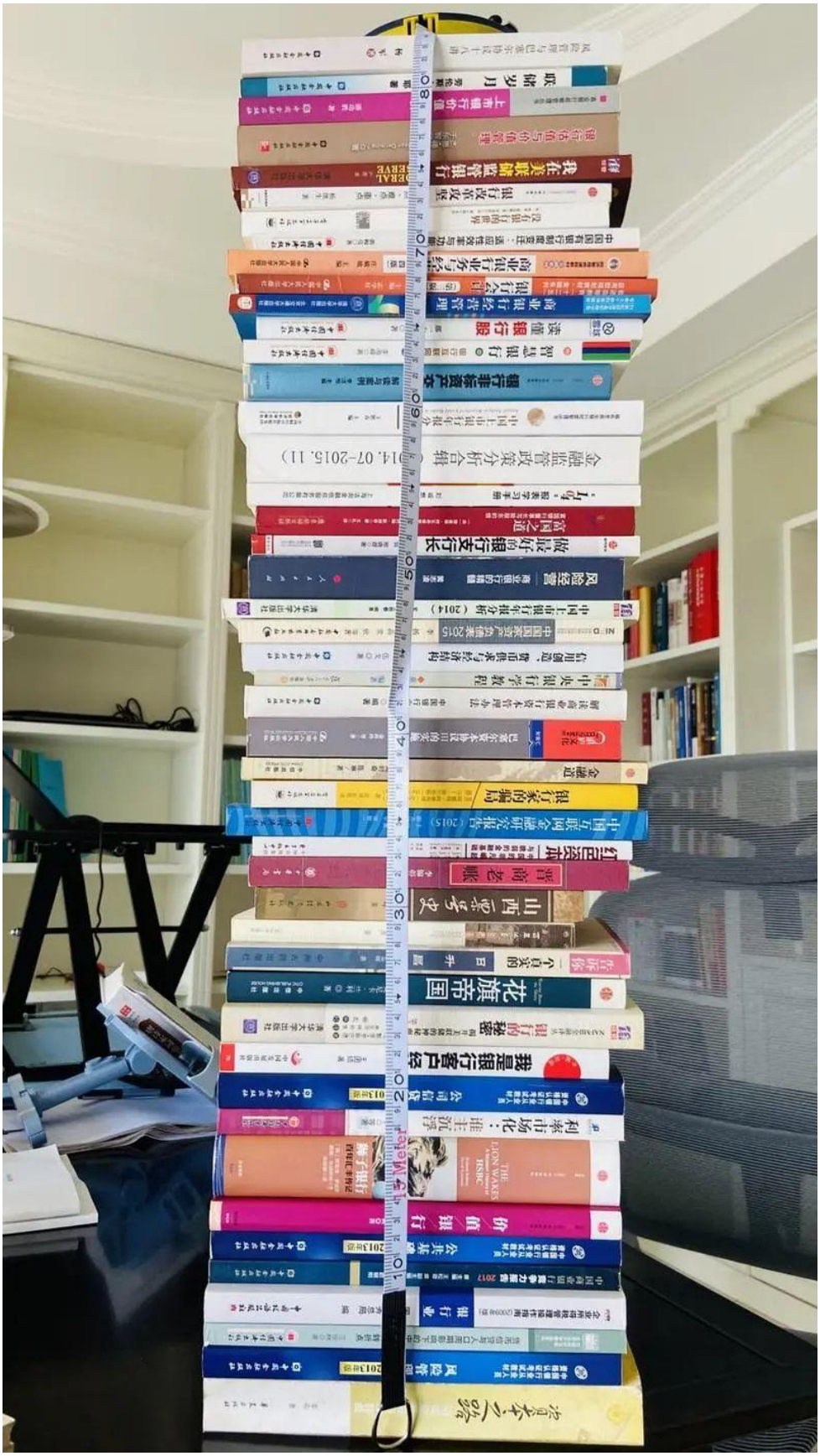
2021 年 9 月 9 日

@唐朝：对于投资者来说，不仅资金无时无刻需要比较，其实时间和精力也存在着性价比问题。

开箱拆出的这几本地产类图书，展示了当年为了理解万科这个股市优等生，还是颇花了些精力的（这肯定只是其中一部分），然而结果还是吃不准，不敢去下手。



更夸张的是银行。下图最多是读过的银行相关书籍的 1/2 至 2/3，因为我清楚地记得丢过一大堆，结果呢？其实也没赚到多少钱。



与之形成鲜明对比的是最近的陕西煤业，前后可能耗时不足一周，就看过几份财报几份研报，一两篇文章的事儿。论获利的绝对金额，已经接近我在银行里泡几年的利润总和了——当然，主要是本金基数差异导致的。

有些行业，就是简单，轻轻松松就能理解。有些行业就是复杂，耗费大量精力也不一定能理解。

就像企业一样，有些企业就是天生命好，随便怎么乱来，也是赚多赚少的事儿。

有些企业就需要管理层殚心竭虑，如履薄冰，稍有差池便跌落尘埃。甚至自己啥也没做错，纯粹是隔壁傻×犯错，你无辜受牵连跟着被雷劈！

所以啊，阅读越多，越觉着巴神的''我们不挑战恶龙，我们只是躲开它''，芒格的''知道会死在哪里，就不去哪里''的农夫，才是真正的大智慧，被严重低估的大智慧。

巴芒两蓑翁，历遍穷通。

一比农夫一避龙。

若是见钱就伸手，耗死英雄。

确定成长偶相逢，风虎云龙。

财富增长笑谈中。

放眼全球高手里，谁与争峰？

@UUvv：“男怕入错行，女怕嫁错郎”，企业行业千差万别，入门需谨慎。

@周明芃：相比较跳三尺高的栏杆和跳一尺高栏杆的问题，投资不是体操比赛，比谁的动作越花哨分越高，比的是投资确定性。

最怕是研究到最后自以为自己懂了，实际没有懂，我在保险上就是碰到了血的教训

@Cq：越智慧懂得越多的人越谦虚。反观我自身，年报没看几份，书没读几本，就以为掌握了什么真相，本质上还是在碰运气。

@李荣华：“在经历了 25 年的管理与经营各种不同事业的岁月之后，查理跟我还是没能学会如何去解决企业的难题。不过我们倒是学会了如何去有效地避免它们。

在这点上我们倒是做得相当成功。在跨越企业的栅栏时，我们专挑那种低于一英尺的栏杆，而尽量避免跨过那种高于七英尺的栏杆”——巴菲特致股东信 1989 年。

2021 年 9 月 9 日

第1026篇.　　2021.10.16 - 老唐实盘周记20211016

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-10-16

本周交易

无

目前持仓

目前持仓：腾讯 39%，洋河 24%，茅台 18%，分众 8%，古井贡 B5%，陕西煤业 6%，另有观察仓海康威视和福寿园不计。

下表除“当前股价”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	39%	72000±10%	＜36000	80000	39335	495.60	-11.88%
洋河股份	24%	4200±10%	＜2100	4700	2776	184.24	-20.93%
贵州茅台	18%	26400±10%	＜13200	35000	24081	1916.97	-3.12%
分众传媒	8%	①	＜770	1980	1138	7.88	-19.24%
古井贡B	5%	920±10%	＜460	1060	448	102.58	-3.39%
陕西煤业	6%	①	＜1020	2500	1408	14.52	69.54%
沪深300						4932.11	-5.36%
上证指数						3572.37	2.86%
2021/10/16			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8271	

注：①采用席勒市盈率估值的企业，不估算三年后估值；

②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；

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。

附：上期数据

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	39%	72000±10%	＜36000	80000	38274	481.80	-14.33%
洋河股份	24%	4200±10%	＜2100	4700	2686	178.23	-23.51%
贵州茅台	18%	26400±10%	＜13200	35000	23109	1839.60	-7.03%
分众传媒	8%	①	＜770	1980	1102	7.63	-21.80%
古井贡B	5%	920±10%	＜460	1060	448	102.36	-3.60%
陕西煤业	6%	①	＜1020	2500	1397	14.41	68.25%
沪深300						4929.94	-5.40%
上证指数						3592.94	3.45%
2021/10/9			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8275	

收益

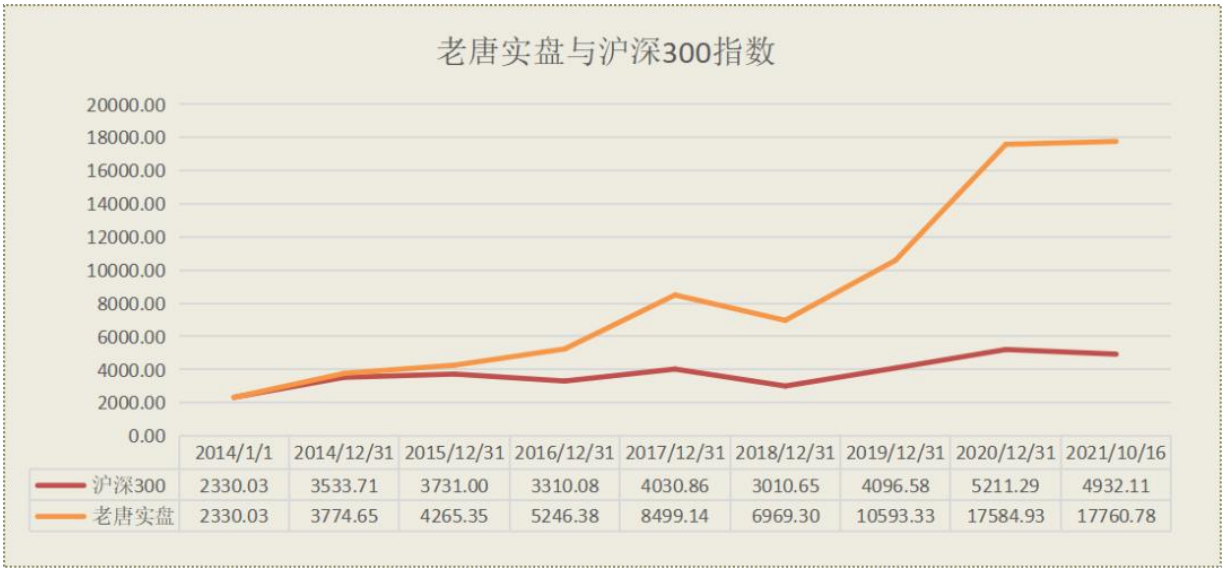
本周实盘净值上涨约 3%。2021 年年内收益从上周末的-2%，变成本周末的 1%（四舍五入）。

老唐实盘	年度收益	期末净值	期限/年	年化收益	HS300涨幅	HS300净值	HS300年化
2014	62%	1.62	1	62%	51.66%	1.52	51.66%
2015	13%	1.83	2	35%	5.58%	1.60	26.54%
2016	23%	2.25	3	31%	-11.28%	1.42	12.40%
2017	62%	3.65	4	38%	21.78%	1.73	14.70%
2018	-18%	2.99	5	25%	-25.31%	1.30	5.22%
2019	52%	4.55	6	29%	36.07%	1.76	9.88%
2020	66%	7.55	7	34%	27.21%	2.24	12.21%
2021/10/16	1%	7.62	7.79	30%	-5.36%	2.12	10.12%

注①：老唐实盘年度收益率，按基金净值法和实际收益率**孰低**取值，均不含新股收益。

注②：沪深 300 指数收益未包含每年 2%左右的分红，数据略有低估。

实盘与沪深 300 指数对比图



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/10/16
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	5211.29	4932.11
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	17584.93	17760.78

重要事项

本周各持股公司大事不多，简评如下：

- 陕煤旗下一煤矿发生事故，造成 4 死 6 重伤——事故矿停产整顿是必然的，直接降低陕煤煤炭产销量。
- 茅台触及内部制度性腐败的第一刀——展示了新的领导人敢于动真章，直接触及内部制度性腐败的钱包。
- 分众传媒下周五分红——每股分 0.208 元，周四收盘有股票的，预计周五开盘前红利到账。分红时不扣税，全额到账。

****

细心的朋友可能注意到了：今天的重要事项部分，模样变了，增加了以前有朋友讨要过、但被我拒绝的重要消息简评环节。

是的，我做了小修正。主要为了方便仅仅关注老唐买卖及持仓记录，以及只是随便看看的朋友，估计有几万人有这种需要😁

这部分朋友**看完上述简评后，就可以直接退出，比较节约时间**。

正如迅哥儿的名言：生命是以时间为单位的，浪费别人的时间等于谋财害命；浪费自己的时间，等于慢性自杀。

只是对代码和交易感兴趣的朋友，被迫阅读老唐的长文啰嗦，客观上相当于被老唐谋财害命，非我所愿也。所以，增加此环节、彼此便利🙏

以上，是个简单告知。剩下喜欢听老唐啰嗦的朋友，请继续往下读。

1. 陕煤事故。

2021 年 10 月 11 日下午，陕西彬长胡家河煤矿事故。当班入井 566 人，事故造成 4 人死亡、6 人重伤、65 人轻伤。

这事情尴尬的是时间点。就在两周前（9 月 24 日），中国煤炭工业协会刚刚召开了煤炭工业安全高效矿井建设工作会。

会上，陕煤总经理王世斌以陕煤经验为例，做了以智能建设促安全生产的专题报告，获得了与会领导、

嘉宾的广泛关注、高度认可和一致好评

注：王建斌的报告题目为《加快“智能矿井，智慧矿区”建设，助推煤炭企业实现高质量发展——陕煤智能化建设的探索与实践》。

报告分享了陕煤“通过智能采煤、智能掘进，智能辅助、智能安监、智能治灾、智能机器人、智慧矿区等方面的建设，从根本上改善了井下作业环境，取得了行业有目共睹的优异成绩，为企业实现高质量发展起到保驾护航作用”的先进经验。

结果半个月后，就出了这么大的事故。

但根据国家矿山安全监察局的结论，该矿为国有重点煤矿，正常生产矿井，证照齐全，事故原因需要进一步调查。

该矿以前的安全生产记录一直良好。本次事故，不用看分析报告，推测上原因无外乎有二：

其一是陕西持续暴雨导致的开采条件恶化；

其二是全国一盘棋敦促各地煤企加大生产，以保障电力供应及平抑高涨的煤价，从而导致安全生产标准的放松。

直接影响有三：一是陕煤的直接赔偿，二是胡家河矿停产整顿，三是长武县乃至咸阳市所有大小煤矿，可能连带吃瓜落，一起停产安检。

直接赔偿部分有规定、有保险，心理影响大过实际影响。

借此感叹一句，我们经常说“生命无价”，但那是在有得选的情况下说的。对于很多没有选择的人，生命就是赤裸裸地挂着价格标签。

就拿煤炭生产来说，本就有个允许的“百万吨死亡率”指标。很残酷，却是客观存在的事实。

我们随手一按开关，灯就亮了，我们随时随地拿起手机刷新闻、刷视频，背后是一群脸上抹的黑乎乎、咧着一口白牙，冒着随时可能与家人永别的风险，在地下数十米、数百米甚至一千多米的矿坑里劳作的汉子们，用肩膀和生命给的支撑

生命无价，主要是因为有得选。没得选的时候，生命甚至可能连一个馒头也不值。所以啊，朋友们努力吧！你的所有努力，都是为了让自己有得选，让家人有得选。

胡家河矿的停产整顿，会降低陕煤的日产销煤炭数量。

该矿年核定产能 450 万吨，去年营收约 20 亿，净利润约 5 亿。以近期的煤炭行情随口估，每停产一个月，可能少赚近亿——上市公司持有胡家河煤矿 80%股权。

这个很容易懂，不解释了。

只是长武县范围内，甚至是咸阳市范围的各类大小煤矿，难免要跟着吃瓜落，通通停产安检——这是安监部门的常态化工作模式。

直接影响就是煤炭供应量会减少，对冲了部分发改委核增产能的效果。

2.茅台向制度性腐败开刀。

本周有媒体报道，茅台公司 10 月 11 日通知：自 2021 年 10 月 12 日起，入住茅台国际大酒店不再享有以 1499 元购买飞天茅台酒的资格。

只是在酒店餐厅消费满 1000 元时，还能以 1499 元购买飞天茅台一瓶供就餐饮用，消费满 1500 元可购买两瓶就餐饮用。就餐饮用均需退瓶和胶帽。

为丁董鼓掌，终于向制度性腐败的腰包捅出一刀。

虽然仅仅是非常小的一刀，但也是个良好的开端，是直接触及部分人利益的真干。

一直以来，入住茅台大酒店的客人，有权以 1499 的价格购买 1 瓶 53 度飞天茅台的诡异政策，首先导致大量黄牛长期霸占酒店，直接躺赚。

——按照转手卖 2800 元/瓶，房价 1300 元/晚估算，那可真是：两只黄牛睡一宿，一千三百到腰间。若能赖床一个月，便可净赚四万元

〈注：最便宜的两种房间定价 1235 和 1285 元，均赠送 316 元餐饮消费券〉

再后来发展为组织异地老头老太（本地身份证不允许入住）到茅台镇睡觉赚钱的活动——更狠的，还有顺带以免费茅台游的噱头，忽悠老头老太们买养生保健产品的

当然，最终还是逃不过经济规律，订房资格有了明确的黑市价：每间每晚预定资格大致售价 800~1200 元。

这些扭曲的行为，不仅导致灰色财富流向酒店员工及茅台部分领导手中——茅台国际大酒店共有房间 274 间/套，意味着掌握预定房间资格的领导和工作人员，每天可能有数十万灰色收入。

同时还造就了大量专门去睡觉的人力物力浪费，排挤了正常的商务旅游入住。

高董就职一年半，这种畸形利益分配机制毫无改变。丁董才来一月半，砍刀就已经劈向了利益团体的钱包，这不禁让我提升了对丁董的期望。

10 月 11 日和 12 日两天，茅台新董事长丁雄军还带领公司部分核心管理人员，进京拜访中国轻工业联合会、中国食品工业协会、中国酒业协会等行业组织及业内专家。

老唐个人判断：疑似为茅台酒提升出厂价做准备的进京沟通和汇报

——注意，没有证据，纯拍脑袋的。很可能是因为持仓带来“邻人偷斧”式的判断，不可作为投资依据。

当然，这也是老唐半年前就写过的判断：2022 年茅台酒上调出厂价几乎是板上钉钉的事情。



部分原因我在 4 月 1 日的文章中已经谈过，且整理后以《贵州茅台 2022 年再跃进》为题发表在 4 月 9 日的《证券市场周刊》上。

另外部分不便公开发表的内容，我在 8 月 18 日以彩蛋形式做了分享。文章题目为《关于茅台提价问题的补充解释》，截止今天也已经有 1822 人读过。

关于茅台提价问题的补充解释

永远好奇的唐朝 唐书房 8月18日

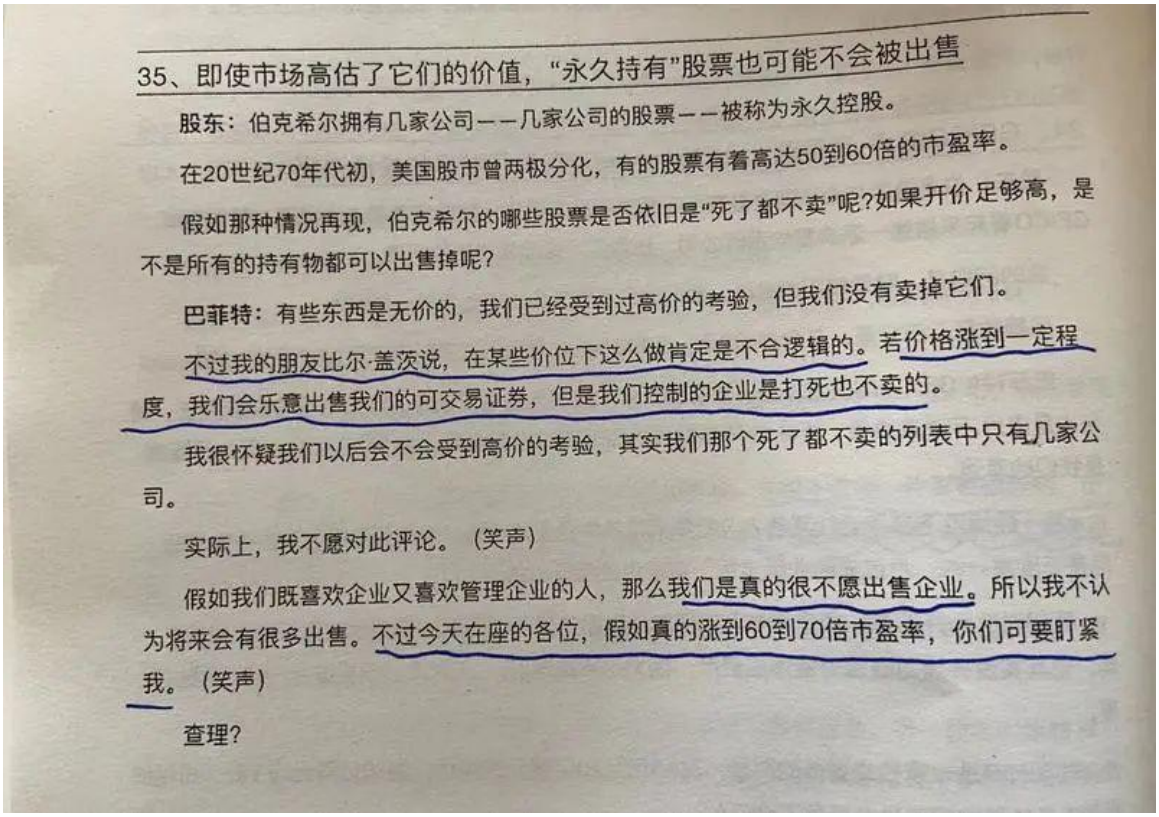
除了4月1日的《茅台2020年年报简评》及4月9日发表在《证券市场周刊》的《贵州茅台2022再跃进》一文里谈到的提价预测，我额外再补一点关于茅台为什么最近几年不涨价，以及为什么预期2022年会调价的个人推理。

至于结果是否会如此，我们拭目以待，让时间作证😎

不知不觉，茅台从本轮调整的最低点 1525.5 元（8 月 20 日），到今天也上涨了约 25%。

老唐目前仅仅持有茅台 18%仓位，它或许展示了“高估卖出后买回”这个理想动作，难度可能相当高。

10 月 6 日，我在重读《伯克希尔股东大会问答》时遇到这样两段文字：



35、即使市场高估了它们的价值，“永久持有”股票也可能不会被出售

股东：伯克希尔拥有几家公司——几家公司的股票——被称为永久控股。

在20世纪70年代初，美国股市曾两极分化，有的股票有着高达50到60倍的市盈率。

假如那种情况再现，伯克希尔的哪些股票是否依旧是“死了都不卖”呢?如果开价足够高，是不是所有的持有物都可以出售掉呢?

巴菲特：有些东西是无价的，我们已经受到过高价的考验，但我们没有卖掉它们。

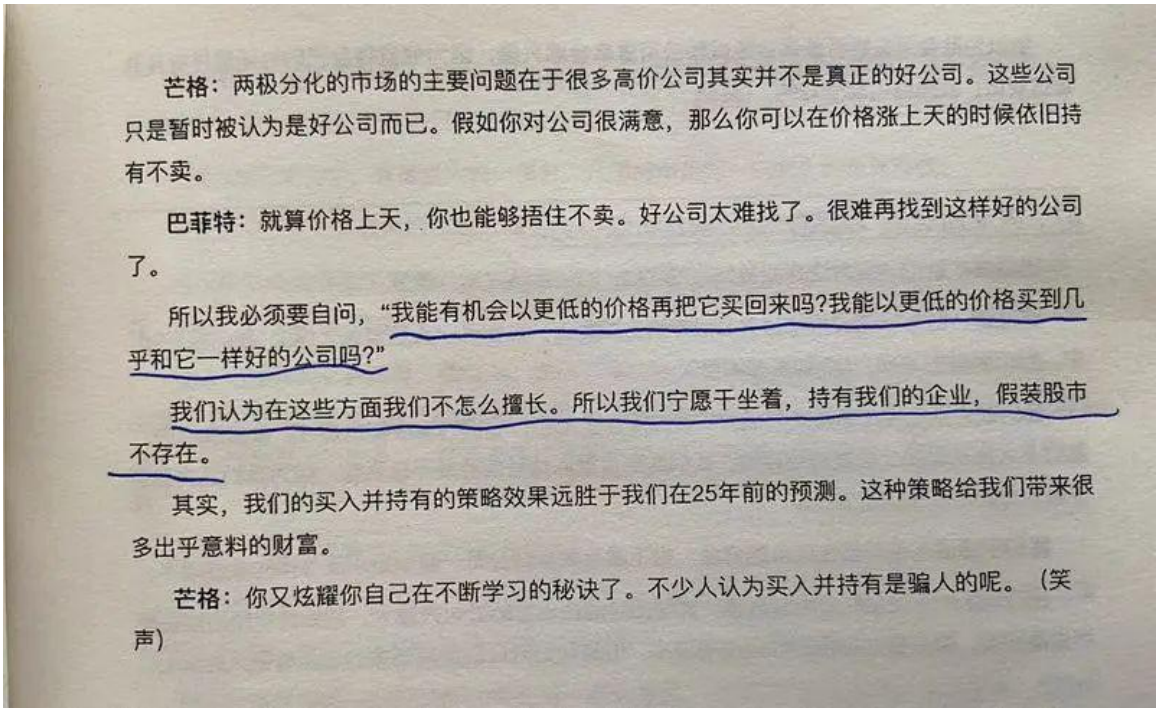
不过我的朋友比尔·盖茨说，在某些价位下这么做肯定是不合逻辑的。若价格涨到一定程度，我们会乐意出售我们的可交易证券，但是我们控制的企业是打死也不卖的。

我很怀疑我们以后会不会受到高价的考验，其实我们那个死了都不卖的列表中只有几家公司。

实际上，我不愿对此评论。（笑声）

假如我们既喜欢企业又喜欢管理企业的人，那么我们是真的很不愿出售企业。所以我不认为将来会有很多出售。不过今天在座的各位，假如真的涨到60到70倍市盈率，你们可要盯紧我。（笑声）

查理?



芒格：两极分化的市场的主要问题在于很多高价公司其实并不是真正的好公司。这些公司只是暂时被认为是好公司而已。假如你对公司很满意，那么你可以在价格涨上天的时候依旧持有不卖。

巴菲特：就算价格上天，你也能够捂住不卖。好公司太难找了。很难再找到这样好的公司了。

所以我必须要自问，“我能有机会以更低的价格再把它买回来吗?我能以更低的价格买到几乎和它一样好的公司吗?”

我们认为在这些方面我们不怎么擅长。所以我们宁愿干坐着，持有我们的企业，假装股市不存在。

其实，我们的买入并持有的策略效果远胜于我们在25年前的预测。这种策略给我们带来很多出乎意料的财富。

芒格：你又炫耀你自己在不断学习的秘诀了。不少人认为买入并持有是骗人的呢。（笑声）

我当时小范围发帖感慨到：

1996 年股东大会上的这段问答，可能是大部分“死了都不卖”的所谓“纯正价投”的主要理念依据。

然而，第一，后来巴菲特认错了，承认 1998 年坚持不卖可口可乐是过于乐观了——芒格也认错，说自己对可口可乐的业绩增长和估算错的离谱；

第二，本文里主要谈的是“控股公司”死了都不卖，控股公司主要指旗下非上市公司，出现六七十倍市盈率的实业家收购报价的概率本就近于零；

第三，即使如此，巴神这段话里依然暗示了“真到了六七十倍市盈率，我会不会卖，真心说不好哦”的意思——上面第一张截图里的“假如真的涨到 60 到 70 倍市盈率，你们可要盯紧我”。

不过，好公司卖出去再买回来，的确是挺难的，各种意外都可能导致错过。

比如我今年的茅台，是春节前以均价 2149.72 元，2366.2 元，2582.22 元分三次抛掉的，总体卖出均价约 2366 元。卖出后设置的计划买回位置如图：



春节后在均价 1954.74（误操作的 1%）、1827.5、1691.67、1663.18、1573.48 分五次买回。

但由于到 1560 设定买点后没有足够的钱了（此位置计划买到 32%仓位，实际只达到 18%仓位），所以平均买价是 1730 元（含 1954.74 的误操作在内），只买回了年初卖掉股数的 53%。

这就是不可测因素造成的遗憾。

如果 1573.48 元位置有钱买够计划量，我不仅能够将年初卖掉的股数全部买回来，还能略多一点点。

然而，意外总会从你想不到的地方冒出来，所以我目前实际持有茅台股数只有春节前持股数量的 57%。

因此，正如二老所说，好公司重新买回来实在太难了，我们不擅长，所以我们假装股市不存在——假装不在大法我也经常用😁。

这种方法其实也是合理的，是对自己能力谦虚认识下的一种次优选择。

只不过，春节前那些要开除老唐出价投圈的“纯正价投”，内心却将其拔高为“死了都不卖是更高端的、更纯正的、甚至是唯一正确的作法”，并对其他不同作法展开口诛笔伐，这就是完全跑偏了。

假设明后年茅台股价到 3500 元以上，对比我今年 2366 卖出 1730 买回部分的“赚差价”操作，是否能比那些呆坐不动的投资者收益更好，其实很难预测，甚至根本无法预测。

这可能也是投资优质企业的魅力所在吧！哪怕你作死，结果也只是多赢少赢的区别。不像题材热点、垃圾企业，稍不小心可能就真死硬了😝

我的“永远比较”原则决定了，股价到达预设卖点，我是会卖出的，过去是、今天是、未来还是。

只是我明白我卖出后依然可能大涨，卖出后有可能会买不回来，我愿意承受这样的后果，我愿意被围观者嘲笑，且绝不会去抨击作法和我不一样的投资者“水平差、价投思想不纯正”而已😄

3. 分众分红。

分众传媒发布公告，预计 10 月 22 日（下周五）实施中期分红。

这是半年报里发布的分红方案，相关分析和影响我在《老唐实盘周记 20210828》一文里已经谈过，此

处就不重复了。

周五收到分红，我可能会有三种选择：腾讯、分众或美的。

具体买谁，要看届时个股的价格情况。不过，合计也就约实盘 0.2%的现金红利，怎么处理都无关紧要。

本周运动

本周跑步一次 10 公里；室内骑动感单车两次，单次一集电视剧时间；陪我家领导散步一次 7 公里。



同口径除皮净重 84.3 公斤，环比持平——175cm。

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😀

第1027篇.　　2021.10.18 - 书房拾遗第29期

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-10-18

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。

大概每凑够四五千字，就推送一期。今天是第 29 期。



@黄光明：想看看张五常的书，能推荐下书名吗？

@唐朝：张五常“所有”的中文书籍均推荐，包括和经济学无关的散文集。

2021 年 9 月 10 日

@Peter：唐师，关于读财报你有什么顺序吗，是由近到远还是远到近，还是先看经营有波动那几年？

@唐朝：随意，去看就是好的。从任何地方开始，你最终都会找到正确的路。

重要的是不要老在岸上思考“游泳应该先伸左手，还是先伸右手，脚应该怎么配合，口鼻如何配合…… ”，重要的是：下水。

2021 年 9 月 11 日

@沉默：请教唐叔，私营企业在非常细分和冷门行业，和在红海热门风口行业，您更赞同哪一种？

@唐朝：核心还是要看竞争优势，你可以做什么是别人做不了的，或者你就是某点比别人做得好，用户愿意买单而对手无法学习。这是核心。

至于什么行业，可能要排在靠后的位置考虑。

2021 年 9 月 11 日

@雁过无痕：对于微信可能推出微信聊天记录云存储这个付费功能，您怎么看？

@唐朝：附加服务，应该会让客户更满意吧。反正不愿意付费的人并没有变的更糟，还是现在的待遇。而需要的人，则是多了一个选择。

2021 年 9 月 11 日

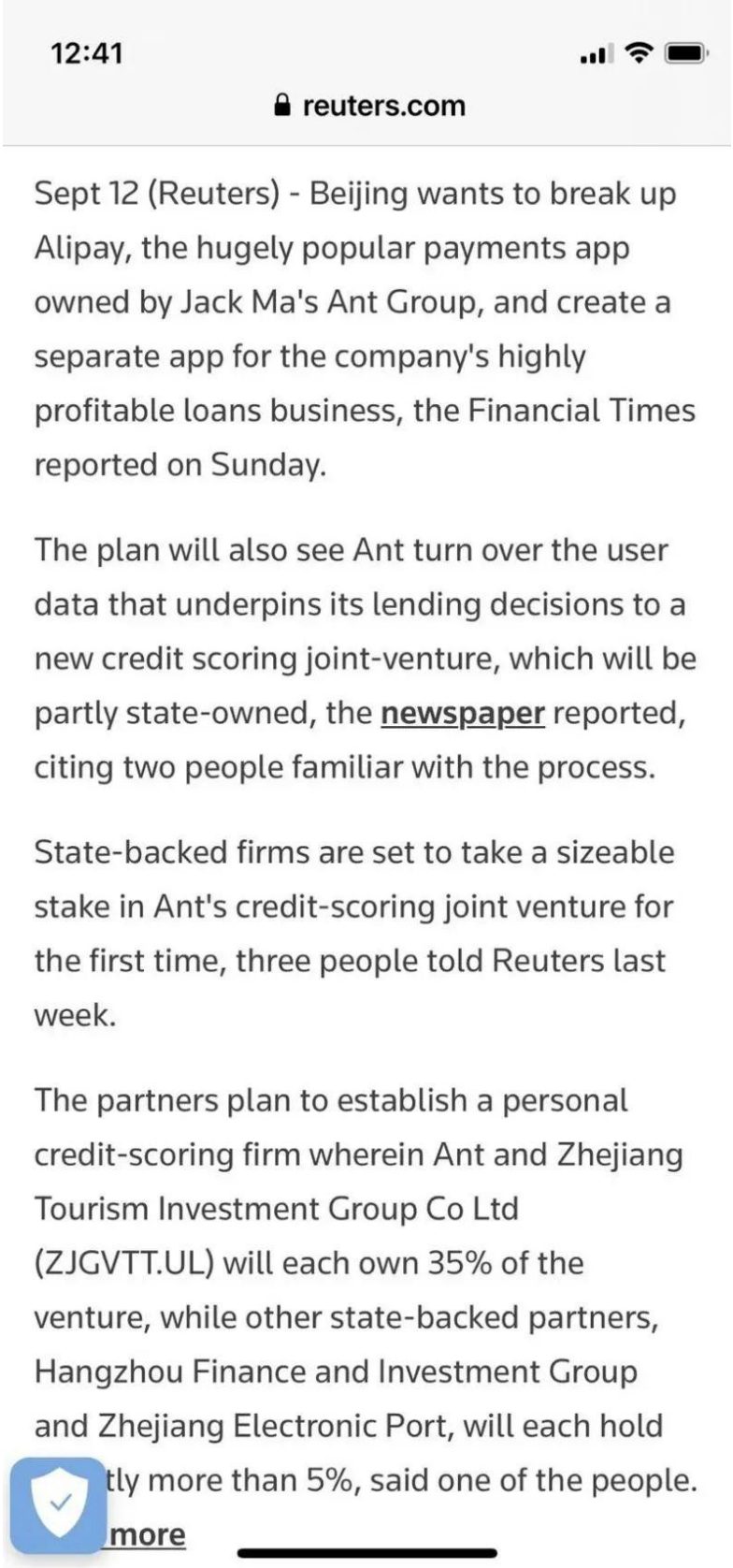
@长胖以前：关于银行承兑汇票的问题请教:假如甲公司拿着乙公司开具的，由工商银行承兑的汇票，到工商银行兑现，那么甲公司拿到的现金是由工商银行垫付的，还是乙公司早先存放在工商银行的现金？

@唐朝：工商银行垫付的，承兑汇票本质上是工行给乙公司的贷款。

不过，一般开出承兑的时候，银行会要求乙公司存一定比例的保证金。非要说里面有乙公司的钱，也可以。

2021 年 9 月 13 日

@辉哥：路透社今天报道，支付宝可能会被分拆。



@唐朝：按照这个描述，应该主要是针对使用电商积累数据实施贷款的金融部门。

估计政府考虑的是大数据必须由国家掌控，或者至少由国家监督使用。电商或其他互联网公司按照取得的数据实施个人信用评级，只能交由独立的、国有参股的信用评级机构做出，金融机构再从信用评级机构获得脱敏的数据结果（很可能是付费），从事放贷业务。

@七海精灵：老唐厉害，基本准确。作为相关行业从业者，我这边了解的是阿里目前一直在争取获得

个人征信部牌照。

人行未来的监管方向要求所有个人数据应用于金融场景都必须由个人征信公司输出。上面这条新闻应该就是指这件事情。

预计阿里和国资联合成立个人征信公司，提供个人评分等服务，阿里的个人数据由阿里和国资一同管理使用。

后续，阿里金融部门如果需要获得相关数据服务，则必须向新成立的个人征信公司调取（个人数据不得在阿里内部直接流通），从而打破现在的数据闭环状态。但是说拆分阿里，个人觉得是夸大其词了。

2021 年 9 月 13 日

@唐朝：这算不算存心欺负胖子？😂



@孙波：说明唐师择股能力没的说，择时能力欠佳。

@唐朝：择时能力不是欠佳，是准确率高达 50%（瞎蒙的文雅表述）😝

2021 年 9 月 13 日

@言乐：陕煤陕煤天天飞，老唐老唐永相随。

@唐朝：什么东西天上飞，东一堆来西一堆。那是玉帝盖金殿，筛石灰啊筛石灰——这个比你的永相随更顺口吧😝

股价涨了就天上飞，股价跌了就屎一堆。其实不管涨与跌，陕妹儿还是半年前的那个陕妹儿，体型身材依然那么美。

2021 年 9 月 13 日

@卢：唐老师最近煤业赚大发了。

@唐朝：慢慢学着习惯和麻木吧。掌握了正确的投资体系，股市赚钱是常态，慢慢地就没啥感觉了。

2021 年 9 月 13 日

@牧非：请教老唐一个问题，港交所对上市公司每日回购的股份数量及金额有没有限定？

@唐朝：据书房老朋友@Mr.chen 分享，港交所对回购数量有限制，规则是：每月购回股份的最高数额，为公司股份上一个月在联交所成交额的 25%。每年股份回购总额不可超过该公司股份的 10%。

2021 年 9 月 13 日

@大河：唐老怎么看这则消息，我觉得是利好：发电供热企业和煤炭企业在今年已签订中长期合同基础上，再签订一批中长期合同，将发电供热企业中长期合同占年度用煤量的比重提高到 100%。

@唐朝：为什么你觉着是利好呢？请说出你的理由来。

@大河：唐老师说过即使按当前价格不再涨价，煤企也是盆满钵满，那么签订长期合同，在煤炭短缺的当下，合同定价主动权当然在煤企，锁定企业长期利润。

@唐朝：这是股价涨了以后的想法吧。如果股价跌了，你会不会想：明明现在供不应求，可以卖高价市场煤的，非要逼企业签订较低价格的长协煤，这不是抢劫煤企吗？重大利空！

2021 年 9 月 13 日

@好名字可以让你的朋友更容易记住你：今天收到索引版新书，快递很快。想请教唐师现在资金量小，不想玩个股了（毕竟一手茅台都买不起），适合现在就刷您的书么？

@唐朝：刷书，任何时候都合适。玩股，任何时候都不合适，有多少钱都不能“玩”股。投资是一件严肃的事情，不是付费娱乐。

2021 年 9 月 13 日

@在路上：请教两个问题：1，洋河酒定位中高端，长期来看，会不会被挤压式竞争挤掉部分市场份额？2，洋河酒窖窖龄普遍较短，会不会对发展中高端支撑不够？

@唐朝：1.会，哪家企业都有可能在竞争中丢掉份额的，所以才叫竞争。2.现在确实不够，但时间站在洋河这边。

2021 年 9 月 13 日

@星辰：如果一个企业三年后的实际净利润，和自己估算的结果差距很大，远远没有达到预期，是否说明没看懂这个企业呢？

@唐朝：可以这样怀疑，但仅凭这个是不够的。对于大部分企业而言，业绩预测有误差都是正常现象。大部分企业，即使是业内顶级专家，包括公司的董事长在内，也不一定能准确预测三年后的净利润。

@星辰：我们计算三年后合理估值时用的是当前的无风险收益率。如果三年后实际的无风险利率显著升高，比如变成了 6%—8%，那么我们当前的买入，是不是就显得没那么划算，或者说安全边际没那么大了？这种局面应该如何面对呢？

@唐朝：不应对。承认自己没有能力预测这个，然后承受它。

2021 年 9 月 13 日

@洋：老唐，您分析一个企业所在行业前景的时候，是怎么迅速抓到重点的呢？比如美的财报经营情况讨论与分析中，家用电器行业介绍了非常多内容，但是在您的作业中就直接分析空调行业的量价问题。

@唐朝：就是去思考企业靠什么赚钱，假想你是企业老板你关心什么。

2021 年 9 月 13 日

@hqxhqx：怎么看待 ah 股差价换股套利及其逻辑？

@唐朝：这样看是从股模式考虑，还是票模式考虑。

如果是从持股比例考虑，有折溢价时换股包赚。差价就是利润，持股比例分红比例都不变——唯一考虑的就是资金进出成本、红利税成本。

但如果是赌股价的折溢价会被抹平，那就很难说了。完全可能在相当长的时间里，贵的继续暴涨，便宜的继续暴跌。

2021 年 9 月 13 日

@唐朝：这就是索罗斯定义的’“反身性”’。



@一路向南：恒大可以打折卖出储备的地给其它地产，换现金自救吗？

@唐朝：对于巨无霸而言，当你稀缺现金的时候，正是其他资本围猎你的大好时机，卖当然可以卖，出价往往低的变态。

而且这类资产在高杠杆经营者的手里，大部分都有相关的质押抵押关系，信用危机一起，卖出需要先解除抵质押，而解除抵质押卖家需要你先还钱，往往构成一个耗时巨大的死循环。

这也是巴神为何手里永远持有大量类现金资产（美国国债）的原因。

2021 年 9 月 14 日

@浩然斯坦：老唐，有个问题一直没想清楚，向您请教一下：流动性差的股票，在买入时应不应该给一定的折价？

1. <老唐实盘周记 2021/04/30>中，您这样写道：“洋河持有中银证券 7894.7 万股，去年是禁售期，扣了 20%流动性折扣，按照八折计入账面资产。”

我的理解，在这里您给了一个流动性折扣的提示：一年左右不能卖的证券，按 20%计算流动性折扣。

在实践中，2015 年 5 月新城 B 股宣布新城控股集团将向公司其他股东发行 A 股，并以 1∶0.827 的比例进行 A、B 股换股，也相当于扣除了 B 股投资人权益的 17.3%，作为流动性折扣的补偿。

2、您给古井 B 设定的买点并没有打折扣，但卖点留有折扣。

在<老唐实盘周记 2020/12/31>中，您写道：“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。”相较于您的常规卖点设定，打了 8 折，扣了 20%的流动性折扣。

第一个问题：这是不是意味着，投资 B 股可能会给短期（如 1~3 年）投资者带来真实损失，短期投资者应预留一定的“流动性折价”？

第二个问题：您没有调整买点，是不是意味着，对长期持有者（如 10 年以上），“买点”与市场流动性无关，只与市场无风险利率有关？

第三个问题：您调整了卖点，是否意味着流动性差的市场中的“合理估值”受市场流动性的制约？

@唐朝：1）如果投资目标的流动性足够你的资金量自由出入，不会明显干扰市价，投资者可以不考虑流动性折价，反之就要考虑。

洋河关于中银，那是一个事实存在的会计记账手法阐述，不代表我的看法。

2.1）过往 B 股转 A 或转 H 或换股收购时，不能享受和 A 股同价，其主要原因其实并不是流动性折价，而是 ABH 股东之间的博弈。

这些被割裂在不同市场的股东，最初的投资成本就有很大差异，AH 股东确实有理由要求折算时考虑到最初入股的成本差异。

2.2）是的，对于股模式的投资者而言，买点与流动性无关。流动性不足往往是创造良好买点的因素之一，就和其他利空创造买点一样，没什么特别的。

2.3）不是合理估值受流动性制约，是卖点受流动性是否充足的制约。

由于一年内卖点的本质，是占市场先生这个乌合之众情绪冲动的便宜，流动性不足的含义就是市场先生这个群体不够多。

既然不够多，超过合理估值之后的疯狂程度就有可能出现不足，所以卖点会考虑少占一点便宜，因为流动性缺乏而实施折扣处理。

@M：精彩。请问有没有历史上 b 转 h 案例中的转换比例？

@唐朝：去翻中集 B，万科 B，丽珠 B 转 H 股的方案。

2021 年 9 月 14 日

@子涵：腾讯财报里，为什么股本不显示呢？

	附註	於十二月三十一日 二零二零年 人民幣百萬元	二零一九年 人民幣百萬元
權益			
本公司權益持有人應佔權益			
股本		–	–
股本溢價		**48,793**	35,271
股份獎勵計劃所持股份		**(4,412)**	(4,002)
其他儲備		**121,139**	16,786
保留盈利		**538,464**	384,651
		703,984	432,706
非控制性權益		**74,059**	56,118
權益總額		**778,043**	488,824

@唐朝：腾讯公司共有股份约 96 亿股，每股面值 0.00002 港币，合计 19.2 万港币，折合人民币约 19.2×0.83=16 万不到。

这份表的单位是百万元，所以这里只能省略了，其实就是 0.16 四舍五入的结果。新手财 156 页有介绍。

2021 年 9 月 15 日

@Dushu：股本到底是个数量概念，还是和资金概念呢？

@唐朝：国内股市除了两家上市公司例外，其他都是一元面值，所以经常混用。

严格的说，财报里的股本应该是金额概念，但市场习惯说的股本概念是总股数。

2021 年 9 月 15 日

@小袁：唐叔，我从一些公开信息中了解到，习酒的规模和茅台系列酒的规模相当，2020 年收入达 100 亿，十四五计划收入翻倍，对于茅台股份公司的股东来说，这绝对是大一块肥肉。

现在习水地方政府的意思是明确推动习酒上市，而习酒上市阻路是与茅台股份存在同业竞争。

现在的问题就是为了习酒上市，就必须从茅台集团中剥离出去，但是茅台集团的意思是不会剥离习酒，而股份公司的规划中也没有收购习酒的计划，那么习酒的最后的归属到底会走向何方呢？

@唐朝：这是多方利益博弈的事情，不要说外人，就是习酒、习水县、茅台集团掌舵人此时也没有答案。

我当然期望合适的价格被股份公司收购或控股（四五百亿都可以），但也只是期望，最终会走向何方，只有两个字：不知。如果非要再加两个字，那就是：等待。

2021 年 9 月 15 日

@匆匆过客：看陕煤中报，集团有 15 亿的应收不还，其中 8 亿欠了 2 年以上了，但陕煤在计提坏账准备时，计提比例只有 0.3%。

请问这种情况合理吗？其他上市公司也都做类似处理吗？



√适用 □不适用

组合计提项目：其中：按账龄分析法计提坏账准备的应收账款

单位：元币种：人民币

名称	期末余额		
	应收账款	坏账准备	计提比例（%）
一、直接销售给电厂	68,484,384.93	205,453.15	0.30
二、陕煤集团控制的企业			
1年以内	461,183,184.86	1,383,549.55	0.30
1至2年	236,805,702.10	710,417.11	0.30
2至3年	150,186,952.75	450,560.86	0.30
3至4年	49,088.00	147.26	0.30
4至5年	650,682,810.86	1,952,048.43	0.30
5年以上	16,850,670.51	50,552.01	0.30
小计	1,515,758,409.09	4,547,275.22	0.30
三、其他组合			
1年以内	5,121,855,383.17	153,655,661.50	3.00
1至2年	175,512,492.90	17,551,249.29	10.00
2至3年	156,666,266.90	46,999,880.07	30.00
3至4年	46,570,000.06	27,942,000.04	60.00
4至5年	53,635,320.41	32,181,192.25	60.00
5年以上	164,231,790.64	164,231,790.64	100.00

@唐朝：对于陕煤来说，合理。

原因1：股份公司每年要过手集团的贸易煤百亿以上，采购其他商品和服务数十亿元，本身要支付给集团大量钱款，所以不担心集团付不了应收款——事实上，财报显示，股份公司对关联方的应付款大于应收款，也就是说净额上是股份公司欠集团的钱；

原因2：集团持有股份公司大约65%的股份，且未曾实施抵押，一者说明集团不缺钱，二者真要出问题了，在合适的价格上以股抵债，就类似股份公司实施回购了，也不会是什么问题。

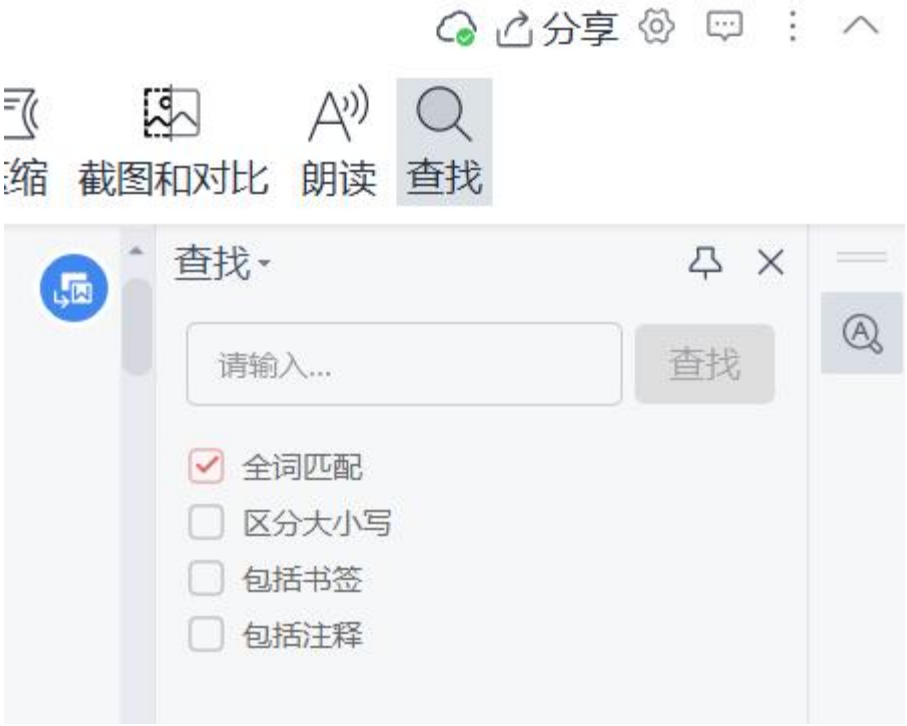
原因3：股份公司自己经营情况好，每年的现金分红数额本身不小，集团按持股比例收到的分红也是一笔很大的数字，所以股份公司不用担心少量应收款收不回来。

鉴于上述三项原因，对集团（包括集团下属除股份公司体系之外的子公司）的应收款计提坏账准备的比例较低，也是合理的。至于其他公司，要具体情况具体分析，不能笼统地说合理或者不合理。

2021年9月16日

@水火：一直不会使用财报搜索功能。请问要搜索财报中的明细，是不是先要把PDF文档类型的财报转换成Word文档，然后用福昕阅读器搜呢？

@唐朝：福昕阅读器或wps打开PDF文档后，点击右上角的查找，输入你要搜索的关键词就可以了。



2021 年 9 月 16 日

@卢惜今：唐师，互联网明天开始“拆墙”了，您会如何判断腾讯的护城河是否因为互联互通而改变？会等到一份一份季报以后才能做出判断，还是可以从其他手段可以判断？

@唐朝：如果企业沦落到害怕竞争，需要割裂保护才能发展，那么这家企业大概率没啥搞头。我相信腾讯的竞争力。

2021 年 9 月 16 日

@ANSON-FA：企业各方面都不错，自己算出了理想的买入价，但股票现在价格和理想买入价之间还有一定的差距。

现在买入，怕买贵了，不买，又怕它一路颠簸向上回不到这个价。感觉今年杀下来的消费股现在就处于这种状态。买还是不买？

@唐朝：一般来说，但凡还能犹豫买不买的，我都不买。

2021 年 9 月 16 日

@Franz L：也是老唐的粉丝，老唐书也看了不少，投资理念大概也能接受和理解，但是为什么我自己在操作时候却完全没用老唐那套，一直使用威廉欧奈尔那套体系，老唐能帮我找找原因吗？

@唐朝：因为你还有幻想，以为自己还有机会靠图形发财。

2021 年 9 月 16 日

@神兵天降：老唐，像恒大现在商票价格这么低，那可不可以自己按市场价买回商票呢，这样不就能少还钱了嘛。

@唐朝：很可惜，如果它有钱这么玩，商票就不会跌成这个样。如果商票能跌成这样，那就是它没有钱这么玩了。资本市场，就是这么神奇。

2021 年 9 月 16 日

@阿勇：老唐，您好！“维持当前盈利能力无需额外的大额资本投入”，是指维持增速（比如以前净

利润每年增长 15%，以后还维持这个增速），还是指维持盈利的金额（比如现在净利润 1 亿，不增加投入以后也可赚 1 亿）。

@唐朝：后者。但通常应该至少考虑到持平通胀，拿你的数据示例，就是起码今年 1 亿，明年不用投入也可以做到 1.03 亿以上这样子。

2021 年 9 月 16 日

第1028篇.　　2021.10.23 - 老唐实盘周记20211023

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-10-23

本周交易

上周实盘周记披露，准备周五开盘用分众的中期分红买入腾讯、分众或美的三者之中价位合适的。

结果周二监管部门强制打压煤价，周三开盘陕西煤业近于跌停。

于是动用家用过桥，将预计周四晚上到账的等额分红（约占实盘净值 0.2%）于 13.45 元买成陕煤，替代了原计划



目前持仓

目前持仓：腾讯 39%，洋河 24%，茅台 18%，分众 7%，古井贡 B5%，陕西煤业 6%，另有观察仓海康威视和福寿园不计。

下表除“当前股价”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	39%	72000±10%	<36000	80000	40145	509.50	-9.41%
洋河股份	24%	4200±10%	<2100	4700	2750	182.50	-21.68%
贵州茅台	18%	26400±10%	<13200	35000	23880	1901.00	-3.93%
分众传媒	7%	①	<770	1980	1083	7.50	-21.44%
古井贡B	5%	920±10%	<460	1060	445	102.43	-3.53%
陕西煤业	6%	①	<1020	2500	1359	14.02	63.70%
沪深300						4959.73	-4.83%
上证指数						3582.60	3.15%
2021/10/23			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8211	

注：①采用席勒市盈率估值的企业，不估算三年后估值；

②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；

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。

附：上期数据

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	39%	72000±10%	<36000	80000	39335	495.60	-11.88%
洋河股份	24%	4200±10%	<2100	4700	2776	184.24	-20.93%
贵州茅台	18%	26400±10%	<13200	35000	24081	1916.97	-3.12%
分众传媒	8%	①	<770	1980	1138	7.88	-19.24%
古井贡B	5%	920±10%	<460	1060	448	102.58	-3.39%
陕西煤业	6%	①	<1020	2500	1408	14.52	69.54%
沪深300						4932.11	-5.36%
上证指数						3572.37	2.86%
2021/10/16			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8271	

收益

本周实盘净值持平。2021 年内收益维持上周末的 1%不变（四舍五入）。

现在看看今年剩下的两个多月，市场先生能否给面子，再涨个 5%🤩🤩

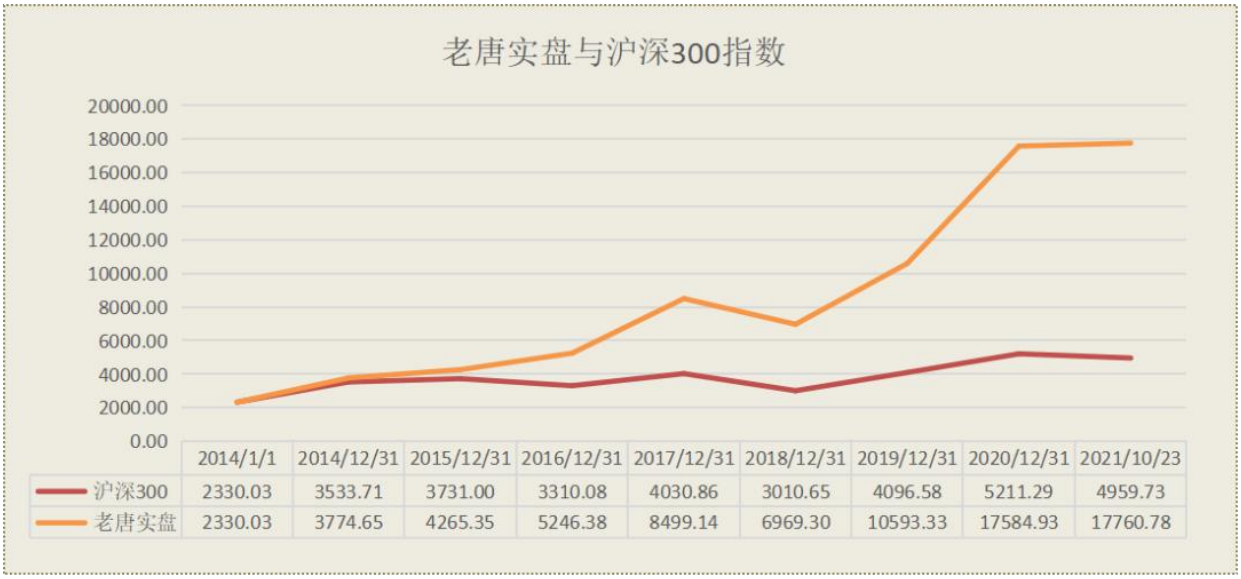
涨 5%，这个持续公开八年的实盘，就正好八年八倍，好记😝

老唐实盘	年度收益	期末净值	期限/年	年化收益	HS300涨幅	HS300净值	HS300年化
2014	62%	1.62	1	62%	51.66%	1.52	51.66%
2015	13%	1.83	2	35%	5.58%	1.60	26.54%
2016	23%	2.25	3	31%	-11.28%	1.42	12.40%
2017	62%	3.65	4	38%	21.78%	1.73	14.70%
2018	-18%	2.99	5	25%	-25.31%	1.30	5.22%
2019	52%	4.55	6	29%	36.07%	1.76	9.88%
2020	66%	7.55	7	34%	27.21%	2.24	12.21%
2021/10/23	1%	7.62	7.81	30%	-4.83%	2.13	10.17%

注①：老唐实盘年度收益率，按基金净值法和实际收益率**孰低**取值，均不含新股收益。

注②：沪深 300 指数收益未包含每年 2%左右的分红，数据略有低估。

实盘与沪深 300 指数对比图



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/10/23
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	5211.29	4959.73
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	17584.93	17760.78

重要事项

本周各持股公司重要事项简评如下：

- 政府强力打压煤炭价格——煤价高位稳定或微降，不改变陕煤投资价值，对陕煤的看法无改变，卖点无调整。
- 海康三季报：海康一如既往的优秀，第三季度实际增速超过 30%。全年预计净利润 170±5%范围，目前 5175 亿市值处于合理估值上沿，相对目前其他持仓个股而言，缺乏吸引力。
- 茅台三季报：系列酒和直销维持高增长，茅台酒继续控量压制报表增长。三季报无惊无喜，维持全年 540±10 亿预测不变。
- 房地产企业金融环境有所好转：银行体系对房企的金融支持态度转变。对我而言，意味着洋河的信托爆雷可能性降低。

只对持股和交易感兴趣的朋友，读到这里可以退出了。后面是对上述事件的展开，无新内容🤭

1.政府强力打压煤价。

本周陕西、内蒙等煤炭主产区传出监管部门强制规定，国有煤矿必须在 10 月 19 日坑口价的基础上，将煤价下降不低于 100 元/吨，同时对民营煤矿也给出了长协煤价的价格上限。

对于拒不遵守规定的煤炭企业，发改委、能源局及公安局等相关单位将对其实施联合执法。

对此，我的看法是这么几点：

第一，省略几句不文雅的表达😬；

第二，这事有法可依。我国《价格法》确实规定了“当重要商品和服务价格显著上涨或者可能显著上涨，政府可以实施干预”

第三十条　当重要商品和服务价格显著上涨或者有可能显著上涨，国务院和省、自治区、直辖市人民政府可以对部分价格采取限定差价率或者利润率、规定限价、实行提价申报制度和调价备案制度等干预措施。

省、自治区、直辖市人民政府采取前款规定的干预措施，应当报国务院备案。

第三十一条　当市场价格总水平出现剧烈波动等异常状态时，国务院可以在全国范围内或者部分区域内采取临时集中定价权限、部分或者全面冻结价格的紧急措施。

煤炭很显然属于重要商品。这是可以预料也应该预料到的事情。

面对煤价暴涨、火力发电严重亏损、导致全国各地拉闸限电的现状，摆在管理部门面前的就三条路：

①上调电价，让火电厂有能力以市场价格买煤；②建立顺畅的煤电联动机制，约束电网利润，让煤电之间形成顺畅的市场化机制；③动用一切可行手段打压煤价。

选择上调电价，牵一发而动全身，不仅可能直接影响居民生活成本，也可能导致工业生产成本飙升，导致部分企业倒闭。并最终还是要将生产成本的上升传递到终端商品上，推高本就处于飙升状态下的通胀水平——今年除了猪肉和房价之外，其他重要商品和服务价格基本全面飙升，而且幅度都不小。

因此，发改委也只敢在保持城乡居民生活用电不变的基础上，有限放开了市场电价交易指导价上限。

上限放开后，各地市场交易电基本都直接顶着价格上限成交，承接压力的主要是各地的高耗能企业。

即便如此，还有一个巨大的难题摆在面前。

眼看进入取暖季，对于北方的人民群众，尤其是农村群众而言，买煤取暖是刚需——这个刚需指的是没有的话，直接就会死人的那种。

尤其是在运动式推动全面煤改气之后，面临全球天然气暴涨五到十倍的困境，低价天然气供应出现问题的概率大增。因此，这个取暖季，对煤炭的刚需是钢钢的刚了。

按照地域的不同、房屋大小的不同，普通农村家庭要想安然度过这个冬天，少则两三吨煤，多则十几吨煤。这是必须有的——没有就会死人的那种。

取暖煤的价格相比去年同期，已经是少则两三倍、多则四五倍的涨幅。

随手在网上搜搜，可以看见北方网友对价格的分享。



按照三吨煤，吨价 1500 元估算，一个家庭耕种五亩地一年的净收入就被榨干了。这对低收入农民群体而言，是巨大的生存压力，也是巨大的怨气。

所以，控制煤价进一步上涨，是必要的——虽然我持有煤业公司股票，但我认为在面对基本用电需求和取暖需求的时候，煤企让利是应该的，必要的。

尤其是考虑到电价提升后新增的火电厂采购需求，如果没有强大的控制手段，后果非常严重。

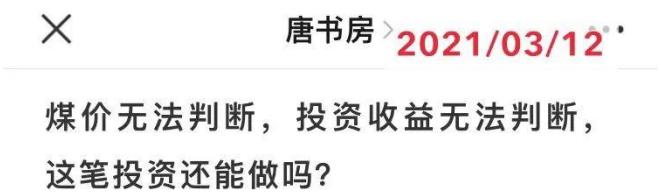
谁都知道长远解决之道是建立市场化的交易机制，但远水不解近渴，救不了当下的燃“煤”之急。

所以最终排除下来，能够实施的选择就是采用一切可能的手段快速打压煤价。

核增产能、默认违规超产、放松对证照不齐煤矿的生产管制等手段都是这“一切可能”的内涵，但依然是远水解不了近渴。这些手段想体现在价格上，需要时间。

此时，简单粗暴的勒令降价指令出台，也就不足为奇了。

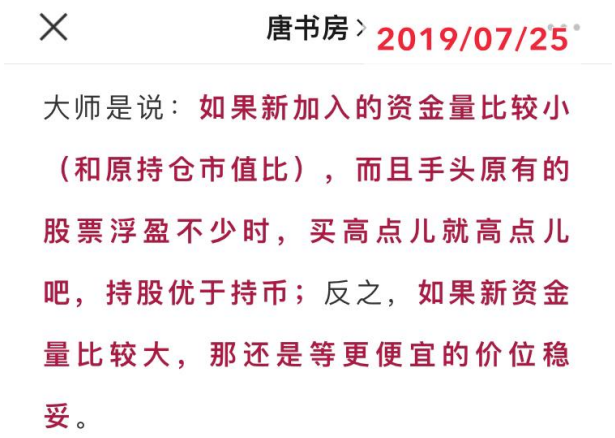
也正因为此，我在 3 月 12 日的《陕西煤业的思考过程》一文中，明明白白地写下：“所有预测煤价的专业模型都是瞎蒙，不敢信”，而投资陕西煤业的关键核心是要思考：



只有在想清楚煤价无法预测的前提下，这笔投资还能做。那才可以下注

因为是以这个前提考虑的，所以煤价暴涨后被打压而引发的股价暴跌，在我看来就是一个值得出手的市场机会。

至于为什么 1300 亿市值就出手，一者是本身只有约 0.2%的资金，相对于前期丰厚的利润而言，不需要太过重视



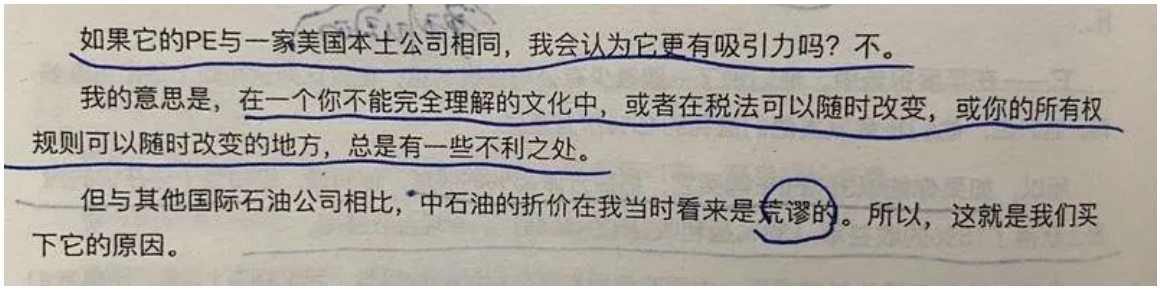
二者，毕竟已经 2021 年十月中旬了，完全可以将 2021 年的净利润考虑进来。

我直接拷贝书房读者@赵小闲 补充的表格，谢谢小闲

将其代入《陕西煤业的思考过程》一文末尾的公式里，你自然就知道为何 1300 亿市值我会入手了。

年份	净利润	扣非净利润
2011	90.74	92.21
2012	64.17	65.01
2013	34.86	34.91
2014	9.51	9.88
2015	-29.89	-25.56
2016	27.55	26.23
2017	104.49	104.31
2018	109.93	110.75
2019	116.40	111.53
2020	148.83	91.17
2021	166.00	158.00
10年平均	75.19	68.62
保守八折	60.15	54.90

这些因素，都应该是在投资之前考虑的。正如巴菲特在投资中石油的时候的思考：



足够的折扣，可以弥补某些不确定性。或者说不确定性越大，越需要更多的折扣弥补。

巴神买中石油 H 股，是在三倍市盈率且公司承诺净利润的 45%拿来分红的情况下买的。共计投入约 4.9 亿美元，持有五年后 40 亿美元卖出，持有期间额外收到现金分红 2.4 亿美元。

至于为啥等到三倍市盈率，约 15%股息率的情况下才买入。看上面截图中划线的那句话，我就不展开了，你懂的😈

我考虑陕煤的买点，其实和这个思路类似。

说到这儿，想起一直懒得回应的一种批判：网上有不少人批判老唐给陕煤 25 倍市盈率合理估值太不可思议！这些朋友或许是不认识 25 倍前面的“十年平均净利润”几个汉字，不太好和他们计较😝

周三近于跌停、周四近于涨停，这样的市场表现，是不是能够帮助朋友们更好的认识“市场先生是癫的”或“市场先生的出价只可利用，不可预测”呢？

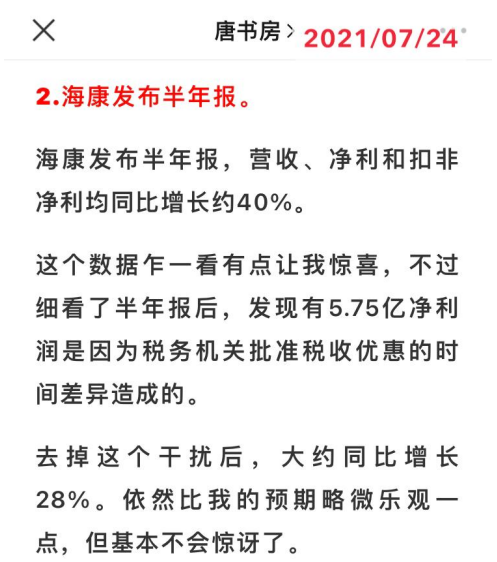
对于同一条新闻，一日跌停一日涨停。你若妄图依赖揣摩这样一个疯子的心思去获利，结局恐怕只能是成为另一个欲输临疯的翩翩少年，没有其他结局的😎。你说是不？

2.海康三季报。

海康三季报，一如既往的优秀。

有人说第三季度营收和净利润减去半年报的营收和净利润，显示第三季度增速锐降，需要警惕。这是一种错误的认识。

单独第三季度的实际增速，其实是超过 30%的，其原因我在《老唐实盘周记 20210724》分析半年报的时候已经写过



有部分常规的税收返还，去年在第三季度里返还，今年税务局手快，在第二季度里已经返还。

去掉这个干扰后，上半年同比增幅约 28%，第三季度单季度同比增长超过 30%，没有所谓减速的说法。

海康一如既往的优秀，相关分析直接看《老唐实盘周记 20210724》里关于半年报的分析即可，没有需要改动的。

此时唯一的问题就是，相对于全年预计 170±5%范围内的净利润，目前 5176 亿对应约 30 倍市盈率，处于合理估值的上沿范围。相当于其他持仓个股而言，缺乏吸引力。

3.茅台三季报

茅台三季报，总体无惊无喜。小小的亮点依然是系列酒和直销的同比增长。一图胜千言，上数据说话。

累计	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	年报模拟
茅台酒营收	222.2	392.6	601.5	848.3	245.9	429.5	649.9	930
同比					10.7%	9.4%	**8.0%**	9.6%
系列酒营收	21.7	46.5	70	99.9	26.4	60.6	95.4	130
同比					21.7%	30.3%	**36.3%**	30.1%
直销营收	19.4	51.5	84.3	132.4	47.8	95	146.9	210
同比					146.4%	84.5%	**74.3%**	58.6%
批发营收	224.5	387.6	587.1	815.8	224.6	395	598.5	850
同比					**0.0%**	**1.9%**	**1.9%**	4.2%

单季	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	Q4模拟
茅台酒营收	222.2	170.4	208.9	246.8	245.9	183.6	220.4	280
系列酒营收	21.7	24.8	23.5	29.9	26.4	34.2	34.8	35
直销营收	19.4	32.1	32.8	48.1	47.8	47.2	51.9	65
批发营收	224.5	163.1	199.5	228.7	224.6	170.4	203.5	250
茅台酒同比					**10.7%**	**7.7%**	**5.5%**	13.5%
系列酒同比					**21.7%**	**37.9%**	**48.1%**	17.1%
直销同比					**146.4%**	**47.0%**	**58.2%**	35.1%
批发同比					**0.0%**	**4.5%**	**2.0%**	9.3%

注意看加红加粗的部分：前三季度茅台酒营收增长仅 8%，而系列酒同比增长 36.3%。

如果分季度来看，前三个季度茅台酒同比增长分别是 10.7%，7.7%和 5.5%，逐季下降。而系列酒单季度增长分别为 21.7%，37.9%，48.1%，与茅台酒的趋势相反。

这是茅台酒出厂价下跌了，还是茅台酒不好卖了？我相信任何有基本常识的投资者都应该知道，这是不可能的。

市场信息告诉我们，茅台通过增加直销、增加对大型商超及电商平台的直接供货，其实际出厂价不但不可能下降，实际是必然有一定幅度的上升。

这种情况下，茅台营业收入的增长“乏力”，只能得出一个判断：公司减少茅台出货量，压制营业收入的增长。

系列酒则相反，呈现高速增长态势。去年全年百亿营收，今年三季报已经实现 95 亿多，且单季增长速度依然在扩大。

这里主要是提价的因素，因为系列酒基酒产量这几年并没有增长。

但我怀疑公司在茅台价格锁死的现状下，会有意识地使用更多茅台基酒去参与系列酒产品的勾兑调制，从而“小幅”增加系列酒的供应能力。

类似遵义 1935、茅台 1935、王茅、华茅、赖茅、飞天迎宾甚至茅台王子酒的高端产品，都可能使用

了更多茅台基酒，从而悄悄实现了系列酒的小幅量增。

今年重阳，还没有看到有关于两个 5.6 万吨产能顺利投产的相关信息。难道是依然没有完工？这比公司预计的投产时间拖后了一年又一年了。

照着系列酒当下的这个发展速度，后续恐怕系列酒的产能也要成为瓶颈，正是那：

“唉，生意不好做啊，头痛！”

“怎么啦？”

“今天蒸的包子又不够卖！”

除了系列酒高速增长之外，直销的增长也是亮点。

先看批发部分，公司财报的批发口径，既包含卖给经销商的部分（53° 普茅 969 元/瓶），也包含卖给大型商超和电商平台的部分（53° 普茅 1299 或 1399 元/瓶）。

这部分前三季度增幅 1.9%，基本上就是现有配额维持不动。虽有少量新的平台合作，但同时公司又干掉部分违规经销商（三季报数据是 13 家），所以增幅基本可以忽略。

自营渠道（直销）增长明显，前三季度同比增长 74%。

在目前供不应求的市场环境下，可以预料四季度直销部分依然会高速增长，而批发部分很可能仍然维持现有数量不变，维持近于零的增长。

除此之外，其他基本无惊无喜。

我依然维持去年 10 月做出的预判：2021 年全年茅台净利润大约 540±10 亿。

上面表格的最后一列，是我对四季度数据的模拟。展示它想说明茅台是个几乎透明的企业，在它身上赚钱，核心在于对股价波动的理解，而不是如何给企业估值。

模拟的依据，是公司 2020 年度股东大会披露的预算报告。

只要将公司计划的增幅叠加在 2020 年年报数据上，然后根据“①国企计划一定是收入和利润目标预计低一点，费用支出预计高一点的基本人性；和②茅台供不应求、按产定销的特性，决定了公司有能力完成年初计划”两大常识，就可以提前得出一份毛估估的年报。

6 月初，我在《老唐实盘周记 20210605》里，曾经依据这个预算给出过一个年报预测。

眨眼，四个多月过去了，根据三季报的最新数据，公司对茅台酒的投放比我的预测要少，部分数据可以做细节上的微调。

调整主要是依据公司坚持压住茅台酒投放的事实，略降了一点白酒营收及相关成本等数据。调整过后如下表：

	2020年基数	公司预算增幅	2021年报模拟	增长
白酒营收	949	10.5%左右	1060	11.7%
利息总收入	31	多四五百亿现金	42	35.5%
营业成本	81.5	14.9%左右	93	14.1%
销售费用	25.5	49.5%左右	37	45.1%
管理费用	67.9	23.3%左右	82	20.8%
税金附加	138.9	同税率	154	10.9%
营业外净支	4.5		3	/
利润总额	662		733	10.7%
所得税	166.7		183	9.8%
税后利润	495		550	11.1%
少数股东	28.3		32	13.1%
归母净利	467		518	10.9%

你在市场上看到的白酒行业研究员所谓的研报调整，基本也就是这么弄出来的

区别只不过是各家研究员，根据自己的主观判断决定是直接使用这个数据，还是在此基础上略微上调一点。

不管是直接使用还是略微上调，基本都不影响投资决策。

比如我个人就略偏乐观一点——我认为四季度的需求压力可能会导致公司增加茅台酒投放，最终数据仍然有机会吻合我 6 月份推测白酒营收 1100 亿的结果，所以对 540±10 亿的看法暂不做修改。

第四季度的预测，就是靠年度预测和三季度已知数据减出来的。

戳破窗户纸，一点儿也不神秘，有木有大失所望呢？

至于 2022 年，我依然持半年前的乐观看法：2022 年必提价，差异不过是年初提价还是年中提价的问题。



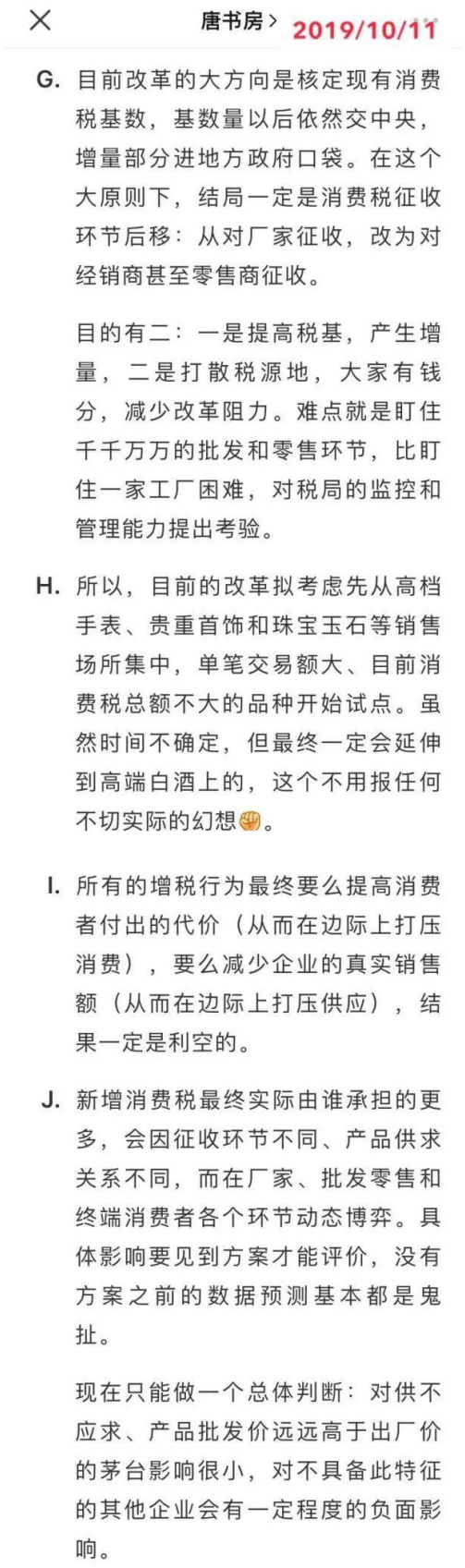
顺带回应一下部分朋友关于白酒消费税的疑问。

上周周记，我根本就没谈周末有关白酒消费税的新闻，因为这话题几乎每年都会被翻出来，而且又没有新花样，我觉着不值一提。

没想到年年翻出来的鬼故事，周一还是能引发白酒暴跌，看来我还是太年轻了，想象力不够

这就是好玩的市场先生，经常强行送钱的市场先生——先申明，我没口袋，所以没收到。只是呆坐围观了鬼故事的发生和消散，全程享受了周一的暴跌和后面四天的持续上涨。

对白酒消费税的最新观点，我直接截图 2019 年的文章内容就可以了，不需要改一个字：



——全文可点击《老唐实盘周记 2019/10/12》，或向书房发送关键词“消费税”提取。

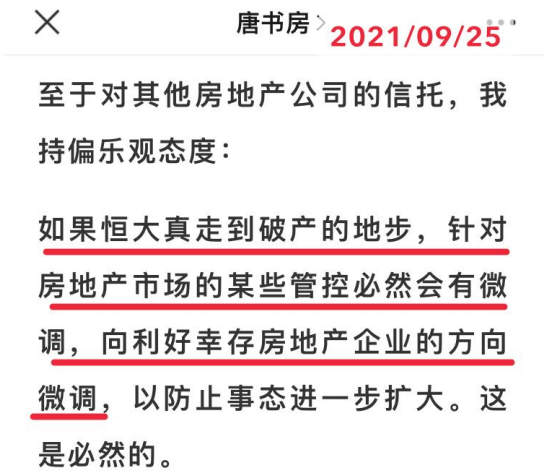
4. 对房地产企业金融支持有所好转。

10 月 20 日国务院副总理刘鹤书面发言说：房地产市场合理的资金需求正在得到满足，房地产市场健康发展的整体态势不会改变。

央行副行长潘功胜同时表示：对于房地产市场，金融机构和金融市场风险偏好过度收缩的行为逐步得以矫正。

一句话：恒大爆雷后，上层感受到了危机，已经敦促金融市场和金融机构适度放宽给房地产企业的金融支持，以避免危机扩大。

这是我上个月写过的判断



对房地产企业而言，是生存环境的改善；对我而言，就是小洋持有的房地产相关信托产品爆雷的可能性降低了。

本周运动

本周跑步 2 次，单次 10 公里；动感单车 1 次一集电视剧时间；陪我家领导湖边散步两次合计 11 公里。



同口径除皮净重 85kg，环比上升 0.7kg——175cm。

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

第1029篇.　　2021.10.25 - 书房拾遗第30期

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-10-25

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。

大概每凑够四五千字，就推送一期。今天是第 30 期。



@Sky：唐师，看您资金都买股票了，万一有急用，股价又在低位，这时咋办呢？

@唐朝：我手头永远有至少几十万家用，是不会入市的。

当然，如果遇到急用，且几十万留存家用不够时，那么股票无论低不低位，都挡不住我斩它的刀。毕竟投资是为了生活，而生活并不仅仅只有投资。你说对不？

2021 年 9 月 19 日

@汉淼：请教老唐：对于投资人来说，自有资金 10 万，100 万，1000 万，三种资金量的投资策略和方法是不是会不一样？有简要的建议吗？

@唐朝：在我看来，没啥不一样。

非要找区别的话，是 1000 万可以完全依赖股市提供家庭生活来源并实现复利增长，而 10 万和 100 万可能还暂时需要股市之外的收入养家糊口。

2021 年 9 月 19 日

@高峰：9 月 18 日发改委通知要求，所有发电供热企业采购的长协煤占有率要达到 100%，这一政策对煤炭企业，特别是陕西煤业是重大利空么？

@唐朝：股价跌了就是重大利空：明明可以卖高价的，被强逼成长协价。股价涨了就是重大利好：明年的业绩又有保障了。这就是市场。

2021 年 9 月 19 日

@Strive：请问关于财经分析或政策解读等内容的文章，是不是尺度越大、受管控力度越强，越能够给普通人带来有价值的信息和更珍贵风向判断呢？

@唐朝：我个人认为是否有用，与尺度没有什么关系。相反，绝大部分所谓大尺度文章，只是猎奇和哗众取宠，对投资没有什么帮助，甚至有害。

2021 年 9 月 19 日

@时空隧道：请问你购买港股时，汇率变动会影响你的投资决策吗？比如小企鹅到了买点，但是港币兑人民币汇率处于历史高位怎么办？

@唐朝：不会。不管，只看人民币市值与买点之间的关系。

2021 年 9 月 19 日

@金屑：贵州茅台 2013 年年报里边，“其他应收款”有个是给新华社贵州分社的预付广告费，这个不是预付款吗？

@唐朝：简单的说，合同约定了对应的具体商品或服务，为之提前支付的钱就是预付账款。反之就是其他应收款。

2021 年 9 月 19 日

@Siemon：一家上市公司下面的被控股公司要上市了，这对上市公司的市值有什么影响呢？

这家被控股公司的营收，还要不要计入上市公司的财报？如果不再计入是不是意味着上市公司的营收少了一块从而导致估值降低。

如果保持不变仍然计入上市公司财报，那不空手套白狼似的多出了一笔市值（新上市被控股公司）？

@唐朝：①市值会受无数因素影响，子公司分拆上市是其中一个因素。

②只要还是控股（通常都是），依然要并表。

③谈不上空手套白狼，是出让了子公司未来净利润的一部分，体现在公司报表的“少数股东损益”上。

2021 年 9 月 19 日

@唐朝：内房股里真正的猛士露头了！



@生命是场战斗：飞流直下三千尺，疑是银河落九天。这简直就是没佩戴降落伞，从高空飞机跳下来了。

@I 投资：资本市场之残酷冷血，远超一般人之想象。永远对市场心存敬畏，万不敢稍有侥幸，才能活得长久！

@窗：恒大中报里的存货 1.42 万亿，这些都是土地资源。变卖一些不就有钱了吗？为什么会资金链断掉呢？

@唐朝：①市场有需求的时候，土地是资源。市场没有需求的时候，土地可以是负担。

②你缺钱的时候，其他能买地的主儿也缺钱。即便有那么几枚不缺钱的主儿，也必然会趁机大砍价，砍到你肝痛的那种；

③这些玩杠杆的企业，哪块资产上面都有千丝万缕的抵押。一旦信用丧失的信息暴露出来，你不还钱，

上手打死不肯协助你去掉抵押。去不掉抵押，下家打死不敢给钱。死循环。

@山林：不得不说，要感谢老唐，天天念叨地产股现金流搞不懂，七个盖子捂十个茶杯还是远离好。拿企业复利就够了，赌博迟早要狗带。

2021 年 9 月 20 日

@曼谷的小象：抛开投资房地产信托可能收不回来不说，洋河这么多现金，为什么不加大分红，而是要长期做大量的金融资产投资？

@唐朝：改制时那波老职工还在的时候，现金分红的力度很难太大。

@曼谷的小象：谢谢老唐，中秋节快乐哈～随着拿股份的员工越来越多，而且逐渐好多都退休了，是不是就方便加大分红力度了？

@唐朝：等张雨柏、杨廷栋、从学年、周玉虎这些人，一年现金分红几个亿，没有老头老太去纪委告、到厂门口静坐，大喊“工厂是我们一起干起来的，当年他还不如我，今天我一年 5 万，他一年 5 亿”的时候，分红就可以加大了。这需要时间。说不定要交给无记忆的下一代去处理。

2021 年 9 月 20 日

@Roger.lee：请问高价定增，老股东是怎么赚到钱的呢？

@唐朝：你家有个面馆，每年赚 10 万净利润。现在来了个傻二，出资 1000 万入股面馆，要求占面馆 30%股权。现在持 70%股权的你，赚钱没？

2021 年 9 月 20 日

@唐朝：弹出暴跌新闻，才知道港股今天居然不休息的。港仔不是东西方大假兼修的咩，中秋不跟我们同步？

地产是真惨，有恒大这个千斤坠拽着，融资环境急剧恶化，船上所有玩家现在是无差别下沉。可怜我家小洋的十个亿貌似凶多吉少啊🥹



@bp：希望小洋能够吸取教训。

@唐朝：这个倒也谈不上教训，甘蔗没有两头甜。你想赚 8%的利率，就要担这些风险，否则就只能赚 4%的那些。

问题是 200 亿，一年差 4%出来，就是 8 亿啊！所以，如果吃三年 8%踩一次 10 亿雷，总体还有赚。

@Mark：从一季报数据跟踪到半年报理财数据， 我统计出来的数据，洋河投向地产信托的余额超 40

亿。

截止 2021.8.28 日，洋河信托理财余额约 45.38 亿（其中恒大 14.83 亿，宝能 6.2 亿，阳光城 4.5 亿，融创 2.8 亿，万达 1.6 亿，金科 1 亿，现金管理 5 亿，其它地产项目 9.45 亿）。

@唐朝：好，这个活干的扎实。目前看有风险的，主要是恒大和宝能这 20 亿。其他还好。

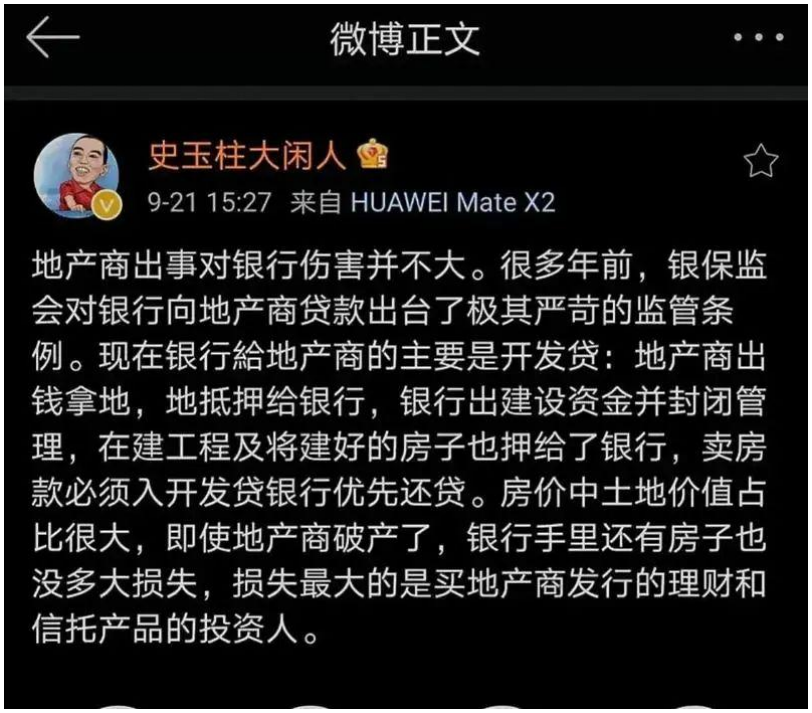
2021 年 9 月 20 日

@远方：在阅读一份现金流量表，支付其他与筹资活动有关的现金里，有个名词叫 “同一控制下合并支付对价” ，这是什么东西？

@唐朝：处于同一实际控制人最终控制下的两家或两家以上企业之间的收购兼并活动中，其中一家企业向另一家（或多家）企业支付的收购价格。出现在现金流量表里时，指当期为此实际支付的现金。

2021 年 9 月 21 日

@民为先：最怕的还是烂尾楼吧，没人敢去买。那时间成本会很高，银行也是要资金流动的。



@唐朝：史玉柱这段话，不是外行就是屁股指挥大脑了。

没错，土地和在建工程的确是在银行手中，但银行一没能力和资质去继续搞开发，二没有能力和资质去卖房。一旦地产商有信用危机的时候，房子基本就没有办法出售了，买家一怕房子烂尾，二怕拿不到产权证。

所以，土地、在建在手也很难变现。然后监管机构对抵债资产又有处置时限要求（否则就会惩罚性地计入风险资产），自己没有能力和资质建设和销售的资产，又急着脱手，这就注定了最后的命运基本都是要大打折、打骨折，才可能出手给资产管理公司或其他接盘侠，损失就产生了。

不过，他最后一句话倒是对的，地产商真破产了，损失更大是买地产商理财和信托产品的投资人，可能比银行损失还大。

@民为先：老唐解释一下，就醍醐灌顶了。史玉柱潜在的认为，哪怕地产商破产了，拥有的土地价值依然不会贬值，所以得出银行不会有多大损失的结论。

也可能是他故意误导的，他持有民生银行不少股份呢

@唐朝：这个“土地价值不会贬值”也是瞎说。

土地价值确实不会归零，但当时买地的时候，本就是银行信贷资金加上各地产商信心爆棚推高了地价。

一旦出现银行收紧信贷、地产商信心受挫的时候，地价是不会归零，但照样贬值，跌一半也不稀奇。

史玉柱上述发言，实际上是隐蔽地将“土地总多少还是值些钱的”，偷梁换柱成了“土地还是值当时的买入原价”。

@梁毅：老唐，恒大如果真的完了，那么买恒大期房的人是认赔倒霉，还是会有接盘侠接下继续盖楼交房？或者是国家会兜底啊？

@唐朝：如果真的破产，让国家兜底是不可能的。概率最大的是想办法给政策，让其他地产商接盘，尽最大可能实现交房，确保社会稳定。

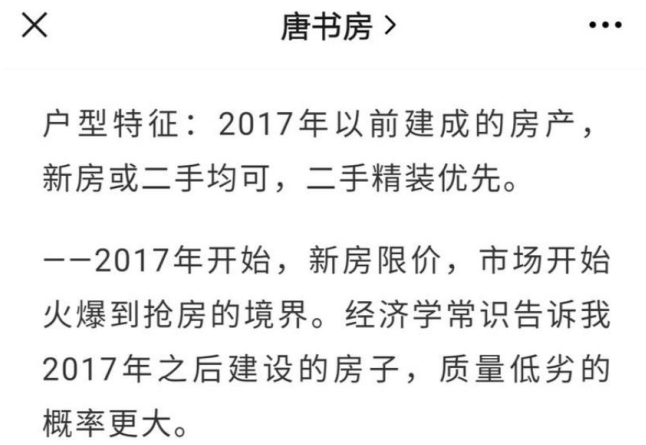
但这不会是每一个楼。必然还是有些楼盘的买家，会产生损失或无尽的扯皮。这有先例。

@Michael：老百姓买房都是辛苦钱攒下来的，遇上这种飞来横祸，太可怜了。

@唐朝：是啊！所以我去年下半年准备在苏州买房的时候，界定的基本原则就是：只看 2017 年之前交楼的二手房。

@乐子：弱弱的问一下，既然是二手房了为啥还要 2017 年之前的？

@民为先：老唐在公众号里提过，我直接截图吧！

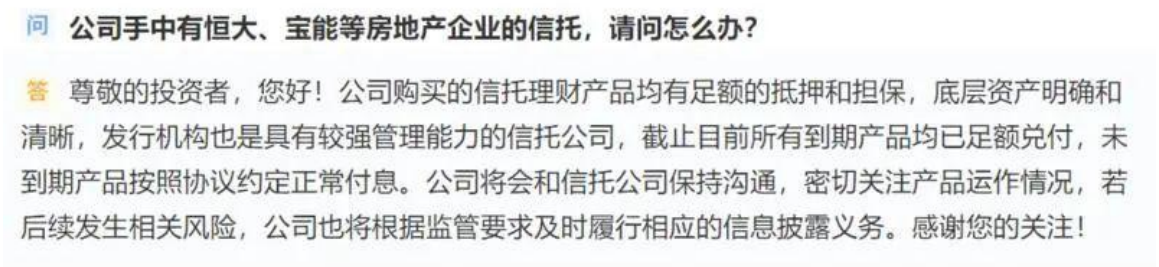


2021 年 9 月 22 日

@唐朝：洋河刚刚回复了关于投资恒大、宝能等房地产公司信托产品的提问：

“公司购买的信托理财产品均有足额的抵押和担保，底层资产明确和清晰，发行机构也是具有较强管理能力的信托公司，截止目前所有到期产品均已足额兑付，未到期产品按照协议约定正常付息。

公司将会和信托公司保持沟通，密切关注产品运作情况，若后续发生相关风险，公司也将根据监管要求及时履行相应的信息披露义务。”



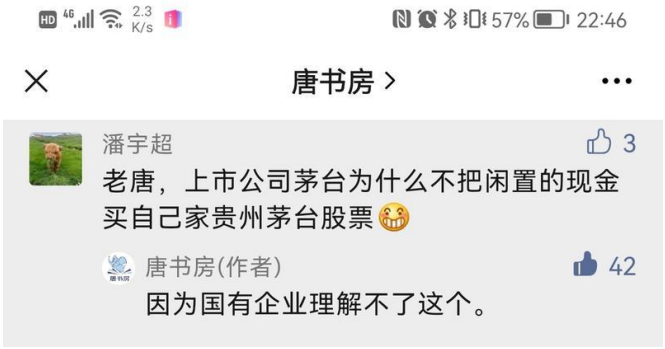
@鱼风暴：看回复应该是目前没有本金违约；全部收到利息；有充足抵押物。

但并不能保证未来肯定能收到全部本息，有可能未来违约去拍卖抵押物，那估计就是漫长的诉讼！不能乐观。

@唐朝：谈不上啥乐观，还是我周记里的预计：十亿恒大信托，有资产抵押，最坏情况赔不了一半。

2021 年 9 月 23 日

@元宝：老唐这个回复是什么意思呢？



@唐门小卒：国企面对波动的股价没人敢拍这个板，也没人愿意去承担责任拍板。毕竟股价下跌可能就被认为是国有资产流失，要说服很多人理解这个投资第一难，还要面对自己在里面是否有利益关系的质疑！

@唐朝：对。

2021 年 9 月 24 日

@CC：茅台酒如此受市场欢迎，除了酱香酒本身的品质优势之外，其中有多少人是因为茅台酒保值增值的投资属性，而选择去买入和持有茅台（把酒视为投资品）。

前者姑且称为“自用客户”，后者姑且称为“炒酒客”。如果后者的比例很高的话，那么一旦茅台酒的保值套利空间没有了（比如出厂价和一批价的价差收窄乃至于抹平），增值预期消失了，那么会不会出现需求的锐减？进而把茅台销售带入一个负循环呢？

到时会不会动摇整个茅台酒的定价根基呢？

@唐朝：炒酒客的占比不小，这应该是当前的客观事实。所以，一旦你说的保值套利空间没有了，几乎确定会出现你说的需求锐减情况。

如果你想躲开它，那确实是需要万分警惕的。对我而言，我不在意这事情。

炒酒客所做的事情，不过就是推高或砸低某一年的一批价和零售价。无论有没有炒酒客的参与，无论需求是高也好，低也罢，反正茅台公司都只能供应那么多，连市场真实需求（消费者饮用+消费目的的陈放需求）也满足不了。

即便最坏情况，出现某年公司出厂价提升过快，叠加炒酒客大量出货，直接导致市场批发价低于出厂价了，公司也不过就是重复 2013~2016 年的故事，相当于兼职炒酒，将出厂价的成品酒存起来，等需求高峰出现的时候，以更高的价格卖出去而已。

因此，我一直说，对于以长远视角看茅台，投机性质的囤积需求（非消费目的），不过是一个朝三暮四和朝四暮三的把戏。反正茅台公司都是尽产尽销，最坏情况也是以几年一个周期看的尽产尽销。所以，不关心这事。

但对于意图吃到茅台供不应求的增长过程，同时还意图躲开渠道出货冲击的投资者而言，难度就大的多了，不关心这问题是不行的——我只是自认没有这个本事，也没有这个兴趣去关心渠道的问题，所以就忽略它了。

@CC：自用客户和炒酒客的比例，您有没有好的观察方法呢？换句话说：如何鉴别哪部分是真实市场需求？哪部分是炒酒客的“盘子”呢？

是不是考虑到茅台的终端零售价仍然供不应求，就侧面反映了市场真实需求的旺盛？毕竟个人以终端价格买入后，基本上已经不太有套利空间，也就说明了这部分是真实需求？

@唐朝：没有办法观测，而且也不重要。价格合适，自用和炒酒是互换互通的。“价格足够诱人，上海市的阳台上会种满水稻”——张五常。

至于需求，2014 还是 2015 年，我曾在某球发过一篇文章，核心内容就是“五万吨商品酒之前，根本不需要担心茅台的需求问题”。

2021 年 9 月 24 日

@长胖以前：如图 1，洋河股份 2020 年年报 21 页证券投资情况，表格里的信托产品没有起始、终止日期，有会计核算科目。

而图 2，年报 38 页委托理财表格里的信托产品，有起始、终止日期，却没有会计核算科目。

这两个表格里的信托产品有什么区别呢？图 2 里的信托应该划分在具体哪个会计核算科目下呢？

（1）证券投资情况

√ 适用 □ 不适用

单位：元

证券品种	证券代码	证券简称	最初投资成本	会计计量模式	期初账面价值	本期公允价值变动损益	计入权益的累计公允价值变动	本期购买金额	本期出售金额	报告期损益	期末账面价值	会计核算科目	资金来源
境内外股票	601696	中银证券	300,000,000.00	公允价值计量	402,516,510.70	1,345,694,006.29				1,348,062,427.33	1,748,210,516.99	其他非流动金融资产	自有资金
信托产品	无	中航信托天启328号天玑聚富	1,000,000,000.00	公允价值计量				1,000,000,000.00			1,000,000,000.00	交易性金融资产	自有资金
信托产品	无	民生信托中民永丰1号集合	600,000,000.00	公允价值计量		784,109.59		600,000,000.00		784,109.59	600,784,109.59	交易性金融资产	自有资金

单位：万元

受托机构名称（或受托人姓名）	受托机构（或受托人）类型	产品类型	金额	资金来源	起始日期	终止日期	资金投向	报酬确定方式	参考年化收益率	预期收益（如有	报告期实际损益金额	报告期损益实际收回情况	计提减值准备金额（如有）	是否经过法定程序	未来是否还有委托理财计划	事项概述及相关查询索引（如有）
中航信托	信托	中航信托-天启【2018】561号宝华壹号集合资金信托计划	16,000	自有资金	2019年08月02日	2021年08月01日	用于向深圳市钜盛华股份有限公司发放贷款，用于补充公司流动性资金缺口；支付广州空港高端仓储项目工程施工款。	现金	9.40%	3,008	1,504	1,508.12	0	是	是	
重庆信托	信托	重庆信托-姑苏2号集合资金信托计划（第五期）	8,752	自有资金	2019年08月30日	2021年08月23日	用于向苏州吴相置业有限公司发放信托借款，最终将借款资金用于江苏省苏州市相城区苏相合作区昌南路南，	现金	8.00%	1,388.81	700.16	786.27	0	是	是	

@唐朝：后者是部分单项金额重大、流动性较差、不保本的高风险信托产品的详细披露，是前者数据里包含的一部分。

他们在财报里依照到期日是否超过一年，分别归类在交易性金融资产或其他非流动金融资产，都属于笋子，核算方法一致，都是当期分红及公允价值变动均计入当期利润。

2021 年 9 月 24 日

@牛牛：作为国企的洋河在分红的时候，对应国有股份的部分是全部分给地方政府，还是要分一部分给中央？

@唐朝：全部给地方。

2021 年 9 月 24 日

@邓聪：您 5 月份分享过巴神对通胀的观点，总体来说是对股票投资者不利的。

唐叔是否考虑过拿出一定比例资金（比如 5%到 10%）去投资黄金，以防止恶性通货膨胀这种黑天鹅事件？如果觉得没必要，是为什么？

@唐朝：没有。优质企业股权是应对通胀最好的工具。黄金是一种垃圾资产。

2021 年 9 月 25 日

@L：如果股价一直下跌，如何得知是自己研究错了，还是市场先生的疯狂行为。

@唐朝：没有什么速成的方法，就是反复思考，正反多个角度和自己辩论，看看有没有想漏的东西——即便如此，依然可能会有误判。这是投资过程中必不可少的经历。

2021 年 9 月 25 日

@开心：老唐，请教一个人生困惑。我在某单位上班，入职十年来，工资增速略低于中国 M2 增速，而且，我的努力和认真付出，在职称晋升、评优选模时抵不过政策的一个硬杠杠。

看清这些“真相”后，我就在做完本职工作之余啃“老唐三件套”，想让自己的收入和思维摆脱体制的束缚。但听到同事们讨论养老政策、职称评聘时依然会陷入对未来不确定性的焦虑中。怎么破？

@唐朝：这是财富还不够多造成的。多赚点儿钱以后，养老和职称这些东西，自然就入不了眼，也就不会焦虑了。

2021 年 9 月 25 日

第1030篇.　　2021.10.27－2021年洋河三季报简析

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-10-27

洋河的数据是明牌。

先说结论：**重拾增长清晰可见；现金流数据表现强劲；本期净利润同比增幅被中银证券股价下跌扭曲；信托投资暂无爆雷事项，总体规模已经大幅收缩。**

2021 年第三季度，公司实现营业收入 64 亿，同比增长 16.7%；实现净利润 15.5 亿，同比下跌 13.1%；实现扣非净利润 16.8 亿，同比增长 23%。

2021 年前三季度合计，营收 219.4 亿，同比增长 16%；实现净利润 72.1 亿，同比增长 0.4%；实现扣非净利 68.5 亿，同比增长 21.6%。

直接看以上数据，第一印象就是营收和扣非净利都不错，但净利润数据增长乏力。尤其是第三季度单季，居然同比下跌 13.1%，这是怎么回事呢？

持续跟踪洋河公司经营情况的朋友，对此数据表现早就心知肚明。因为它其实就是被中银证券的股价所扭曲。

简单的说，去年第三季度，洋河持有的 7894.78 万股中银证券的股票，是从 2020 年 6 月 30 日的 21.43 元，上涨到 9 月 30 日的 26.73 元，给公司第三季度报表增加（26.73×80%-21.43×80%）×7894.74≈3.35 亿非经常性盈利。

备注：去年中银证券在锁定期。洋河将所持 78947368 股，按照市价扣除 20%流动性折价后入账。

而今年第三季度，中银证券的股价是从 6 月 30 日的 20.59 跌至 9 月 30 日的 15.02 元，给公司第三季度报表带来（15.02-20.59）×7894.74≈-4.4 亿非经常亏损。

此项造成第三季度 7.75 亿的税前利润差额。

如果将中银证券因素抛开（两年的第三季度都不算它），第三季度净利润同比增长就会是 22.5%，就回归了可喜局面——以上计算均忽略了同期收到的百万级别的少量现金分红，下同。

同样，前三季度的合计数亦是如此。

去年 2 月 26 日中银证券发行上市，作为原始股投资者，洋河在去年前三季度记录了约 12.86 亿的公

允价值变动正收益—26.73×80%×7894.74 万-4.03 亿=12.86 亿。

而今年前三季度，中银证券在洋河报表增加的是 5.62 亿公允价值变动亏损——15.02×7894.74 万-17.48 亿=-5.62 亿；

备注：26.73 元，是去年 9 月 30 日中银证券股价；15.02 是今年 9 月 30 日中银证券的股价。

4.03 亿是 2020 年期初 7894.74 万股的账面值 402516510.70 元；17.48 亿是去年底（今年初）的账面值 1748210516.99 元。

上述数据在洋河 2020 年年报 21 页。

里外相差约 18.5 亿，直接影响税后净利润 13.8 亿左右。

剔除中银证券上市的干扰，去年同期净利润基数少 12.86×75%=9.6 亿，变成 62.3 亿。

今年三季报变成 77 亿（税前利润 97.2+5.62）×75%=77 亿，同比增长约 23%出头，是不是立刻就好看了？

洋河投入 3 亿元的投资的中银证券，去年上市。给洋河的投资带来丰厚的收益——截止三季度末合计约 7.6 亿浮盈，截止 10 月 26 日，还有约 6.3 亿浮盈。

这部分收益，具体哪个季度的报表记录多少盈利，我认为对长期投资者而言，是无差别的事情。

从企业所有者的角度看过去，企业不会因为将 7.6 亿浮盈，记录为+10 和-2.4，或+5 和+2.6，甚至是+50 和-42.4，产生什么价值区别。忽略就好。

当然，对于炒报表短期同比增幅的人来说，要关注的因素就多了，这应该是其中一项。可惜这种事情应该怎么关注，关注什么，我也不懂，没能力谈论。

这是关于报表第一页业绩数据的老唐看法。另外，本次洋河三季报篇幅大幅缩水，有些内容没有披露，所以部分内容可能因为缺乏细节被某些朋友忽略——主要是信托理财部分信息省略了，不知道为什么这么干？是本阶段信托行业性敏感吗？批评这偷工减料

反正一共就 11 页纸，我随意就我关注到一些有价值的数据和朋友们聊聊，当做是手把手读简报数据吧

第二页非经常性损益表格里，这个数据

除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外，持有交易性金融资产、交易性金融负债产生的公允价值变动损益，以及处置交易性金融资产、交易性金融负债和可供出售金融资产取得的投资收益	-160,315,488.28	465,548,686.05

这里主要就是前面说的中银证券股价波动的影响。

今年前三季度数据是 4.66 亿，它可以拆分为两项：①中银证券股价波动-5.6 亿；②其他投资（信托、理财和股票）合计收益 10.2 亿。

而去年同期，这个数据是 20.4 亿，同样可以拆为两项：①中银证券股价波动 12.8 亿；②其他投资合计收益 7.6 亿。

干扰数据主要是无法预测，也无法控制的中银证券股价波动。

第二页下半部分《……情况及原因》里，这两条应引起注意。

(三)主要会计数据和财务指标发生变动的情况及原因

√ 适用 □ 不适用

（1）货币资金期末余额比上年末增长129.77%，主要系本期销售收入增长，经营活动产生的现金净流量增加，以及本期赎回理财产品大于本期购买的理财产品所致。

（2）交易性金融资产期末余额比上年末下降54.32%，主要系本期到期赎回理财产品金额，大于本期购买的理财产品所致。

这两条数据可以对照资产负债表和现金流量表数据阅读。

第四页和第五页的资产负债表数据显示，今年公司在现金的安排上，保守了许多。

交易性金融资产（笋子）减少 78 亿（65-143=-78），非流动金融资产增加 10.6 亿（74.3-63.7=10.6），总计减少笋子类投资约 67 亿。

它们对应的就是第 10 页现金流量表“收回投资收到的现金 232 亿+取得投资收益收到的现金 8 亿-投资支付的现金 168=72 亿，及中银证券下跌导致笋子减少 5.6 亿。

其他非流动金融资产（预计变现时间超过一年的笋子）科目增加了 10.6 亿，结合年初、年中数据推测，这部分主要增加的是股票投资。

年初的 63.7 亿里，包括 45.2 亿股票（中银证券记录在这里）和 18.5 亿债权类投资（主要就是期限超过一年的信托产品）。

今年中报，这组数据变成 48.5 股票+14.2 亿债权，考虑到上半年至少有中银证券市值缩水 1.2 亿，所以上半年公司至少增加了四五亿的股权投资，同时减少了四五亿的信托投资。

三季报没有披露分项数据，但推测投资部门的大方向应该不会突然发生改变。

上述赎回的资金，大部分暂时存放在银行，导致货币资金余额增加 94 亿（166-72=94）。

这显示了洋河投资部门在当下地产信托频频爆雷的情况下——好在截止此刻，小洋还没有任何一笔信托爆雷的信息爆出，投资意愿收缩的特征

第二页第 7 条递延所得税资产增加，代表着有部分虽然记录在报表上了，但税务局并不承认的费用产生。

（7）递延所得税资产期末余额比上年末增长57.56%，主要系本期末尚未结算的应付经销商折扣折让增加，确认的递延所得税资产相应增长所致。

是什么呢？主要就是应付经销商折扣，即俗称的返点。三季报没有披露递延所得税资产详细构成，我们可以看中报。

中报 107 页和 108 页数据显示，递延所得税资产 12.66 亿，其中因为未支付返点 39.33 亿导致的递延所得税资产 9.83 亿，占比约 78%。

或者看 2020 年年报，年报 157 和 159 页显示，递延所得税资产 9.26 亿，其中因为未支付返点 26.1 亿导致的递延所得税资产 6.53 亿，占比 70%。

会计按照会计准则，在记录销售收入的时候，直接扣除预计返点部分。但税务局只在返点实际支付时，才承认这笔费用。这个分歧产生了递延所得税资产。

虽然手财和书房文章多次写过递延所得税知识，但为避免部分没读过的朋友看不懂意思，我还是附加一个简单粗暴的例子做个科普吧：

公司实现 100 元的销售（包含增值税在内的 113 元产品销售），若计划返点 5 元，公司会计是记录 95 元销售收入。

但税务局不同意，要求公司要按照 100 元销售收入计算相关税收，由此产了 5 元费用分歧及对应的企业所得税税款 5×25%=1.25 元。

按照我国法律规定：会计和税务意见一致的时候，按照会计的算法纳税。会计和税务意见不一致的时候，按照税务的意见纳税😂

所以，此时会计听税务的，这 5 元钱也按照收入纳税。

等以后这 5 元返点实施了，税务局会把这 1.25 元税款退给你——实际不会退现金，是允许你抵扣新的应缴税款。

所以，这 1.25 元就相当于是暂时存放在税务局的一笔钱，是属于公司的资产，会计给它起个名字叫“递延所得税资产。

递延就是推后的意思，递延所得税资产这个名词＝推迟到以后使用的、专项用于缴纳企业所得税的一笔资产。

返点的增加，实际就代表当期销售的增加。但是，这只能是看趋势看方向，由于比例和具体金额受多种因素影响，不能直接从同比增长 57%这个数据中直接得出实际销售增长那么多。

本期应返经销商的返点，相当于经销商预存在公司的提货款，下次提货的时候，直接当钱使。这部分款项记录在合同负债里。

今年前三季度，洋河实现营业收入 219.4 亿，创营收历史新高。哪怕拿三季度和过去的所有年度营业收入对比，也仅仅低于 2018 的 241.6 亿和 2019 年度 231.3 亿，超过了其他所有年度的全年营业收入。

同时，公司账面还有 65.1 亿的预收款（合同负债），去年三季末该数据是 38.7 亿。

这也意味着，如果公司愿意稍微美化一下报表数据，完全可以在保持去年同期同等预收款余额的情况下，增加（65.1-38.7）26.4 亿营收。

从而让三季度历史新高营收从 219.4 亿变成 245.8 亿，超过历史年度营收峰值 2018 年的 241.6 亿，给各类媒体一个亮眼的、具有冲击力的标题。

公司只是没有这么干。

而且，今年的增长是高质量的增长。

第 7 页利润表数据里，营收同比增长 16%，营业成本同比增长 8.5%，佐证着主要增长动力是高端酒，是含金量更高的产品带来的——这和公司主力产品 M6+在市场大受欢迎的信息吻合。

而税金及附加占营业收入比为 16.6%，远高于去年同期的 15%。由于已知消费税税率、城建税税率及教育费附加费费率都没有发生变化，这个比例增加，只能推测为当年生产厂灌装并移交销售部门的成品酒占存货的比例增加，导致部分产品已经产生消费税但尚未记录为营收。

尤其是单看第三季度单季，实现营收 219.42-155.43（半年报营收）=64 亿，对应产生税金附加 36.45-24.36=12.1 亿，占比近 19%，异常的高。

由于当年灌装是公司依照市场需求情况做出的主动的可控操作，这个迹象要么是

①部分已经销售出去的产品，由于开票时间等原因，还没纳入利润表的营收里。即实际已经交给经销商，但报表上还记录为存货；

要么就是②公司对未来销售比较乐观，大量灌装成品酒应对预判的经销商集中提货。

不管上述哪种情况，都可以帮助我们预判出市场逐步转（更）暖的结论。

对照市场信息判断，这转暖势头主要是由于公司在主力大单品梦 6+大获成功后，依葫芦画瓢推出梦之蓝 M3 的升级产品水晶梦，以及刚刚开始的天之蓝升级版，所带来的经销商打款及进货积极性。

另外，利润表第 7 页和第 8 页，投资收益和公允价值变动损益两项，也可以佐证文章开始谈到的净利润同比数据被扭曲的结论。

去年同期这两项相加是 9.2+12.5=21.7 亿，今年同期是 7.6-2.8=4.8 亿。这累计近 17 亿的差额，主要是中银证券股价波动带来盈利非均匀干扰：去年赚 12.86 亿，今年亏 5.6 亿。

当然，这不是说中银证券浮动盈利不应该要（7 亿多，我不介意勉为其难代为收下），而是说去年享受了中银股价大涨的“利好”，今年就理所应当地承受股价大跌的“利空”。

三季报信息大致就是这样。

去年底，我对洋河 2021 年的预测是：不考虑中银证券的股价波动（这个没法预计），全年净利润预计在 90 亿左右。

从三季报数据看，年报要达到这个数字，还需要公司上下再努力，但应该说是有希望达到的。

因为三季报剔除中银证券的股价波动，净利润已经有 77 亿，四季度努把力，若能实现 13 亿净利润，就可以达到 90 亿目标。

当然，13 亿并不容易完成。

过去五年，即便剔除 2019 和 2020 年两个“灾”年（渠道去库存改革+新冠疫情影响），其他三年的第四季度净利润也就在 10~11 亿区间徘徊。

13 亿，是有压力的数据，但也是跳一跳够得着的数据。

按照公司股权激励计划，股权激励考核要求是 2021 年营收同比增长不低于 15%，2022 年营收同比 2021 年亦增长不低于 15%。

如果按照 2021 年同比增长不低于 15%的考核要求，对应约 245 亿左右营收目标，那就意味着第四季度完成二十五六亿营收即可。这个目标当然毫无压力，只需要将 65 亿预收款里的部分款项完成发货即可。

若是掐着这个线完成，26 亿营收按照洋河第三季度扣非净利率折算，也就 7 亿左右净利润。加上 200 多亿存款和信托一个季度的收益估算两亿多，合计也是 10 亿左右，全年数据会和我的 90 亿预计差三亿。

但我认为按照目前的势头，公司不会掐着股权激励线仅实现 15%营收增长目标，会超额。第四季度营收不会低于历史四季度营收峰值 32 亿，而且三季度多缴纳的消费税，会使四季度净利润率提高。所以对于“不计中银股价影响净利润 90 亿”判断，暂不做修改。

当然，最终就算差个三亿两亿的，也只是打脸老唐的预测行为，但对洋河估值无影响，对投资决策无影响

最后，必然有人问陕煤。陕煤三季报似乎没啥可说的，量微增+价暴涨，三季度销售均价相比一季度都增幅超过 50%了。除了印钱之外有啥好说的呢？

网上有份 10 月 26 日的三季报调研纪要流传，数据很详细，找来看看即可。我这里没啥新东西，略过

第1031篇.　　2021.10.30 - 老唐实盘周记20211030免费版

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-10-30

本周交易

无

目前持仓

目前持仓：腾讯 39%，洋河 25%，茅台 18%，分众 8%，古井贡 B5%，陕西煤业 6%，另有观察仓海康威视和福寿园不计。

下表除“当前股价”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	39%	72000±10%	＜36000	80000	37992	481.00	-14.47%
洋河股份	25%	4200±10%	＜2100	4700	2806	186.18	-20.10%
贵州茅台	18%	26400±10%	＜13200	35000	22939	1826.08	-7.71%
分众传媒	8%	①	＜770	1980	1063	7.36	-22.91%
古井贡B	5%	920±10%	＜460	1060	436	100.28	-5.56%
陕西煤业	6%	①	＜1020	2500	1213	12.51	46.07%
沪深300						4908.77	-5.81%
上证指数						3547.34	2.14%
2021/10/30			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8231	

注：①采用席勒市盈率估值的企业，不估算三年后估值；

②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；

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。

附：上期数据

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	39%	72000±10%	＜36000	80000	40145	509.50	-9.41%
洋河股份	24%	4200±10%	＜2100	4700	2750	182.50	-21.68%
贵州茅台	18%	26400±10%	＜13200	35000	23880	1901.00	-3.93%
分众传媒	7%	①	＜770	1980	1083	7.50	-21.44%
古井贡B	5%	920±10%	＜460	1060	445	102.43	-3.53%
陕西煤业	6%	①	＜1020	2500	1359	14.02	63.70%
沪深300						4959.73	-4.83%
上证指数						3582.60	3.15%
2021/10/23			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8211	

收益

本周实盘净值下跌约 4%。2021 年内收益从上周末的 1%，跌至本周末的-3%（四舍五入）。

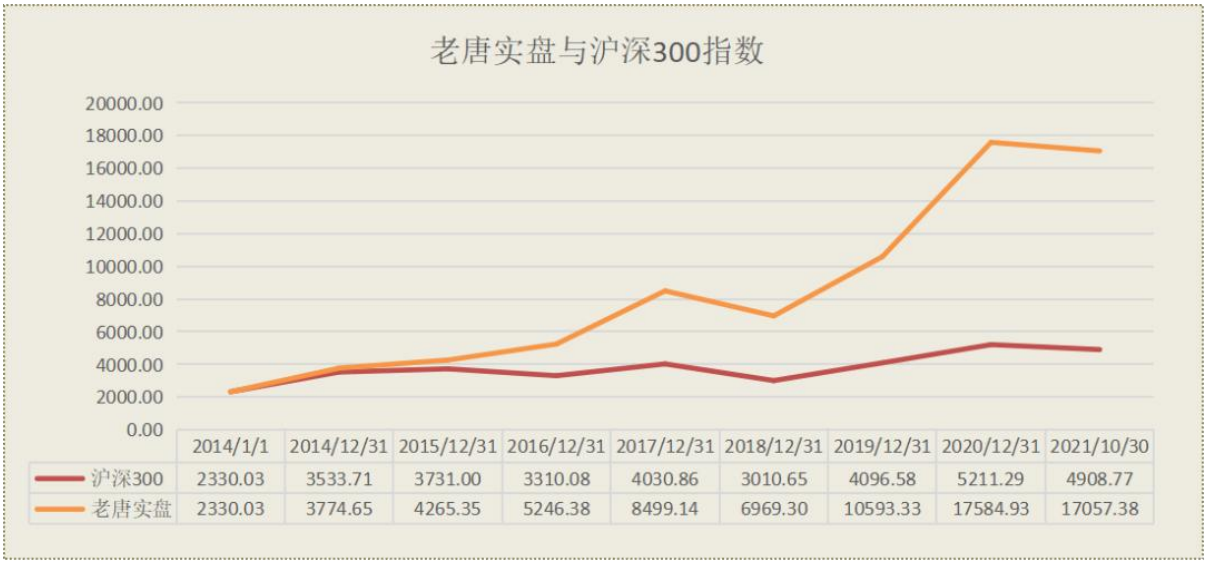
上周实盘说“再涨 5%达到八年八倍”的目标，结果经过一周的“努力”，现在需要涨 9%才行了。这让我想起网上的毒鸡汤：一觉醒来，感觉离梦想又远了一步😂

老唐实盘	年度收益	期末净值	期限/年	年化收益	HS300涨幅	HS300净值	HS300年化
2014	62%	1.62	1	62%	51.66%	1.52	51.66%
2015	13%	1.83	2	35%	5.58%	1.60	26.54%
2016	23%	2.25	3	31%	-11.28%	1.42	12.40%
2017	62%	3.65	4	38%	21.78%	1.73	14.70%
2018	-18%	2.99	5	25%	-25.31%	1.30	5.22%
2019	52%	4.55	6	29%	36.07%	1.76	9.88%
2020	66%	7.55	7	34%	27.21%	2.24	12.21%
2021/10/30	-3%	7.32	7.83	29%	-5.81%	2.11	10.01%

注①：老唐实盘年度收益率，按基金净值法和实际收益率**孰低**取值，均不含新股收益。

注②：沪深 300 指数收益未包含每年 2%左右的分红，数据略有低估。

实盘与沪深 300 指数对比图



重要事项

本周重要事项简评如下：

- 唐书房模式改变：从本月起，书房原每周一次的头条广告，缩减为每月两次。同时每月底最后一篇周记，设置为（无需付费亦可阅读的）付费文章。
- 洋河三季报：内容详见周三的《2021 年洋河三季报简析》
- 陕煤三季报简析及发改委强制打压煤价政策评述：三季度暴利不可持续，价格打压行为不改变陕煤投资价值。
- 古井贡三季报：三季报中规中矩，全年目标必将超额实现。
- 分众三季报：明牌。预料中的三季报数据，预料中的全年净利润。
- 市监总局欲建立平台分类制度：总体就是能力越大，责任越大的规则。对腾讯构成短期压力，但不改长期向好的方向。
- 本月阅读。

****

只对持股和交易感兴趣的朋友，读到这里可以退出了。后面是对上述事件的展开，无新内容

1. 唐书房模式改变。

从 10 月起，书房头条广告从原本固定的每周一次，缩减为每月两次。

同时，每月月底我会开一次付费提醒，但仅限于提醒。因为会同时推送次条免费版，不用付费照样阅读全文。

这个实验，我考虑很久了，计划先实施一年。

初心很简单，我想试试看以心换心式的交往模式，能否比一手交钱一手交货的交易模式（付费阅读、收费星球、收费群、收费课程等），或者内容搭桥、流量变现模式（免费内容吸引流量、流量换取广告收益）更有前途。

我自认有条件搞这个实验：第一，书房有足够大的流量，且流量有明确的市价（广告价）；

第二，我已持续分享过数百万字的免费内容，足够读者做出是否有价值的判断；

第三，我有底气和条件承受实验损失。当然，也不一定是损失，说不定收入还增加呢😁

如果我的实验能给其他网络分享者，展示出一条“**走正道一样赚大钱**”的路，给【高尚的贫穷 VS 自私的富裕】之间再增加一个“**高尚的富裕**”选项，我就非常开心了。

一年期满，我会根据试验情况，考虑是继续缩减广告，还是在现实面前高歌一曲“梦想总是遥不可及，是不是应该放弃？”😜

对于不愿付费的朋友，这种变化下只会受益——因为文章照读，每个月减少两到三次的广告骚扰。

对于愿意每月付点儿小钱，或安抚自己感恩的心，或激励老唐继续码字的朋友，这算是提供了定时提醒和付费路径。

我觉着两类朋友都没有受损，可以试试。

当然，围观群众愿意骂老唐股票炒亏了，赚粉丝钱找补的，请随意。

老唐的确挺喜欢金钱的，从未标榜过自己无私、高尚、伟大、视金钱如粪土。

反正公众号肯定是赚了钱的，而且不算少，被骂骂挺正常，只要不蠢到在书房里骂就是了👌

2. 洋河三季报。

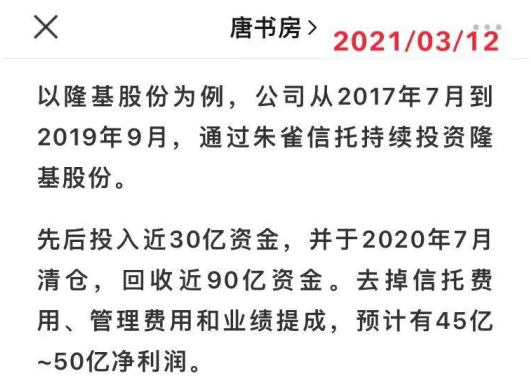
洋河三季报的内容，周三已发表文章[《2021 年洋河三季报简析》]，此处不重复了。

3. 陕煤三季报简析及发改委强制打压煤价政策评述。

三季报显示，第三季度扣非净利 67 亿，同比增长 150%以上，创单季获利历史记录。

前三季度扣非净利 145.7 亿，同比增长 107%，同样创下历史记录。

至于第三季度净利润同比-8%，前三季度合计净利润同比仅增长 24%，原因很简单：去年 7 月陕煤变现一笔隆基股份的股票，赚了四五十亿。



所以去年第三季度，记录了约 53 亿的投资收益和公允价值变动收益；前三季度，合计记录了 67 亿投资收益和公允价值变动收益。

今年第三季度股市表现不好，公司也没有大卖股票。第三季度上述两项收益和约为-2 亿，前三季度合计仅约 16 亿。

所以同比增幅，掩盖了公司主营业务翻倍增长的真相。

其他也没什么值得细说的。陕煤目前的股价波动，更多的是被发改委对煤价的政策牵引，和干净整洁的财报反而关系不大。

对于发改委打压煤价的行为，上周实盘周记里我写过：这事有法可依，且有必要。

但对于这几日江湖传言说，发改委将直接规定坑口价，限制坑口价在含税 440 元±20%范围内波动，还是挺让人吃惊的。

有点不敢相信发改委真的会这么干！但有关部门的脑花儿，谁说得准呢？等待官方信息吧。

目前最新的报道是这个方案确实有，目前没有否定，也没有确定，还在多方博弈中。

可能正是这种担忧吧，周四上午陕煤砸出一个跌停来，书房里可能也有不少朋友在陕煤上出现亏损，我也看见有朋友声称不敢再碰周期股了。

其实这事儿和是否周期股，是否被政策打压，关系不大。盈利的核心主要还是我们如何面对波动。

就在几天前，书房曾有朋友留言说老唐严重低估了陕煤的价值，未来陕煤的年均利润应该在 140~150 亿之间。我当时回复说“你借我个胆子，我也不敢像你这么算”。

这背后，我认为就是因股价上涨引发的乐观。

同样，发改委的政策消息一出（而且还真假未定），很多投资者又惊慌失措，认为陕煤投资的价值丧失殆尽，纷纷逃命，跌停就是这么干出来的。

这又是面对不利消息时的过度悲观。

但实际上，今年煤价上涨这么多，尤其是三季度煤价上涨这么厉害，本就是超出投资者起初估算的因素。

发改委的打压如果属实，打压后的煤价也比年初最乐观的估计还高。

今年上半年，陕煤的坑口均价是 453.19 元/吨，对应上半年的扣非净利润是 78 亿。

假如 440±20%含税坑口限价规则属实，四季度按照含税 528 以内考虑，我估计 2021 年净利润大概会在 180 亿~190 亿之间。明年按照含税 440+20%波动范围估算，明年扣非净利润很难低于 100 亿（投资收益没法估）。

这类大宗商品，价格本就是因为各种因素大起大落，其中国家价格管制政策是重要因素之一。

正因为认为煤价根本无法预测，所以我才使用十年平均利润来作为估值的依据，并按照十年年均的“正常利润”58～75 亿来考虑投资价值。

至于会导致年度净利润从 200 亿出头跌至 100 亿出头的打压，只能说 200 亿出头本就是意外惊喜，100 亿出头顶多算是意外惊喜的丧失。

意外之财的得而复失，想通了就是得也高兴，失也平静😜

陕煤的投资价值主要来自：

陕西煤业目前的主要看点是：

①煤矿的供给端受控，需求端小幅增长。

供应端，①环保压力和碳中和目标下，大量产能被粗暴消灭，大量涉煤民间资本被 keng 杀，导致国内供应难以大幅、快速地增加；

②国际贸易的不利局面，叠加新冠疫情对运力的制约，导致海外进口缩减；

③即便目前大力保供，也只是对某些表外产能的表内化（你懂的），实际增幅有限。

且增量主要集中在现存大矿手中。已经被洗出去的资本以及没有进来的资本，会忌惮以前的关门打 Dog 而拒绝一时的供需失衡诱惑。

需求端：①经济增长对能源的需求是确定的；

②我国贫油少气多煤的自然条件，决定了我们经济总量越大、国家越强，越不敢依赖石油和天然气。煤和煤化工是国家发展的底气；

③水风光核是远景目标，也确实正在高速发展中，但一者它们的占比还太小，二者水风光的输出不稳定特性，决定了它们的发展过程中必须还要同时依赖煤的配合。

煤炭的**生产可存可控，而用户分散，主体多元**。该特性叠加**供给难增，需求难降**的行业格局，就决定了随便什么委的令箭，都无法阻挡今后几年煤企赚钱。这是投资陕煤的底气所在。

至于今年数倍涨幅的煤价，本就包含部分炒作和不合理跟风囤积的成分。考虑到煤炭涉及北方人民群众过冬的生存问题，打压几乎是必然的。

我不相信理智的投资人会在内心希望：不要去管穷人能不能过得了冬，不要妨碍我们的企业尽最大可能赚钱。

这是从企业经营的角度看到的波动。同时，对于投资人来说，还有股价角度的波动。

套用炒股人士喜欢用的成本来解释，我买入陕煤的成本在 10.5~10.6 元之间——分红前 10.8 和 11.78 各买入约 2%，之后每股分红 0.8 元。7 月 9 日在 10.3 买了约 0.1%，上周三 13.45 买了约 0.2%。

当前价格 12.51 元，半年时间涨了约 18%。

虽然“只”涨了约 18%，但其实比持仓的腾讯、洋河、茅台、分众、古 B 的年内涨幅都大，应该算小牛一头吧？

但为什么很多人在上面赔钱，又有那么多人哀叹不敢再碰周期股呢？

原因之一是被股价的大涨诱惑，不看价值与价格差就冲进去了。

由于买入的原因本就是因为上涨，一旦上涨不在，自然心慌慌，茫然不知所措。

另一种更常见的原因，是因为它曾经冲上过 16 元，很多投资者自动将 10.6 到 16 的涨幅视为自己口袋里的金钱，将每一分钱的下跌都视为自己的财富丧失，所以痛苦难受。

如果我们有能力在心中将 16 过滤掉，将 10.6 到 12.51 视为一条缓缓上升的线条，它就是个轻轻松松送钱的股票，是今年最棒的持仓股，没什么难的。

难题其实是自己创造的。是自己总是喜欢随着短期股价波动计算虚幻的得与失，对不？

股市挣钱，你得克服它。克服不了，就是牛股也赔钱，啥股都难受。没有第二条路🙏

4. 古井贡酒三季报

古井贡酒三季报中规中矩。

2020 年报里制定的 2021 年计划目标是：营业收入 120 亿元，利润总额 28.47 亿元。

前三季度已经完成营收 101 亿，利润总额 27 亿（净利润 19.7 亿）。

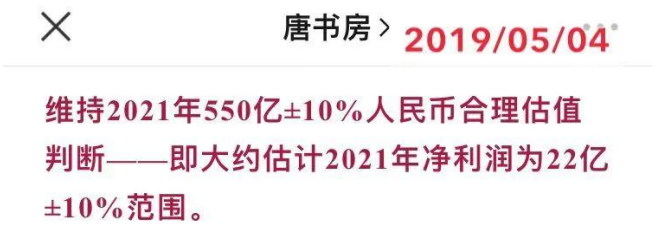
去年第四季度营收是 22.2 亿，今年的势头可以确定四季度不会低于这个数字——公司手持合同负债（预收款）28 亿，创历史新高。去年三季末合同负债只有 8.5 亿，去年年底合同负债也只有 12 亿。

公司若有释放利润的意愿，只需要在第四季度将 9 月底已经收过钱的这 28 亿货物发出去，即可完成 28 亿营收。

将第四季度营收增幅保守预测为 10%，即第三季度完成 24~25 亿之间营业收入。那么，全年营收能实现 125 亿以上，超额完成预定计划。

对于 24~25 亿单季营收，按照去年第四季度超低的净利率 14.3%取值（全年四个季度里最低的净利率），可将第四季度归母净利估算为 3.5 亿左右。则全年归母净利约 23.2 亿，同比增长约 25%。

这是可以提前预估出来的明牌，见截图：



古井贡三季报里，唯一一个不舒服的数据是现金流量表“支付的其他与投资活动有关的现金 67 亿”。

这笔支付半年报里没有，确定是第三季度内支付的，但三季报对于这样一笔突然从零增加为 67 亿的巨额变化，居然没做任何解释。

据说是今年监管部门有新指引，所以三季报披露信息全部大幅缩水。

完全不能理解为啥这么改？是交易所没钱扩充硬盘，还是某些人颈部以上部位被注入过量一氧化二氢？郁闷😷

根据简陋到极致的三季报推测，这 67 亿的现金支出大概率是理财投资。

因为资产负债表的货币资金近 139 亿，与现金流量表展示的现金及现金等价物余额 65 亿，有 74 亿差额。

这 74 亿属于货币资金，但不属于现金等价物的东东。其中应该就有这“支付的其他与投资活动有关的现金 67 亿”。

大概率是定向增发成功（每股 200 元发行 0.25 亿股，募集 50 亿资金）后，手头现金富裕。项目建设暂时还用不上的钱，购买了部分锁定期限的大额存款或理财产品。

有兴趣的朋友，周一上班时间可以致电古井证券部咨询确认一下。

5. 分众三季报。

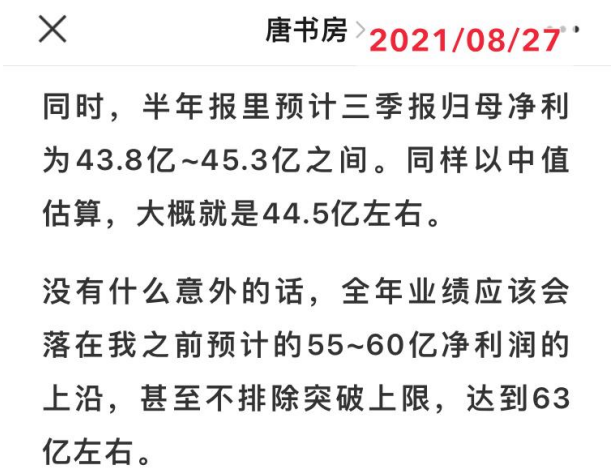
分众的三季报实现营收 111.5 亿，归母净利 44.2 亿。三季报预告 2021 年全年净利润预计 60.2~62 亿之间。

四、对 2021 年度经营业绩的预计

业绩预告情况：同向上升　　业绩预告填写数据类型：区间数

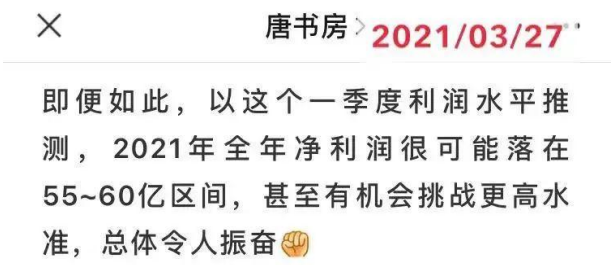
	本报告期			上年同期	增减变动			
归属于上市公司股东的净利润（万元）	602,000	--	620,000	400,383.56	增长	50.36%	--	54.85%

这个数据，怎么说呢😂？看截图

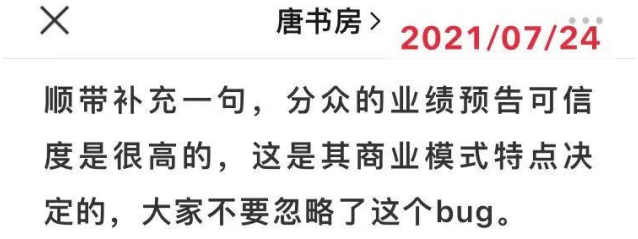


预计三季报净利 44.5 亿左右，实际 44.2 亿；预测全年 60 亿上沿，甚至不排除突破上限，达到 63 亿左右。公司现在预告全年 60.2~62 亿，有点怀疑江总卧底书房——开玩笑的哈🤭

55~60 亿的预测，其实是年初就作出来的。



分众，仿佛是一个允许你偷看底牌的赌局。这样的赌局里赚不到钱，就真不能责怪赌场了😁



这个精准预告的特性，是由分众的商业模式决定的。

唐书房 2018/08/29

从一季报预告我们可以看出，分众的业绩预告相当精准，给的区间非常小。

这是分众商业模式决定的，大型的广告合同都有提前的计划和安排，而分众是在广告播放完毕，并经客户确认后，记录报表营业收入，然后在一至三个月内收到款。

再次提醒大家不要忽略了这个 Bug

按照这个年度预告，可以反推公司预计第四季度净利润约 16~18 亿。

相比去年第四季度净利润 18 亿，扣非净利润 17.2 亿来说，预估无增长，甚至可能略有下降。

我个人认为它一者反应了四季度实体经济的不景气。不深说，看截图

国务院总理李克强10月27日主持召开国务院常务会议，部署对制造业中小微企业等实施阶段性税收缓缴措施，进一步加大助企纾困力度；决定延长境外投资者投资境内债券市场税收优惠政策，促进对外开放和吸引外资。

二者也是过去几个月里，类似双减、反垄断等多项监管政策的变化，导致企业持观望心态，对广告投放量有一定的影响——这事儿咱们也不聊，跳过

当然，我们必须看到去年四季度，本就是分众自 2015 年回归 A 股市场以来，第四季度扣非净利润的历史新高记录：



〈注：图中对 2021Q4 取预告中值 17 亿〉

甚至去掉季节因素，将回归 A 股以来所有单季扣非净利放在一起比较，去年第四季度，也是仅次于 2018

第二季度单季（17.5 亿）的次高峰。如此一想，也就知足吧。

说起 2018 年第二季度，老唐就是被 2018 年二季度净利润高峰吸引，忽略了分众业绩受宏观经济景气度影响较大的特点，在 2018 年 8 月 3 日首次介入分众的。后来被市场揍的鼻青脸肿，不堪回首啊

还好还好，经过不断修正自己的判断——见去年八月的《分众传媒投资回顾及周期股估值方法的尝试》，最终在总计均价约 7.1 元的位置建立了高达 10%仓位的持股。

然后在今年 1 月 8 日以均价 11.26 抛出 3%，2 月 10 日以均价 12.39 元抛出 4%。剩余约 3%，由于没有触及第三卖点而持有至今。

7 月 28 日于 7.25 元又重新买回 3%，叠加购买其他股票后的零钱买入及股价涨涨跌跌，目前又持有约 8%的分众了。

本周分众神奇地回到 7.1 元附近。难道长征路要重走一遍？嚯嚯，投资的乐趣或许就在这里吧

6.互联网平台分类管理政策。

10 月 29 日，国家市场监督管理总局公布了《互联网平台分类分级指南（征求意见稿）》《互联网平台落实主体责任指南（征求意见稿）》。

意见稿提出，互联网平台拟按照用户规模等划分为超级平台、大型平台和中小平台三级。

超级平台指同时具备超大用户规模、超广业务种类、超高经济体量和超强限制能力的平台。超大用户规模，即平台上年度在中国的年活跃用户不低于 5 亿；

超广业务种类，即平台核心业务至少涉及两类平台业务，该业务涉及网络销售、生活服务、社交娱乐、信息资讯、金融服务、计算应用等六大方面；

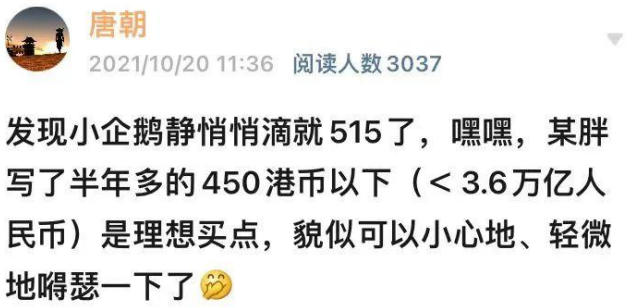
超高经济体量，即平台上年底市值（估值）不低于 10000 亿人民币；

超强限制能力，即平台具有超强的限制商户接触消费者（用户）的能力。

这基本上就是按照腾讯、阿里和头条身材，量身定做的标准。它背后的基本原理就是能力越大、责任越大。

可以想象上述三家公司未来将面临更加严格的监管，或许这就是过去十天腾讯股价阴跌的外部原因？

其实我更愿意相信最近十天的下跌，是被某胖精准踩顶嘚瑟下来的



长期来看，有统一的竞争规则，明确了哪些能做、哪些不能做，我不认为这会导致小企鹅在与其他竞争对手的竞争中，优势下降。

相反，我认为这可能增加了其他平台成长为超级平台的难度。

7.本月阅读。

本月阅读纸质书 8 本。



因书房读者@唐嘉序 的推荐，在以出售盗版闻名的某平台上，购买到《巴菲特历年演讲》和《伯克希尔股东大会问答 1994~2021》的纸质资料。

虽然以前零零星星都是读过的，但难得有纸质资料汇总，趁机又集中刷了一次。

这可以说是地球上最宝贵的送钱宝典，投资领域里的一切困惑，这里都有答案。

读它们等于购买巴菲特午餐 N 次，市场价值数以千万计，但我们付出的只有一百多元就可以搞定，实在是赚大发了🤩🤩

——这就是投资的本来含义：付出的是价格（一百多元），得到的是价值（至少数千万）。

这次阅读，我一边读一边顺手做了些记录和分享。

其中《巴菲特历年演讲》的阅读精华，10 月 9 日已经在书房做过分享，链接《书房拾遗特别版——巴菲特历年演讲精要专辑》。

历年股东大会问答，还剩最后一册的 120 页内容没读完（三册合计 1700 页左右），估摸着最晚下周二应该能结束。

阅读过程中分享的精要内容，以及老唐的中翻中和个人感悟数量庞大。后期会有热心志愿者，负责将老唐的分享整理成文。然后我会以书房拾遗的形式推送给大家的。

据说股东大会问答绝大部分内容，是微信公众号号主@一朵喵说 翻译的。

我不认识这位译者，但非常感谢他/她的付出。去关注该公众号后，发现底部菜单栏宝藏多多，非常有价值，推荐大家关注。

不是广告，是肉测推荐，也是感恩。迄今为止，这位号主不认识我，我也不认识他/她。

阅读这些资料的间隙，看了几本叶嘉莹先生的诗词书籍当做休息。

叶嘉莹号迦陵，被尊称为中国最后一位女先生，比查理.芒格小半岁，今年九十七。

叶先生在中国古诗词上的造诣深厚，毕生投入巨大的精力在全球推广中国古诗词，还将自己一辈子的积蓄 3568 万捐献给南开大学建立支持中国传统文化研究的“迦陵基金”。

叶先生曾在中国、中国台湾、加拿大、美国多所大学讲授古诗词课。

她讲课的特色是不备课，按照记忆信手拈来，即兴发挥，所以她的古诗词课也特别生动活泼。

学生们根据她的授课录音整理了多本书籍，我基本都有。但正因为是授课录音整理的，这些书籍相互之间多有重复。

对诗词喜好的朋友，如果不想重复呢，我个人推荐叶先生的《唐宋词十七讲》，它基本包含了叶先生系列书籍的绝大部分内容。

本月读的另外一本书，是《五粮液志》，不值一读。

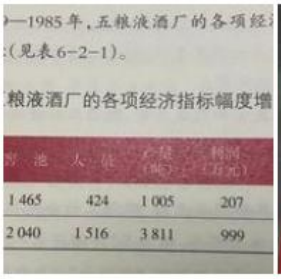
书中资料错漏百出，真心不知道这本历时十二年的公司志，是怎么出炉的。纯糟蹋钱。

唐朝
2021/10/11

真的是哪儿哪儿都对不上，这里的数据和刚刚那张表又对不上，而且差距还不小

难道五粮液公司编制公司志的时候，是安排了十八个人各写一段，然后合订在一起脱手的？所以数据就是十八种口径

不过，可以确定的是，这本《五粮液志》不值得买，不值得读。你可以省下钞票和时间嗑瓜子追韩剧





本周运动

本周跑步 3 次，单次 10 公里；陪我家领导散步 3 次合计 15 公里。



周六同口径除皮净重 84.3kg，环比下跌 0.7kg——175cm。

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

第1032篇.　　2021.11.01 - 关于房地产税的闲聊

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-09-14

近期房地产税的相关信息比较火热，书房里询问的朋友也多。但由于老唐不懂地产，其实没什么有价值的观点值得分享给大家。

今天捞几篇旧文，供大家一乐。算资料收录，也算是对反复追问的朋友做个回复吧

宏观的幽默之~房地产税实时版

发表于 2021 年 10 月 24 日 19:41

昨天，人大常委会授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作。很多朋友问该消息的影响，我说该授权只是证实了我前面说的【房地产税必然开征】的判断，具体影响还是等专家解读，我研究不够，不敢乱说

但追问的朋友依然非常多，我一时兴起，给个戏说版吧，可以作为《宏观的幽默》一文的实时版

如果明天地产股暴跌，那是因为：房地产税推出，属于行业重大利空。

税收严重增加房产持有成本，直接打击居民购房积极性，迫使部分二手房涌出抛售，对房地产企业未来销售形成巨大压力。

如果明天地产股大涨，那是因为：授权国务院在部分地区试点，属于行业重大利好。

它说明了房地产税的立法工作至少要等待五年试点后的经验总结，五年内不会立法，不会在全国大面积实施。该消息拆除了一直悬在房地产行业头上的重磅炸弹。

如果地产股小幅震荡，那是因为：房地产税改革，在行业预料之中。

试点已在上海重庆实施多年，此次只是谨慎扩大试点城市，对行业影响有限。市场仍在等待试点细则出台。

结论就是：不管啥情况，都可以写一篇有理有据的文章，既可以填补部分人的阅读需求，也可以换网络点击、换媒体稿费——除了对投资没有任何用处以及有点浪费时间之外，也没有什么别的坏处

另外，其实十几年前房地产税就曾以物业税的名称，被媒体热炒过几轮。

当时，老唐曾在网上发表过两篇很粗糙的思考。其中有部分内容在十二年后的今天看，变化不大。我原文拷贝过来，一字未改。

阅读时请一定注意：两篇文章都是十二年前的「过期」文章，标题下的时间就是文章发表的时间；文中谈到的“物业税”，就是今天热议的“房地产税”。

又见物业税！

2009-05-26 13:27:22

物业税上一次被炒得火热是在 2007 年，那正是一个房地产市场异常火爆的时间。时隔两年后，物业税终于出现在国务院正式文件中了。

5.19 日，国务院批准了发改委起草的《关于 2009 年深化经济体制改革工作的意见》。

文中这样谈到物业税：【深化房地产税制改革，研究开征物业税（财政部、税务总局、发展改革委、住房城乡建设部负责）】。这项波及面极大的税种，距离大家越来越近了。

必须明确的是，物业税不是什么新东西。只是将当前开发商购地开发时，必须一次性缴纳的各种税费

打包，而后安排在房子持有过程中分次缴纳而已。当然，所谓开发商一次性缴纳，实际上也就意味着购房人一次性缴纳了。

缴纳方式的改变当然会带来很多改变。

首先，降低房地产开发的门槛。一次性支付的税和费的减少，会显著降低房地产开发的启动资金，从而使更多的资金有能力进入房地产开发行业。

其次，降低房屋购买时的名义价格。将一次性缴纳的税费改为分多次缴纳，必然会降低购买时的名义价格，降低购买难度。使更多的人有能力加入到购房大军中来。

其三：持有房屋的日常成本毫无疑问会增加。持有多一套商品房，就意味着多交一份物业税。这对投资性购房者将产生一定的压力。

其四：可能会提高市场租金。市场租金将会由房屋租金加上物业税构成。

……

然而，物业税的影响究竟有多大？是影响房价向上或是向下？就目前而言，依然没有答案。

因为我们无从知道两点核心：1.哪些税和那些费捆绑起来构成物业税？2.税率是多高？

这也是今年财政部、税务总局、发展改革委、住房城乡建设部要负责研究的问题。

需要注意的是，《关于 2009 年深化经济体制改革工作的意见》中，提到将要增加的三个税种时，运用的是不同的词句。

对资源税是【研究制订并择机出台资源税改革方案】。针对环境税和物业税是【加快理顺环境税费制度，研究开征环境税；深化房地产税制改革，研究开征物业税】。

老唐理解，这不同的表达是说，资源税的改革方案将于 2009 年内制订完毕，并择机出台。（惯例上，可能会从 2010 年的某个节日开始实施）

而对于环境税和物业税，2009 年仅仅是研究阶段，制订方案的时间暂时还不能定下来。当然，距离实施的时间就更加久远了。

老唐在 07 年 10 月的一篇博文中推断【大胆预计：成都市要想实施物业税至少得等到 2010 年】。

如此看来，说 2010 年依然是预测早了。以目前文件说法来看，2011 年是最快的节奏了。

难是可以预计的。物业税方案是一个牵扯到中央和地方利益的大手术。仅以下几个难题就需要大智慧来协调，需要高级别来实施。

1. 究竟用哪些税和费捆绑起来构成物业税？国税是否参与分账？分多大比例？

我国目前房地产开发涉及税种繁多：涉及土地使用的税收：包括农地占用、土地使用、契约、土地增值等税收；

涉及建设中的税收：包括每一单项产品生产和施工企业的营业税、营业税附加；

涉及企业所得的：所得税和提前预缴的所得税利息、预缴的土地增值税及利息；

涉及房产或土地转让交易的营业税、契税、房产税、房地产税、土地增值税、所得税；

其他产生合约的印花税等税收……

这些税收有些属于国税、有些属于地税。究竟将哪些税种和费用合并，构成物业税？这其中每一个税种后面都链接着一个庞大的利益部门。

2.是否需要将土地出让金纳入物业税中？如果不纳入，显然其他税费总量很小、影响很小，物业税出

台意义不大。

3.如果包含土地出让金。将土地出让金作为第二财政的地方政府，如何平衡收支？

4. 地方政府是否可以用未来的物业税收入为抵押发债或向银行借贷？

5. 如果包含土地出让金。地方政府在城市化进程中，征收农民土地的应付款项，如何保障？

6. 如果包含土地出让金，如何防止当届地方政府抢在方案实施前突击卖地？

7. 如果包含土地出让金。已经缴纳过这些税费的现有商品房和工业用地，显然不能按照新方案重复缴纳物业税。那么现有房屋和土地如何处理：是不交或是少交？

8. 物业税的特点是动态的，是按照持有物业的价值缴纳一定比例的税收。这势必会带来一个问题：物业价值由谁认定？以什么标准认定？多长时间认定一次？

如果由政府机构认定物业价值，很难预防物业税成为地方政府随意掠夺民众资产的工具。而参考市场交易价格或者评估价格，有可能会鼓励各类弄虚作假。

这每一个问题，都牵涉到许多团体或个人的切身利益。解决好，可能成为中国房地产市场健康发展的一味良药。解决的不好，不光经济，甚至社会的稳定都会出现问题。

相信这方案的研究不是今年内能完成的。物业税出台，最快也是 2011 年以后的事情了。

如果有朋友了解，其他国家如何解决以上问题的，请不吝赐教。也欢迎朋友们就以上问题提出自己的解决方法。

物业税难题

2009-05-31 14:48:17

以为物业税出台能够帮助民众买房减负，是天真的想法。古今中外，对任何经营活动征税，都是政府对买卖双方的抽头——无一例外。

至于谁来负担这个抽头，只不过是个朝三暮四的数字游戏而已。增加一份抽头，说买方会减低负担，无疑于白日梦呓。

税收会压制供应，或者压制需求。压制供应，可能造成价格上升；压制需求，可能造成价格下降。

但即使是压制需求，也不是帮助买者——如果对持有电脑课重税，导致购买电脑需求降低，是帮助了意图拥有电脑的人？不是吧！

任何商品，希望降低购买难度，正确的做法是鼓励供应，而不是相反。永远明白一个原则，税收只不过是政府增加收入的手段，其他一切合理性及必要性的论证，无外乎使这行为“显得”正当和必要。

当然，政府拿钱去了以后，会怎么花？是否对国民有好处？那是另外一个话题，与物业税对购房的影响无关。

物业税方案，面临着很多难题。考虑这些难题之前，先要理清楚未来的物业税将包含着些什么内容？

现行房地产行业的税收中，土地增值税、城镇土地使用税、房产税、城市房地产税和耕地占用税——这五大税种全部或部分合并进物业税，应该很简单。

税额和归属都很明确，国地税换个名目分账即可。如果仅仅这样，物业税方案也就成了改猫为咪的文字游戏了。

物业税的核心意义在于：政府将长久的、稳定的、持续的分享房产增值和土地增值的收益部分。

如果我们认同这个核心，那么有三点衍生含义是必须要清楚的：1.物业税将包含土地价值；2. 长期

来看，政府对你的房产估值预期是价值向上的；3.必须要有市场公认的公允价值或配套的评估。

前两点是一个意思，应该容易理解。如果不包含土地价值，房子是每年折旧的，其价值是逐年降低的——了解旧城改造的应该知道：地块上面有一栋楼的话，出售价格可能会低于没有这栋楼。

若预期价值是逐年降低，政府绝不会大费周折的将原本一次性征收的费用，分摊到几十年去——双鸟在林，不如一鸟在手——更何况，政府最清楚今日钱大过明日钱。

如果物业税必须要包含土地价值，那么现今的土地出让模式就必须要修改。

第一个难题现身了。现在的土地实行招拍挂模式，地产商通过出价购买土地进行开发。如果取消地产商出价购买土地，那么土地归谁开发？

重新回到政府划拨土地吗？那岂不是历史的重大倒退？划拨土地模式下，开发商拿地只能通过取悦权力来实现。那些曾经触目惊心的寻租故事历历在目。

怎么拿地也许不是最重要的。更重要的问题是，购房者需要每年缴纳的、物业总值中的土地价值部分如何确定？

目前，由开发商出钱购地开发，开发商需要考虑可能的市场销售价格，然后倒推成本，从而确定市场能接受的地价上限。

如果修改为不用开发商出钱购地了，地价如何就不属于开发商承担和考虑的范围了。房屋脚下这块地，如何确定其市场价值呢？由政府说了算吗？政府显然有一万种理由高估土地值增加税收。

至于政府是依据什么，去判断房产总值趋势向上，老唐不知道。但老唐知道，只有预期房产总值的趋势向上，物业税才会开征。

当然，也许政府预期也有错的时候。不过，老唐还是愿意赌政府赢面大——他们会想办法的，有权力、有资源、有脑花、有经费。

物业税包含土地价值还有一个意外的作用，可以化解小产权房的问题。众所周知，小产权的核心特点是便宜。便宜的核心原因是房屋含地价较低——农民不甘心看政府大手笔收钱，也想分一杯羹，愿意收远低于政府的地价。

如果物业税方案规定，销售给本集体内部村民以外的房屋（小产权），同样征收物业税。这税收，或许返还一部分给拥有土地的集体或农民。

集体或农民不会反对的，本就是意外之财。买房的人没有能力反对的——你非法买房，不拆你已经法外开恩。这样，小产权对商品房的冲击（核心是对国有土地的冲击）就化解了。

评估的问题是个老大难问题。现在全国城市住房应该至少会有一亿五千套左右（建设部公布我国人均住房面积 28 平米，城镇人口按照最低值 5 亿估算，一套住房平均按照 90 平米估算）。谁来评估？

全国目前房地产估价师据说不超过三万人。如果靠他们，意味着一位评估师平均要对 5000 套住房进行评估（每一套的地段、朝向、楼层、装修、新旧都不同）每天评估三套，一年 365 天不休息，也要四年半才做得完。一个循环做完，前面的都需要重新评估了——呵呵。

如果再考虑上数目不详的商业地产，一定是个天文数字式的工作量。（有闲心和兴趣的，考个证吧！也许，房地产评估师会成为一个走俏的职业！呵呵。）

更头痛的是，这评估的公信力如何保证？老唐自私，愿意付出些金钱，想出些办法让自己的房产评估值降低的。很多人会这样做。

评估公信力如何保证？更可怕的是，如果你买房子的时候，评估值是一百万，几年过后，政府“客观而科学”的评估你的房子价值一千万，需按照一千万纳税，你怎么办？是享受千万富翁的身份，还是接受被赶出去的结局？

还有更难的难题。征税，你得搞清楚全国每套房子是谁的吧？这问题貌似简单，只需要看看房管局的电脑数据就好。

问题是，只要想想：很多官员拥有多套房屋，很多投资客拥有多套房屋，很多房产的名义拥有者可能还在幼儿园，很多投资客买的房子不在户口所在地……

我们就能够想象，搞清楚一套房的房主，并找到他（她）来缴税是件多么困难的事情！

老唐可以肯定城镇公务员应该都有住房，领导们（大）部分会有不止一套住房——也许偏激了——他们有动力让这些数据大白于天下吗？

真查起来，不排除很多房子会从文件上变成【不存在】——没有产权证资料，没有过销售记录——犹如盗贼常会从某领导家中，盗走【领导家不存在】的珠宝和现金。

就算搞清楚了所有房屋的户主，至少还有五大难题等着方案设计者。

1.方案实施前，已经全款缴付过 40~70 年土地出让金的房屋，是期满以后开始缴纳物业税，还是现在开始征收？

如果期满后开始缴纳，会不会引发抢购潮，从而使现房价格暴涨呢？如果现在就征收，以前的土地出让金是退还是折算为物业税预缴呢？按什么标准退或者折算呢？土地的增值部分如何估值呢？

2.是所有房屋都需要缴纳，还是类似于个税一样，有一个起征点呢？如果是所有房屋都需要缴纳，低收入人群拥有住房的梦想会更加遥远，社会负担会大大增加，大面积的不满情绪也是政府要考虑面对的。

3.如果设计一个起征点，是按套算？还是按人均面积算？投资客的对策看得见：让家庭中每人名下分别拥有房屋；祖孙三代即使住在一起，却各自拥有一套房屋；老人及年轻人都可实施假离婚；利用农村长辈或亲戚身份买房；收购身份证并公证委托后购房；多多注册公司购房；尽可能在不同城市购房投资；尽可能抢购市中心住房投资（一套住房尽可能满足低人均面积，高市场价值）……

4.如果按照人均住房面积并参照房产价值设计起征点。那么城市中心原住民，祖屋破旧却价值昂贵，如何处理？城市扩张过程中，按照人均数十平方获得安置房的原农民，如何征收？空巢老人或者鳏寡老人，又如何征收？

5.按照什么程序征收？是税务部门上门征收，还是采取主动报税？税务部门上门征收，可以肯定我们的税务部门还要大大的扩编——很多小区交了房以后数年，物业公司都找不到业主收取物业费——清水房不担心你进入，不担心你拆，也不担心你搬走。采取主动报税，个人所得税是先例——我就不报，你找得到我？

经过对这些难题的推敲，老唐前日在【又见物业税】一文中推测【物业税出台，最快也是 2011 年以后的事情】完全可以再推后。

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。

第1033篇.　　2021.11.01 - 书房拾遗第31期

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-11-01

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。

大概每凑够四五千字，就推送一期。今天是第 31 期。



@定位器：我想问一下唐老师，很多人开始说身在港股就是原罪，长年低估，并且 AH 两地上市的股票通常 A 股股价高一些。

我们投资港股时，是否应该考虑这一点？比如，把腾讯目标价位降降？

@唐朝：长年低估的市场才是好市场，哪有买家嫌东西卖的不够贵的？

@定位器：可是长年低估代表这个低估是正常的，基本没有高估的时候。

@唐朝：等高估的时候，你会看见的。

2021 年 9 月 25 日

@魏婕：上市公司在历史新高附近回购股票，之后半价授予核心员工用于员工持股计划，是对股东利益的侵害吗？

@唐朝：半价授予乃至直接奉送给员工，不一定侵害股东利益。

但一般来说，历史新高附近回购，大概率（但不是 100%）要么侵害股东利益，要么涉嫌内幕交易。

2021 年 9 月 25 日

@石头：目前腾讯投资的非上市公司大部分都是笋子，随着这些公司陆续上市，它们对腾讯股价的干扰越来越大。

腾讯管理层有什么办法去解决这个问题吗？如果上市就卖掉的话，感觉又和腾讯的业务协同投资目的冲突了。

@唐朝：或者承受，或者通过增资入股、派驻董事等多种手段，将其变成具有重大影响的联营公司。

2021 年 9 月 25 日

@Wilson：洋河 2020 年报披露有 60 多亿的预收账款，按照 203 亿的营收额，相当于提前收了近 4 个月的货款，这样理解对吗？

@唐朝：一般不能直接这么折算，年底是白酒的旺季，为春节备货。

2021 年 9 月 25 日

@金屑：老唐，你说的“如果理想买点会清空所有现金”。这个现金包括包括你预留的家庭支出备用金吗？

@唐朝：不包括。

2021 年 9 月 25 日

@王铮：洋河三年后 4200 亿的估值是怎么计算的？是预估洋河 2024 年有 168 亿利润吗？

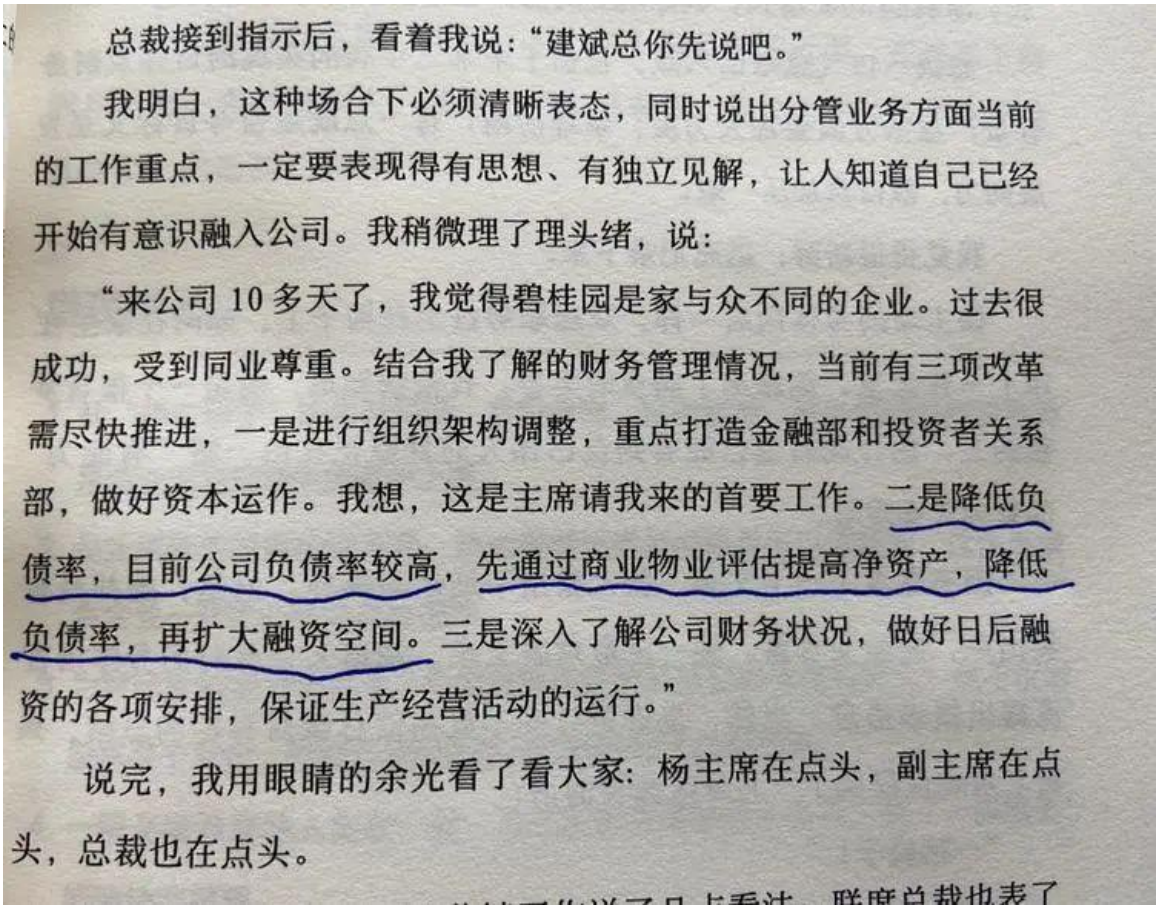
@唐朝：三年后预测净利润 140 亿±10%。三年后合理估值倍数 25~30，取中值 27.5 倍市盈率，140×27.5=3850 亿。

一年过去一半时，统一上调 10%。3850×110%=4235 亿，简便写作 4200±10%。

2021 年 9 月 25 日

@唐朝：碧桂园新聘任的财务总监，在内部核心会议上说，工作重点是通过商业物业评估做高净资产，降低负债率，扩大融资空间。主席点头，副主席点头，总裁点头。

上市公司小股东如果稍有头脑的话，看到这场景，应该那啥一紧吧？



总裁接到指示后，看着我说："建斌总你先说吧。"

我明白，这种场合下必须清晰表态，同时说出分管业务方面当前的工作重点，一定要表现得有思想、有独立见解，让人知道自己已经开始有意识融入公司。我稍微理了理头绪，说：

"来公司 10 多天了，我觉得碧桂园是家与众不同的企业。过去很成功，受到同业尊重。结合我了解的财务管理情况，当前有三项改革需尽快推进，一是进行组织架构调整，重点打造金融部和投资者关系部，做好资本运作。我想，这是主席请我来的首要工作。二是降低负债率，目前公司负债率较高，先通过商业物业评估提高净资产，降低负债率，再扩大融资空间。三是深入了解公司财务状况，做好日后融资的各项安排，保证生产经营活动的运行。"

说完，我用眼睛的余光看了看大家：杨主席在点头，副主席在点头，总裁也在点头。

@张鹏程：就这么直白？

@唐朝：内部核心会议嘛，不搞套话。

@Havid：借了更多钱，负债率反而低了。

@鹰眼：这种操作不用体现在会计上吗？

@唐朝：要体现，但是你要会看才行。

@鹰眼：坦白说我就是没想通怎么操作。拿个东西评估增值了，我会计上怎么做呢？想不通在财报上的具体列报。

@唐朝：直接看新手财 103 页。

@唐朝：银行看资产评估报告，资产评估师看钞票听财务总监指导。资产评估是弹性非常大的东西，成本法、市场收益法、资产重置法，各种不同的评估方法，可以让一个东西在数倍甚至数十倍的范围里上串下跳，而且还都合法。

@王凯锋：投资性房地产，以成本模式计量转换到以公允价值模式计量，是不是按规则应该在重要提

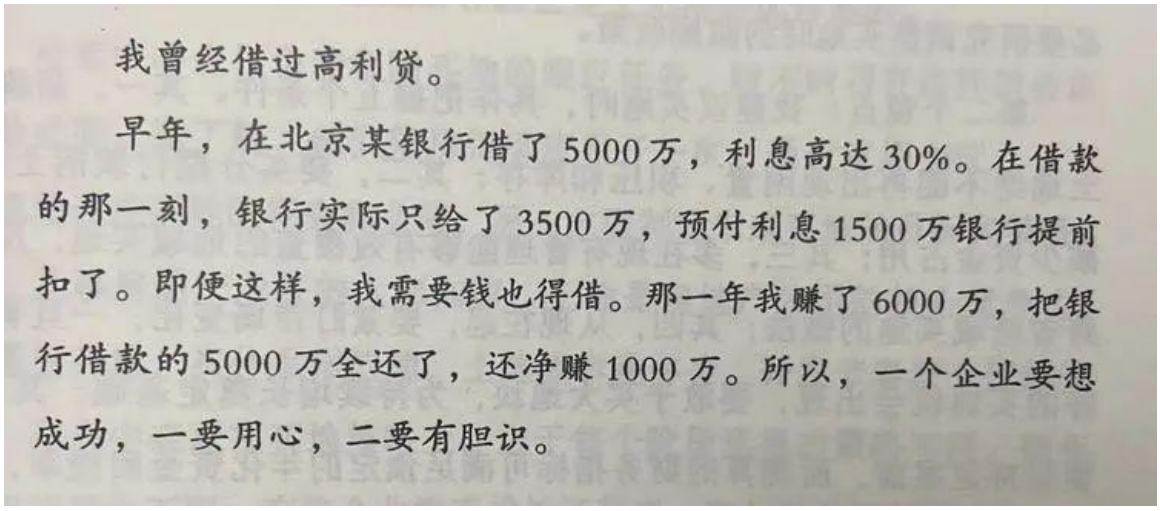
示里出现。

@唐朝：转换会提示。不过港股上市的这些房地产公司，很多年前就是公允价值计量。这里说的只是他们直接提高公允价值数据，和转换无关。

2021 年 9 月 25 日

@唐朝：太有魄力了！这些人之所以喜欢高杠杆，是因为他们过去就是这样成功的。

借 3500 还 5000 的砍头息，这不是 30%利率，是 42%还多啊！一般但凡有偿还打算的人，恐怕还真没胆子借，然后就错过了中国经济的野蛮生长。

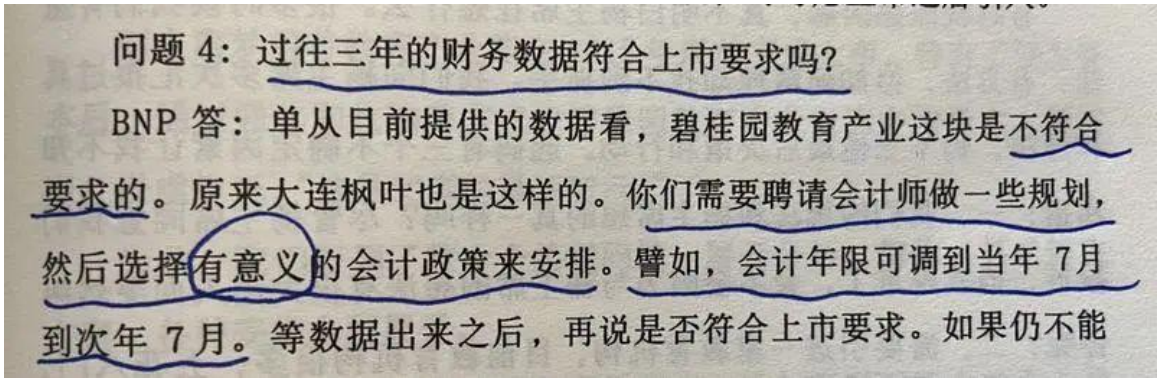


我曾经借过高利贷。

早年，在北京某银行借了5000万，利息高达30%。在借款的那一刻，银行实际只给了3500万，预付利息1500万银行提前扣了。即便这样，我需要钱也得借。那一年我赚了6000万，把银行借款的5000万全还了，还净赚1000万。所以，一个企业要想成功，一要用心，二要有胆识。

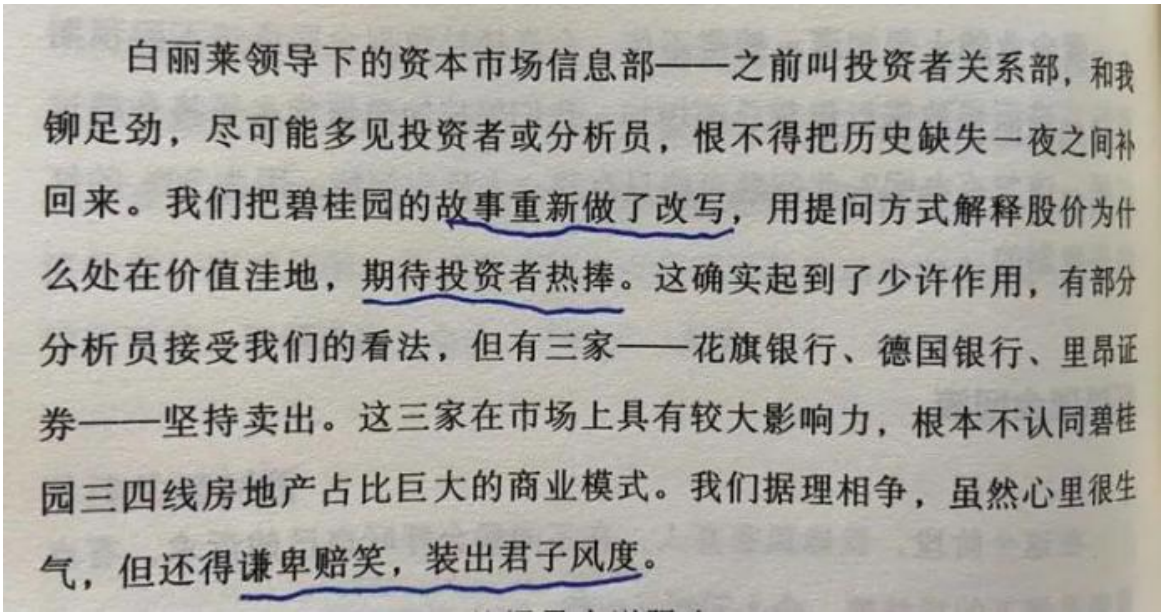
2021 年 9 月 26 日

@唐朝：你品，你品，你仔细品 CFO 的话，有木有一种毛毛汗从脚底板缓缓升起的赶脚



问题 4：过往三年的财务数据符合上市要求吗？

BNP 答：单从目前提供的数据看，碧桂园教育产业这块是不符合要求的。原来大连枫叶也是这样的。你们需要聘请会计师做一些规划，然后选择有意义的会计政策来安排。譬如，会计年限可调到当年 7月到次年 7月。等数据出来之后，再说是否符合上市要求。如果仍不能



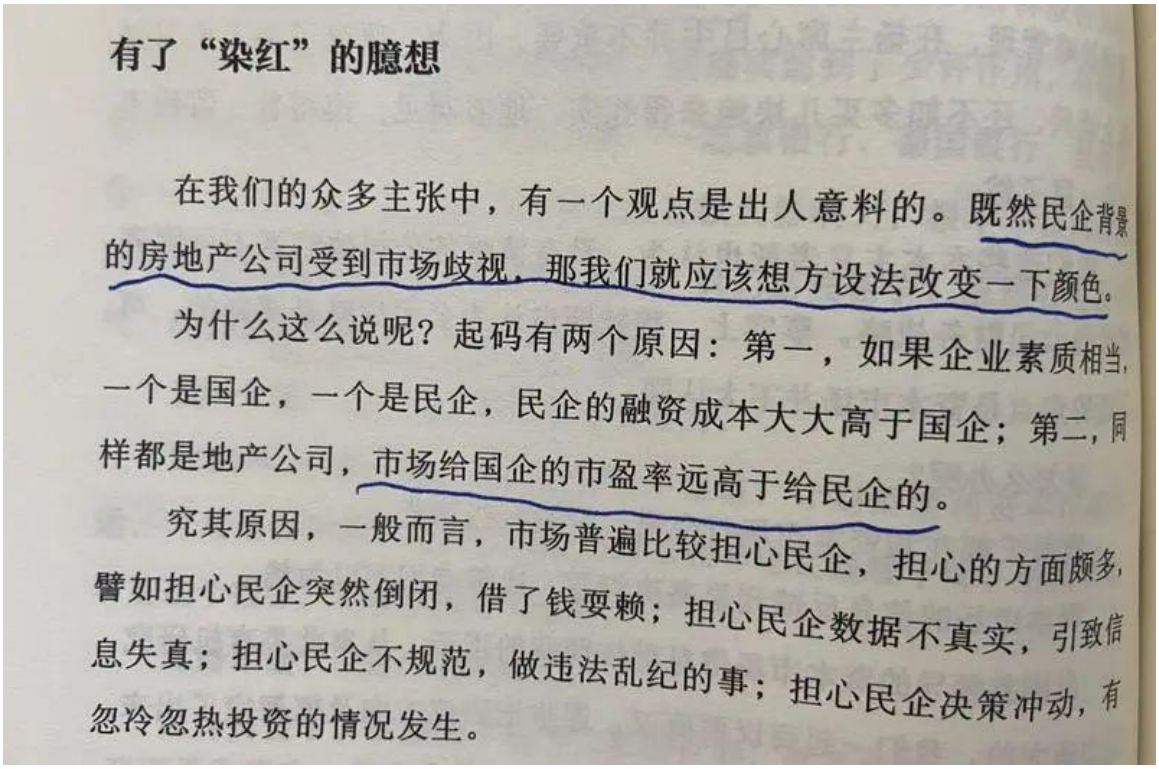
白丽莱领导下的资本市场信息部——之前叫投资者关系部，和我铆足劲，尽可能多见投资者或分析员，恨不得把历史缺失一夜之间补回来。我们把碧桂园的故事重新做了改写，用提问方式解释股价为什么处在价值洼地，期待投资者热捧。这确实起到了少许作用，有部分分析员接受我们的看法，但有三家——花旗银行、德国银行、里昂证券——坚持卖出。这三家在市场上具有较大影响力，根本不认同碧桂园三四线房地产占比巨大的商业模式。我们据理相争，虽然心里很生气，但还得谦卑赔笑，装出君子风度。

@多看一二：公司管理层心思都在推高股价上，可怕☠

@滚面包：这么正大光明写出来，不光是做错，而是根本不认为这是错。

2021 年 9 月 26 日

@唐朝：杨主席高瞻远瞩，晓得保险和银行的钱比较好搞。

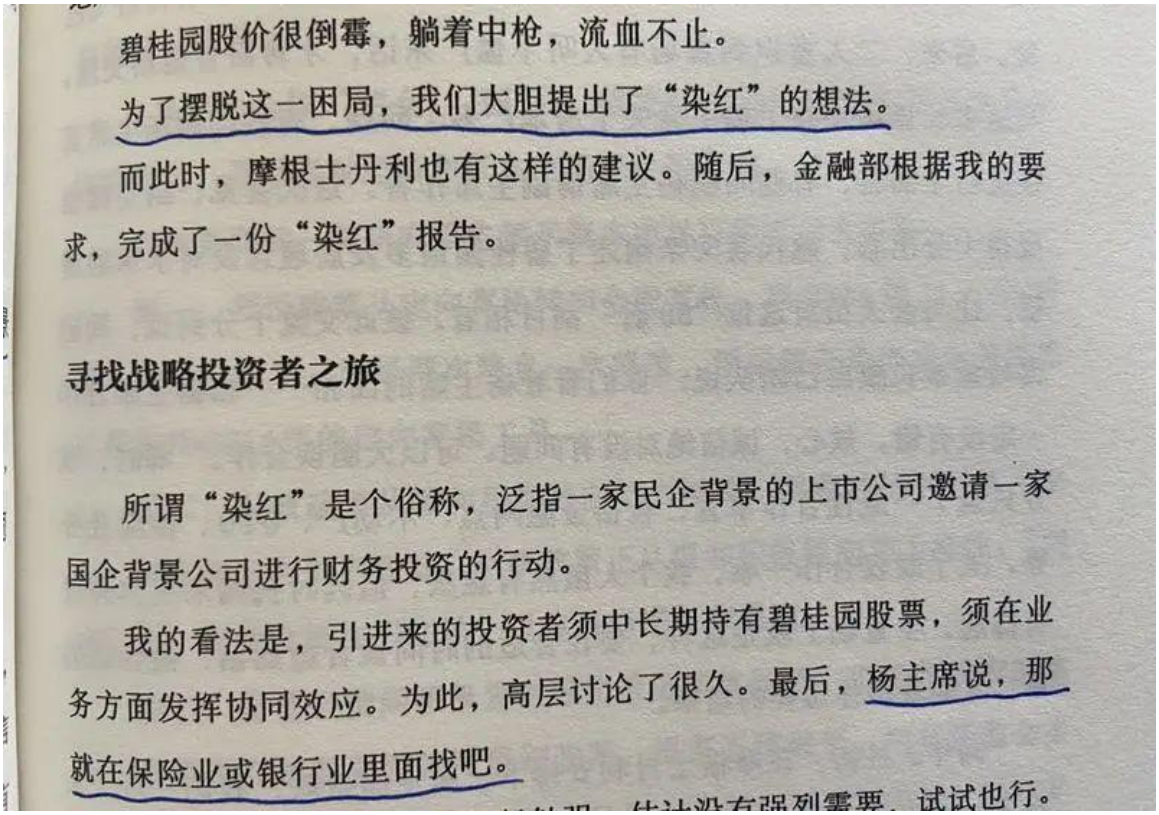


有了“染红”的臆想

在我们的众多主张中，有一个观点是出人意料的。既然民企背景的房地产公司受到市场歧视，那我们就应该想方设法改变一下颜色。

为什么这么说呢？起码有两个原因：第一，如果企业素质相当，一个是国企，一个是民企，民企的融资成本大大高于国企；第二，同样都是地产公司，市场给国企的市盈率远高于给民企的。

究其原因，一般而言，市场普遍比较担心民企，担心的方面颇多，譬如担心民企突然倒闭，借了钱要赖；担心民企数据不真实，引致信息失真；担心民企不规范，做违法乱纪的事；担心民企决策冲动，有忽冷忽热投资的情况发生。



碧桂园股价很倒霉，躺着中枪，流血不止。

为了摆脱这一困局，我们大胆提出了“染红”的想法。

而此时，摩根士丹利也有这样的建议。随后，金融部根据我的要求，完成了一份“染红”报告。

寻找战略投资者之旅

所谓“染红”是个俗称，泛指一家民企背景的上市公司邀请一家国企背景公司进行财务投资的行动。

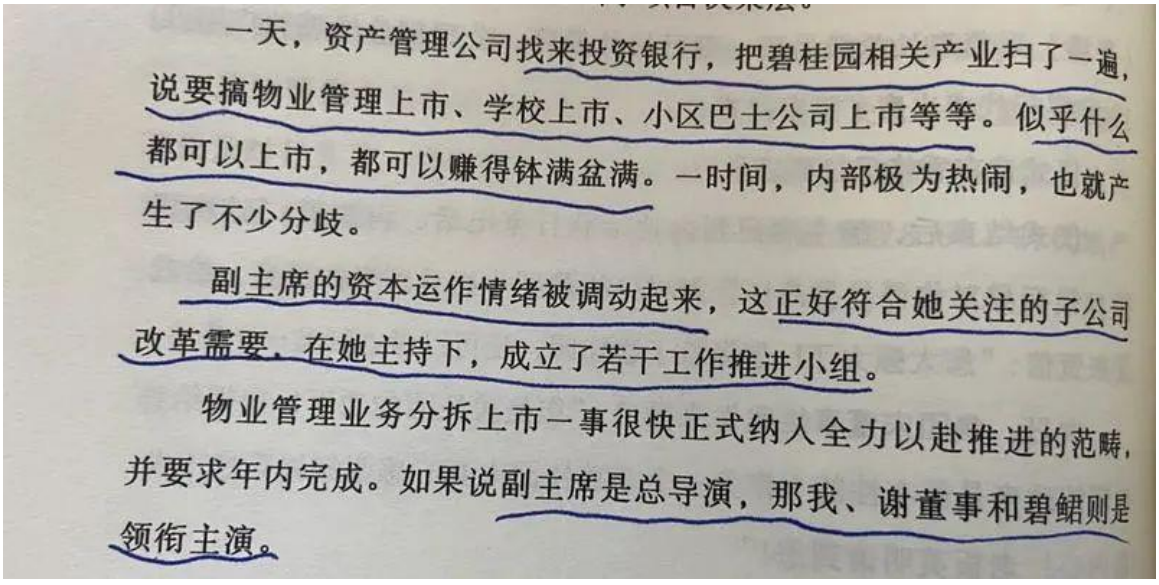
我的看法是，引进来的投资者须中长期持有碧桂园股票，须在业务方面发挥协同效应。为此，高层讨论了很久。最后，杨主席说，那就在保险业或银行业里面找吧。

@LQ：这让我想起来了平安踩雷华夏幸福

@Nucky：主席没想到的是现在地产和保险，银行一起变成三傻了

2021 年 9 月 26 日

@唐朝：2015 年上半年，A 股市场韭菜生长格外茁壮，勾引的镰刀们忙的陀螺一般，导演和演员们都辛苦坏了。



一天，资产管理公司找来投资银行，把碧桂园相关产业扫了一遍，说要搞物业管理上市、学校上市、小区巴士公司上市等等。似乎什么都可以上市，都可以赚得钵满盆满。一时间，内部极为热闹，也就产生了不少分歧。

副主席的资本运作情绪被调动起来，这正好符合她关注的子公司改革需要。在她主持下，成立了若干工作推进小组。

物业管理业务分拆上市一事很快正式纳入全力以赴推进的范畴，并要求年内完成。如果说副主席是总导演，那我、谢董事和碧桂则是领衔主演。

@AL：这哥们以后还过不过了？这些劲爆的文字对读到的人，可真是太有用了。

@木紫：我就是 2015 年 4 月跑步进场的，还在 QQ 上发表说说：疯狂的股市我来了然后就木有然后了，得亏去年遇到贵人老唐……

@jasmine：真的是懂的看门道，不懂的看热闹。这本书最早看过 pdf 版的，就当热闹看了一遍而已。

2021 年 9 月 26 日

@LITD：看老唐的「雅戈尔魔术师再登场」，说雅戈尔因为增持中信至 5%股份+派驻董事而改变其分类为联营公司。

这个 5%可以进董事会的规定，是所有公司都一样，还是只有中信这样？

> 7.那么，买这1000股，怎么就增加了93亿净利润呢？戏法是这样变的：持股5%以上，推荐一位非执行董事入董事会，中信就可以在报表上算成雅戈尔的联营公司了。雅戈尔将这14.54亿股，从报表的“可供出售金融资产”科目挪出来，放进“长期股权投资”里去；

@唐朝：实质重于形式，只要能证明自己对投资对象有''重大影响''就可以归为联营。

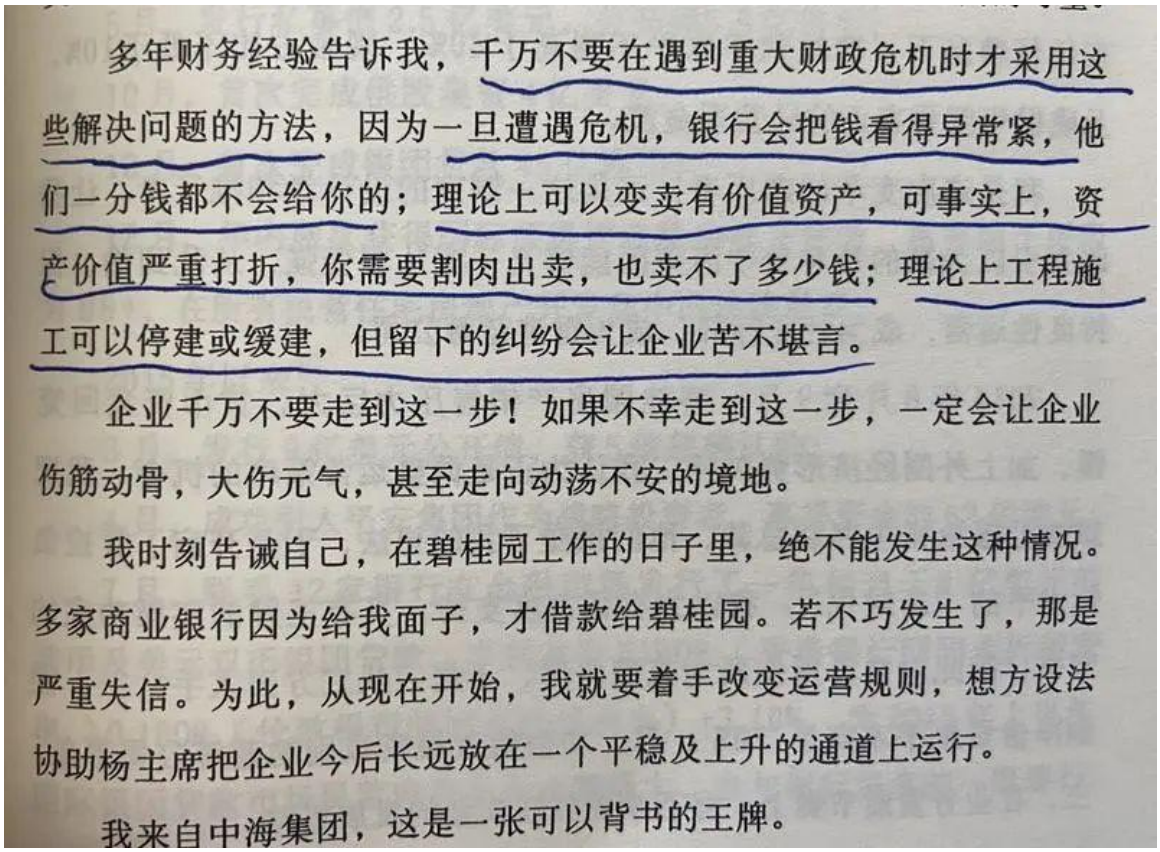
雅戈尔那次就是弄了一个董事名额，然后说有重大影响。结果被监管部门打脸，让其解释董事会 17 名董事，占一个名额如何就产生重大影响了？雅戈尔解释不出来，该计谋最终被迫放弃了。

@LITD：所以 5%之后，是雅戈尔和中信商量出来一个董事会名额，并没有规定说董事会名额必须要持股多少以上才能给？

@唐朝：对。

2021 年 9 月 26 日

@唐朝：这不就是今天恒大面临的困境吗？——后人哀之而不鉴之，亦使后人复哀后人也。



多年财务经验告诉我，千万不要在遇到重大财政危机时才采用这些解决问题的方法，因为一旦遭遇危机，银行会把钱看得异常紧，他们一分钱都不会给你的；理论上可以变卖有价值资产，可事实上，资产价值严重打折，你需要割肉出卖，也卖不了多少钱；理论上工程施工可以停建或缓建，但留下的纠纷会让企业苦不堪言。

企业千万不要走到这一步！如果不幸走到这一步，一定会让企业伤筋动骨，大伤元气，甚至走向动荡不安的境地。

我时刻告诫自己，在碧桂园工作的日子里，绝不能发生这种情况。多家商业银行因为给我面子，才借款给碧桂园。若不巧发生了，那是严重失信。为此，从现在开始，我就要着手改变运营规则，想方设法协助杨主席把企业今后长远放在一个平稳及上升的通道上运行。

我来自中海集团，这是一张可以背书的王牌。

@欧鼎王靖：银行真的会给面子吗？

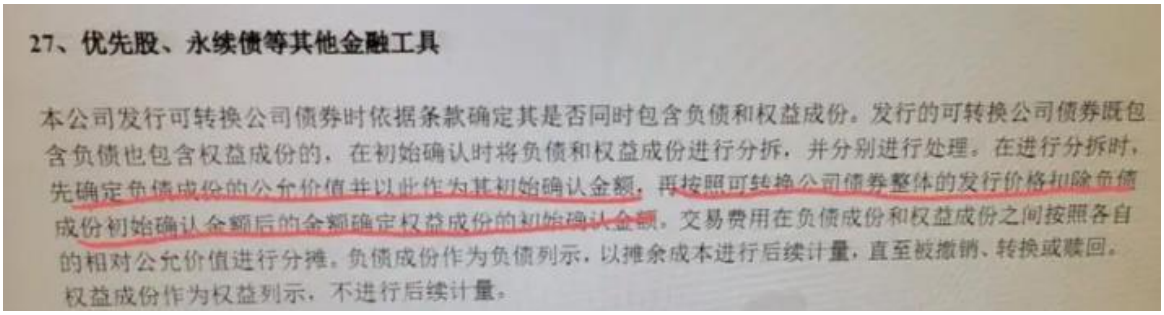
@唐朝：机构都是人管的，总有些可左可右的情况，需要人去衡量的。

@M：这本书我也看过。可是当时对这些文字一点感觉都没有，直到今年被万科深套，又目睹了恒大的

变化，现在才加深了理解。

2021 年 9 月 26 日

@归隐乡野：老唐，可转债确定权益部分初始金额，是从哪个时点进行计算？



27、优先股、永续债等其他金融工具

本公司发行可转换公司债券时依据条款确定其是否同时包含负债和权益成份。发行的可转换公司债券既包含负债也包含权益成份的，在初始确认时将负债和权益成份进行分拆，并分别进行处理。在进行分拆时，先确定负债成份的公允价值并以此作为其初始确认金额，再按照可转换公司债券整体的发行价格扣除负债成份初始确认金额后的金额确定权益成份的初始确认金额。交易费用在负债成份和权益成份之间按照各自的相对公允价值进行分摊。负债成份作为负债列示，以摊余成本进行后续计量，直至被撤销、转换或赎回。权益成份作为权益列示，不进行后续计量。

@唐朝：发行成功后，相当于同等条件不含转股权的债券等值部分计入负债，其他计入权益。

@归隐乡野：也就是转债交易首日收盘价总额-募集资金总额，剩余资金计入权益部分吗？

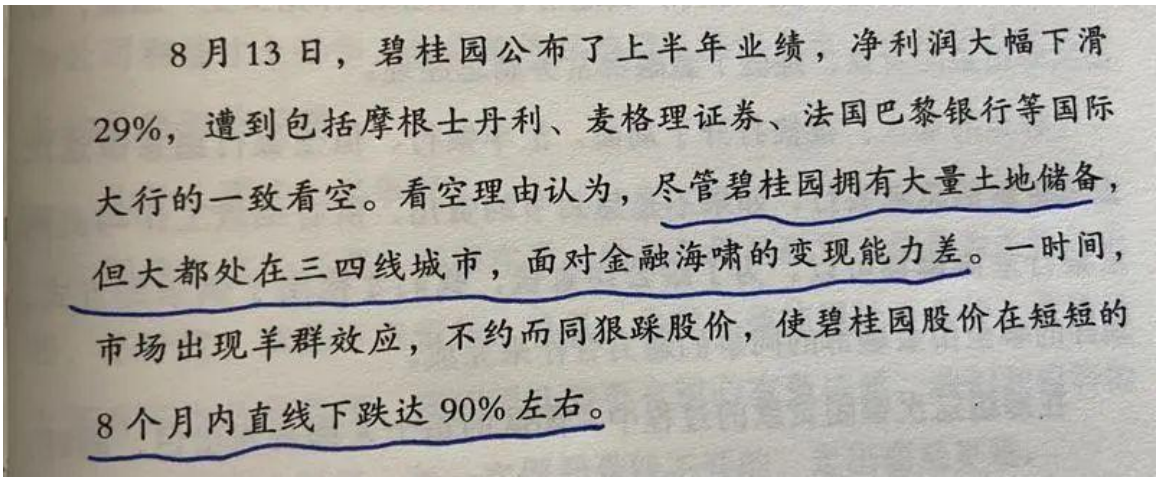
@唐朝：和收盘价不搭界。

可转债因为附加了转股权，一般利率都非常低，财务首先要算出市场上同等利率条件但不含转股权的债券的公允价值，将这部分记录为债务。

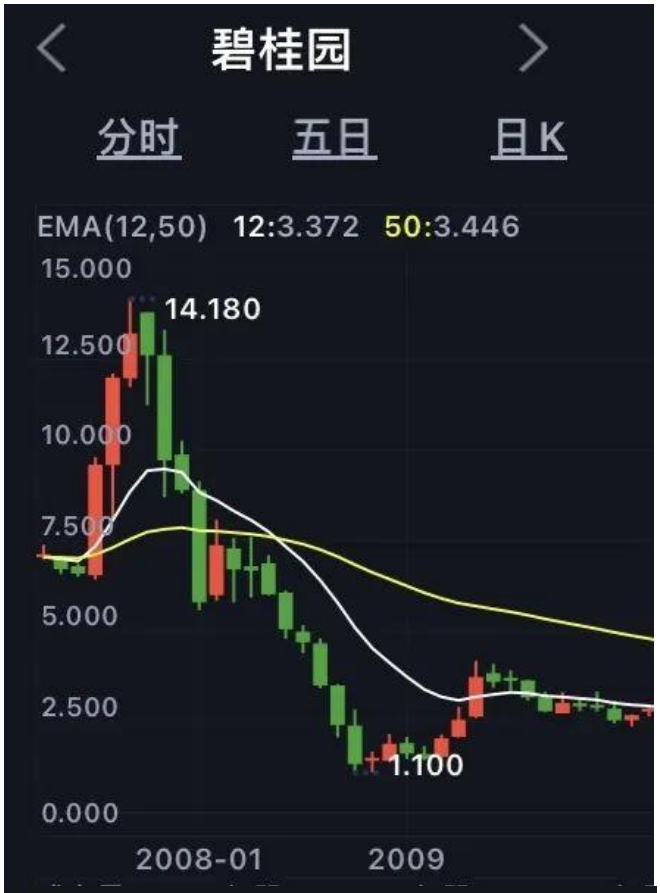
然后用可转债发行价 100 元-已经记录为负债的部分，减出来的值记录为权益。

2021 年 9 月 26 日

@唐朝：恒大一年跌 90%的故事，居然是 12 年前碧桂园演过一次的版本，连下跌理由都一模一样，果然历史是踏着相同的韵脚走来的。



8 月 13 日，碧桂园公布了上半年业绩，净利润大幅下滑 29%，遭到包括摩根士丹利、麦格理证券、法国巴黎银行等国际大行的一致看空。看空理由认为，尽管碧桂园拥有大量土地储备，但大都处在三四线城市，面对金融海啸的变现能力差。一时间，市场出现羊群效应，不约而同狠踩股价，使碧桂园股价在短短的 8 个月内直线下跌达 90% 左右。



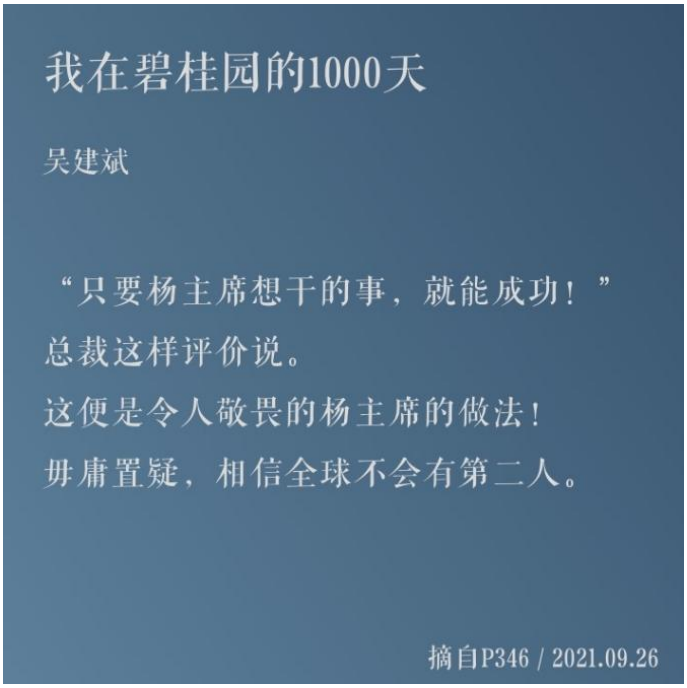


@D a F：历史再次上演。其实都不能称之为历史，2009 年真是近在咫尺，叫过去可能更合适。

@非著名设计师：这估计就是地产的生意属性，杠杆天然具有赌博的特质，起起伏伏，成王败寇，非常符合人性。

2021 年 9 月 26 日

@唐朝：书是好书，就是高大上的精英，舔屏功力如此深厚，实在令人意外！类似表述，处处可见。



2021 年 9 月 26 日

@xiao 谢：看周记洋河股份给的回复，洋河普曲，双沟普曲，销量很好，反应的是洋河群众基础很牢靠！

因为我以前在陕西时，我们朋友同事都喝的是 22 块一瓶的光瓶西凤，现在都升级成喝西凤 6 年，所以洋河基业长青就要靠现在喝普曲的广大群众。

@唐朝：这倒也是。公司明确的态度就是低端其实不赚钱，但绝对不会放弃，要保持一定的市场占有率。

而且，由于洋河的低端基酒产出量越来越大，据洋河的朋友分享，酿造基地已经向管理层提出建议，给低端酒里多加基酒提升品质——浓香低端酒是酿造高端基酒的必然伴生物，长期存着很占地方。

看公司目前的行动，多加优质基酒的升级行动，已经从高到低逐步展开了，先升级 M6（M6+），然后 M3（水晶版 M3），现在正推天之蓝。接下来应该轮到海之蓝了，其他产品安排靠后。

@小虎：对酒还不是太懂，白酒的基酒只能作为白酒吗？可否生产成锐欧那样的鸡尾酒呢？

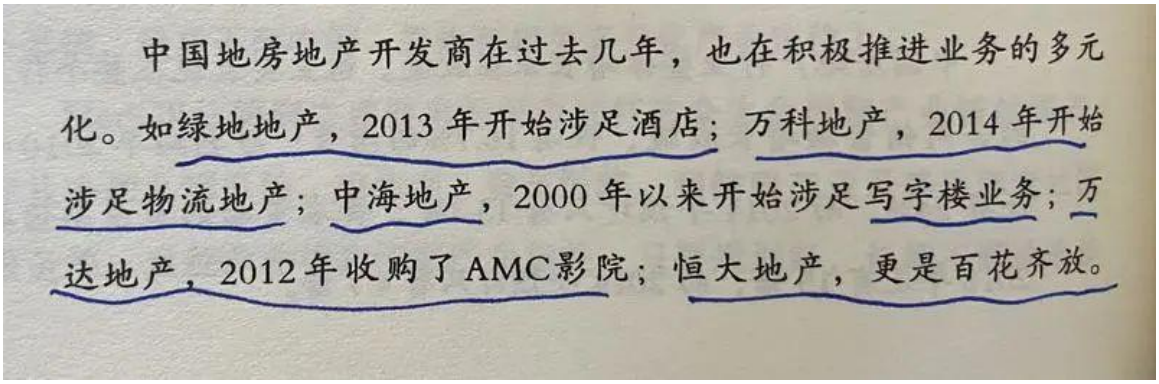
@唐朝：可以的。

2021 年 9 月 26 日

@唐朝：五年前，高盛拿来作为多元化样本，希望碧桂园学习和模仿的对象，至今：

绿地的酒店资产正在全面剁手止损；万达的影院已经血淋淋割肉；恒大更不消说，百花齐放百花衰，连带整个企业已经苟延残喘生死一线；中海的写字楼不知道做得怎么样；也就万科的物流地产发展的勉强还可以。

这些样板再次提醒我们：企业多元化难度真挺高的，多元恶化的概率远大于成功创造新的盈利增长点。



@bp：多元化增加了不确定性。记下了。

@唐朝：自其变之而观之，天地曾不能以一瞬。自其不变而观之，则物与我皆无尽也——苏东坡《赤壁赋》。

东坡先生千年前就给我们分享了投资秘籍：寻找变化中的不变因素，钞票无尽滚滚来😍

@伯涵：哇，这句真好！《赤壁赋》还说，且夫天地之间，物各有主，苟非吾之所有，虽一毫而莫取。就是说，人没法赚到认知以外的钱钱。

@唐朝：我俩非要把东坡先生气的从墓地里爬出来与我俩理论😂

2021 年 9 月 27 日

@刘方：从 b 夫人那里买家具城，30 秒达成交易，这有点草率了吧？还是说还有别的程序？

五六年前，这位女士获得了纽约大学商学院的荣誉学位。你们不可能打破她的纪录。如果你告诉她这个房间是38乘16，她马上告诉你房间的大小。她已经97岁了，她能告诉你需要购买多少码单价为5.99美元的地毯，另外，她还会加上消费税，如果你是新顾客且相貌友善，她会去掉点零头。她能做的和我说的一样快。她只用了30秒就把企业卖给了我。她告诉我她想要的价格。她从不用审计，我也不需要用审计。她的信用比英格兰银行还要好。

@唐朝：这是真相的一部分。真相的另一部分是巴菲特已经调查了解家具城很久了，甚至亲自去税务局查过家具城的纳税情况。

而 B 夫人则连对家具城里一共有几只蚂蚁也一清二楚。俩人都门清儿，谈起事来自然快。

2021 年 9 月 27 日

@唐朝：一度电耗煤六两，煤价暴涨，火电上网电价锁定，不缺电才是邪门的事情。这是经济规律，没人能够改变。



唐书房 2020/02/08

这周里，这些政策正在一一推出。这没什么好意外的，经济学常识就可以推测出来。

当政府减税，减费，为企业补贴贷款利息，免除部分应收，为所有新冠患者兜底医药费……时，金钱和物资并不会从天上掉下来，各种应急的资金投放，拉低资金利率，降低无风险收益率水平，推高股市合理市盈率估值中枢，这都是必然的事情。

等过了这段最紧急的时刻，出笼的天量资金如同粘稠的蜜，逐步蠕动并扩散到所有商品价格上，通货膨胀无可阻挡的来临，全国范围内所有类现金资产共同分担天灾人祸的损失。

@Tracy Xian：因为很多煤企的股东都是国家的，其实我们只要扩大生产，煤价不就降下来了么？这个难点在哪里呢？为什么不这样做呢？

@唐朝：扩大生产，谁下命令？一号喊的减碳目标能忽视吗？环保部门关注的减排能降低标准吗？安监部门抓的安全生产谁敢说可以突破？公安坚持的“超采入刑”谁去阻止抓人？关闭落后产能的大政策要不要否定？工人从哪里来，扩大编制还是雇佣临时工？招工生产和运输过程中的新冠疫情防治和检查谁担责？……

@Alone：只有我一个人看不懂吗，这些话之间为啥有因果关系？比如为什么会拉低资金利率，为什么降低无风险收益率？

@唐朝：这事儿你可能想复杂了，自己给自己挖了坑。市场上突然增加了粮食的供应，粮食会跌价。这个能理解吗？金钱也一样。

简单的说，政府的行为就是创造了新的货币，印出了新钱，就和向市场投放一批粮食一样，投放钱，就会压低钱的价格。利率就是钱的价格。

@汉王山：我认为是电价不能再涨了。

亲自问过北欧高福利国家瑞典的民用电价才 6 毛克朗一度，折合人民币约 4 毛 5 一度，人家核电比例高，我们的电价已经偏高，不能再涨，否则传递到终端产品上，对社会冲击太大。

或许国家补贴火电厂是一个解决办法，个人看法哈。

@唐朝：分享一个思考问题的小诀窍：任何时候遇到“国家应该补贴、国家应该承担”这样的词汇，自动在脑海里替换成“应该由我们大家凑钱出来承担”，就像 word 的替换功能一样，有助于帮助我们把问题想清楚

——比如说国家应该负责养老，其含义就是“我们整栋楼的所有住户应该凑钱，负责让八楼王大爷安度晚年。”

大家该不该凑钱补贴火电厂，从而保证低电价的存在，让企业、让低收入人群受益，这个问题是可以考虑，可以讨论的（就好比大家可以讨论该不该出钱养王大爷一样），但一定要避免用一句国家补贴，就以为是无需成本的，就以为是不需要我们出钱的。

还是截图里那句话“金钱和资源并不会从天上掉下来”，无论是补贴新冠疫情救治，还是补贴火电厂，都需要有人承受代价。

今天的高电价，是因为补贴新冠疫情的冲击（我认为应该补贴，代价付的值）。今天再补贴电厂，同样需要明天有其他部门或者人来承受这部分代价。由谁来承受，为什么？这就是经济学。

@游泳：按煤价 1450 元/吨，每度电耗煤 300 克算，每度电成本=0.435 元，

工业用电峰时段 1.025 元，平时段 0.725 元，谷时段 0.425 元，取三者之和除以 3 得出平均电价 0.725 元。

若发电成本和用电电价持平，似乎煤价还有 66%的提价空间。

以上粗略计算，有错误的请大家斧正。

@唐朝：有错，第一，煤耗说的是热值 7000 大卡标准煤，市场热值 5800、5500、5100 的煤价要先折算。

第二，发电厂上网电价和终端用电电价不是一回事，中间还有巨大的传输成本和电网利润。

@Roger.lee：老唐，这就是你买陕煤的部分原因吗？通货膨胀导致大类资产价格爆涨，煤炭价格上涨。

您说没有预测煤炭价格的能力，其实你已经预测到了，对不对？

@唐朝：涨是可以推出来的，供求关系的简单分析，就能确定煤价今年会比去年高。

但涨到多少是算不出来的，所谓专业人士也都是瞎蒙。所以投资决策才建立在“猜不出煤价，猜不出投资收益”两大基础上考虑。

2021 年 9 月 27 日

@林垲峰：茅台董事长受贿这么大的利空，为啥对茅台好像没啥影响呢？

@唐朝：因为茅台基本不依赖董事长的能力。

2021 年 9 月 27 日

@柯北：你是我看到的第一个敢于承认自己年内亏损的投资自媒体，没信错你。

@唐朝：你这标准让我想起刘德华前不久说的一句话，大意是：“我不知道是从什么时候开始的，连准时到场，能背台词这些演员的基本准则，也成了可以拿来表扬的优点。我可能脱离时代太久了！”

2021 年 9 月 27 日

@财务自由的核心是灵魂的自由：老唐觉不觉得腾讯的这笔投资有点失败？我估摸了一下，似乎您在腾讯上没有获得多少利润，这和在其他股票上获得的巨额利润，反差很大。

以前经常看到有人说多灾多难的小企鹅，我还不是很明白，现在明白这种心态了，这小企鹅好像还真的挺多灾多难的。

@唐朝：你慢慢会发现只要是你买的股票，都非常“多灾多难”。那些轻轻松松一直赚大钱的股票，主要是别人买的，以及你打算买但没有买的股票。

2021 年 9 月 27 日

@ABC：翻旧文的时候看到有一段你说因为有个地方没认识到，导致 35 没买洋河，53 才买，请问是哪个地方没认识到？

@唐朝：35 的时候没想透洋河的一个核心竞争力：三三制股权架构催生的人的主观能动性。

2021 年 9 月 27 日

@great_andy：如果你有一家新的目标公司，一般需要看它几年的年报才能做出判断呀？

@唐朝：一直看到你能做出判断为止，或者看到能明白自己无法做出判断为止。

2021 年 9 月 27 日

第1034篇.　　2021.11.05 - 分众传媒H股上市公告七大要点解读

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-11-05

朋友们，早上好✌

昨晚，分众传媒铺天盖地推出一堆公告，很多朋友可能有点懵。

老唐简单分享一下公告要点和我自己的看法，供朋友们参考😁：

①本次公告是董事会决定：“拟”赴香港上市发行新股。

该议案还需经过股东大会批准、中国证监会批准及香港联交所核准，然后才能招股，并最终确定发行价。时间还早；

②股东大会于 11 月 23 日召开。

11 月 16 日收盘后持有分众的股东有权投票；

③发行价格及发行时间。

发行价格和发行时间，是授权董事会“在充分考虑现有股东的利益以及发行风险等情况下，根据境内外资本市场的情况，选择适当的时机和发行窗口。”，

现在还没人知道发行价格和发行时间，包括江南春本人也不知道；

④发行数量。

H 股发行上限是不超过发行后总股本的 15%，即 H 股增发不超过 25.48 亿股——25.48/（144.42+25.48）

≈15%。

老股东可以简单粗暴的理解，自己需要以发行价卖出手中持股的 15%。

划不划算呢？当然要看价格，没有价格之前说划算或者不划算，都是虾扯蛋。

就我个人看法而言，当前价格肯定不划算，10 元以上我就觉着划算。

⑤港股上市目的。

港股上市的目的很清晰。在新冠疫情的冲击下，分众仍然在韩国和新加坡实现盈利，印尼和泰国达到盈亏平衡，证明梯媒模式在东南亚走得通。

此时，需要赶紧大力拓展了。不能等其他竞争对手占了先机之后，自己再感叹老大徒伤悲。

所以，海外融资直接获得外币，避开国家外汇管制的重重审批，有利于企业自己掌握境外投资节奏和规模。

但是，这种目的，实际上通过发美元债也能实现。为什么要发股票融资呢？

这个我暂时还不能确定。

推测上可能一者是由于我国近期地产行业大量爆雷，导致境外债券投资人对中国企业借美元债要求苛刻了，不仅利率高，而且会要求提供资产抵押什么的。而分众账上除了钱之外，其实没什么资产，借债比较麻烦；

二者可能是借着海外上市，可以将部分东南亚国家的合作伙伴吸引成战略合作伙伴，比单纯发债更有价值

——注意，这纯属老唐 YY，是一种猜测，并无证据，请独立思考，不要被老唐带歪。

⑥关于发行价格的判断。

关于最终发行价格，我个人偏乐观。

江南春 2005 年 7 月就在纳斯达克上市，2012 年 8 月又玩过私有化退市，2015 年再 A 股借壳上市，2018 年引入阿里，去年的回购……这一系列动作，足以证明江南春及其团队是资本市场老鸟了，不用担心上当受骗。

江南春本人是分众第一大股东，持股 23.72%（34 亿多股），其次是阿里，阿里合计持有分众传媒 8.88%股份（12.8 亿股以上），是分众第二大股东。

发行价高低受益/受损最大的就是他俩，俗话说买的没有卖的精，更何况卖家是江南春+马云团队。以这俩猴精猴精的特点，能低价贱卖，我不信

而且，分众当下并不缺钱，不是那些等钱救命的恒大、奥园、阳光城之类的企业。

即便是前不久刚刚分掉了 30 亿现金，目前账面依然保留有随时可变现资产百亿规模。不缺钱的融资，不会那么迫切，博弈当中天然占优势。

⑥关于阿里和分众的交易取消公告。

本次公告里取消了阿里和分众 2018 年的一次交易。很多朋友被网络媒体标题误导，以为阿里撤股毁约，其实不是。

阿里目前持有分众 8.88%股份，截图是最新三季报股东名单

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量
Media Management Hong Kong Limited	境外法人	23.72%	3,425,818,777
香港中央结算有限公司	境外法人	12.61%	1,820,515,246
阿里巴巴（中国）网络技术有限公司	境内非国有法人	6.13%	885,100,134
Gio2 Hong Kong Holdings Limited	境外法人	1.71%	247,236,384
中国工商银行股份有限公司－东方红睿玺三年定期开放灵活配置混合型证券投资基金	其他	1.14%	164,924,916
基本养老保险基金八零四组合	其他	1.06%	153,514,843
Giovanna Investment Hong Kong Limited	境外法人	1.04%	150,837,758

GIO 打头的两家也是阿里旗下公司，三家合计持有约 12.82 亿股，占比 8.88%，是仅次于江南春全资持股公司 MML 的第二大股东

——香港中央结算公司持股，代表的是通过深港通渠道买入分众的境外股东的合计数，不是一个单一股东。

阿里这 12.83 亿股，是 2018 年就真金白银投入超过 125 亿现金买来的。至今三年了，还是套牢约 30 亿，侧面也说明江南春多精啊

注：9.9 元/股左右的定价。由于涉及美元交易，汇率有波动，无法说精确的人民币价格，只能是约。

这次取消的，是当时的另外一个约定。公司主体说来复杂，我直接上图吧。



2018 年约定阿里入股时，还有一份合同，是阿里向 Media Management Holding Limited（MMHL）公司投入 5.11 亿美元现金，获得 MMHL 公司 10%的增发股份。

这间 MMHL 原本是江南春个人的全资公司，钱投下去也是落在江南春个人控制之中，和上市公司没有一毛钱关系。

只是因为它是上市公司分众传媒的爷公司，所以履行一下披露义务。

这份合同当时签订的时候，就留了活口的，写的是 2018 年 12 月 31 日或之后交割，没有通常合同常见的“不晚于什么时间交割”的表述。

法律意义上说，3021 年也是 2018 年 12 月 31 日“之后”🤦

这些资本老手及其背后的法律团队面前，这不可能是合同漏洞，只能理解为有意留下的活口。只是这个活口生效的前提条件是什么，没有披露而已。

阿里直接投入超过 125 亿，套了三年目前还亏 30 亿左右，这个留下的活口，或许就触动了当初的约定，双方和平达成一致和平取消了。

就这么个事儿，无需放大——这份协议取消后，MMHL 就还是江南春的全资子公司。

⑦滚存利润分配。

本次股东大会，有一个关于《H 股上市前滚存利润分配方案》的投票，但没有见披露方案。

我估计是不再分红了——前不久那次每股 0.208 元就算是了。需要投票的方案可能就是“滚存利润不再分配，由发行后 A+H 股东共同享有”

怕部分朋友误以为最近还要分一次红，特意说明。但必须提示，这是老唐的个人判断，公司并没有公告，所以不能确定这个判断 100%正确。

其他就没了。

至于对今天股价利好利空，你问我，我也不知道。

老唐一贯的逻辑是：市场先生的出价只能利用，无法预测。

就我个人而言，我继续呆坐，什么也不干。

你，请独立思考，自主判断🙏

第1035篇.　　2021.11.06 - 老唐实盘周记20211106

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-11-06

本周交易

无

目前持仓

目前持仓：腾讯 38%，洋河 25%，茅台 18%，分众 8%，古井贡 B5%，陕西煤业 5%，另有观察仓海康威视和福寿园不计。

下表除“当前股价”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	38%	72000±10%	＜36000	80000	36859	467.40	-16.89%
洋河股份	25%	4200±10%	＜2100	4700	2795	185.50	-20.39%
贵州茅台	18%	26400±10%	＜13200	35000	22862	1819.94	-8.02%
分众传媒	8%	①	＜770	1980	1073	7.43	-22.17%
古井贡B	5%	920±10%	＜460	1060	442	101.82	-4.11%
陕西煤业	5%	①	＜1020	2500	1151	11.87	38.60%
沪深300						4842.35	-7.08%
上证指数						3491.57	0.53%
2021/11/6			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8218	

注：①采用席勒市盈率估值的企业，不估算三年后估值；

②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；

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。

附：上期数据

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	39%	72000±10%	＜36000	80000	37992	481.00	-14.47%
洋河股份	25%	4200±10%	＜2100	4700	2806	186.18	-20.10%
贵州茅台	18%	26400±10%	＜13200	35000	22939	1826.08	-7.71%
分众传媒	8%	①	＜770	1980	1063	7.36	-22.91%
古井贡B	5%	920±10%	＜460	1060	436	100.28	-5.56%
陕西煤业	6%	①	＜1020	2500	1213	12.51	46.07%
沪深300						4908.77	-5.81%
上证指数						3547.34	2.14%
2021/10/30			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8231	

收益

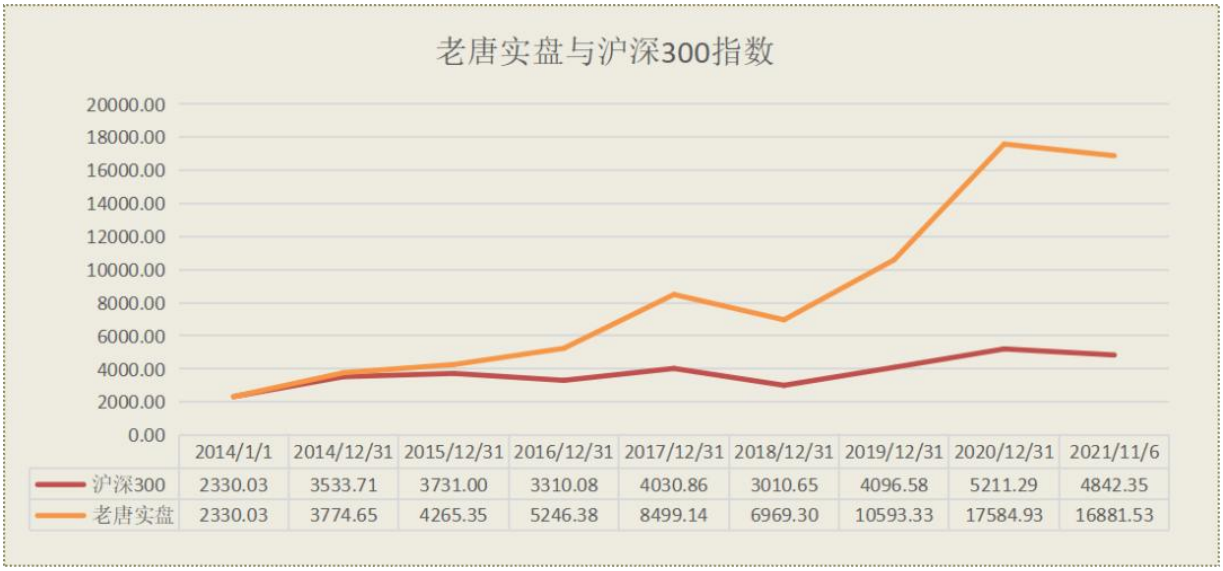
本周实盘净值下跌约 1%。2021 年内收益从上周末的-3%，跌至本周末的**-4%**（四舍五入）。

老唐实盘	年度收益	期末净值	期限/年	年化收益	HS300涨幅	HS300净值	HS300年化
2014	62%	1.62	1	62%	51.66%	1.52	51.66%
2015	13%	1.83	2	35%	5.58%	1.60	26.54%
2016	23%	2.25	3	31%	-11.28%	1.42	12.40%
2017	62%	3.65	4	38%	21.78%	1.73	14.70%
2018	-18%	2.99	5	25%	-25.31%	1.30	5.22%
2019	52%	4.55	6	29%	36.07%	1.76	9.88%
2020	66%	7.55	7	34%	27.21%	2.24	12.21%
2021/11/6	-4%	7.25	7.85	29%	-7.08%	2.08	9.78%

注①：老唐实盘年度收益率，按基金净值法和实际收益率**孰低**取值，均不含新股收益。

注②：沪深 300 指数收益未包含每年 2%左右的分红，数据略有低估。

实盘与沪深 300 指数对比图



	2014/1/1	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/11/6
沪深300	2330.03	3533.71	3731.00	3310.08	4030.86	3010.65	4096.58	5211.29	4842.35
老唐实盘	2330.03	3774.65	4265.35	5246.38	8499.14	6969.30	10593.33	17584.93	16881.53

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

重要事项

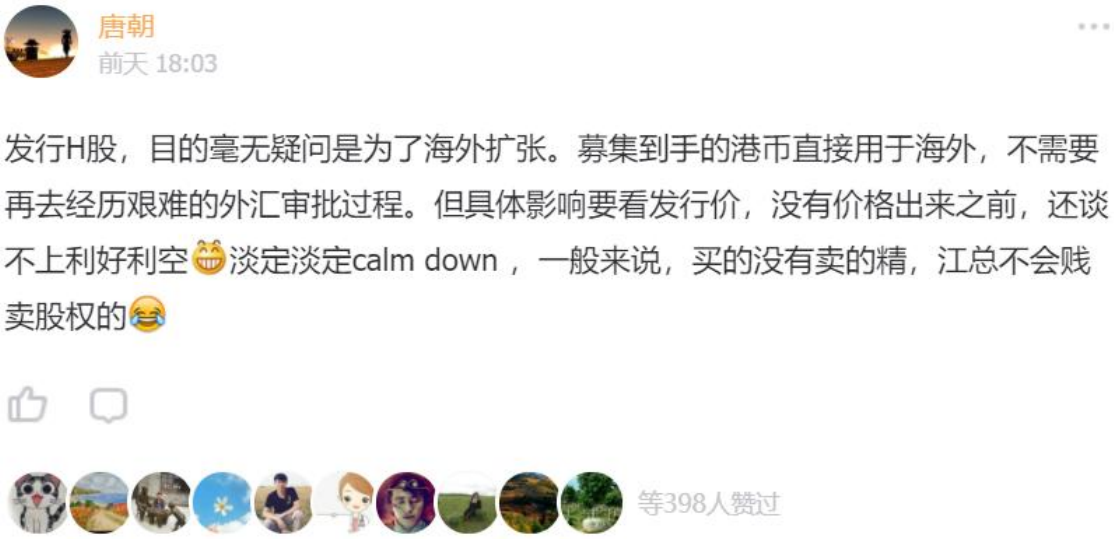
本周重要事项简评如下：

- 分众计划在香港联交所上市：补充昨天早晨文章里没说到的三点内容①发行数量还有个超额配售最高不超过 3.8 亿股；②此时启动或许也与 RECP 将自 2022 年 1 月 1 日实施有关；③发行价高于 10 元就划算，是怎么计算出来的。
- 腾讯的三季报预期：10 号发三季报，我给出自己的预期。预计非国际准则下第三季度净利润 328 亿人民币，前三季度非国际准则下净利润 1000 亿人民币。
- 煤炭行业政策利空似乎正在消散：440±20%坑口价要求不见出台，倒是有多家大型煤炭企业主动降价，并公开表态保证将坑口价控制在 1000 元以下的报道频繁见报。
- 首次收费文章数据分享。

仅对持股和交易感兴趣的朋友，读到这里可以退出了。后面是对上述事件的展开，无新内容。

1. 分众计划在香港联交所上市。

这件事情，前天晚上公告刚出来的时候，我简单谈过看法。





周五早上下雨无法跑步，正好随手将周四晚上的主要观点简单扩充，写成《分众传媒 H 股上市公告七大要点解读》一文，于周五早上八点半出头向朋友们做了推送。

今天，再补充三个小细节。

①关于发行数量。

如果在联交所发行时认购过于火爆，公司还可以给予投行 15%超额配售权，即最终发行数量上限可以达到 25.48×1.15=29.3 亿股。

当然，能出现这种情况，那必须是分众成为万众追捧的明星股，且届时定价偏低才有可能。

②关于为何选择当下的时机，启动海外上市的原因。

分众选择此时启动海外上市，或许可能和《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）即将自 2022 年 1 月 1 日起运行有关。

RCEP 是 2012 年由东盟十国发起，谈判历时八年于 2020 年 11 月 15 日签署。协定成员包括东盟十国及中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰共计十五个国家。

该协议于本周二（2021 年 11 月 2 日）触发协定生效条件——RCEP 约定的生效条件是 15 个成员国中，至少有 9 个成员国通过国内法律审批程序，并向东盟秘书长递交核准书。9 个成员国必须包括至少 6 个东盟成员国和其他五国里的任意三国。

这个约占全球人口和贸易规模的 30%左右的自由贸易区，将自 2022 年 1 月 1 日，首先在已经递交核准书的中国、日本、新西兰、澳大利亚、新加坡、泰国、越南、文莱、柬埔寨、老挝十国落地运行，其他五国递交核准书后即获加入。

RCEP 将逐步消除区域成员国之间的贸易壁垒，推行规则统一的大市场，从而为各成员国够创造更多的贸易机会，推动商品、服务、资本、技术和人员的自由流动。

最终，预计 RCEP 相关成员国与中国的货物贸易中，会有 90%以上的产品实行零关税政策。

这对国内企业而言，是走出去拓展新市场的大好机会。或许分众也正是看到国内企业向 RCEP 成员国拓展的需求，开始考虑发力境外市场的

③10 元划算是怎么得出的。

周五文章里，我曾说过 10 元以上发行就算划算。很多朋友问我这个 10 元是怎么算出来的。

其实没啥神秘的，就还是之前分享过的席勒市盈率估值：

目前 2021 年净利润已知，但发行新股最快也是明年的事情了，所以给明年估个净利润吧。我保守按照无增长取值 60 亿。

则 2013~2022 十年年度平均净利润=（21+24+34+44+60+58+19+40+60+60）/10=42 亿。

在无风险收益率 3%~4%之间时，合理估值为 42×25~42×30 之间，即 1050~1260 亿。

然后占便宜的卖出位置为合理估值×150%，即 1575~1890 亿之间。除以股本 144.42 亿，就得出占便宜卖价≥10.9 元。

但既然是大额融资嘛，总不能好处占尽，要给别人留点儿葱葱蒜苗钱。老唐一拍大腿，给江总留个让步的余地，随口给了个 10 元以上的发行价划算的结论。

简单粗暴吧？

哈哈哈🤣🤣，窗户纸一捅破，大神风采荡然无存，鄙视的白眼飘来一对又一对！

世间本无神，庸人脑补之。啥神都这样，一说细节就垮。

所以神要立得住，秘诀就是多谈道、少谈术，多做捻须微笑，少搞加减乘除。

否则立刻就会像本胖一样，光环散尽、轰然倒塌。哈哈嚯嚯😀

3.关于腾讯的三季报。

下周三，腾讯要发三季报了。

每次财报面世后，都有朋友很认真的问老唐低于预期还是高于预期？

尴尬的是，我既不知道这预期是谁做的，也不知道预期的数字是多少，如何回答高于低于？

索性，还有几天数据就要面世了，我拍脑袋抛出一份预期。届时究竟是高于预期还是低于预期，各位

朋友可以自行抢答。

老唐预期：第三季度游戏和广告双双遭受 A4 纸天灾，均为同比约 10%出头的低速营收增幅，金融科技及企业服务预计能实现 30%出头的同比营收增速。

2020 年第三季度，非国际准则下归母净利是人民币 323 亿元，今年第三季度给拍个凑整数 328 亿。

叠加上半年已经实现的非国际准则下归母净利 672 亿，凑整 1000 亿，同比去年前三季度 895 亿增长约 12%。

对于 2021 年，我之前的预测是（非国际准则下）1440~1500 亿之间。



今年三季度在多项 A4 纸天灾打击下，略拖后腿，给四季度实现目标留下了较大的压力。

但鉴于最近多款新上市游戏表现良好——据媒体报道，随着《英雄联盟手游》10 月 8 日在中国上市，以及《王者荣耀》6 周年庆活动，10 月份腾讯游戏全球收入环比增长 32%，同比增长 23.3%，创下新的历史纪录。其中《英雄联盟手游》在国内上市不足一个月时间，收入超过过去一年海外运行的收入总和。

叠加本周腾讯旗下四款游戏，被列为亚运会正式竞赛项目的信息，我认为可以对小企鹅的第四季度，持适当乐观态度，暂不调整年度估算。

注：本周《英雄联盟》《王者荣耀》《和平精英》《 FIFA Online 4》 《炉石传说》《街霸 5》《梦三国 2》与《Dota 2》被列入亚运会正式竞赛项目。

列入亚运会正式竞赛项目倒不是说能赚多少钱，而是说它体现了一种官方认可，是对无限抹黑游戏的舆论氛围的正面反击。它终将提醒人们，游戏不是洪水猛兽，喜欢游戏是刻录在人类 DNA 里的基因天性。

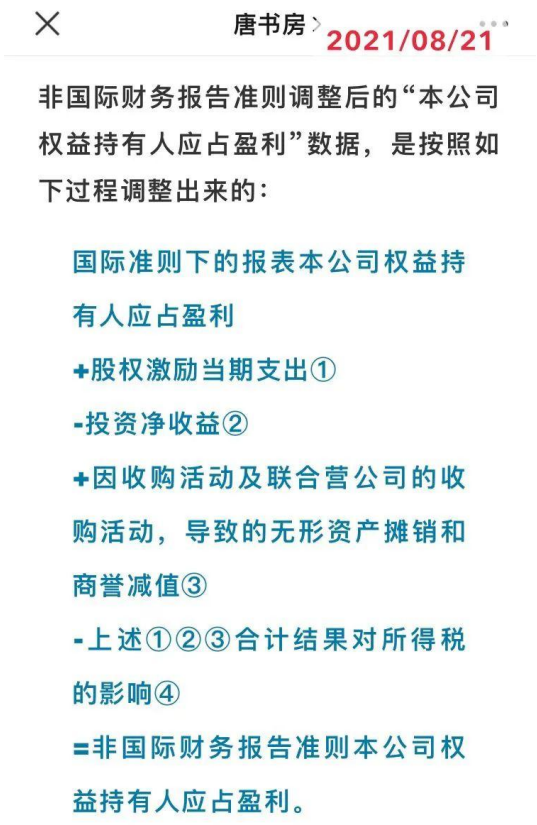
不打算调整年度估算的意思，是指维持第四季度单季（非国际准则下）净利润同比增速保持在 32%以上的判断——即兜底（1440-1000）/（1227-895）-1=32%。

去年第四季度基数原本就比较高——相比 2019 年第四季度同比增长超过 30%，今年第四季度在高基数基础上再增长 32%以上，略有难度。

但加油吧小企鹅，没达到也没关系。没达到只打老唐脸，不打小企鹅屁屁

至于国际准则下的归母净利，干扰因素太多，脑袋没法拍，我跳我跳，直接跳过

注：有些新朋友可能不知道国际准则净利润和非国际准则净利润之间的关系，看截图：



今年最开心的事情，就是给自己积累了足够大的小企鹅持仓

2020 年底，腾讯股价 564 港币时，我持有 21%的腾讯——见《老唐实盘周记 2020/12/31》。

今天，腾讯股价 467.4 港币，我持有 38%的腾讯。目前持股数量约为年初的 2.4 倍，即 2021 年内买入腾讯数量约是过去四年买入合计数的 1.4 倍。

由于①期间有少量新增资金，②腾讯年内股价跌幅 17%＞实盘组合跌幅 4%，以及③港币汇率从年初的 0.843 跌至今天的 0.823，三项因素叠加，导致去年底持有的腾讯股票对应市值占比从去年末的 21%，缩水为目前占比约 16%。

按照很多喜欢计算和追问成本的朋友看来，老唐将近五年在腾讯身上还是亏损，实在是水平太烂

的确，自从我 2017 年 1 月 197.3 港币启动买入以来，通过不断“追高”买入，从无一股卖出，目前交易系统显示的成本，已经被我成功“摊高”到约 480 港币。

——这个数字比我 7 月 29 日分享的约 477 又高出 3 港币，部分原因是我上个月在 489 附近的追买，部分原因是汇率波动影响。

约 480 港币的买入成本，对比目前 467.4 港币收盘价，巨亏 2.63%。近五年没赚钱，确实有点烂，我对此评价没有异议

不过，如果将这个数据美化成两截，看上去或许会稍微好点：

2017~2020 年累积的“老”腾讯平均买入成本约 375 港币，盈利幅度从年初最高时的 107%，缩水至目前仅获利约 25%——这电梯绝对担得起“上上下下的享受”七个大字

2021 年内买入的“新”腾讯，平均买入成本约 553 港币，目前套牢约 15%。这个障眼法一出，貌似也就没那么差了。

——当然，这属于厚着脸皮加滤镜，改变不了投资腾讯五年巨亏 2.63%的惨况。

幸好老唐一贯认为自己水平普通，没啥追求，也不觉着今年在小企鹅身上买高 15%算啥错误，所以就很大度地高抬胖手，原谅自己了😝

在这充满悲观的当下，我对小企鹅的未来是一片乐观。

我个人认为，明年小企鹅会给我下个大大的金蛋。数字就不说了，避免被归为“凡”客，也为了闪避数学家的计算器。

——注意注意：上述认为，纯属虚构，如同雷同，也是瞎蒙。万不可作为投资依据，切记切记👌！

关于这种追高买入、摊高成本的风格，我在 2017 年 11 月 16 日的《看不见边际的腾讯》一文里这样回顾过自己的思想演化过程。

估摸着每位朋友成长过程中，都可能出现过类似的困惑。我原文拷贝过来，希望能让朋友们「看老唐吃一堑，让自己长一智」😝：

曾经的你我，追涨杀跌，跟随市场先生的情绪而动，账户数字见证着亢奋和亢奋过后的一地鸡毛；

后来的你我，拒绝追涨杀跌，特意回避着舞台的聚光灯，只在那些被人遗忘的角落里默默翻寻。

然而，却经常因为贪图莫须有的折扣，等待莫须有的回调，一路吮着指头旁观心仪的企业绝尘而去。这是一种心魔，一种对追涨杀跌的矫枉过正。

说“拒绝追涨、拒绝杀跌”，看上去貌似非常谨慎、冷静，很有价值投资者客观、不受市场气氛诱惑的风范，也很容易用“错过，说明我不该赚这笔钱”来轻易的原谅自己。

然而，这种想法里，实际上隐藏着一种“以历史股价为标准，去评估企业是否有投资价值”的错误思想。

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

这种感悟，可以套用被用滥的禅宗境界说法：

参禅之初，看山是山，看水是水；禅有悟时，看山不是山，看水不是水；禅中彻悟，看山仍是山，看水仍是水。

——参禅之初，追涨杀跌；禅有悟时，拒绝追涨杀跌；禅中彻悟，即追涨也追跌，即杀跌也杀涨，一切取决于企业内在价值与市值差。

3.煤炭政策利空似乎正在散去。

上周仿佛一触即发的发改委 440±20%坑口价政策，本周未见落地。

反倒是有多家大型煤炭集团主动降价，并公开表态保证将坑口价控制在 1000 元以下。

同时发改委也宣称：“煤炭保供稳价工作取得阶段性成效，全国煤炭供需形势明显好转。”

而且，据市场消息，现在已经出现部分电厂进煤积极性降低，不愿意签合同，不愿意履行合同的情况。

从上述迹象推测，440±20%坑口价信息更像是敲山震虎，先漫天要价然后等待大型煤矿（及晋陕蒙新四省政府）就地还钱。

最终大家酒桌上各退一步，互相给对方台阶下，然后各回各家各自写庆功报告——老唐瞎猜的哈，发改委会不会再次祭起 A4 纸法宝，我并无判断能力😈

另外，一号于 10 月 22 日下午的一个会议上，明确提出要求：“要着力确保煤炭和电力供应稳定，保

障好经济社会运行。”

7 天后，发改委和能源局就发出了《国家发展改革委、国家能源局关于开展全国煤电机组改造升级的通知》发改运行〔2021〕1519 号文件。

文件要求各地政府科学确定本地煤电机组改造升级目标和实施路径，研究制定本省（区、市）煤电机组改造升级实施方案，于 11 月底前报送国家发展改革委、国家能源局，经国家发展改革委、国家能源局组织第三方综合评估论证后，于年底前形成操作性实施方案。

我对该文件的简单理解，就是它透露了发改委已经从着力于打压煤价的思路，转向寻找不惜代价砸钱，减少煤电机组煤炭消耗的路径。

致谢🙏

十月，老唐推出书房开立五年多以来，最重大的一次变化：

头条广告从每周一条，降低为每月两条。同时在月底开启一次（无需付费即可阅读全文的）付费文章，定价 18 元。

书房目前有关注者 48 万多人。截止今天中午 12 点，上周六的付费文章共计有 9.17 万人阅读，占比约 19%。

其中 1.02 万人读完开头的交易、持仓及盈亏后离去，另外 8.15 万人退出后去了二条免费阅读。

这 1.02 万人，应该基本就是每期只看交易、持股和收益内容的朋友。

正是这个数据提醒我，我从今天起特意将原本在文末的“强烈申明”，改版至收益之后。以保证这些朋友同样能看到这个重要提醒。

全部阅读者里，付费的朋友有 6025 位。

同时免费文章下赞赏≥18 元的还有 221 位朋友，这或者是嫌麻烦不愿意去购买微信豆，或者是不想被苹果抽头 30%，或者是身处海外无法购买微信豆，或者是不会操作购买，总之这 221 位朋友，我认为仍然应该归为已付费。

也就是说，合计有 6025+221=6246 位朋友，愿意纯粹出于感谢（而不是交易）付费，占比约 6.8%~7.7%。

<6246/91700=6.8%>

<6246/81500=7.7%>

谢谢这 6246 位朋友☕🤝其中大部分 ID 其实我已经比较熟悉，都是多次赞赏，经常交流的朋友。

谢谢你们在不用花钱就可以阅读全文的状态下，还愿意麻烦自己动手操作一次付费，还愿意破费谁都不嫌多的钞票。谢谢，谢谢大家🙏

另外付费的朋友里有 404 人在付费过后额外实施了赞赏，免费文章下面也有 1228 位朋友实施了小于 18 元的赞赏，同样感谢这 404+1228=1632 位朋友。谢谢大家的认可和鼓励。

当然，免费阅读的朋友，无需有任何心理负担😁

免费阅读是老唐自己的选择。

你不愿付费，不是你的错。是老唐分享的东西还没有让你足够富，没有让你达到不在乎 18 元的状态，又或者内容还不足以让你有触动、有收获。

我继续努力，你继续坦然享受互联网免费红利。我们分工明确，彼此均不需要有任何心理压力😁

我看看一年实验期结束后，有没有可能达到完美的二八定律：关注者里有 20%会打开阅读，阅读者里有 20%会自愿打开钱包。

不用打击老唐。基于对人性的理解，我知道失败的概率很大。我就是好奇，想试试

因为是第一次，所以给大家汇报一下数据。以后的付费文章数据，我不会再做如此讨论。

若这部分讨论引起某些朋友的不适，老唐提前道歉

本周运动

本周跑步 2 次，单次 10 公里；陪我家领导湖边散步 3 次合计 15 公里。



周六同口径除皮净重 85kg，环比上升 0.7kg——175cm。

主要是昨晚儿子半夜十一点多才回到家，一起深夜大吃二喝了一顿烧鹅+羊腿，扭曲了今天的数据。成功甩锅给儿子，哦耶

祝朋友们周末愉快

第1036篇.　　2021.11.06 - 书房拾遗第32期

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-11-06

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。

大概每凑够四五千字，就推送一期。今天是第 32 期。



农民：我在碧桂园的 1000 天 P41，公募债成本 8.125%，私募债成本约 7.5%。为什么同一家公司同一时间发债，私募债利率会比公募债低？

唐朝：公募债面对不特定人群公开发行，需要有评级机构的评级，需要提供担保，对信息披露格式要求比较严格。

私募债是可以一对一单独谈的，不一定需要评级和担保，信息披露要求也比较简单。所以总体而言发行成本比较低。

另外，公募发行模式是统一定价，所以如果意图发行 10 亿，最终成交价是以卖够 10 亿的最高利率要价，作为债券利率统一定价（这个如果不懂，看《巴芒演义》300 页表格）。而私募一对一谈，可以逐笔敲定价格。

举个简化例子说：公募发行询价，机构 A 愿意在 6%买 8 亿，机构 B 必须要在 7%才愿意买 3 亿，其他 CDE 则要求更高。此时债券成交价是 7%利率发行 10 亿债券，ABCDE 以及其他吃瓜群众，都可以按规则购买，先到先得。

而如果是私募面对同样喊价的几家机构，则成交结果可能是机构 A 按照 6%利率获得 8 亿，机构 B 按照 7%利率获得 2 亿，CDE 负责围观，无成交。

但必须提醒：债券发行利率，归根到底还是由资金供求情况决定的，并不是所有的时候私募债融资利率都一定低于公募债的。

2021 年 9 月 28 日

在路上：老唐，最近看《股市真规则》，里面提到公司靠着收购兼并来获得成长，需要投资人警惕。

我想到小企鹅，自身的业务确实优秀，一个大的网络平台犹如肥沃的土壤。但同时，腾讯也不断的收购兼并，跟《股市真规则》里的观点相矛盾。没想明白，特来请教老唐！

唐朝：保持警觉的意思是，你不要觉得只要是增长就开心，以为只要增长就会给股东带来利益。你要看这种增长，是不是真的给企业、给股东创造了效益，是不是真的给企业未来好处。

作者并不是说，但凡收购兼并带来收益都是错误的，而是说收购兼并的增长里也有糟糕的，提醒你要去注意分辨。

2021 年 9 月 28 日

唐朝：这是政府意识到恒大若倒闭将产生的破坏性后，向市场释放的’’我们会提供流动性帮助地产企业度过困境’’的善意信号。



【上海证券报】

央行最新定调 增强信贷增长稳定性 维护房地产市场健康发展

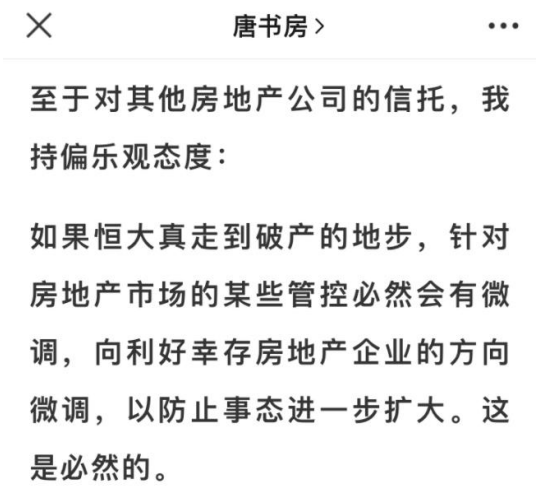
近日召开的货币政策委员会2021年第三季度例会指出，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。房地产市场是本次货币政策委员会例会的最大关注点。会议明确提出，要维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益。记者梳理发现，这是很长一段时间以来，货币政策委员会季度例会新闻稿中首次提及“房地产市场”。

人生如逆旅：期待能善待股民，我们都是贫农。皮带说了，他可以一无所有，我们投资者不可以。

唐朝：你听错话了，他可没说股票投资者，他说的是’’购买了恒大理财产品的投资者不可以一无所有’’，主语是理财投资者。而且买了 100 万，剩了八万，也符合’’不可以一无所有’’哦。

stardust：那是利好其他地产股了吧？

唐朝：看三天前书房文章《老唐实盘周记 20210925》里的这段。



× 唐书房 ›

至于对其他房地产公司的信托，我持偏乐观态度：

如果恒大真走到破产的地步，针对房地产市场的某些管控必然会有微调，向利好幸存房地产企业的方向微调，以防止事态进一步扩大。这是必然的。

2021 年 9 月 28 日

唐朝：这位刨旧文的刨哥，留言很有价值啊！对你对我都是提醒：时间是’’好’’公司的朋友。



如果在我发文的那天，将文中两间银行（招行，民生）各买 100 万，今天一个变 205 万，一个变 70 万。

所以，时间，只是''好''公司的朋友，不是''便宜''公司的朋友。

等待和希望：招行翻倍，民生 7 折。时间是好公司的朋友。

唐朝：便宜一时爽，优质赚间厂。

招财羊：同时也告诉了我们在对投资对象确定性不足的情况下，分仓的重要性？偷笑，好歹投了两百万还是赚了 75w。

2020 年 9 月 28 日

海岸：唐老师，陕煤准备持有多久。

唐朝：与时间无关，与市值有关。

2021 年 9 月 29 日

直呼其名：请教老唐：好像您说过，家里应急的钱（或者说备用的钱）不会放到股市里。那这些钱是以什么形式存在呢？

唐朝：我就在银行买的灵活性类似活期，收益目前在 3.1~3.2%的理财产品，和货基差不多。

2021 年 9 月 29 日

华：唐大对现在火热的量化交易咋看？电脑数据真有如此神奇吗？

唐朝：如果没有那么神奇，我关注了是浪费时间。

如果有那么神奇，我即不会搞金融模型，也没能力让电脑速度比别人快 5 毫秒，所以关注了依然是浪费时间

2021 年 9 月 29 日

zhuosheng618：真正弄懂股票可能要比较久。在弄懂之前闲钱买入哪些合适呢？

唐朝：511880，511990，都合适。

2021 年 9 月 29 日

Alex：为什么港股通投资者的交易时间，不能和境外投资者保持一致呢？比如今天就买不了。另外请问唐老师研究公司时，通常是如何做调研的？

唐朝：小孩没娘说来话长，搞懂了也没用，不如直接记住便是。我一般不调研。

2021 年 9 月 29 日

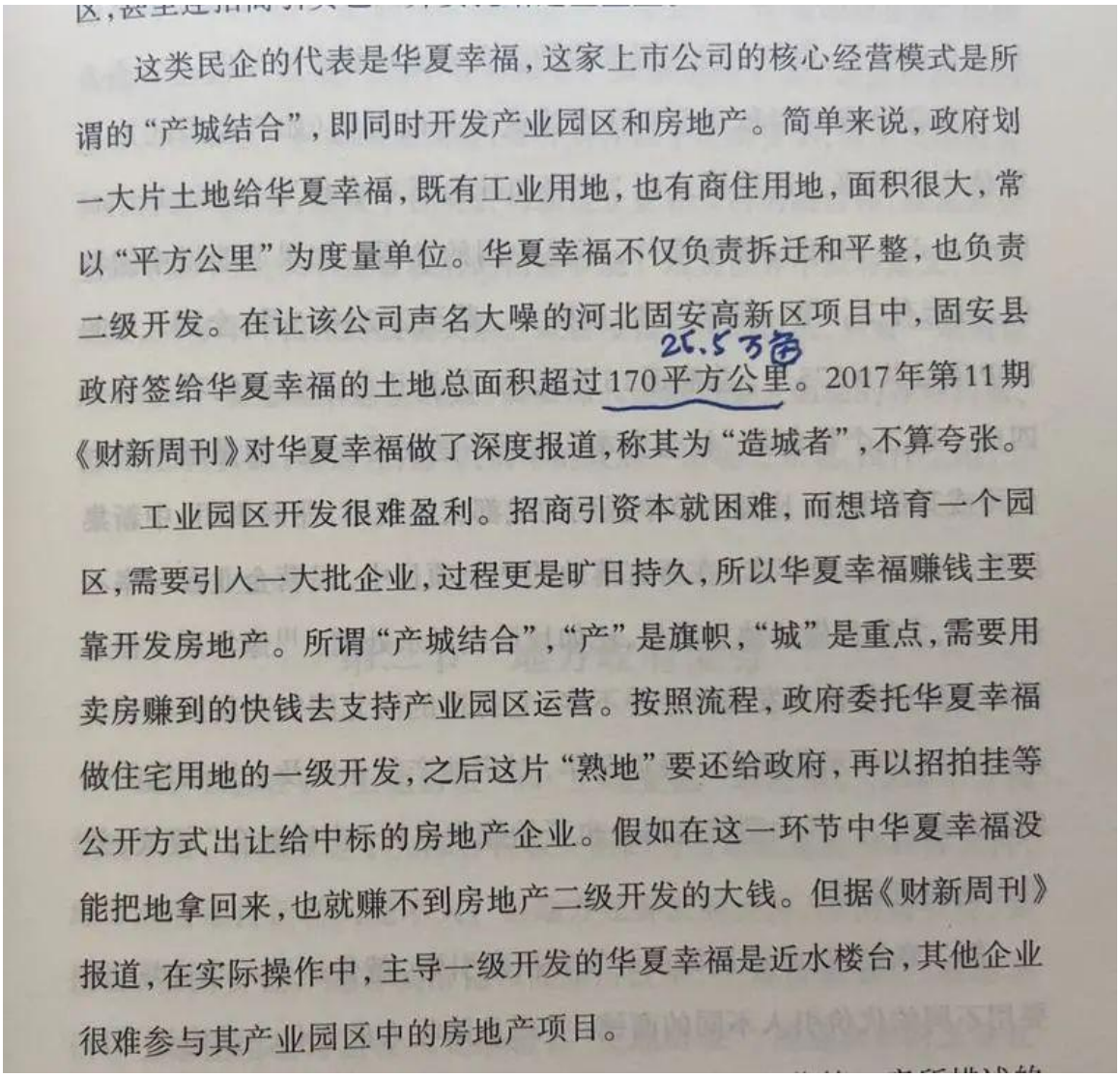
张洋：老唐，要是有限责任公司要求有两个及以上股东，那上市公司的全资子公司不就有一个股东么？没绕过来。

唐朝：国有独资企业和股份有限公司是可以设立全资子公司的。

2021 年 9 月 29 日

唐朝：华夏幸福这家企业，几年前也是股市爆红品种，经常有人问我怎么看？我只能老老实实地说''我不懂，没看法''。

此时站在 4 元位置回看，身处其中的投资者恐怕只能是''料峭春风吹酒醒，微冷''。



这类民企的代表是华夏幸福，这家上市公司的核心经营模式是所谓的“产城结合”，即同时开发产业园区和房地产。简单来说，政府划一大片土地给华夏幸福，既有工业用地，也有商住用地，面积很大，常以“平方公里”为度量单位。华夏幸福不仅负责拆迁和平整，也负责二级开发。在让该公司声名大噪的河北固安高新区项目中，固安县政府签给华夏幸福的土地总面积超过170平方公里。2017年第11期《财新周刊》对华夏幸福做了深度报道，称其为“造城者”，不算夸张。

工业园区开发很难盈利。招商引资本就困难，而想培育一个园区，需要引入一大批企业，过程更是旷日持久，所以华夏幸福赚钱主要靠开发房地产。所谓“产城结合”，“产”是旗帜，“城”是重点，需要用卖房赚到的快钱去支持产业园区运营。按照流程，政府委托华夏幸福做住宅用地的一级开发，之后这片“熟地”要还给政府，再以招拍挂等公开方式出让给中标的房地产企业。假如在这一环节中华夏幸福没能把地拿回来，也就赚不到房地产二级开发的大钱。但据《财新周刊》报道，在实际操作中，主导一级开发的华夏幸福是近水楼台，其他企业很难参与其产业园区中的房地产项目。



海哥：我记得央视投资者说中有个人说：华夏幸福的 ROE 非常高，又是环京地域，平安又投资，即使没有雄安概念，也是一个值得长期持有的优质品种。

大老杨：对，雄安新区概念。我当时入市不久，好像参与了炒作，不但没有赚钱，反而亏得一塌糊涂

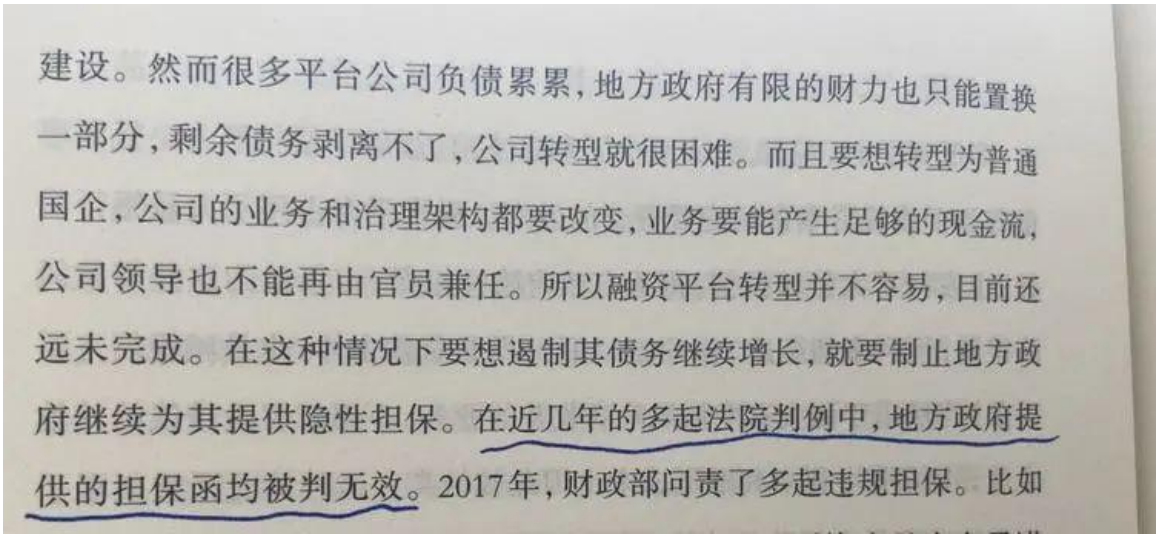
超级童话：我当年也因为雄安概念股买了点，亏死了！

沈阳郭宝荣：王文学总我研究了好久，最后放弃了。市面上的融资手段差不多都用遍了，产业小镇，产企合作。想不明白，现金流怎么会快速回来。

2021 年 9 月 29 日

唐朝：这句话可以瞟一眼，说不定啥时候分析某公司就碰见了。

碰见了要记住：ZF 红头文件盖上大红章的担保函，也完全可能无效，不可作为确信的证据。



建设。然而很多平台公司负债累累，地方政府有限的财力也只能置换一部分，剩余债务剥离不了，公司转型就很困难。而且要想转型为普通国企，公司的业务和治理架构都要改变，业务要能产生足够的现金流，公司领导也不能再由官员兼任。所以融资平台转型并不容易，目前还远未完成。在这种情况下要想遏制其债务继续增长，就要制止地方政府继续为其提供隐性担保。在近几年的多起法院判例中，地方政府提供的担保函均被判无效。2017年，财政部问责了多起违规担保。比如

鹏飞：2015 年 1 月 1 日起施行《中华人民共和国预算法》第四款：“除法律另有规定外，地方政府及其所属部门不得为任何单位和个人的债务以任何方式提供担保。”

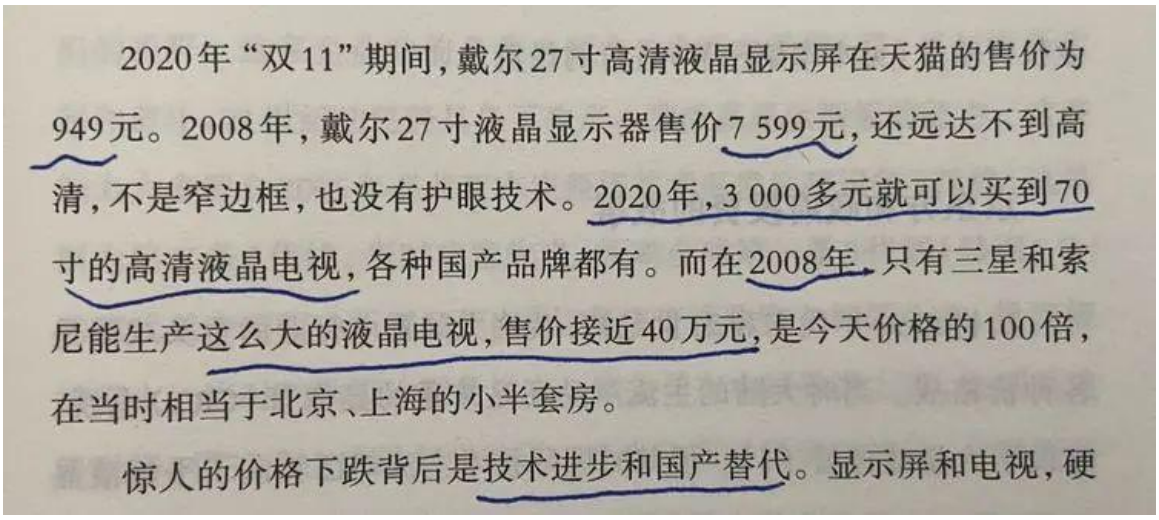
2021 年 9 月 29 日

大明：无风险收益率 4%，都包含什么呀！包含银行贷出的利率吗？我看目前债券也没有那么高呀！是不是唐老师为了保险起见，打了折扣呀？

唐朝：没那么复杂。随便看一眼，银行类似货币基金一样的活期理财产品，近一年基本都是三点几的利率。三点几，模糊取值为 3%~4%就行了。

2021 年 9 月 29 日

唐朝：这数据确实让人感慨，作为消费者真是幸福感爆棚，感谢这个时代，感谢整个产业链的努力和资本的''贪婪''。



2020年“双11”期间，戴尔27寸高清液晶显示屏在天猫的售价为949元。2008年，戴尔27寸液晶显示器售价7 599元，还远达不到高清，不是窄边框，也没有护眼技术。2020年，3 000多元就可以买到70寸的高清液晶电视，各种国产品牌都有。而在2008年，只有三星和索尼能生产这么大的液晶电视，售价接近40万元，是今天价格的100倍，在当时相当于北京、上海的小半套房。

惊人的价格下跌背后是技术进步和国产替代。显示屏和电视，硬

风：啥时候分析一下京东方 a ，这里面有他一份功劳。

唐朝：对京东方有兴趣的话，可以看看《光变》这本书。

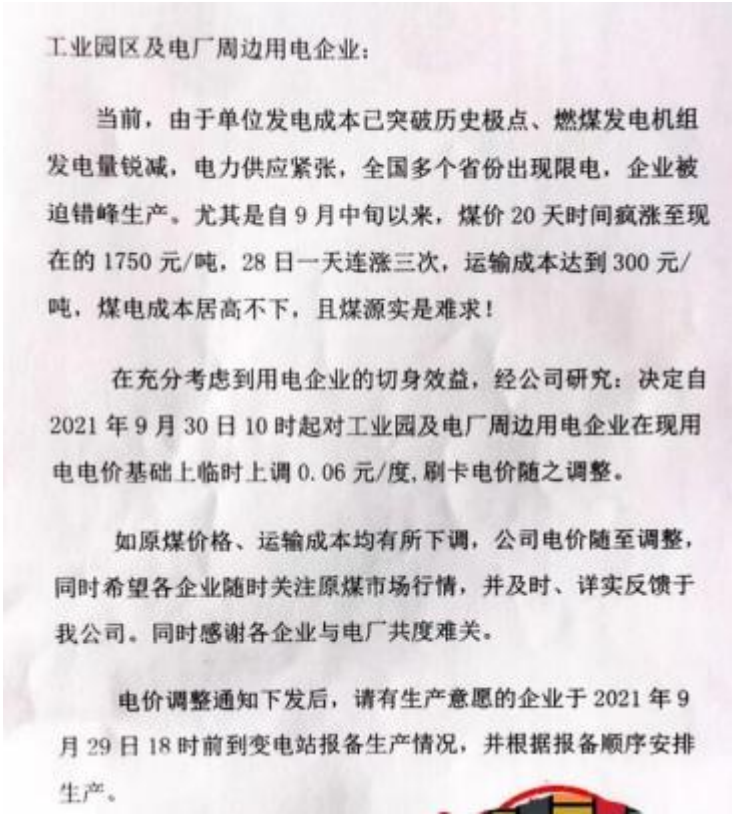
2021 年 9 月 29 日

风：同样都是国有企业，为何洋河可以进行股权激励，给新董事长股份，茅台就不可以呢？新董事长不都是从领导岗位过来的么？

唐朝：别想复杂了，这只是取决于他的上级领导们是否开明，同僚和人民是否能接受。东西部地区在''解放思想''上的差异，就是通过这些展示出来的。

2021 年 9 月 29 日

果果：朋友圈看到的，河南西部地区。



工业园区及电厂周边用电企业：

当前，由于单位发电成本已突破历史极点、燃煤发电机组发电量锐减，电力供应紧张，全国多个省份出现限电，企业被迫错峰生产。尤其是自9月中旬以来，煤价20天时间疯涨至现在的1750元/吨，28日一天连涨三次，运输成本达到300元/吨，煤电成本居高不下，且煤源实是难求！

在充分考虑到用电企业的切身效益，经公司研究：决定自2021年9月30日10时起对工业园及电厂周边用电企业在现用电电价基础上临时上调0.06元/度，刷卡电价随之调整。

如原煤价格、运输成本均有所下调，公司电价随至调整，同时希望各企业随时关注原煤市场行情，并及时、详实反馈于我公司。同时感谢各企业与电厂共度难关。

电价调整通知下发后，请有生产意愿的企业于2021年9月29日18时前到变电站报备生产情况，并根据报备顺序安排生产。

唐朝：这可能是不得不走的道路：工业电价上调，愿意接受的企业优先供电，不能接受的给民用让路。

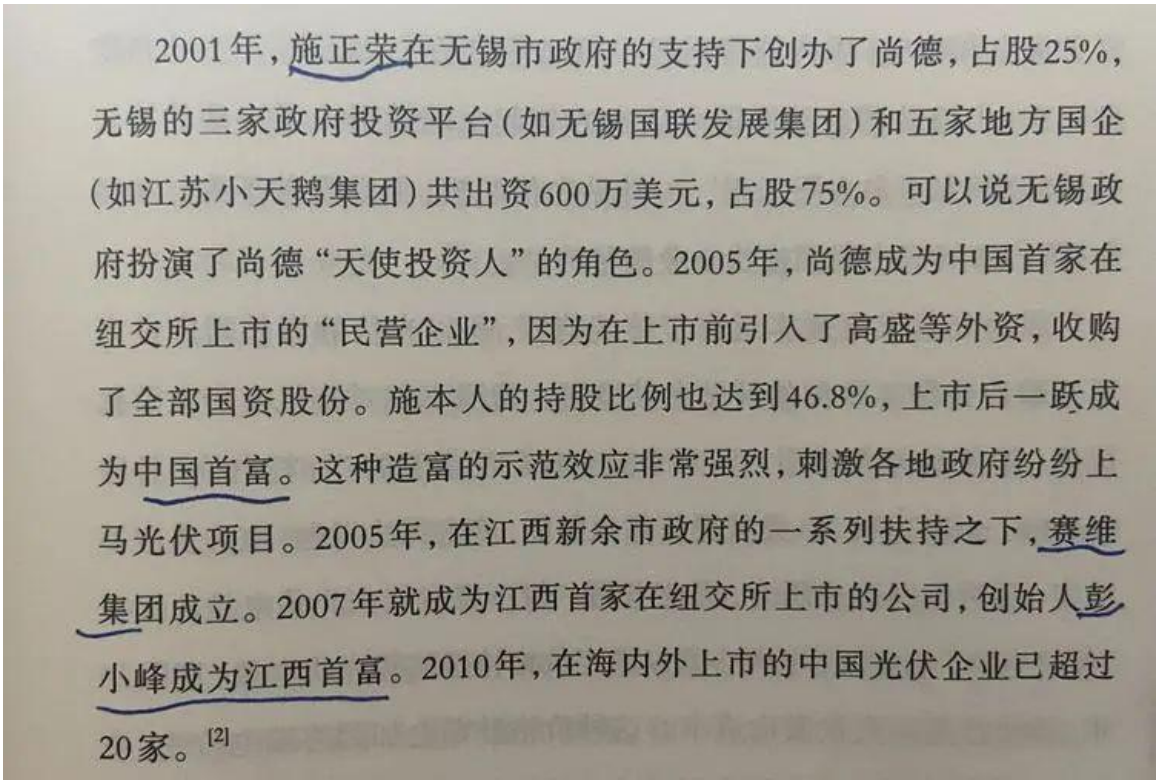
梁毅：为啥工业企业不能接受电价上调啊？成本上升太多吗？总比停产不生产损失订单强啊啊。

唐朝：有些企业可能边际利润比较薄，电价一涨就亏了。也有些可能怕这次妥协了就有下次。

2021年9月29日

唐朝：春风得意马蹄疾。几年后这俩风光无限的首富企业都破产了，投资者基本血本无归，施正荣远走他乡，彭小峰直接进了监狱。

有些行业，或许有点像安徒生笔下的红舞鞋，穿上就开始旋转，至死方休。



2001年，施正荣在无锡市政府的支持下创办了尚德，占股25%，无锡的三家政府投资平台（如无锡国联发展集团）和五家地方国企（如江苏小天鹅集团）共出资600万美元，占股75%。可以说无锡政府扮演了尚德“天使投资人”的角色。2005年，尚德成为中国首家在纽交所上市的“民营企业”，因为在上市前引入了高盛等外资，收购了全部国资股份。施本人的持股比例也达到46.8%，上市后一跃成为中国首富。这种造富的示范效应非常强烈，刺激各地政府纷纷上马光伏项目。2005年，在江西新余市政府的一系列扶持之下，赛维集团成立。2007年就成为江西首家在纽交所上市的公司，创始人彭小峰成为江西首富。2010年，在海内外上市的中国光伏企业已超过20家。[2]

长胖以前：这种企业都是政府深度介入。想当年赛维通过政府担保，大量贷款，并且严重拖欠电费，供电公司按工作程序需要停电，往往市里或省里领导就会出面协调，以至于最后造成大量银行贷款和电费成为死账。

唐朝：确实。

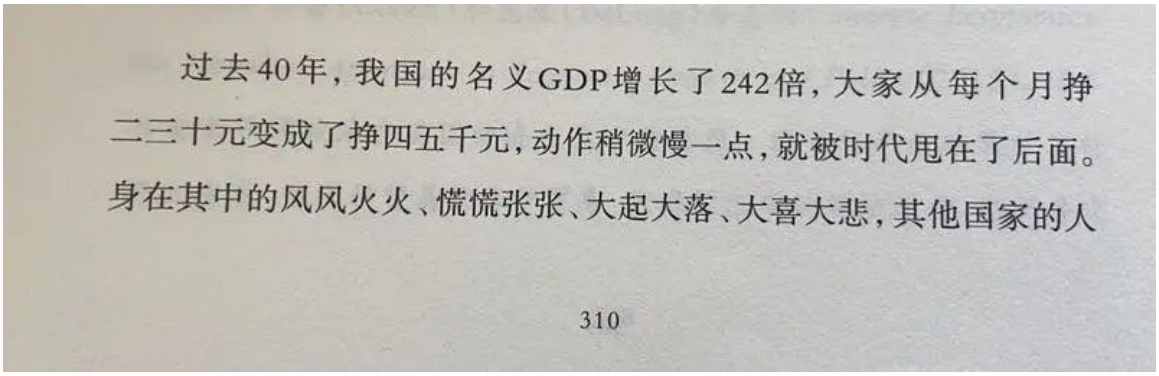
散仙：请问这本书名是什么？

唐朝：置身事内。

2021 年 9 月 29 日

唐朝：''动作稍慢一点，就会被时代抛弃''，如果身处发展缓慢、机会稀缺的国家，无论懂多少理论，其实都很难体会到这种感觉，很难想象勤劳/拜金的中国人民对更美好生活的渴望，以及愿意为之支付的代价。

这是中国经济高速增长的源动力，也是我们日拱一卒的动力来源。享受拱卒的快乐，让我们一起拱拱拱。



过去40年，我国的名义GDP增长了242倍，大家从每个月挣二三十元变成了挣四五千元，动作稍微慢一点，就被时代甩在了后面。身在其中的风风火火、慌慌张张、大起大落、大喜大悲，其他国家的人

310

阿攀哥：40 年 242 倍，年化增长率 14.7%，股神级水平。

伯涵：书房人收益增速＞上市公司增速＞GDP 整体增速，这就是我们长期必将胜出的底层逻辑😎

2021 年 9 月 30 日

IE：今天在得到听财务课，老师提到一个“隐性负债”，是以中国神华举例。供大家参考：

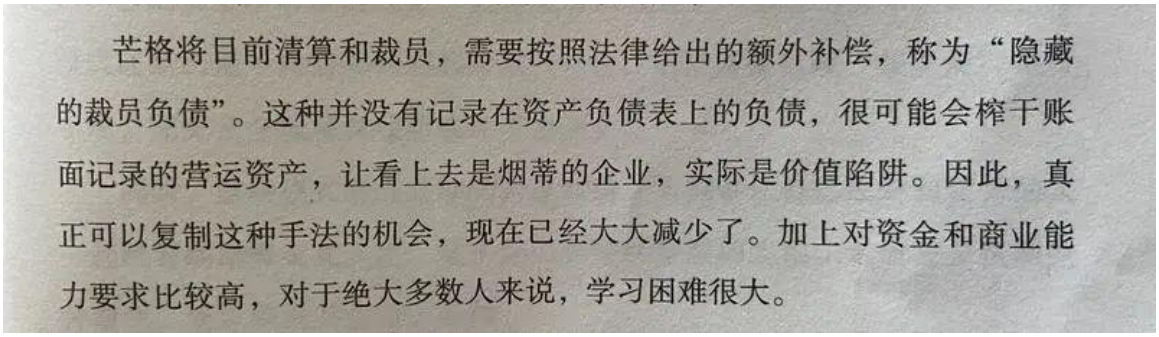
这一类隐性负债通常和企业经营特征相关。比如，航空公司最大的隐性负债是空难造成的诉讼和赔偿。化工、煤炭、材料、采掘业最大的隐性负债是环境负债。

中国神华股份在报表中曾经主动披露的一个隐性负债就是“土地复垦义务”，也就是说，完成开采活动之后，公司必须要把遭到破坏的土地进行修缮。

但是由于每块土地所处的环境和情况不一样，修复具体需要多长时间，多少钱，事前很难估计，财务上就没法把这笔未来的支出放在报表内。

所以投资者在评估中国神华的债务水平时， 必须要结合企业的经营特征，去估计它的隐性债务。

唐朝：这位老师提醒注意隐形负债是对的，但例子举错了。关于隐形负债，我在《巴芒演义》341 页也写过，见截图。


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。

隐形负债是存在的，但老师用土地复垦义务谈企业的隐形负债，是错误的理解。

关于复垦义务，国家专门有《矿山地质环境治理恢复与土地复垦方案》，开矿的企业每年都需要按照复垦方案计提矿山地质治理恢复与土地复垦基金，并计入当年的生产成本里。

这笔钱实际上是留在公司的，专门为未来地质恢复准备的。以陕煤为例，这笔复垦基金目前已经有 76 亿的规模了。

按照企业评估，这笔钱完成复垦实际上是足够的，也就是说这笔负债并不是隐形的，而是已经体现在资产负债表上，且足额计提过，已经当做成本计算过。

这位老师说“财务上就没法把这笔未来的支出放在报表内”，说明可能没仔细看过煤矿企业的财报

IE：这实在让我有点震惊：我以为我关注到一个思考的盲点，没想到老唐立刻把相关章节和条文都列举出来。

就像之前老唐谈过的，天灾人祸所导致的货币超发需要大家共同承担。虽然我也读过这段话，但理解远没有此刻深刻。

2021 年 9 月 30 日

黄鸿志：请教老唐，我看您的《王者海康》，有一句话“ 虽然 300 亿到 1000 亿市值，我确信不会跟我发生关系，但千亿之后的部分，老唐或许会壮起鼠胆参与。”

为何您对低市值股不感兴趣呢？如果它符合您的三大前提，不是也可以考虑吗？

唐朝：不是对低市值不感兴趣，是对小公司、新公司不感兴趣。

2021 年 9 月 30 日

赵坤：老师，您对陕西煤业持有隆基股份、通威怎么看？是陕煤眼光独到投资能力高超，还是自身风

险分散需要恰好踩中行业脉搏？

唐朝：这个有点难猜。我倾向过于相信他们还是有些眼光的，毕竟是相关行业，但这个倾向我不会作为投资决策依据。

2021 年 9 月 30 日

NT：为啥巴神的伯克希尔•哈撒韦市盈率一直这么低呢？

唐朝：金融市场有个术语叫多元化折价，伯克希尔可能就是这个。另外，它的大头是保险业，保险业比较复杂，市场一般也会折扣考虑。

2021 年 9 月 30 日

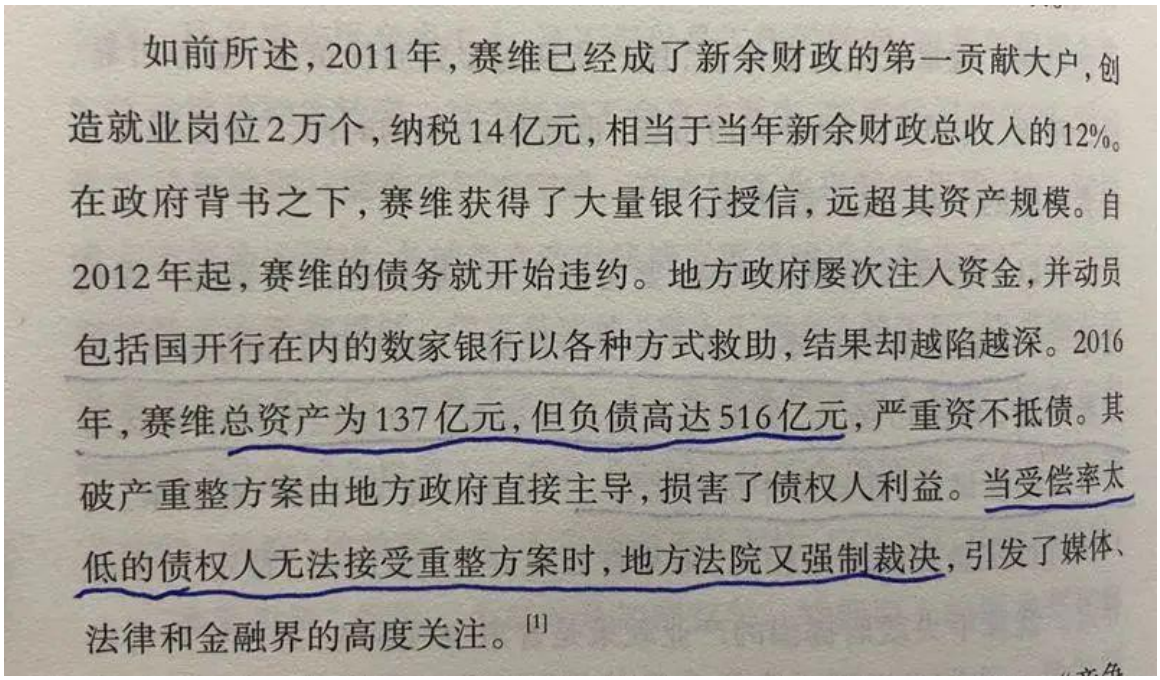
柏霖：分众多媒体技术（上海）有限公司作为分众传媒的子公司，为啥 2019 年这家子公司的净利润（57.27 亿）比合并财务报表的净利润（18.55 亿）都还高？谢谢！

唐朝：这个公司其实谈不上是子公司，它就是合并报表的主体，你看《新手财》127~130 页有详细介绍。

另外，它是一个控股公司。控股公司容易出现这类情况，它若仅持有并表范围内的利润中心，就可能出现比合并结果利润更高的情况，毕竟合并报表还要合并其他成本中心和亏损公司。

2021 年 9 月 30 日

唐朝：这个太坑了。这玩意儿和恒大还不同，一旦企业经营不下去了，这些非通用资产（主要就是厂房、生产线、原料）贬起值来，那可比土地和房产狠多了。



如前所述，2011年，赛维已经成了新余财政的第一贡献大户，创造就业岗位2万个，纳税14亿元，相当于当年新余财政总收入的12%。在政府背书之下，赛维获得了大量银行授信，远超其资产规模。自2012年起，赛维的债务就开始违约。地方政府屡次注入资金，并动员包括国开行在内的数家银行以各种方式救助，结果却越陷越深。2016年，赛维总资产为137亿元，但负债高达516亿元，严重资不抵债。其破产重整方案由地方政府直接主导，损害了债权人利益。当受偿率太低的债权人无法接受重整方案时，地方法院又强制裁决，引发了媒体、法律和金融界的高度关注。[1]

李冬：这里的总资产 137 亿应该是指净资产吧？

总资产=负债+股东权益，怎么这里会是负债大于总资产呢？

唐朝：不是，就是总资产。亏掉了呗，常见。意思是股东权益为巨大的负数。所谓资不抵债就是酱紫的，净资产亏成负值了。

星光：这还不是亏本甩卖的时候，真倒闭了，亏的更大，是不是这样理解。

唐朝：是。

2021 年 9 月 30 日

第1037篇.　　2021.11.09 - 书房拾遗第33期——伯克希尔股东大会问答陪读①

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-11-09

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。

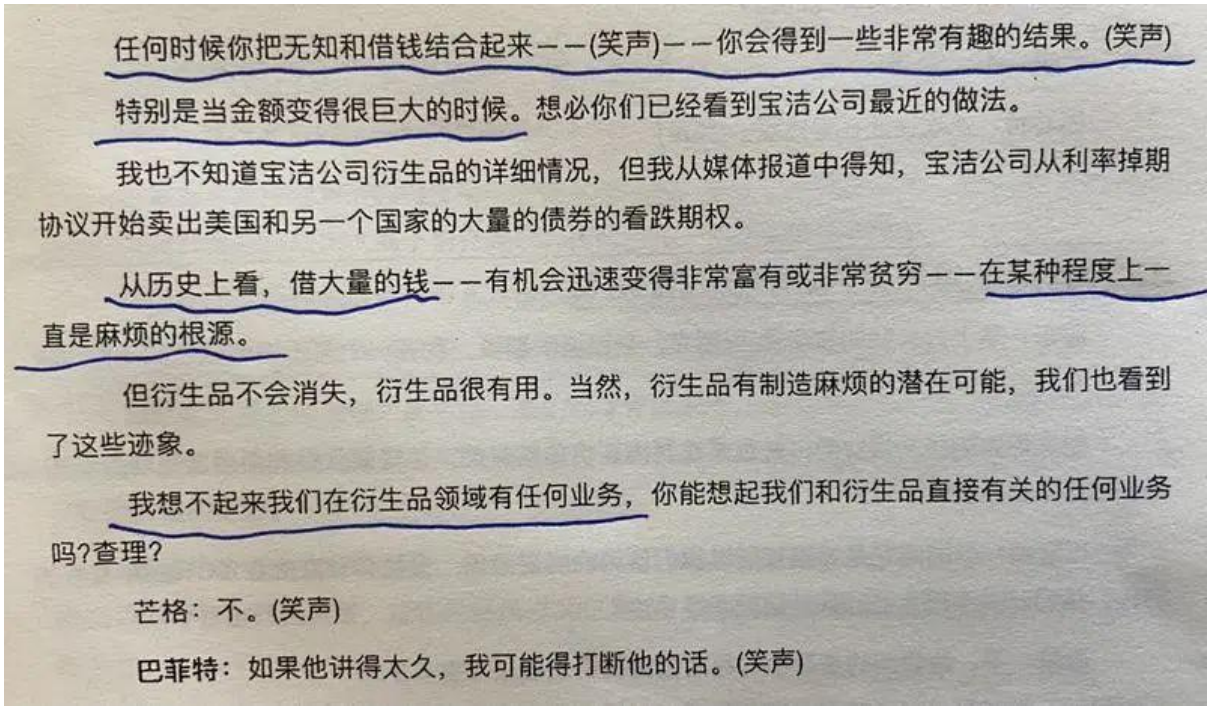
大概每凑够四五千字，就推送一期。今天是第 33 期。

从本期开始，书房拾遗将侧重收录上个月老唐重刷《伯克希尔股东大会问答 1994~2021》时的一些摘要和思考。

它们和《书房拾遗特别版——巴菲特历年演讲精要专辑》一脉相承，算是同一个系列。



唐朝：比杠杆更可怕的，是无知+杠杆——1994 年股东大会问答。



任何时候你把无知和借钱结合起来——(笑声)——你会得到一些非常有趣的结果。(笑声)特别是当金额变得很巨大的时候。想必你们已经看到宝洁公司最近的做法。

我也不知道宝洁公司衍生品的详细情况，但我从媒体报道中得知，宝洁公司从利率掉期协议开始卖出美国和另一个国家的大量的债券的看跌期权。

从历史上看，借大量的钱——有机会迅速变得非常富有或非常贫穷——在某种程度上一直是麻烦的根源。

但衍生品不会消失，衍生品很有用。当然，衍生品有制造麻烦的潜在可能，我们也看到了这些迹象。

我想不起来我们在衍生品领域有任何业务，你能想起我们和衍生品直接有关的任何业务吗?查理?

芒格：不。(笑声)

巴菲特：如果他讲得太久，我可能得打断他的话。(笑声)

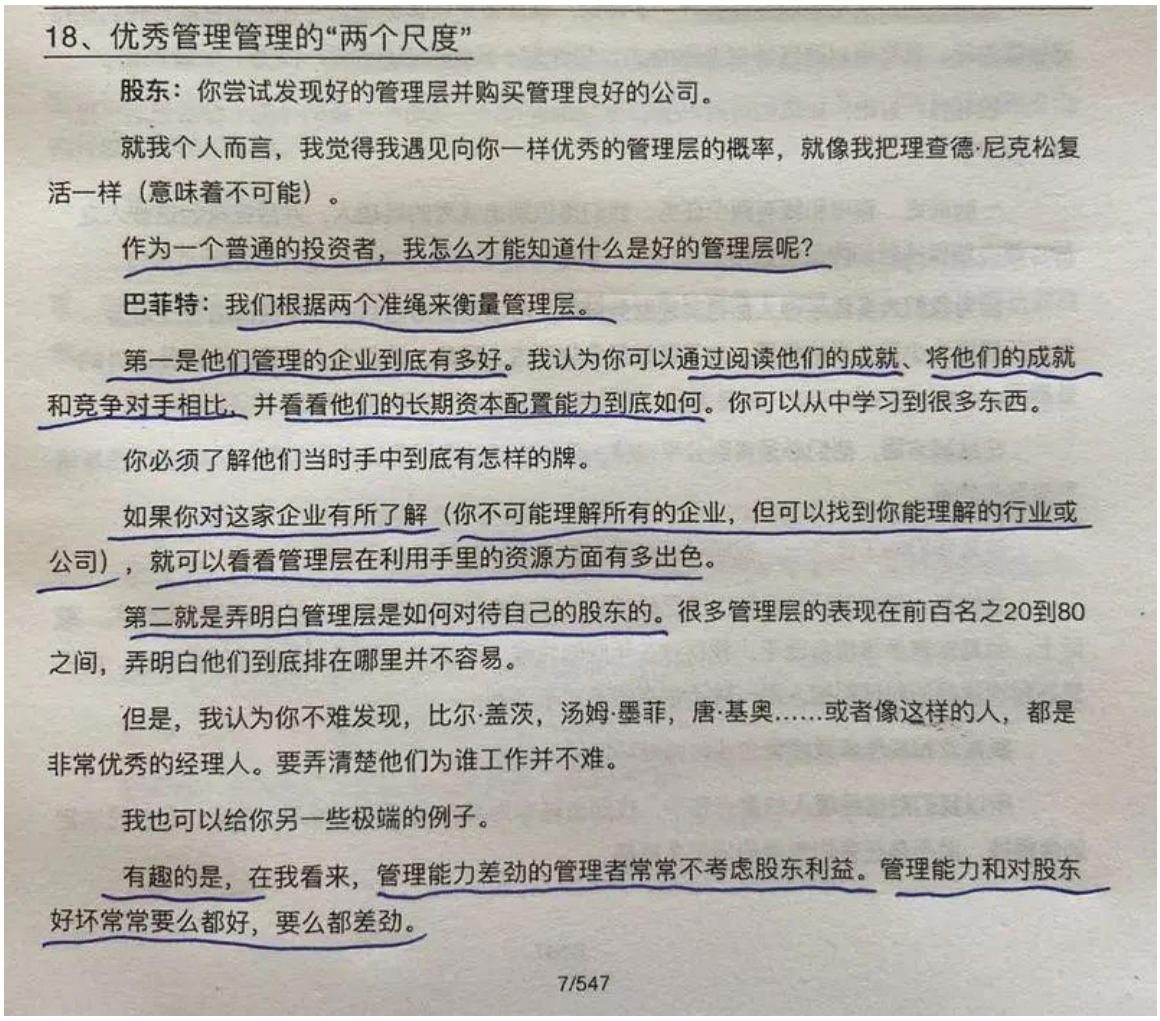
唐朝：这完全是巴神跨时间、跨空间施展千里传音大法，说给今天网上热点那位借钱炒可转债亏成一塌糊涂的女性听的。可惜频道不对，没接收到。

FLJ：今天看《置身事内》的时候，恰好看到这么一段。不仅适用于个人，也适用于企业。

“人们在乐观时往往会低估负债的风险，过多借债。当风险出现时，又会因为债务负担沉重而缺乏腾挪空间，没办法应对。”

2021/10/04

唐朝：普通投资者寻找优秀管理者的两个尺度和一个方法。



18、优秀管理管理的“两个尺度”

股东：你尝试发现好的管理层并购买管理良好的公司。

就我个人而言，我觉得我遇见向你一样优秀的管理层的概率，就像我把理查德·尼克松复活一样（意味着不可能）。

作为一个普通的投资者，我怎么才能知道什么是好的管理层呢？

巴菲特：我们根据两个准绳来衡量管理层。

第一是他们管理的企业到底有多好。我认为你可以通过阅读他们的成就、将他们的成就和竞争对手相比、并看看他们的长期资本配置能力到底如何。你可以从中学习到很多东西。

你必须了解他们当时手中到底有怎样的牌。

如果你对这家企业有所了解（你不可能理解所有的企业，但可以找到你能理解的行业或公司），就可以看看管理层在利用手里的资源方面有多出色。

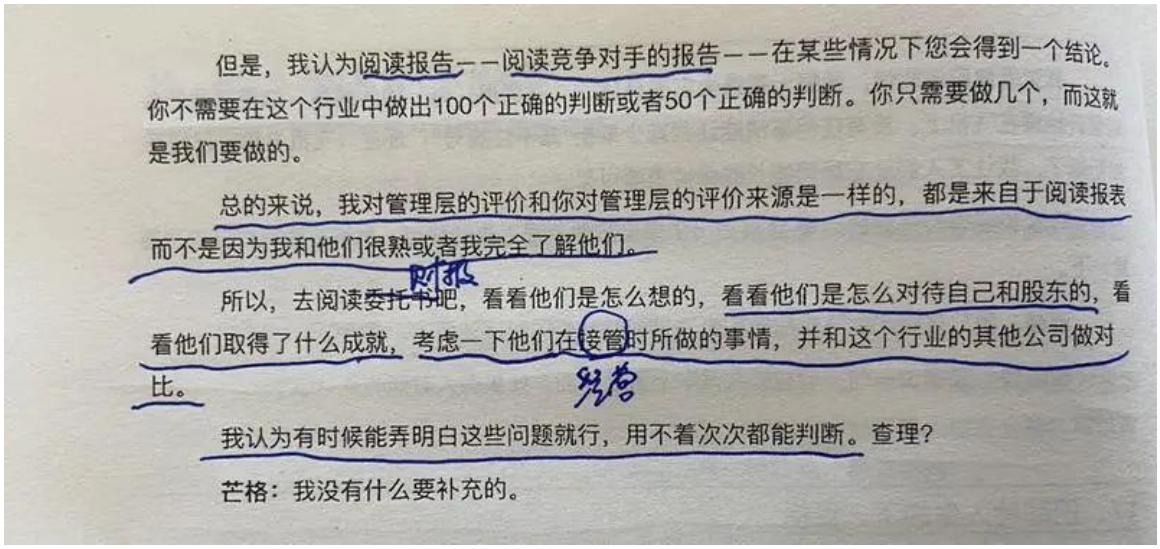
第二就是弄明白管理层是如何对待自己的股东的。很多管理层的表现在前百名之20到80之间，弄明白他们到底排在哪里并不容易。

但是，我认为你不难发现，比尔·盖茨，汤姆·墨菲，唐·基奥……或者像这样的人，都是非常优秀的经理人。要弄清楚他们为谁工作并不难。

我也可以给你另一些极端的例子。

有趣的是，在我看来，管理能力差劲的管理者常常不考虑股东利益。管理能力和对股东好坏常常要么都好，要么都差劲。

7/547



但是，我认为阅读报告——阅读竞争对手的报告——在某些情况下您会得到一个结论。你不需要在这个行业中做出100个正确的判断或者50个正确的判断。你只需要做几个，而这就是我们要做的。

总的来说，我对管理层的评价和你对管理层的评价来源是一样的，都是来自于阅读报表而不是因为我和他们很熟或者我完全了解他们。

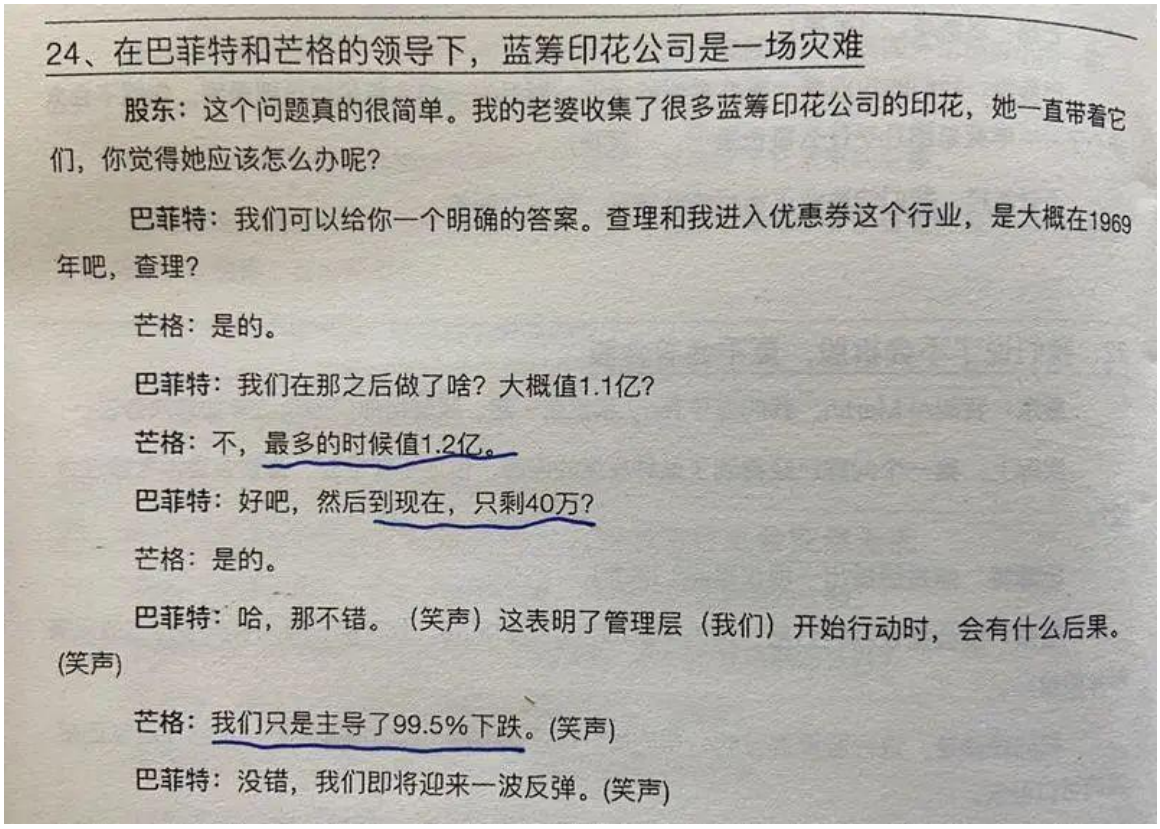
所以，去阅读委托书吧，看看他们是怎么想的，看看他们是怎么对待自己和股东的，看看他们取得了什么成就，考虑一下他们在接管时所做的事情，并和这个行业的其他公司做对比。

我认为有时候能弄明白这些问题就行，用不着次次都能判断。查理？

芒格：我没有什么要补充的。

2021/10/04

唐朝：锋利的自嘲 二位大神当时只是看上了’’浮存金’’，而不是公司主营业务。



24、在巴菲特和芒格的领导下，蓝筹印花公司是一场灾难

股东：这个问题真的很简单。我的老婆收集了很多蓝筹印花公司的印花，她一直带着它们，你觉得她应该怎么办呢？

巴菲特：我们可以给你一个明确的答案。查理和我进入优惠券这个行业，是大概在1969年吧，查理？

芒格：是的。

巴菲特：我们在那之后做了啥？大概值1.1亿？

芒格：不，最多的时候值1.2亿。

巴菲特：好吧，然后到现在，只剩40万？

芒格：是的。

巴菲特：哈，那不错。（笑声）这表明了管理层（我们）开始行动时，会有什么后果。(笑声)

芒格：我们只是主导了99.5%下跌。(笑声)

巴菲特：没错，我们即将迎来一波反弹。(笑声)

民为先：保险公司也类似，巴神最看中的只是浮存金。

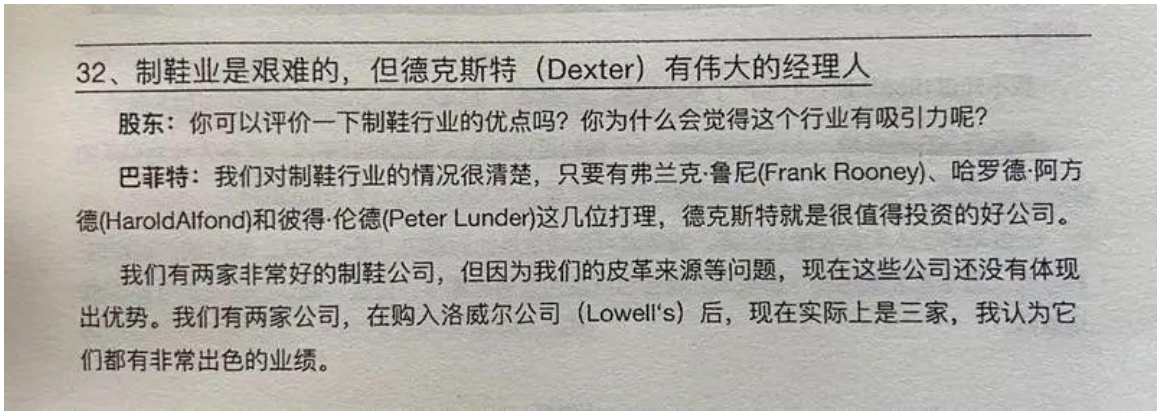
2021/10/04

唐朝：这是巴神死命夸他刚收购的德克斯特鞋业公司。遗憾的是，后来这家公司亏到破产，一文不值



更惨的是，巴神是用增发 25203 股伯克希尔 A 股换的这家公司，而不是直接支付现金。

今天 25203 股价值 104.56 亿美元，折合约 675 亿人民币。675 亿人民币换来一个 0，这是巴神一生投资史里排的上号的重大失败案例

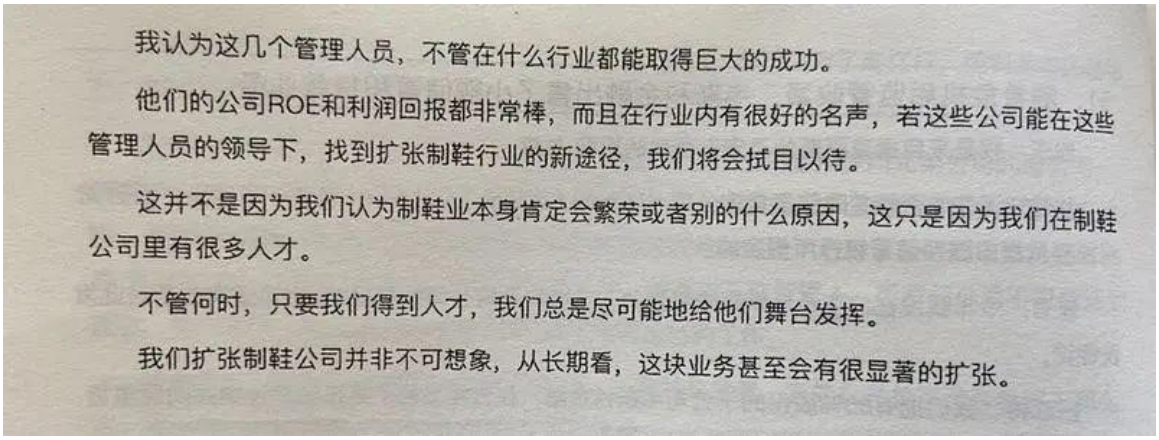


32、制鞋业是艰难的，但德克斯特（Dexter）有伟大的经理人

股东：你可以评价一下制鞋行业的优点吗？你为什么会觉得这个行业有吸引力呢？

巴菲特：我们对制鞋行业的情况很清楚，只要有弗兰克·鲁尼(Frank Rooney)、哈罗德·阿方德(HaroldAlfond)和彼得·伦德(Peter Lunder)这几位打理，德克斯特就是很值得投资的好公司。

我们有两家非常好的制鞋公司，但因为我们的皮革来源等问题，现在这些公司还没有体现出优势。我们有两家公司，在购入洛威尔公司（Lowell's）后，现在实际上是三家，我认为它们都有非常出色的业绩。



我认为这几个管理人员，不管在什么行业都能取得巨大的成功。

他们的公司ROE和利润回报都非常棒，而且在行业内有很好的名声，若这些公司能在这些管理人员的领导下，找到扩张制鞋行业的新途径，我们将会拭目以待。

这并不是因为我们认为制鞋业本身肯定会繁荣或者别的什么原因，这只是因为我们在制鞋公司里有很多人才。

不管何时，只要我们得到人才，我们总是尽可能地给他们舞台发挥。

我们扩张制鞋公司并非不可想象，从长期看，这块业务甚至会有很显著的扩张。

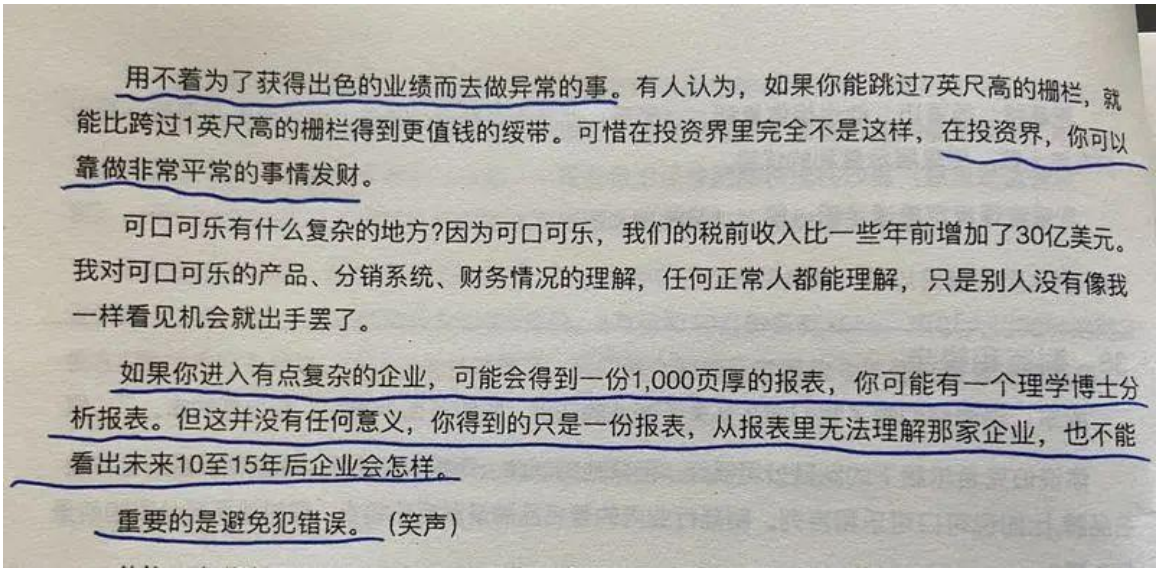
山不语：是被中国制造给打败的，大量中国物美价廉的商品进入美国。

stardust：我们买股票，也是有可能碰到预料之外的打击。像在这样情况下，我们通过财报可以提前看出来并卖出吗？

唐朝：有的时候看得出来，有的时候被无情地按在地下胖揍一顿，就像巴神的本案例一样。

2021/10/04

唐朝：在投资领域，你可以做着非常平常的事情发财。



用不着为了获得出色的业绩而去做异常的事。有人认为，如果你能跳过7英尺高的栅栏，就能比跨过1英尺高的栅栏得到更值钱的绶带。可惜在投资界里完全不是这样，在投资界，你可以靠做非常平常的事情发财。

可口可乐有什么复杂的地方?因为可口可乐，我们的税前收入比一些年前增加了30亿美元。我对可口可乐的产品、分销系统、财务情况的理解，任何正常人都能理解，只是别人没有像我一样看见机会就出手罢了。

如果你进入有点复杂的企业，可能会得到一份1,000页厚的报表，你可能有一个理学博士分析报表。但这并没有任何意义，你得到的只是一份报表，从报表里无法理解那家企业，也不能看出未来10至15年后企业会怎样。

重要的是避免犯错误。（笑声）

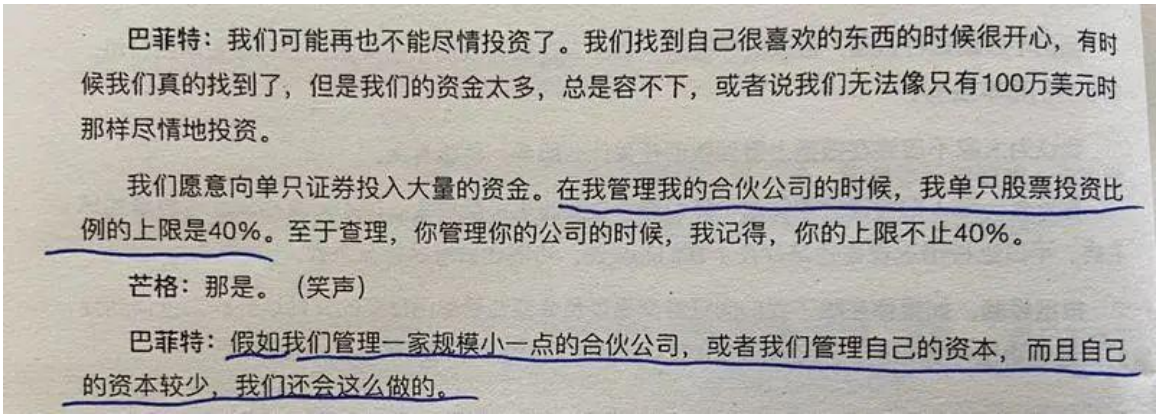
晓峯：不高估自己，简简单单获得财富。贸然出圈，风险倍增。有些大V，十几个行业，数百家公司，张口就点评，我也是醉了。

欧阳风影：重要的避免犯错误！对普通人来说，是很重要的！

2021/10/04

唐朝：尽情享受自己可以随意投下40%资金在一家企业的幸福时刻吧😁

或早或晚，你也会和巴神一样头痛于''好不容易找到一家喜欢的公司，却囿于流动性不足而无法参与''的囧境😁



巴菲特：我们可能再也不能尽情投资了。我们找到自己很喜欢的东西的时候很开心，有时候我们真的找到了，但是我们的资金太多，总是容不下，或者说我们无法像只有100万美元时那样尽情地投资。

我们愿意向单只证券投入大量的资金。在我管理我的合伙公司的时候，我单只股票投资比例的上限是40%。至于查理，你管理你的公司的时候，我记得，你的上限不止40%。

芒格：那是。（笑声）

巴菲特：假如我们管理一家规模小一点的合伙公司，或者我们管理自己的资本，而且自己的资本较少，我们还会这么做的。

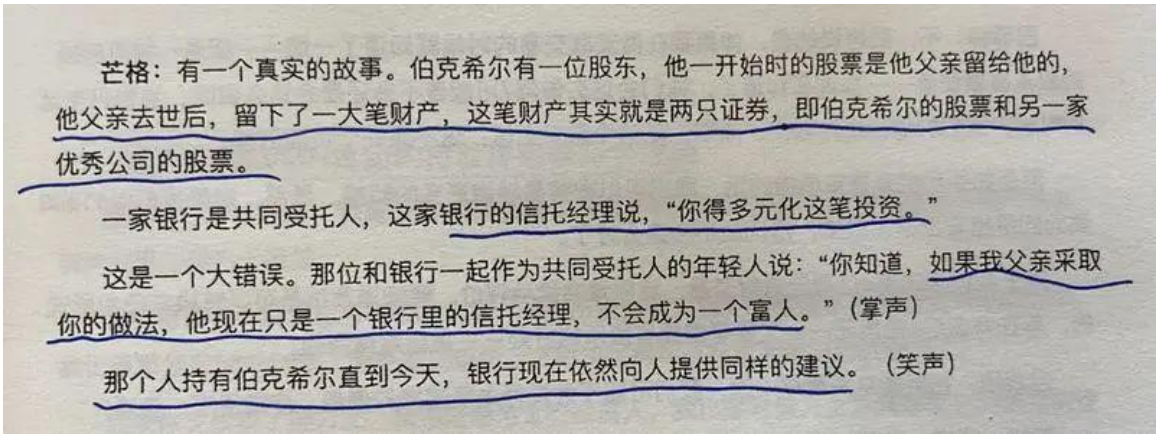
真知行不难：我理解这段话的意思是：资金量小，投资一家企业可以大于 40%。我理解错了吗？

唐朝：是的，理解错了。他说的意思是

“如果我的资金是 100 亿，40%就有 40 亿，能容纳 40 亿的投资对象就少很多了。你的资金 100 万，40%就是 40 万，40 万投资很少会遇到无法容纳的企业，所以会愉快和轻松的多。”。

2021/10/4

唐朝：看老芒格一贯的毒舌风格🤦



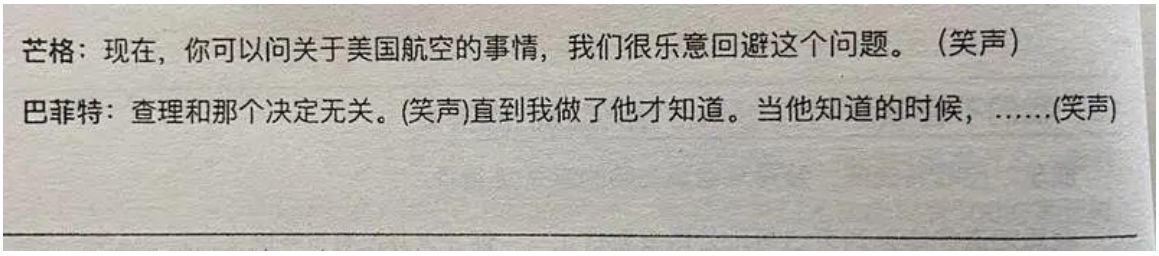
芒格：有一个真实的故事。伯克希尔有一位股东，他一开始时的股票是他父亲留给他的，他父亲去世后，留下了一大笔财产，这笔财产其实就是两只证券，即伯克希尔的股票和另一家优秀公司的股票。

一家银行是共同受托人，这家银行的信托经理说，“你得多元化这笔投资。”

这是一个大错误。那位和银行一起作为共同受托人的年轻人说：“你知道，如果我父亲采取你的做法，他现在只是一个银行里的信托经理，不会成为一个富人。”（掌声）

那个人持有伯克希尔直到今天，银行现在依然向人提供同样的建议。（笑声）

唐朝：相比芒格的毒舌，巴神随时自嘲，随时揽责任、分功劳的心胸，的确更适合做一把手。

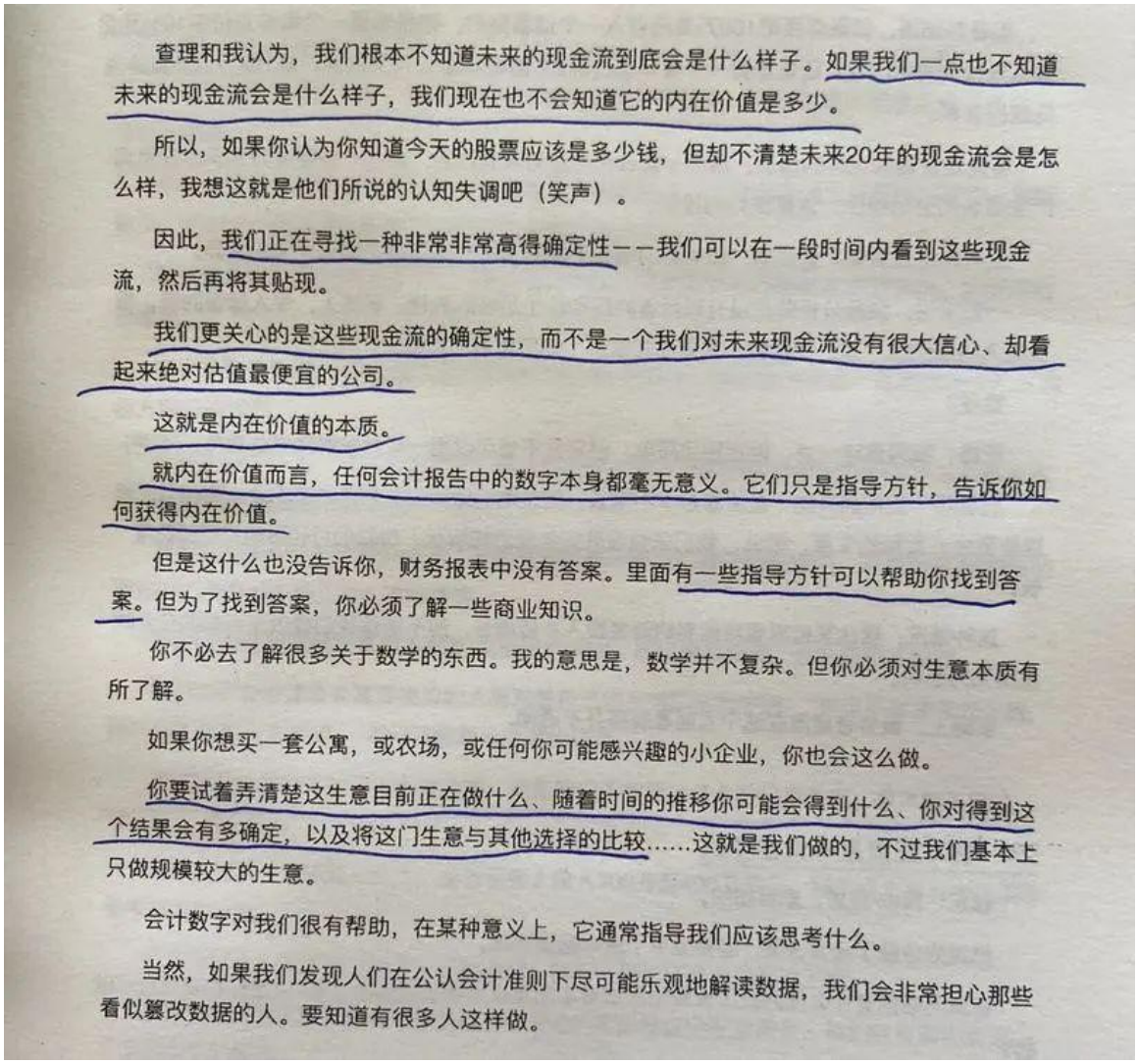


芒格：现在，你可以问关于美国航空的事情，我们很乐意回避这个问题。（笑声）

巴菲特：查理和那个决定无关。(笑声)直到我做了他才知道。当他知道的时候，……(笑声)

2021/10/4

唐朝：确定性的重要性在便宜之前，以及财报是分析企业的起点——不是终点，也不是唯一工具。



查理和我认为，我们根本不知道未来的现金流到底会是什么样子。如果我们一点也不知道未来的现金流会是什么样子，我们现在也不会知道它的内在价值是多少。

所以，如果你认为你知道今天的股票应该是多少钱，但却不清楚未来20年的现金流会是怎么样，我想这就是他们所说的认知失调吧（笑声）。

因此，我们正在寻找一种非常非常高得确定性——我们可以在一段时间内看到这些现金流，然后再将其贴现。

我们更关心的是这些现金流的确定性，而不是一个我们对未来现金流没有很大信心、却看起来绝对估值最便宜的公司。

这就是内在价值的本质。

就内在价值而言，任何会计报告中的数字本身都毫无意义。它们只是指导方针，告诉你如何获得内在价值。

但是这什么也没告诉你，财务报表中没有答案。里面有一些指导方针可以帮助你找到答案。但为了找到答案，你必须了解一些商业知识。

你不必去了解很多关于数学的东西。我的意思是，数学并不复杂。但你必须对生意本质有所了解。

如果你想买一套公寓，或农场，或任何你可能感兴趣的小企业，你也会这么做。

你要试着弄清楚这生意目前正在做什么、随着时间的推移你可能会得到什么、你对得到这个结果会有多确定，以及将这门生意与其他选择的比较……这就是我们做的，不过我们基本上只做规模较大的生意。

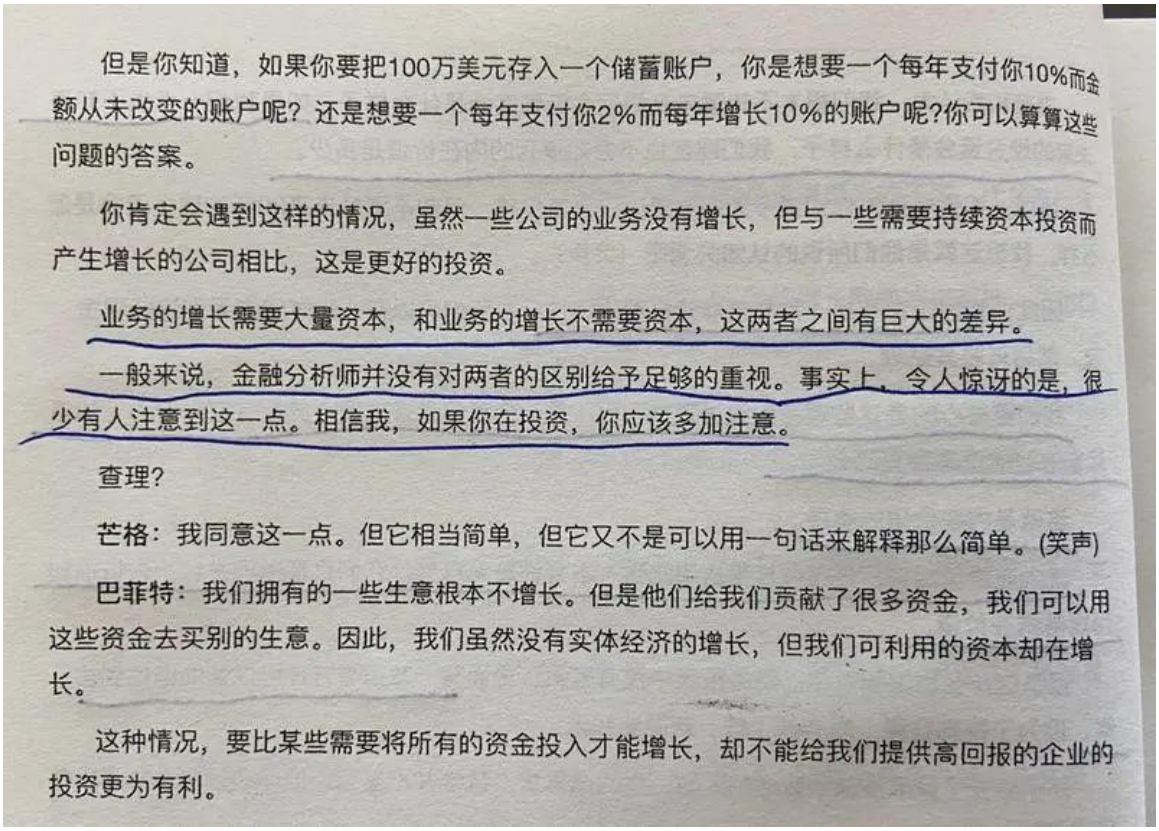
会计数字对我们很有帮助，在某种意义上，它通常指导我们应该思考什么。

当然，如果我们发现人们在公认会计准则下尽可能乐观地解读数据，我们会非常担心那些看似篡改数据的人。要知道有很多人这样做。

腾台河：有了确定性，才可以谈其他的。

2021/10/04

唐朝：增长是否无需大量资本再投入——老唐估值法三大前提之一。



但是你知道，如果你要把100万美元存入一个储蓄账户，你是想要一个每年支付你10%而金额从未改变的账户呢？还是想要一个每年支付你2%而每年增长10%的账户呢?你可以算算这些问题的答案。

你肯定会遇到这样的情况，虽然一些公司的业务没有增长，但与一些需要持续资本投资而产生增长的公司相比，这是更好的投资。

业务的增长需要大量资本，和业务的增长不需要资本，这两者之间有巨大的差异。

一般来说，金融分析师并没有对两者的区别给予足够的重视。事实上，令人惊讶的是，很少有人注意到这一点。相信我，如果你在投资，你应该多加注意。

查理?

芒格：我同意这一点。但它相当简单，但它又不是可以用一句话来解释那么简单。(笑声)

巴菲特：我们拥有的一些生意根本不增长。但是他们给我们贡献了很多资金，我们可以用这些资金去买别的生意。因此，我们虽然没有实体经济的增长，但我们可利用的资本却在增长。

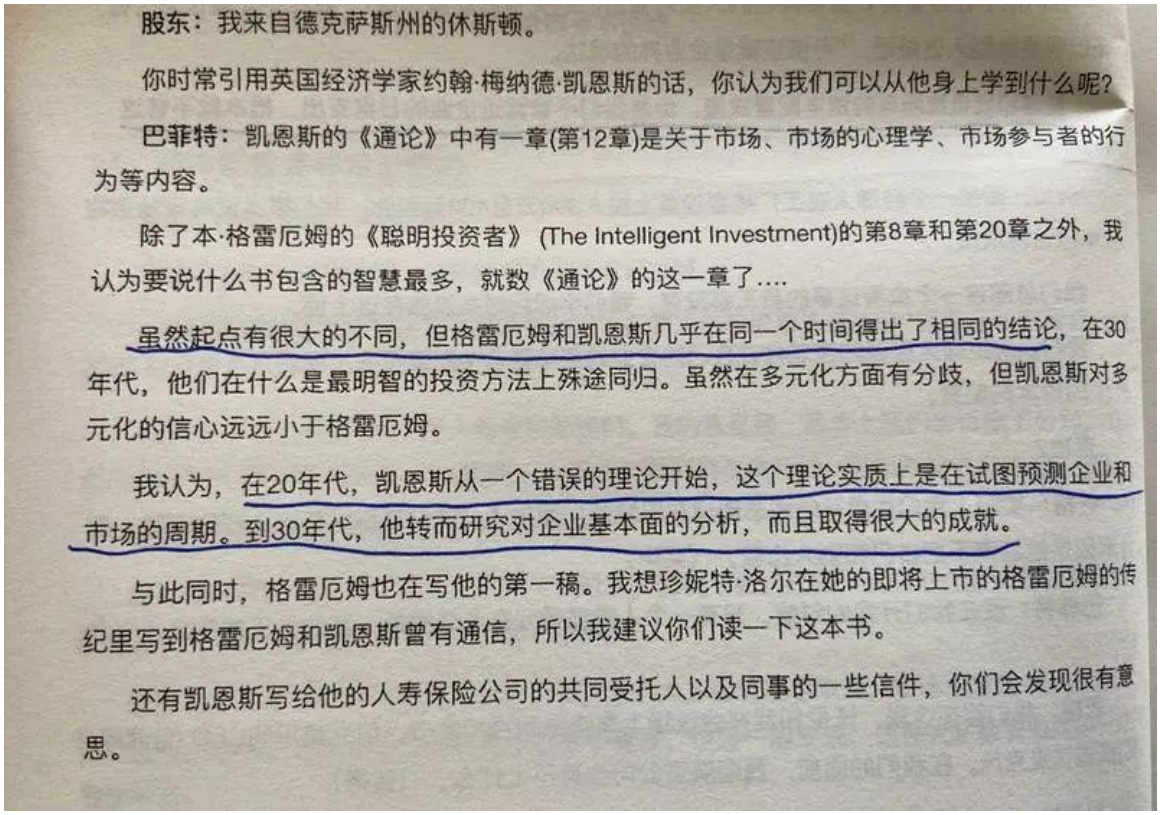
这种情况，要比某些需要将所有的资金投入才能增长，却不能给我们提供高回报的企业的投资更为有利。

戳锅漏 BearG：这个问题是不容易用一句话说清楚。但通过对比地产、重资产的制造业、轻资产制造业和白酒、分众、腾讯，能进一步理解这句话的意思。

其实想这个问题本身，就是一件很有意思的行动。

2021/10/4

唐朝：凯恩斯的投资生涯，绝对是''宏观经济（对投资）无用论''的核武器，没有人挡得住这一击——1994 年伯克希尔股东大会问答结束。



股东：我来自德克萨斯州的休斯顿。

你时常引用英国经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯的话，你认为我们可以从他身上学到什么呢？

巴菲特：凯恩斯的《通论》中有一章(第12章)是关于市场、市场的心理学、市场参与者的行为等内容。

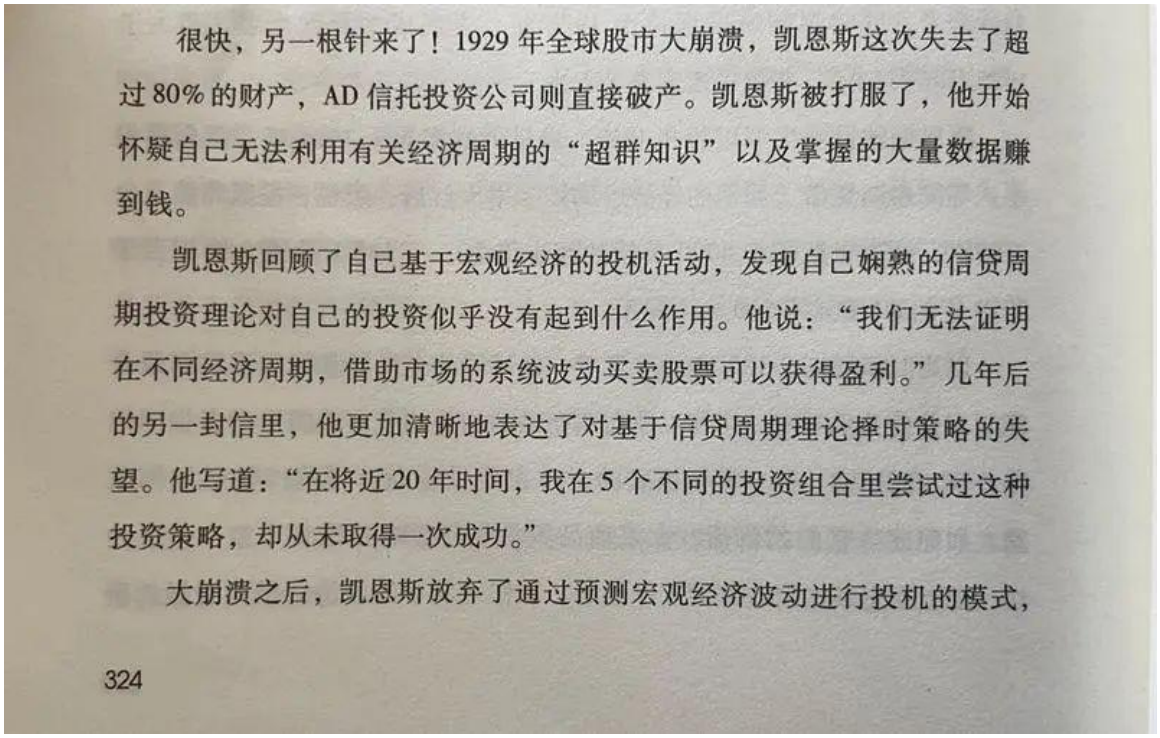
除了本·格雷厄姆的《聪明投资者》(The Intelligent Investment)的第8章和第20章之外，我认为要说什么书包含的智慧最多，就数《通论》的这一章了....

虽然起点有很大的不同，但格雷厄姆和凯恩斯几乎在同一个时间得出了相同的结论，在30年代，他们在什么是最明智的投资方法上殊途同归。虽然在多元化方面有分歧，但凯恩斯对多元化的信心远远小于格雷厄姆。

我认为，在20年代，凯恩斯从一个错误的理论开始，这个理论实质上是在试图预测企业和市场的周期。到30年代，他转而研究对企业基本面的分析，而且取得很大的成就。

与此同时，格雷厄姆也在写他的第一稿。我想珍妮特·洛尔在她的即将上市的格雷厄姆的传纪里写到格雷厄姆和凯恩斯曾有通信，所以我建议你们读一下这本书。

还有凯恩斯写给他的人寿保险公司的共同受托人以及同事的一些信件，你们会发现很有意思。



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，

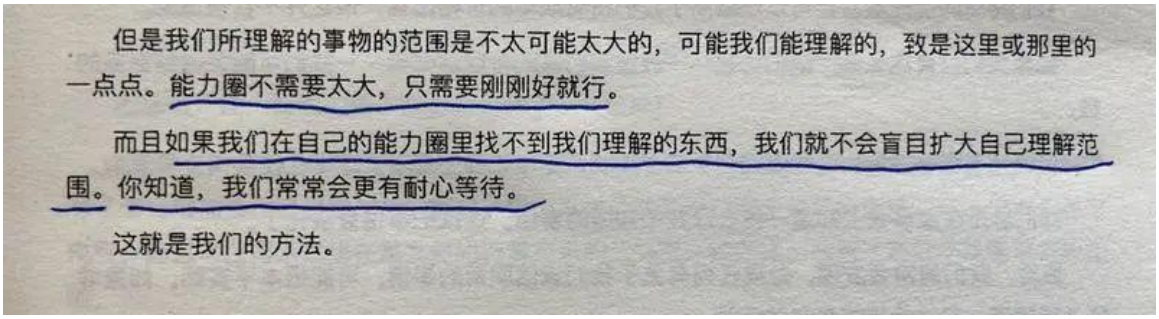
324

唐朝：图二是《巴芒演义》截图。

mintyson：看老唐的解读，比自己看收获大太多了！

2021/10/04

唐朝：能力圈大小不是核心问题，肯不肯安心待在圈里更要紧——伯克希尔 1995 年股东大会问答。



但是我们所理解的事物的范围是不太可能太大的，可能我们能理解的，致是这里或那里的一点点。能力圈不需要太大，只需要刚刚好就行。

而且如果我们在自己的能力圈里找不到我们理解的东西，我们就不会盲目扩大自己理解范围。你知道，我们常常会更有耐心等待。

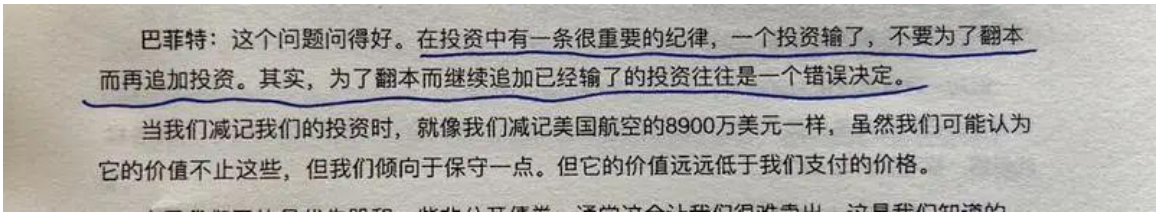
这就是我们的方法。

海东望：感觉建立一个小能力圈都不容易。

唐朝：存款，天生的、强生的、自带的能力圈。指数基金，一天时间打破砂锅问到底就能具备的能力圈。这俩都不难，一点儿也不难。

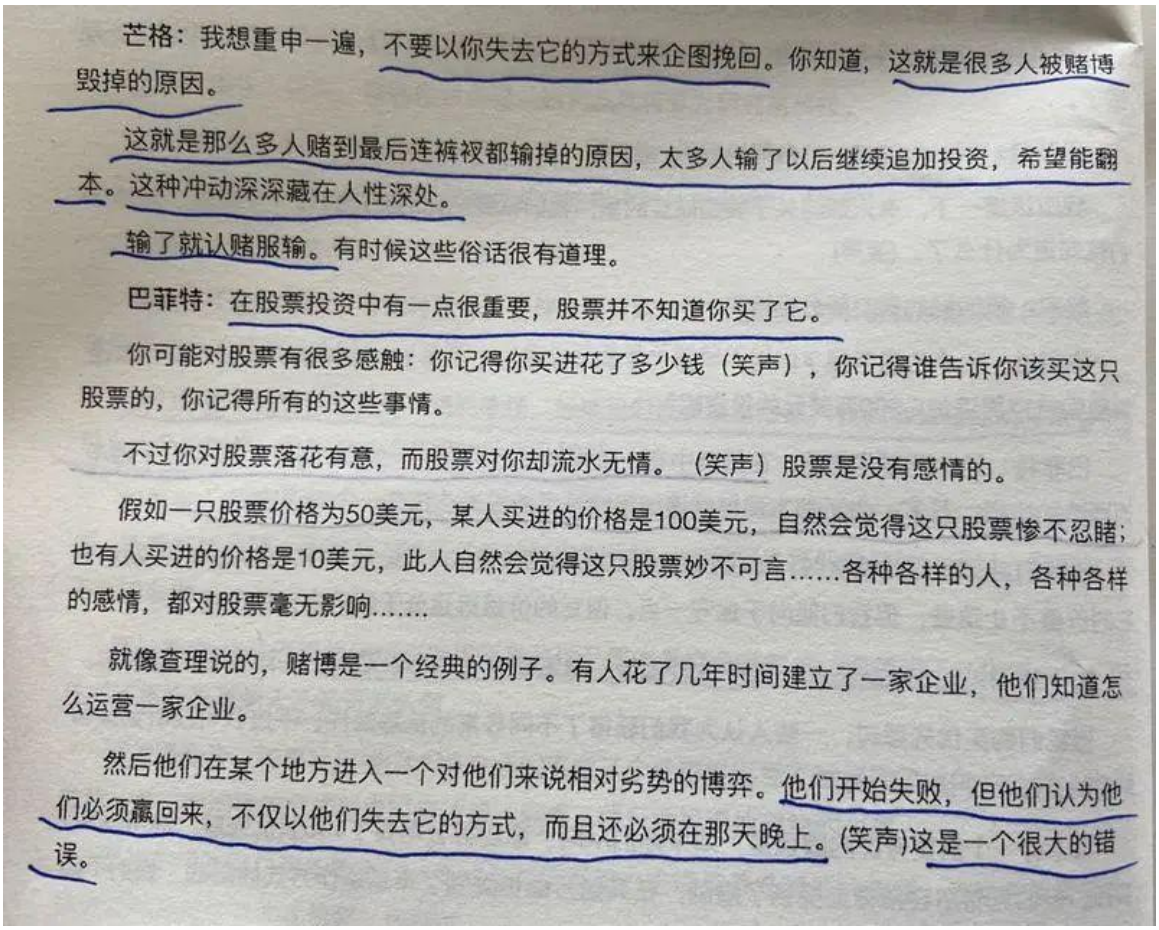
2021/10/4

唐朝：投资不是斗气，你并不需要在哪里跌倒就一定要在哪里爬起来。



巴菲特：这个问题问得好。在投资中有一条很重要的纪律，一个投资输了，不要为了翻本而再追加投资。其实，为了翻本而继续追加已经输了的投资往往是一个错误决定。

当我们减记我们的投资时，就像我们减记美国航空的8900万美元一样，虽然我们可能认为它的价值不止这些，但我们倾向于保守一点。但它的价值远远低于我们支付的价格。



芒格：我想重申一遍，不要以你失去它的方式来企图挽回。你知道，这就是很多人被赌博毁掉的原因。

这就是那么多人赌到最后连裤衩都输掉的原因，太多人输了以后继续追加投资，希望能翻本。这种冲动深深藏在人性深处。

输了就认赌服输。有时候这些俗话很有道理。

巴菲特：在股票投资中有一点很重要，股票并不知道你买了它。

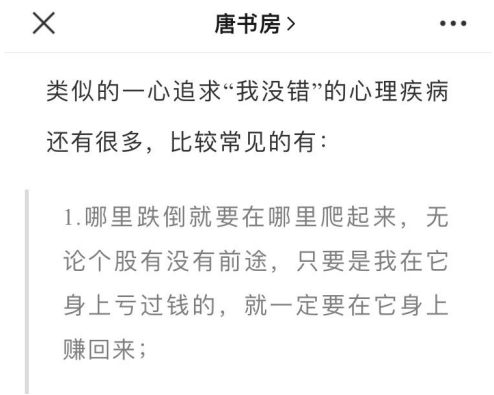
你可能对股票有很多感触：你记得你买进花了多少钱（笑声），你记得谁告诉你该买这只股票的，你记得所有的这些事情。

不过你对股票落花有意，而股票对你却流水无情。（笑声）股票是没有感情的。

假如一只股票价格为50美元，某人买进的价格是100美元，自然会觉得这只股票惨不忍睹；也有人买进的价格是10美元，此人自然会觉得这只股票妙不可言……各种各样的人，各种各样的感情，都对股票毫无影响……

就像查理说的，赌博是一个经典的例子。有人花了几年时间建立了一家企业，他们知道怎么运营一家企业。

然后他们在某个地方进入一个对他们来说相对劣势的博弈。他们开始失败，但他们认为他们必须赢回来，不仅以他们失去它的方式，而且还必须在那天晚上。(笑声)这是一个很大的错误。



无名：这也是老唐“忘记成本，永远比较”的另一种说法吧！

真知行不难：大神们的刀都是很快的，想起老唐分享过的王首富的斩仓故事。以前感觉他特别惨，现在回首看姜还是健林的辣。

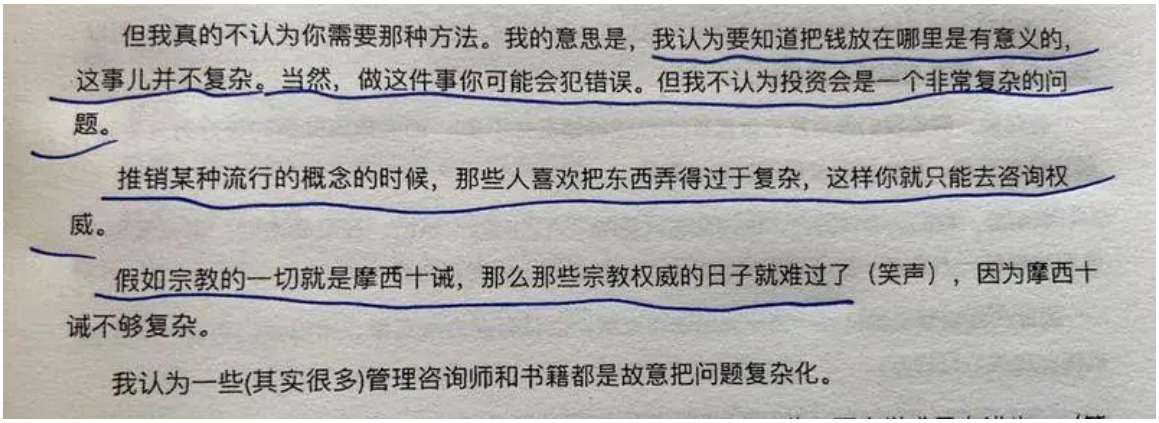
云帆：如果你和巴菲特有午餐机会，老唐你会问什么最关键的问题呢？

唐朝：我会问他平时在桥牌之外，还做些什么体育运动？

2021/10/4

唐朝：看见不明觉厉的名词，警惕一点，多问一句’’那是什么意思？’’。

别怕被鄙视为无知，反正有老唐垫底，没啥丢人的。你看老唐在书房留言区里，经常一脸蠢萌地回复：’’我不懂，不知道，不明白，没研究，没听过……’’😂


但我真的不认为你需要那种方法。我的意思是，我认为要知道把钱放在哪里是有意义的，这事儿并不复杂。当然，做这件事你可能会犯错误。但我不认为投资会是一个非常复杂的问题。

推销某种流行的概念的时候，那些人喜欢把东西弄得过于复杂，这样你就只能去咨询权威。

假如宗教的一切就是摩西十诫，那么那些宗教权威的日子就难过了（笑声），因为摩西十诫不够复杂。

我认为一些(其实很多)管理咨询师和书籍都是故意把问题复杂化。

平常心：当我在书房留言区看到老唐回复’’我不懂，不知道，不明白，没研究，没听过……’’的时候，我通常把这理解为老唐的暗示：远离这条恶龙。

真知行不难：坦白说，如果不是老唐中翻中，图片里的话真的不是太明白。

2021/10/4

唐朝：巴神已经如此警惕和保守了，对所罗门这笔投资还是身陷泥潭，几乎血本无归。

当然，动用了一切人脉关系，二老亲自挽起袖子下场，最终好歹算是九死一生救回来了。

但这恐怕也算是巴菲特（不包括芒格）自以为盔甲厚，就去尝试挑战恶龙的结果吧😁

你能不能告诉我们你认为所罗门公司未来两三年的情况会怎样？

巴菲特：很难预测所罗门公司或者任何大型投资银行/经纪公司未来的表现如何，即使是未来两三个月的表现都很难预测，更别说未来两三年了。

从本质上说,这种企业的波动性大大高于剃须刀企业。因为这种波动性，甚至连更长期的平均回报都很难预测。评估所罗门公司未来的表现，要比评估一家普通企业要困难得多。

答案是，查理和我，如果让我们试着写下未来两三年的预测，我们不会觉得我们有很高的概率能够预测出这家公司、或者该行业的其他公司，它们未来三年的收入水平或者盈利回报。

我们对所罗门公司的投资是7亿美元的优先股，有5个赎回日期，第一个赎回日是1995年的10月31日，然后接下来每年的那一天都是赎回日。在每个赎回日，我们都可以得到现金或者股票。

任何时候你手里有选择权，你都可以占便宜。

可能只是一点很小很小的便宜——通常给别人选择权一般都是昏招，而接受选择权一般都不会错，特别是如果这选择权是免费的话。

关于选择权还有一点，等到你必须进行选择的时候，你才使用选择权。我们有7亿美元的优先股，我们认为这些优先股情况良好，我们还愿意持有更多。

我们还有600万美元的普通股股票，买进成本可能是48美元/股左右。不管怎样，买入价都大大高于当前35或36美元的价格。

所以我们在市值上有8,000万至9,000万美元的损失。

不过优先股的股息很优厚。今年6,300万美元的优先股股息已经到手了。

顺便说一下——这一点知道的人不多——假如持有一家企业20%的投票权，那么你得到的股息在计算所得税时就比投票权不足20%的人更合算。

所以我们在持有那些普通股之后，我们因为股息要交的税被减少了。

这虽然不算是一件大事，但也不是小事。

查理？

芒格：我也认为很难预测大型投资银行/交经纪公司的未来。

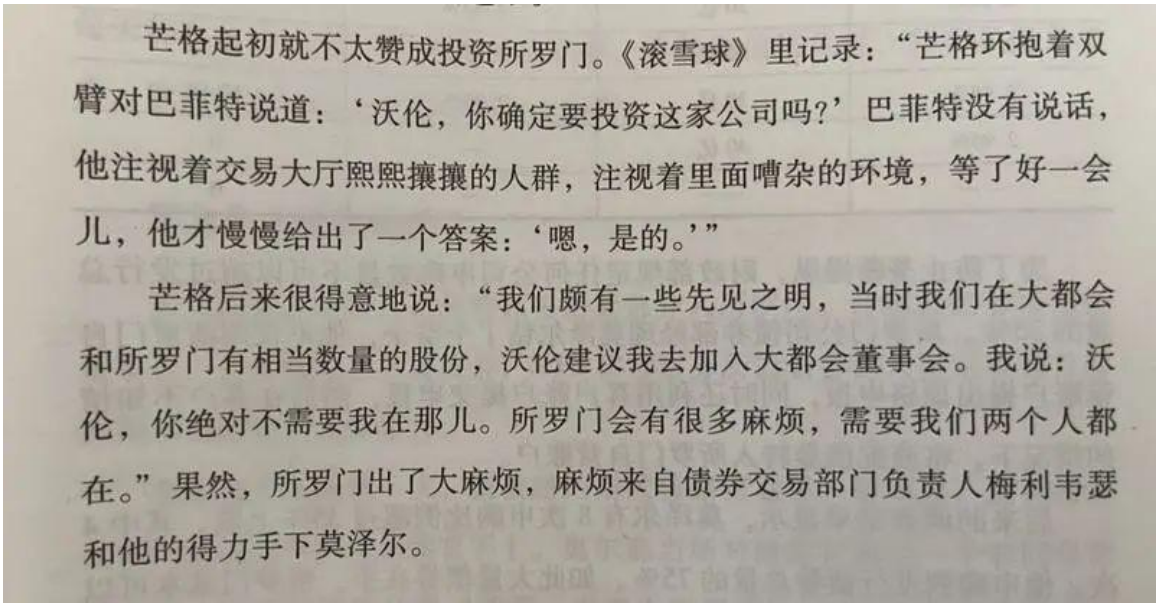
不过，我认为，在我们买进所罗门公司优先股之前很久，伯克希尔就已经是所罗门公司的大客户了。多年来，我们得到了很好的服务。

我认为所罗门公司能存在很长时间，给各种客户提供优质的服务，而且使客户满意。

巴菲特：我记得，在1973年，我们通过所罗门公司卖出了伯克希尔的第一份债券。所以我们和所罗门公司之间的投资银行业务联系已经有21至22年了。其实，我们和所罗门公司的各种其他业务联系比这更久。这是一种长期的关系。

所罗门公司毫无疑问会继续存在，我们的优先股投资绝对是好投资。

问题是平均资本回报率会是多少。在我们投资所罗门公司的时候，我们就已经知道很难预测了，后来我们发现这甚至比我们所想的还要难预测。



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。

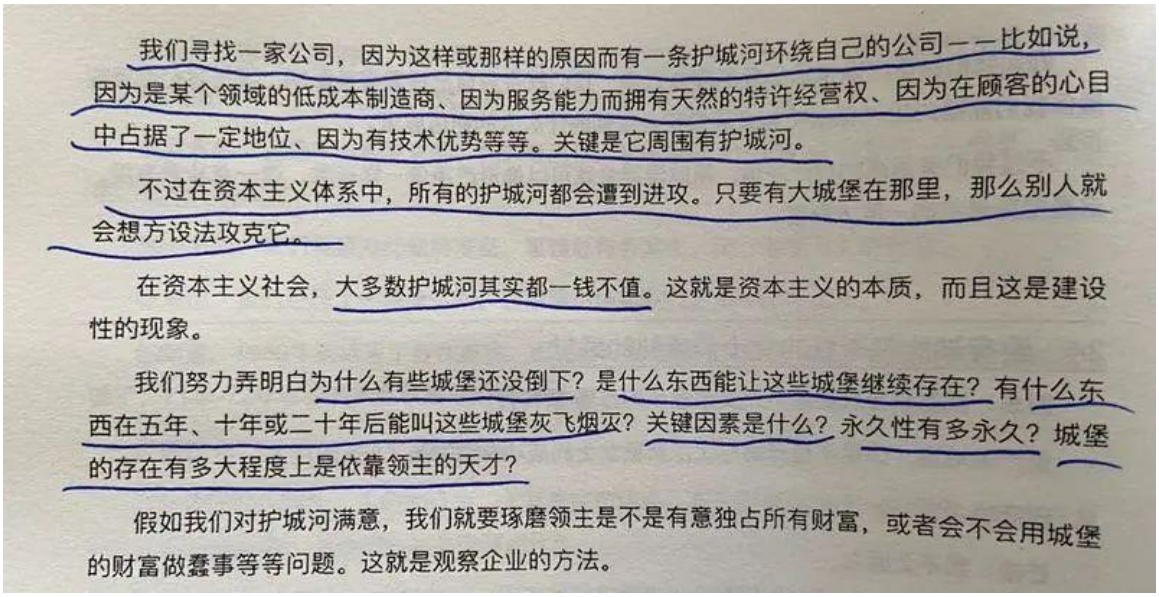
唐朝：图三来自《巴芒演义》。

无名：老唐，如果没有巴菲特强大的关系网，如果没有芒格背后大律师团背书，所罗门这笔投资是不是就彻底完蛋了？

唐朝：基本是。

2021/10/4

唐朝：广为流传的这段话里面有两个术语，我做个替换，或许会让大部分朋友更容易读懂：护城河＝竞争优势，城堡＝超额利润



我们寻找一家公司，因为这样或那样的原因而有一条护城河环绕自己的公司——比如说，因为是某个领域的低成本制造商、因为服务能力而拥有天然的特许经营权、因为在顾客的心目中占据了一定地位、因为有技术优势等等。关键是它周围有护城河。

不过在资本主义体系中，所有的护城河都会遭到进攻。只要有大城堡在那里，那么别人就会想方设法攻克它。

在资本主义社会，大多数护城河其实都一钱不值。这就是资本主义的本质，而且这是建设性的现象。

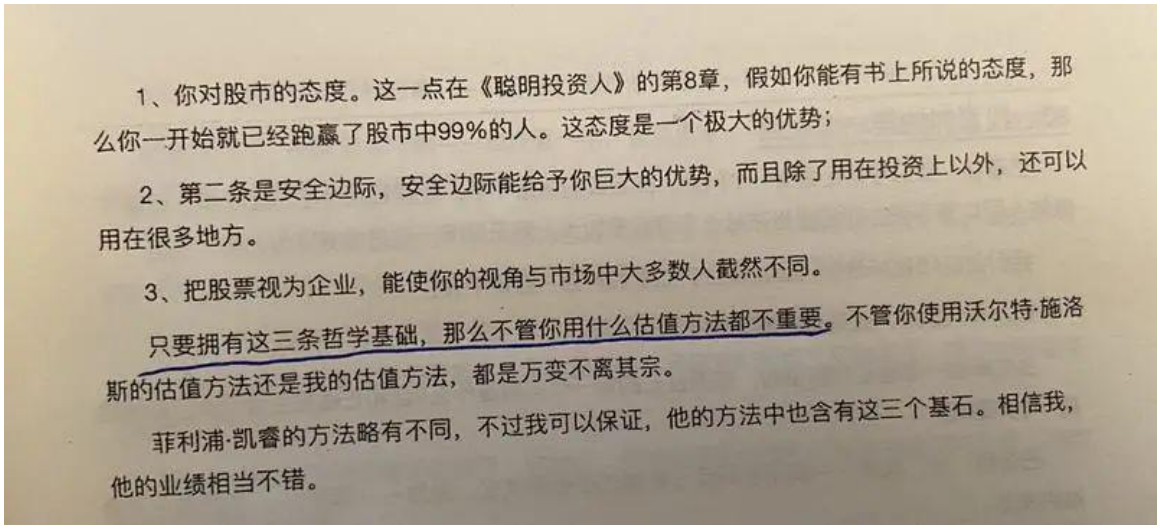
我们努力弄明白为什么有些城堡还没倒下？是什么东西能让这些城堡继续存在？有什么东西在五年、十年或二十年后能叫这些城堡灰飞烟灭？关键因素是什么？永久性有多永久？城堡的存在有多大程度上是依靠领主的天才？

假如我们对护城河满意，我们就要琢磨领主是不是有意独占所有财富，或者会不会用城堡的财富做蠢事等等问题。这就是观察企业的方法。

基督山伯爵-Andy：原来投资的一切道理，巴神早已清清楚楚地写在那儿了。

2021/10/4

唐朝：只要你拥有这三条哲学基础，不管你用什么估值方法都能赚到钱。



1、你对股市的态度。这一点在《聪明投资人》的第8章，假如你能有书上所说的态度，那么你一开始就已经跑赢了股市中99%的人。这态度是一个极大的优势；

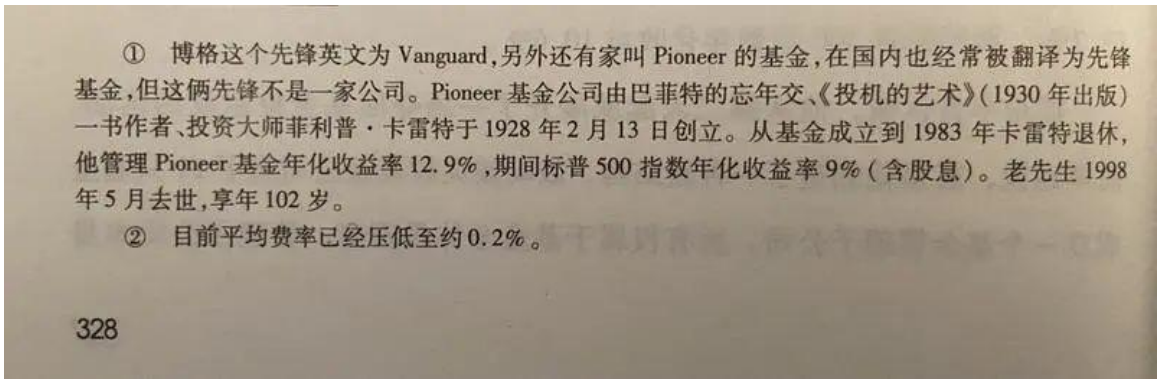
2、第二条是安全边际，安全边际能给予你巨大的优势，而且除了用在投资上以外，还可以用在很多地方。

3、把股票视为企业，能使你的视角与市场中大多数人截然不同。

只要拥有这三条哲学基础，那么不管你用什么估值方法都不重要。不管你使用沃尔特·施洛斯的估值方法还是我的估值方法，都是万变不离其宗。

菲利浦·凯睿的方法略有不同，不过我可以保证，他的方法中也含有这三个基石。相信我，他的业绩相当不错。

唐朝：截图里提到的菲利普.凯睿，就是《巴芒演义》328 页注脚里介绍的这位菲利普.卡雷特。



① 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。

② 目前平均费率已经压低至约 0.2%。

328

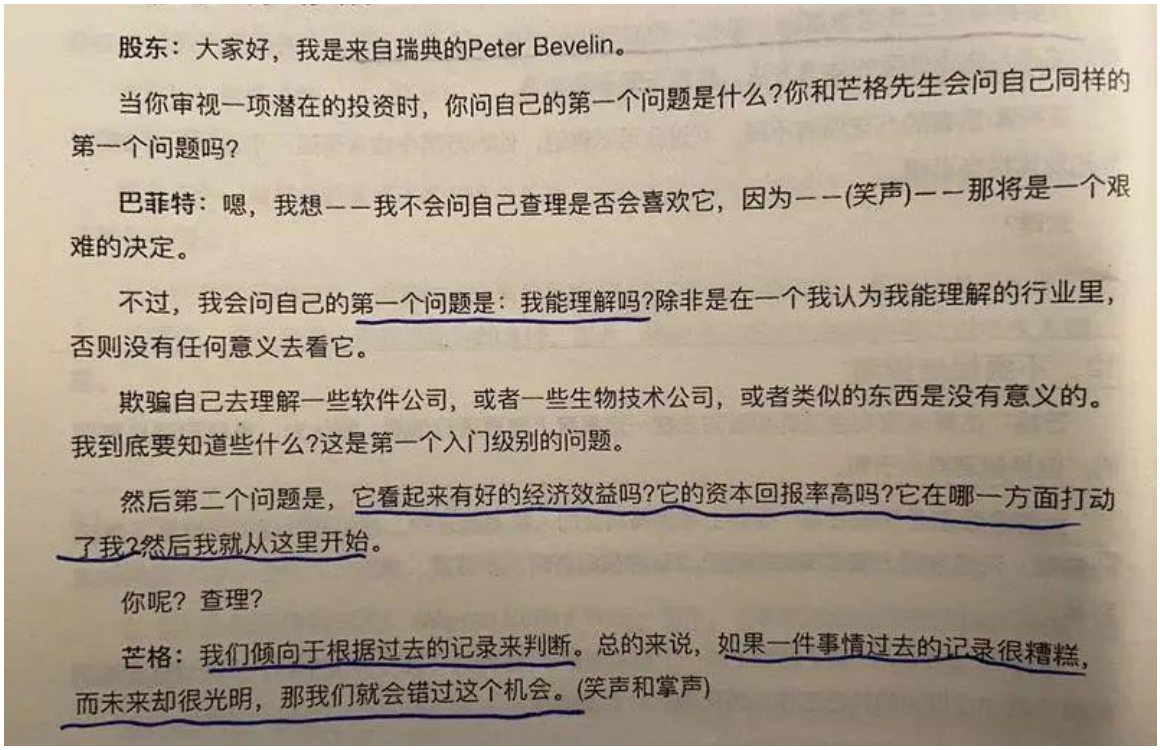
日拱一卒：唐师，国庆节快乐，我把它当成您的中翻中

1、如何面对波动；2、股和票的区别；3、再好的公司也需要一个合适的价格。

三天假期看完了新手财索引版，昨晚看了一家上市公司的年报，慢慢的找到感觉了，不懂的科目找索引，很快找到您的中翻中，真好🥹

2021/10/4

唐朝：研究企业应该从哪里开始？链接[《看不懂与看得懂》]



股东：大家好，我是来自瑞典的Peter Bevelin。

当你审视一项潜在的投资时，你问自己的第一个问题是什么?你和芒格先生会问自己同样的第一个问题吗?

巴菲特：嗯，我想——我不会问自己查理是否会喜欢它，因为——(笑声)——那将是一个艰难的决定。

不过，我会问自己的第一个问题是：我能理解吗?除非是在一个我认为我能理解的行业里，否则没有任何意义去看它。

欺骗自己去理解一些软件公司，或者一些生物技术公司，或者类似的东西是没有意义的。我到底要知道些什么?这是第一个入门级别的问题。

然后第二个问题是，它看起来有好的经济效益吗?它的资本回报率高吗?它在哪一方面打动了我?然后我就从这里开始。

你呢？查理?

芒格：我们倾向于根据过去的记录来判断。总的来说，如果一件事情过去的记录很糟糕，而未来却很光明，那我们就会错过这个机会。(笑声和掌声)

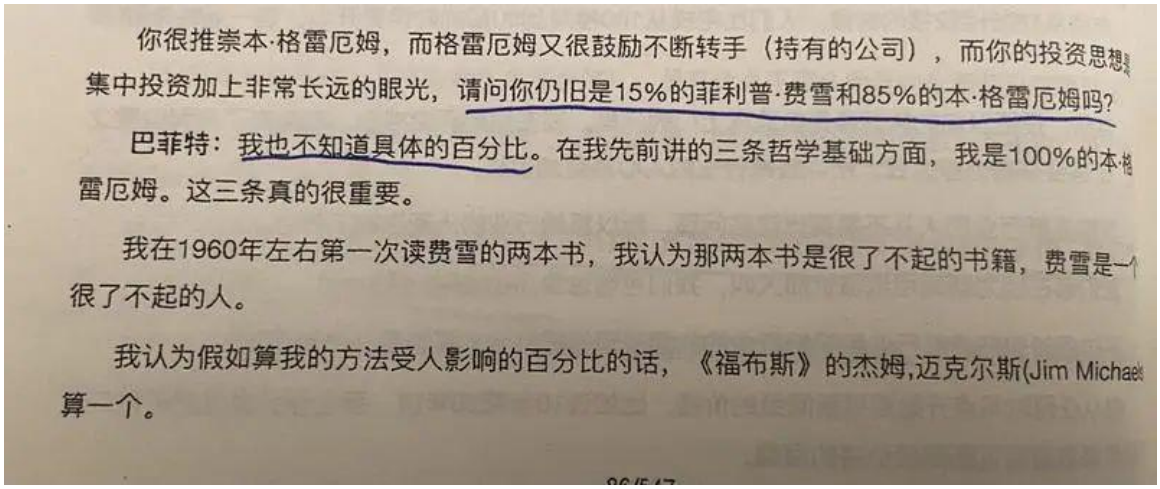
淡泊人生：过去不赚钱，现在不赚钱，将来很美好，这样的梦想型企业——不投。

2021/10/4

唐朝：巴神直言格雷厄姆和费雪的投资方式异同点：

格雷厄姆的方法简单，信+会算数（小学级别的加减乘除即可），缺点是无法容纳较大的资金；

费雪的方法可以容纳大资金，但对商业判断力有一定的要求。

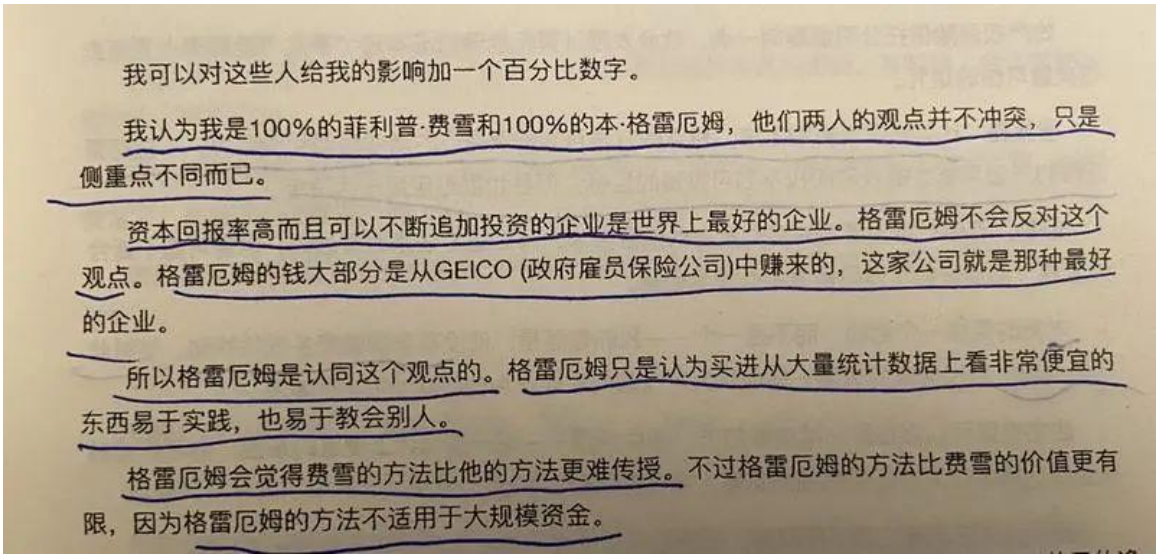


你很推崇本·格雷厄姆，而格雷厄姆又很鼓励不断转手（持有的公司），而你的投资思想集中投资加上非常长远的眼光，请问你仍旧是15%的菲利普·费雪和85%的本·格雷厄姆吗?

巴菲特：我也不知道具体的百分比。在我先前讲的三条哲学基础方面，我是100%的本·格雷厄姆。这三条真的很重要。

我在1960年左右第一次读费雪的两本书，我认为那两本书是很了不起的书籍，费雪是一个很了不起的人。

我认为假如算我的方法受人影响的百分比的话，《福布斯》的杰姆,迈克尔斯(Jim Michael算一个。



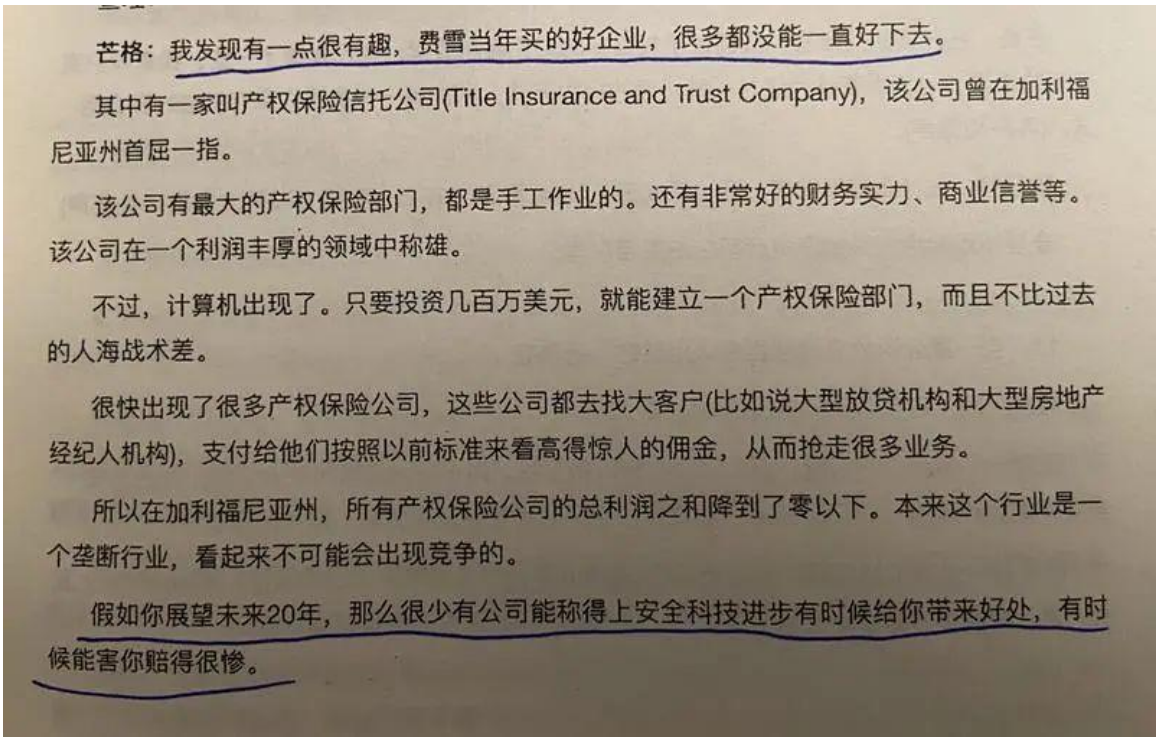
我可以对这些人给我的影响加一个百分比数字。

我认为我是100%的菲利普·费雪和100%的本·格雷厄姆，他们两人的观点并不冲突，只是侧重点不同而已。

资本回报率高而且可以不断追加投资的企业是世界上最好的企业。格雷厄姆不会反对这个观点。格雷厄姆的钱大部分是从GEICO (政府雇员保险公司)中赚来的，这家公司就是那种最好的企业。

所以格雷厄姆是认同这个观点的。格雷厄姆只是认为买进从大量统计数据上看非常便宜的东西易于实践，也易于教会别人。

格雷厄姆会觉得费雪的方法比他的方法更难传授。不过格雷厄姆的方法比费雪的价值更有限，因为格雷厄姆的方法不适用于大规模资金。



芒格：我发现有一点很有趣，费雪当年买的好企业，很多都没能一直好下去。

其中有一家叫产权保险信托公司(Title Insurance and Trust Company)，该公司曾在加利福尼亚州首屈一指。

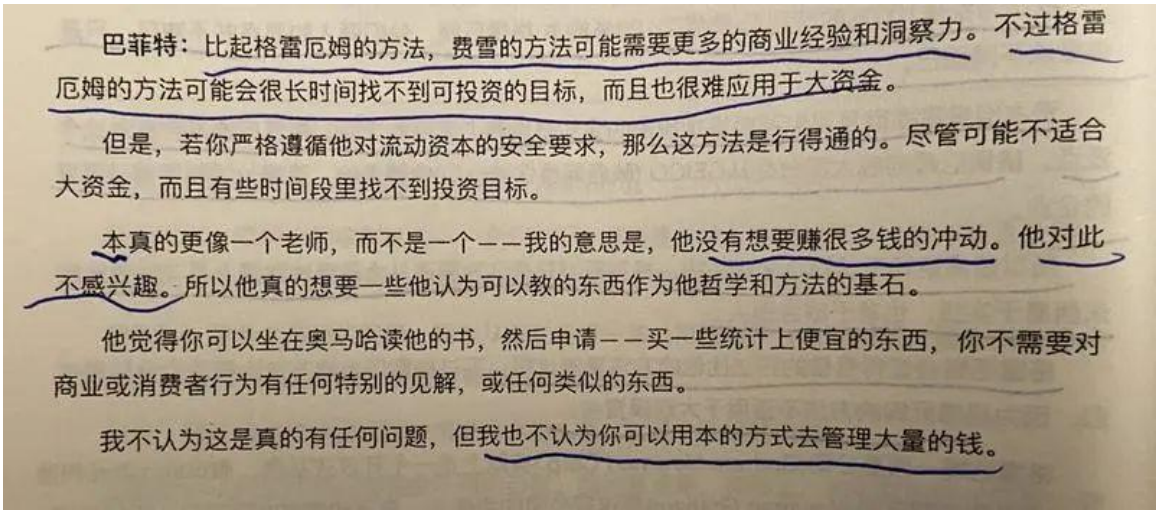
该公司有最大的产权保险部门，都是手工作业的。还有非常好的财务实力、商业信誉等。该公司在一个利润丰厚的领域中称雄。

不过，计算机出现了。只要投资几百万美元，就能建立一个产权保险部门，而且不比过去的人海战术差。

很快出现了很多产权保险公司，这些公司都去找大客户(比如说大型放贷机构和大型房地产经纪人机构)，支付给他们按照以前标准来看高得惊人的佣金，从而抢走很多业务。

所以在加利福尼亚州，所有产权保险公司的总利润之和降到了零以下。本来这个行业是一个垄断行业，看起来不可能会出现竞争的。

假如你展望未来20年，那么很少有公司能称得上安全科技进步有时候给你带来好处，有时候能害你赔得很惨。



巴菲特：比起格雷厄姆的方法，费雪的方法可能需要更多的商业经验和洞察力。不过格雷厄姆的方法可能会很长时间找不到可投资的目标，而且也很难应用于大资金。

但是，若你严格遵循他对流动资本的安全要求，那么这方法是行得通的。尽管可能不适合大资金，而且有些时间段里找不到投资目标。

本真的更像一个老师，而不是一个——我的意思是，他没有想要赚很多钱的冲动。他对此不感兴趣。所以他真的想要一些他认为可以教的东西作为他哲学和方法的基石。

他觉得你可以坐在奥马哈读他的书，然后申请——买一些统计上便宜的东西，你不需要对商业或消费者行为有任何特别的见解，或任何类似的东西。

我不认为这是真的有任何问题，但我也不认为你可以用本的方式去管理大量的钱。

民为先：我的资金不大啊，很小很小，能有格雷厄姆的收益率不？

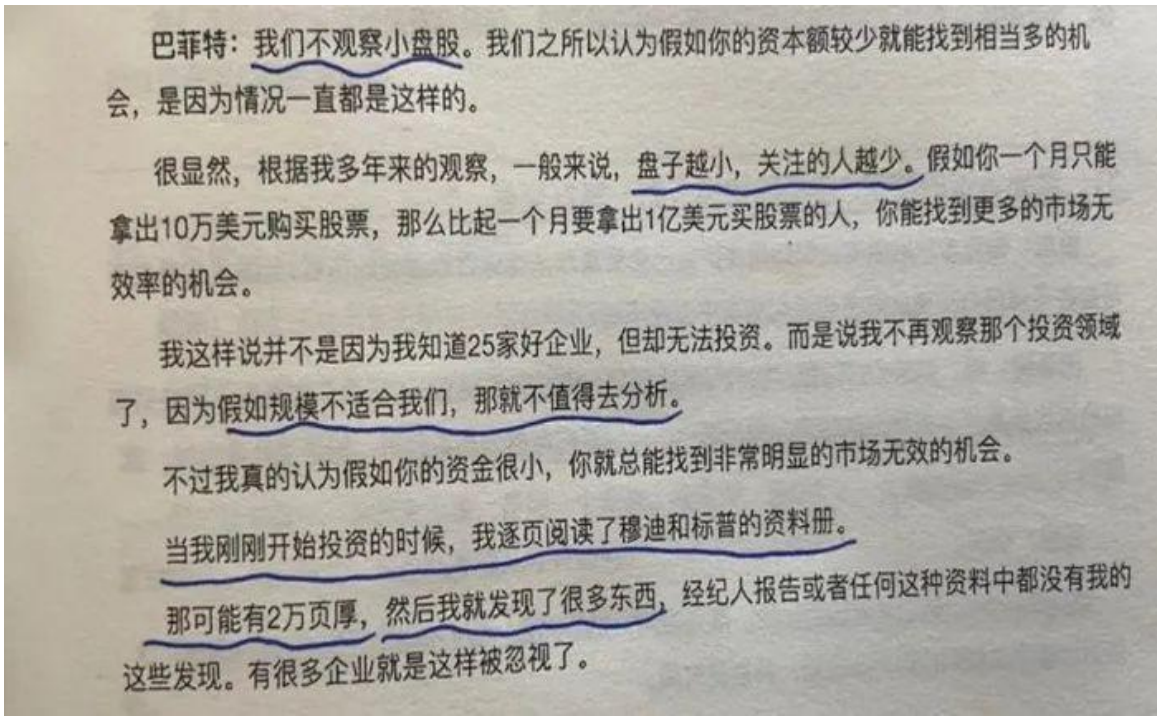
唐朝：有耐心，能踏踏实实翻石头，极度分散，并接受偶尔会踩屎。我认为目前的港股市场，有很大

机会提供格雷厄姆的收益率水平。

2021/10/4

唐朝：小资金的时候，逐页翻阅穆迪手册、标普手册，两万页厚。这就是捷径

我想起有次书房一位朋友问我读财报的快速方法，我说从第一页开始，一页一页往后读，这就是最快的方法（大意）。



巴菲特：我们不观察小盘股。我们之所以认为假如你的资本额较少就能找到相当多的机会，是因为情况一直都是这样的。

很显然，根据我多年来的观察，一般来说，盘子越小，关注的人越少。假如你一个月只能拿出10万美元购买股票，那么比起一个月要拿出1亿美元买股票的人，你能找到更多的市场无效率的机会。

我这样说并不是因为我知道25家好企业，但却无法投资。而是说我不再观察那个投资领域了，因为假如规模不适合我们，那就不值得去分析。

不过我真的认为假如你的资金很小，你就总能找到非常明显的市场无效的机会。

当我刚刚开始投资的时候，我逐页阅读了穆迪和标普的资料册。

那可能有2万页厚，然后我就发现了很多东西，经纪人报告或者任何这种资料中都没有我的这些发现。有很多企业就是这样被忽视了。

Wok：有时候捷径反而是远路，最笨的方法反而最简单。“结硬寨，打呆仗。”

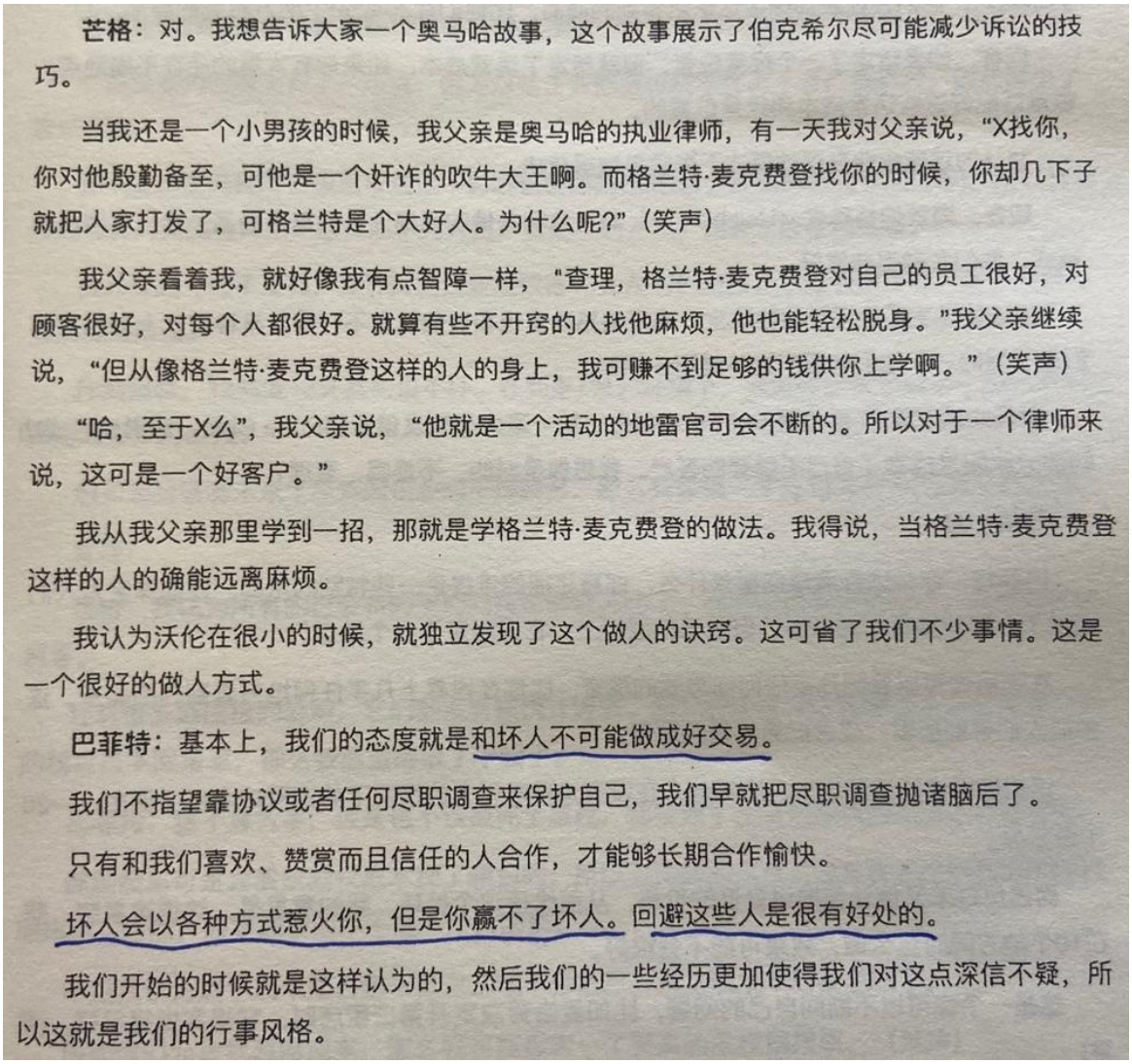
危机猎人：请教老师，有囊括中国企业的类似穆迪或者价值线的读物吗？

唐朝：有，而且是免费的：任何 pc 端股票交易软件的 F10 键。

2021 年 10 月 5 日

唐朝：芒格从爸爸那儿学到的重要的人生和投资课，我多次引用过。

后面巴菲特说的那句（划线的后一句），也是我躲在书房的重要原因：网络上有些人，你只能躲开他才是’’唯一’’的胜利，反击他，说服他，帮助他，感动他……都只能让自己受更重的伤。



芒格：对。我想告诉大家一个奥马哈故事，这个故事展示了伯克希尔尽可能减少诉讼的技巧。

当我还是一个小男孩的时候，我父亲是奥马哈的执业律师，有一天我对父亲说，“X找你，你对他殷勤备至，可他是一个奸诈的吹牛大王啊。而格兰特·麦克费登找你的时候，你却几下子就把人家打发了，可格兰特是个大好人。为什么呢?”（笑声）

我父亲看着我，就好像我有点智障一样，“查理，格兰特·麦克费登对自己的员工很好，对顾客很好，对每个人都很好。就算有些不开窍的人找他麻烦，他也能轻松脱身。”我父亲继续说，“但从像格兰特·麦克费登这样的人的身上，我可赚不到足够的钱供你上学啊。”（笑声）

“哈，至于X么”，我父亲说，“他就是一个活动的地雷官司会不断的。所以对于一个律师来说，这可是一个好客户。”

我从我父亲那里学到一招，那就是学格兰特·麦克费登的做法。我得说，当格兰特·麦克费登这样的人的确能远离麻烦。

我认为沃伦在很小的时候，就独立发现了这个做人的诀窍。这可省了我们不少事情。这是一个很好的做人方式。

巴菲特：基本上，我们的态度就是和坏人不可能做成好交易。

我们不指望靠协议或者任何尽职调查来保护自己，我们早就把尽职调查抛诸脑后了。

只有和我们喜欢、赞赏而且信任的人合作，才能够长期合作愉快。

坏人会以各种方式惹火你，但是你赢不了坏人。回避这些人是很有好处的。

我们开始的时候就是这样认为的，然后我们的一些经历更加使得我们对这点深信不疑，所以这就是我们的行事风格。

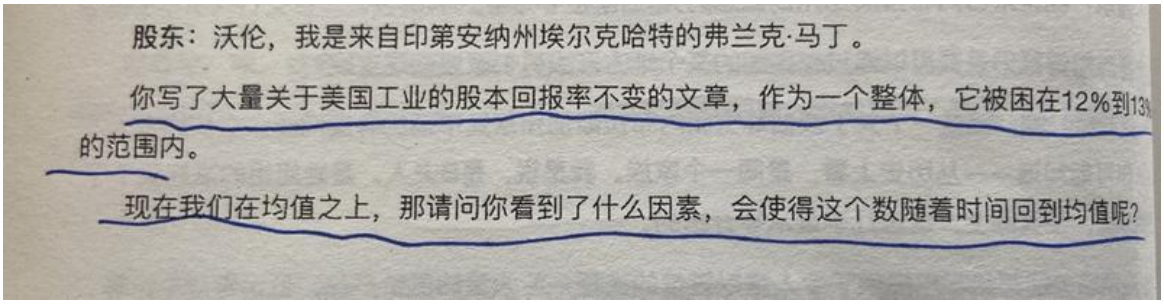
伯涵：跟猪摔跤，赢了胜之不武，输了颜面扫地。

鲤鱼：对的，我又不是律师，不需要赚他们的钱，所以远离坏人会让我活的更好。

2021 年 10 月 5 日

唐朝：巴神再次阐述企业净资产收益率（Roe）长期围绕 12%~13%波动的神秘现象。

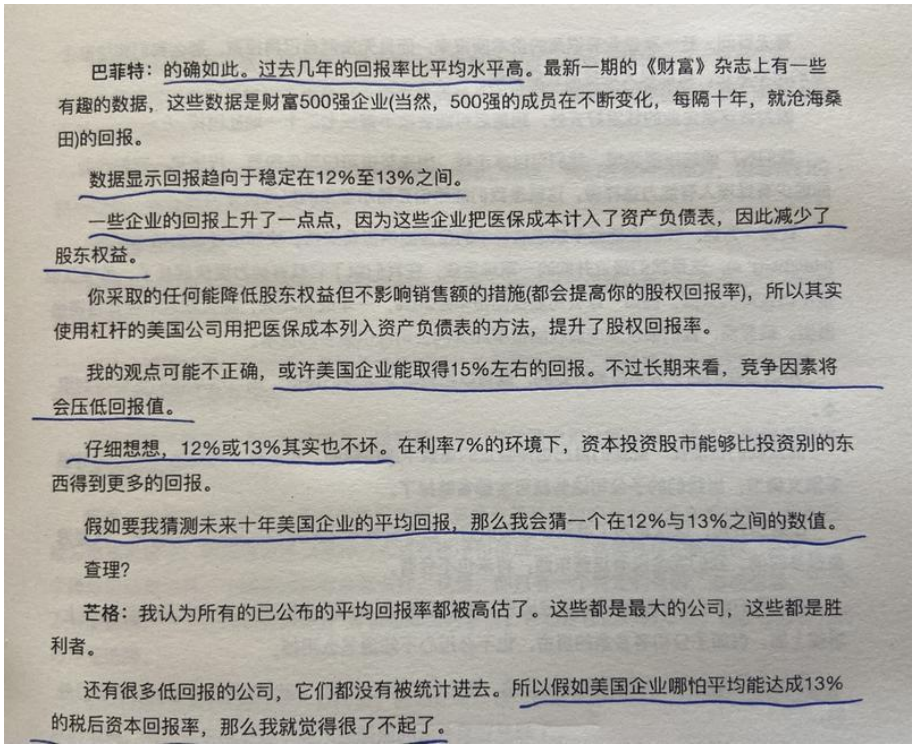
——注意，这是个统计规律，是个客观存在的事实，至于造成这现象的背后逻辑，巴神并没有系统的阐述过，有可能他也不知道。



股东：沃伦，我是来自印第安纳州埃尔克哈特的弗兰克·马丁。

你写了大量关于美国工业的股本回报率不变的文章，作为一个整体，它被困在12%到13%的范围内。

现在我们在均值之上，那请问你看到了什么因素，会使得这个数随着时间回到均值呢?



巴菲特：的确如此。过去几年的回报率比平均水平高。最新一期的《财富》杂志上有一些有趣的数据，这些数据是财富500强企业(当然，500强的成员在不断变化，每隔十年，就沧海桑田)的回报。

数据显示回报趋向于稳定在12%至13%之间。

一些企业的回报上升了一点点，因为这些企业把医保成本计入了资产负债表，因此减少了股东权益。

你采取的任何能降低股东权益但不影响销售额的措施(都会提高你的股权回报率)，所以其实使用杠杆的美国公司用把医保成本列入资产负债表的方法，提升了股权回报率。

我的观点可能不正确，或许美国企业能取得15%左右的回报。不过长期来看，竞争因素将会压低回报值。

仔细想想，12%或13%其实也不坏。在利率7%的环境下，资本投资股市能够比投资别的东西得到更多的回报。

假如要我猜测未来十年美国企业的平均回报，那么我会猜一个在12%与13%之间的数值。

查理?

芒格：我认为所有的已公布的平均回报率都被高估了。这些都是最大的公司，这些都是胜利者。

还有很多低回报的公司，它们都没有被统计进去。所以假如美国企业哪怕平均能达成13%的税后资本回报率，那么我就觉得很了不起了。

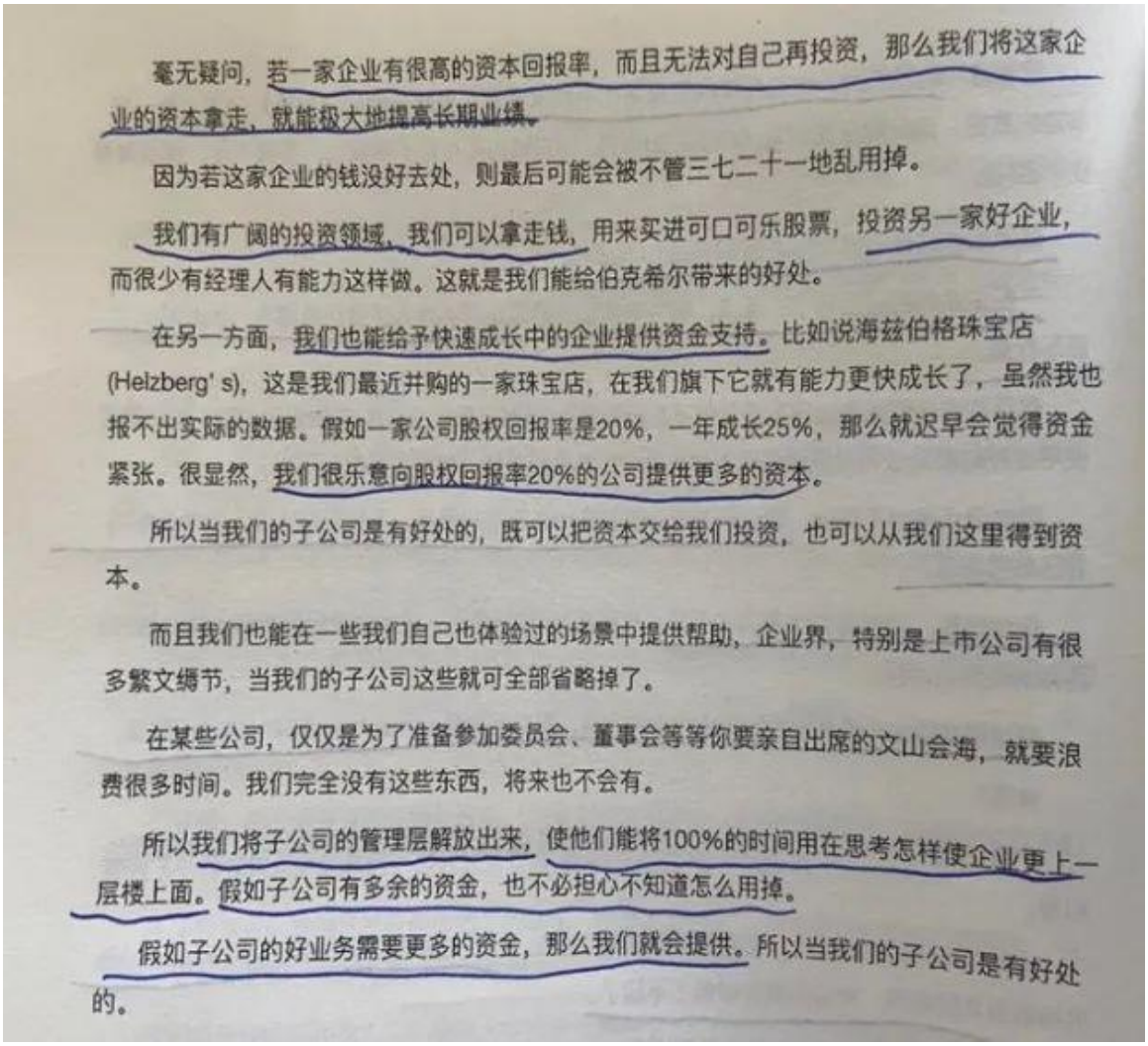
2021 年 10 月 5 日

唐朝：巴神自述伯克希尔对下属子公司的价值：

1. 通过付息或分红拿走子公司多余的现金，提升子公司净资产收益率（这个和子公司管理层奖金挂钩的）；

2. 简便快捷地给再投资收益率高的子公司提供资本（要收息的）；

3. 帮助子公司管理层减少无效社交和商业活动，使其能将有限精力聚焦于爱做的、擅长的经营事务上。



毫无疑问，若一家企业有很高的资本回报率，而且无法对自己再投资，那么我们将这家企业的资本拿走，就能极大地提高长期业绩。

因为若这家企业的钱没好去处，则最后可能会被不管三七二十一地乱用掉。

我们有广阔的投资领域，我们可以拿走钱，用来买进可口可乐股票，投资另一家好企业，而很少有经理人有能力这样做。这就是我们能给伯克希尔带来的好处。

在另一方面，我们也能给予快速成长中的企业提供资金支持。比如说海兹伯格珠宝店(Helzberg' s)，这是我们最近并购的一家珠宝店，在我们旗下它就有能力更快成长了，虽然我也报不出实际的数据。假如一家公司股权回报率是20%，一年成长25%，那么就迟早会觉得资金紧张。很显然，我们很乐意向股权回报率20%的公司提供更多的资本。

所以当我们的子公司是有好处的，既可以把资本交给我们投资，也可以从我们这里得到资本。

而且我们也能在一些我们自己也体验过的场景中提供帮助，企业界，特别是上市公司有很多繁文缛节，当我们的子公司这些就可全部省略掉了。

在某些公司，仅仅是为了准备参加委员会、董事会等等你要亲自出席的文山会海，就要浪费很多时间。我们完全没有这些东西，将来也不会有。

所以我们将子公司的管理层解放出来，使他们能将100%的时间用在思考怎样使企业更上一层楼上面。假如子公司有多余的资金，也不必担心不知道怎么用掉。

假如子公司的好业务需要更多的资金，那么我们就会提供。所以当我们的子公司是有好处的。

唐朝：我们可以把伯克希尔想象成一间财务公司，同时是下属子公司的绝对控股大股东或唯一股东。

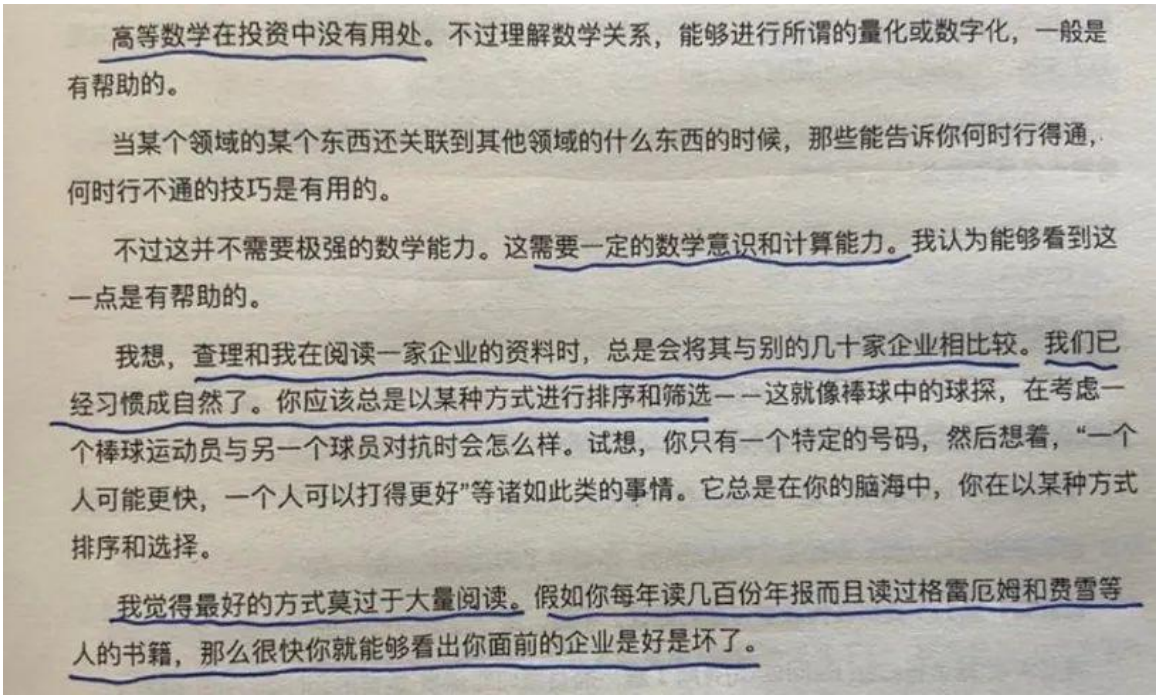
下属公司管理层可以根据自己的资本支出安排，选择短期将富裕现金借给伯克希尔使用，也可以分红使自己永久性丧失这部分资本。

伯克希尔会按照子公司实际占用的资本及创造的收益，给管理层发奖金。

周明芃：明白为什么后期那么多企业欢迎巴神去投资了，既不干涉企业正常运行，提升企业的声誉，同时还降低了企业高管的负担，集中精力在企业上。

2021 年 10 月 5 日

唐朝：关键词：比较，排序。实现方法：最后两行。



高等数学在投资中没有用处。不过理解数学关系，能够进行所谓的量化或数字化，一般是有帮助的。

当某个领域的某个东西还关联到其他领域的什么东西的时候，那些能告诉你何时行得通，何时行不通的技巧是有用的。

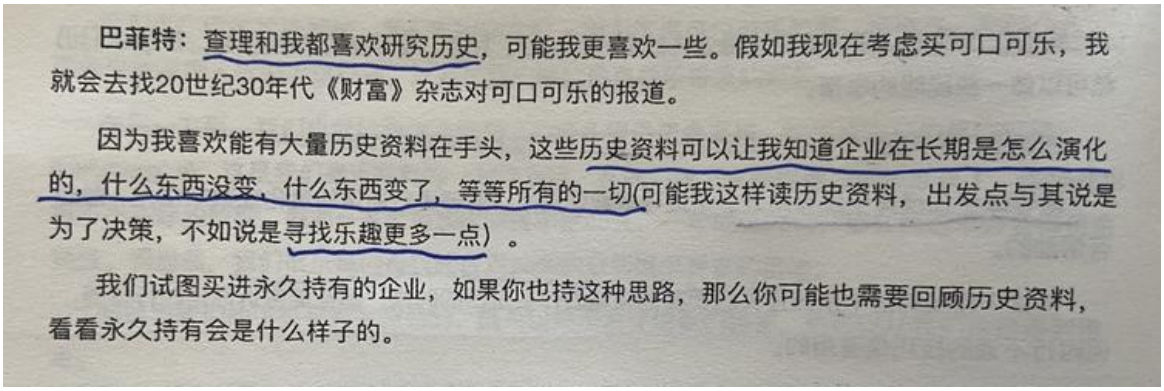
不过这并不需要极强的数学能力。这需要一定的数学意识和计算能力。我认为能够看到这一点是有帮助的。

我想，查理和我在阅读一家企业的资料时，总是会将其与别的几十家企业相比较。我们已经习惯成自然了。你应该总是以某种方式进行排序和筛选——这就像棒球中的球探，在考虑一个棒球运动员与另一个球员对抗时会怎么样。试想，你只有一个特定的号码，然后想着，“一个人可能更快，一个人可以打得更好”等诸如此类的事情。它总是在你的脑海中，你在以某种方式排序和选择。

我觉得最好的方式莫过于大量阅读。假如你每年读几百份年报而且读过格雷厄姆和费雪等人的书籍，那么很快你就能够看出你面前的企业是好是坏了。

2021 年 10 月 5 日

唐朝：研究企业很多时候其实就是找乐子，真正发现值得投资的企业只是极少数，发现一个就算捎带的奖励、意外的惊喜。



巴菲特：查理和我都喜欢研究历史，可能我更喜欢一些。假如我现在考虑买可口可乐，我就会去找20世纪30年代《财富》杂志对可口可乐的报道。

因为我喜欢能有大量历史资料在手头，这些历史资料可以让我知道企业在长期是怎么演化的，什么东西没变，什么东西变了，等等所有的一切(可能我这样读历史资料，出发点与其说是为了决策，不如说是寻找乐趣更多一点)。

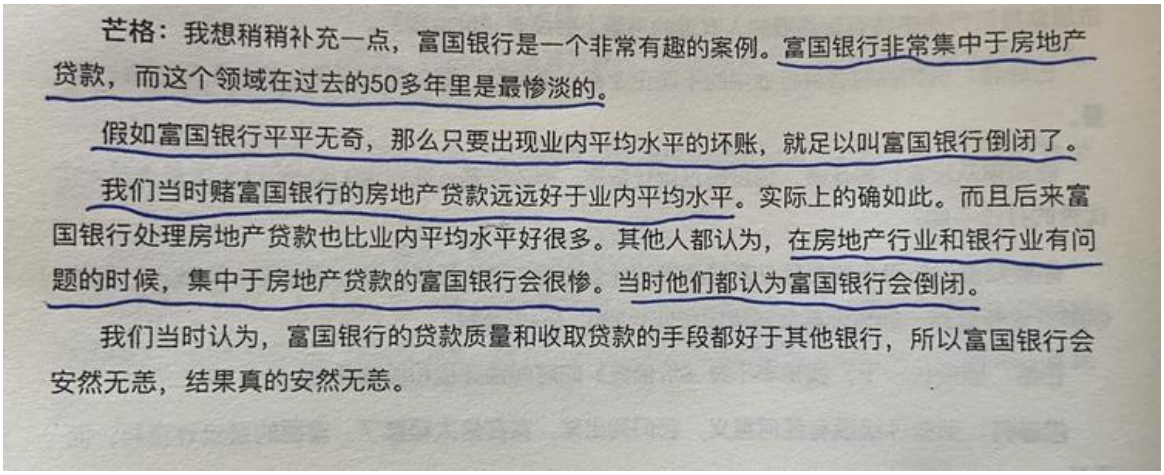
我们试图买进永久持有的企业，如果你也持这种思路，那么你可能也需要回顾历史资料，看看永久持有会是什么样子的。

伯涵：就比如书房财报浅印象系列，调侃了很多垃圾公司

知味：这个概念好，我们就是想蹭进去看看究竟，本没打算顺点什么出来。很多很多企业都只是想探索一下。

2021 年 10 月 5 日

唐朝：美国的房地产贷款惨淡了 50 多年？还是’’最惨淡的’’？晕死。这段对话我毫无印象，仿佛第一次阅读。



芒格：我想稍稍补充一点，富国银行是一个非常有趣的案例。富国银行非常集中于房地产贷款，而这个领域在过去的50多年里是最惨淡的。

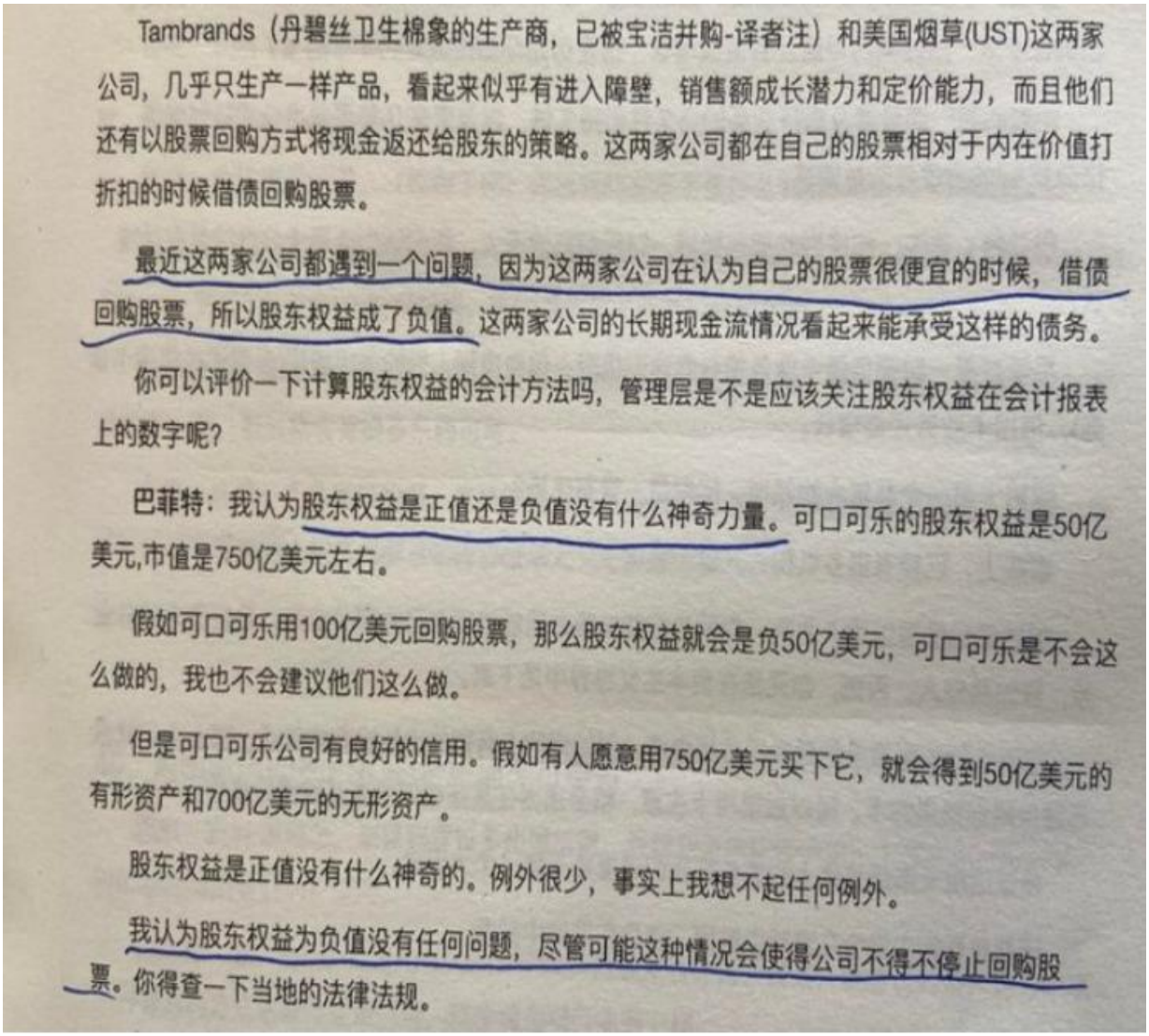
假如富国银行平平无奇，那么只要出现业内平均水平的坏账，就足以叫富国银行倒闭了。

我们当时赌富国银行的房地产贷款远远好于业内平均水平。实际上的确如此。而且后来富国银行处理房地产贷款也比业内平均水平好很多。其他人都认为，在房地产行业和银行业有问题的时候，集中于房地产贷款的富国银行会很惨。当时他们都认为富国银行会倒闭。

我们当时认为，富国银行的贷款质量和收取贷款的手段都好于其他银行，所以富国银行会安然无恙，结果真的安然无恙。

2021 年 10 月 5 日

唐朝：净资产为负值的例子。



Tambrands（丹碧丝卫生棉象的生产商，已被宝洁并购-译者注）和美国烟草(UST)这两家公司，几乎只生产一样产品，看起来似乎有进入障壁，销售额成长潜力和定价能力，而且他们还有以股票回购方式将现金返还给股东的策略。这两家公司都在自己的股票相对于内在价值打折扣的时候借债回购股票。

最近这两家公司都遇到一个问题，因为这两家公司在认为自己的股票很便宜的时候，借债回购股票，所以股东权益成了负值。这两家公司的长期现金流情况看起来能承受这样的债务。

你可以评价一下计算股东权益的会计方法吗，管理层是不是应该关注股东权益在会计报表上的数字呢？

巴菲特：我认为股东权益是正值还是负值没有什么神奇力量。可口可乐的股东权益是50亿美元，市值是750亿美元左右。

假如可口可乐用100亿美元回购股票，那么股东权益就会是负50亿美元，可口可乐是不会这么做的，我也不会建议他们这么做。

但是可口可乐公司有良好的信用。假如有人愿意用750亿美元买下它，就会得到50亿美元的有形资产和700亿美元的无形资产。

股东权益是正值没有什么神奇的。例外很少，事实上我想不起任何例外。

我认为股东权益为负值没有任何问题，尽管可能这种情况会使得公司不得不停止回购股票。你得查一下当地的法律法规。

韩利业：净资产为负值了，净资产收益率怎么计算？

好亮：无法计算。

2021 年 10 月 5 日

相关文章：

- 查理.芒格最新睿智问答精选及老唐点评

- 巴神 2020 年度致股东信精要及老唐解读（上）
- 巴神 2020 年度致股东信精要及老唐解读（中）
- 巴神 2020 年度致股东信精要及老唐解读（下）
- 书房拾遗特别版——《巴菲特历年演讲》精要专辑

第1038篇.　　2021.11.12 - 书房拾遗第34期——伯克希尔股东大会问答陪读②

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-11-12

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。

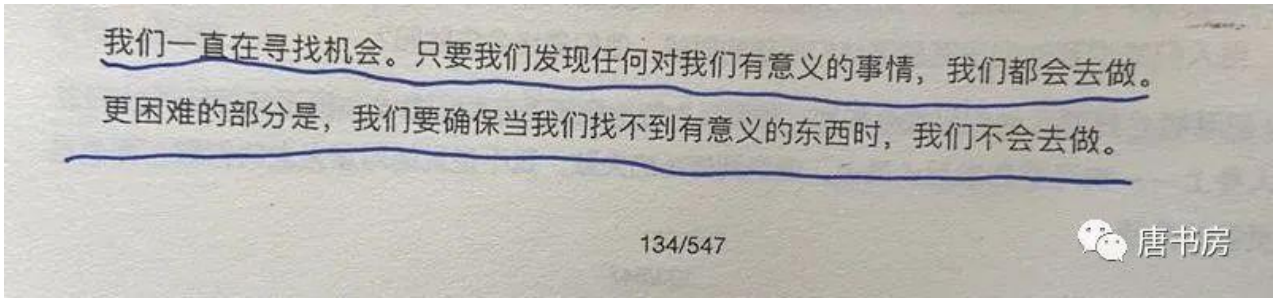
老唐尝试顺手将它们拾起来，做个保存和分享，命名为《书房拾遗》。

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。

大概每凑够四五千字，就推送一期。今天是第 34 期。



唐朝：投资活动中，不做什么其实比做了什么更重要。似乎也更难些？——伯克希尔 1996 年股东大会问答。



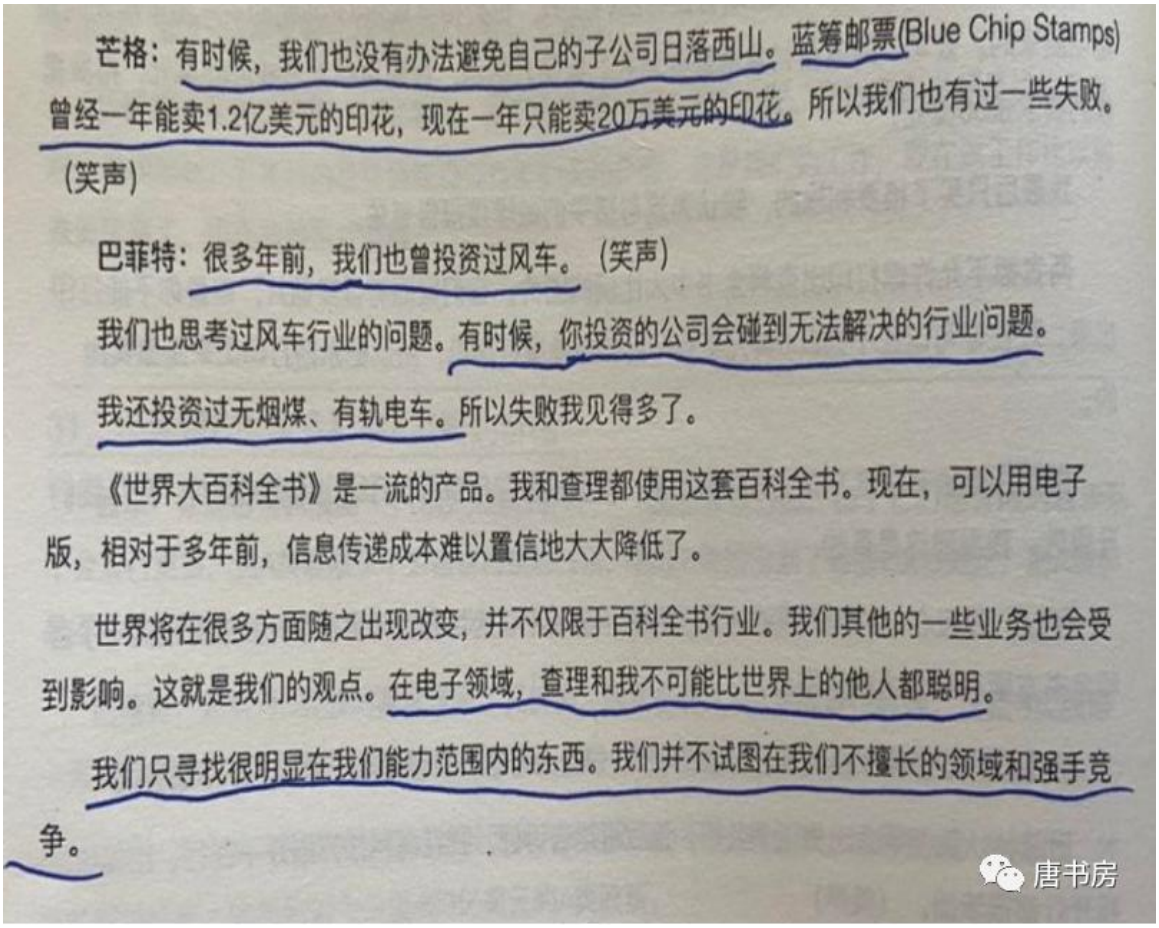
伯涵：大多数人是觉得，动一动才好像是做了什么，有一种心理上的慰籍。

2021 年 10 月 5 日

唐朝：有些变迁和衰败是无可避免的，偏偏我们可能就没能提前看到，因为没有人懂得一切。

只要投资生涯足够长，我们一定会遇到挫折和失败的。那又如何？又不追求年化收益率 10000000%，不需要每次都对的。

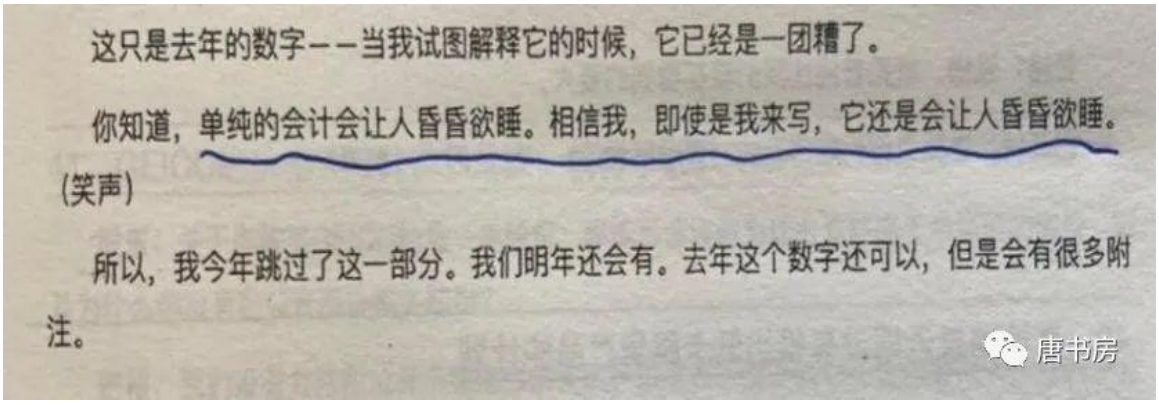
顶级大神巴芒二老也做不到的事情，我们就别苛责自己了——送给老是担心'万一、要是、如果'的朋友。



自在行风：只要投资时间够长就一定会有看错，所以才要求我们不加杠杆，不单吊一只。

2021 年 10 月 5 日

唐朝：所以才要加一点离别钩啊，首席骗子啊什么的进去。



鲤鱼：手把手已经是最好看的会计书了

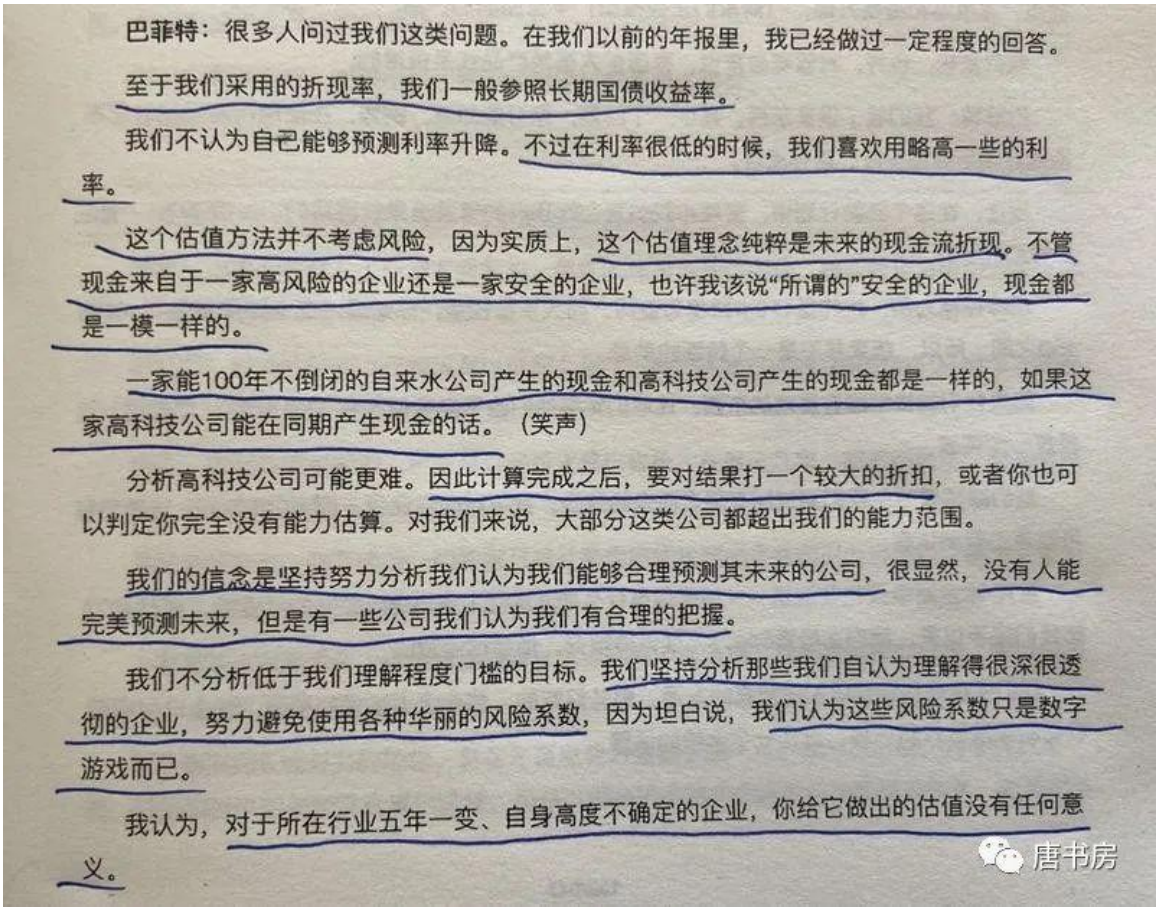
2021 年 10 月 5 日

唐朝：1.能力范围内，确定性较高的企业，用无风险收益率折现——3%~4%无风险利率时，乘以 25-30 倍；

2.然后打五折作为买点。对于某些企业还需要额外的折扣——净利润八折；

3.无风险利率太低的时候，将数值稍微调高点儿再用——不使用低于 2%的无风险利率数值，哪怕是真实世界已经出现了零利率现象。

——以上，是老唐对巴神这段话内核思想的数字化和具体化。



逆流而上：原文晦涩难懂!!还是喜欢老唐的简单粗暴的中翻中。

WDS：为什么 2%以下的不可以使用？

赵小闲：给你拷贝个老唐之前写过的解释：

无风险收益率很难长期保持在 2%以下（指名义收益率）。

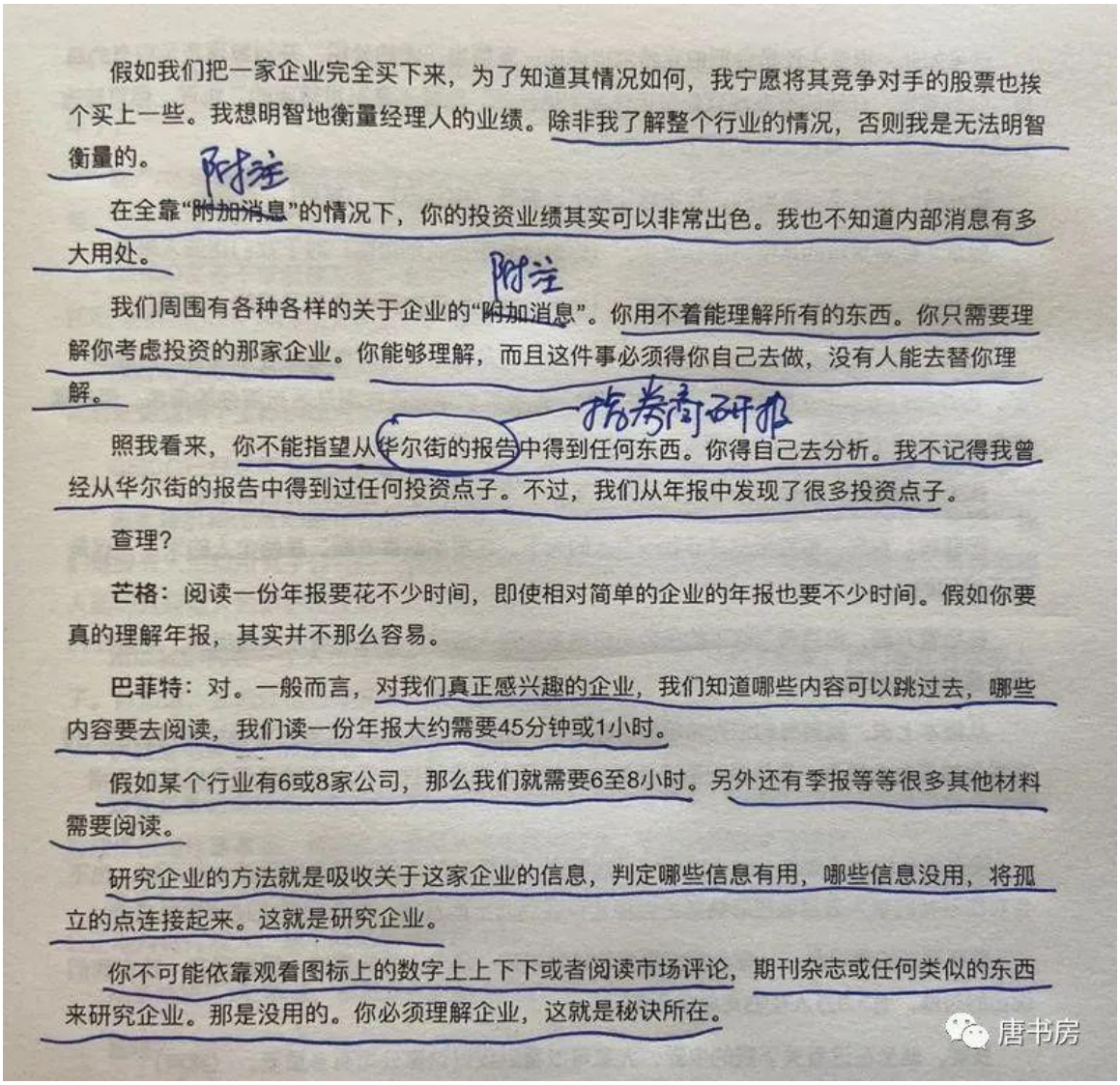
背后的原因，是法币天然有通胀属性，而政治学界和经济学界也普遍认为 2%左右的通胀是“好的、良性的”，可以刺激投资和消费。

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。

2021 年 10 月 5 日

唐朝：巴神手把手教你如何读财报。



假如我们把一家企业完全买下来，为了知道其情况如何，我宁愿将其竞争对手的股票也挨个买上一些。我想明智地衡量经理人的业绩。除非我了解整个行业的情况，否则我是无法明智衡量的。

在全靠“附加消息”的情况下，你的投资业绩其实可以非常出色。我也不知道内部消息有多大用处。

我们周围有各种各样的关于企业的“附加消息”。你用不着能理解所有的东西。你只需要理解你考虑投资的那家企业。你能够理解，而且这件事必须得你自己去做，没有人能去替你理解。

照我看来，你不能指望从华尔街的报告中得到任何东西。你得自己去分析。我不记得我曾经从华尔街的报告中得到过任何投资点子。不过，我们从年报中发现了很多投资点子。

查理？

芒格：阅读一份年报要花不少时间，即使相对简单的企业的年报也要不少时间。假如你要真的理解年报，其实并不那么容易。

巴菲特：对。一般而言，对我们真正感兴趣的企业，我们知道哪些内容可以跳过去，哪些内容要去阅读，我们读一份年报大约需要45分钟或1小时。

假如某个行业有6或8家公司，那么我们就需要6至8小时。另外还有季报等等很多其他材料需要阅读。

研究企业的方法就是吸收关于这家企业的信息，判定哪些信息有用，哪些信息没用，将孤立的点连接起来。这就是研究企业。

你不可能依靠观看图标上的数字上上下下或者阅读市场评论，期刊杂志或任何类似的东西来研究企业。那是没用的。你必须理解企业，这就是秘诀所在。

唐书房

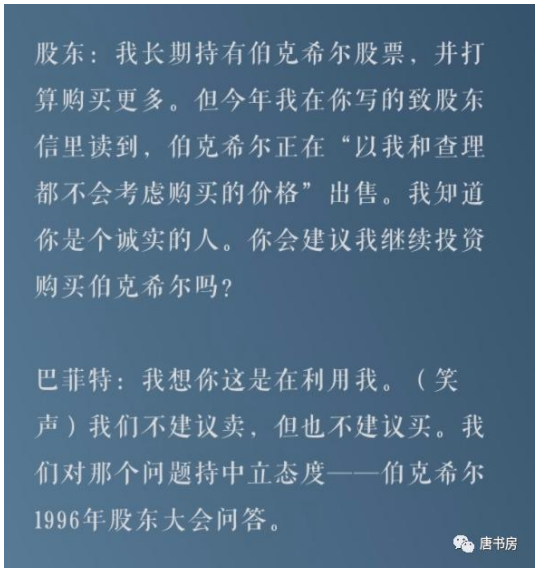
星光 BEYOND：说的好详细啊！这样的解释，全世界的价值投资者还是很少，真的是怪了。

林世迎：如果有人能把老唐写的这些文章、书翻译成英文给巴神看，我很好奇巴神会作何反应。是感慨后生可畏，还是欣喜吾道不孤？

2021 年 10 月 5 日

唐朝：巴神被逼到墙角，结果他不建议买，也不建议卖。

所以可知，巴神非常清晰地表达了“持有≠买入”。

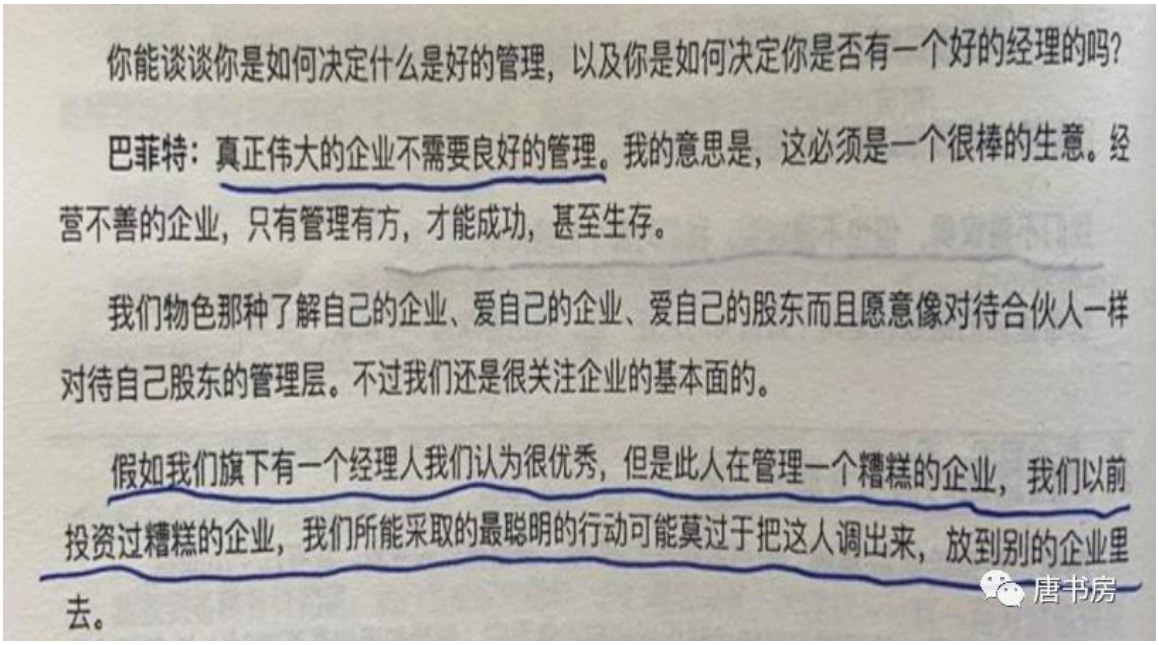


YongHua_Zhu：逼人去死的不是贫穷，而是债务-- 鱿鱼游戏

TB：虽然和本帖主题无关，但这条金句精彩。以后老唐再说关于上杠杆的事儿，直接就说这句就好了。

2021 年 10 月 5 日

唐朝：真正伟大的企业，一堆贪腐分子前仆后继地吃拿卡要，也挡不住它的成长，比如……



伯涵：优秀的企业对管理层的容错能力很强，这也是唐师说的，对于每步都需要走对的公司（比如永辉超市），要心存警惕。

2021 年 10 月 5 日

唐朝：巴芒二老再论分散与集中：分散投资是对无知的保护。

我们认为对知道自己在做什么的人来说，多元化实际上没有什么大意义。

多元化是一种对无知的保护手段。

假如你要确保你绝不跑输市场，那么你就该每样都买一点儿。多元化没有错。对于不知道怎样分析企业的人来说，多元化是完美的明智选择。

假如你知道怎样评估企业的价值，那么持有50只、40只或30只股票就是疯狂之举，因为不管怎样，一个人是不可能找那么多的被低估的好公司的。

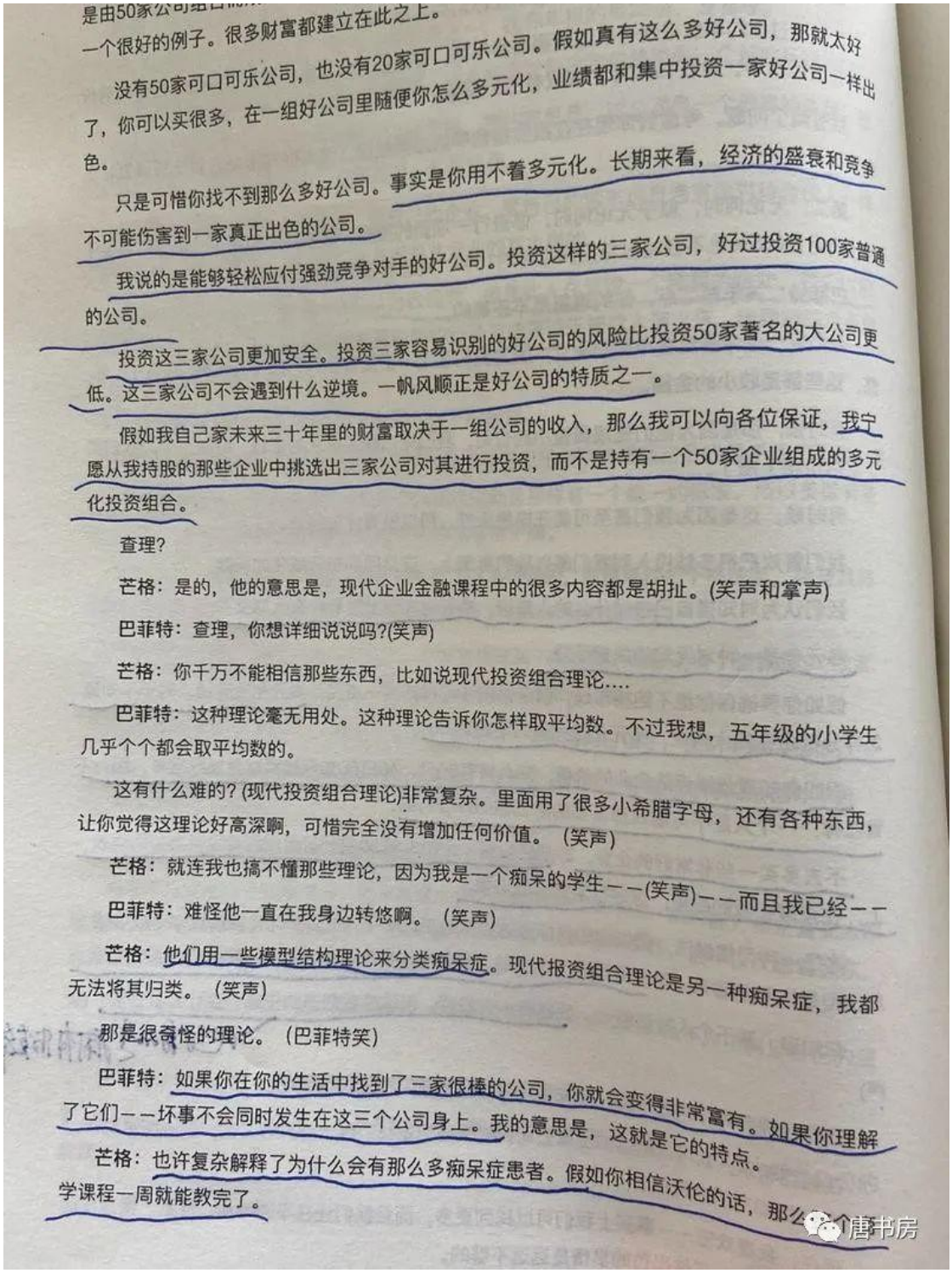
不去多买一些非常好的企业，却把钱投进一个由30或50家公司组成的有吸引力公司列表上，在查理和我的眼里，这种行为是疯狂之举。

这是一种习惯做法。假如你的目标是达到市场平均水平，那么多元化能保证你不被炒鱿鱼。但是照我们看来，若你采用多元化策略，那就是坦白承认你并不真正理解你投资的企业。

你知道，基于个人投资组合，我拥有一支股票。但这是我知道的生意。这让我很舒服。(笑声)

我是否需要拥有28只股票，才能有适当的分散化?这将是无稽之谈。

唐书房


是由50家公司组合
一个很好的例子。很多财富都建立在此之上。

没有50家可口可乐公司，也没有20家可口可乐公司。假如真有这么多好公司，那就太好了，你可以买很多，在一组好公司里随便你怎么多元化，业绩都和集中投资一家好公司一样出色。

只是可惜你找不到那么多好公司。事实是你用不着多元化。长期来看，经济的盛衰和竞争不可能伤害到一家真正出色的公司。

我说的是能够轻松应付强劲竞争对手的好公司。投资这样的三家公司，好过投资100家普通的公司。

投资这三家公司更加安全。投资三家容易识别的好公司的风险比投资50家著名的大公司更低。这三家公司不会遇到什么逆境。一帆风顺正是好公司的特质之一。

假如我自己家未来三十年里的财富取决于一组公司的收入，那么我可以向各位保证，我宁愿从我持股的那些企业中挑选出三家公司对其进行投资，而不是持有一个50家企业组成的多元化投资组合。

查理?

芒格：是的，他的意思是，现代企业金融课程中的很多内容都是胡扯。(笑声和掌声)

巴菲特：查理，你想详细说说吗?(笑声)

芒格：你千万不能相信那些东西，比如说现代投资组合理论....

巴菲特：这种理论毫无用处。这种理论告诉你怎样取平均数。不过我想，五年级的小学生几乎个个都会取平均数的。

这有什么难的?(现代投资组合理论)非常复杂。里面用了很多小希腊字母，还有各种东西，让你觉得这理论好高深啊，可惜完全没有增加任何价值。(笑声)

芒格：就连我也搞不懂那些理论，因为我是一个痴呆的学生——(笑声)——而且我已经——

巴菲特：难怪他一直在我身边转悠啊。(笑声)

芒格：他们用一些模型结构理论来分类痴呆症。现代报资组合理论是另一种痴呆症，我都无法将其归类。(笑声)

那是很奇怪的理论。(巴菲特笑)

巴菲特：如果你在你的生活中找到了三家很棒的公司，你就会变得非常富有。如果你理解了它们——坏事不会同时发生在这三个公司身上。我的意思是，这就是它的特点。

芒格：也许复杂解释了为什么会有那么多痴呆症患者。假如你相信沃伦的话，那么[illegible]个唐书房学课程一周就能教完了。

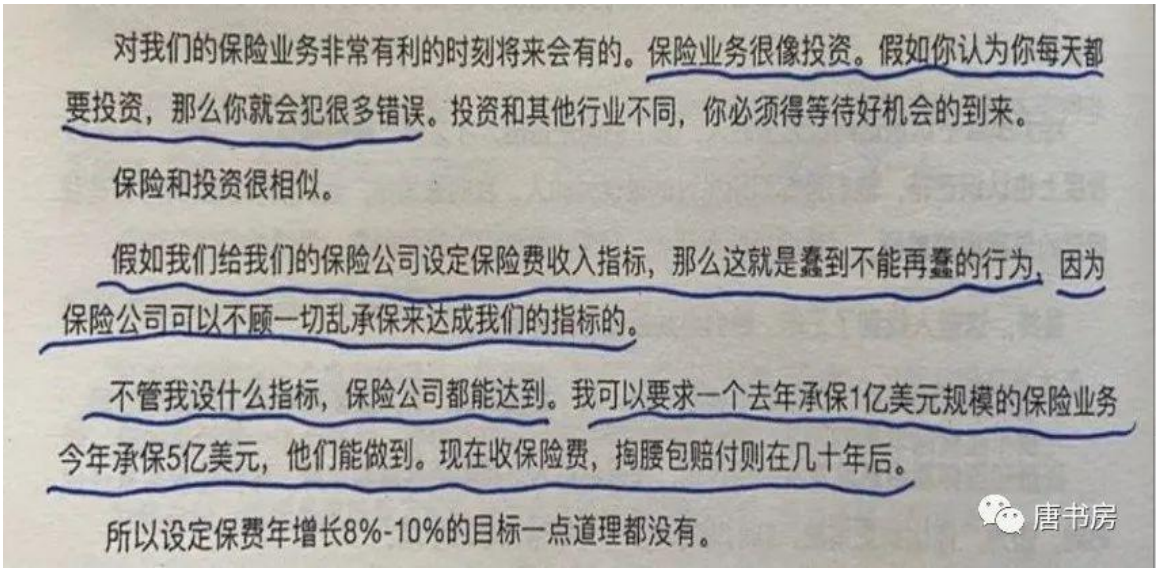
白云：过度分散就是理财，而不是投资。

唐朝：这句话有哲理，掏个小本本抄下来。

2021 年 10 月 5 日

唐朝：我大 A 股大量保险股投资者，每月都盯着保费增长数据，并为其高速增长而欢呼，为其增长不利而郁闷。

很遗憾，这些朋友关注着一个全球最成功保险集团董事长多年前就定义为’’蠢到不能再蠢的’’指标。


对我们的保险业务非常有利的时刻将来会有的。保险业务很像投资。假如你认为你每天都要投资，那么你就会犯很多错误。投资和其他行业不同，你必须得等待好机会的到来。

保险和投资很相似。

假如我们给我们的保险公司设定保险费收入指标，那么这就是蠢到不能再蠢的行为，因为保险公司可以不顾一切乱承保来达成我们的指标的。

不管我设什么指标，保险公司都能达到。我可以要求一个去年承保1亿美元规模的保险业务今年承保5亿美元，他们能做到。现在收保险费，掏腰包赔付则在几十年后。

所以设定保费年增长8%-10%的目标一点道理都没有。

唐书房

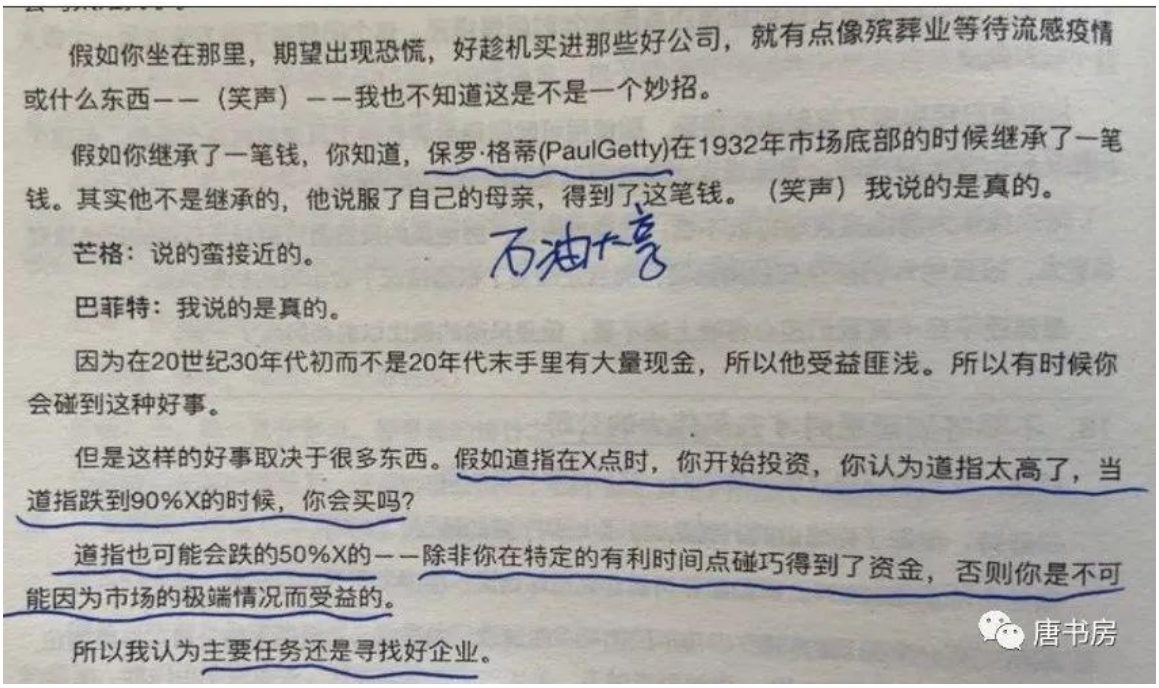
阿丁：果然书中自有黄金屋。

伯涵：只要想收保费，放松承保政策就行了，但是负面效果可能有很长时间的潜伏期。

2021 年 10 月 5 日

唐朝：等待极端价格才买，会有一种非常得意的成就感，但其实拉长看，错过的机会往往会＞等到的机会。

只不过我们的大脑善于遗忘失败，善于记住成功，所以许多人才乐此不疲。


假如你坐在那里，期望出现恐慌，好趁机买进那些好公司，就有点像殡葬业等待流感疫情或什么东西——（笑声）——我也不知道这是不是一个妙招。

假如你继承了一笔钱，你知道，保罗·格蒂(PaulGetty)在1932年市场底部的时候继承了一笔钱。其实他不是继承的，他说服了自己的母亲，得到了这笔钱。（笑声）我说的是真的。

芒格：说的蛮接近的。

巴菲特：我说的是真的。

因为在20世纪30年代初而不是20年代末手里有大量现金，所以他受益匪浅。所以有时候你会碰到这种好事。

但是这样的好事取决于很多东西。假如道指在X点时，你开始投资，你认为道指太高了，当道指跌到90%X的时候，你会买吗?

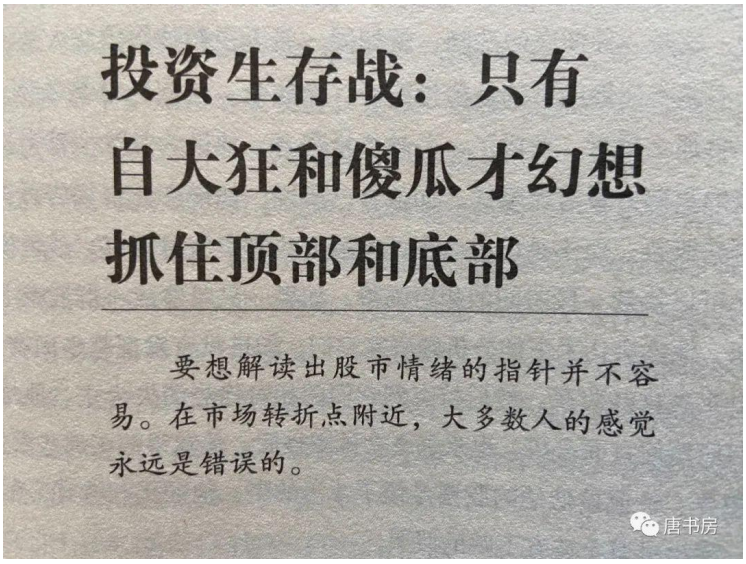
道指也可能会跌的50%X的——除非你在特定的有利时间点碰巧得到了资金，否则你是不可能因为市场的极端情况而受益的。

所以我认为主要任务还是寻找好企业。

唐书房

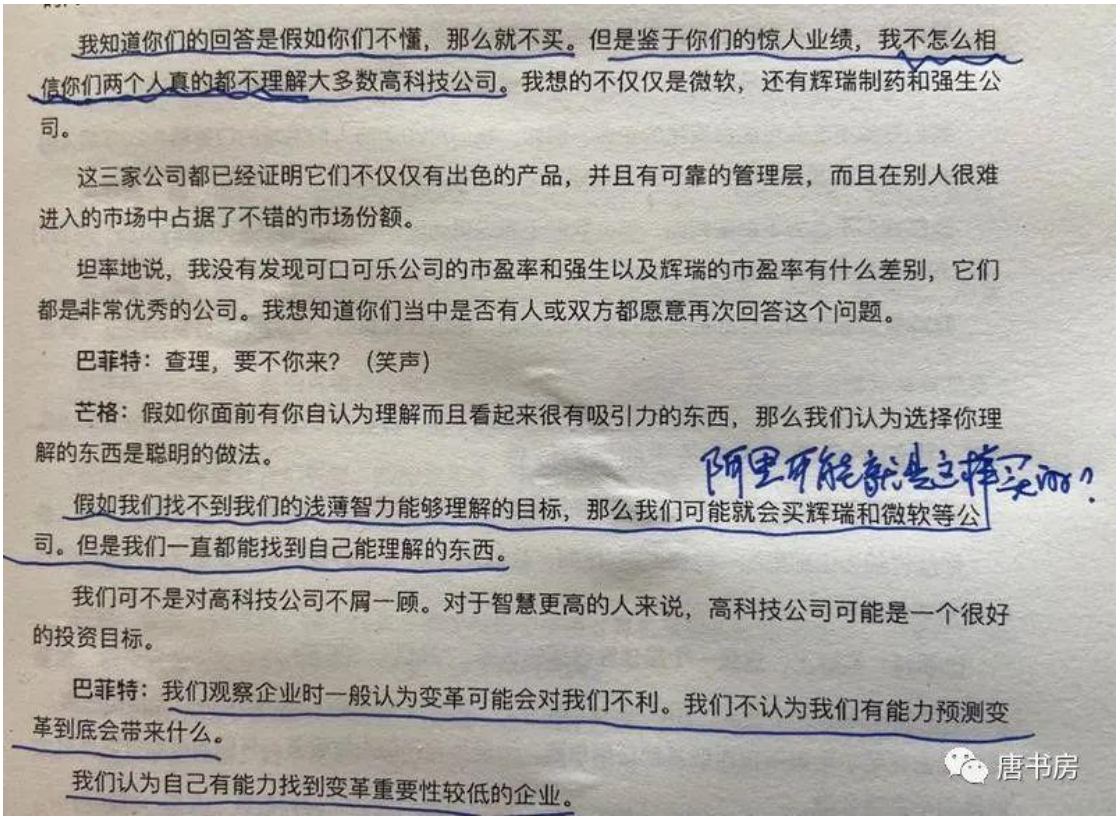
伯涵：等到极端价格也是一种贪婪。

唐朝：是的。只有自大狂和傻瓜才幻想抓住顶部和底部——摩根史丹利前首席战略官巴顿.比格斯。



2021 年 10 月 5 日

唐朝：鉴于你们的惊人业绩，我不怎么相信你们两个人真的都不理解大多数高科技企业——这个提问股东太刁钻了。


我知道你们的回答是假如你们不懂，那么就不买。但是鉴于你们的惊人业绩，我不怎么相信你们两个人真的都不理解大多数高科技公司。我想的不仅仅是微软，还有辉瑞制药和强生公司。

这三家公司都已经证明它们不仅仅有出色的产品，并且有可靠的管理层，而且在别人很难进入的市场中占据了不错的市场份额。

坦率地说，我没有发现可口可乐公司的市盈率和强生以及辉瑞的市盈率有什么差别，它们都是非常优秀的公司。我想知道你们当中是否有人或双方都愿意再次回答这个问题。

巴菲特：查理，要不你来？（笑声）

芒格：假如你面前有你自认为理解而且看起来很有吸引力的东西，那么我们认为选择你理解的东西是聪明的做法。

阿里可能就是主播了？

假如我们找不到我们的浅薄智力能够理解的目标，那么我们可能就会买辉瑞和微软等公司。但是我们一直都能找到自己能理解的东西。

我们可不是对高科技公司不屑一顾。对于智慧更高的人来说，高科技公司可能是一个很好的投资目标。

巴菲特：我们观察企业时一般认为变革可能会对我们不利。我们不认为我们有能力预测变革到底会带来什么。

我们认为自己有能力找到变革重要性较低的企业。

唐书房

阿迪唐：哈哈，就如同我不相信老唐说自己不懂地产保险一样。

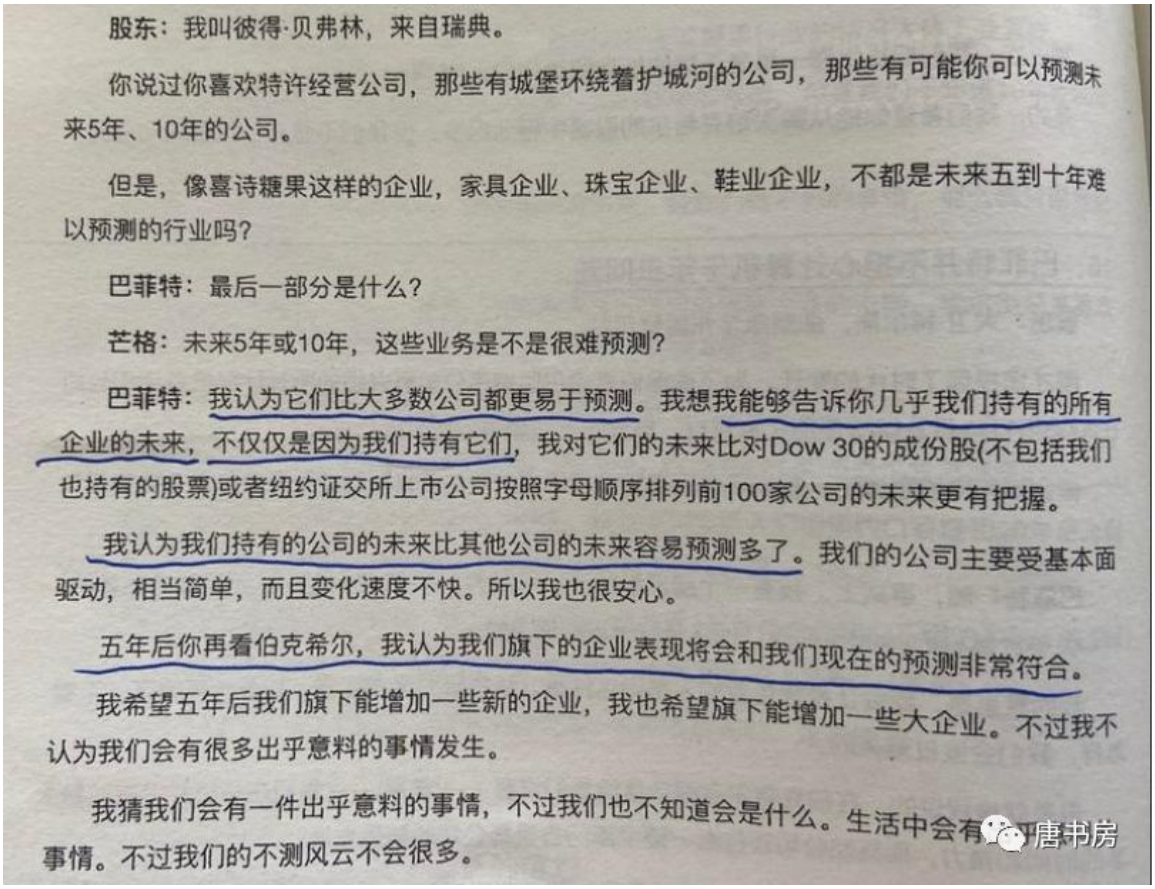
唐朝：你不相信就错了。

伯涵：“看不懂”和“还是看不懂”其实是不同的境界，中间隔着“以为自己看懂了”。就像看山看水的三重境界一样，到“看山还是山”的时候，水平已经极高了。

2021 年 10 月 5 日

唐朝：巴神吹了头小牛。五年后至少德克斯特鞋业和可口可乐都和预计差很远。

——就算只说’’旗下’’子公司，可口可乐不算，德克斯特也是铁打的预测错误。



股东：我叫彼得·贝弗林，来自瑞典。

你说过你喜欢特许经营公司，那些有城堡环绕着护城河的公司，那些有可能你可以预测未来5年、10年的公司。

但是，像喜诗糖果这样的企业，家具企业、珠宝企业、鞋业企业，不都是未来五到十年难以预测的行业吗？

巴菲特：最后一部分是什么？

芒格：未来5年或10年，这些业务是不是很难预测？

巴菲特：我认为它们比大多数公司都更易于预测。我想我能够告诉你几乎我们持有的所有企业的未来，不仅仅是因为我们持有它们，我对它们的未来比对Dow 30的成份股(不包括我们也持有的股票)或者纽约证交所上市公司按照字母顺序排列前100家公司的未来更有把握。

我认为我们持有的公司的未来比其他公司的未来容易预测多了。我们的公司主要受基本面驱动，相当简单，而且变化速度不快。所以我也很安心。

五年后你再看伯克希尔，我认为我们旗下的企业表现将会和我们现在的预测非常符合。

我希望五年后我们旗下能增加一些新的企业，我也希望旗下能增加一些大企业。不过我不认为我们会有很多出乎意料的事情发生。

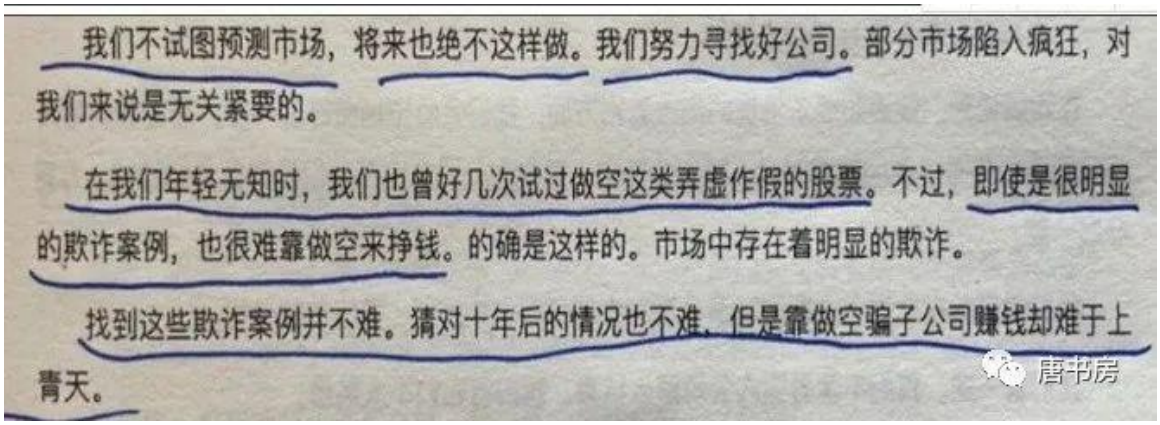
我猜我们会有一件出乎意料的事情，不过我们也不知道会是什么。生活中会有[illegible]事情。不过我们的不测风云不会很多。

唐书房

周明芃：五年后的事儿，连股神的预测都这么大的错误率，我们更需要摆正自己的位置，降低自己的预期。

2021 年 10 月 5 日

唐朝：靠做空赚钱难于上青天。



我们不试图预测市场，将来也绝不这样做。我们努力寻找好公司。部分市场陷入疯狂，对我们来说是无关紧要的。

在我们年轻无知时，我们也曾好几次试过做空这类弄虚作假的股票。不过，即使是很明显的欺诈案例，也很难靠做空来挣钱。的确是这样的。市场中存在着明显的欺诈。

找到这些欺诈案例并不难。猜对十年后的情况也不难。但是靠做空骗子公司赚钱却难于上青天。

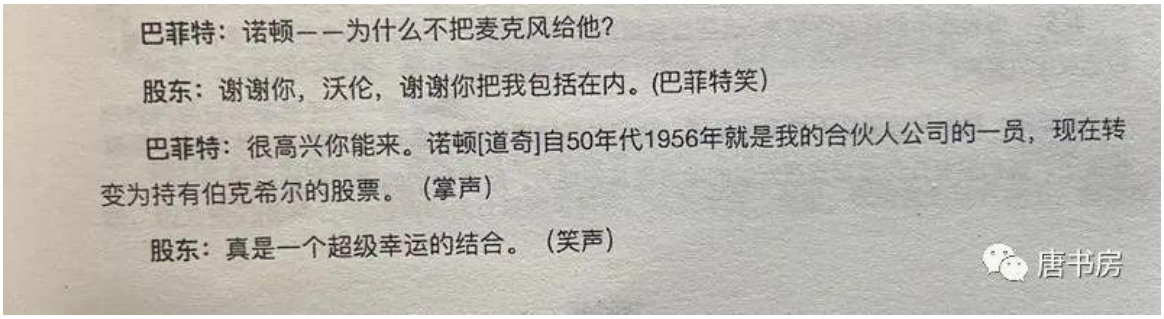
唐书房

YongHua_Zhu：赚钱往往发生在（强制）平仓后。

2021 年 10 月 5 日

唐朝：这位富二代继续拿着伯克希尔股票的。

此人就是《巴芒演义》90 页讲的，巴菲特合伙基金第一个大客户~~1956 年投了巴菲特 12 万美元的道奇教授的儿子。



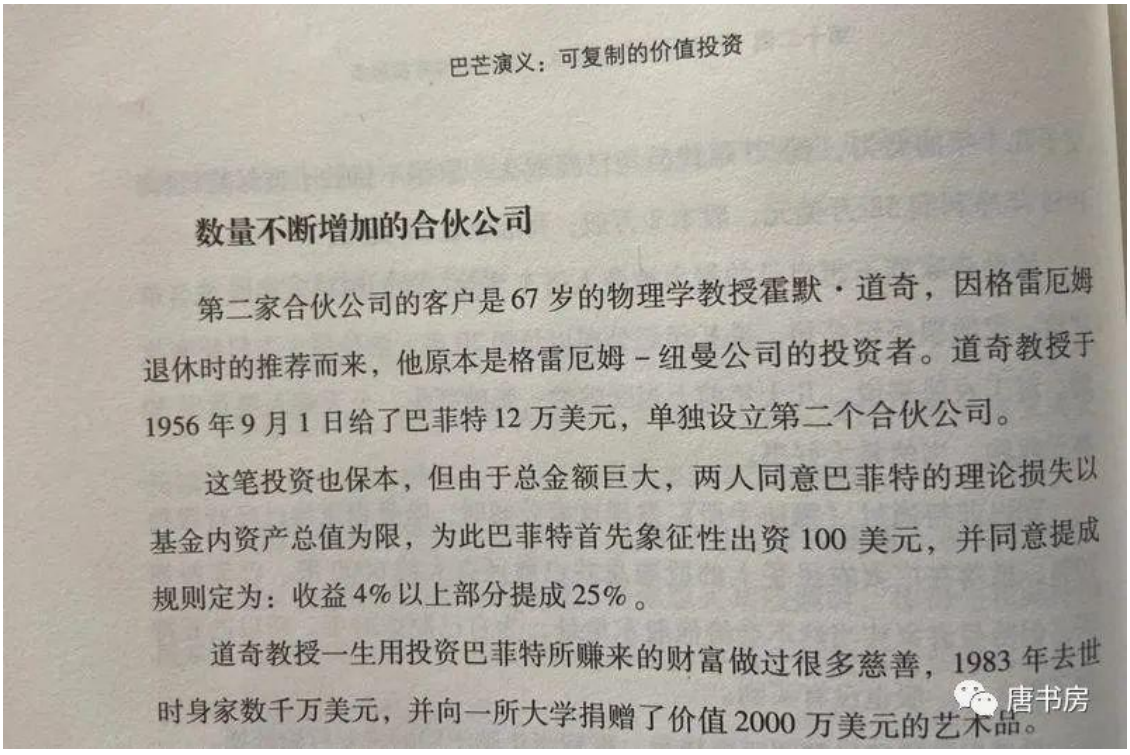
巴菲特：诺顿——为什么不把麦克风给他？

股东：谢谢你，沃伦，谢谢你把我包括在内。(巴菲特笑)

巴菲特：很高兴你能来。诺顿[道奇]自50年代1956年就是我的合伙人公司的一员，现在转变为持有伯克希尔的股票。（掌声）

股东：真是一个超级幸运的结合。（笑声）

唐书房



数量不断增加的合伙公司

第二家合伙公司的客户是67岁的物理学教授霍默·道奇，因格雷厄姆退休时的推荐而来，他原本是格雷厄姆－纽曼公司的投资者。道奇教授于1956年9月1日给了巴菲特12万美元，单独设立第二个合伙公司。

这笔投资也保本，但由于总金额巨大，两人同意巴菲特的理论损失以基金内资产总值为限，为此巴菲特首先象征性出资100美元，并同意提成规则定为：收益4%以上部分提成25%。

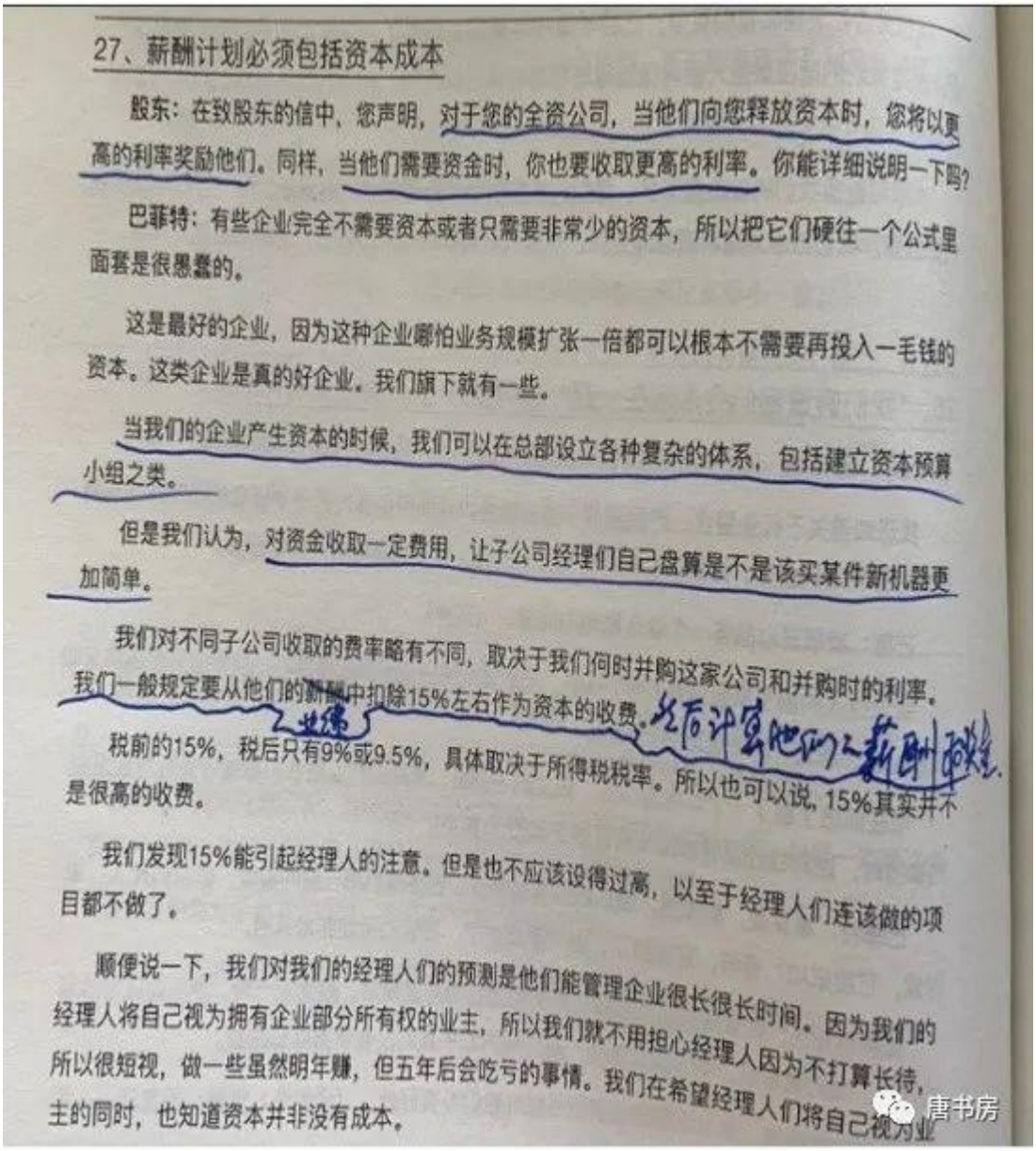
道奇教授一生用投资巴菲特所赚来的财富做过很多慈善，1983年去世时身家数千万美元，并向一所大学捐赠了价值2000万美元的艺术品。

唐书房

M•T•E：这个合伙基金世间罕有，亿万分之一的幸运入伙，长年的忠诚信任，收获亿万的财富，还不忘回馈社会。Dodge deserved it。

2021年10月5日

唐朝：正好是之前某个有关母子公司资金往来提问的补充。



27、薪酬计划必须包括资本成本

股东：在致股东的信中，您声明，对于您的全资公司，当他们向您释放资本时，您将以更高的利率奖励他们。同样，当他们需要资金时，你也要收取更高的利率。你能详细说明一下吗？

巴菲特：有些企业完全不需要资本或者只需要非常少的资本，所以把它们硬往一个公式里面套是很愚蠢的。

这是最好的企业，因为这种企业哪怕业务规模扩张一倍都可以根本不需要再投入一毛钱的资本。这类企业是真的好企业。我们旗下就有一些。

当我们的企业产生资本的时候，我们可以在总部设立各种复杂的体系，包括建立资本预算小组之类。

但是我们认为，对资金收取一定费用，让子公司经理们自己盘算是不是该买某件新机器更加简单。

我们对不同子公司收取的费率略有不同，取决于我们何时并购这家公司和并购时的利率。我们一般规定要从他们的薪酬中扣除15%左右作为资本的收费。税前的15%，税后只有9%或9.5%，具体取决于所得税税率。所以也可以说，15%其实并不是很高的收费。

我们发现15%能引起经理人的注意。但是也不应该设得过高，以至于经理人们连该做的项目都不做了。

顺便说一下，我们对我们的经理人们的预测是他们能管理企业很长很长时间。因为我们的经理人将自己视为拥有企业部分所有权的业主，所以我们就不用担心经理人因为不打算长待，所以很短视，做一些虽然明年赚，但五年后会吃亏的事情。我们在希望经理人们将自己视为业主的同时，也知道资本并非没有成本。

唐书房

如花九姑娘：税前 15%的利息，税后 9%，看起来并不是很低的成本呢。下属企业完全从银行能拿到更低的资金，为什么要从总部拿呢？这个地方没看太明白。留个问号先。

唐朝：这个理解有误，不是 15%的利息。

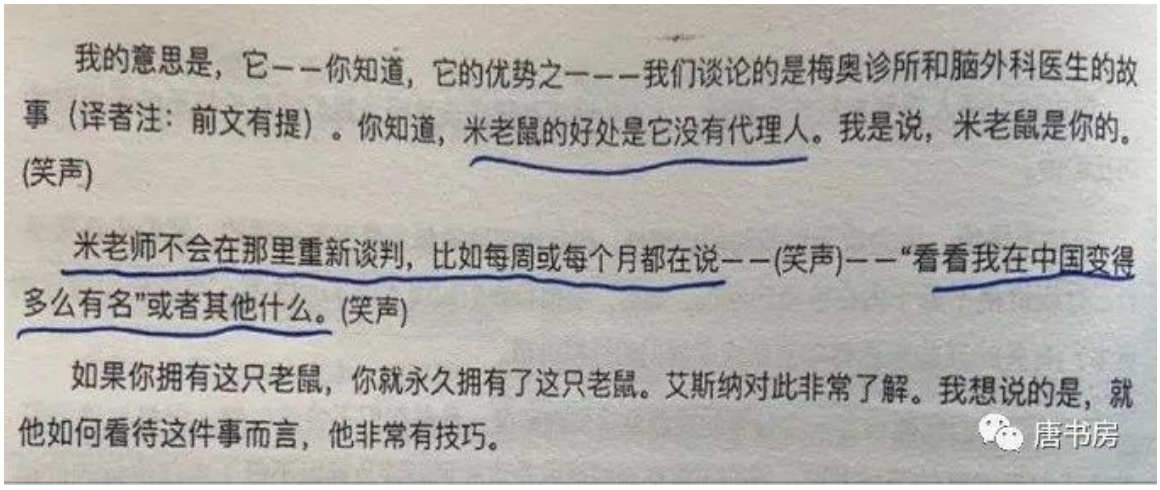
巴神表达的意思是，比如旗下子公司 A，年初净资产 100 亿，今年赚了税后净利润 20 亿，计算管理层绩效的时候，要从 20 亿里扣掉 9 亿。

这 9 亿算 100 亿资本”本来就应该有的“收益，然后剩下的 11 亿算是管理层给公司带来的资本”超额收益“，并按照约定的某规则计提奖金。

其实就和巴神以前做合伙基金的时候，6%以上才提成一脉相承，因为他认为 6%是股市自然而然就应该有的增长，不是自己的功劳，对此提成不合适。

2021 年 10 月 5 日

唐朝：米老师大红大紫之后不会要求重新谈判片酬，这是迪斯尼和华谊、博纳的重大区别之一。


我的意思是，它——你知道，它的优势之———我们谈论的是梅奥诊所和脑外科医生的故事（译者注：前文有提）。你知道，米老鼠的好处是它没有代理人。我是说，米老鼠是你的。(笑声)

米老师不会在那里重新谈判，比如每周或每个月都在说——(笑声)——"看看我在中国变得多么有名"或者其他什么。(笑声)

如果你拥有这只老鼠，你就永久拥有了这只老鼠。艾斯纳对此非常了解。我想说的是，就他如何看待这件事而言，他非常有技巧。

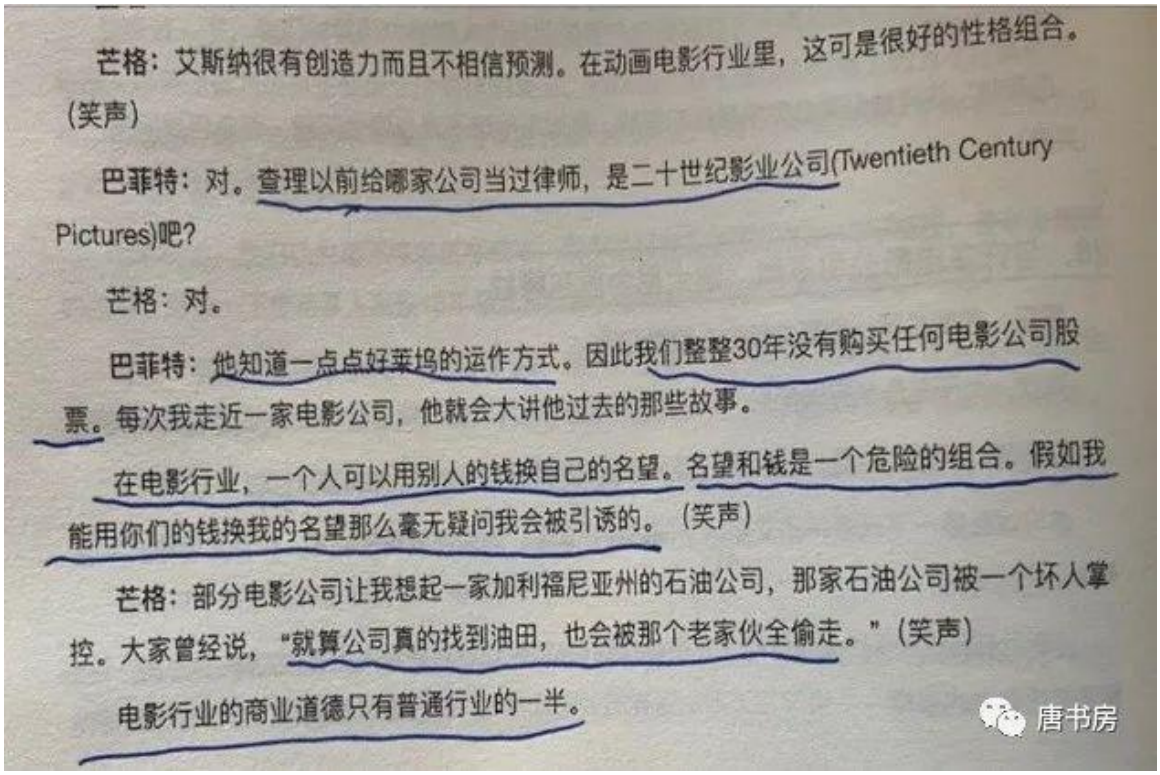
唐书房

朵：米老师，应该是米老鼠才对吧？

唐朝：米老师一词，堪称妙笔。

2021 年 10 月 5 日

唐朝：电影行业的商业道德只有普通行业的一半——毒舌查理。


芒格：艾斯纳很有创造力而且不相信预测。在动画电影行业里，这可是很好的性格组合。(笑声)

巴菲特：对。查理以前给哪家公司当过律师，是二十世纪影业公司(Twentieth Century Pictures)吧?

芒格：对。

巴菲特：他知道一点点好莱坞的运作方式。因此我们整整30年没有购买任何电影公司股票。每次我走近一家电影公司，他就会大讲他过去的那些故事。

在电影行业，一个人可以用别人的钱换自己的名望。名望和钱是一个危险的组合。假如我能用你们的钱换我的名望那么毫无疑问我会被引诱的。（笑声）

芒格：部分电影公司让我想起一家加利福尼亚州的石油公司，那家石油公司被一个坏人掌控。大家曾经说，"就算公司真的找到油田，也会被那个老家伙全偷走。"（笑声）

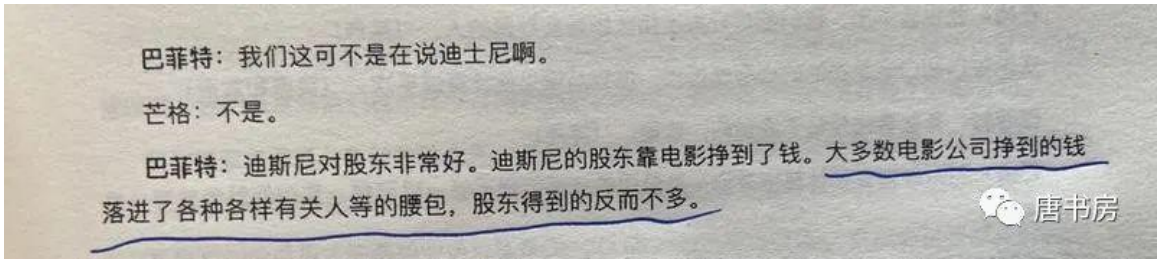
电影行业的商业道德只有普通行业的一半。

唐书房

周明芃：看来和基金业类似，亏别人的钱总是很简单的。

提问题找答案：我想到了华谊兄弟和冯小刚的对赌。

唐朝：大多数电影公司挣到的钱落进了各色关系人等的腰包，股东得到的反而不多。


巴菲特：我们这可不是在说迪士尼啊。

芒格：不是。

巴菲特：迪斯尼对股东非常好。迪斯尼的股东靠电影挣到了钱。大多数电影公司挣到的钱落进了各种各样有关人等的腰包，股东得到的反而不多。

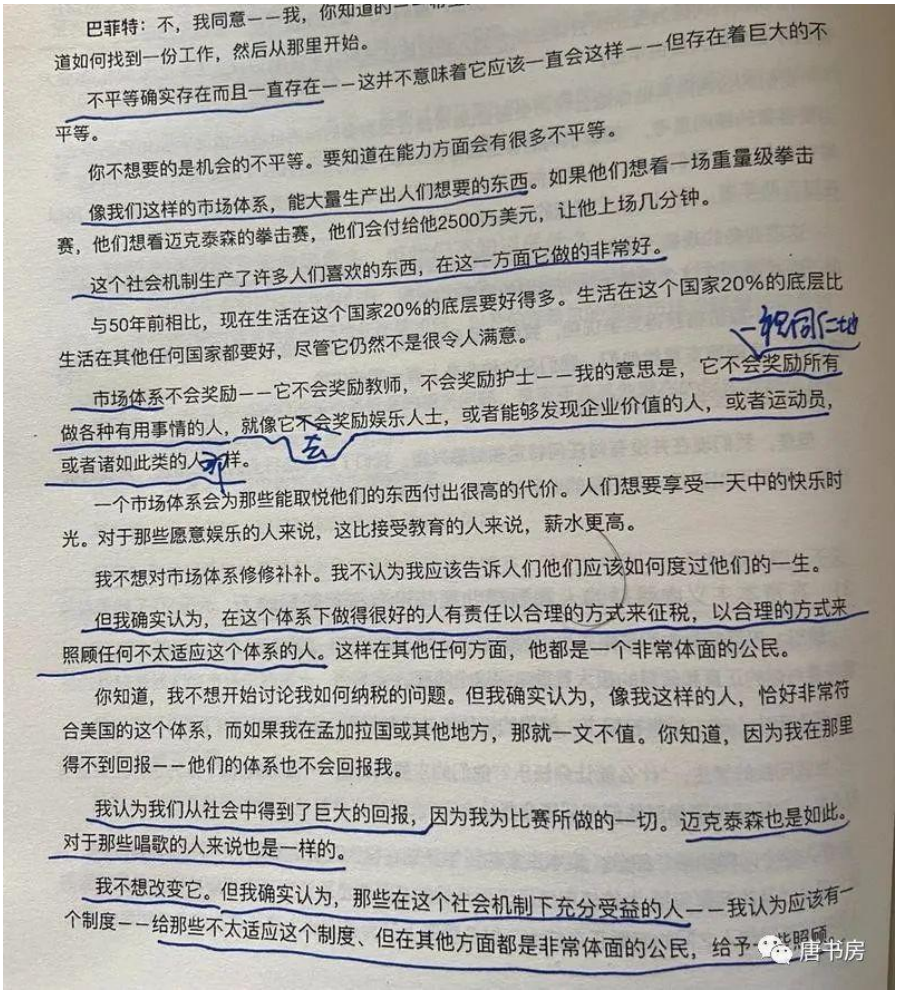
唐书房

凌 KxKy：看来这是一个大部分人去都“很容易死掉的地方”，我坚决不会去这个地方了。

2021 年 10 月 5 日

唐朝：在市场经济体系下受益的人，应该帮助那些没有得到回报的人——巴神。

村子里最富的财主，天然就是有修桥补路、施粥舍饭的义务——某胖。



巴菲特：不，我同意——我，你知道的——

道如何找到一份工作，然后从那里开始。

不平等确实存在而且一直存在——这并不意味着它应该一直会这样——但存在着巨大的不平等。

你不想要的是机会的不平等。要知道在能力方面会有很多不平等。

像我们这样的市场体系，能大量生产出人们想要的东西。如果他们想看一场重量级拳击赛，他们想看迈克泰森的拳击赛，他们会付给他2500万美元，让他上场几分钟。

这个社会机制生产了许多人们喜欢的东西，在这一方面它做的非常好。

与50年前相比，现在生活在这个国家20%的底层要好得多。生活在这个国家20%的底层比生活在其他任何国家都要好，尽管它仍然不是很令人满意。

市场体系不会奖励——它不会奖励教师，不会奖励护士——我的意思是，它不会奖励所有做各种有用事情的人，就像它不会奖励娱乐人士，或者能够发现企业价值的人，或者运动员，或者诸如此类的人一样。

一个市场体系会为那些能取悦他们的东西付出很高的代价。人们想要享受一天中的快乐时光。对于那些愿意娱乐的人来说，这比接受教育的人来说，薪水更高。

我不想对市场体系修修补补。我不认为我应该告诉人们他们应该如何度过他们的一生。

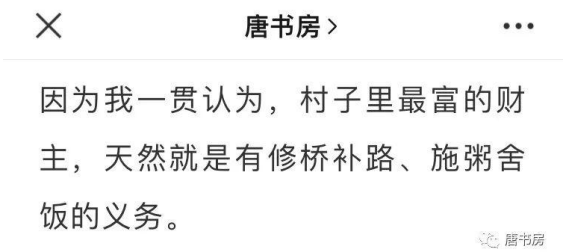
但我确实认为，在这个体系下做得很好的人有责任以合理的方式来征税，以合理的方式来照顾任何不太适应这个体系的人。这样在其他任何方面，他都是一个非常体面的公民。

你知道，我不想开始讨论我如何纳税的问题。但我确实认为，像我这样的人，恰好非常符合美国的这个体系，而如果我在孟加拉国或其他地方，那就一文不值。你知道，因为我在那里得不到回报——他们的体系也不会回报我。

我认为我们从社会中得到了巨大的回报，因为我为比赛所做的一切。迈克泰森也是如此。对于那些唱歌的人来说也是一样的。

我不想改变它。但我确实认为，那些在这个社会机制下充分受益的人——我认为应该有一个制度——给那些不太适应这个制度、但在其他方面都是非常体面的公民，给予

唐书房

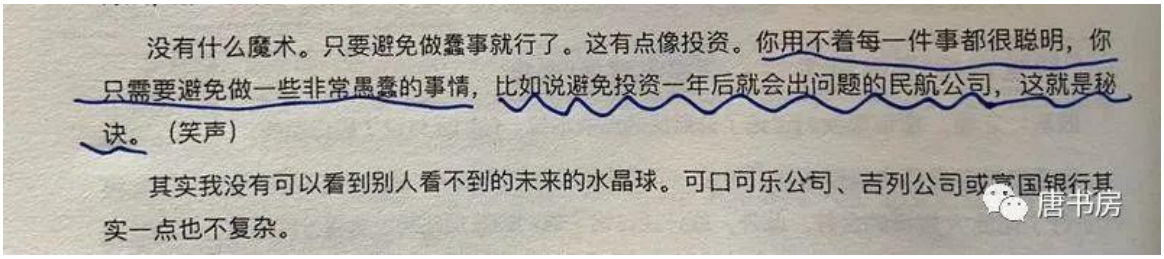


戳锅漏 BearG：Capital 主义的上限和 social 主义的下限不谋而合

谭珺：老唐对巴老理论的理解都深入到骨髓里面去了。从技术层面的全面覆盖，到心法的极致诠释并大力践行之，不厌其烦手把手教读财报，教数学，教懂人心识人性.... 感恩遇上。

2021 年 10 月 5 日

唐朝：哈哈哈哈，14 年后巴菲特投了四大航空公司七八十亿美元，然后迅速地挥刀自宫了。这属于巴菲特忘记了巴菲特的话。


没有什么魔术。只要避免做蠢事就行了。这有点像投资。你用不着每一件事都很聪明，你只需要避免做一些非常愚蠢的事情，比如说避免投资一年后就会出问题的民航公司，这就是秘诀。（笑声）

其实我没有可以看到别人看不到的未来的水晶球。可口可乐公司、吉列公司或富国银行其实一点也不复杂。

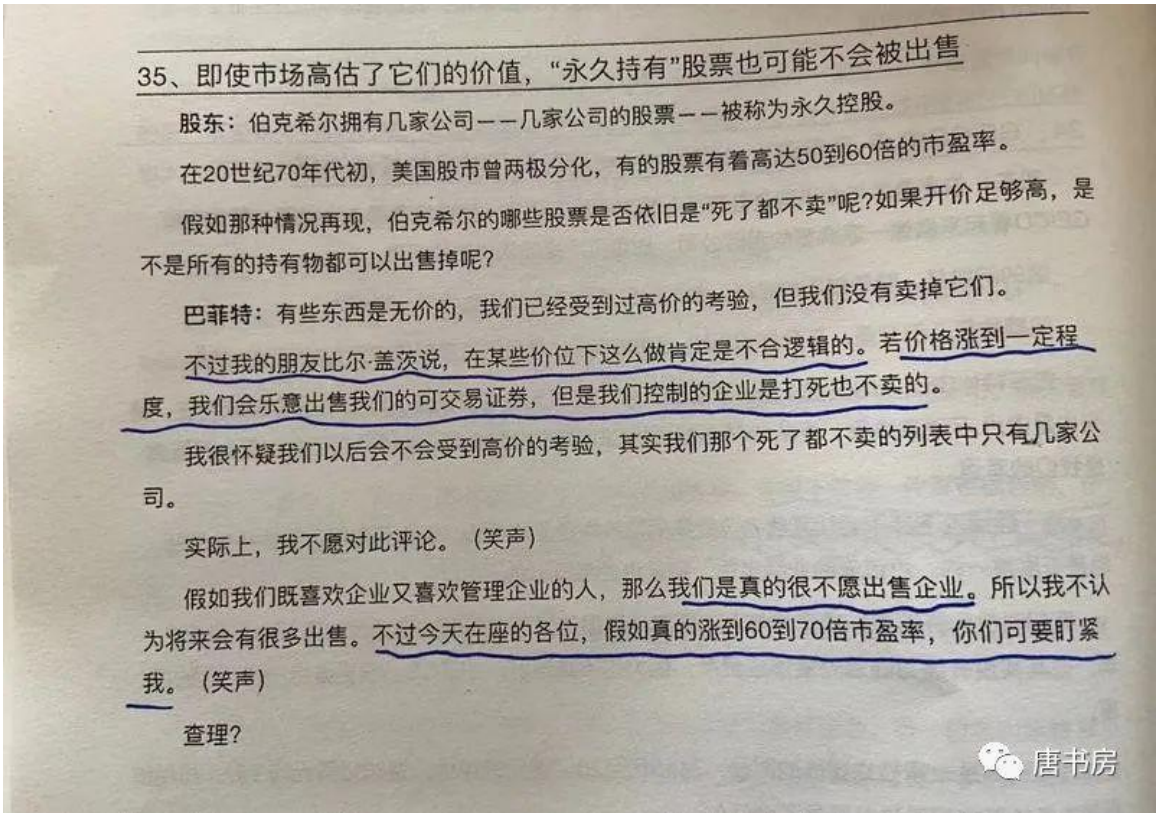
唐书房

海月天：自宫之后，无奈自嘲。股神也是人。

2021 年 10 月 5 日

唐朝：1996 年股东大会上的这段问答，可能是大部分“死了都不卖”的所谓“纯正价投”的主要理念依据。然而，

- 后来巴菲特认错了，承认 1998 年坚持不卖可口可乐是过于乐观了——芒格也认错，说对可口可乐的业绩增长和估算错的离谱；
- 本文里主要谈的是“控股公司”死了都不卖，控股公司主要指旗下非上市公司，出现六七十倍市盈率的实业家收购报价的概率本就近于零；
- 即使如此，巴神这段话里依然暗示了“真到了六七十倍市盈率，我会不会卖，真心说不好哦”的意思（图一）


35、即使市场高估了它们的价值，“永久持有”股票也可能不会被出售

股东：伯克希尔拥有几家公司——几家公司的股票——被称为永久控股。

在20世纪70年代初，美国股市曾两极分化，有的股票有着高达50到60倍的市盈率。

假如那种情况再现，伯克希尔的哪些股票是否依旧是“死了都不卖”呢？如果开价足够高，是不是所有的持有物都可以出售掉呢？

巴菲特：有些东西是无价的，我们已经受到过高价的考验，但我们没有卖掉它们。

不过我的朋友比尔·盖茨说，在某些价位下这么做肯定是不合逻辑的。若价格涨到一定程度，我们会乐意出售我们的可交易证券，但是我们控制的企业是打死也不卖的。

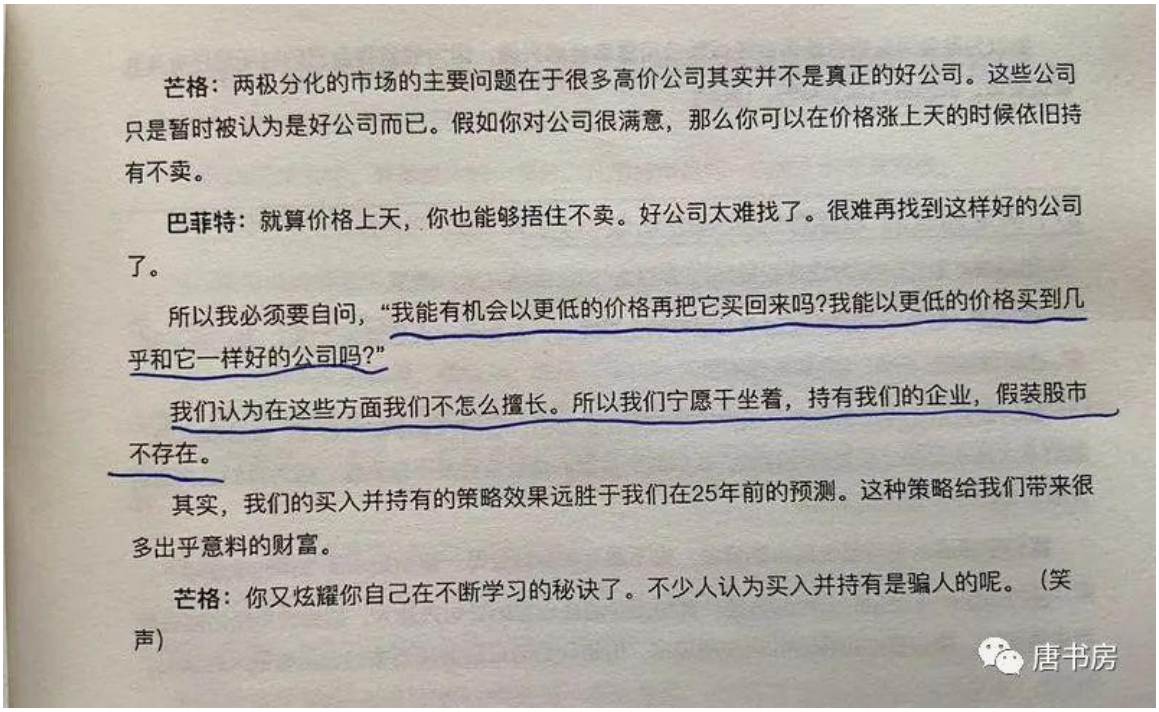
我很怀疑我们以后会不会受到高价的考验，其实我们那个死了都不卖的列表中只有几家公司。

实际上，我不愿对此评论。（笑声）

假如我们既喜欢企业又喜欢管理企业的人，那么我们是真的很不愿出售企业。所以我不认为将来会有很多出售。不过今天在座的各位，假如真的涨到60到70倍市盈率，你们可要盯紧我。（笑声）

查理？

唐书房



芒格：两极分化的市场的主要问题在于很多高价公司其实并不是真正的好公司。这些公司只是暂时被认为是好公司而已。假如你对公司很满意，那么你可以在价格涨上天的时候依旧持有不卖。

巴菲特：就算价格上天，你也能够捂住不卖。好公司太难找了。很难再找到这样好的公司了。

所以我必须要自问，“我能有机会以更低的价格再把它买回来吗?我能以更低的价格买到几乎和它一样好的公司吗?”

我们认为在这些方面我们不怎么擅长。所以我们宁愿干坐着，持有我们的企业，假装股市不存在。

其实，我们的买入并持有的策略效果远胜于我们在25年前的预测。这种策略给我们带来很多出乎意料的财富。

芒格：你又炫耀你自己在不断学习的秘诀了。不少人认为买入并持有是骗人的呢。（笑声）

不过，好公司卖出去再买回来，的确是挺难的，各种意外都可能导致错过。

比如我今年的茅台，是春节前 2149.72 元，2366.2 元，2582.22 元分三次抛掉的，卖出均价 2366。设置的买回位置如图



春节后在 1954.74（误操作的 1%），1827.5，1691.67，1663.18，1573.48 分五次买回。

计划的最大买点是 1560 元位置，但实际到了 1560 元设定买点后，手头没有足够的钱了。结果此位置计划买到 32%仓位，实际只达到 18%仓位。

所以最终平均买价是 1730 元（含 1954.74 的误操作在内），只买回了年初卖掉股数的约 53%。这就是不可测因素造成的遗憾。

如果 1560 元位置有钱买够计划量，我不仅能够将年初卖掉的股数全部买回来，还能略多一点点。

然而，意外总会从你想不到的地方冒出来，所以我目前实际持有茅台股数，只有春节前持股数量的约

57%。

因此，正如二老所说，好公司重新买回来实在太难了，我们不擅长，所以我们假装股市不存在。

假装不在大法我也经常用。这种方法其实是合理的，是对自己能力谦虚认识下的一种次优选择。

只不过，春节前那些要开除老唐出价投圈的“纯正价投”，内心却将其拔高为「死了都不卖是更高端的、更纯正的、甚至是唯一正确的作法」，并对其他不同作法展开口诛笔伐，这就是完全跑偏了。

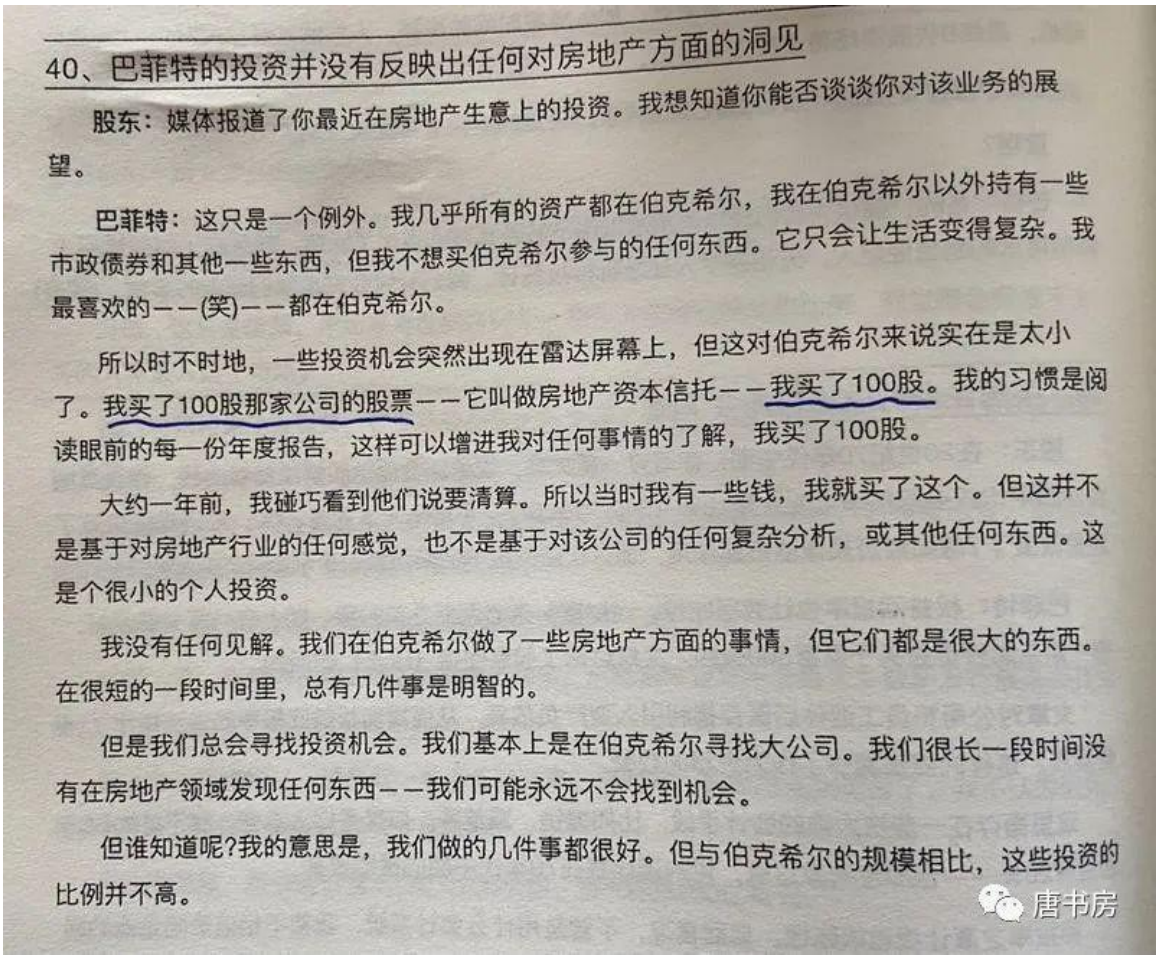
多看 12：茅台没有买回原来那么多股，与买房子和同期洋河先跌为敬有关系吧？不然高价卖低价买肯定是可以买更多啊！当然老唐文中的意思我都明白。

唐朝：与买房无关，买房资金本就在规划中。但 1560 时没钱买茅台了，确实与同期腾讯洋河的大幅下跌有关，前后脚都到了买点附近位置，占了不少资金。

这是「主意比钱多」的时期，投资者经常会遇到的局面。巴神也是六十多岁才脱离这种状态的。

2021 年 10 月 6 日

唐朝：千亿身家也有做一手党的时候。



40、巴菲特的投资并没有反映出任何对房地产方面的洞见

股东：媒体报道了你最近在房地产生意上的投资。我想知道你能否谈谈你对该业务的展望。

巴菲特：这只是一个例外。我几乎所有的资产都在伯克希尔，我在伯克希尔以外持有一些市政债券和其他一些东西，但我不想买伯克希尔参与的任何东西。它只会让生活变得复杂。我最喜欢的——(笑)——都在伯克希尔。

所以时不时地，一些投资机会突然出现在雷达屏幕上，但这对伯克希尔来说实在是太小了。我买了100股那家公司的股票——它叫做房地产资本信托——我买了100股。我的习惯是阅读眼前的每一份年度报告，这样可以增进我对任何事情的了解，我买了100股。

大约一年前，我碰巧看到他们说要清算。所以当时我有一些钱，我就买了这个。但这并不是基于对房地产行业的任何感觉，也不是基于对该公司的任何复杂分析，或其他任何东西。这是个很小的个人投资。

我没有任何见解。我们在伯克希尔做了一些房地产方面的事情，但它们都是很大的东西。在很短的一段时间里，总有几件事是明智的。

但是我们总会寻找投资机会。我们基本上是在伯克希尔寻找大公司。我们很长一段时间没有在房地产领域发现任何东西——我们可能永远不会找到机会。

但谁知道呢?我的意思是，我们做的几件事都很好。但与伯克希尔的规模相比，这些投资的比例并不高。

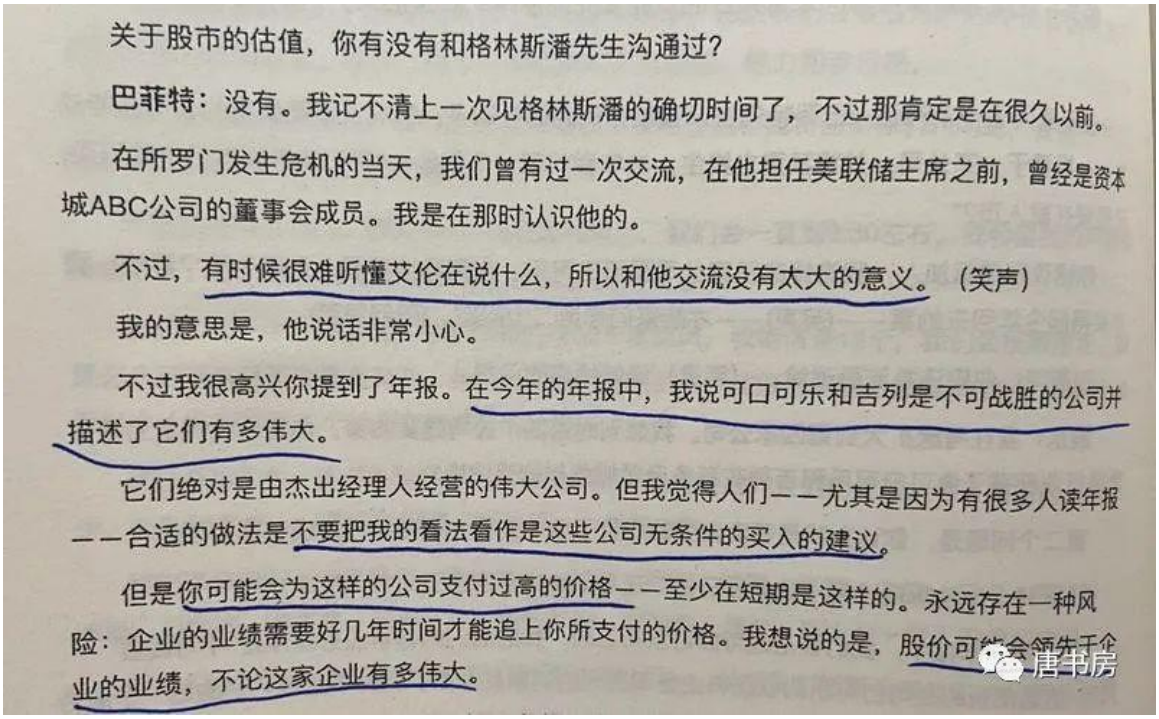
唐书房

泺圣天：从今往后我买一手股票终于不自卑了。

2021 年 10 月 6 日

唐朝：巴神说和格林斯潘交流没有什么意义，这让我想起格林斯潘最经典的两句名言：

- 如果你认为听懂了我说的是什么，那一定是我表达的不够清楚；
- 如果股价下跌 40%以上，那就证明之前的上涨存在泡沫（中翻中一下：他的意思就是泡沫是无法事前判断的）。


关于股市的估值，你有没有和格林斯潘先生沟通过？

巴菲特：没有。我记不清上一次见格林斯潘的确切时间了，不过那肯定是在很久以前。

在所罗门发生危机的当天，我们曾有过一次交流，在他担任美联储主席之前，曾经是资本城ABC公司的董事会成员。我是在那时认识他的。

不过，有时候很难听懂艾伦在说什么，所以和他交流没有太大的意义。（笑声）

我的意思是，他说话非常小心。

不过我很高兴你提到了年报。在今年的年报中，我说可口可乐和吉列是不可战胜的公司并描述了它们有多伟大。

它们绝对是由杰出经理人经营的伟大公司。但我觉得人们——尤其是因为有很多人读年报——合适的做法是不要把我的看法看作是这些公司无条件的买入的建议。

但是你可能会为这样的公司支付过高的价格——至少在短期是这样的。永远存在一种风险：企业的业绩需要好几年时间才能追上你所支付的价格。我想说的是，股价可能会领先于企业的业绩，不论这家企业有多伟大。

唐书房

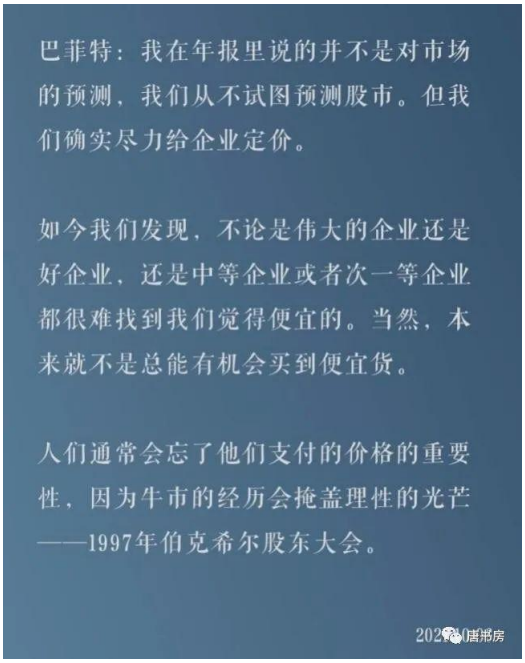
Mr.chen：所以，听君一席话，如听一席话。听一秒就浪费一秒，还不如看 yy 小说。

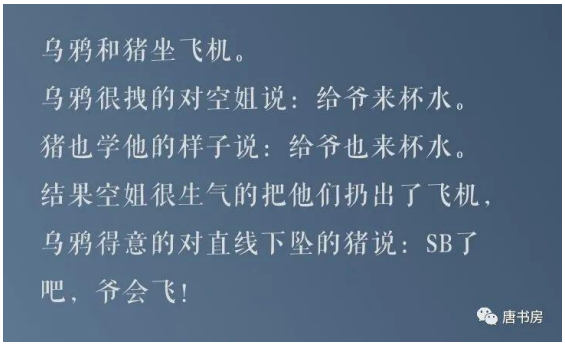
2021 年 10 月 6 日

唐朝：注意这句：我们确实尽力给企业定价。

所以不要去相信从未见过巴神按计算器的说法，人家不按计算器是因为第一心算能力强，第二不求精确值。

我等凡人还是老老实实按一按计算器靠谱，反正又累不死。





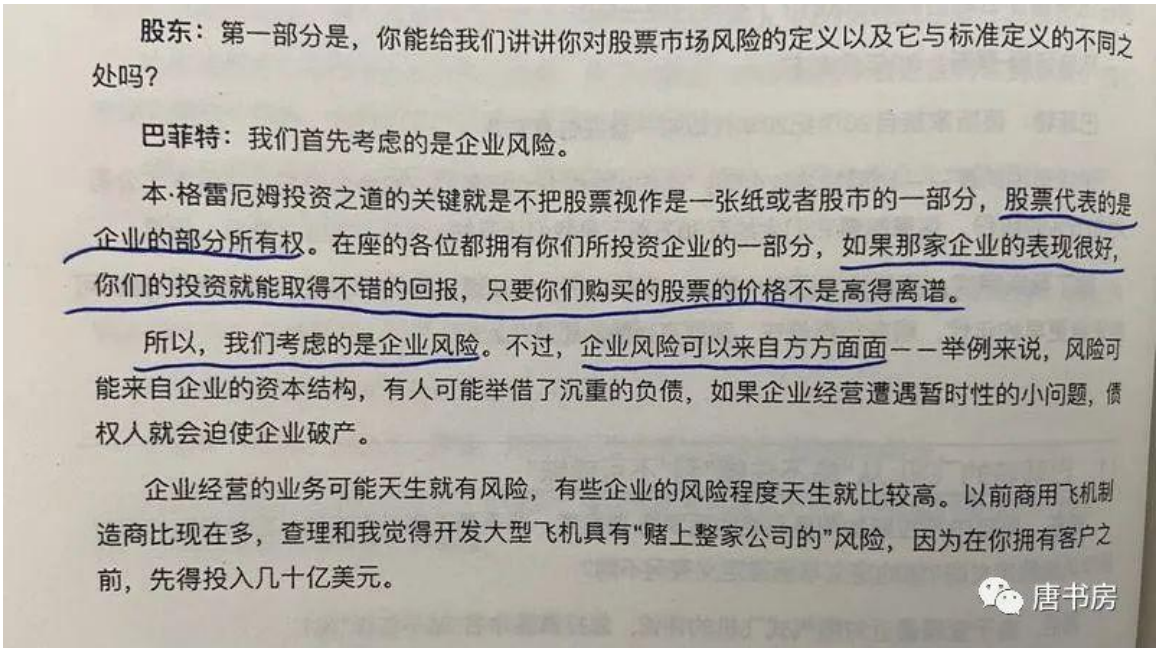
随风飘舞：哈哈哈哈，第二张图让人对这段的理解更深刻呀

Pun　Wong：有记者当面考证过，巴老的心算能力比计算机还强。

伯涵：巴菲特心算能力是真的强。记得在哪看过，百位数的乘法都是脱口而出。

2021 年 10 月 6 日

唐朝：如果你是位真正的投资者，你不会使用保证金。这种情况下，波动就是你的朋友。



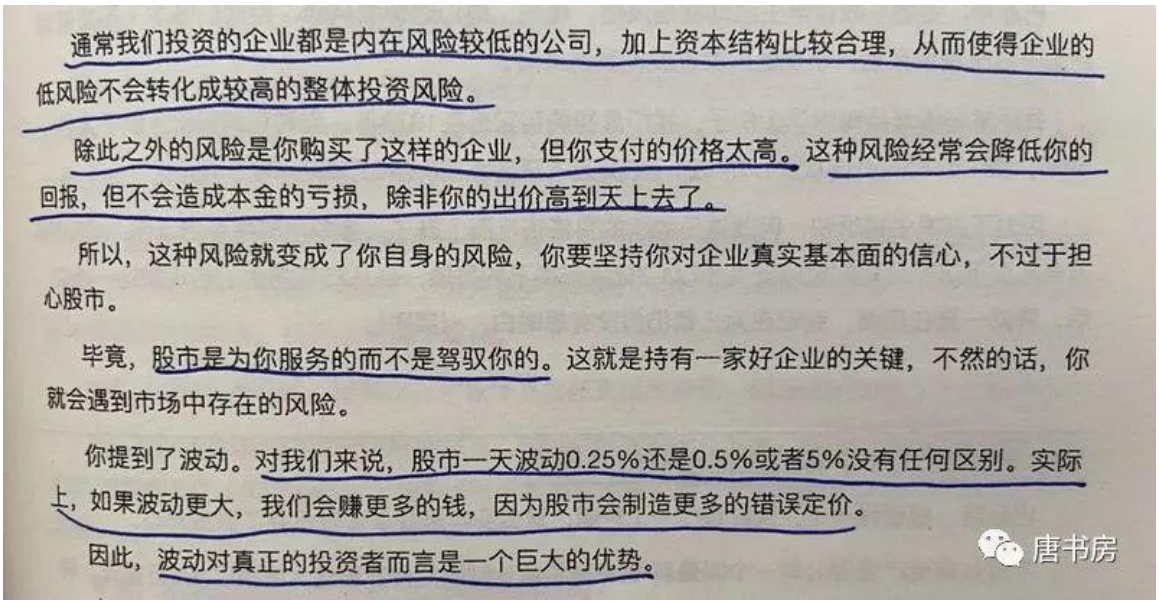
股东：第一部分是，你能给我们讲讲你对股票市场风险的定义以及它与标准定义的不同之处吗？

巴菲特：我们首先考虑的是企业风险。

本·格雷厄姆投资之道的关键就是不把股票视作是一张纸或者股市的一部分，股票代表的是企业的部分所有权。在座的各位都拥有你们所投资企业的一部分，如果那家企业的表现很好，你们的投资就能取得不错的回报，只要你们购买的股票的价格不是高得离谱。

所以，我们考虑的是企业风险。不过，企业风险可以来自方方面面——举例来说，风险可能来自企业的资本结构，有人可能举借了沉重的负债，如果企业经营遭遇暂时性的小问题，债权人就会迫使企业破产。

企业经营的业务可能天生就有风险，有些企业的风险程度天生就比较高。以前商用飞机制造商比现在多，查理和我觉得开发大型飞机具有"赌上整家公司的"风险，因为在你拥有客户之前，先得投入几十亿美元。



通常我们投资的企业都是内在风险较低的公司，加上资本结构比较合理，从而使得企业的低风险不会转化成较高的整体投资风险。

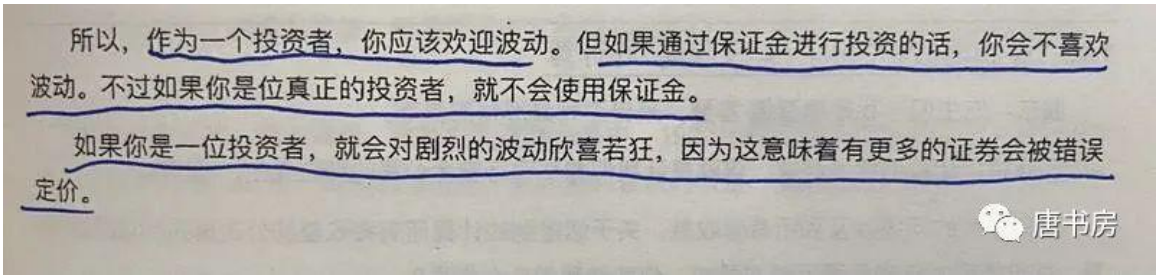
除此之外的风险是你购买了这样的企业，但你支付的价格太高。这种风险经常会降低你的回报，但不会造成本金的亏损，除非你的出价高到天上去了。

所以，这种风险就变成了你自身的风险，你要坚持你对企业真实基本面的信心，不过于担心股市。

毕竟，股市是为你服务的而不是驾驭你的。这就是持有一家好企业的关键，不然的话，你就会遇到市场中存在的风险。

你提到了波动。对我们来说，股市一天波动0.25%还是0.5%或者5%没有任何区别。实际上，如果波动更大，我们会赚更多的钱，因为股市会制造更多的错误定价。

因此，波动对真正的投资者而言是一个巨大的优势。

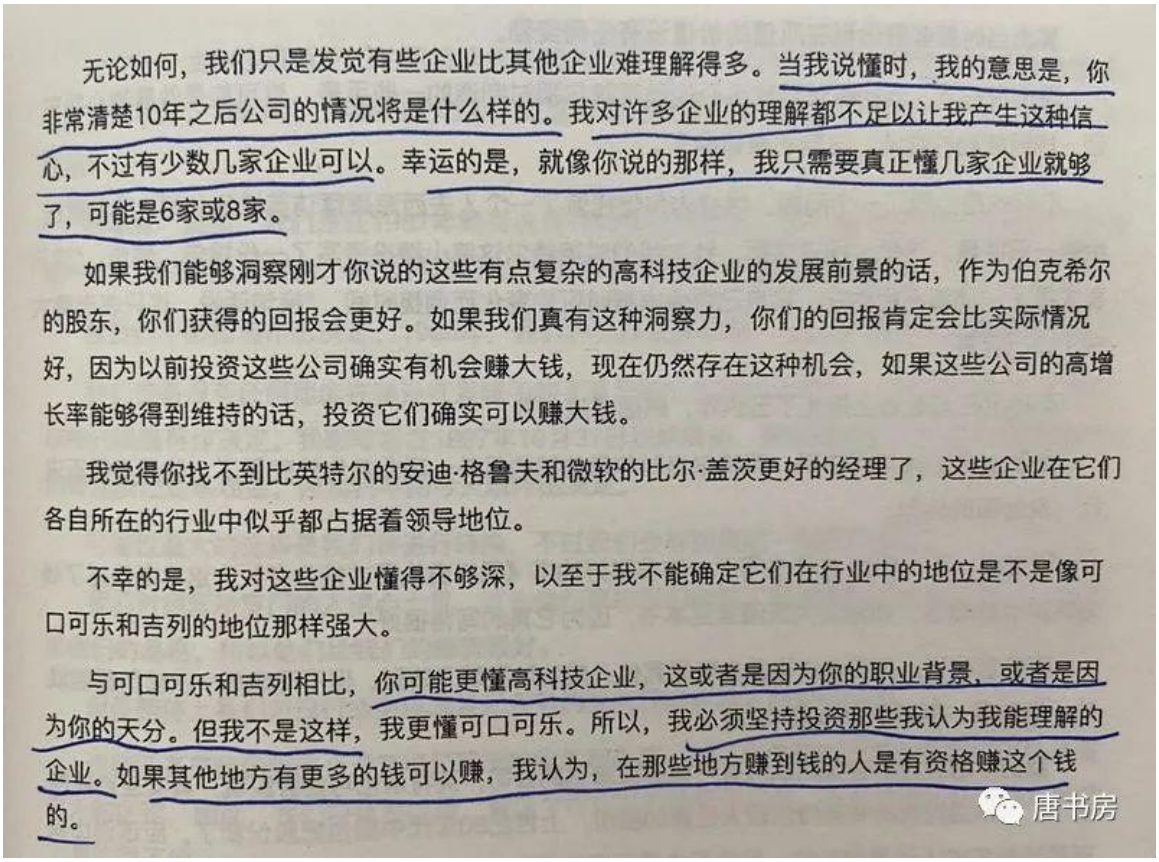

所以，作为一个投资者，你应该欢迎波动。但如果通过保证金进行投资的话，你会不喜欢波动。不过如果你是位真正的投资者，就不会使用保证金。

如果你是一位投资者，就会对剧烈的波动欣喜若狂，因为这意味着有更多的证券会被错误定价。

伯涵：不加杠杆，是为了确保自己在任何时候，都掌握着交易的主动权。

2021 年 10 月 6 日

唐朝：变着花儿表达：’’高科技不是不能投，只不过那不是我们的菜’’。


无论如何，我们只是发觉有些企业比其他企业难理解得多。当我说懂时，我的意思是，你非常清楚10年之后公司的情况将是什么样的。我对许多企业的理解都不足以让我产生这种信心，不过有少数几家企业可以。幸运的是，就像你说的那样，我只需要真正懂几家企业就够了，可能是6家或8家。

如果我们能够洞察刚才你说的这些有点复杂的高科技企业的发展前景的话，作为伯克希尔的股东，你们获得的回报会更好。如果我们真有这种洞察力，你们的回报肯定会比实际情况好，因为以前投资这些公司确实有机会赚大钱，现在仍然存在这种机会，如果这些公司的高增长率能够得到维持的话，投资它们确实可以赚大钱。

我觉得你找不到比英特尔的安迪·格鲁夫和微软的比尔·盖茨更好的经理了，这些企业在它们各自所在的行业中似乎都占据着领导地位。

不幸的是，我对这些企业懂得不够深，以至于我不能确定它们在行业中的地位是不是像可口可乐和吉列的地位那样强大。

与可口可乐和吉列相比，你可能更懂高科技企业，这或者是因为你的职业背景，或者是因为你的天分。但我不是这样，我更懂可口可乐。所以，我必须坚持投资那些我认为我能理解的企业。如果其他地方有更多的钱可以赚，我认为，在那些地方赚到钱的人是有资格赚这个钱的。

浩瀚的星辰：腾讯是科技股么？

杜恩敦：披着科技皮的消费股。

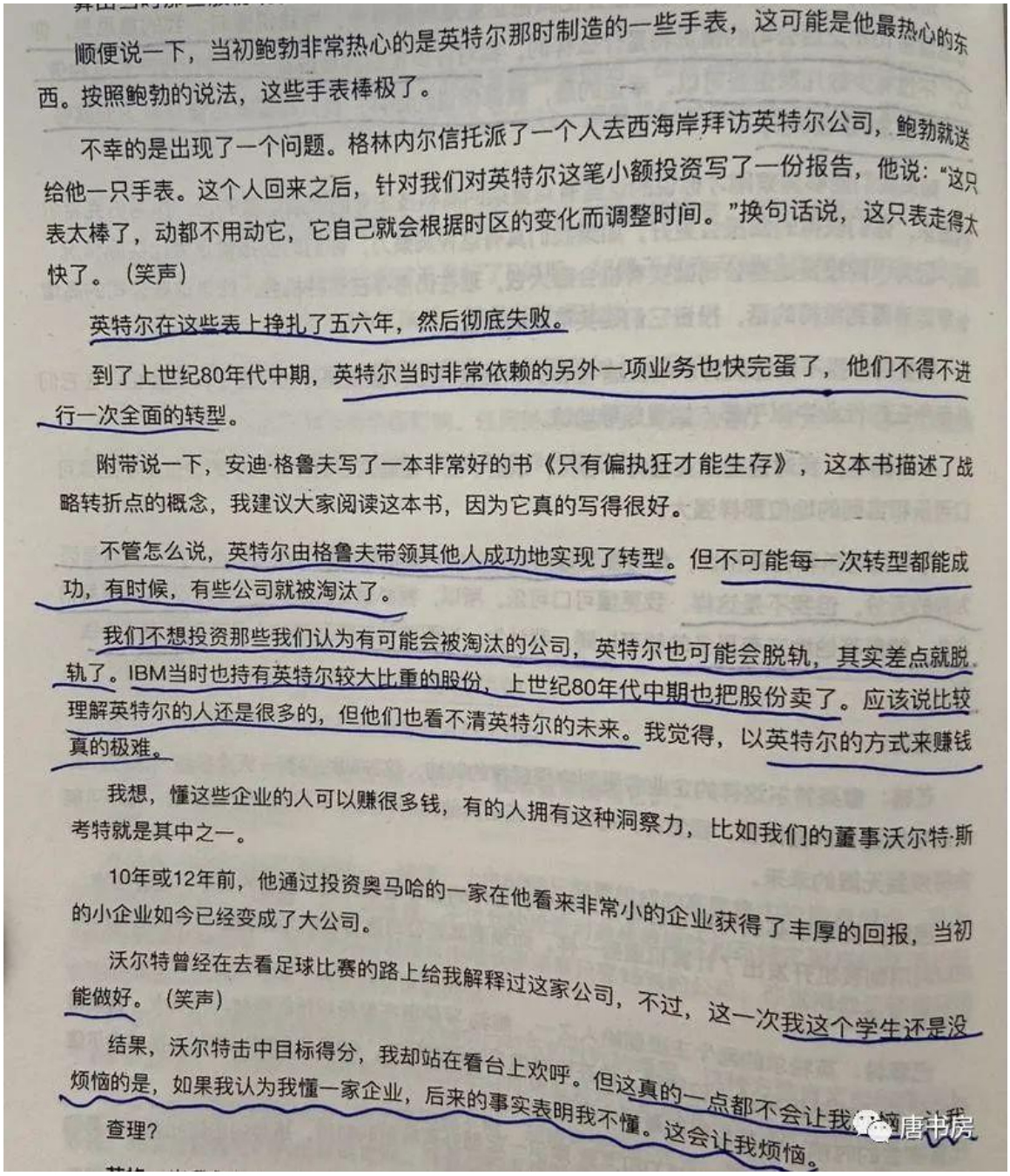
唐朝：很棒的回答。腾讯和苹果非常类似，看着像高科技，实际也是高科技，但巴神投苹果或者我投腾讯，投的并不是它们高科技的一面，而是他们的消费黏性。

2021 年 10 月 6 日

唐朝：我们不想投资那些我们认为有可能被淘汰的公司；

不是每一次转型都会成功的；

不懂某家企业不值得烦恼，自认懂最终发现其实不懂才是讨厌的事。



顺便说一下，当初鲍勃非常热心的是英特尔那时制造的一些手表，这可能是他最热心的东西。按照鲍勃的说法，这些手表棒极了。

不幸的是出现了一个问题。格林内尔信托派了一个人去西海岸拜访英特尔公司，鲍勃就送给他一只手表。这个人回来之后，针对我们对英特尔这笔小额投资写了一份报告，他说："这只表太棒了，动都不用动它，它自己就会根据时区的变化而调整时间。"换句话说，这只表走得太快了。（笑声）

英特尔在这些表上挣扎了五六年，然后彻底失败。

到了上世纪80年代中期，英特尔当时非常依赖的另外一项业务也快完蛋了，他们不得不进行一次全面的转型。

附带说一下，安迪·格鲁夫写了一本非常好的书《只有偏执狂才能生存》，这本书描述了战略转折点的概念，我建议大家阅读这本书，因为它真的写得很好。

不管怎么说，英特尔由格鲁夫带领其他人成功地实现了转型。但不可能每一次转型都能成功，有时候，有些公司就被淘汰了。

我们不想投资那些我们认为有可能会被淘汰的公司，英特尔也可能会脱轨，其实差点就脱轨了。IBM当时也持有英特尔较大比重的股份，上世纪80年代中期也把股份卖了。应该说比较理解英特尔的人还是很多的，但他们也看不清英特尔的未来。我觉得，以英特尔的方式来赚钱真的极难。

我想，懂这些企业的人可以赚很多钱，有的人拥有这种洞察力，比如我们的董事沃尔特·斯考特就是其中之一。

10年或12年前，他通过投资奥马哈的一家在他看来非常小的企业获得了丰厚的回报，当初的小企业如今已经变成了大公司。

沃尔特曾经在去看足球比赛的路上给我解释过这家公司，不过，这一次我这个学生还是没能做好。（笑声）

结果，沃尔特击中目标得分，我却站在看台上欢呼。但这真的一点都不会让我[illegible]让我烦恼的是，如果我认为我懂一家企业，后来的事实表明我不懂。这会让我烦恼。

查理？

唐书房

王凯：奥马哈的小公司指的是？

唐朝：说的可能是美国第三极通讯股份公司，纽交所上市的，代码 LVLT。

伯涵：不怕“知道自己不知道”，只怕“不知道自己不知道” 。

2021 年 10 月 6 日

唐朝：投资，是世上’唯一一个’业余的人只要承认自己是业余的，就可以比专业人士做的更好的领域。

巴菲特：很棒。

股东：非常感谢你。在四五年前的股东会议上，您曾说过，总的来说，基金经理的表现并不好于各种市场指数。您把这部分归因于一个积极管理的投资组合所固有的摩擦成本。

我想知道今天你是否会更新一下你的想法。你认为与指数基金相比，这种表现不佳的情况会持续下去吗？

然后还有一个相关的问题，如果你们两个人给一群股票共同基金经理提建议，有两到三件事是你们特别想给他们提的吗？

巴菲特：好吧，我会这么说。在我发表上述言论后的最近几年里，基金经理们并没有让我失望。(笑声)

总体而言，他们的表现逊于指数基金。这就是游戏的本质。总的来说，他们不可能表现太好。他们中有太多的人管理着太大的一部分资金。

因为同样的原因，在过去的几年里，人们不可能到这里来找Ak-Sar-Ben赚钱。总的来说，因为投资共同基金中的每一美元都有一定的损失，那些通过基金经理将美元投资于其他地方的投资者，总体上不能像他们自己创建自己的指数基金那样做得好，或者还不如直接拥有一只买指数基金。

你知道，他们说在这个世界上，你不可能不劳而获。但事实是，总的来说，基金经理们得到了一些免费的东西。我的意思是，他们免费得到了很多。——(掌声)

唐书房

而人们——投资者已经付出了代价——必然的结果是，投资者付出了一些东西，却没有得到任何回报。

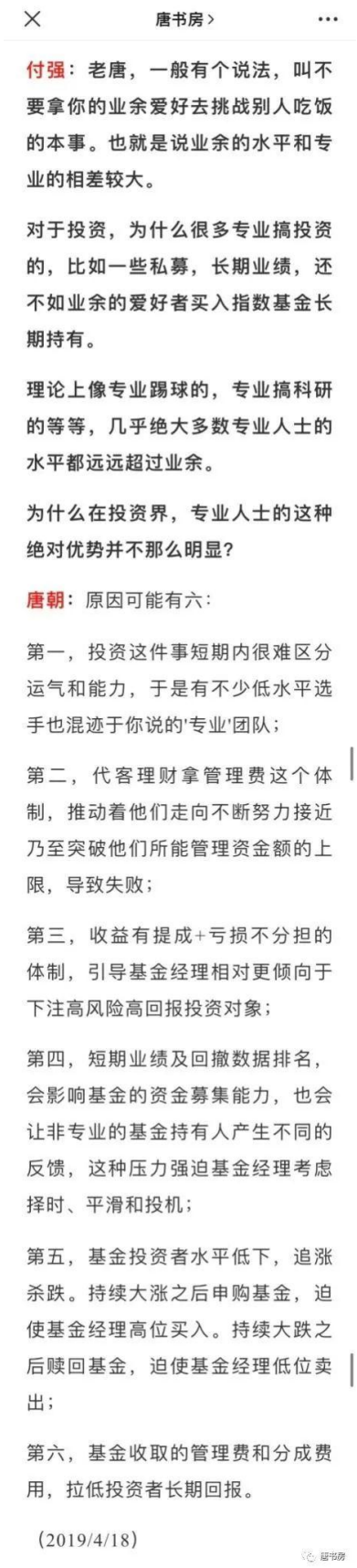
这并不意味着人是邪恶的。这并不意味着他们是江湖骗子之类的。这是自然的，如果你有6万亿或7万亿美元，或者其他什么，股票市场，你有一个非常大的比例由专业人士管理，他们向你收取可观的投资费用，当他们改变的时候，他们也有成本。

总的来说，它们的表现不如那些非机构管理的资金。

你知道，这是世界上我唯一能想到会发生这种现象的领域，也许查理会想到其他的一些领域——但在这个领域，业余的人，只要他承认自己是业余的，就会比专业人士为他所管理的人做得更好。

因此，如果我在教授投资这门课的话，我可能会告诉他们，为了他们自己的身心健康，他们可能应该离开教室。(笑声)

唐书房



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；

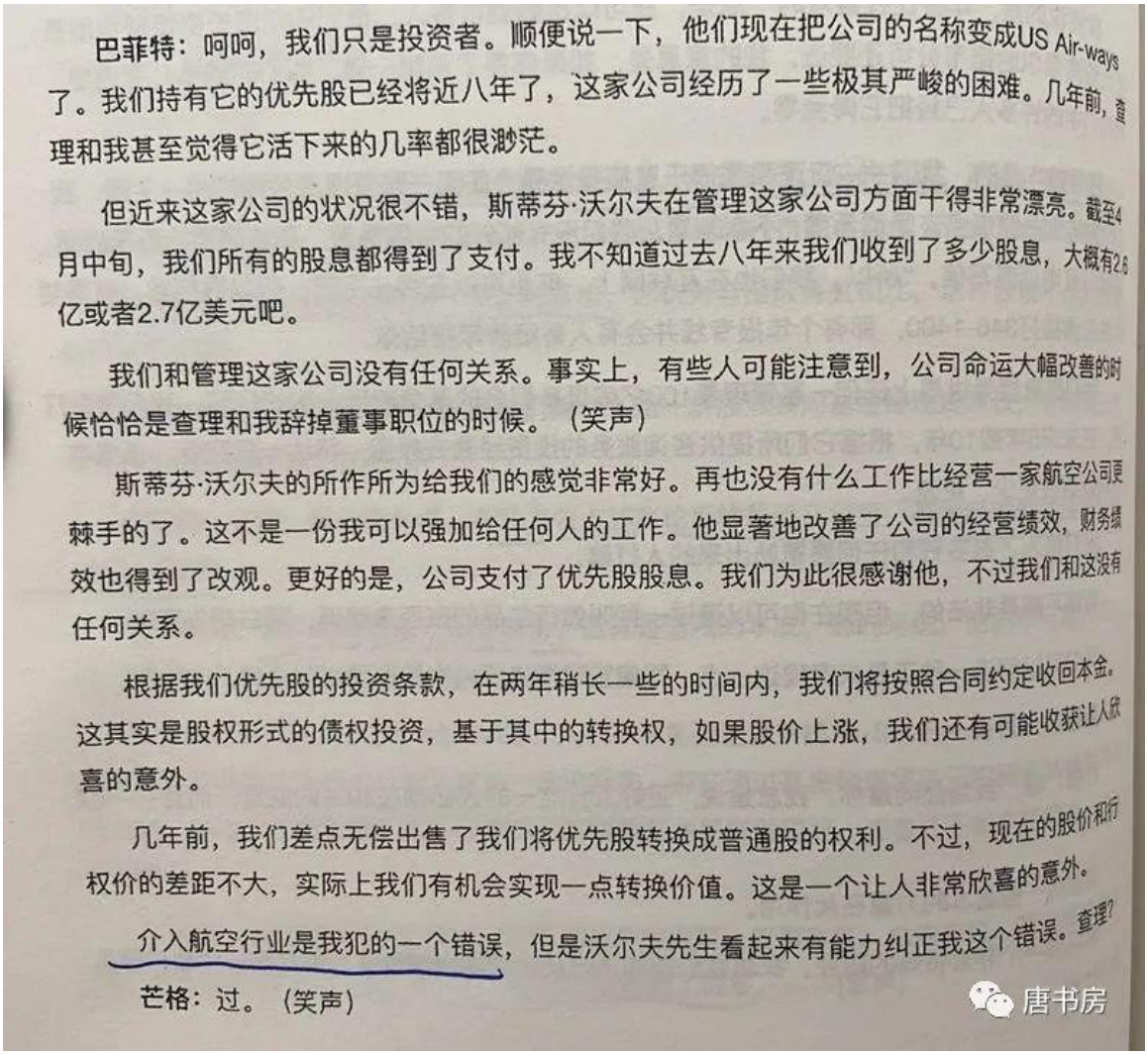
第五，基金投资者水平低下，追涨杀跌。持续大涨之后申购基金，迫使基金经理高位买入。持续大跌之后赎回基金，迫使基金经理低位卖出；

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）

2021 年 10 月 6 日

唐朝：巴神一生最邪门的投资领域就是航空和零售。他自己经常公开说这俩行业是坑，不值得投。然后自己一再重复掉坑里。



巴菲特：呵呵，我们只是投资者。顺便说一下，他们现在把公司的名称变成US Air-ways了。我们持有它的优先股已经将近八年了，这家公司经历了一些极其严峻的困难。几年前，查理和我甚至觉得它活下来的几率都很渺茫。

但近来这家公司的状况很不错，斯蒂芬·沃尔夫在管理这家公司方面干得非常漂亮。截至4月中旬，我们所有的股息都得到了支付。我不知道过去八年来我们收到了多少股息，大概有2.6亿或者2.7亿美元吧。

我们和管理这家公司没有任何关系。事实上，有些人可能注意到，公司命运大幅改善的时候恰恰是查理和我辞掉董事职位的时候。（笑声）

斯蒂芬·沃尔夫的所作所为给我们的感觉非常好。再也没有什么工作比经营一家航空公司更棘手的了。这不是一份我可以强加给任何人的工作。他显著地改善了公司的经营绩效，财务绩效也得到了改观。更好的是，公司支付了优先股股息。我们为此很感谢他，不过我们和这没有任何关系。

根据我们优先股的投资条款，在两年稍长一些的时间内，我们将按照合同约定收回本金。这其实是股权形式的债权投资，基于其中的转换权，如果股价上涨，我们还有可能收获让人欣喜的意外。

几年前，我们差点无偿出售了我们将优先股转换成普通股的权利。不过，现在的股价和行权价的差距不大，实际上我们有机会实现一点转换价值。这是一个让人非常欣喜的意外。

介入航空行业是我犯的一个错误，但是沃尔夫先生看起来有能力纠正我这个错误。查理？

芒格：过。（笑声）

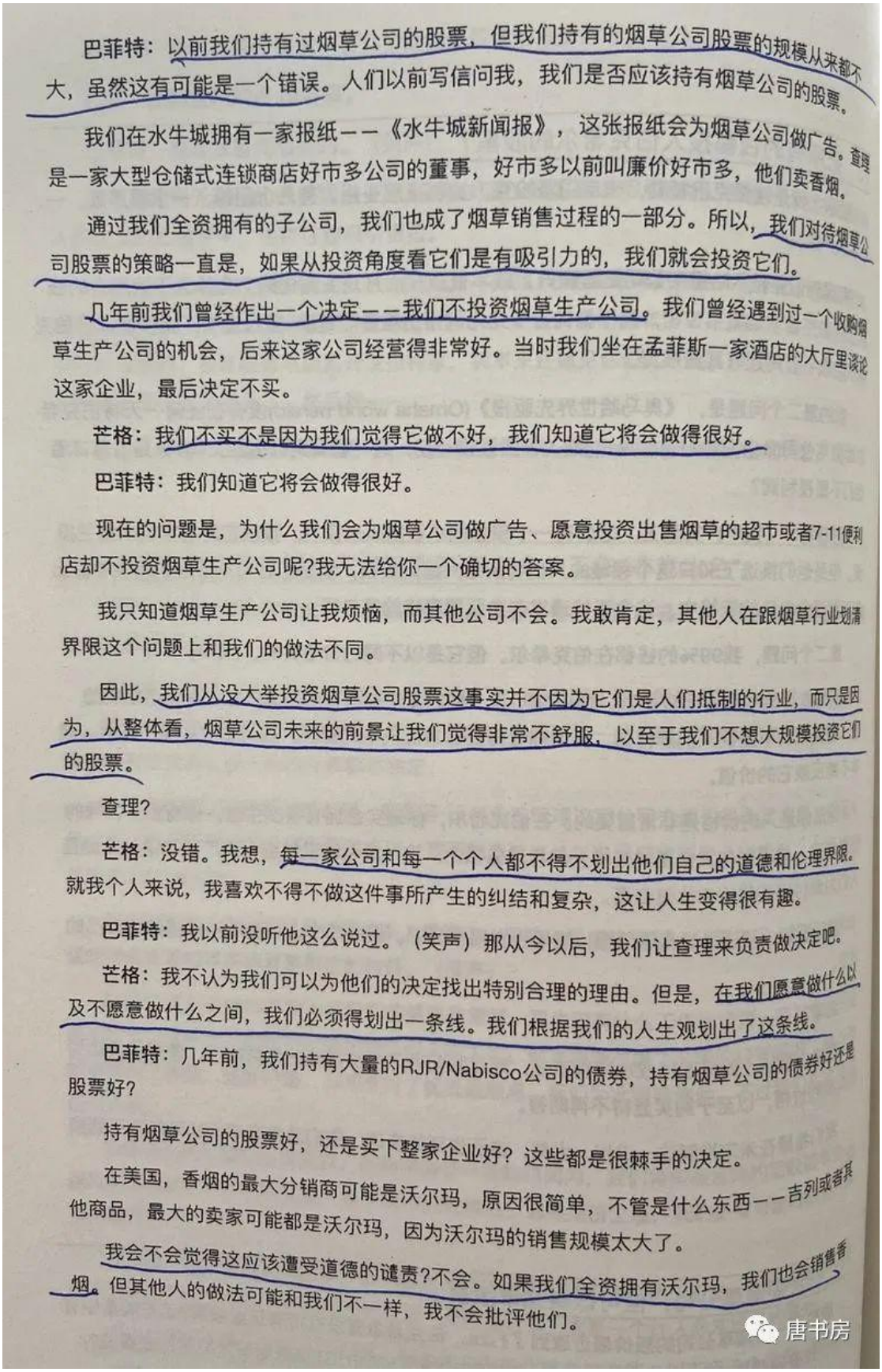
唐书房

知者不言：或许是资金量太大，没得太多选择吧。这也是唐老师一直强调的，巴神后期的投资不值得推崇和模仿的地方。

晨子：克服人性的弱点，真的挺难的。

2021 年 10 月 6 日

唐朝：出于价值观因素，伯克希尔不控股烟草公司。但价格合适，不介意买入烟草公司（非控股比例）的股票。



巴菲特：以前我们持有过烟草公司的股票，但我们持有的烟草公司股票的规模从来都不大，虽然这有可能是一个错误。人们以前写信问我，我们是否应该持有烟草公司的股票。

我们在水牛城拥有一家报纸——《水牛城新闻报》，这张报纸会为烟草公司做广告。查理是一家大型仓储式连锁商店好市多公司的董事，好市多以前叫廉价好市多，他们卖香烟。

通过我们全资拥有的子公司，我们也成了烟草销售过程的一部分。所以，我们对待烟草公司股票的策略一直是，如果从投资角度看它们是有吸引力的，我们就会投资它们。

几年前我们曾经作出一个决定——我们不投资烟草生产公司。我们曾经遇到过一个收购烟草生产公司的机会，后来这家公司经营得非常好。当时我们坐在孟菲斯一家酒店的大厅里谈论这家企业，最后决定不买。

芒格：我们不买不是因为我们觉得它做不好，我们知道它将会做得很好。

巴菲特：我们知道它将会做得很好。

现在的问题是，为什么我们会为烟草公司做广告、愿意投资出售烟草的超市或者7-11便利店却不投资烟草生产公司呢?我无法给你一个确切的答案。

我只知道烟草生产公司让我烦恼，而其他公司不会。我敢肯定，其他人在跟烟草行业划清界限这个问题上和我们的做法不同。

因此，我们从没大举投资烟草公司股票这事实并不因为它们是人们抵制的行业，而只是因为，从整体看，烟草公司未来的前景让我们觉得非常不舒服，以至于我们不想大规模投资它们的股票。

查理?

芒格：没错。我想，每一家公司和每一个个人都不得不划出他们自己的道德和伦理界限。就我个人来说，我喜欢不得不做这件事所产生的纠结和复杂，这让人生变得很有趣。

巴菲特：我以前没听他这么说过。（笑声）那从今以后，我们让查理来负责做决定吧。

芒格：我不认为我们可以为他们的决定找出特别合理的理由。但是，在我们愿意做什么以及不愿意做什么之间，我们必须得划出一条线。我们根据我们的人生观划出了这条线。

巴菲特：几年前，我们持有大量的RJR/Nabisco公司的债券，持有烟草公司的债券好还是股票好?

持有烟草公司的股票好，还是买下整家企业好？这些都是很棘手的决定。

在美国，香烟的最大分销商可能是沃尔玛，原因很简单，不管是什么东西——吉列或者其他商品，最大的卖家可能都是沃尔玛，因为沃尔玛的销售规模太大了。

我会不会觉得这应该遭受道德的谴责?不会。如果我们全资拥有沃尔玛，我们也会销售香烟。但其他人的做法可能和我们不一样，我不会批评他们。

唐书房

庞震撼：买多买少，控股与否不是一个道理吗？没搞明白这个逻辑。

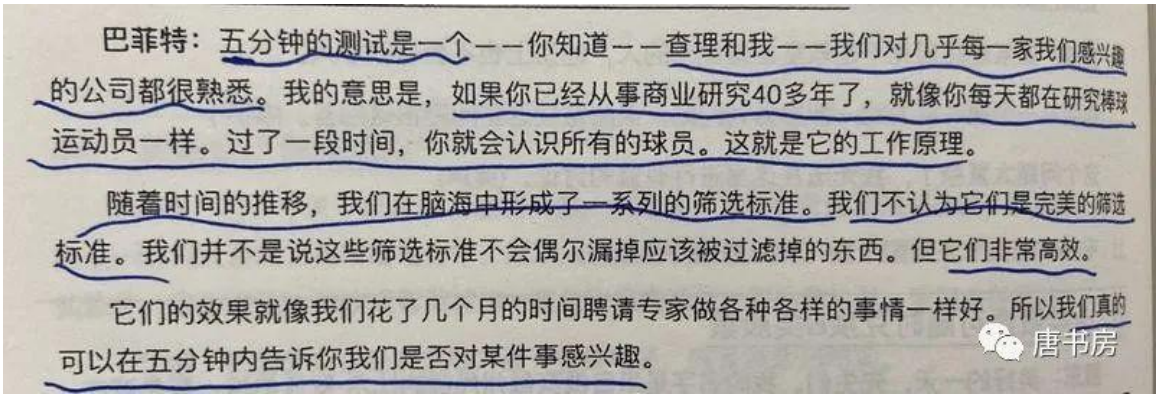
唐朝：佛教里面有个对居士的退而求其次的要求，可以吃肉，但只吃三净肉。所谓三净肉就是不见杀、不闻杀、不为我杀。

巴神这个类似，控股经营烟草企业，相当于有些罪孽是我亲手做的。而我买不买烟草企业的股票，烟

草企业本身就在那么运转。我只是赚了市场对手的钱，相当于吃了三净肉。

2021 年 10 月 6 日

唐朝：巴神解释为什么经常可以在五分钟内回复是否有兴趣收购某公司。



巴菲特：五分钟的测试是一个——你知道——查理和我——我们对几乎每一家我们感兴趣的公司都很熟悉。我的意思是，如果你已经从事商业研究40多年了，就像你每天都在研究棒球运动员一样。过了一段时间，你就会认识所有的球员。这就是它的工作原理。

随着时间的推移，我们在脑海中形成了一系列的筛选标准。我们不认为它们是完美的筛选标准。我们并不是说这些筛选标准不会偶尔漏掉应该被过滤掉的东西。但它们非常高效。

它们的效果就像我们花了几个月的时间聘请专家做各种各样的事情一样好。所以我们真的可以在五分钟内告诉你我们是否对某件事感兴趣。

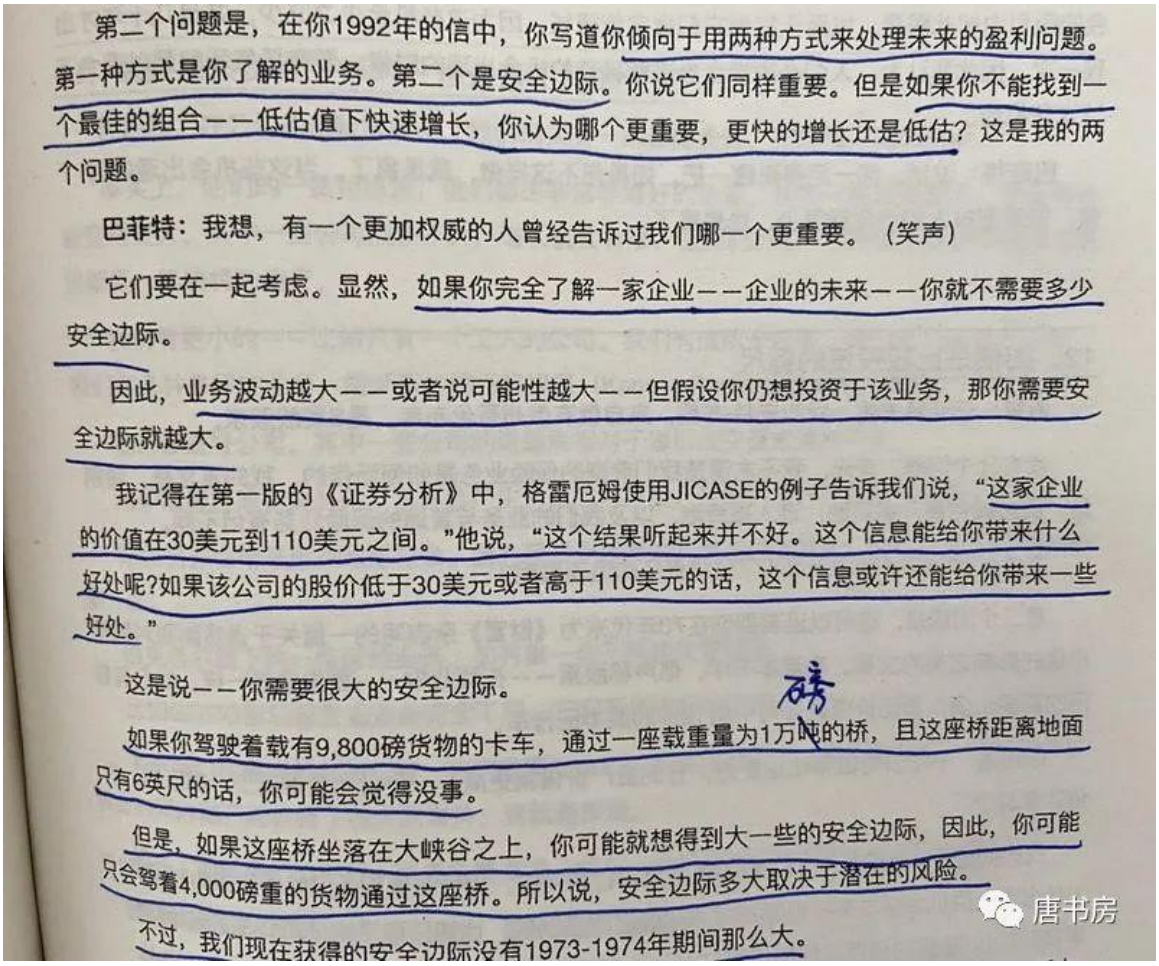
唐书房

丝路之鹰国际-黄光明：长期对行业、对公司的研究已经让他具备了快速筛选企业标准的能力！

kwan：天天看财报当饭吃，自然了然于胸。我等得加倍努力啊！

2021 年 10 月 6 日

唐朝：书房引用过的巴神关于安全边际的思考变化，以及前两天刚引用过的，格雷厄姆关于“得出一个 30~110 美元估值区间有什么价值”的表述。



第二个问题是，在你1992年的信中，你写道你倾向于用两种方式来处理未来的盈利问题。第一种方式是你了解的业务。第二个是安全边际。你说它们同样重要。但是如果你不能找到一个最佳的组合——低估值下快速增长，你认为哪个更重要，更快的增长还是低估？这是我的两个问题。

巴菲特：我想，有一个更加权威的人曾经告诉过我们哪一个更重要。（笑声）

它们要在一起考虑。显然，如果你完全了解一家企业——企业的未来——你就不需要多少安全边际。

因此，业务波动越大——或者说可能性越大——但假设你仍想投资于该业务，那你需要安全边际就越大。

我记得在第一版的《证券分析》中，格雷厄姆使用JICASE的例子告诉我们说，“这家企业的价值在30美元到110美元之间。”他说，“这个结果听起来并不好。这个信息能给你带来什么好处呢?如果该公司的股价低于30美元或者高于110美元的话，这个信息或许还能给你带来一些好处。”

这是说——你需要很大的安全边际。

如果你驾驶着载有9,800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英尺的话，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，因此，你可能只会驾着4,000磅重的货物通过这座桥。所以说，安全边际多大取决于潜在的风险。

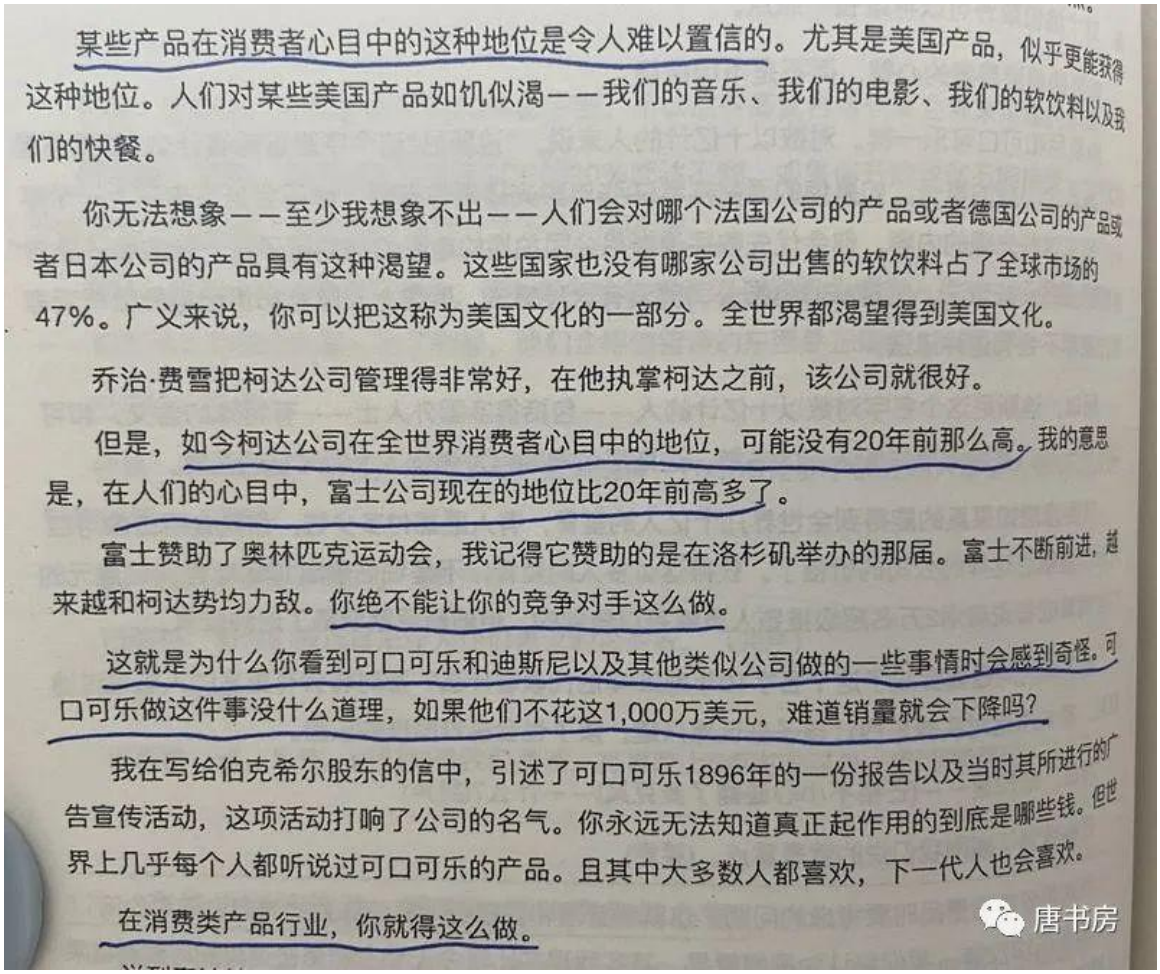
不过，我们现在获得的安全边际没有1973-1974年期间那么大。

唐书房

伯涵：完全了解，就不需要多大的安全边际；越不了解，需要的安全边际越大。就像杂技演员走钢丝，对他来说安全边际够了，对我们普通人来说不够。

2021 年 10 月 6 日

唐朝：很多消费品龙头，做广告的目的只是专门'浪费'一笔钱，维持现有竞争格局，增加对手或潜在对手成功的难度，遏制对手或潜在对手逆袭的可能。


某些产品在消费者心目中的这种地位是令人难以置信的。尤其是美国产品，似乎更能获得这种地位。人们对某些美国产品如饥似渴——我们的音乐、我们的电影、我们的软饮料以及我们的快餐。

你无法想象——至少我想象不出——人们会对哪个法国公司的产品或者德国公司的产品或者日本公司的产品具有这种渴望。这些国家也没有哪家公司出售的软饮料占了全球市场的47%。广义来说，你可以把这称为美国文化的一部分。全世界都渴望得到美国文化。

乔治·费雪把柯达公司管理得非常好，在他执掌柯达之前，该公司就很好。

但是，如今柯达公司在全世界消费者心目中的地位，可能没有20年前那么高。我的意思是，在人们的心目中，富士公司现在的地位比20年前高多了。

富士赞助了奥林匹克运动会，我记得它赞助的是在洛杉矶举办的那届。富士不断前进，越来越和柯达势均力敌。你绝不能让你的竞争对手这么做。

这就是为什么你看到可口可乐和迪斯尼以及其他类似公司做的一些事情时会感到奇怪。可口可乐做这件事没什么道理，如果他们不花这1,000万美元，难道销量就会下降吗？

我在写给伯克希尔股东的信中，引述了可口可乐1896年的一份报告以及当时其所进行的广告宣传活动，这项活动打响了公司的名气。你永远无法知道真正起作用的到底是哪些钱。但世界上几乎每个人都听说过可口可乐的产品。且其中大多数人都喜欢，下一代人也会喜欢。

在消费类产品行业，你就得这么做。

唐书房

我行我素：终于理解了供不应求的阿茅为什么还打广告。

LG：原来如此。看到伊利，五粮液这种强品牌消费品公司在各处打广告，有时候也会觉得这种公司都已经家喻户晓了还有必要打广告吗？上面这段文字给我解了惑。感谢老唐的分享。

2021 年 10 月 6 日

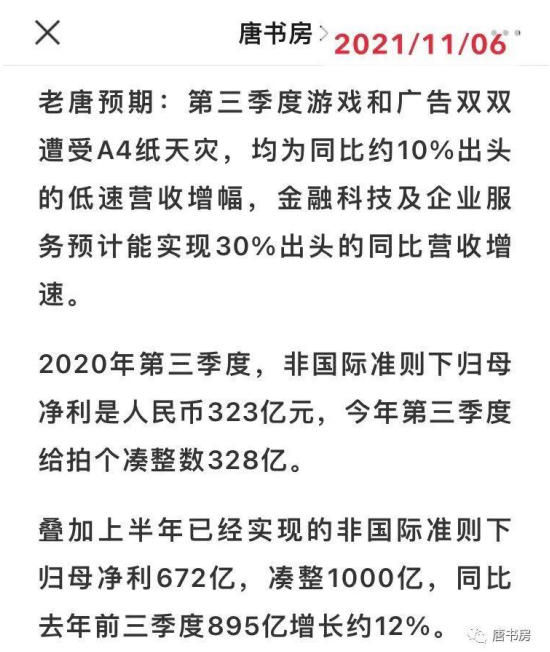
相关文章：

- 查理.芒格最新睿智问答精选及老唐点评
- 巴神 2020 年度致股东信精要及老唐解读（上）
- 巴神 2020 年度致股东信精要及老唐解读（中）
- 巴神 2020 年度致股东信精要及老唐解读（下）
- 书房拾遗特别版——《巴菲特历年演讲》精要专辑
- 书房拾遗第 33 期——伯克希尔股东大会问答陪读①

第1039篇.　　2021.11.13－2021年腾讯三季报简析

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-11-13

腾讯三季报略低于我的预期。上周周记里，我写过对腾讯三季报的预期。



预期第三季度非国际准则下净利润为 328 亿，实际是 318 亿。

预期前三季度非国际准则净利润为 1000 亿，同比增长 12%。实际是 989 亿，同比增长 10%。

看了三大业务板块的数据，金融科技及企业服务预期增长 30%出头，实际同比增长 30.3%，算是精准。

游戏预计的是 10%出头的同比增长，实际情况是 8%，略低于预期，主要是本土游戏收入低于我的预期造成的。

本次财报新增游戏本土数据及非本土数据分项披露。其中本土游戏同比增长仅 5%，受监管政策影响比我预计的略大——本土指不包含港澳台在内的中国境内市场。

非本土游戏部分发展喜人，同比增长 20%。如果去掉人民币升值因素影响，第三季度非本土游戏收入同比增长是 28%。第三季度非本土游戏收入，已经占到本土游戏收入的 1/3 啦。

广告还要惨点儿，我预计的也是 10%出头的增长，实际增长仅 5%出头。主要是第三季度教育、保险和游戏三个传统广告大户遭受政策打击，需求断崖式突降造成的。

从这个细节，其实也可以看到分众传媒的强大。

分众第三季度面对同样的市场环境，单季营收 38.2 亿，不仅是同比增长超过 17%，而且还超过了最鼎盛的 2018 年第三季度营收 37.7 亿，创下分众第三季度单季营收历史新高。

究其原因，可以概括为“线上千万条、线下一轿厢”，是江南春总结的“必经”二字的威力。

国际准则下腾讯净利润，第三季度同比微增 3%，前三季度净利润 1299 亿，同比增长 29%，核心是投资收益增长造成的。

投资实际上就是腾讯的主业，而不是不务正业。但腾讯投资的核心不是低买高卖的财务目的，而是冗余流量的变现+自身生态的补充。

举个简单粗暴的例子，就好比腾讯建设了一个庞大的公园，因为免费的无敌美景吸引来庞大的人群。

腾讯自己会在公园里投资一些游戏项目、表演项目、也会立一些广告牌（我突然联想到开封府的清明上河园了，见《河南印象》）。

但是成千上万的人，必然有各种各样稀奇古怪的爱好和需求。挖空心思服务人民（币）的商家必然会

闻风而动，力图提供更多服务，让人们吃喝玩乐的更舒服。



此时，面对被挖掘出来的需求，腾讯的选择可以有三条：自营、入股、卖流量。

自己可以做得好的，就自己做。包括原创和借鉴/抄袭；自己做不好的，就考虑入股或者卖流量。

入股的，流量本身要作为入股价格的全部或部分。

对方得到的待遇就是公园里的宣传、导游图的标识甚至观光车在你家门口设站、停靠，或者把风景最美、游客滞留时间最长的地方租给你开店。

自己不愿意入股或者对方不接受入股的，那就简单粗暴：导流收费，类似于一个人头算几文钱，明码标价。

腾讯此时把握的原则就是：所有这些自营、入股或导流，终极目的就是让游客爽，让游客开心，能够增加公园对游客的吸引力。

当然，要确保不能违法，比如你不能开青楼。虽然部分游客确实有这种需求😂

这三种方式里，自营和卖流量都会体现在当期损益里。但入股部分是冗余流量的静悄悄变现，往往并不体现在财务报表上，很容易被投资者忽略其价值。

以最新的三季报为例。

公司对外股权投资，必然形成四种资产之一：并表子公司股权，联合营公司股权、笋子、粽子。

并表子公司股权，比如腾讯音乐、阅文集团、拳头游戏、supercell、易车、搜狗、虎牙、乐游科技等，他们的营收和净利润都已经包含在腾讯当期净利润里。



綜合財務狀況表
於二零二一年九月三十日

	附註	未經審核 二零二一年 九月三十日 人民幣百萬元	經審核 二零二零年 十二月三十一日 人民幣百萬元
資產			
非流動資產			
物業、設備及器材		59,779	59,843
土地使用權		16,153	16,091
使用權資產		14,917	12,929
在建工程		5,435	4,939
投資物業		531	583
無形資產		180,574	159,437
於聯營公司的投資	8	369,441	297,609
於合營公司的投資		6,790	7,649
以公允價值計量且其變動計入損益的金融資產	9	193,931	165,944
以公允價值計量且其變動計入其他全面收益的金融資產	10	243,940	213,091
預付款項、按金及其他資產		36,288	24,630
其他金融資產		549	4
遞延所得稅資產		24,566	21,348
定期存款		36,969	31,681
		1,189,863	1,015,778
流動資產			
存貨		2,735	814
應收賬款	11	53,837	44,981
預付款項、按金及其他資產		63,932	40,321
其他金融資產		1,392	1,133
以公允價值計量且其變動計入損益的金融資產	9	13,768	6,593
定期存款		68,578	68,487
受限制現金		2,606	2,520
現金及現金等價物		170,873	152,798
		377,721	317,647
資產總額		1,567,584	1,333,425

以腾讯的报表净利润给腾讯估值，最大的忽略是联合营公司股权价值，这万亿股权（9474+1260+68=10802），前三季度体现在腾讯利润表里的数字是-82亿。

上市243,500+非上市126,000

上市22,300+非上市160,800 +理财（非流动）10,800

上市228,200+非上市15,740

理财（流动）

笋子（以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产）：包含有上市公司股权 223 亿+非上市公司股权 1608 亿，以及理财类资产 108+138=246 亿，合计 2077 亿。

这部分在腾讯的前三季度利润表里，贡献了 380 亿投资收益（其他收益净额内，看财报 30 页）。

这当中，直接受股市股价波动影响的资产，仅有 223/2077=10.7%，其他近 90%资产基本不受股市波动影响，且主要部分是非上市公司股权再融资时的公允价值提升。

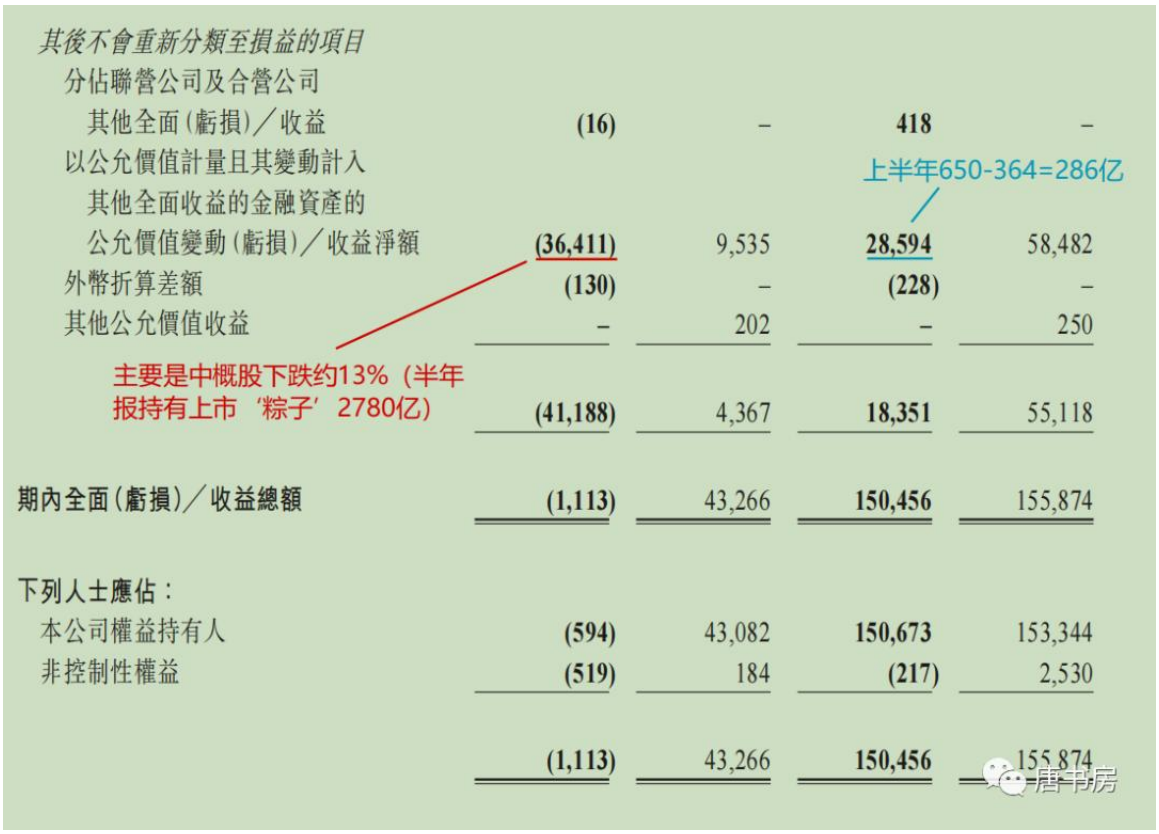
粽子（以公允价值计量且其变动计入其他全面收益的金融资产）：共计 2439 亿，包括上市公司股票 2282 亿+非上市公司股权 157 亿。

这部分持股，公允价值波动很大，因为约 94%是上市公司股票，股价波动不可控。

但粽子资产，除了几乎可以忽略的少量分红会计入腾讯利润表，其本身的公允价值变动，只会影响腾讯的净资产，并不计入利润表——因为都是高速成长期企业，大部分还是未盈利状态下高速扩张的企业，基本不分红或分红极少。

比如今年三季度粽子资产就产生了 364 亿的亏损（财报 19 页），主要就是持有的投资对象股价下跌造成的——核心是被 A4 纸重创的中概股。

上半年这部分公允价值涨了 650 亿，第三季度下跌 364 亿，所以前三季度合计贡献 286 亿。无论是涨 650 亿、跌 364 亿或汇总增值 286 亿，它们都不计入腾讯的净利润。



其後不會重新分類至損益的項目				
分佔聯營公司及合營公司				
其他全面(虧損)／收益	(16)	–	418	–
以公允價值計量且其變動計入其他全面收益的金融資產的公允價值變動(虧損)／收益淨額	(36,411)	9,535	28,594	58,482
外幣折算差額	(130)	–	(228)	–
其他公允價值收益	–	202	–	250
	(41,188)	4,367	18,351	55,118
期內全面(虧損)／收益總額	(1,113)	43,266	150,456	155,874
下列人士應佔：				
本公司權益持有人	(594)	43,082	150,673	153,344
非控制性權益	(519)	184	(217)	2,530
	(1,113)	43,266	150,456	155,874

唐书房

笋子和粽子的安排，是有意隔离上市公司股票价格波动对腾讯利润表的干扰，但它们总归是要计入报表净资产的。

真正被彻底忽略的是近万亿的联合营公司股权。其中主要是联营公司股权，比如美团、京东、拼多多、滴滴、金山、同程、蔚来、B 站、贝壳、小红书、富途、暴雪、唯品会、有赞、众安保险、微众银行……等。

这些规模庞大，前景可观的知名企业股权，目前市值超过万亿。但记录在腾讯资产负债表上仅 3762 亿，且给腾讯前三季度利润表的贡献为负值：-82 亿。

因此当我们直接用腾讯全年净利润，或非国际准则下净利润去估值的时候，相当于默认这万亿股权是腾讯的累赘。

这是市场对腾讯投资业务的偏见，是互联网平台、在线教育及中概股连续遭受多重政策打压导致的悲观。

我相信伴随着时间的推移，这些悲观会逐步被市场淡忘的，这是规律。而万亿股权会有成为腾讯利好因素的时刻，这也是规律💪

届时，今天 3.8 万亿人民币（4.65 万亿港币）的腾讯，又会让人感叹其居然曾经那么便宜过

——按照前三季度 1299 亿净利润/3×4=1730 亿毛估估，3.8 万亿市值对应大约 22 倍市盈率。

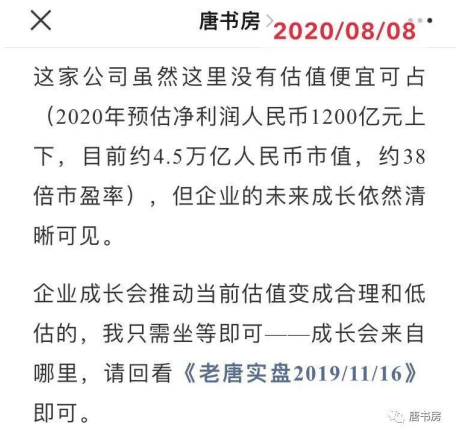
如果忽略万亿联合营股权及其前三季度贡献的-82 亿盈利，那么剩余部分相当于是 2.8 万亿市值，对应约 1800 亿年度净利润。

当然，更精细的也可以从市值里减掉联合营、笋子、粽子市值合计 1.5 万亿（9474+1260+68+2077+2439），得出剔除投资资产后的市值 2.3 万亿。

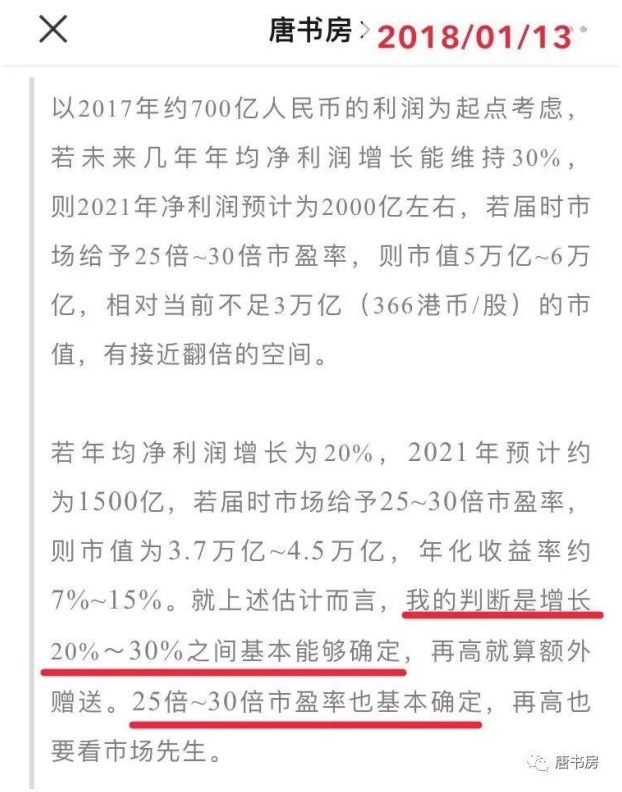
同时从税前利润 1485 亿里，减去其他收益净额 633 亿，减去联合营盈利-82 亿，得出前三季度（剔除投资相关资产后）税前盈利 934 亿。再按 934/3×4=1245 亿，扣除 15%所得税，估算出（剔除投资业务后的）年度净利润约 1060 亿。

用 3.8 万亿对应 1730 亿、2.8 万亿对应 1800 亿，或 2.3 万亿对应 1060 亿，无论哪种方法的计算结果，在我看来都是对腾讯游戏、社交、广告、金融科技及企业服务业务部门价值的严重低估。

不过，别激动哈，严重低估也不一定会涨。老唐去年八月写过 4.5 万亿市值合理，结果丝毫没有影响它从合理跌至今天的低估



对于 2021 年的情况，我在 2018 年初曾写过预测——时光真快。



当时预测是 20%~30%之间的增长基本能确定，25~30 倍市盈率也基本能确定。

即：2021 年净利润基本确定在 1500~2000 亿之间，股价基本确定在 3.7 万亿~6 万亿之间。目前看，算是蒙对。

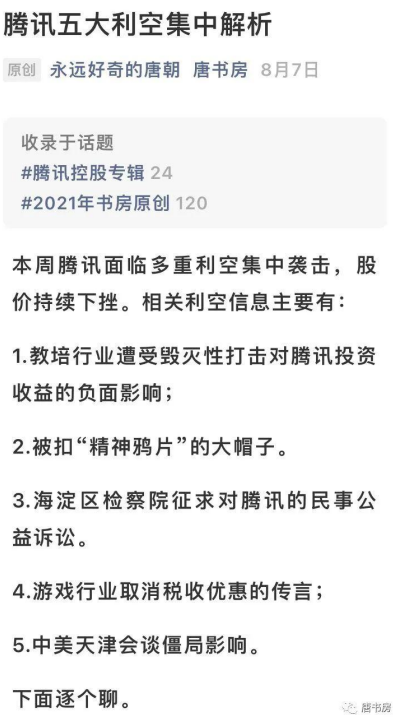
今年的净利润基本确定会落在 1500~2000 亿之间（国际准则），而今年股价波动于 412.2 港币~775.5 港币之间，对应人民币市值约 3.25 万亿~6.1 万亿。

上限差不多，下限突破估计值约 12%。大致算靠谱吧。

推动腾讯股价从年内高点 6.1 万亿，跌至当前约 3.8 万亿的因素，当然是接连爆出的利空对投资者信心的持续打击。

那么，这些利空因素未来还会继续发威吗？

此时回看三个月前，我在《腾讯五大利空集中解析》一文里谈到的五大利空因素，似乎前四个已经消散，媒体和舆论已经基本不怎么提起。



而第五个因素目前依然高度不确定。

既有不利的：



也有有利的：

外交部发言人华春莹 11 月 13 日宣布：经中美双方商定，国家主席习近平将于北京时间 11 月 16 日上午同美国总统拜登举行视频会晤，就中美关系和双方共同关心的问题交换意见。

结论：不懂，不知，不评论。

无论什么结果，本投资人都无怨无悔地承受。

而几周后，在 8 月 21 日《拆解市场对腾讯的主要担忧》一文提到的主要担忧：

①中概股暴跌导致腾讯财报数据难看——该文及本文均用数据展示了，这是不必要的担心。

腾讯的投资分类，注定了股价涨跌对利润表影响几乎可以忽略。

②游戏业务是不是会遭受灭顶之灾。

目前已经非常明确，对于游戏的打击仅限于未成年人范围——本期腾讯特意披露了有关未成年人的数据：游戏时长占比 0.7%，流水占比 1.1%，均是可以忽略的范围。

尤其是 7 天前，在冰岛举行“英雄联盟”第 11 届总决赛里，中国电竞俱乐部 EDG 在决赛中击败韩国

战队 DK，夺得该项赛事的冠军。

这次总决赛直播，在哔哩哔哩获得 3.5 亿人气关注，国内有 32 所国内知名高校公开设立了线下观赛点，腾讯视频的直播显示有 8600 万人看过，微博的官方直播显示有 8194 万观看，微博相关话题 9 小时内的阅读量达到 34 亿，央视新闻发文祝贺……

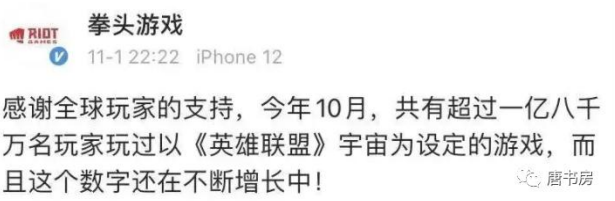
这一切，已经淡化了原本流传的“游戏是精神鸦片”，以及政府打压游戏产业的担忧。

Sensor Tower 游戏平台数据显示，在《王者荣耀》周年庆和《英雄联盟手游》国服上市两大利好协助下，10 月份腾讯游戏全球收入环比增长 32%，同比增长 23.3%，创下历史新高记录。

尤其是《英雄联盟手游》，10 月 8 日国服上线，在中国玩家的热捧之下，10 月份全球收入是 9 月的 17 倍，其热度令人瞠目结舌。

其出品方拳头游戏（腾讯的全资子公司）11 月 1 日公布数据：

10 月，全球有超过 1.8 亿名玩家玩过以《英雄联盟》宇宙为设定的游戏，且这个数字还在不断增长中。



这些场景以及这些数据，正在告诉我们游戏产业上空的乌云已经基本散开，四季度游戏产业重回高速增长轨道是可以确定的事情。

③关于互联网平台的监管——伴随着规则明确，处罚落地，针对大型互联网平台的监管已经度过混乱期/惊讶期。或许还会有余波，但基本不大可能再有很大的冲击了。

④税收优惠幅度降低的问题。可能性依然存在，但影响幅度本就不大，最坏情况也就 5%上下的干扰。

⑤共同富裕、三次分配及 500 亿相关投资的问题。

腾讯的确增加可持续发展和共同富裕方面的投资，但绝不是网络讹传的捐献，而是有利于腾讯未来有高质量发展的自主投资。

逐条分析这些所谓利空，除了不可测的中美关系、台海局势之外，其他利空要么已经过去，要么不值得关心。

关于第四季度，我个人预计广告业务可能依然需要时间去调整客户结构及提升广告价格（三季报的广告业务毛利率降幅比较大），但由于游戏重回高增长是非常确定的事情，游戏和金融科技及企业服务的高速增长，足以弥补广告的短期受压。

因此对于之前的全年业绩预测“非国际准则下 1450 亿左右”，目前看，或许只需因三季度略低于预期，而将全年微调为 1430 亿左右即可。

1430±5%范围应该是能确定的。挑战一下，限制在 1430±1%范围试试

大致就是这么个情况。至于元宇宙什么的，别问，问了我也不懂。

我的理解就是过去的剩饭“虚拟现实”改头换面，短期内只见题材没啥实事儿，观察学习一点时间后再说吧。人生很长，不必慌张

第1040篇.　　2021.11.13 - 老唐实盘周记20211113

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-11-13

本周交易

无

目前持仓

目前持仓：腾讯 40%，洋河 24%，茅台 18%，分众 8%，古井贡 B5%，陕西煤业 5%，另有观察仓海康威视和福寿园不计。

下表除“当前股价”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	40%	72000±10%	<36000	80000	38109	485.20	-13.73%
洋河股份	24%	4200±10%	<2100	4700	2628	174.37	-25.17%
贵州茅台	18%	26400±10%	<13200	35000	22282	1773.78	-10.36%
分众传媒	8%	①	<770	1980	1051	7.28	-23.75%
古井贡B	5%	920±10%	<460	1060	433	100.00	-5.82%
陕西煤业	5%	①	<1020	2500	1130	11.66	36.14%
沪深300						4888.37	-6.20%
上证指数						3539.37	1.91%
2021/11/13			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8185	

唐书房

注：①采用席勒市盈率估值的企业，不估算三年后估值；

②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；

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。

附：上期数据

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	38%	72000±10%	<36000	80000	36859	467.40	-16.89%
洋河股份	25%	4200±10%	<2100	4700	2795	185.50	-20.39%
贵州茅台	18%	26400±10%	<13200	35000	22862	1819.94	-8.02%
分众传媒	8%	①	<770	1980	1073	7.43	-22.17%
古井贡B	5%	920±10%	<460	1060	442	101.82	-4.11%
陕西煤业	5%	①	<1020	2500	1151	11.87	38.60%
沪深300						4842.35	-7.08%
上证指数						3491.57	0.53%
2021/11/6			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8218	

唐书房

收益

本周实盘净值下跌约 1%。

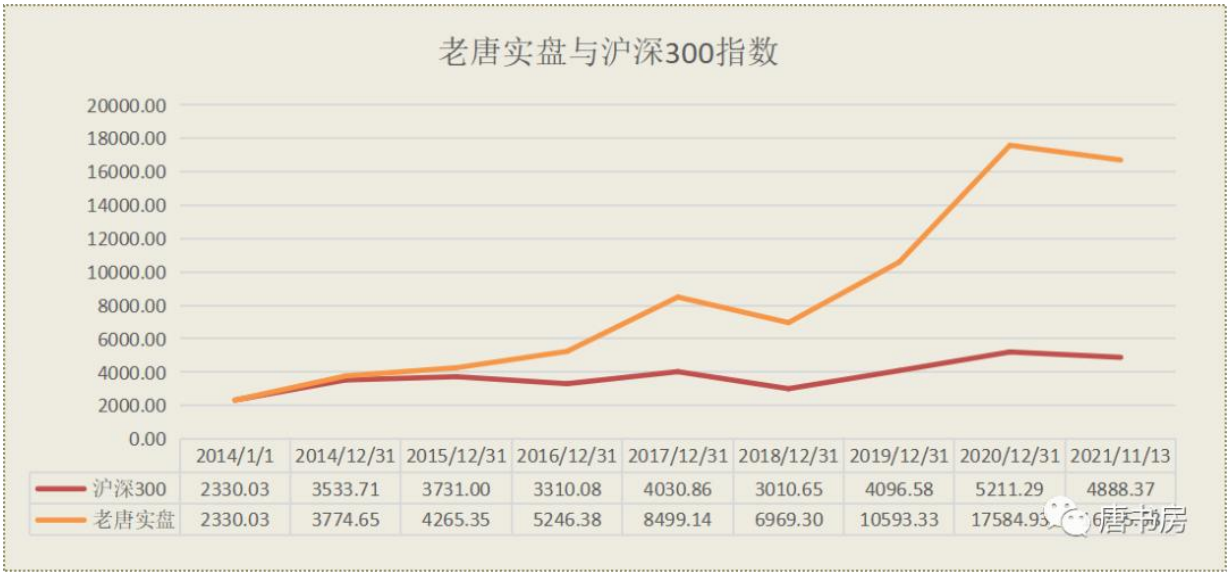
2021 年内收益从上周末的-4%，跌至本周末的-5%（四舍五入）。

老唐实盘	年度收益	期末净值	期限/年	年化收益	HS300涨幅	HS300净值	HS300年化
2014	62%	1.62	1	62%	51.66%	1.52	51.66%
2015	13%	1.83	2	35%	5.58%	1.60	26.54%
2016	23%	2.25	3	31%	-11.28%	1.42	12.40%
2017	62%	3.65	4	38%	21.78%	1.73	14.70%
2018	-18%	2.99	5	25%	-25.31%	1.30	5.22%
2019	52%	4.55	6	29%	36.07%	1.76	9.88%
2020	66%	7.55	7	34%	27.21%	2.24	12.21%
2021/11/13	-5%	7.17	7.88	28%	-6.20%	2.10	9.87%

注①：老唐实盘年度收益率，按基金净值法和实际收益率**孰低**取值，均不含新股收益。

注②：沪深 300 指数收益未包含每年 2%左右的分红，数据略有低估。

实盘与沪深 300 指数对比图



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。

重要事项

本周重要事项简评如下：

- 茅台透露今年基酒产量：年初规划的茅台基酒产量是 5.53 万吨，本周茅台官网口径显示，实际产量应是达到或超过 5.6 万吨。这个数据将是茅台基酒产量未来几年甚至更长时间的天花板。
- 陕煤披露十月经营数据：十月贸易煤和自产煤产销量均同比下跌。量不是当下陕煤的关注核心，核心变量是煤价，煤价的同比是暴涨。
- 腾讯三季报简析：略低于我的预期。上周周记里我写过前三季度预期是 1000 亿非国际准则净利润，同比增长 12%。实际是 989 亿，同比增长 10%。

仅对持股和交易感兴趣的朋友，读到这里可以退出了。后面是对上述事件的展开，无新内容。

1.茅台透露今年基酒产量。

去年 10 月 17 日茅台十三五技改工程全面投产，公司预计今年茅台基酒产量将达到 5.53 万吨。

本周二贵州茅台官方公众号推送的《茅台“大体量”背后的精耕之道》一文出现这样的表述：“2021 年，茅台酒已全面释放 5.6 万吨产能”。

从这个表述推测，九月底结束的今年基酒生产，实际产量比预计的 5.53 万吨略好，大致应该是达到或略超 5.6 万吨。

这将是茅台新的产能扩张计划出台之前，茅台基酒产量的天花板。

我多次写过茅台是中国股市的送钱 Bug。

产品供不应求叠加四五年前的基酒产量决定今年可销售量上限，基本导致公司业绩呈现透明状态。即便有误差，也是不影响投资决策的可忽略误差。

对企业稍有了解的人，犹如戴着透视眼镜和对手坐在牌桌上，想不赚钱是相当艰难的。

大把钞票就在这张藏宝图里，只需要你能安静地坐下来，伸手拿出来便是。

年度	基酒产量	可供销售量	备注
2017	42828	30205	实际销售量
2018	49672	32464	
2019	49923	34563	
2020	50235	34313	
2021	56000	34262	按照四年前基酒产量的 80%模拟的可供销售量，公司会有微调。
2022		39738	
2023		39938	
2024		40188	
2025		44800	

藏宝图里此时告诉我们的信息就是：2022 年和 2025 年，是两个销售量会大幅提升的节点年度。

2.陕煤披露十月产销量数据。

昨天下午，陕煤披露十月产销量数据

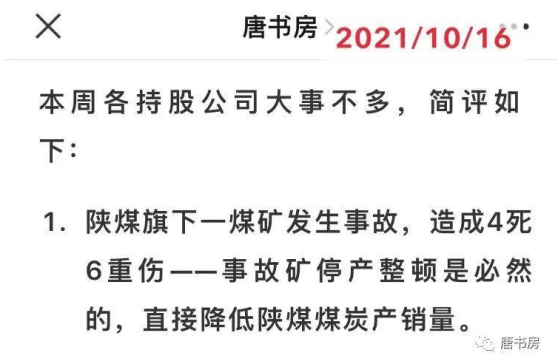
运营指标	单位	2021 年		2020 年		同比变化（%）	
		10 月	累计	10 月	累计	10 月	累计
煤炭产量	万吨	1,070.13	11,335.25	1,172.43	10,226.51	-8.73	10.84
煤炭销量	万吨	1,872.55	22,068.94	2,991.66	20,287.69	-37.41	8.78
其中：自产煤销量	万吨	1,032.28	11,165.95	1,168.81	10,103.95	-11.6	

这本属于常规信息披露，只不过这个月产销量同比均为负增长。叠加发改委持续打压煤价的相关新闻，更容易吸引眼球，所以引发网络热议。

销量同比下滑主要是贸易煤的减少。去年十月贸易煤销量为 1823 万吨（2992-1169），而今年十月贸易煤销量为 841 万吨（1873-1032）。

推测是因为政策干扰导致下游观望情绪造成的。不过贸易煤一直只是过过手，没什么钱赚的，多点少点的关系都不大。

陕煤净利润的关键是自产煤。自产煤产销量降低，主要是胡家河矿安全事故导致停产以及 10 月全运会导致的控产，是预料中的情况。



当下煤价飙升已经显示了供不应求的市场供需格局，而大型煤矿实际上是按照核定产能生产的，自产煤的量高也高不上去、低也低不下来

——核定产能限制着产量无法突破上限。高层三令五申加大生产保障供应的命令推动，叠加市场售价带来的利润勾引，这两个因素决定了产量也低不下去。

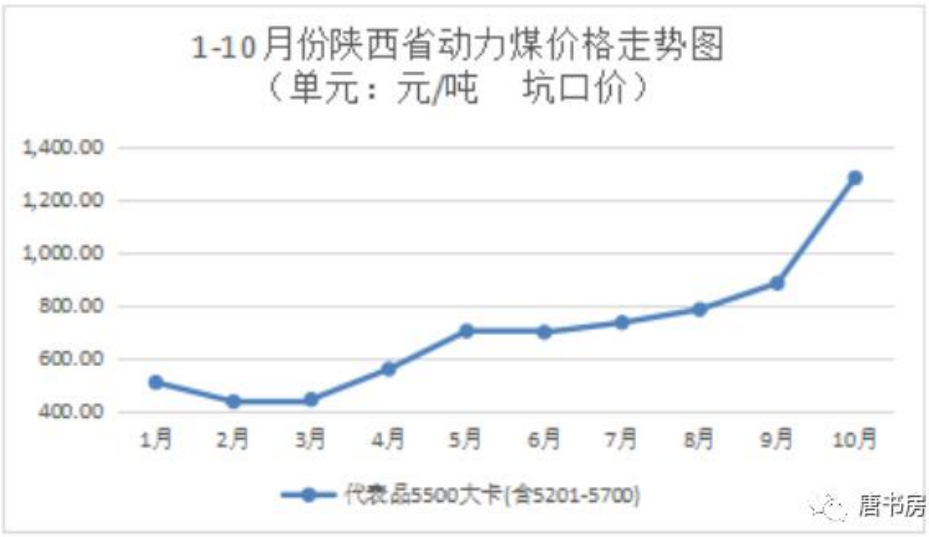
自产煤产销量在限定范围波动的特性，决定了影响年度净利润的核心变量是价不是量。

正巧，上周陕西省发改委在其官方网站上，披露了今年动力煤价格的详细变化。内容如下：

据我委对咸阳市、榆林市动力煤价格（5500 大卡坑口价，下同）监测，今年以来动力煤价格显著上涨，由 1 月份 509.75 元/吨上涨至 10 月份 1280.60 元/吨，上涨 151.22%。

年初动力煤价格小幅下降，2 月份价格为 437.57 元/吨，环比下降 14.16%，达到今年最低价。3 月初煤价节节攀升，5 月底价格涨至 703.53 元/吨，环比上涨 25.58%，达到上半年价格最高点。

6 月份价格高位徘徊，7 月开始煤炭价格快速上涨，到 9 月份涨至 883.72 元/吨，10 月份煤炭价格上涨幅度进一步加大，价格涨至 1280.60 元/吨，环比上涨 44.91%，同比上涨 205.38%，达到今年以来价格最高点。



这是陕西省发改委披露的前十个月的坑口价情况。

十一月份，在国家发改委的大力敦促之下，陕西 5500 大卡动力煤坑口价大约回到了 900 元左右（请自行对上图实施曲线脑补）。

信息来自 11 月 9 日中煤集团的降价通知：

11 月 9 日，中煤集团再次全面下调港口和坑口动力煤销售价格，一是北方港口 5500 大卡煤炭平仓销售价格全部在 1100 元/吨以下，二是所属晋陕蒙生产企业 5500 大卡煤炭坑口价格一律不超过 900 元/吨，全力引导市场合理预期，引导煤炭价格回归理性。

我个人认为中煤集团主动实施降价，代表的正是大型煤企及晋陕蒙新四省政府和发改委之间的博弈。

彼此给对方台阶下，让控制煤价行动显示出“明显”效果，换取传说中的 440±20%价管措施胎死腹中。

作为陕煤的投资人，看一眼上面的煤价走势图，也能知道今年净利润同比去年一定是大增的。

甚至可以进一步推测，未来很长一段时间煤价也很难回到去年的水平。

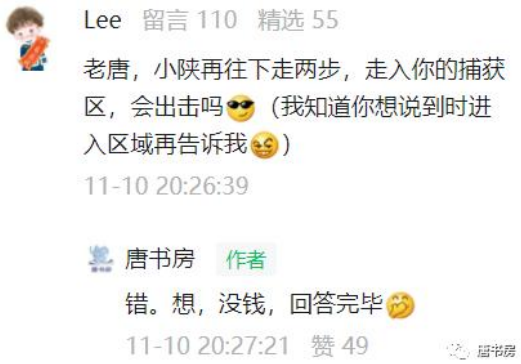
在这个前提下，自然而然地就会对最近股价的下跌不以为意。那不过就是八月九月非理性暴涨过后的修复吧。

前面是没有纳入口袋的虚拟利润，现在也是没有掏出口袋的虚拟丧失。

我的陕煤依然是 10 和 11 元各买入的 2%仓位，以及 13.45 买入的 0.2%仓位——均为扣除分红后的价格，自首次介入至今未曾卖出过 1 股。

从 10 元到 16.83 元我是呆坐，从 16.83 元到上周最低 11.31 元，我依然是呆坐——这是我认为的投资者法定待遇，持股常态。

而且正如 11 月 10 日的留言区问答：



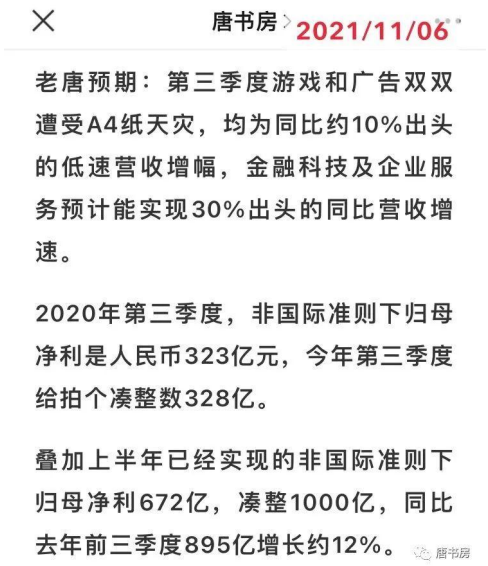
如果手头有钱，我不介意在陕煤股价下跌过程中继续增加持股——请注意，这只是老唐个人看法，绝非推荐任何人买入。

老唐的看法很有可能只是因为持股导致的过度乐观，且当前老唐仅持有 5%仓位的陕煤。

请一定要独立思考，万万不可因为老唐的乐观而做出买入决策。

3.腾讯三季报简析。

腾讯三季报略低于我的预期。上周周记里，我写过对腾讯三季报的预期。



预期第三季度非国际准则下净利润为 328 亿，实际是 318 亿。

预期前三季度非国际准则净利润为 1000 亿，同比增长 12%。实际是 989 亿，同比增长 10%。

看了三大业务板块的数据，金融科技及企业服务预期增长 30%出头，实际同比增长 30.3%，算是精准。

游戏预计的是 10%出头的同比增长，实际情况是 8%，略低于预期，主要是本土游戏收入低于预期造成的。

本次财报新增游戏本土数据及非本土数据分项披露。其中本土游戏同比增长仅 5%，受监管政策影响比我预计的略大——本土指不包含港澳台在内的中国境内市场。

非本土游戏部分发展喜人，同比增长 20%。如果去掉人民币升值因素影响，第三季度非本土游戏收入同比增长是 28%。第三季度非本土游戏收入，已经占到本土游戏收入的 1/3 啦。

广告还要惨点儿。我预计的也是 10%出头的增长，实际增长仅 5%出头。主要是第三季度教育、保险和游戏三个广告大户遭受政策打击，需求断崖式突降造成的。

我个人预计第四季度广告可能依然有压力，但游戏重回高增长是非常确定的事情。游戏和金融科技及企业服务的高速增长，足以弥补广告的短期受压。

对于全年业绩，我之前的预测是非国际准则下 1450 亿左右，目前也只需因三季度的略低于预期将全年微调为 1430 亿左右即可。

1430±5%范围应该是基本确定的。挑战一下难度，限制在 1430±1%范围试试。

关于腾讯财报的细节，数据多，枯燥，全文约 4200 字，不持有腾讯的朋友可能不耐烦看。

我单独摘出来放在今日二条，感兴趣的朋友自己去看，不关心的朋友直接跳过就好。

本周运动

本周跑步 2 次，一次 10 公里一次 16 公里；陪我家领导湖边散步 1 次 5.2 公里。



周六同口径除皮净重 85kg，环比持平——175cm。唉，市值跌 1%易如反掌，体重跌 1%难若登天啊

祝朋友们周末愉快

第1041篇.　　2021.11.15 - 书房拾遗第35期——技术分析专题

原创 永远好奇的唐朝　唐书房　2021-11-15

连续几篇烧脑文，朋友们可能读的挺累了。今天我插篇轻松点的。

这是 11 月 12 日，书房一位名叫@空镜 的朋友，捞起了老唐 2015 年 3 月发的一篇谈论技术分析的文章，然后引发了其他朋友参与讨论。

文章和讨论或许对某些朋友有帮助，整理后收录于此——收录时删掉了 2015 年原文里涉及到的人名

老唐的技术分析观——与 H 兄商榷

2015/03/04

早上戳开电脑，看见 H 兄说“没有一个人能在本文论据上反驳，全都绕开论据和机理瞎扯一通，这就是技术分析的通病，只能给自己打激素高喊口号：我能我行我一定成”。

这显然意味着老唐昨天的反对意见 H 兄是不认可的，认为没有针对原帖的论据，进行反驳。那老唐再试试，反正闲着也是闲着。

H 兄原文论据，有两段：

第一段原文说：统计这玩意儿的前提是机理上有相关性，否则所有的系数都是骗人的，因为样本都是局部的，鸡叫和天亮有统计相关性，但鸡叫并不是天亮的原因。用统计指导未来的前提是其中有规律在起作用，科学技术研究经常用到统计，因为其中有物理定律在起作用。

~这段话一共两句，重点强调统计必须有机理上的相关性，才可以使用，否则就是骗人的。老唐反驳如下：

大数据商业化应用第一人、数据科学家维克托·迈尔·舍恩伯格教授提出了大数据时代带来的三大思维转变：1.要相关，不要因果；2.要效率，不要精确；3.要全体，不要抽样。

技术分析，实际上走的就是这样一条道路，追求现象之间的相关关系而不是因果关系，同时追求概率上的优势，而不是一一对应的精确。

拿 H 兄自己举得鸡叫和天亮的例子说，如果长期统计数据显示，头次鸡叫后大约一个小时左右天亮。那么如果随机去一个小山村，我俩下注赌鸡叫后一个小时天亮没有。连续赌一年，我认为赌天会亮的人赢。

期间有没有鸡乱叫的时候，一定有；鸡叫是不是天亮的原因，不是；靠鸡叫下注天亮，是不是纯扯淡，不是。

再引用张五常曾经在《科学说需求》一书中谈到的一个类似现象，今天我们已经知道了天狗食日或食月理论的荒谬，事实上宇宙中并没有一只天狗，月亮和太阳也从来没有被啃下去半边过。

但中国古人用天狗食日理论，成功的预测出日蚀月蚀出现的时间，并以此为基础搞出农历历法，指导农耕文明的运转。

天狗和日蚀的出现之间有没有物理规律对应？没有。天狗食日理论能否预测日蚀的出现，可以。

再看 H 兄第二段原文：而股价是人情绪的投票结果，由于人的情绪投票结果又受到未知事件和人主观性的综合影响，人的主观性造成事件的过程和结果难以预测，一群人的综合结果就更加难以预测，而未知事件里面也包含人的不确定性因素，因此人的情绪投票结果是无法高概率预测的，股价短期涨跌的概率都接近 50%，股价的统计系数只能反映过去不能预测未来，因为其中没有必然的规律在起作用。

~本段一句到底，说股价是人的情绪投票结果，人的情绪无法高概率预测。老唐反驳如下：

技术分析的三大基本假设之一是“历史会重演”。这个假设和 H 兄所崇拜的巴菲特所言“我们从历史中学到的教训是，人们根本不会从历史中学到教训”，其实是相同意思，都在表达人类在面对诱惑和威胁时产生的贪婪和恐惧，过去和今天没什么不同。

既然人的贪婪和恐惧没什么不同，那么在贪婪和恐惧之下产生的行为，也必然是有规律可循的（当然，寻找的难度是另一个话题）。

即便是价值投资的鼻祖格雷厄姆，也同样用历史统计来支撑自己的决策，例如 1955 年，格雷厄姆作为证券市场著名专家，在美国国会一个证券市场委员会的调查询证中，被问道：

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

格雷厄姆回答道：“这正是我们行业的一个神秘之处。对我和对其他任何人而言，它一样神奇。但是我们从经验上知道最终市场会达到它的价值。”格雷厄姆这个回答，不是也建立在“历史会重演”的假设之上吗？

逐句反驳了 H 兄的论据后，老唐借机阐述一下自己的技术观。

首先声明，老唐 19 年前靠技术分析破产过一次，属于技术分析的失败者，目前已经完全地彻底地放弃了技术分析手段。一年开不了几次券商股票软件，开了也是查基本面数据。持仓股票价格，只在打开雪球时，被迫看两眼。

所以老唐对技术分析的看法，仅供参考仅供参考。如果伤到了哪位技术高手的系统，烦请直接当作屁话忽视。千万别来骂，浪费你的口水，浪费我的鼠标。

A、技术分析只能追求大概率对。技术分析有三大假设 1）价格反映一切；2）价格沿着趋势移动；3）历史会重演。

这背后是一种大数据操作模型，建立在大量历史统计的基础上，寻找人类在面对贪婪和恐惧时做出的类似反应，并以此做出决策。

这种模式无法保证每次操作都对，如同价值投资同样要进行适度分散、巴菲特同样会在特易购上面犯错一样。它追求的是大概率对，因此技术分析一定要谈止损概念，即什么状态表示该统计失效。

B、技术面分析和基本面分析很难融合，顶多只能说技术面分析者可以选择在看上去经营的还不错的股票上实施技术手段。这背后实际上暗含着一种侥幸：万一错了，还有基本面投资者托底，不至于死的很惨。

这种技术分析者，一般看上去兼容并蓄，喜欢被称为左手 XX，右手 XX。但老唐觉得，这大概是不纯粹的技术派，也是对止损概念理解不够的技术派。

老唐认为的真正技术派，视股票为筹码，在其眼中，甚至无需看代码，只要有足够的股票价格数据，便可以展开交易了。

C、说两者很难融合，是因为在技术分析三大假设要求下，所有的技术分析工具，都要求紧盯着市场价格，并认同价格是判断系统正确或错误的唯一工具，市场永远是对的，错的只能是我们自己。

而基本面分析系统的基石，则基本建立在市场总是错的（对的时候犹如白驹过隙），不是过份乐观，就是过份悲观，基本面投资者要寻找的是价格与价值的偏差。

一个系统说价格永远是对的，我们只是跟随（寻找反转点的技术分析，其实不过是妄图先人一步跟随新的趋势）。另一个系统说价格永远（或近于永远）是错的，我们只有在价格错的离谱的时候，才进行交易。~~所以，试图进行两者融合的，老唐担心最终走上精分结局。

D、对于研读政策，预测热点，类似于 X 兄这样的市场参与者，目前老唐还没有想清楚他们究竟属于何种流派，暂时搁置一边吧。这方面认识深刻的，老唐希望听见赐教。

E、技术分析本质上是市场跟随者。理论上说，你的每笔交易都从边际上改变着股价（或其他交易标的的价格），但影响分大小，当你的资金影响足够大的时候，或和你使用同样跟随技巧的资金总和足够大的时候，该技术手段将失效，因为你们改变了跟随对象，使其必然不符合历史统计规律了。

这个影响的大和小的界定，是技术分析者必然面对的难题之一。

F、正因为如此，技术分析者往往随着资金量的增长，不得不将资金分散到更多的交易对象上，从而使自己的战线越来越长，精力的分配是个大问题。很多技术分析者都是在精力分配过散，资金量比较大的时候，由于种种原因，被情绪影响而倒下的。

同样，也正因为上条里所谈原因，技术分析者一般倾向于保密，公开的技术意味着失效或即将失效的技术。所以我们会发现如果一个成功的技术操作者，出现在公众面前之后，大概率会很快失败，因为他最顺手的道路上，很快会被无数跟随者挖出陷阱，埋葬这位始作俑者及其追随者。

G、我没见过什么技术分析的大成功者，不要说靠某某技术手段从几万奋斗到几亿，连从几万奋斗到几百万的，我也没见过一个拿出铁证的。但出于对未知世界的尊重，我愿意相信有这样的隐藏高手，且可能不少。

只不过出于逻辑上的思考，即便他（或她）将券商交割单全部逐笔打印给我看，老唐也不会有兴趣学习和研究。

老唐目前在雪球上最喜欢关注的投资者，是对某行业或某企业有深入研究的，或者先人一步有行业或

企业经营信息的提供者。

I.最后打个破嘴：因为技术分析的逻辑基石决定了其必然出错，所以凡是宣称“我一直对，关注者无需关注他人、只需听我的即可”者，铁定是骗子。

还好，截止目前，这种可以铁定判定为骗子的，雪球上我只看见过一两名，当然，也可能是我看的不够宽



Lucy.lu：唐老师，这篇有点看不懂了。按照您的阐述，好像说的技术分析有点用处，在其没有被人发现的时候，在资金规模不大的时候是有用的？

唐朝：是的，有些统计规律在没有被人们普遍知道之前，是有用的。所以你也会看到有人会阶段性地靠某种技术分析手段赚到钱。

但通常随着统计规律被更多人发现，或者秘密掌握这种规律者的资金规模加大后，该规律就可能失效。

此时运用这个规律的人，就在资金量最大的时候栽了。这就是我说的“技术分析的危害在于它有时候是有用的”。

Dyjguilin：某些基金就是这样的，靠着自己独家的算法获取超越市场参与者的超额收益。但资金量大了就不行了。

唐朝：是的。参与的资金多了，自己本身就扭曲了统计规律，最终相当于自掘坟墓。这也是技术分析有阶段性赢家，但是几乎没有长期赢家存在的核心原因。

空镜：之前可没少花钱买 9999、19999、39999 的技术秘籍课，哎，好愚昧的我啊！

唐朝：是不是发现都属于“解释过去头头是道，犹如诸葛重生；预测未来闪烁其词，好像算命骗钱”类型？

无语：唐老师，那么对于新手来说，能学到的技术分析必然是被人们普遍知道的吧？保密的新手也学不到，新规律如何确定，如何又确定失效，矛盾重重，感觉走不通啊？

唐朝：对。完全可以这么说，你去学习到的技术分析手段，是已经无效的技术手段。

你自己研究和统计的手段里，如果没有过度拟合，没有受未来函数扭曲，说不定千里挑一的还真有阶段性有用的。

但这是阶段性有用，如果你坚持使用，最终也会引导你以过手财神的角色摔入大坑。这是逻辑。

Lucy.lu ：好的，谢谢唐老师，我更加深刻理解那句“技术分析最大的害处是它有时候有用”。

鸡叫不是天亮的原因，但鸡叫后大概率会天亮。技术分析有用，但不是在股市里长期取胜法宝。我们要追求的是确定性。是去寻找为什么天会亮 ，而不是盯着鸡啥时候叫。

唐朝：按照技术分析的三大假设之一“价格反映一切”，所有被观测到的一定准的信号，甚至大概率准的信号，必将体现在市场价格里。

因此类似“鸡叫后天会亮”这类公开的、大概率准的统计规律，在赌局里只能获取 1 赔 0.95 这种赔率，依然无法带来财富。

回归常识：我就从来没学过 k 线，因为我一直想不明白，为什么看着同一个 K 线图，你做出来的决定是买入，而屏幕那边另一个人做出来决定的是卖出呢？

唐朝：老哥是天生大智慧唉，我这种蠢蛋就缺智慧，非要碰的鼻血糊了一脸之后才知道此路真的

不通

风中一叶：公鸡不是因为有了光线刺激褪黑素下降才打鸣的吗？应该和天亮有关啊。当然现代人造光可能会有一点点影响这个规律。

唐朝：你说的是''光线刺激公鸡打鸣''，无论结论是什么，它和''公鸡打鸣是否能导致天亮''都扯不上。是另一个新话题了。

忆溪舟：老唐，实际我一直有个疑问，为啥市场会无效呢，它的底层逻辑是什么？是因为众多人的情绪非理性原因，还是因为总会出现人们无法判断的新情况？求点醒。

唐朝：因为市场出价的背后是人类的情绪作祟，而人类的情绪永远受贪婪和恐惧影响，总是在过分乐观和过分悲观之间剧烈摇摆。所以，他们绝大多数时间都是无效的，无法精准反应企业价值。

但需要注意的是，绝大多数时间并不是永远，市场也有有效的时候，犹如一口不走的破钟一天也会准点两次一样。

祝志远：老唐，你说“技术分析者往往随着资金量的增长，不得不将资金分散到更多的交易对象上，从而使自己的战线越来越长，精力的分配是个大问题。很多技术分析者都是在精力分配过散，资金量比较大的时候，由于种种原因，被情绪影响而倒下的。”

我的问题是，捡烟蒂法似乎也是同样的问题啊！容纳的资金量有限，需要保密，牵扯的精力越来越多，但是为什么纯粹的“平均赢”的烟蒂股投资者，好像并不会因为情绪的影响而倒下？或者说我们看到的是烟蒂股的幸存者偏差？但是技术分析的幸存者好像都没有一个啊！

唐朝：因为纯正的烟蒂股，有一个因为资本逐利天性而确定的“接盘侠必来”的逻辑安全绳托底。技术分析缺这个。

柏：逻辑清晰，思维缜密，观点明确，有理有据！让我对投资的体系认识又加深了！感谢老唐。

财富是思考的附属品：我也是从技术分析开始的，把各类画线的理论，波浪理论，江恩周期，缠论等各类理论都学了个遍，发现实在没法盈利或者说持续盈利，账户资金量一直来来回回做不上去。

到最后没路走了，才开始学习价值投资方面的东西，在雪球上关注老唐，之后才入唐书房。

技术分析有几大我没法接受的弊端：

1、每天或者每几天的操作对心理影响比较大，情绪很容易被带着走。

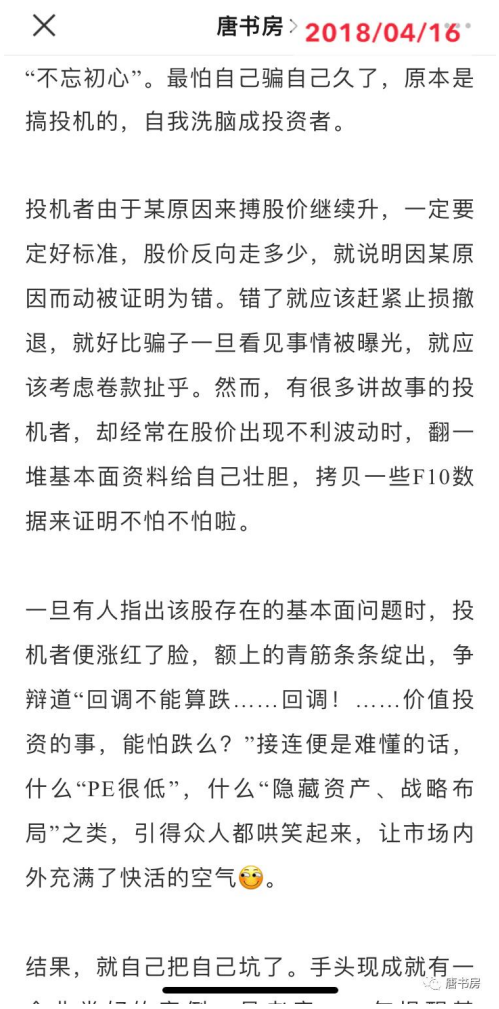
2、技术分析本质上是要等接盘侠出现的，仓位重了，心理压力较大，因为本质上并不确定接盘侠到底会不会出现。

3、技术分析需要盯盘，一天两天，一月两月盯下来还行，但是二年三年下来，会觉得真心累，基本做不了其他事情。

唐朝：最重要的是必须随时保持清醒，知道自己遵循的不是具有因果关系的必然，而是历史数据统计出来的相关性。

一旦某种信号提示相关性不存在，或发生了巨大的改变，要及时认错。

技术分析者最怕的是，时间久了自己骗自己，有错不肯认错。刚好有位朋友刨出这篇旧文，挺应景的，也截图分享给大家。

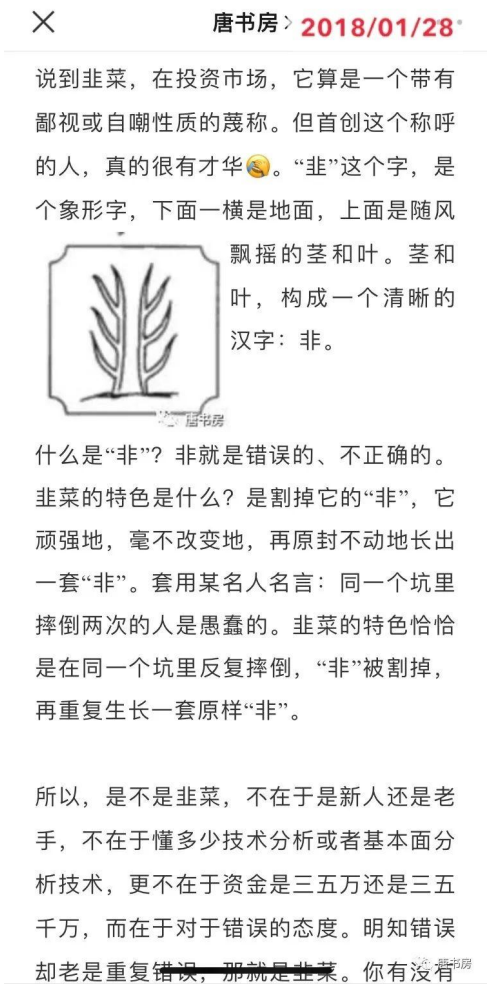


笃行：话说多遍，连自己也相信了，就像巴神年轻时自己发明的赌马术。

修锦：好多人都想两头都占，于是经常站在最高岗。

CC：孔乙己啊！韭菜的韭有四种写法，你可知道么？

唐朝：关于韭菜这个神奇的词汇，我还真写过一段拆文解字



无语：半桶水价投，算芥菜？

信友：拆字分解，一个人带着价投的帽子，但往往价投和趋势在心中搏斗，所以号称坚持两条腿走路。结果理念不时从这边跳那边，左右晃悠不稳定。有时候会被割，有时候又能逃过镰刀。故称“芥菜”。

志勇：哈哈哈，还好，我是错误不断，但只要犯了一个错误，我就会反思，下次至少会避开这个错误。看样子我不是韭菜。

DF 2021-11-16 08:31:38

我是小小搬运工：唐朝 2016-01-09 11:48 • 来自 Android 对于技术分析，不能一棍子打死，要辩证地看待。它不可能随时都有用，否则岂不是全球财富都归你了。但它确实在很多时候是有效的，我们要做的，是搞清楚啥时候有效，并只在确认有效的时候使用它。 据我的经验看，技术分析至少在以下时段是有效的：统计过去的时候；你没掌握它的时候；写书或讲课的时候；你下小注的时候；运气好的时候；输钱后复盘的时候（一般会发现你忘记了一个很明显的指标）…哦，对了，还有运气很好和非常好的时候……

第1042篇. 2021.11.18－经典陪读：伯克希尔股东大会问答③

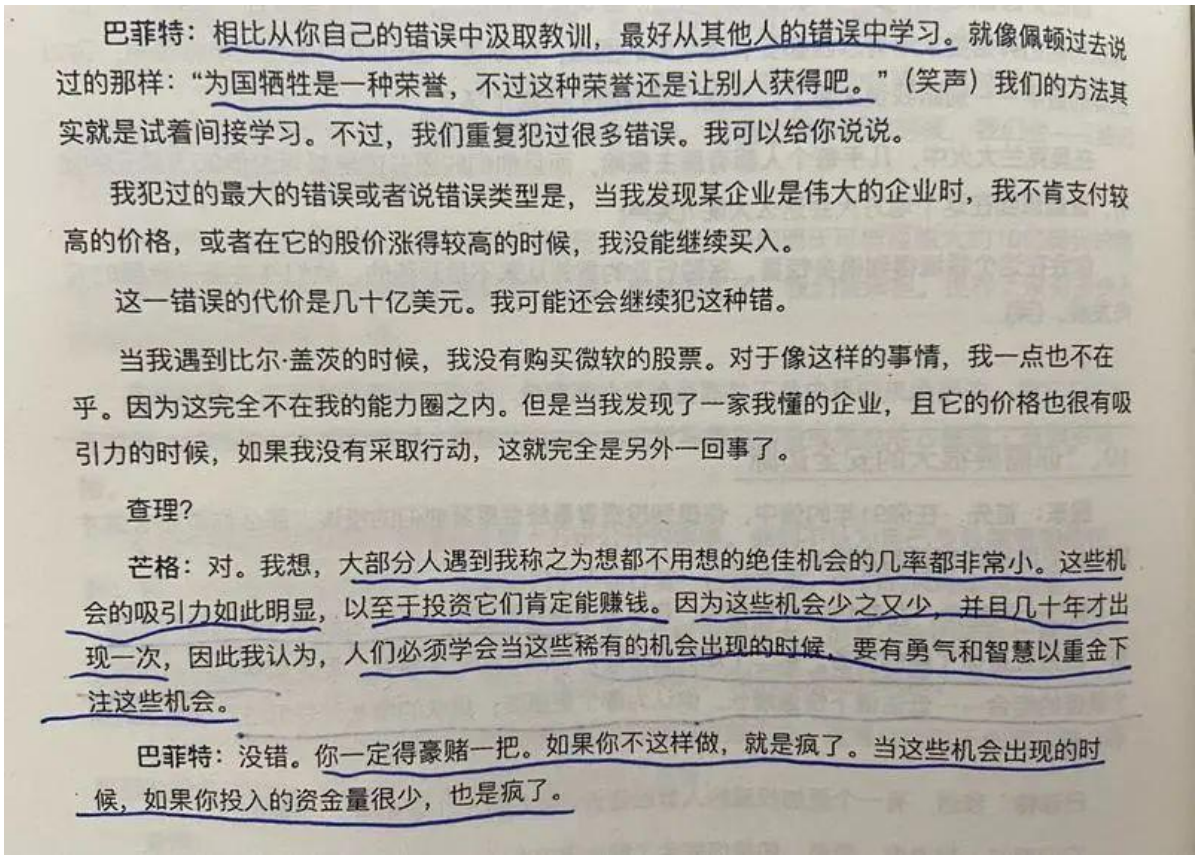
原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2021-11-18

书房读者@小虎 建议老唐将这个系列、以及未来的类似文章，单独命名为《经典陪读》专辑。

这样书房就能逐渐形成实盘周记、企业分析、问答拾遗、经典陪读等各自独立的系列，方便读者各取所需。

我觉着这建议挺有道理，就按照小虎说的办。谢谢小虎

唐朝：大部分人一生遇到的“想都不用想”的绝佳机会总是很少的。



巴菲特：相比从你自己的错误中汲取教训，最好从其他人的错误中学习。就像佩顿过去说过的那样：“为国牺牲是一种荣誉，不过这种荣誉还是让别人获得吧。”（笑声）我们的方法其实就是试着间接学习。不过，我们重复犯过很多错误。我可以给你说说。

我犯过的最大的错误或者说错误类型是，当我发现某企业是伟大的企业时，我不肯支付较高的价格，或者在它的股价涨得较高的时候，我没能继续买入。

这一错误的代价是几十亿美元。我可能还会继续犯这种错。

当我遇到比尔·盖茨的时候，我没有购买微软的股票。对于像这样的事情，我一点也不在乎。因为这完全不在我的能力圈之内。但是当我发现了一家我懂的企业，且它的价格也很有吸引力的时候，如果我没有采取行动，这就完全是另外一回事了。

查理？

芒格：对。我想，大部分人遇到我称之为想都不用想的绝佳机会的几率都非常小。这些机会的吸引力如此明显，以至于投资它们肯定能赚钱。因为这些机会少之又少，并且几十年才出现一次，因此我认为，人们必须学会当这些稀有的机会出现的时候，要有勇气和智慧以重金下注这些机会。

巴菲特：没错。你一定得豪赌一把。如果你不这样做，就是疯了。当这些机会出现的时候，如果你投入的资金量很少，也是疯了。

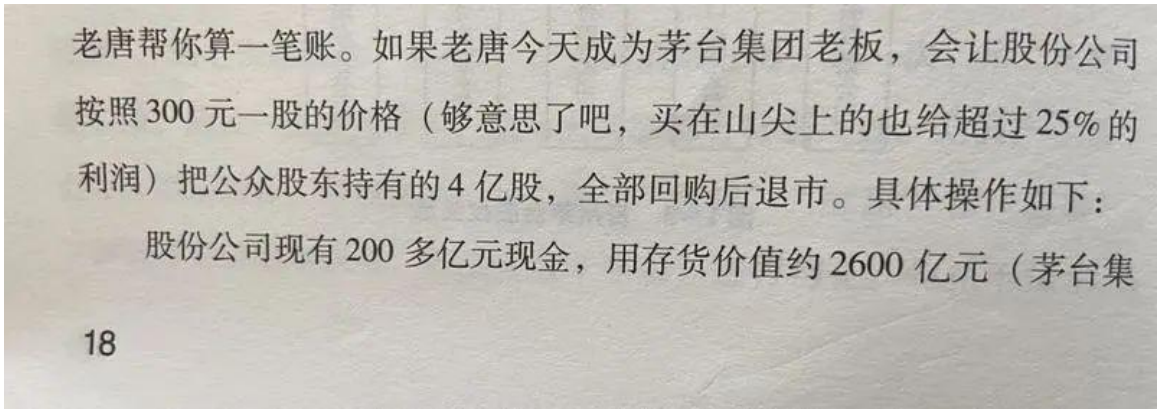
hyg007：佩顿是谁？

唐朝：PATTON，国内更广为人知的翻译叫“巴顿将军”，有部电影就叫这个名儿，美国二战名将。

hyg007 ：查了一下，这话确实是巴顿说的。但巴顿的意思应该是“为国牺牲是一种荣誉，但我们应该努力让对手（指德军）去享受这种荣誉”。截图里的翻译，容易让人误解为“让战友先上，死道友不死贫道”。

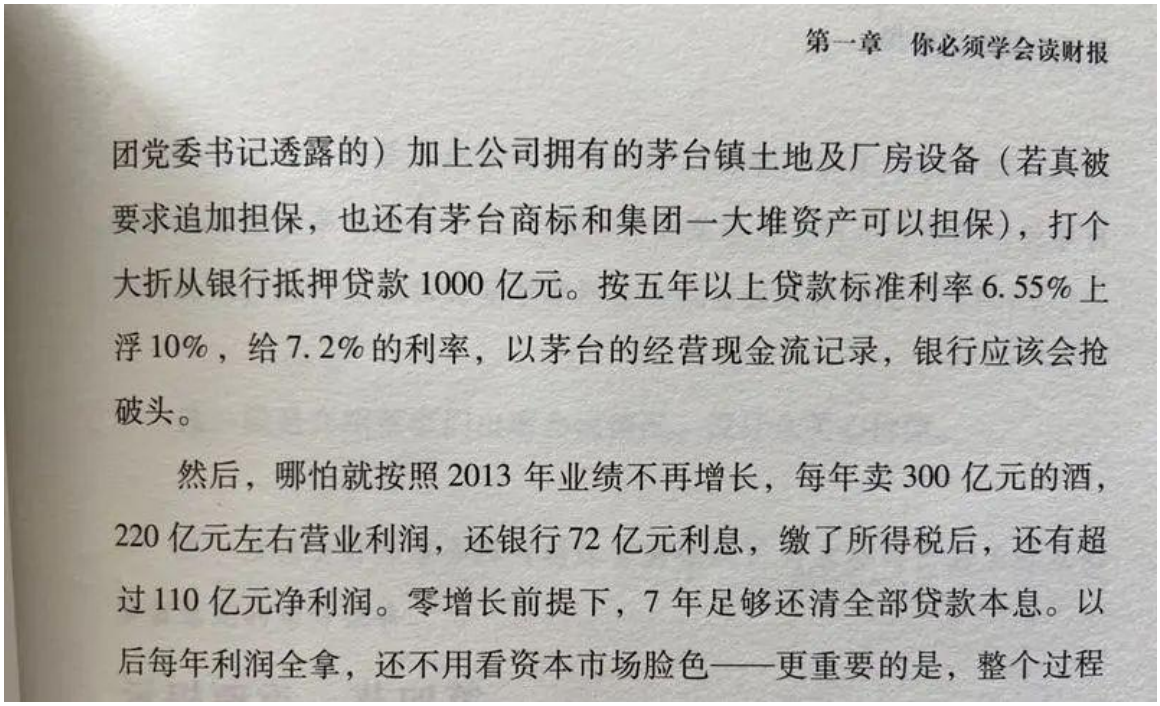
苏飒：“机会出现时，一定要豪赌一把。如果不这样，你就是疯了。当这些机会出现的时候，如果投入的资金量很少，也是疯了！”这句话耐人寻味，我还在想如果遇到了，我要不要豪赌一把。

唐朝：豪赌，其实翻译成“下重注”更传神一些。芒格说的那种“想都不用想的绝佳机会”，指的是无论怎么算都超级划算的机会，比如 2014 年老唐写的这种机会：


老唐帮你算一笔账。如果老唐今天成为茅台集团老板，会让股份公司按照300元一股的价格（够意思了吧，买在山尖上的也给超过25%的利润）把公众股东持有的4亿股，全部回购后退市。具体操作如下：

股份公司现有200多亿元现金，用存货价值约2600亿元（茅台集

18



团党委书记透露的）加上公司拥有的茅台镇土地及厂房设备（若真被要求追加担保，也还有茅台商标和集团一大堆资产可以担保），打个大折从银行抵押贷款1000亿元。按五年以上贷款标准利率6.55%上浮10%，给7.2%的利率，以茅台的经营现金流记录，银行应该会抢破头。

然后，哪怕就按照2013年业绩不再增长，每年卖300亿元的酒，220亿元左右营业利润，还银行72亿元利息，缴了所得税后，还有超过110亿元净利润。零增长前提下，7年足够还清全部贷款本息。以后每年利润全拿，还不用看资本市场脸色——更重要的是，整个过程

2021年10月6日

唐朝：这真的是一次惊险的、巨大的、无价的跨越，里面包含有很大的运气成分。这是二老的幸运，也是整个投资领域的幸运。